國立政治大學企業管理學研究所（MBA 學位學程）

碩士學位論文

中信金控併購台灣人壽之個案研究

Case Study on Merger and Acquisition of CTBC Financial holdings and Taiwan Life Insurance

國立政治大學
National Chengchi University

指導教授：吳啟銘博士

研究生：孫楚涵撰

中華民國 106 年 05 月

摘要

自 2000 年台灣政府推出「金融機構合併法」，促進了金融同業之間的合併，減緩銀行、保險和券商等金融機構家數過多的現象，2001 年更宣布「金融控股公司法」，使金控公司可以同時提供銀行、保險和證券等金融服務給客戶，提供一站式購買的便利性，並且透過交叉銷售增加效率。出了金改外政策也鼓勵金融機構佈局海外市場，增強競爭力。另外台灣保險業家數逐年減少，但佔整體金融機構比重卻不斷增加，顯示保險業的吸引力。但必須克服消費者習慣改變和市場飽和的問題。

本研究採用中信金控與台灣人壽的併購案，探究併購活動對企業績效的影響，對個案研究分為事中、事前和事後三個部分，事前分析個案併購之背景與原因、公司與交易的特性為何與公司之策略和文化；事中分析個案併購是否產生綜效與綜效來源，並且衡量市場反應與綜效之差異；事後分析為探討公司事後進行的整合行動、改善方案和長期計畫。

根據個案分析得到以下結論，首先，促成併購的原因分為外部和內部，外部為政府與經濟環境皆促進金融併購，而內部主要因為中信金控欲完整其金控體系且中信欲發展海外之策略，與台灣人壽於中國之佈局互補性極高。第二，併購綜效為正，本研究透過新契約費用率、資金運用比率和繼續率三項指標分析，併購案確實營運綜效；透過市場佔有率、保費收入變動率、初年度保費比率和續年度保費比率四項指標分析，併購案確實帶來市場綜效。最後透過 EVA 價值法，計算合併綜效價值比 31.07%，遠大於併購所付出的資源，本研究認為公司差異較大的規模和公司特性為銀行與保險合併的關係皆是併購績效為正的原因。第三，運用事件研究法（CAR）探討併購後之市場反應，得到併購後 30 日累計異常報酬為正，但是因為運用股票支付的原因低於併購綜效價值。最後提出人事整合、業務整合、企業文化整合、資訊系統整合和設立追蹤機制的建議。

關鍵字：CAR、事件研究法、EVA 價值法、併購績效、整合計畫

目次

第一章 緒論……1

第一節 研究背景與動機……1

第二節 研究目的……2

第三節 研究架構……3

第二章 文獻回顧……4

第一節 促進併購之動機……4

第二節 綜效來源……5

第三節 公司特性對併購績效之影響……6

第四節 支付工具的選擇……7

第五節 市場反應之影響因素……9

第六節 併購後整合動作……11

第三章 背景分析……15

第一節 總體環境概況……15

第二節 個案公司併購動機……25

第三節 併購歷程與交易條件……35

第四章 綜效分析……37

第一節 綜效來源及衡量……37

第二節 市場反應 ……46

第五章 合併策略和整合行動……50

第一節 整合行動……50

第二節 改善方案及長期計畫……51

第六章 研究結論與建議……52

國立政治大學 National Chengchi University

第一節 研究摘要與結論……....52

第二節 研究建議……....55

參考文獻……..56

國立政治大學
National Chengchi University

表次

表 2-1 整合之工作內容與具體措施……....……....……....…11

表 3-1 保險業家數及其分支機構統計表／單位：家數……....……18

表 3-2 保險業資產占金融機構資產比率表／單位：百萬元……..……19

表 3-3 中信金與台壽保之公司比較…….……26

表 3-4 中信金 2015 年主要股東……..……..36

表 4-1 四家壽險公司最近四年營運綜效之研究指標……..……38

表 4-2 四家壽險公司最近四年市場綜效之研究指標….……....40

表 4-3 以 EVA 模型計算之台壽保單獨存在價值…..……..…43

表 4-4 以 EVA 模型計算之中信金單獨存在價值….……44

表 4-5 以 EVA 模型計算之台壽保與中信金合併公司之價值…..……..….45

表 4-6 中信金與金保指數漲幅之迴歸分析…..……,……...47

表 4-7 台壽保與金保指數漲幅之迴歸分析…..……,……...48

表 4-8 中信金與台壽保 CAR 計算…….……..49

表 6-1 研究結論與整理……...……..55

國立政治大學 National Chengchi University

圖次

圖 3-1 保費收入與保費收入之成長率……20

圖 3-2 人壽及年金保險投保率與投保率之成長率……21

圖 3-3 人壽及年金保險普及率與普及率之成長率…..……...22

圖 3-4 保險密度及保險密度之成長率….……23

圖 3-5 中國信託金融控股股份有限公司結構……,,,……..…29

圖 3-6 台灣人壽市佔率與保費收入…….……31

圖 3-7 台灣壽險公司 2014 和 2015 資產規模（百萬）…….....33

圖 3-8 台灣壽險公司 2016 年資產規模（百萬）……34

圖 4-1 宣告日前後 30 天中信金及台壽保之每日收盤價……..…46

國立政治大學 National Chengchi University

第一章 緒論

本章分為三節，第一節為研究背景與動機，探討金融業併購背景與動機，第二節闡述研究目的，第三家說明研究架構。

第一節 研究背景與動機

自台灣保險業業政策與 1987 年放寬之後，保單商品日趨多元化，尤其以壽險業務為主，從原本傳統保障型保單，發展之結合證券投資及資產管理特色之投資型保單，皆為市場競爭激烈的演變。然而近幾年來壽險業保費收入成長減緩，顯示出台灣壽險業已經成熟之事實，另外受利差損的產生和國際會計準的實施也為保險業帶來負面之影響。為了突破困境，保險業者開始多元發展產品並鎖定海外市場。

政府為了提升台灣金融業之競爭力與經營效能，與 2000 年發布「金融控股公司法」及「金融機構合併法」，使金融業中出現整併風潮，出現同業或異業合併的現象，各家金控也積極從事併購，完整其佈局，提供顧客多元服務，尤其針對保險業，因為保險業佔金融機構之比重不斷增加。例如富邦金控併購安泰人壽、台新金控併購紐約人壽等。中信金控也於 2011 年收購大都會人壽並更名為中國信託人壽，但是事後中信金之營運占仍近 95%依賴中信銀，而此時併購台壽保能夠增加中信金之多角化程度，並且透過產品互補和交叉銷售之方法，了能達到到綜效之結果。

本研究希望能透過中信金與台壽保之合併案，從併購過程的事前、事中和事後之分析來衡量對此併購對兩家公司帶來的效益為何，併購結果與事前事中之分析是否相符，以驗證此併購案成功與否以供未來併購之借鏡。

第二節 研究目的

金融產業存在許多法令與資金限制，必須長期經營才能夠探究其經營是否具有效益，透過併購擴展市場、完善商品和增加資金運用多樣性，都是企業提升或強化自身產業競爭力的策略。企業併購之目的在於發揮綜效、降低費用、分散風險、增加股東報酬、多角化經營並且透過併購行為能縮短資產重置事件，提升公司價值等。

本研究採中國信託金控併台灣人壽之個案，旨在研究併購活動對企業績效的影響，本研究之徹底探討個案中以下 12 個問題：

一、促成購併的原因?

二、交易特性與公司特性為何？

三、策略和文化上是否互補？

四、綜效的來源為何？

五、此併購是否划算（得到>付出）？

六、支付工具設計是否適當?

七、購併績效是否大於零?

八、市場的反應是否與公司特性相符？

九、市場的反應是否與購併評價結果相符?

十、市場的反應是否與購併支付工具相符?

十一、 購併後做了那些決策?

十二、 購併綜效是否如預期?

國立政治大學 National Chengchi University

第三節 研究架構

本研究共分為六章，各章內容概述如下：

一、緒論

說明本研究背景與動機、目的及架構。

二、文獻探討

針對相關文獻做探討，包含促進併購之動機、綜效來源、公司特性對併購績效之影響、支付工具的選擇、市場反應之影響因素、併購後整合動作。

三、背景分析

背景分析又分為總體環境概況與公司研究，總體環境概況包含保險業至台灣總體金融業的說明並找出潛在的威脅。公司研究為公司介紹與併購過程，透過環境與公司之探討，找出促成併購的原因，並且釐清公司與交易的特性，衡量兩家公司策略和文化上的互補性。另外，評估可能的綜效來源。

四、綜效分析

衡量綜效是否發生並且對主併公司來說，此併購是否划算，研究併購產生綜效之值，並與市場反應比較。

五、合併策略和整合行動

探討個案公司併購後做的整合行動，和併購之後追蹤。

六、結論與建議

匯集本研究結果，提出結論與建議。

國立政治大學 National Chengchi University

第二章 文獻回顧

第一節 促進併購之動機

Robert De Young, Douglas D. Evanoff and Philip Molyneux（2009） 分析 150 項最近金融機構的併購案件之文獻研究。提出銀行之合併能夠拓展商品之多元化，使效率達到改善，並且帶來股東價值的增長。而且聯繫 CEO 之薪酬變化與併購活動之關係，證明併購是為了獲得「大到不能倒」（too big to fail）的地位與額外的薪酬補貼。

Adel A. Al-Sharkas, M. Kabir Hassan & Shari Lawrence（2008）利用隨機邊界方法（Stochastic Frontier Approach）研究銀行併購對銀行業成本與效益之影響，另外亦使用數據包絡分析方法（Data Envelopment Analysis）來衡量併購銀行與非併購銀行之生產結構。結果顯示併購提高了銀行之成本效益，另外，證據顯示併購後的銀行成本比非併購銀行還要低，由於併購銀行將有機會使用最有效的技術以提高技術效率以及使用成本最小化之投入以提高分配效率。因此結果顯示銀行業之併購存在經濟合理性，所以併購可以使金融產業掌握新機會並且提供技術創新。

根據上述對於金融機構併購動機的文獻敘述，本研究認為金融機構除了財務或營運的客觀動機如多角化商品、成本效益的提升、增加股東價值和最適化分配之外，也不排除行為面的動機例如高階主管薪酬增加和獲得大到不能倒的地位，本研究之後會在針對總體經濟、政治、社會及產業的現況與困境方面，探討本個案併購的動機。

第二節 綜效來源

杜玉振、涂登才、林東和和蔡知敏（2007）採用現有 14 家金控公司及其所屬銀行、保險與票券子公司購併前後共 6 年之投入產出資料，納入超越對數成本函數固定效果模型，進行成本效率分析。結果發現多數金控公司已產生營運綜效，綜效主要來源為規模經濟。更進一步證明，銀行、保險子公司均具規模經濟，適合再同業購併，且兩者間具範疇經濟，有利異業購併。

林樵谷（2008）透過個案研究，提出人壽加入金控組織帶來的利益大於弊端，並且能夠衍生出不同產品策略之訂定。另外也提出，非金控之人壽保險公司對通路之掌握度差，進而影響其業務之穩定度。

陳啟典（2009）研究國內上市上櫃公司在宣告實施併購之後，於不同投資期間之股東權益報酬，另針對不同的投資期間進行基準模型之檢定力與適配度分析。採用 Fama and French（1993）提出的市場因素、公司規模、淨值市價比等三因子模型，加入動能以及交易量因素形成一個五因子模型，探討這五個變數對主併公司併購活動宣告後，對股東權益報酬之解釋力，以驗證各效應的存在與否，並檢視何者才是解釋股東權益報酬的基礎。得到以下結果，第一，市場因素對主併公司股東權益報酬率具有明顯的影響力，即股東的平均報酬的確包含系統風險的補償。第二，企業進行相關產業購併活動時，相關購併較能發揮綜效。至於企業進行非相關產業購併活動，則能有效將資金分配至不同產業，增加現金流量及穩定性，分散財務風險，獲得所謂「財務綜效」。第三，價值型主併公司的超額報酬率，其檢定結果為顯著；成長型主併公司的超額報酬率，其檢定結果並不顯著。價值型主併公司股票在實施併購宣告之前，股價有被低估之虞，且主併公司實施併購活動之後，其超額報酬表現又優於成長型主併公司股票的表現。

根據上述對於併購綜效來源的文獻敘述，本研究認為相關的併購活動比較能夠發揮綜效，歷史資料顯示過去金控公司之併購都產生了規模經濟之綜效，而銀行與保險公司的合併則能夠產生範疇經濟，另外跨行業之併購也能增加資金分配的彈性、增加現金流量和穩定性，並且達到分散風險的結果。本研究將探討個案是否也產生綜效，且其來源為何。

第三節 公司特性對併購績效之影響

Neelam Rani, Surendra S. Yadav & P. K. Jain（2014）通過創建公司治理指數來調查企業公司治理標準水平之差異是否影響併購公司的績效，公司治理包括透明度和集中度。 採用於 2003 年 1 月至 2008 年 12 月期間 155 家公司完成併購的樣本進行了調查，分析了併購公司的公司治理實踐與併購公告期間異常收益的關係，結果揭示了公司治理標準與短期和長期之併購公司績效之間呈現正相關之關係。

Christian Tuch & Noel O'Sullivan（2007）研究併購後公司績效，結果顯示，短期來說，併購對股東財務之影響最顯著。而運用現金支付和收購規模差異較大的公司對績效有好的影響，最後，收購金額若過高則是在併購後表現較差。

根據上述對於公司特性對併購績效之影響的文獻敘述，本研究認為公司治理的標準和規模差異對於併購績效呈現正面的影響。

第四節 支付工具的選擇

併購支付方式的選擇，對主併及被併在規劃和執行階段的考量都會造成影響，兩方傾向選擇對自己有利的支付方式，敘述如下

一、 現金支付

透過現金作為支付方式完成併購，換取被併公司的資股權或資產。從主併公司為出發點，以現金支付可以加速併購的完成提高可能性，亦能向市場發出正面的訊號並保留公司的所有權。然而主併要使用現金作支付需要擁有足夠的現金儲備。從被併公司為出發點，公司將會失去股東資格並需自行負擔資本利得所帶來的一賦稅，但是能夠獲得風險較低且即時的報酬。

