

國立政治大學 社會科學學院

行政管理碩士學程第十九屆碩士論文

指導教授 翁永和 博士

臺灣上市櫃公司經營績效的決定因素  
-企業併購所扮演角色

*The Determinants of Performances of Listed Companies  
in Taiwan : The Role of M&A.*

研究生：黃熙騰 撰

中華民國一〇八年六月

## 謝辭

在短暫兩年之內，能夠在工作繁忙之餘順利完成本篇論文，特別想感謝一些人。

首先，我要感謝恩師翁永和老師的細心指導，尤其是在我準備論文過程中，經常地給予我寶貴的意見及鼓勵，讓我每當面臨難關之際感到心安及有再次前進的動力，在此致上我最誠摯的謝意。

我也要感謝儀芳、妮妮、淑珠等好友，在我撰寫論文時候給予許多建議及協助，也謝謝其他翁家班的夥伴們一路相互勉勵，讓我不感孤單且充滿許多美好回憶。另外特別感謝老婆鼓勵我持續進修，及在我就讀研究所的期間，除了要忙碌工作，還要照顧剛出生的可愛女兒，真的十分辛苦。很感謝她的愛及包容，讓我能順遂地完成學業。

最後，謹以本文獻給所有我愛的人。

黃熙騰 謹誌

2019年6月

## 摘要

本研究採用臺灣上市櫃公司（不含金融業）2011年至2017年公開資料及經濟部所統計「企業併購案件統計資料」作為研究樣本，並以資產報酬率(ROA)作為績效衡量指標，探討企業併購對於經營績效之影響；另回顧過去績效相關文獻，探索其他可能影響經營績效的決定因素。本文主要結果如下：各解釋變數中，除經營時間之外，其餘變數對於經營績效皆具有顯著影響；其中併購活動、人事穩定度、財務槓桿程度、研發費用支出、員工薪資成本等因素對於經營績效具有顯著且負向影響，董監事持股比率及外資持股比率對於經營績效具有顯著且正向影響。交叉項變數中，除併購活動 $\times$ 經營時間對於經營績效具有顯著正向影響外，其餘交叉項變數對於經營績效皆不具顯著影響能力。

關鍵詞：併購、經營績效

## 目錄

謝辭.....	I
摘要.....	II
目錄.....	III
圖表目錄.....	IV
第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與背景.....	1
第二節 研究目的.....	2
第三節 研究範圍與方法.....	2
第四節 研究架構.....	4
第二章 文獻回顧.....	5
第一節 經營績效理論與實證文獻.....	5
第二節 併購理論與實證文獻.....	8
第三節 其他影響因素之實證文獻.....	12
第三章 臺灣上市櫃公司經營績效之現況統計.....	24
第四章 實證模型設定.....	35
第一節 變數說明及預期影響方向.....	35
第二節 實證模型的建立.....	42
第五章 實證結果分析.....	43
第一節 實證變數之基本統計量.....	43
第二節 各解釋變數之相關性分析.....	45
第三節 實證結果分析.....	46
第六章 結論及建議.....	54
第一節 研究結論.....	54
第二節 研究建議.....	55
參考文獻.....	58

## 圖表目錄

圖 1-1 公平交易委員會歷年受理事業結合申請案件統計.....	1
圖 1-2 研究流程圖.....	3
表 2-1 績效衡量相關文獻彙整表 .....	6
表 2-2 併購績效相關文獻彙整表.....	10
表 2-3 其他影響因素相關文獻彙整表 .....	18
圖 3-1 臺灣上市櫃公司歷年經營績效統計.....	24
圖 3-2 樣本公司歷年從事併購之家數統計 .....	25
圖 3-3 樣本公司歷年併購次數統計 .....	26
圖 3-4 併購次數與資產報酬率相關性統計.....	26
圖 3-5 經營時間與資產報酬率相關性統計.....	27
圖 3-6 公司規模與資產報酬率相關性統計.....	28
圖 3-7 員工流動率與資產報酬率相關性統計.....	29
圖 3-8 負債比率與資產報酬率相關性統計.....	30
圖 3-9 研發費用率與資產報酬率相關性統計.....	31
圖 3-10 用人費用率與資產報酬率相關性統計.....	32
圖 3-11 董監事持股比率與資產報酬率相關性統計.....	33
圖 3-12 外資持股比率與資產報酬率相關性統計.....	34
表 4-1 實證模型變數定義及預期影響方向彙整表.....	40
表 5-1 實證變數之基本統計量.....	44
表 5-2 各解釋變數相關係數分析表.....	45
表 5-3 臺灣上市櫃公司經營績效決定因素之實證結果.....	47
表 5-4 各解釋變數實證結果與預期方向比較表.....	53

# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機與背景

依據資誠聯合會計師事務所、普華國際財務顧問股份有限公司與臺灣併購與私募股權協會聯合發表「2017 臺灣併購白皮書」，可知全球併購交易在 2016 年依然十分熱絡，產業整併主要集中在電信媒體、化工、能源及生技醫療等行業。其次觀察臺灣併購交易現況，2016 年併購交易也達到 139 億美元之規模，當中以「鴻海投資夏普」、「日月光及矽品合組產業控股公司」及「艾司摩爾收購漢微科」等三大併購案之交易金額皆達到 30 億美元以上，最為受到市場注目。此外，被動元件大廠-國巨近年來也是積極透過併購，讓其總市值從 430 多億元膨脹至 1,700 億元而一躍成為被動元件產業之龍頭。

再從公平交易委員會發布之「公平交易統計年報」，得知公平交易委員會 2010 年至 2017 年受理申請事業結合件數，亦呈現逐年上升趨勢（圖 1-1），再次顯示臺灣企業近年來併購活動十分熱絡。

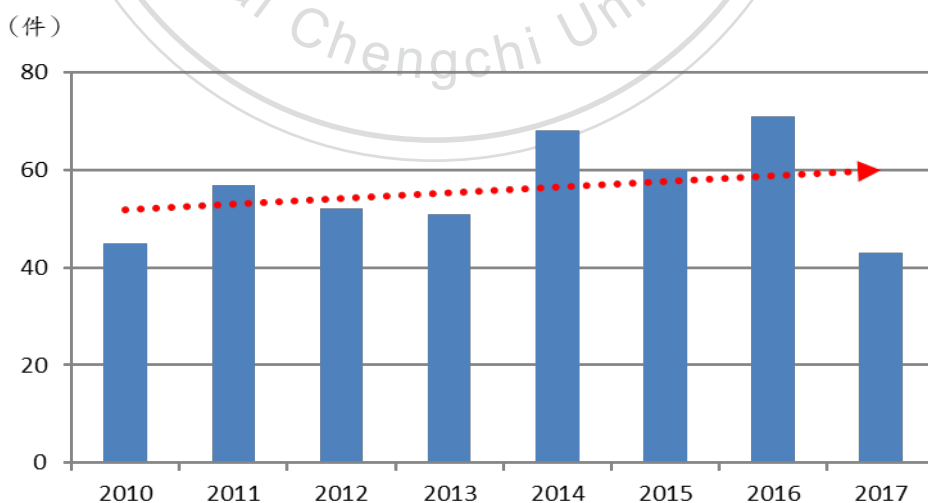


圖 1-1 公平交易委員會歷年受理事業結合申請案件統計

企業基於經營策略考量，諸如獲取技術、通路或市場，或為了提高議價能力及多角化經營等目的，而選擇向外併購相同或不同產業之企業。然而企業從事併購活動真的能有助於經營績效之表現嗎？另外，除了併購之外，企業能否透過其他經營策略或強化公司治理等途徑來提昇經營績效之表現？此為本研究亟欲探討及分析之實證方向。

## 第二節 研究目的

本研究以台灣經濟新報（Taiwan Economic Journal；簡稱 TEJ）資料庫之臺灣上市櫃公司統計資料及經濟部發布之「企業併購案件統計資料」為基礎，再依文獻分析法探討併購活動、廠商特性、經營策略及股權結構等不同構面之相關文獻及實證結果，蒐集可能影響臺灣上市櫃公司經營績效的決定因素，以建置實證模型進行迴歸分析。最後依照實證結果提出相關建議，作為後續研究及現行政策參考之價值。

## 第三節 研究範圍與方法

本文主要是運用臺灣上市櫃公司（不含證券、保險、金融業、在台發行存託憑證之國外企業及國外企業來台掛牌上市股票）的公開資訊及經濟部發布之「企業併購案件統計資料」為基礎，再依照文獻分析法廣泛地蒐集國內外學術論文、期刊、專書及政府部門出版報告等文獻，從中歸納出可能影響臺灣上市櫃公司經營績效的決定因素，同時藉由模型實證分析及以下研究流程圖，找出具有顯著解釋能力之變數。