二、 證券交換

透過證券交換股權的支付方式完成併購，有多樣的方式敘述如下

（一）普通股

以普通股作為支付方式為實務中常被採用的方式，普通股來源分為原有股份和新發行股份兩種。若是主併公司採取原有股份為普通股來源，好處為可以省下籌措資金的成本，壞處為外人將持有較大比例的股票份額。若是主併公司採取新發行股票為普通股來源，則要承擔花費成本執行申請手續且股權被稀釋的後果，但是被併公司能夠保留股東身份，併購成功的機率較大。

（二）公司債

透過公司債作為支付方式完成併購，站在主併公司的角度可以不僅可以獲得較低的利率，之後的利息費用擁有抵稅的效果，所以資金成本較低。另外主併公司也較能掌握公司的所有權及經營權。站在被併公司的角度，將失去股東身份並自行負擔資本利得所帶來的賦稅，但是能夠獲得風險較低且即時的報酬。

國立政治大學 National Chengchi University

（三）可轉換證券

透過可轉換證券作為支付方式完成併購，主併公司可花費較低的資金成本，而併購公司因為享有轉換的權利，能夠自行選擇是否加入併購後公司的經營，彈性較大。

三、　或有性支付

此方法可以減少主併公司對被併公司預測的不確定性，並且作為被併公司的激勵因子。併購完成之後，主併應付的價錢中，有一部分的交易金額商未確定，必須視未來是否達成某些契約條件來決定，例如合併之前先付部分金額，合併過後被併方的資產所產生的利潤，在時間內超過契約中訂下的門檻，才能得到剩下的金額。

四、　賣方融資

賣方融資大多發生於被併公司績效差，急需找尋合作對象以改善經營環境，主併公司可以採用應付帳款的方法完成併購。

國立政治大學 National Chengchi University

潘麗玉（2006）認為股份交換是金控公司最常採用的支付方式，由於換股比率與影響股東與投資人的權益是否受到保障，是協商過程中重要的環節。憑藉五項財務面因素之變數與四項非財務面因素例如領導團隊的能力及理念、人力資源、董事會規模和服務據點等變數，以複迴歸的方式，推導合理的評價方式，說明如下第一、財務面及非財務面因素兩者兼包含之模型，解釋力高於單一考量之模型，第二、對換股比例有顯著正面影響的財務面變數為每股淨值，而非財務面變數為董事長及總經理的最高學歷程度、員工的最高學歷程度、員工的平均年齡及營業據點普及程度。第三、非財務面資格因素對於換股比率之影響，包括被併公司對外資訊價值、被併公司之內部價值、及領導階層與員工

之價值。

古永嘉和胡珮高（2008）採用從 1995 年至 2006 年曾經於股市公開觀測站重大訊息宣布併購的 240 家台灣上市櫃公司作爲研究樣本，以邏輯斯迴歸(Logit Regression)進行實證研究，探討主被併雙方公司如何在控制權威脅、財務情況、資訊不對稱、市場評價、成長機會等因素互相衝突的考量下，進行現金、現金股票併行或換股融資決策。實證結果指出在負債比率較低、目標公司為子公司、跨產業交易、及跨國交易時會採用現金支付，而在主被併公司相對規模較大時將採用股票支付。另外進行強韌度測試為避免變數選擇導致偏誤，結果發現內部人持股比例和關係人交易顯著影響併購支付方式，支持控制權喪失及交易雙方資訊對稱程度會影響付款方式。

根據上述對於併購案的支付方式的文獻敘述，本研究了解金控常使用股票作為支付工具，而財務與非財務的因素皆對換股比例產生影響。另外，跨國、跨產業或者主併負債比率低時，併購多採用現金支付併，而購與被併方相對規模差異較大時，併購採用股票的機率較高，內部人持股比率與關係人交易亦影響併購支付方式。

第五節 市場反應之影響因素

John Goddard, Philip Molyneux & Tim Zhou（2011）研究分析了 1998 年至 2009 年期間涉及亞洲和拉丁美洲新興市場銀行 132 家併購案件。衡量了併購公司與被併公司股東價值的變化，利用多元回歸之結果顯示併購能夠為被併購公司創造股東價值，併購公司則不會失去股東價值，而且併購方之股東價值會因為被併公司不佳的表現增加。

Mohamed Nurullah &Sotiris K. Staikouras（2008） 認為現在銀行與保險之間並沒有明確的界線，這樣的競爭狀態對銀行與保險業構成獨特的挑戰。並且

統計評估了融合銀行與保險服務的混合投資組合的可行性，研究了銀行多元化對忍受和非忍受保險承保以及保險經濟業務的風險與回報效應，關注財務數據且分析金融機構的盈利能力、波動性與信譽變化。實證結果表明，銀行多元化進入人壽和非人壽保險之業務增加了銀行的風險。另外，銀行承保非人壽之報酬率並沒有顯著增加，但是承保人壽保險和承攬保險經紀業務則不同，報酬率皆有顯著增加。另一方面，波動性和破產之可能性維持不顯著，這結果建議銀行可以進一步探索人壽承保與承攬保險經紀活動。

曾毓筑（2016）研究主併公司與目標公司在併購宣告所產生的股價反應，選取台灣 1997 年至 2014 年上市櫃公司併購案件，主併公司有 638 個研究樣本，目標公司有 241 個研究樣本，經由兩個獨立群體樣本，觀察併購宣告與異常報酬變動情形，預期找出兩者間關聯性；研究結果發現，併購宣告對主併公司及目標公司皆具顯著正的累計異常報酬；進一步將各變數區分成兩個群體，利用平均數差異檢定法，檢定兩群體的差異。對主併公司而言，照涉及關係人交易案件與否分類，可知關係人交易的異常報酬優於非關係人交易、將收購目標公司的股權比例加以劃分，收購目標公司股權比例大於等於 50%之異常報酬優於收購目標公司股權比例小於 50%；由目標公司相對主併公司規模大小方面來看，發現主併公司資產大於目標公司資產相較主併公司資產較小者有更高異常報酬，其餘目標公司樣本各變數間存在不顯著差異性。由此可知，在不同的併購情境下，市場對於併購案的看法不一，併購宣告確實可以在短期間內為主併公司與目標公司帶來超額報酬。

根據上述對於市場反應之影響因素之文獻敘述，本研究認為併購確實能夠創造股東價值，而銀行與人壽和保險經紀商合併之報酬率高於與產險合併之報酬率。另外主併若是關係人交易、收購比例大於 50%之股權和主併公司資產大

於目標公司資產相較主併公司資產較小者有更高異常報酬。

第六節 併購後整合動作

張麗翠（2008）針對個案公司以深度訪談的當時並觀察，確實了解員工在合併之後遭受的工作衝擊與心裡感受，發現人力資源部門在併購的過程中，時常錯過最佳參與的時機，使得併購過程充滿人力資本的不確定性。研究過程也發現管理模式的變化、組織文化的差異與資訊整合的回饋機制建立，都是影響人員留任的原因。企業併購應確實實行人員之規劃及安排，加強溝通與讓員工體認到重視，因此人力資源部門應該及早參與併購後的策略規劃，幫助企業整合組織文化並進行企業內部多方面的溝通，以留任關鍵人才，達到併購綜效。

林婷鈴(2000)在研究中則針對併購後整合的工作內容與具體措施從事整理，可供企業併購後整合之借鏡。

表 2-1 整合之工作內容與具體措施

工作內容及具體措施	工作內容	具體措施
安撫人心	組織併購後之管理首要步驟為對內與對外安撫人心，對內的目標為保留被併公司的人才，對外的目標為維繫現有利害關係人之關係，包括客戶、供	對內的具體措施分為溝通與激勵兩種。溝通應儘早進行，使員工瞭解公司的可能變革與未來經營方向，並釐清員工的疑慮和不安全感。激勵方面則是保障工作機會，並且給予經營團隊實質優渥的獎勵措施，例如加薪、績效獎金等，以保留人才。 對外的具體措施應主動溝通協調，使其

國立政治大學 National Chengchi University

	應商與政府機構等。	了解併購後產生之利益，以維持關係。
檢視「事業策略」型態	將被併公司視為一「事業策略」單位，檢討其現在之策略是否需要改變以符合當時併購的目標	偵測策略有無適應總體環境的變化而掌握機會 檢視策略是否應用內部資源而創造優勢 依據策略型態的六構面進行策略分析與決策： 1. 產品線的廣度與特色，例如檢視被併業務範圍 2. 目標市場的區隔方式與選擇，例如以消費性貸款、大企業或小企業融資為重點 3. 垂直整合程度的取決，例如成立專人理財顧問 4. 相對規模的決定與規模經濟的水準，例如決定最試分行數 5. 地理涵蓋範圍，例如拓展海外業務 6. 競爭武器的設計與創造，例如成為最全面的全華人金融機構
策略重生	檢視「事業策略」型態後，若與併購的目標未完全符合，則需做調整	事業策略型態的調整，其方向分別為成長、選擇淘汰或提高生產力。以產品廣度為例，成長為增加產品數目，淘汰為淘汰獲利低的產品，提高生產力為增加

國立政治大學 National Chengchi University

		效率，例如增加業務單位
組織的整合及控制 企業文化差異處理	併購後的整合是產生併購績效的來源，併購後內部管理方面的整合，著重在企業組織、管理制度及營運方面的融合及企業文化處理 企業文化的差異來源為歷史、地理、產業別、高階管理者行為模式和風格等，併購雙方文化的契合度對併購有關鍵性影響	併購後組織在規劃及執行上之注意事項： 1. 組織追隨策略 2. 成立整合工作小組 3. 先通知管理階層整合計畫並與員工溝通使之參與 4. 整合程度應設立追蹤機制 Buone & Bowditch(1989)認為被併購企業之文化變革應符合兩個原則 (1) 使現有成員接近新文化 (2) 以新員工取代舊員工 Ansoff(1987) 認為改變企業文化手段之一為改變正式和非正式報酬與誘因
化解變革阻力	企業併購之後整合與管理，抗拒總是伴隨著變革，尤其是被併購企業的高階人員，有些管理者更負責併購後的實際執行，因此必	Aldag & Stearns(1991)認為化解變革資歷的方法 1. 與員工溝通和教育 2. 讓員工參與變革的規劃與執行 3. 循序漸進進行改革並支持員工 4. 和員工取得共識和協議 5. 利用手段調離抗拒者至其他部門

國立政治大學 National Chengchi University

	須化阻力為助力， 使併購得以成功。	6. 明確或暗示性的強迫

來源：銀行業國際化併購整合性觀念模式之探討

國立政治大學
National Chengchi University

第三章 背景分析

第一節 總體環境概況

本節探討個案中總體環境的局勢，探討併購促成的外部原因為何。第一，從金控公司經營環境方面來看，台灣法規鼓勵和經濟局勢的變化，加快了台灣金融業的合併和延伸出擴張海外的策略。第二，保險業的現況為家數不斷減少，但是保險業資產占金融機構資產比率高且不斷增加，保費收入也逐年增加，所以金控跨足保險業著實能增加利益，提升競爭力。最後研究保險業面臨之困境，即法規趨向嚴格市場趨於飽和，且利差損的問題仍在，透過併購期待突破困境創造機會。

一、台灣金控公司經營環境

金融產業與國家的整體經濟發展息息相關，人民需要穩定且方便的存款及投資方式；企業的成長需要金融業提供融資管道，進而使經濟向上發展，隨著台灣加入世界貿易組織，開放外資進入國內金融市場，使得台灣的金融機構面臨大型外商銀行的競爭，於是本土金融機構應加快腳步、提升競爭力以站穩腳步並進步。台灣的法規總體促進金融產業之整併，2000 年 11 月 24 日，政府為了加快台灣金融業之整合與改革，推出「金融機構合併法」，此法目的為促使各類金融機構同業之間的合併，例如銀行業與銀行業的合併、保險業與保險業，並制定合併程序及條件，以保障整合後的權益，並促使合併機構達到規模經濟效益。於 2001 年 6 月 27 日，更宣布「金融控股公司法」，做為金融業跨業經營之準則，意圖促進金融機構轉型為金融控股公司，開放金融機構跨業經營，以跟上世界金融先進國家看齊。「金融控股公司法」實施以前，銀行業、保險業、投信業、證券業各自有相關法律需要遵行，於是只能分開經營，此法實施之

後，金控公司可以同時提供銀行服務、保險及證券等金融商品給客戶，並且可以結合客戶數進行跨業行銷。藉由上述兩項立法，政府希望金融機構擴大經營規模，藉由合併銀行業、保險業與證券業等三種產業，達到一加一大於二之綜效，達成多角化並提升競爭力。

除了政府推動金改以刺激併購浪潮，亦積極以政策鼓勵金融業者佈局他州市場。金管會擬定推動一下策略，以協助業者積極佈局亞洲市場。首先調節簡化法規程序，修訂法律以增加併購動能並且將事前核准機制改為自動核准機制使金融業者掌握先機、開拓佈局。第二，與國際監理合作，透過各種方式促進國際監理交流合作，以協助我國金融機構布局亞洲，包括主動洽訪其他國家監理機關，推動洽簽 MoU（金融監理合作備忘錄），促進資訊交流與監理合作，並藉由參與 WTO、APEC、雙邊經貿談判諮商會議等國際會議場合，以及金融監理機關間互訪之機會，建立派員至其他金融監理機關訪問機制，以協助解決我國金融機構於當地金融市場發展之進入障礙。第三，培訓國際人才，瞭解國際金融市場發展動態，具備豐富跨國管理經驗、跨國新經營理念及視野，並熟稔當地國市場之語言及文化民情。同時，為提升我國金融市場專業人才國際視野與專業能力，亦須進一步培養金融人才具備跨國資產管理、數位金融及電子商務等跨領域職能。第四，建置海外布局資料庫，蒐集各國建立法規，相關研究報告及當地產業概況。最後是強化資本適足，金融機構需有適足資本，才能支應業務發展，且資產達一定規模，才有能力成為區域性金融機構。為讓國內金融機構體質更加健全，並能支應其在亞洲區域發展，進而成為區域性金融機構，應先充實資本，並擴大資產規模。

二、 台灣保險業現況

（一）保險業家數以及其分支機構逐漸減少

台灣保險業自 1961 年以來，從 2 家公營壽險公司及 5 家產險公司發展至今，因為經濟快速發展接近成熟，市場對保險有迫切的需求，曾在 2008 年達到 61 家業者的高峰，但至 2016 年削減至 54 家，其中再保險業 3 家、壽險業 28 家（其中包括外商分公司 5 家）及產險業 23 家（其中包括外商分公司 5 家）2008 年金融海嘯重創全球產業，其中受影響最深之一的金融業。國際性大型金融機構，為了減輕母公司的資金壓力，逐漸出售海外資產，例如在台分公司已經從 2008 年的 17 家減少為 2016 年的 11 家，國內的保險市場面臨極大的改變。

此外，從設立海外分支機構及中國辦事處，由於地理位置的相近以及文化的相似性，且當地保險密度和滲透度仍不及台灣，台灣保險業者帶著較純熟的技術著眼本土以外地區，但是就統計資料而言，從 2008 年產壽險海外分支機構總共 34 家、中國辦事處 17 家至 2016 年壽險海外分支機構總共 25 家、中國辦事處 13 家，雖然產險家數降低，但是人壽卻有增加的趨勢。

表 3-1 保險業家數及其分支機構統計表／單位：家數

年/月	總計[1]	再保險業	財產保險						人身保險業					
			本國保險業				外國保險業		本國保險業				外國保險業	
			總公司	國內分公司	海外分支機構[2]	中國辦事處	在台分公司	在台聯絡處	總公司	國內分公司	海外分支機構[2]	中國辦事處	在台分公司	在台聯絡處
2006	57	2	17	183	19	10	8	9	22	136	6	8	8	2
2007	59	4	17	175	20	10	7	10	22	136	11	7	9	4
2008	61	4	17	176	22	10	8	9	23	139	12	7	9	4
2009	58	4	17	168	20	9	6	9	22	129	12	7	9	4
2010	57	3	17	163	15	9	6	9	23	129	13	7	8	4
2011	57	3	17	164	12	8	6	9	24	129	13	7	7	3
2012	57	3	17	164	11	6	6	9	24	129	13	9	7	3
2013	56	3	17	164	12	6	6	9	24	123	13	8	6	3
2014	54	3	17	165	10	6	5	8	24	123	13	8	5	2
2015	54	3	17	165	10	5	5	8	24	123	13	8	5	2
2016	54	3	17	164	9	5	6	8	23	125	14	8	1	1

資料來源：保險局產險監理組、保險局壽險監理組，本研究整理

（二）保險業佔整體金融機構比重增加

表 3.2 呈現保險業資產佔金融機構資產比重，2006 年保險業資產佔全體金融機構資產的比率是 20.72%，其中壽險業資產佔全體金融機構資產比率為 20.19%（壽險業資產佔此事保險業資產的 97.4%），至 2016 年，保險業資產佔全體金融機構資的比率上升至 31.78%，而且壽險業的比率不斷增加，幾乎達到

了 100%。由保險業資產佔全體機構資產比率不斷升高的現象來看，我國保險業在金融市場的重要性不斷增加，尤其是壽險業。

表 3-2 保險業資產占金融機構資產比率表／單位：百萬元

年	金融機構資產總額	保險業		產險業		壽險業	
		資產總額	比率	資產總額	比率	資產總額	比率
2006	38,408,672	7,958,299	20.72	201,788	0.53	7,756,511	20.19
2007	39,616,314	8,955,871	22.61	209,384	0.53	8,746,487	22.08
2008	42,197,744	9,411,112	22.30	241,663	0.57	9,169,449	21.73
2009	44,940,829	11,037,667	24.56	255,228	0.57	10,782,439	23.99
2010	47,243,764	12,391,558	26.23	267,858	0.57	12,123,701	25.66
2011	50,439,640	13,327,209	26.42	275,872	0.55	13,051,337	25.88
2012	53,397,797	14,811,219	27.74	282,461	0.53	14,528,759	27.21
2013	58,037,079	16,925,234	29.16	292,746	0.50	16,632,488	28.66
2014	63,570,456	18,824,076	29.61	302,800	0.48	18,521,276	29.14
2015	67,918,827	20,046,585	29.52	315,247	0.46	19,731,338	29.05
2016	71,103,023	22,597,240	31.78	346,781	0.49	22,250,458	31.29

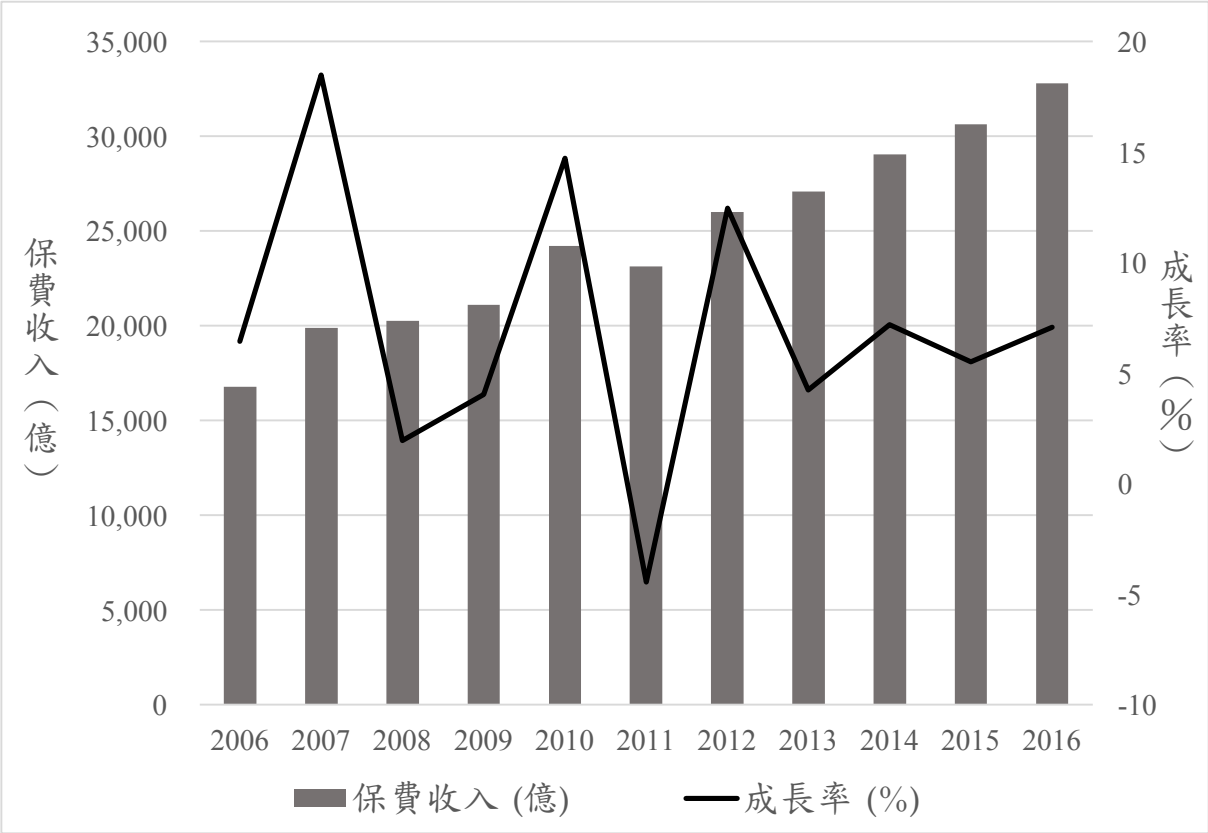
資料來源：中央銀行(全球資訊網)、財團法人保險事業發展中心，本研究整理

（三）壽險業保費收入成長

我們由下圖得知保費從 2006 年開始不斷增加，2011 年的成長率為負值，是因為 2011 年之前，保險公司向保護收取的保費都屬於保險合約，遵照法規能夠直接認列為保費收入。但 2011 年之後，保險公司始適用財務會計準則公報第 40 號「保險合約之會計處理準則」，若是沒有顯著保險風險之保險商品，不再歸類為保險合約，帶來保費收入，而需要歸類為投資合約並認列負債，不能認

列保費收入。由圖 3.1 可以看到自 2006 年起，除了在 2008 年金融海嘯及 2011 會計制度影響的兩個時間點壽險業保費收入之成長率明顯下降之外保費收入仍然在逐年攀升，成長率也有穩定向上的跡象。

圖 3-1 保費收入與保費收入之成長率



資料來源：財團法人保險事業發展中心，本研究整理

由上述探討可以得知保險業的現況

三、台灣保險業面臨之困境

本研究認為，在過去十年之間，台灣保險業面臨了許多困境，例如市場趨緊飽和、資產減損、利差損持續惡化、國際會計準則（IFRS）、主管機關管制嚴謹。

（一）保險市場已飽和

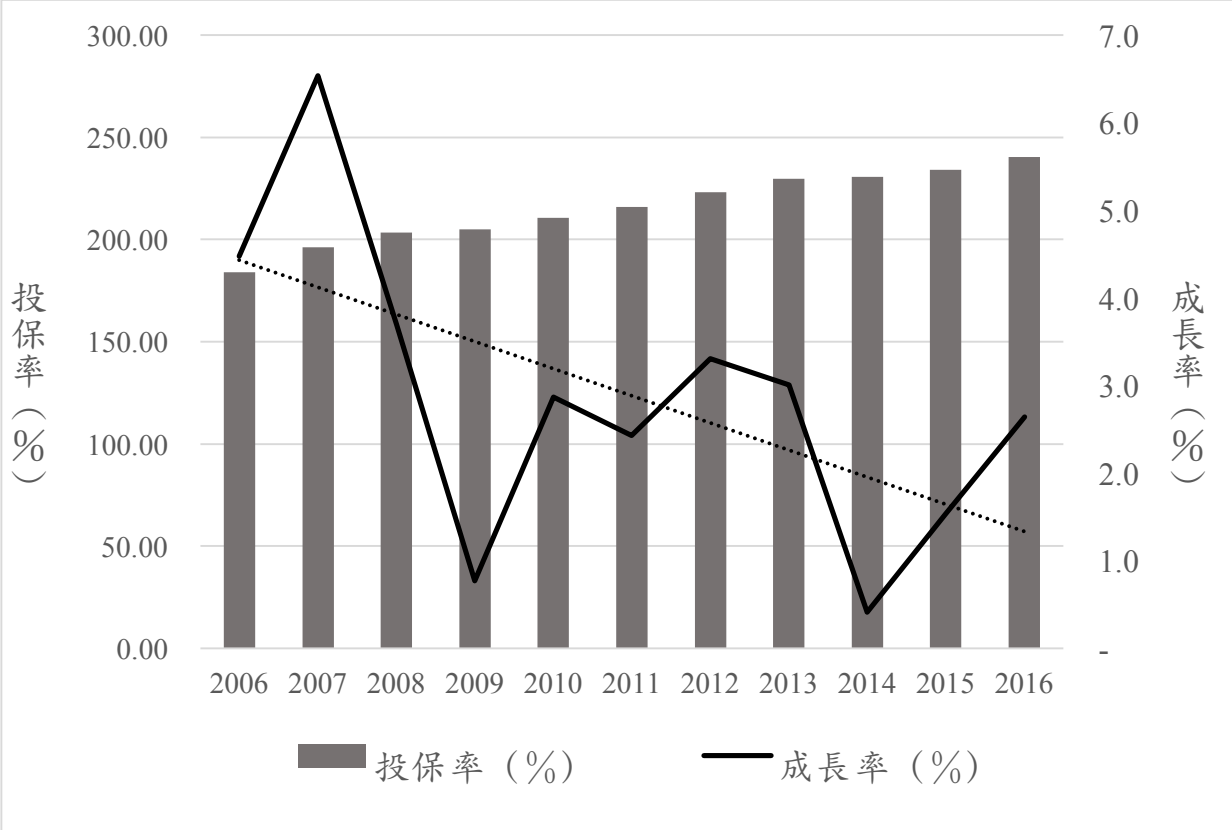
以下將以投保率、保險普及率及保險密度三項指標以衡量保險市場之飽和狀

態。由下列敘述之分析可得知，台灣的保險市場已經接近飽和，但是，普及率今年有上升的趨勢。

1. 投保率

投保率之定義為人壽即年金保險有效契約件數對人口數之比，意思即國人平均擁有壽險或年金險之保單數。隨著國人購買保險的觀念逐漸成熟，甚至作為人生規劃重要的一個環節，投保率逐漸升高。台灣的投保率從 2006 年的 184.01%，逐年成長至 2016 年的 240.35%，意即平均每人有 2.4 張保單。但研究發現，將每年的成長率取線型平均，自 2006 年開始是逐年下降的，意思即未來快速成長的機會很低，成長率整體趨勢將會逐年減少。