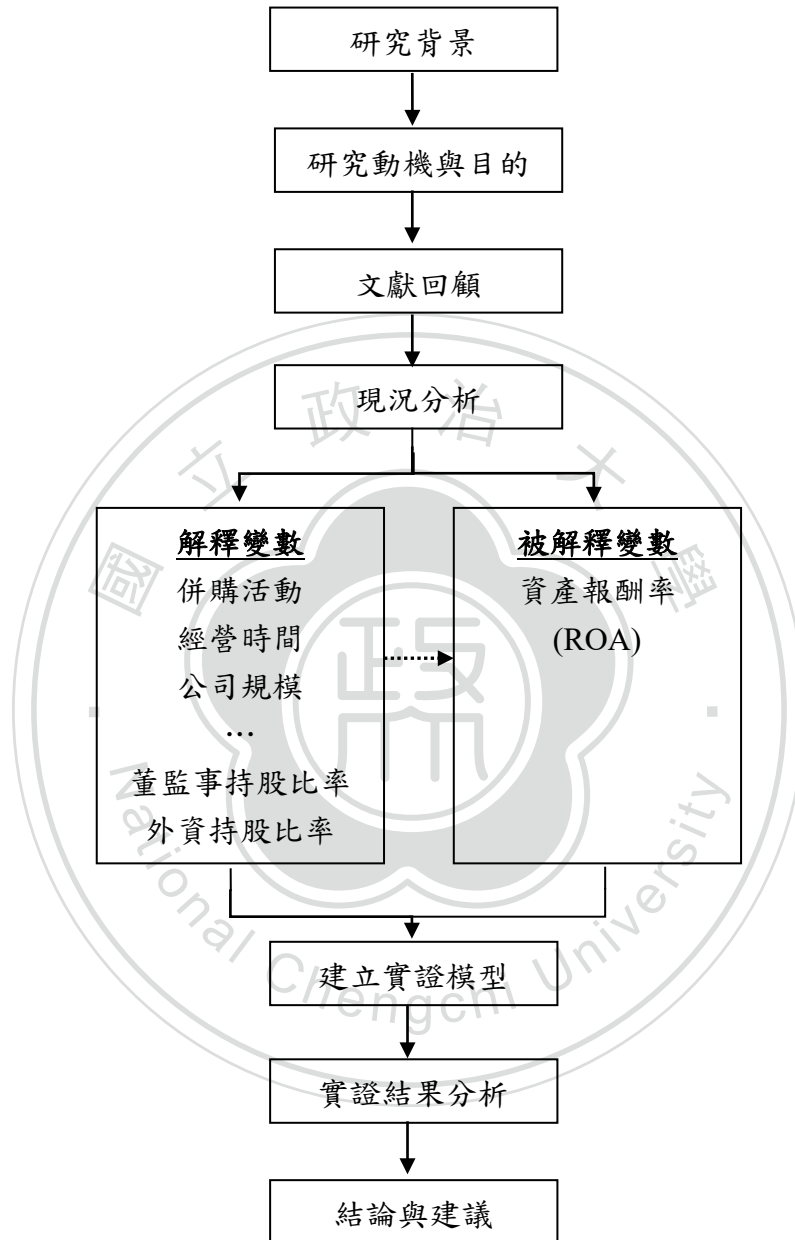


圖 1-2 研究流程圖



## 第四節 研究架構

本研究分為六個章節：第一章緒論，說明本文研究動機與目的、範圍與方法及研究架構。第二章文獻回顧，首先彙整績效衡量的相關理論及實證文獻通常採用的衡量指標；其次說明併購相關理論及過去文獻上對於併購績效的實證結果；最後藉由文獻回顧，蒐集可能影響經營績效的決定因素，並彙整相關文獻及實證結果。第三章臺灣上市櫃公司經營績效之現況統計，首先說明本文研究樣本、統計年度及資料筆數；其次彙整實證變數之基本統計資料並進行相關性統計。第四章實證模型設定，首先說明實證變數之定義；其次根據各解釋變數之統計資料及過去文獻之實證結果，分析並預期各解釋變數對於經營績效的影響方向；最後建立實證模型及說明實證分析方法。第五章實證結果分析，首先彙整及說明實證變數的基本統計量；其次針對各解釋變數進行相關性分析，以檢測模型穩定度；最後利用 OLS 多元迴歸分析法進行實證分析。第六章結論與建議，依照前一章實證結果歸納出結論及提出建議。

## 第二章 文獻回顧

本文主要目的為探討影響臺灣上市櫃公司經營績效之決定因素，以下將分別於本章第一節彙整說明經營績效相關理論及研究文獻，第二節說明併購定義、相關理論及彙整說明併購績效相關研究結果，第三節探討其他可能影響因素之相關文獻及實證結果。

### 第一節 經營績效理論與實證文獻

經營績效係指公司管理者達成公司目標之最大程度。在過去文獻上，學者對於經營績效已提出多種衡量方法，惟迄今尚未發展出一套衡量經營績效之固定理論。諸如 Venkatraman and Ramanujam (1986) 從財務、營運及組織效能等三大構面來衡量企業經營績效：(1)財務績效：主要以簡單財務指標來衡量績效，如每股盈餘、營業成長、資產報酬率及獲利率等；(2)營運績效：包含財務績效及作業績效，如產品市場占有率、產品品質及其附加價值等；(3)組織效能：除內部經營績效外，另須考慮顧客、供應商及外部競爭者等利害關係人的目標滿足。Kaplan & Norton (2001) 提出「平衡計分卡」之績效衡量方法，其範圍包括財務、顧客、內部作業及學習與成長等四大構面。Scherer (2001) 採用毛利率衡量經營績效。陳美華與洪世炳 (2005) 採用股東權益報酬率、資產報酬率、股票價格及股票報酬率衡量企業績效。Coombs and Bierly (2006) 採用股東權益報酬率、資產報酬率及銷售利潤率等作為績效衡量指標。吳翠治 (2006) 採用經濟附加價值作為衡量平衡計分卡等四大構面之績效標準。劉育秀 (2010) 運用 1997 年至 2005 年曾經從事併購活動之臺灣電子資訊業主併公司資料，採用財務及非財務性指標衡量公司市值。

黃寶玉等三人（2013）採用股東權益報酬率、資產報酬率、每股盈餘及托賓 Q 指數作為績效衡量指標。Sung（2014）採用市場佔有率及稅息折舊及攤銷前利潤作為衡量企業績效標準。Dawar（2014）採用資產報酬率及股東權益報酬率作為績效衡量標準。Lee and Huang（2014）採用資產報酬率及托賓 Q 指數作為績效衡量指標。

綜合前述，可知財務性指標雖然有其侷限性，惟仍是學術研究常用的績效衡量工具。本文囿於統計資料主要取自台灣經濟新報（TEJ）資料庫內量化數據，故採用財務性指標－資產報酬率（ROA）作為績效衡量標準。資產報酬率愈高，代表經營績效愈佳，反之，表示經營績效愈不理想。以下謹彙整國內外相關文獻及研究發現，臚列如表 2-1。

表 2-1 績效衡量相關文獻彙整表

研究者(年份)	績效衡量面向	研究發現及結論
Venkartraman and Ramanujam(1986)	財務績效、 營運績效、 組織效能	從財務、營運及組織效能等面向來衡量企業經營績效。財務績效主要使用簡單財務指標來衡量、營運績效則包括財務績效及作業績效、組織效能係除了內部經營績效之外，尚須滿足外部利害關係人之目標。
Kaplan & Norton（2001）	財務指標、 非財務指標	提出「平衡計分卡」之績效衡量方法，其範圍包括財務、顧客、內部作業及學習與成長等四大構面。
Scherer（2001）	財務績效	採用毛利率衡量經營績效。