圖 3-2 人壽及年金保險投保率與投保率之成長率

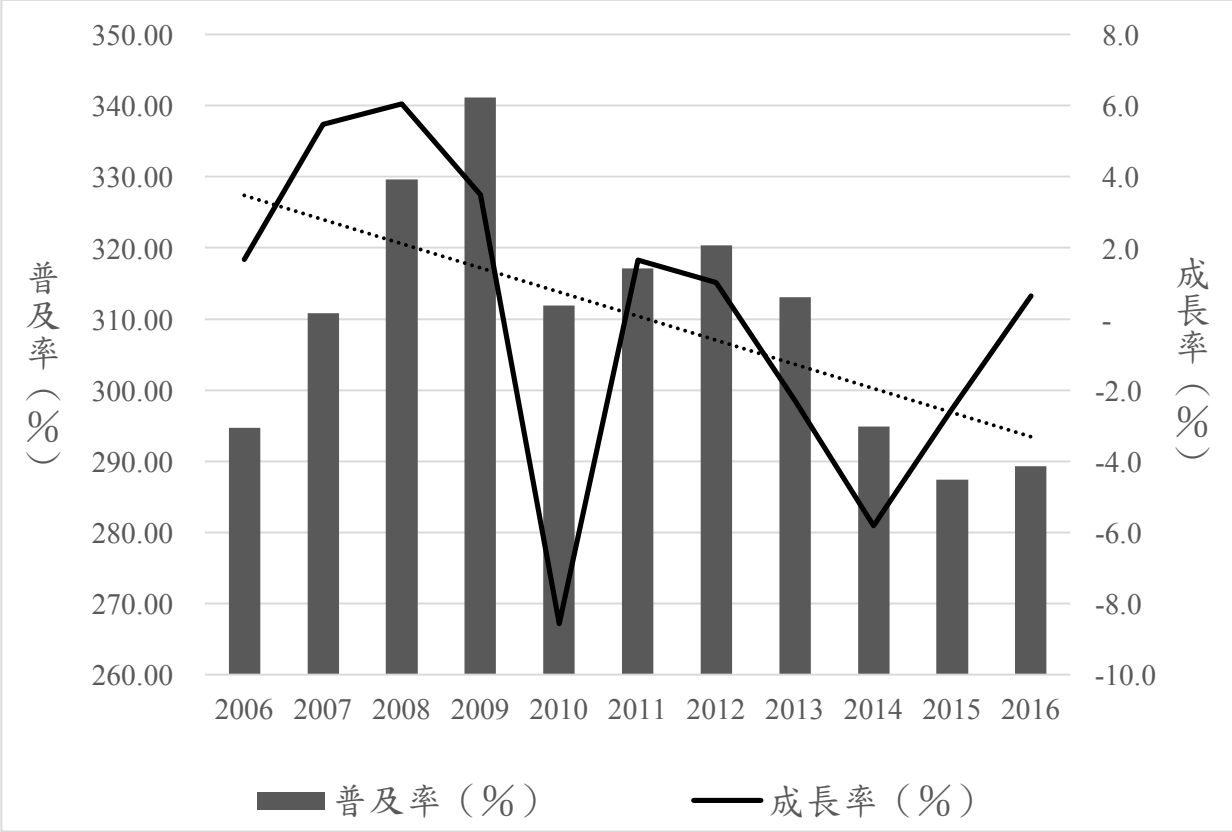


資料來源：財團法人保險事業發展中心，本研究整理

2. 保險普及率

普及率之定義為人壽即年金保險有效契約件數對國民所得之比率，意思即國人平均 I 塊錢之所得買了多少錢的保險保額。台灣之保險普及率自 2006 年的 294.67%，成長至 2009 年的 341.15%，意即每一塊錢國民所得投保了 3.4115 元的保額。然而，在 2009 年之後保險普及率整體趨勢下滑，至 2016 年下滑至 289.29%，對其成長率取線數平均得出成長率整體趨勢下降，然而，普及率於 2016 年有上升的趨勢，本研究認為是近年來線上保險的程序得到優化，並與網路連結，對於新一代的顧客會是一項利基，若是可以把握並延長此趨勢，會帶給保險產業更多機會。

圖 3-3 人壽及年金保險普及率與普及率之成長率

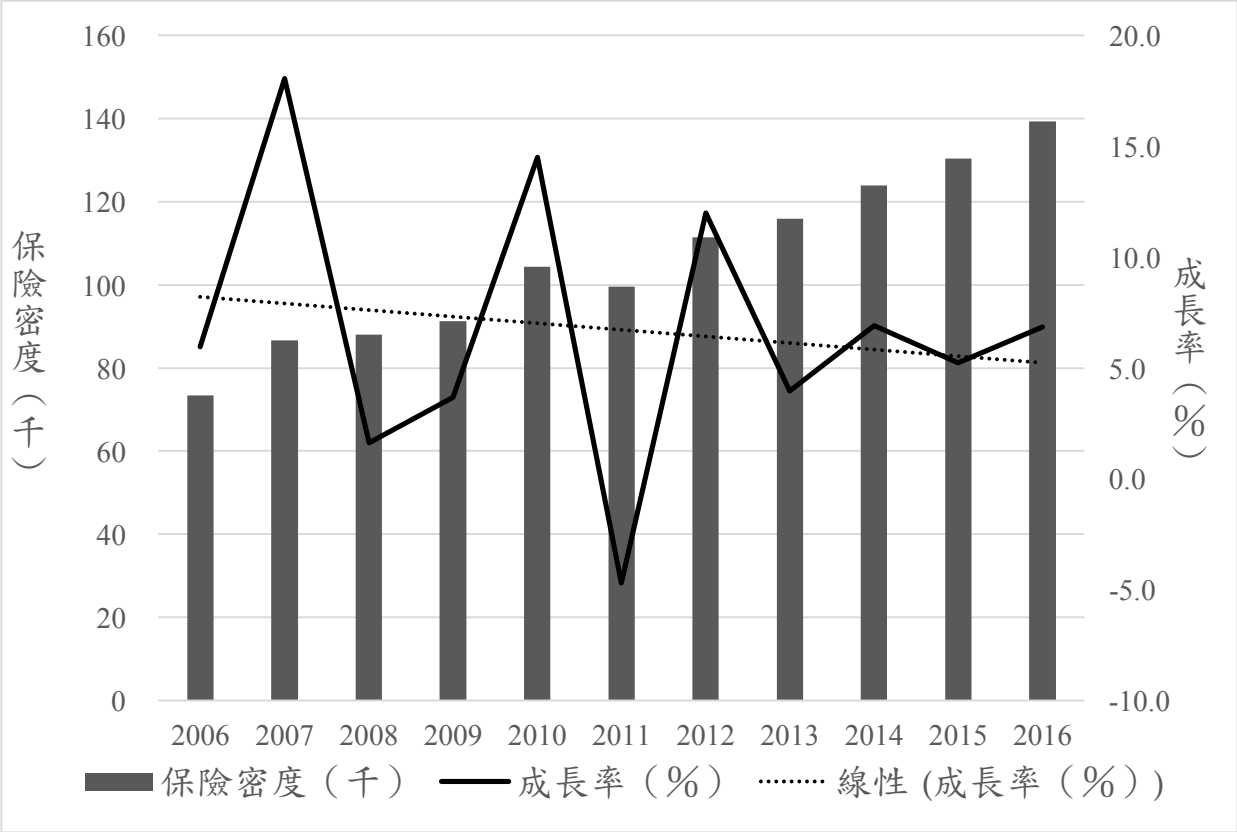


資料來源：財團法人保險事業發展中心，本研究整理

3. 保險密度

保險密度之定義為總保險收入對總人口數之比例，意思即國人每人平均保費支出。台灣的保險逐年成長，由 2006 年的 68,353 元成長至 2016 年的 133,109 元，也就是平均每人支出 133,109 元在保費上，然而，對其成長率取線數平均得出成長率整體趨勢下降，未來保費密度將逐漸減少。

圖 3-4 保險密度及保險密度之成長率



資料來源:財團法人保險事業發展中心，本研究整理

（二）利差損持續惡化

壽險公司推出保單之前，會在設計的過程中先預估未來之利率以計算保費金額。此為「預定利率」，保險公司主要獲利來源為保單與投資之間的利差，若是壽險公司資金運用的報酬率高過預定利率，則獲得「利差益」，反之則產生「利差損」

十幾年前台灣之定存利率尚保持 7%以上之水準，壽險公司普遍出現因為市場競爭而銷售 6%至 8%之高利率保單的情形，但是隨著全球長期低利率的趨勢與環境，近幾年在日本、瑞典和丹麥等國家甚至出現負利率的情形，台灣的保險公司也飽受影響。自 2003 年，台銀兩年固定定存利率持續低於 2%，雖然目前的保單預定利率有隨著市場利率而調整至 2.5%一下，但是保單收入和投資報酬之差距仍然有很大的距離。另外金融市場風險性與波動性越來越劇烈，2008 年的金融風暴及 2010 年歐債危機，都顯示出金融市場之風險，導致壽險業的投資收益不穩定甚至惡化，經營將越累越困難。因此保險公司需與金管會溝通，期許能開放更彈性的投資規定，以減緩利差損帶來的損失。

（三）國際會計準則（IFRS）實施

IFRS 國際會計準則即 International Financial Reporting Standards，對保險業造成影響最大即 IFRS 四號，又稱為台灣四十號公報的保險會計公報。IFRS 是以公平價值為基礎的會計制度，資產及負債皆需要以市價進行評價。因為是以市價作為衡量，當期損益與淨值的波動幅度，會數著金融市場變化而增幅。

除此之外，原本認列負債中特別準備之「危險變動特別準備金」和「重大事故特別準備」，自 2011 年起新增數需改列股東權益項下之特別盈餘公積，將負債特別準備轉移至股東權益。金管會亦要求，轉列至股東權益的準備金不可分配以求財務穩健，因此這部分金額即成為未分配盈餘，需要加徵 10%稅金，業者將面臨課稅壓力。

國立政治大學 National Chengchi University

第二節 個案公司併購動機

本章以台灣的金控公司中國信託金融控股公司和保險公司台灣人壽於 2016 年 10 月完成換股之合併案做為個案分析的討論對象，探討金融跨業合併的各項議題，包括併購雙方公司之的背景、併購動機與策略思考和併購過程之介紹與交易條件的選擇。第一部分介紹此個案的背景資料，包括併購要及中信金與台壽保兩家公司之簡介，得到此併購交易與公司之特性為何，文化上是否互補；第二部分說明兩家公司各自之併購動機及策略思考，以釐清此次併購內部的動機為何；第三節說明兩次談判的過程與交易條件設立

一、 併購概要

1. 參與併購公司：中國信託金融控股股份有限公司 CTBC Financial Holding Co., Ltd.及台灣人壽保險股份有限公司 Taiwan life Holding Co., Ltd.
2. 合併後公司名稱：合併後台灣人壽仍存續公司，成為中信金控底下全資子公司
3. 時間：2014 年 6 月 16 日第一次併購宣告失敗之後，2015 年 4 月 15 日第二次併購條件宣告，並在 2016 年 5 月 12 整併成功。
4. 交易金額：323.5 億台幣
5. 交易方式：以雙方 103 年 12 月 31 日止已發行股份總數為計算基礎，台灣人壽普通股轉換 1.44 中信金普通股，但 2015 年 8 月 28 日，因中信金控於股份轉換基準日前辦理發放現金股利及盈餘轉增資，故依股份轉換契約之規定，調整為台灣人壽普通股轉換 1.6129 中信金普通股，溢價 9.9%。
6. 公司特性：年輕的公司中信金併購台灣第一家保險公司台壽保
7. 整併目的：擴大壽險規模以完整中信金金控佈局，完整其產品線的完整度並且通過台壽保中國據點來擴大通路範圍。

8. 簡明比較表格

表 3-3 中信金與台壽保之公司比較

	中國信託金控	台灣人壽	說明
成立時間	1966 年	1947 年	年輕併年老
上市時間	1991 年	1997 年	兩家皆上市公司
股權結構	76%為法人	58%為法人	中信金股權較集中
業務佈局	台灣 150 家分行 海外據點分布於北美、日本、印度、東南亞、新加坡、中國	台灣 7 家分行 於廈門成立合資保險公司，中國沿海 11 個據點	全球佈局併購亞洲佈局
總資產	3.04 兆(NTD)	4,790 億元(NTD)	大併小
併購歷史	2003: 萬通商業銀行 2004: 高雄縣鳳山信用合作社 2008: 寶成證券 2011: 大都會人壽 2013：富鼎證券投資信託 2013：宏利人壽 2013: 日本東京之星銀行	2003: 國華產物保險 2008: 與建發集團合資成立君龍人壽	兩公司兼備併購經驗，中信金欲完整金控佈局，台壽保積極前往中國發展
商品	投資型保單為主	傳統保障型保單為主	併購後產品趨向多元
企業文化	服務導向「We are family」，落實企業責任	提供顧客安心保障	企業文化不衝突
公司治理	透明，第一設置獨立董事的金融機構	穩健	公司治理程度皆良好

資料來源：中信金網站、台壽保網站，本研究整理

國立政治大學 National Chengchi University

二、 中國信託金融控股股份有限公司 簡介

中國信託金融控股公司（以下簡稱中信金）為台灣的金融控股公司，由鹿港辜家創辦，現股權結構為法人代表董事長持有 1,000 張股票成為主要股東，其中大股東佔 75%，其餘散戶占 25%，其亦為台灣外資股權比例最高的金融控股公司。其提供的業務項目包括存放款、保證、外匯、國際金融業務分行（OBU）、信託、信用卡、證券、債券、自營期貨、衍生性金融商品、應收帳款承購、公益彩券代理等。截止 2016 年底，中信銀行在台灣共有 150 家分行，另外也致力於打造國際化金融機構的形象，於美國、加拿大、日本、印度、印尼、菲律賓、泰國、越南、香港、新加坡、中國等處設有海外分支機構，合計已達 107 處。其近 53%的營收為淨利息收入，而手續費收入佔 37%。中信金的業務強項在信用卡與存放款等消費者金融業務，截止 2015 年底，中信銀存放款業務市佔率分別為 6.1%與 5.8%，位居台灣銀行總數之第五位與第六位；發行之信用卡市佔率達 15.3%，為台灣第一。另外，其合併存款規模擴充至 2.73 兆元，居於台灣所有民營銀行之冠。

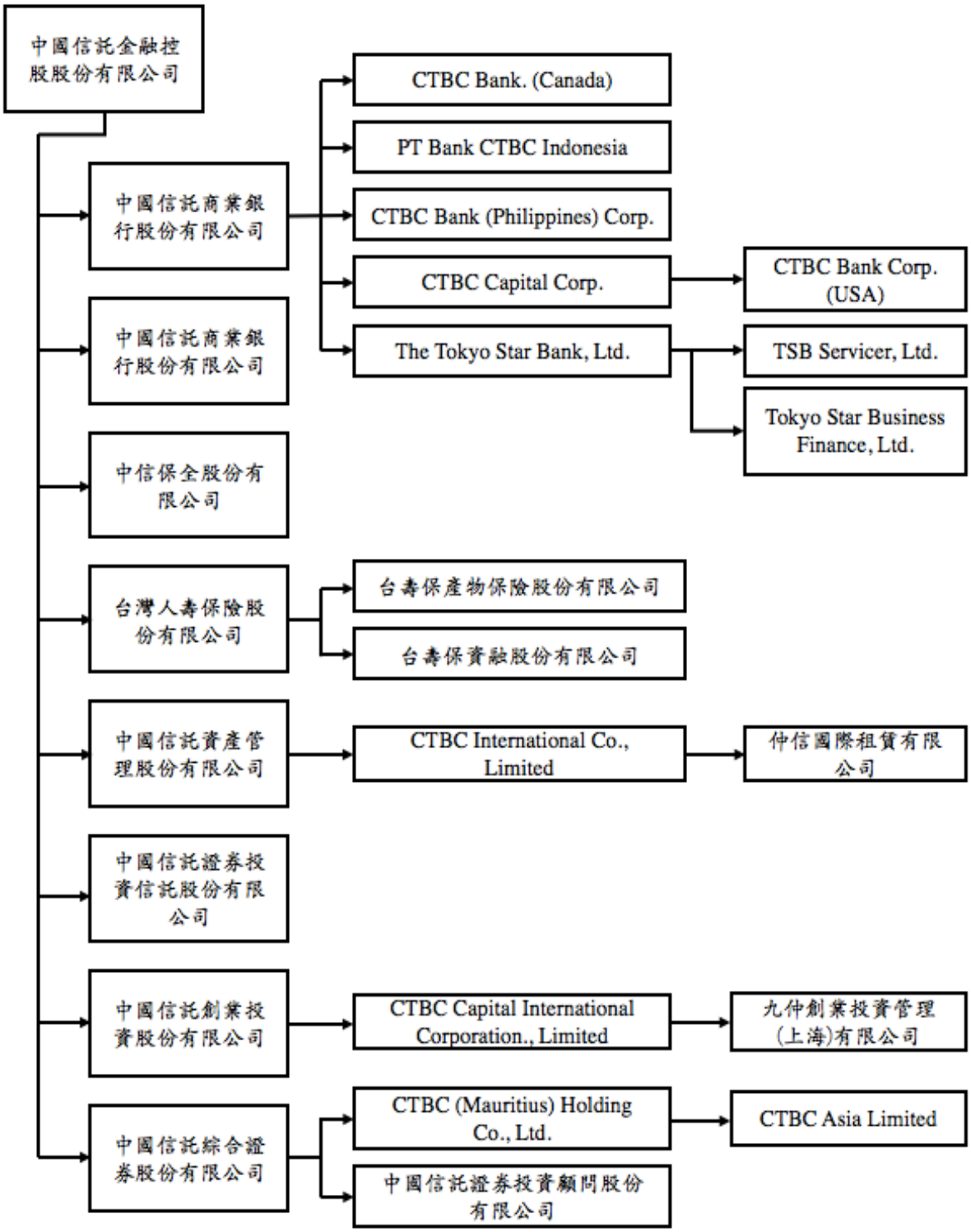
中信金於 2002 年成立，以中國信託商業銀行為主體，與此同時併入了中國信託保險經紀人股份有限公司、中國信託綜合證券股份有限公司、中國信託資產管理股份有限公司、中國信託票券金融股份有限公司、中國信託創業投資股份有限公司、中信保全股份有限公司、及台灣彩券公司。成為一家以銀行為主要業務的金控公司

中信金利用其核心競爭能量積極併購銀行、證券、保險業三大方向，完整其金控佈局。銀行方面，中信金於 2003 年併購萬通商業銀行後 2013 年 10 月中信金併購以消金為主要業務的日本東京之星銀行，東京之星於日本有 31 家分行，個人客戶規模達 75 萬人。透過本次購併，中信金有望切入日本市場發揮信

用卡業務及財富管理。證券方面，中信金於 2008 年併購寶成證券並成立中心中國信託證券，四年後併購富鼎證券投資信託。保險方面，中信金於 2013 年併購大都會國際人壽保險並更名為中國信託人壽之後，於 2013 年併購以投資型保單為主要商品之宏利人壽，一步一步完成其金控佈局。除了透過併購擴大規模及營運範圍之外，中信金也透過參股、合租和簽訂合作備忘錄等方式跨區域及領域發展，積極拓展中國、東南亞及日本地區之業務。總資產金額達到 3.04 兆元，截止 2016 年 4 月 29 日中信金組織圖如下。

國立政治大學
National Chengchi University

圖 3-5 中國信託金融控股股份有限公司結構



資料來源：中國信託金控公司財報，本研究整理

三、 台灣人壽保險股份有限公司 簡介

台灣人壽保險股份有限公司（以下簡稱台壽保）原為國營機構，由省屬銀行公庫等投資成立台灣人壽及台灣產物保險，為中華民國在台最早成立的保險公司；於 1998 年民營化。台灣人壽股權結構大股東佔 42.3%，其餘 57.7%為散戶。

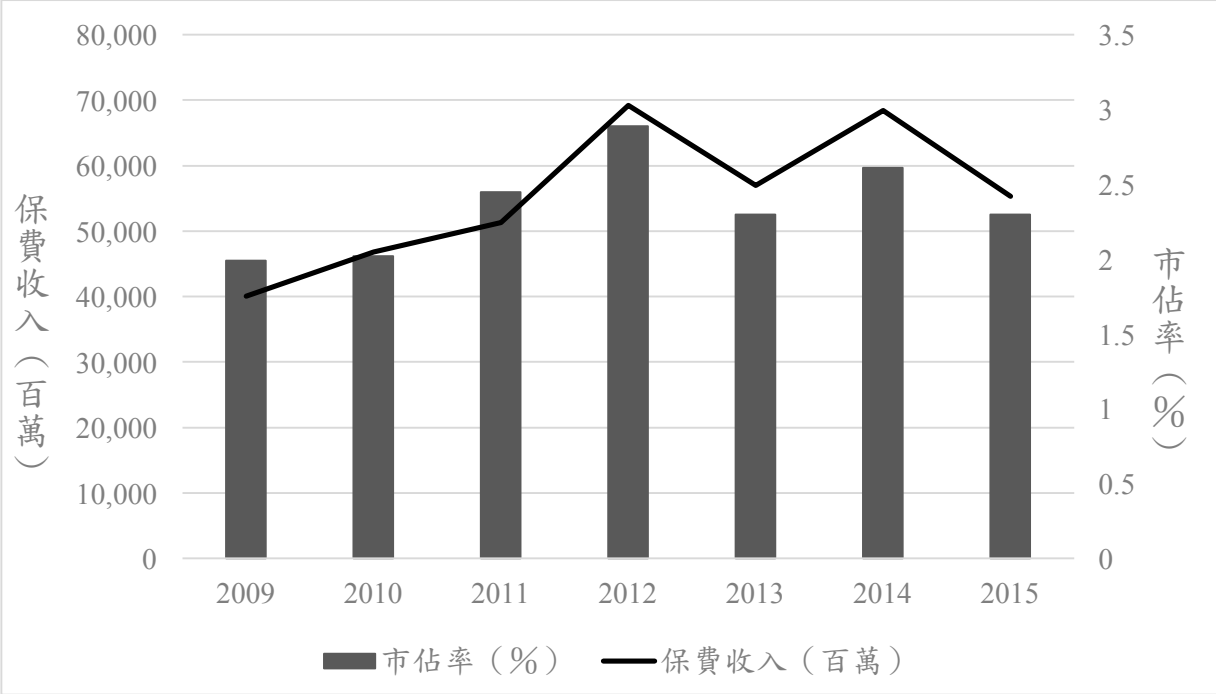
台壽保主要以經營傳統型保障之保險業務，包括個人保險，包括保障型、財富型、傷害險、醫療險、團體保險，包括壽險、傷害險、醫療險、職業災害險及旅平險等，2014 年公司產品結構近 96%商品為人身保險。台灣人壽商品銷售通路遍布台灣本島、澎湖、金門及馬祖等地區，截至 2014 年公司於台灣共有 7 家分公司。除了經營台灣業務以外，台壽保亦積極進行海外投資，2009 年台壽保與廈門建發股份有限公司合資成立君龍人壽（中國），雙方共同投資 2.4 億元人民幣，並分別持有君龍人壽各 50%股權，公司銷售地區主要分布於大陸，其商品 70%為銀行銷售通路，30%由業務員銷售，並在中國沿海省市設立 34 個據點。2011 年年底取得大陸證監會核准，取得 QFII 資格，向大陸外匯管理局申請 3 億美元投資額度。

四、 台灣人壽之併購動機與策略

（一） 經營困境

身為台灣元老級保險業，台灣人壽近幾年的經營的成果卻不如預期。由下圖整理可得知，台壽保之市佔率從未超過 3%，而且自 2012 年達到頂點之後就呈現不穩定且下滑的趨勢。另外，保費收入相對得呈現低迷無成長的趨勢，根據林樵谷（2008）提出，人壽加入金控組織帶來的利大於弊，藉由與金控公司之合併擺脫此經營困境，透過跨業銷售通路共用的方式產生綜效，達到保費收入與市佔率皆成長之效果。

圖 3-6 台灣人壽市佔率與保費收入



資料來源：保險業公開資訊觀測站，本研究整理

（二） 科技結合

近年，金融產業掀起一波數位化的熱潮，Fin Tech 這個詞幾乎無處不在，根據 KPMG 與金融科技投資公司 H2 Ventures 聯合發布的「2016 年 FinTech 100 金融科技創新者」報告指出，在過去 12 個月裡，有高達 146 億美元（約合台幣 4672 億元）創投資金湧入這 100 家金融科技新創公司。過去，FinTech 熱浪大多集中在銀行服務，包括借貸、支付、個人金融等，但最新的 100 大科技金融名單中，保險業務就有 12 家入選，包括 Oscar Health、眾安保險、Clover Health 等，是前一年總數的兩倍，顯示金融科技創新正準備向保險領域叩關。台灣金管會已力推廣線上投保業務，除了流程的電子化以提供消費者更良好的服務意外，之後也會繼續跟隨此 Insur Tech 的熱浪放寬法規，甚至加速產品創新的步伐。而中信近年來積極的實施 Fin Tech 的應用，除了監控海內外的最新科技意外，也提高自建比率，不斷推出、改良 App 以符合民眾需要。另外也運

用中信金融管理學院培養相關人才、展開數位方舟計畫和提供創業資金等方式追隨數位化。

由於中信已經有投資相當多的資源至數位化的改良上，掌握了許多科技與資源，透過併購台灣人壽也能共享此資源，走上 Insur Tech 的道路。

（三） 資金不足

風險適足率，也就是公司自有資金所對應承受風險之比率。金管會對於 RBC 之比率由標準限值，最低門檻為兩百%，未達標準就必須增資，增加資本額以提高 RBC 比率。台壽保之 RBC 在併購之前 RBC 未達到 300%，另外，2013 年台壽保股票之 EPS 創新低至 0.51，並且持續 3 年未發放現金股利，現金增資有很大的可能遇到困難。另外，2008 年台灣人壽與中國福建省廈門市合資公司「君龍人壽」取得獨特證照，希望擴大中國市場，因此資金需求增加。為了改變現狀，台壽保有望透過併購取得資金進注以提高風險承受力，增加投資彈性。

五、 中信金控之併購動機與策略

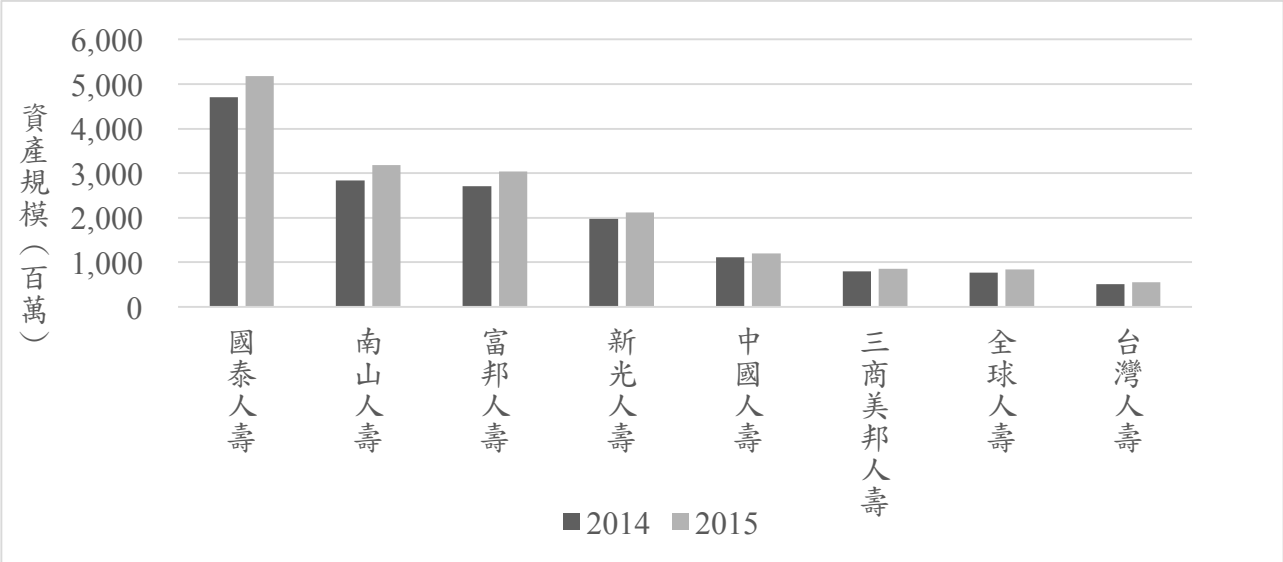
（一） 跨足保險業

杜玉振、涂登才、林東和和蔡知敏（2007）研究，銀行與保險兩者併購會產生範疇經濟，並且產生成本降低的結果。今年台灣之金控公司皆跨業合併以拓展營運範圍，以成為全方面滿足顧客多方面的需求。2009 年後，民營銀行之 ROE 急遽攀升，顯示金融市場民營公司競爭力越來越強，金控公司之間的競爭也日趨激烈。三大民營金控即國泰金控、富邦金控及中信金控之間更是不斷強化績效、擴大版圖。其中保險業是吸引力極大的擴展範圍，2015 年台灣以 18.97%的保險滲透率蟬聯全球之冠，另外，壽險與銀行融資具差異，銀行融資來源為存款戶之存款，因此較為被動；壽險公司融資來源為保單，因此較為主