表 2-1 績效衡量相關文獻彙整表 (續)

研究者(年份)	績效衡量面向	研究發現及結論
陳美華與洪世炳 (2005)	財務績效	採用股東權益報酬率、資產報酬率、股票價格及股票報酬率衡量企業績效。
Coombs and Bierly (2006)	財務績效	採用股東權益報酬率、資產報酬率及銷售利潤率等作為績效衡量指標。
吳翠治 (2006)	財務績效	採用經濟附加價值作為衡量平衡計分卡等四大構面之績效標準。
劉育秀 (2010)	財務指標及 非財務指標	運用 1997 年至 2005 年曾經從事併購活動之臺灣電子資訊業主併公司資料,採用財務及非財務性指標衡量公司市值。
黃寶玉等三人 (2013)	財務績效	採用股東權益報酬率、資產報酬率、每股盈餘及托賓 Q 指數作為績效衡量指標。
Sung (2014)	財務績效	採用市場佔有率及稅息折舊及攤銷前利潤作為衡量企業績效標準。
Dawar (2014)	財務績效	採用資產報酬率及股東權益報酬率作為績效衡量標準。
Lee and Huang (2014)	財務績效	採用資產報酬率及托賓 Q 指數作為績效衡量指標。

資料來源：本研究整理。

## 第二節 併購理論與實證文獻

本節首先介紹併購定義及型態、併購相關理論，其次彙整說明併購績效相關文獻及實證結果。

### 一、併購定義及型態

併購 (mergers and acquisitions, M&A)，係由收購 (acquisitions) 及合併 (mergers) 等兩種不同法律行為所組成。併購型態常見有四：一為股權收購，係指併購公司透過購買目標公司 (即被收購公司) 流通在外股票，或參與認購目標公司增資所發行的新股。惟採取此一併購方式，必須概括承受目標公司所有權利及義務。二為資產收購，係指用現金或股份購買被收購公司的資產；惟相對於股權收購方式，收購公司可以選擇所欲收購的資產項目，且無須承受目標公司的債務。三為吸收合併，併購後僅存在一家公司，其他公司消滅，因而也稱為存續合併。四為設立合併，又稱新設合併，係指所有參與併購的公司，不論併購公司或被併購公司，在合併後皆完全消滅，另成立一家公司。

### 二、併購相關理論

在過去文獻上，學者對併購議題已發表諸多理論或學說，以下謹就效率理論、傲慢假說及代理理論摘要說明如次：

效率理論認為企業可以透過併購其他企業，增加利潤或降低風險，使得合併後公司價值大於各參與公司併購前價值之總和。從市場占有率角度來看，企業可以經由併購其他企業來提高市場佔有率及減少競爭對手，進而強化市場控制力，以提升公司價值。從財務綜效的角度來看，企業從事併購活動後，公司規模將隨之增加，從而提高風險承受能力，降低可能倒閉的風險。在借貸市場上，因企業倒閉或倒帳風險的降低，債權人所要求的風險溢價將

隨之減少，使得企業借貸成本下降，以提升公司價值。

傲慢假說係認為併購公司管理者過於傲慢、或高估自身能力，一味以為透過併購可以使其轉虧為盈，故而從事一些不適當的併購行為。相關文獻諸如 Jiang et al. (2011) 分析 2002 年至 2005 年中國上市公司資料，認為傲慢自信管理者的過度投資，將使得公司獲利能力降低。Shu et al. (2013) 的研究也發現管理者傲慢自信地從事併購活動，對於公司長期績效並無助益；並發現強化公司治理，可以降低傲慢自信經營者從事併購的可能性。

代理理論係認為併購公司的經營者僅持有少數股權，可能透過併購活動損害債權人或股東的權益，以圖利自己。相關文獻諸如 Amihud and Lev (1981) 認為公司管理階層的薪酬與公司收益緊密連結，將誘使其併購一些不相干行業，以擴大公司規模來圖利自己。呂佳玲與林基煌 (2008) 的實證研究，也發現控制股東對於長短期併購績效具有顯著且負向關係。

### 三、併購績效之相關文獻

併購績效向來為實證研究的熱門議題之一，惟過去文獻上，對於企業從事併購活動能否影響其經營績效，迄今尚無一致共識。Chang et al. (2009) 研究發現臺灣產物保險業在歷經併購活動之後，市場集中度得以上升，進而改善該行業之經營績效。劉育秀 (2010) 採用 1997 年至 2005 年曾經從事併購活動之臺灣電子資訊業主併公司資料，依「平衡計分卡」之財務、顧客、內部作業及學習與成長等構面進行研究，發現主併公司之財務或非財務性指標對於公司市值皆有顯著影響。楊馥如等四人 (2013) 研究發現企業從事併購活動對於財務性指標具有顯著且正向影響。黃明國與黃梅芬 (2013) 個案研究發現醫院的併購行為，將有助提升醫院住診申請件數。Rahman et al. (2016) 認為企業從事併購活動，可以透過產品的交叉行銷，提升銷售績效。

然而也有部分學者認為企業從事併購活動與經營績效之間應為負向關係，諸如 Lee (2014) 認為併購無法成為組織成長之短期工具。王朝義(2017) 認為對於併購活動的主併公司而言，不論長期或短期的股市財富效果皆為負向，且對於主併公司併購後三年內營運績效呈現負向影響。