動，另外因為法規之差異，壽險資金較銀行更能實施長期投資，因為銀行需要面臨資金被提領的風險。

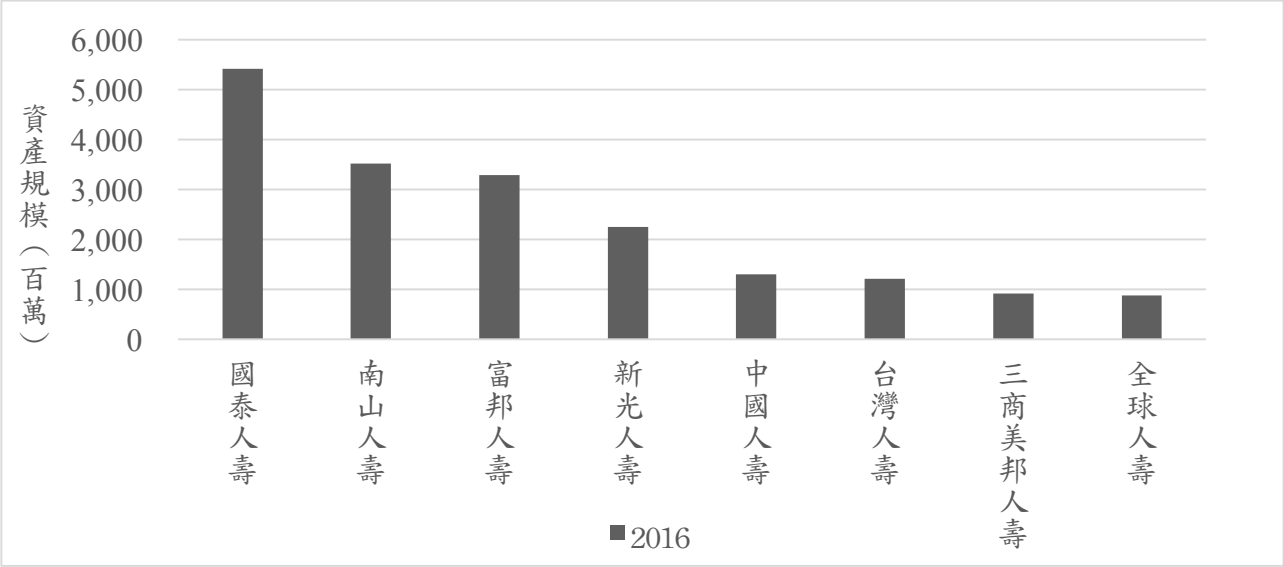
金融海嘯過後產業內出現整併熱潮，原本同中信以銀行為主體的富邦金控，花費不到 200 億元，併購保護超過百萬人的 ING 安泰人壽，保險業面之市佔率躍升前三大，威脅到以保險為主題的國泰金控。多角化經營及全面化服務已經成為金控公司的指標之一，而保險業佔金控之重要性也不斷提升，為了強化保險區塊之經營，中信集團需要併購獨立且具競爭性的壽險公司，具資產規模且獨立之保險公司為由下圖可知，最具規模之獨立人壽為為南山人壽，但由於南山人壽之規模和市佔將使併購成本提高很多，台灣人壽為另一個理想之併購標的，併購後中信壽險規模有望進前 6 大。

圖 3-7 台灣壽險公司 2014 和 2015 資產規模（百萬）



資料來源：保險業公開資訊觀測站，本研究整理

圖 3-8 台灣壽險公司 2016 年資產規模（百萬）



資料來源：保險業公開資訊觀測站，本研究整理

（二） 拓展亞洲市場

隨著金管會鼓勵台灣金控跨足海外之風潮，中信金控積極佈局亞洲市場，甚至拓展至全球市場，在海外設立 100 哥分支機構，分佈於美國、加拿大、日本、印度、印尼、菲律賓、泰國、越南、香港、新加坡及中國大陸等 11 個國家及地區。另外，中國保險業正在興起，2014 年 8 月，中國國務院宣布了加快保險業發展的新計劃：新措施計劃到 2020 年將保費收入提高至佔 GDP 的 5%，高於 2013 年的 3%；預計平均人均保險支出到 2020 年將增至人民幣 3500 元，高於 2013 年的人民幣 1300 元。儘管外資保險公司很難打入國內主流的銀保銷售渠道。但要想擴大市場份額並非不可能。和亞洲其他國家相比，保險在中國市場的滲透率仍然非常低。台灣人壽在中國佈局已久，不僅於 2009 年與當地公司合資君龍人壽，擁有 34 個銷售據點，並於 2011 年取得 QFII 資格，取得 3 億投資額度。合併台壽能夠使中信金全球佈局之中國地區得到完整。

（三） 營業互補作用

台壽保以業務員銷售為主，商品片中傳統型保單，並且在台灣具有良好的

聲譽；中信以銀行為主要銷售通路，投資型商品為其商品主力。兩家公司各自擁有不同的銷售通路及主要客群，合併之後其多樣化的保險商品可以促進銷售平衡，且有助於銷售通路的拓展。

綜合前述，台灣人壽內部的併購動機為現階段面臨經營困境、欲結合最新科技與為了獲得至中國發展的資金，而中信金控併購動機是為了跨足保險業、拓展亞洲市場與營業互補之作用，連結文獻中 Adel A. Al-Sharkas, M. Kabir Hassan & Shari Lawrence（2008）提到併購是為了更有效的分配資源和技術創新，Robert De Young, Douglas D. Evanoff and Philip Molyneux（2009）提到的，併購能夠拓展商品多元化並且獲得大到不能倒的地位。

第三節 併購歷程及交易條件

跟隨金融業之整併之風潮，中信金意圖併購台壽保，發展完整產品線以擴大邊際規模，增加其保險業區塊的競爭力。本併購案經過第一次談判後，兩年後談判成功，以換股的方式完成併購，合併後台灣人壽仍存續公司，成為中信金控底下全資子公司。

一、 第一次併購談判

2013 年 3 月，台壽保大股東龍邦國際有意出售，授權台壽保經營層與其他及融機構談合併。2013 年 9 月，國票金及中信金完成實地查核並出價，一個月之後，台壽保宣布與中信金以換股的方式合併，並於年底各自召開股東臨時會，通過合併案。然而 2014 年 4 月 16 日台壽保大股東龍邦國際在董事會決議不繼續合併，兩天之後，台壽保召開董事會，十席之董事以六比四的投票結果續推合併。2014 年 5 月，大股東龍邦國際啟動委託書徵求，董事席次坐 4 望 5，之後此併購案由股東常會進行臨時動議提案表決。2014 月 6 月 16 日，台壽保舉行股東常會，小股東保勝投資公司以臨時動議反對展延合併及終止與中信

金合併獲得同意，合併破局。7 月台壽保宣布將自己走自己的路，短期內不談合併。

二、 第二次併購談判

2015 年 2 月 10 日，台壽保股東龍邦國際宣布再與中信金洽談合併，5 月雙方同意併購，各自送交股東大會。同年 6 月 30 日台壽保股東會通過中信金換股合併案，換股比例為 1.44:1。2015 年 8 月因為中信金在換股基準日之前辦理現金股利及盈餘轉增資，故將換股比例調整至 1.6129:1。2015 年 10 月 1 日台壽保下市，15 日為換股基準日，合併完成。2016 年 1 月 1 日，完成整併更名作業，現台灣人壽正式成為中信金控子公司。

三、 交易條件

2015 年 4 月 30 日敲定 1 股台壽保換 1.44 股中信金，當日中信金收盤價 23.9 台壽保收盤價 28.9，溢價 19.1%。此樁併購選擇股票支付的原因，除了 2015 年中信金現金佔總資產比例僅 1.9%，可用現金不足之外，另外能夠引入友善股東。根據古永嘉和胡珮高（2008）提到內部人持股比例和關係人交易顯著影響併購付款方式，本研究推測制衡其他股東也是此併購運用股票作支付工具的原因。中信金併購之前之股東依照下表，引入台壽保及龍邦國際之資金可使股權分散，制衡其他潛在競爭者之股東。

表 3-4 中信金 2015 年主要股東

中信金主要股東	原持股比例	換股後持股比例
南山人壽保險股份有限公司	4.87%	4.42%
辜濂松	3.92%	3.56%
宜高投資股份有限公司	3.14%	2.85%
兆豐國際商業銀行受託保管摩根士丹利福爾摩沙	2.85%	2.58%

(開曼)有限公司投資專戶		
美商摩根大通銀行台北分行受託保管沙烏地阿拉伯中央銀行投資專戶	2.55%	2.31%
龍邦國際興業股份有限公司		2.28%
花旗(台灣)商業銀行受託保管新加坡政府投資專戶	2.14%	1.94%
臺灣銀行股份有限公司		1.65%

資料來源：中信金控年報，本研究整理

第四章 綜效分析

第一節　綜效來源及衡量

綜效通常來自於技術應用拓展、經營效率改善、通路互相應用等方式。併購並不一定會帶來綜效，需要確認目標、制定發展計畫並且投入資源，才能促使綜效的實現。如果欲達到期望的結果，可能需要長時間的觀察與調整。以下將以營運綜效、市場綜效作為衡量併購績效的研究指標，本研究採用市場佔有率第一之國泰人壽與資產規模相近之三商美邦作為比較之標準，以了解台灣人壽在併購前後績效表現的變化。最後，本研究採用經濟附加價值（EVA）法以計算併購後綜效之價值。

一、　營運綜效

運用新契約費用率、資金運用比率、初年度繼續率（十三個月）及續年度繼續率（二十五個月）四項指標作為衡量營運綜效的指標，並且依照順序說明指標之定義與計算公式。

表 4-1 四家壽險公司最近四年營運綜效之研究指標

			2013	2014	2015	2016	2017/1Q
營運綜效	新契約費用率	台灣人壽	8.93	6.9	11.76	11.39	8.43
		國泰人壽	17.13	15.13	18.12	21.5	14.51
		三商美邦	16.54	21.88	26.62	31.65	29.11
		中信人壽	11.56	10.79	12.44	NA	NA
	資金運用比率	台灣人壽	95.67	96.11	94.82	99.57	97.74
		國泰人壽	100.35	99.84	99.2	99.78	99.85
		三商美邦	99.47	101.8	100.45	100	97.99
		中信人壽	100.83	98.85	99.81	NA	NA
	繼續率（十三個月）	台灣人壽	96.02	96	96.82	98.53	99.39
		國泰人壽	97.98	97.89	97.6	98.28	98.3
		三商美邦	94.29	95.74	97.84	97.48	97.38
		中信人壽	99	98	98.76	NA	NA
	繼續率（二十五個月）	台灣人壽	88.36	92.87	92.82	96.53	97.63
		國泰人壽	91.8	97.89	91.8	92.24	92
		三商美邦	88.8	94.25	93.59	96.18	96.24
		中信人壽	79	95	95.78	NA	NA

資料來源：保險業公開資訊觀測站，本研究整理

（一）新契約費用率

新契約費用率之定義為公司新契約之業務佔總業務費用之比重。公式如下：新契約費用率=新契約費用/新契約保費收入。新契約費用包括各項準備金、首期佣金、調閱病歷費用、體檢費用、核保及發單成本等。新契約費用率越高，即公司在招攬並促成新契約所付出之成本越高。

研究結果發現，台灣人壽透過資源整合，一定程度的控制營運成本，使新契約費用率從 2015 年合併過後從 11.76%降至 2016 年的 11.39%，而國泰人壽及三商美邦新契約費用率都成長了 20%左右，這表示營運費用因為合併出現規模經濟，其綜效主要來自規模上升增加談判籌碼以降低新契約費用，另外藉由人力資源的整合，整併新的業務員佣金獎勵制度，藉由首年度佣金率之調降以將度新契約費用率。另外 2017 年之新契約費用率雖然只揭露第一季，但是能看到

台壽保比起三商美邦人壽其控管績效仍明顯。

（二）資金運用比率

資金運用比率之定義為公司資金的運用能力，公式如下：資金運用比率=資金運用總額/(各種責任準備金+業主權益)。資金運用比率越高代表公司運用資金的效率越高。

研究結果發現，合併之前中信壽之資金比率超越同業接近 100%甚至超過的績效，然而在合併過後，台灣人壽資金的運用比例上升超過三個百分點，與國泰人壽、三商美邦不相上下。在合併以前，中信人壽因為擁有金控公司之支持，其資金運用比例表現良好，在合併後台壽保能夠獲得中信壽的資金運用能力，積極和技巧性的投資創業或是不動產等事業以提升資金運用效率。

（三）繼續率

繼續率之定義為衡量壽險公司業務的招攬品質，也是評估壽險業務員售後服務的品質。公式如下：繼續率(十三個月、二十五個月)=PRy=BFx+y/NB 'x × 100%

PRy : x 月發單經過 y 個月契約仍有效之契約繼續率

NB ':〔〔NBx-(x 月發單在 x~x+y 期間內解除契約保件及死亡、全殘保件)〕〕

NBx : x 月發單之新契約(不含契約撤銷保件)

BFx+y : [NB'x-(x 月發單在 x~x+y 期間內解約、停效保件)+(x 月發單在 x~x+y 期間內復效契約保件)]

繼續率越高意即公司續年度的保費收入越高，雖然續年度的保費收入在壽險公司之記錄是不計入業績的，然而，繼續率的高低影響保險公司的續期之保費收入，所以仍是衡量公司經營狀況其中一項重要指標。衡量標準為繼續率(十三個月)低於 80%、繼續率（二十五個月）低於 70%則屬偏低。

研究結果發現，繼續率(十三個月)與繼續率（二十五個月）於合併完成後之 2016 年皆大幅增加，甚至超越國泰人壽。主要是因為台壽保結合了中信壽良好的售後服務品質，提高客戶續保至意願，在人力資源上同時提高其服務標準化及客製化，降低顧客不滿意之機率。

二、 市場綜效

運用市場佔有率、保費收入變動率、初年度保費比率及續年度保費比率此四項指標作為衡量營運綜效的指標，並且依照順序說明指標之定義與計算公式。

表 4-2 四家壽險公司最近四年市場綜效之研究指標

			2013	2014	2015	2016
市場綜效	市場佔有率	台灣人壽	2.3	2.61	2.3	8.06
		國泰人壽	21.21	22.96	22.05	21.38
		三商美邦	5.05	4.78	4.69	4.53
		中信人壽	4.65	4.67	2.86	NA
	保費收入變動率	台灣人壽	-19.61	21.97	-19.46	100.57
		國泰人壽	-6.67	8.98	7.62	16.59
		三商美邦	18.69	1.91	2.18	4.76
		中信人壽	63.82	70.39	6.97	NA
	初年度保費比率	台灣人壽	54.31	148.93	51.19	206.23
		國泰人壽	56.29	84.75	110.18	138.21
		三商美邦	118.89	84.03	75.4	96.18
		中信人壽	148.14	161.92	87.81	NA
	續年度保費比率	台灣人壽	111.44	106.33	104.4	193.97
		國泰人壽	120.55	117.66	106.9	110.83
		三商美邦	118.54	115.46	116.96	107.81
		中信人壽	214.18	189.19	143.4	NA

資料來源：保險業公開資訊觀測站，本研究整理

（一）市場佔有率

市場佔有率之定義為衡量公司對市場的控制能力。公式如下：市場佔有率=

保費收入/壽險公司總保費收入。市佔率越高代表對市場的控制能力越強，若是公司之獨佔力增加，其在市場的發展潛力與競爭力也會增加，並且能夠獲得更佳的利潤。

研究結果發現，合併後由於銷售通路的互補性與保險商品的多樣化，台壽傳統型保險配合中信壽投資型保險並且強化品牌印象，使得保費收入明顯增加，市佔率也因此從 2015 的 2.3%大幅提升至 2016 年 8.06%，大於中信壽與台壽之合計，此時連龍頭國泰之市佔率都有所下滑，台壽保卻超越三商美邦擠進保險前 6 大的行列。

（二）保費收入變動率

保費收入變動率之定義為衡量公司的經營實力。公式如下：保費收入變動率=(本期累計保費收入-前一年度同期累計保費收入)/前一年度同期累計保費收入。保費時保險公司主要的業務首圖，也是保人對保險公司承擔風險責任所支付之代價。保費收入變動率越高，代表保費收入增加的越多。

研究發現，2015 年保費收入為負成長 19.46%，合併之後的保費收入則是增加 100.57%，如同保費翻倍，表示和併購的商品、客戶及行銷通路的互補作用，為了增加保費收入，充分發揮合併綜效，並且明顯的超越國泰人壽及新光人壽，但是是否能保持此優勢，才是台壽保更應該專注的課題，如何發揮互補之優勢並且不斷進步，使保費收入變動率保持大幅正成長。

（三）初年度保費比率

初邊度保費比率定義為公司業務開拓的能力，比較連兩年初年度保費之變動情形。公式如下：初年度保費比率=本期初年度保費/上期初年度保費。初年度保費比率越高代表業績成長越快速，且新契約保費收入的成長，可以為公司帶來未來可能的潛在利益。

研究結果發現，2013 年到 2015 年台壽保之初年度保費比率並無明顯上升，然而 2016 年合併過後飆升，代表 2016 年的初年度保費大量增加，業績衝高，是由於併購的商品、客戶及行銷通路的互補作用，以及與金控配合，交叉銷售的結果。

（四）續年度保費比率

續年度保費比率定義為公司的商品品質與客戶服務的成果，比較連續兩年續年度保費之變動情形。公式如下：續年度保費比率=本期續年度保費/上期續年度保費。續年度保費比例越高，表示業務越能夠長期經營，亦可以衡量公司是否維持核心能力，佔有市場。

研究結果發現，自 2013 年以來，國泰、三商美邦、台壽保及中信壽司家公司續年度保費比率都有下降的趨勢，而 2016 年併購完成之後，台壽保之許年度保費比率卻上升至 193.97%，代表合併之後保單銷售大幅增加，原有客戶也繼續選擇台壽保，產品的多樣化與業務之訓練有助於原有保單之維繫，使得續年度保費得以增長。

國立政治大學 National Chengchi University

三、綜效價值計算

研究將使用經濟附加價值（EVA）方法衡量台壽保、中信金個別單獨存在之價值與合併過後公司之價值，以衡量此次併購帶來之綜效值。以下運用以股東角度為出發點之 EVA 模型評價，其股權價值之公式如下：股權價值（EV）= 目前股東價值＋企業營運所帶來的價值=Bo + EVA/（Ks-g），其中 Bo 為期初股東權益，以前一年度之期末股東權益作計算，Ks 代表權益資金成本，g 為成長率，將以通膨率作為計算方式。

表 4-3 以 EVA 模型計算之台壽保單獨存在價值

項目	數值	說明
期初股東權益	15,987,270,000	2014年期末股東權益總額
ROE	9.43%	2009年至2014年之5年平均
Ks	8.69%	Rf+(Rm-Rf)*Beta
g	2.50%	2015年通膨率
EVA	118,131,697	Bo*(ROE-Ks)
EVA/(Ks-g)	1,908,092,367	企業營運所帶來的價值
股權價值	17,895,362,367	期初股東權益+EVA/(Ks-g)
流通在外股數	968,230,700	
每股價值	18.48	股權價值/流通在外股數
宣告日20日前均價	25.68	
高估	7.20	均價-價值

資料來源：保險業公開資訊觀測站、TEJ，本研究整理

上述計算結果得知，以經濟附加價值法計算台壽保之股權價值為 17,895,362,367，除以流通在外股數得到每股價值為 18.48 元，相較於宣告日前 20 日之均價 25.26 元，台壽保股票被高估 7.20 元。

國立政治大學 National Chengchi University

表 4-4 以 EVA 模型計算之中信金單獨存在價值

項目	數值	
期初股東權益	229,439,398,000	2014年期末股東權益總額
ROE	9.06%	2009年至2014年之5年平均
Ks	8.26%	Rf+(Rm-Rf)*Beta
g	2.50%	2015年通膨率
EVA	1,836,859,699	Bo*(ROE-Ks)
EVA/(Ks-g)	31,893,170,015	企業營運所帶來的價值
股權價值	261,332,568,015	期初股東權益+EVA/(Ks-g)
流通在外股數	15,257,281,500	
每股價值	17.13	股權價值/流通在外股數
宣告日20日前均價	20.84	
高估	3.71	均價-價值

資料來源：保險業公開資訊觀測站、TEJ，本研究整理

上述計算結果得知，以經濟附加價值法計算中信金之股權價值 262,332,568,015，除以流通在外股數得到每股價值為 17.13 元，相較於宣告日前 20 日之均價 20.84 元，中信壽股票被高估 3.71 元。中信金股票被高估之結果對於以股換股之併購策略有利，然而台壽保股票被低估程度較嚴重，本研究認為原因為中信金現餘額近 190 億，小於台壽保之 300 億，且中信金透過換股併購案能夠引入友善股東，另外經營保險業務存在資本適足率的考量，以股換股能夠使資本適足率不受影響。

表 4-5 以 EVA 模型計算之台壽保與中信金合併公司之價值

項目	數值
期初股東權益	245,426,668,000
ROE	11.00%
Ks	8.20%
g	2.50%
EVA	6,871,946,704
EVA/(Ks-g)	120,560,468,491
股權價值	365,987,136,491
台壽保股權價值	17,895,362,367
中信金股權價值	261,332,568,015
併購產生綜效價值	86,759,206,110
綜效價值比例	31.07%

資料來源：保險業公開資訊觀測站、TEJ，本研究整理

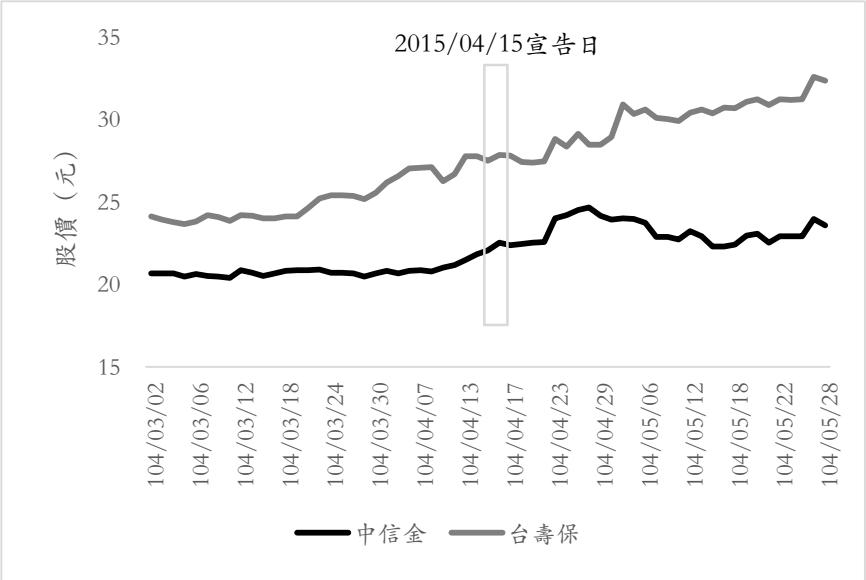
上述計算結果得知，本研究認為合併之後公司會因為交叉銷售、通路拓展及多角化而產生綜效，ROE 提升且資金成本下降，因此股權價值將提升至 365,987,136,491，減去台壽保與中信金單獨存在之價值，得到併購所產生之綜效價值為 86,759,206,110 元，而綜效價值比例為 31.07%。符合文獻中 Neelam Rani, Surendra S. Yadav & P. K. Jain（2014）提出公司治理標準好的公司，併購績效呈現正面效果。另外，也符合 Christian Tuch & Noel O'Sullivan（2007）規模差異大的公司併購，併購績效較好。

第二節 市場反應

本節將探討併購之後市場之反應，主要集中於第二次宣布併購至併購成功期間，了解股價反應和 CAR 累積異常率之變化，並且分析市場的反應是否與公司特性、評價結果與支付工具相符與比較併購綜效是否如預期。

一、 股價反應

圖 4-1 宣告日前後 30 天中信金及台壽保之每日收盤價



資料來源：台灣證券交易所，本研究整理

台壽保與中信金於 2015 年 4 月 15 日宣告合併，並於 2015 年 5 月 12 日併購成功，由上述圖表可以得知，市場對於此併購反應正向，宣告日前後 30 天兩家公司的股價連續攀升，台壽保的股價成長了 34.3%至 32.35 元，遠大於金融保險類指數 10.4%之漲幅；中信金則是以 14%之漲幅略優於大盤。宣告日前 20 日中信金股票均價為 20.85 元，台壽保股價為 25.76 元，合理溢價比為 17%，而中信金新聞稿註明之溢價比為 9.9%

二、 事件研究法

本研究將以事件研究法（CAR）探討此次併購過程中信金與台壽保之異常報酬率與累積異常報酬值，了解市場對此次併購之反應是否為正向，與併購特性是否相符。以下取宣告日 30 日前 120 天中信金與台壽保之資料與金融保險類指數進行回歸分析，得到以下結果。

表 4-6 中信金與金保指數漲幅之迴歸分析

迴歸統計	
R 的倍數	0.822
R 平方	0.676
調整的 R 平方	**0.673**
標準誤	0.007
觀察值個數	120

ANOVA

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	0.01150519	0.01150519	246.335903	**1.15019E-30**
殘差	118	0.00551122	4.6705E-05		
總和	119	0.01701641			

	係數	標準誤	t 統計	P-值	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
截距	-0.000170071	0.00062604	-0.2716637	0.78635531	-0.00140979	0.00106965	-0.0014098	0.00106965
X 變數 1	1.153093842	0.07346844	15.6950917	1.1502E-30	1.007606336	1.29858135	1.00760634	1.29858135

資料來源：保險業公開資訊觀測站、TEJ，本研究整理

將中信金股票漲跌幅設為 Y 變數，金保指數之漲跌幅則是 X 變數，迴歸結果 R 平方大於 0.3 具有解釋力，另外顯著值小於 0.05，因此中信金股票之漲幅與金保指數之漲幅有關聯，歸納出中信金預期漲跌幅之公式為

$R_it=\alpha_i+\beta_i\cdot R_mt=-0.0170\%+1.15309384R_mt$，其中$R_it$表示 i 公司 t 期的報酬率，亦即個股漲跌幅%，R_mt表示 t 期的市場加權指數股票之報酬率，亦即大盤指數漲跌幅%，αi 表示迴歸截距項、εit 表示迴歸殘差項、βi 表示迴歸斜率。

表 4-7 台壽保與金保指數漲幅之迴歸分析

迴歸統計	
R 的倍數	0.667
R 平方	0.445
調整的 R 平	**0.441**
標準誤	0.008
觀察值個數	120

ANOVA

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	0.00546298	0.00546298	94.7354843	**8.60649E-17**
殘差	118	0.00680454	5.7666E-05		
總和	119	0.01226753			

	係數	標準誤	t 統計	P-值	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
截距	-0.0008311	0.00069562	-1.1947715	0.23457226	-0.002208637	0.00054641	-0.0022086	0.00054641
X 變數 1	0.79457092	0.08163499	9.73321551	8.6065E-17	0.632911417	0.95623041	0.63291142	0.95623041

資料來源：保險業公開資訊觀測站、TEJ，本研究整理

將台壽保股票漲跌幅設為 Y 變數，金保指數之漲跌幅則是 X 變數，迴歸結果 R 平方大於 0.3 具有解釋力，另外顯著值小於 0.05，因此台壽保股票之漲幅與金保指數之漲幅有關聯，歸納出陶壽保預期漲跌幅之公式為 $R_it=\alpha_i+\beta_i\cdot R_mt$==0.0831%%+ 0.79457092$R_mt$，其中$R_it$表示 i 公司 t 期的報酬率，亦即個股漲跌幅%，R_mt表示 t 期的市場加權指數股票之報酬率，亦即大盤指數漲跌幅%，αi 表示迴歸截距項、εit 表示迴歸殘差項、βi 表示迴歸斜率。

運用上述兩項公式套入宣告日前後 30 天金融保險指數之數據，得出中信金和台壽保 60 日預測值，實際值減去預測值之累積便得出中信壽之 CAR 比例為 2.54%，台壽保之 CAR 比例為 26.95%，皆為正值，顯示市場對此併購案反應正面。