另有學者研究發現企業併購行為與其績效表現並無顯著相關，諸如王淑芬與洪淑玲(2008) 觀察 1986 年至 2004 年北美石油產業的併購案例，發現主併公司在併購之後，長短期績效並無顯著增加。Zou et al. (2012) 觀察上海、深圳證交所 2000 年至 2001 年併購案例，發現公司從事併購活動對於經營績效並無明顯影響。李國榮等三人(2012) 研究發現併購公司在併購後三年內，並未享有股票異常報酬及併購績效。Pervan et al. (2015) 利用克羅埃西亞曾經從事併購活動之公司資料，發現併購前後之業績並無顯著差異。綜合前述，謹彙整相關文獻及實證結果，臚列如表 2-2。

表 2-2 併購績效相關文獻彙整表

構面及影響因素	研究者 (年份)	研究發現與結論
<u>被解釋變數</u>		
併購活動	Amihud and Lev (1981)	公司管理階層的薪酬與公司收益緊密連結，將誘使其併購一些不相干行業，以擴大公司規模來圖利自己。
	呂佳玲與林基煌 (2008)	控制股東對於長短期併購績效具有顯著且負向關係。
	王淑芬與洪淑玲 (2008)	觀察 1986 年至 2004 年北美石油產業的併購案例，發現主併公司在併購之後，其長短期績效並無顯著增加。
	Chang et al. (2009)	臺灣產物保險業在歷經併購活動之後，市場集中度得以上升，進而改善該行業之經營績效。

表 2-2 併購績效相關文獻彙整表 (續)

構面及影響因素	研究者 (年份)	研究發現與結論
<u>被解釋變數</u>		
併購活動	劉育秀 (2010)	主併公司之財務或非財務性指標對於公司市值皆有顯著影響。
	Jiang et al. (2011)	傲慢自信管理者的過度投資,將使得公司獲利能力降低。
	李國榮等三人 (2012)	併購公司在併購後三年內,並未享有股票異常報酬及併購績效。
	Zou et al.(2012)	公司從事併購活動對於經營績效並無明顯影響。
	Shu et al.(2013)	管理者傲慢自信地從事併購活動,對於公司長期績效並無助益,並發現強化公司治理,可以降低傲慢自信經營者從事併購活動的可能性。
	楊馥如等四人 (2013)	企業從事併購活動對於財務性指標具有顯著且正向影響。
	黃明國與黃梅芬 (2013)	個案醫院的併購行為,將有助提升醫院住診申請件數。
	Lee (2014)	併購無法成為組織成長的短期工具。
	Rahman et al. (2016)	企業從事併購活動,可以透過產品的交叉行銷,提升銷售績效。
	Pervan et al. (2015)	曾經從事併購活動之公司,其業績在併購前後並無顯著差異。
王朝義 (2017)	對於從事併購活動的主併公司而言,不論長期或短期的股市財富效果皆為負向,且對於主併公司併購後三年內營運績效具有負向影響。	

資料來源：本研究整理。



### 第三節 其他影響因素之實證文獻

本文主要探討影響臺灣上市櫃公司經營績效之決定因素，沿續前一節併購相關文獻之回顧，本節將分別從「廠商特性」、「經營策略」及「股權結構」等不同構面，接續探討績效相關文獻及實證結果，以蒐集其他可能影響經營績效的決定因素，謹彙整說明如次：

#### 一、 廠商特性

##### (一) 經營時間

企業經營時間之長短是否影響其經營績效，在過去文獻上，主要以先佔優勢（first-mover advantages）的概念，探討先佔優勢能否有助於經營績效的表現。諸如 Robinson and Fornell（1985）認為企業藉由開拓新市場，提供更具競爭力的銷售組合或取得消費者訊息的優勢，得以提高市場佔有率及投資報酬率。Lieberman and Montgomery（1988）認為市場先進者雖然在技術專利、資源、買方轉移成本等面向擁有先佔優勢，但同時也存在先佔劣勢，比如競爭對手的搭便車行為、技術或消費者需求快速變化等，因此市場後進者不一定會因先進者擁有先佔優勢而喪失市場競爭力。Ho and Fang（2007）的研究也發現第一位進入臺灣壽險業者，並無顯著的先佔優勢；但是第二位至第五位進入者，在新產品銷售件數上，則明顯高於晚期進入者。Sung（2014）觀察寡占壟斷的移動電信市場，發現早期進入市場之參與者對於市場份額或稅息折舊及攤銷前利潤具有先佔優勢；但是隨著時間的經過，市場先進者的優勢將因對手競爭經驗的累積而下降。Querbes and Frenken（2017）認為市場先進者提出新的技術之後，往往需要整合產品新功能，因而無法持續維持先佔優勢。越是複雜的產品，將促使市場後進者開發更多不同新的設計，以滿足消費者需求或規避先進者專利技術，最終反而可能使得後進者接替先進者的

產業領導地位。

## (二) 公司規模

公司規模常被用來衡量一家公司的產業競爭地位，也常作為衡量經營績效之主要變數。依照經濟部「2017中小企業白皮書」所彙整「各國中小企業定義」可知，各國針對公司規模之定義會依不同國情或施政目的，而有所不同；且大多數國家使用資產總額、資本額、年銷售額、年營業額或員工人數等項目作為中小企業的衡量標準。凡是合法登記公司，且符合該國對於中小企業之定義，即為中小企業；反之，是為大企業。

在過去文獻上，公司規模與經營績效之間是否存在相關性，並無一致共識。諸如Porter (1985) 及 Amatoa and Amatob (2004) 等學者認為公司規模與利潤之間應該存在一種非線性關係。陳博亮等五人 (2010) 運用2004年至2006年臺灣上市櫃營建公司的數據，也發現公司規模與經營效率之間不存在顯著關係。然而部分學者的研究，卻有不同的發現，諸如Chang and Thomas (1989) 認為公司規模會提升績效。俞海琴與陳慧娟 (1999) 運用1988年至1993年臺灣764家上市公司的資料，實證發現公司規模對於銷貨收入成長率及淨值成長率具有顯著且負向影響。徐怡與邱世榮 (2010) 及林宛瑩等三人 (2012) 的研究也發現公司規模對於經營績效存在顯著的負向影響。

## (三) 人事穩定度

勞動力向來是主要生產要素之一，如果一家公司的人員流動過於頻繁，恐將降低勞動力品質及增加人事成本，進而影響其經營績效。在過去文獻上，學者多數肯認員工流動率對於企業經營績效具有負向關係。諸如 Mohr et al. (2012) 運用美國退伍軍人健康管理局轄下 114 家醫療門診中心為研究樣本，實證發現員工流動與營運績效之間存在顯著負向關係。Ferreira

and Almeida (2015) 運用巴西零售業的數據進行實證分析，也發現員工流動率過高，將會損害公司業績。另有部分學者認為員工流動率對於績效表現不具顯著影響，如吳翠治 (2006) 利用臺灣資訊電子業之相關資料，實證發現員工流動率與企業經濟附加價值之關聯性並不顯著。

## 二、經營策略

### (一) 財務槓桿程度

公司的資本來源有二：股東出資（權益融資）或對外舉債（負債融資）。企業以負債融資方式籌措資金，主要目的為透過財務槓桿操作，提升投資報酬。然而企業負債過高，意謂利息的負擔也相對沉重，進而將影響績效表現，甚至提高倒閉風險。負債比率為負債總額佔資產總額的比率，通常被作為衡量資本結構或財務槓桿程度的重要指標。

在過去文獻上，負債高低對於公司經營績效的影響，看法不一。惟多數學者實證發現負債比率對於經營績效為負向影響，諸如 Hurdle (1974) 研究發現企業採用負債融資來取得資金，將會提高財務風險及降低獲利。林純瓊 (1994) 指出負債比率與稅前純益率間存在顯著且負向關係。Mansi and Reeb (2005) 發現企業負債比率過高，將負擔沉重利息，以致經營績效表現不佳。Berger and Patti (2006) 研究指出資本結構與企業績效之間存在反向因果關係。Olokoyo (2013)、Dawar (2014) 等人研究皆發現負債比率對於經營績效具有負向影響。

但是也有部分學者認為負債比率對於績效表現應為正向影響或兩者應為非線性關係，諸如洪榮華等三人 (2005) 研究發現負債對公司績效具有正向影響。王雍智與潘家玲 (2010) 運用臺灣上市公司相關資料，實證發現負債比率與經營績效之間應為非線性關係。

## (二) 研發費用支出

依據Wernerfelt (1984) 提出的「資源基礎理論」，技術是組織維持競爭力的關鍵資源或能力；公司欲維持其技術領先，必須持續投入資源來研發新的技術。在過去文獻上，對於企業投入研發對於經營績效的影響，看法不一。Sougiannis (1994) 運用1975年至1985年美國企業相關數據，發現企業投入研發有助提升公司價值。Scherer (2001)、Tsai and Wang (2004)、徐怡與邱世瑩 (2010) 等人的研究結果皆認為企業投入研發對經營績效存在顯著且正向影響。林宛瑩等三人 (2012) 研究發現高密度研發投入且內部董事席次高的公司，其經營績效較佳。Chen et al. (2015) 認為企業投入高密度研發支出，將會帶來更高的績效。

然而，部分學者抱持不同看法，諸如Coombs and Bierly (2006) 認為研發投入如果無法為企業帶來新的技術能力，那麼研發支出將會影響績效表現；況且研發投入不是衡量技術能力之有效標準，研發投入對於經營績效應為負向影響。陳冠志與曹淑琳 (2018) 認為研發新技術具有高度風險，而且產出不甚穩定；倘若研發失敗將無法為企業帶來收益，進而降低公司的經營績效。黃仕斌與楊志龍 (2018) 的研究亦發現臺灣高科技公司的研發投入，並不會影響其經營績效的表現。

## (三) 員工薪資成本

依據效率工資理論 (efficiency wage theory)，企業提供較高的薪資，有助於員工提升其生產力。例如Rebitzer and Taylor (1995) 認為提高薪資是激勵員工提升生產力及作業品質之有效行為。林文政等三人 (2007) 運用2001年至2002年臺灣電子資訊業的財務資料，實證發現薪資水準與企業績效之間存在正向關係。林瑞山 (2008) 指出企業提高薪資，有助於提

升勞動生產力。胡敦富(2014)認為人力成本與服務數量間具有正向關係。

惟另有部分學者抱持不同觀點：諸如吳翠治(2006)認為薪資不是最佳的激勵工具，且常受到產業特性、公司策略和管理者能力的影響，因而薪資水準與公司的經濟附加價值之間並無顯著相關。諸承明與蔡美玲

(2012)在對於餐飲業一線人員服務品質的研究中，發現不同服務型態之下，薪資水準對於服務品質之影響有所差異：在高度服務型態下，薪資水準對於服務品質具有正向影響、在低度服務型態下，薪資水準對於服務品質呈現反向關係。