表 4-8 中信金與台壽保 CAR 計算

公司	普通股股本	流通在外股數	股價(當日)	市值	CAR	dollar CAR
中信金	152,572,815	15,257,281,500	22.05	336,423,057,075	2.54%	8,554,822,212
台壽保	9,682,307	968,230,700	27.5	26,626,344,250	26.95%	7,175,883,405
				總計	29.49%	15,730,705,617

資料來源：台灣證券交易所、TEJ，本研究整理

比較後發現，併購後市場訊息為正面，市場反應符合兩家公司特性，如第二章之文獻所述，主併若是關係人交易、收購比例大之股權、主併相對規模較大被和併公司原本之表現較差者績效較好，時常會產超額報酬。另外，銀行跨足人壽之併購，參照歷史資料比較會產生併購績效。因此上列結果符合文獻之探討。然而，CAR 之比例小於綜效價值比例 31.07%，符合文獻所敘述，銀行與人壽和保險經紀商合併之報酬率高，但是由於是用股票作支付工具的關係，Christian Tuch & Noel O'Sullivan（2007）提及將對市場釋放負面訊息，產生 CAR 值比率小於綜效價值的結果。

國立政治大學 National Chengchi University

第五章 合併策略和整合行動

第一節 整合行動

企業併購之後如何整合，對綜效的發揮有極大的影響，是影響併購是否成功的關鍵，依照文獻中林婷鈴(2000)提出併購後整合之工作內容與具體措施，應先後安撫人心、檢視事業策略型態、策略重生、整合組織及控制、處理企業文化差異和化解變革阻力。本個案在前四項具展開具體行動，首先，中信金於併購之後申明將保障保障台壽保員工 2 年至工作權益，並且保留台壽保之品牌名，執行雙品牌營運策略，並且舉辦聯合的 CSR 推廣活動整合組織文化。以下將詳細說明。

一、 人事整合

根據中信金發布之新聞稿，中信金與台壽保合併之後，原中信人壽總經理擔任台灣人壽之董事長，基層人員的部分，因為公司規模之擴大，希望保留台壽保全體同仁，並且保障全體員工 2 年工作權益。另外在業務制度的方面，未來會考量商品及通路需求之調整，另外規劃更有利於多制度。除了現存人事之整合，台壽保也跟隨中信金重視校園人才培育，聯合大專院校推廣保險產業趨勢與創新知識，並與淡江大學、實踐大學、逢甲大學及高雄應用科技大學四所院校洽談產學合作。除了兩家公司的員工之外，台壽保之子公司－廈門君龍人壽，也指派管理者們來台與中信金交流經營管理經驗，未來不排除派台灣員工赴中國就業。

二、 業務整合

根據中信金發布之新聞稿，中信金與台壽保併購之後，中信金將保持台壽保之原名執行雙品牌營運，併購之後保障全體保戶 100%之權利，即原台灣人壽

保單權益不需任何手續即受相關法令保障，其內容、權利與義務將維持不變，並且共同設置服務專線以解決保戶疑慮。另外，台壽保於 2016 年 8 月推出「台灣人壽大發鑫利變額萬能壽險」，此商品連結中國信託投信代操之「環球多重收益型(台幣)」投資帳戶，享受結合中信金之資源。除了台壽保執行業務整合以外，君龍人壽也結合台壽保及中信金的資源，其中包括中國信託銀行廈門分行啟動營業，以及引進中信金控的「全金融服務模式」，於品牌提升及客戶全方位的金融保險服務，都有一定的正面推助。

三、 企業文化整合

根據中信金發布之新聞稿，中信金原有的企業文化為秉持著「We are family」的品牌精神，「守護與創造」的企業使命以及「關心、專業、信賴」的品牌特質，為客戶提供更方便的服務管道和更多元的金融服務。併購之後台壽保也將秉持中信金控一貫「待客如親」的服務理念以及「We are family」的品牌精神。首先將台壽保於中山大樓的總部移至中國信託金控南港金融園區，原總部則公開標租以帶來租金收益，再來跟隨重視 CSR 之中信金控共同參與公共投資，台壽也將擴大公共建設支出，落實社會責任。

第二節 改善方案及長期計畫

於人事整合方面，除了保障台壽保員工之工作權以外，應主動溝通協調，使其了解併購後產生之利益，並且擬定適合兩家的人事政策，給予雙方員工平等的福利及晉升管道。於業務整合方面，林樵谷（2008）提出非金控之人壽保險公司對通路之掌握度差，進而影響其業務之穩定度，因此增加將通路資訊整合並進行教育很重要。中信金與台壽保應提供多元化的金融商品及服務，以「一次購足」的整合模式來擴大市佔率並降低成本，透過中信金控旗下中信銀及中信壽所擁有的客戶，落實交叉行銷及銷售的策略，因此中信旗下之業務員

必須熟悉台壽保之壽險商品，相對的，台壽保之業務員也應跨銷售中信金之其他金融商品，如信用卡、證券等，並列入績效考核。除了交叉銷售擴大銷售額以外，也能藉由商品之互補來擴大商品規模，台壽保主要商品類型為傳統行保障保單，與中信壽之投資型保單迥異，應積極運用雙方資源，共同開發新商品，於企業文化整合方面，可以成立整合工作小組，提供正式和非正式報酬與誘因，可積極舉辦活動，例如公益運動會促進兩家公司文化融合，減少排斥的狀況。除了以上三個方面以外，本研究認為資訊系統之整合也非常重要，中信金近年緊跟 Fintech 腳步，開發許多讓客戶更方便的網路服務平台，而將台壽保納入資訊系統，提供顧客同等的方便性很重要。以上四個方面都應設立追蹤機制，以確保綜效之發揮。除此之外，雙方應建立平衡計分卡的績效評估模式，以利有效的管理併購過程的進行。

第六章 研究結論與建議

第一節 研究摘要與結論

中信金控為以銀行為主體之台灣的金融控股公司，旗下子公司包含投資信託、資產管理、證券投資、創業投資、證券金融、保險等領域，其中截止 2015 年底中信銀之存放款業務及信用卡業務之市佔皆居於台灣民營銀行之冠。擁有極大的客戶資產之中信金，近年來不斷透過併購完整其金融佈局，完善其金融服務體系，提供客戶一站式購買之理財商品及服務，並透過交叉銷售增加收益。2014 年中信銀之資產佔中信金超過 70%，營業占超過 90%，透過併購台灣人壽能夠達到多角化經營之效果，並且提高中信金於保險領域之市佔率，台灣人壽則可以透過此併購使用金控資源進行科技創新並擴大中國市場。除了雙方

併購動機以外，台灣金融業整併風潮盛況、保險業佔金融產業重要性增加與保險業所面臨之經營困境，皆是促成此次併購之原因。

由於本併購案的最終目的是將中信金與台壽保合併，達到多角化經營、全面化商品的效果，此併購採取交換股權之支付方式，台灣人壽普通股轉換 1.44 中信金普通股，公布溢價 9.9%，以股換股方式可引入友善股東。

就合併之效益而言，以四項指標分析併購後產生之營運綜效及市場綜效，營運綜效方面，新契約費用率因購併產生規模經濟，整合資源降低營運成本，而明顯降低；資金運用比率也透過學習金控運用資金運用能力而提高；繼續率因為售後服務的提升而超越同業。市場綜效方面，商品及通路互補的效益使市佔率、保費收入變動率、初年度保費比，皆因爲併購正向成長。最後以價值附加法衡量綜效之價值比為 31.07%。另外，事後之市場反應經觀察為正向，並以事件研究法得到 29.49%之 CAR 比。

併購成功之後，台灣人壽躍升成為第六大保險公司，中信金以台灣人壽作為存續公司並且沿用台壽保之名執行雙品牌策略，並且保障台壽保員工 2 年工作權。此外事後整合而言，於人事整合方面，出了保障工作權外，也新增產學合作以從事校園人才培育；業務整合方面。台壽保結合中信投信資源發行新商品，中信金也結合君龍人壽擴張營運點；企業文化整合方面，除了整合企業文化強調連結以外，兩家公司亦共同參與公共投資，落實社會責任。本研究也提出改善方案及長期計畫，給予平等福利與今生管道、增加業務員之訓練、改變績效考核標準、成立整合工作小組、舉辦集團共同參與之活動、資訊整合並且設立追蹤機制。

國立政治大學 National Chengchi University

表 6-1 研究結論與整理

事前分析	併購動機	外部：第一，從金控公司經營環境方面來看，台灣法規鼓勵和經濟局勢的變化，加快了台灣金融業的合併和延伸出擴張海外的策略。第二，保險業的現況為家數不斷減少，但是保險業資產占金融機構資產比率高且不斷增加，保費收入也逐年增加，所以金控跨足保險業著實能增加利益，提升競爭力。最後研究保險業面臨之困境，即法規趨向嚴格市場趨於飽和，且利差損的問題仍在，透過併購期待突破困境創造機會。 內部：台灣人壽內部的併購動機為現階段面臨經營困境、欲結合最新科技與為了獲得至中國發展的資金，而中信金控併購動機是為了跨足保險業、拓展亞洲市場與營業互補之作用
	公司特性面	大併小，年輕併年老，兩家公司治理透明
	策略及文化面	全球佈局互補亞洲佈局、企業文化皆顧客為重、服務第一
	綜效來源	交叉銷售、拓展據點－中國、北美、東南亞、一站式購買、資金成本降低、傳統行與投資型保單之商品互補
事中分析	主併方權衡	台壽保公司單獨價值與綜效價值之合（獲得）> 付出股票價值（付出）
	支付工具	以股換股引入友善股東，換股比率 1.44

事後分析	併購績效	合併綜效價值比 31.07%，來源為營業綜效、市場綜效及財務綜效
	市場反應	市場反應正向，符合文獻所敘述，但因股票交易而幅度小於併購績效
	整合行動	採取雙品牌策略，執行人事、業務、企業文化之整合行動

第二節 研究建議

台灣的投保率及成長密度成長趨緩、普及率下滑，顯示本國保險市場已經趨近飽和。業內競爭激勵，市場之競爭策略應區隔並集中差異化，跟隨並共同推動法律的改進以利推出更好的商品。因應台灣即將進入老年化社會，養老保險與退休年金保險是新的商品趨勢。而全球景氣的衰退及低利率的市場，亦增加了投資人對理財商品的需求。因此，掌握市場的脈動，提出創新又極具吸引力的保險理財商品，成為壽險公司獲利的一個重要關鍵。

近年低利率的環境持續，造成傳統壽險保費上漲，使得消費者購買長期壽險保單意願降低，轉而購買連動債商品及投資型保單，因此壽險公司的獲利水準受到投資標的的影響，資金成本提高，當與預定利率之間差距太大即所謂利差損，會產生虧損、資本適足性下滑等不利影響，因此風險之管控很重要。能否減少風險所產生的虧損，為併購壽險公司之後是否仍能產生綜效的關鍵。

最後中國市場的全世界第一的外匯存底、高儲蓄率及保險之不普及，吸引外國企業皆產生動機搶佔其市場利益。而台灣保險市場的飽和狀態，前進中國市場是永續經營的一個契機，配合成熟的保險經驗及知識及顧客較高的文化相似性，透過移植台灣的成功經驗和集團之支持，協助君龍人壽之發展，屆時將可開創新局，面對全球化競爭的趨勢與衝擊。

參考文獻

一、英文文獻

1. Adel A. Al-Sharkas, M. Kabir Hassan & Shari Lawrence, (2008). The Impact of Mergers and Acquisitions on the Efficiency of the US Banking Industry: Further Evidence, New York, Journal of business finance and accounting, Volume 35, Pages 50–70
2. Christian Tuch & Noel O'Sullivan, (2007). The Impact of Acquisitions on Firm Performance: A Review of the Evidence, London, International Journal of Management Reviews, Volume9, 141-170
3. John Goddard , Philip Molyneux & Tim Zhou, (2011). Bank mergers and acquisitions in emerging markets: evidence from Asia and Latin America, New York, The European Journal of Finance, Volum18, Pages 419-438
4. Mohamed Nurullah & Sotiris K. Staikouras, (2008). The Separation of Banking from Insurance: Evidence from Europe, New York, Multinational Finance Journal, Volume12, Pages 157-184
5. Neelam Rani, Surendra S. Yadav & P. K. Jain, (2014). Impact of corporate governance score on abnormal returns and financial performance of mergers and acquisitions, New York, Procdia Economics and Finance, Volume 5, Pages 637-646
6. Robert De Young, Douglas D. Evanoff & Philip Molyneux, (2009). Mergers and Acquisitions of Financial Institutions: A Review of the Post-2000 Literature, New York, Journal of Financial Services Research, Volume36, Pages 87–110

國立政治大學 National Chengchi University

二、中文文獻

1. 古永嘉、胡珮高，(2008)。台灣企業併購付款方式之選擇，輔仁管理評論，15 卷 3 期，P97 – 126
2. 林東和、杜玉振、涂登才和蔡知敏，(2007)。同業、異業購併與金融控股公司之營運綜效，台灣金融財務季刊，8 卷 1 期，P1-28
3. 林婷鈴（2000)。銀行業國際化併購整合性觀念模式之探討，中華管理評論，第 3 輯第 3 期，台北。
4. 林樵谷，（2008）。金控環境下對壽險公司經營之分析，交通大學，經營管理研究所碩士論文，新竹。
5. 張麗翠，（2008）。企業併購後人員留任議題之探討－以元大金控集團為例，淡江大學，管理科學研究所企業經營碩士在職專班碩士論文，台北。
6. 陳啟典（2009)，併購決策與主併公司股東權益報酬之研究--以台灣上市(櫃)公司為例，淡江大學，國際商學在職專班碩士論文，台北。
7. 曾毓筑，(2016)。主併公司與目標公司對併購宣告之股價反應，交通大學，管理學院財務金融學程碩士論文，新竹。
8. 潘麗玉，(2006)。台灣金控業合併換股比例之研究-以財務及非財務因素探討，中原大學，會計研究所碩士論文，桃園。

國立政治大學 National Chengchi University