### 三、 股權結構

#### (一) 董監事持股比率

在過去文獻上，管理者持股情形對於公司績效影響之相關學說，諸如Jensens and Meckling (1976)提出之「利益收斂假說

(convergence-of-interest hypothesis)」，認為當管理者持股比例愈高，自身利益與公司利益愈趨於一致，如此管理者將具備較大動機作出有利公司績效之決策。Brickley et al. (1988)指出股權集中於大股東手上，較能促使大股東監督公司經營，進而提升公司績效。其他相同實證結果者，諸如黃小玉(2004)、黃寶玉等三人(2013)、闕廷諭等三人(2014)的研究皆指出董監事持股對於公司績效呈現正向關係。

另一學說為Jensen and Ruback (1983)提出之「利益掠奪假說(entrenchment hypothesis)」，其認為公司股權愈是集中於少數管理者身上，管理者會以投票表決來維護自身利益，反而容易產生怠職情形，做出不利公司績效的決策。陳美華與洪世炳(2005)研究指出董監事持股比例對於財務績效具有顯著且負向影響。陳珮瑜與江慧貞(2018)研究指出董監事持股對於人工智慧製造業之經營效率為負向影響。

## (二) 外資持股比率

依據「效率監督假說」(efficient monitoring hypothesis)，機構投資人相對於一般投資人擁有更多專業知識及技術，且其監督成本相對低廉。當一家公司的機構投資人持股比例愈高，公司管理者受到的監督程度愈加嚴格，以促使公司管理者更為謹慎地進行決策，最終有助於公司績效的表現。

在過去文獻上，學者多數肯認國外機構投資人持股比例對於公司績效具有正向影響，諸如葉銀華與馬君梅(1999)利用上海證券市場1994年上市公司的股權結構與財務資料，研究發現外資持股與B股市價比例呈現顯著正相關。陳美華與洪世炳(2005)研究指出外資持股比例與財務績效(ROE、ROA)間呈現顯著正相關。李合龍與林育俊(2010)認為外資法人持股比率與公司績效間呈現正向關係。林美鳳等三人(2010)研究指出外資持股比例增加，其將更積極參與公司治理，減少公司管理者的代理問題。Lee and Huang(2014)指出當外資持股進入穩定成熟期時，對於營運效率具有更為重大影響力，有助於績效的表現。綜合前述，爰彙整各項影響因素之相關文獻及實證結果，臚列如表2-3。

表2-3 其他影響因素相關文獻彙整表

構面及影響因素	研究者 (年份)	研究發現與結論
<b>廠商特性</b>		
經營時間	Robinson and Fornell (1985)	企業藉由開拓新市場，提供更具競爭力的銷售組合或取得消費者訊息的優勢，得以提高市場佔有率及投資報酬率。
	Lieberman and Montgomery (1988)	市場先進者雖然擁有先佔優勢，但同時也有先佔劣勢，因此市場後進者不一定會因先進者的先佔優勢而喪失市場競爭力。
	Ho and Fang (2007)	第一位進入臺灣壽險業者，並無顯著的先佔優勢；但是第二位至第五位進入者，在新產品銷售件數上，則明顯高於晚期進入者。
	Sung (2014)	早期進入移動電信市場的參與者，對於市場份額或稅息折舊及攤銷前利潤具有先佔優勢；但是隨著時間的經過，市場先進者的優勢將因對手競爭經驗的累積而下降。
	Querbes and Frenken (2017)	市場先進者提出新的技術之後，往往需要整合產品新功能，因而無法持續維持先佔優勢。
公司規模	Porter (1985)	公司規模與利潤之間屬於一種非線性關係。
	Chang and Thomas (1989)	公司規模會提升績效。
	俞海琴與陳慧娟 (1999)	公司規模對於銷售收入及淨值成長率具有顯著且負向影響。

表2-3 其他影響因素相關文獻彙整表（續）

構面及影響因素	研究者（年份）	研究發現與結論
<u>廠商特性</u>		
公司規模	Amatoa and Amatoa (2004)	公司規模與利潤之間屬於一種非線性關係。
	陳博亮等五人 (2010)	公司規模與經營效率之間不存在顯著關係。
	徐怡與邱世榮 (2010)	公司規模對於經營績效存在顯著的負向影響。
	林宛瑩等三人 (2012)	公司規模對於經營績效存在顯著的負向影響。
人事穩定度	吳翠治 (2006)	員工流動率對於經濟附加價值的關聯性並不顯著。
	Mohr et al. (2012)	觀察 114 家醫療門診中心樣本，發現員工流動與營運績效之間存在顯著負向關係。
	Ferreira and Almeida (2015)	運用巴西零售業的數據進行實證分析，發現員工流動率過高，將會損害公司業績。
<u>經營策略</u>		
財務槓桿程度	Hurdle (1974)	企業採取負債融資來取得資金，將會提高企業的財務風險及降低獲利。
	林純瓊 (1994)	負債比率與稅前純益率間存在顯著且負向關係。
	洪榮華等三人 (2005)	負債對公司績效具有正向影響。
	Mansi and Reeb (2005)	企業負債比率過高，將負擔沉重利息，以致經營績效表現不佳。



表2-3 其他影響因素相關文獻彙整表（續）

構面及影響因素	研究者（年份）	研究發現與結論
<u>經營策略</u>		
財務槓桿程度	Berger and Patti (2006)	資本結構與企業績效之間存在反向因果關係。
	王雍智與潘家玲 (2010)	負債比率與經營績效之間應為非線性關係。
	Olokoyo (2013)	負債比率對於經營績效具有負向影響。
	Dawar (2014)	負債比率對於經營績效具有負向影響。
	Wernerfelt (1984)	技術是組織維持競爭力的關鍵資源或能力；公司欲維持其技術領先，必須持續投入資源來研發新的技術。
研發費用支出	Sougiannis (1994)	投入研發有助提升公司價值。
	Scherer (2001)	企業投入研發對經營績效存在顯著且正向影響。
	Tsai and Wang (2004)	企業投入研發對經營績效存在顯著且正向影響。
	Coombs and Bierly (2006)	研發投入如果無法為企業帶來新的技術能力，那麼研發支出將會影響績效表現；況且研發投入不是衡量技術能力之有效標準，研發投入對於經營績效應為負向影響。
	徐怡與邱世榮 (2010)	企業投入研發對經營績效存在顯著且正向影響。

表2-3 其他影響因素相關文獻彙整表（續）

構面及影響因素	研究者（年份）	研究發現與結論
<u>經營策略</u>		
研發費用支出	林宛瑩等三人 （2012）	高密度研發投入且內部董事席次較高的公司，其績效較佳。
	Chen et al. （2015）	企業投入高密度研發支出，將會帶來更高的績效。
	陳冠志與曹淑琳 （2018）	研發新技術具有高度風險，而且產出不甚穩定；倘若研發失敗將無法為企業帶來收益，進而降低公司的經營績效。
	黃仕斌與楊志龍 （2018）	臺灣高科技公司的研發投入，並不會影響其經營績效的表現。
員工薪資成本	Rebitzer and Taylor （1995）	提高薪資是激勵員工提升生產力及品質之有效行為。
	吳翠治 （2006）	薪資不是最佳的激勵工具，且常受到產業特性、公司策略和管理者能力的影響，薪資水準與公司經濟附加價值之間並無顯著相關。
	林文政等三人 （2007）	薪資水準與企業績效之間存在正向關係。
	林瑞山 （2008）	企業提高薪資，有助提升生產力。
	諸承明與蔡美玲 （2012）	餐飲業第一線人員薪資水準對於服務品質之影響，會因服務型態不同而有所差異：在高度服務型態下，薪資水準對於服務品質具有正向影響、在低度服務型態下，兩者則為反向關係。

表2-3 其他影響因素相關文獻彙整表（續）

構面及影響因素	研究者（年份）	研究發現與結論
<u>經營策略</u>		
員工薪資成本	胡敦富 (2014)	人力成本與服務數量間存在正向關係。
<u>股權結構</u>		
董監事持股比率	Jensens and Meckling (1976)	當管理者持股比例愈高，自身利益與公司利益愈趨一致，如此管理者將具備較大動機，作出有利公司績效的決策。
	Jensen and Ruback (1983)	公司股權愈是集中於少數管理者身上，管理者擁有足夠股份以投票表決來維護自身利益，反而容易產生怠職情形，做出不利公司績效的決策。
	Brickley et al. (1988)	股權集中於大股東手上，較能促使大股東監督公司經營，進而提升公司績效。
	黃小玉 (2004)	董監事持股對於公司績效呈現正向關係。
	陳美華與洪世炳 (2005)	董監事持股比例對於財務績效呈現顯著負相關。
	黃寶玉等三人 (2013)	董監事持股對於公司績效呈現正向關係。
	闕廷諭等三人 (2014)	董監事持股對於公司績效呈現正向關係。

表2-3 其他影響因素相關文獻彙整表（續）

構面及影響因素	研究者（年份）	研究發現與結論
<u>股權結構</u>		
董監事持股比率	陳珮瑜與江慧貞 (2018)	董監事持股對於人工智慧製造業之經營效率為負向影響。
外資持股比率	葉銀華與馬君梅 (1999)	外資持股與上海證券市場B股市價比例之間呈現顯著正向關係。
	陳美華與洪世炳 (2005)	外資持股比例與財務績效之間呈現顯著正相關。
	李合龍與林育俊 (2010)	外資法人持股比率與公司績效間呈現正向關係。
	林美鳳等三人 (2010)	當外資持股比例增加，其將更積極參與公司治理，減少公司管理者的代理問題。
	Lee and Huang (2014)	當外資持股進入穩定成熟期時，對於營運效率具有更為重大影響力，有助於績效的表現。

資料來源：本研究整理。

### 第三章 臺灣上市櫃公司經營績效之現況統計

本文研究資料主要取自台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal；簡稱 TEJ) 資料庫數據及經濟部發布之「企業併購案件統計資料」。本文研究樣本為臺灣上市櫃公司，其中因金融行業性質特殊，且受到諸多專屬法令管制及金融主管機關監理要求，其營業模式及財務結構與其他業產差異甚大，因而不列入研究樣本；另排除 18 家在臺灣發行存託憑證(TDR)的國外公司、107 家國外企業來台掛牌上市股票及 164 家資料缺漏公司後，有效樣本為 1,319 家。實證變數包含 1 項被解釋變數及 9 項解釋變數、統計期間為 2011 年至 2017 年，共計 92,240 筆資料。

本文主要探討影響臺灣上市櫃公司經營績效的決定因素，被解釋變數採用資產報酬率 ( $ROA = (\text{繼續營業部門純益} + \text{營業成本}) / \text{平均資產總額} \times 100\%$ ) 作為經營績效之衡量指標。從圖 3-1 可知，臺灣上市櫃公司在統計期間之個別年度資產報酬率 (ROA) 為正值者，約佔全體樣本八成左右，可見臺灣上市櫃公司近年來之經營績效普遍表現良好。

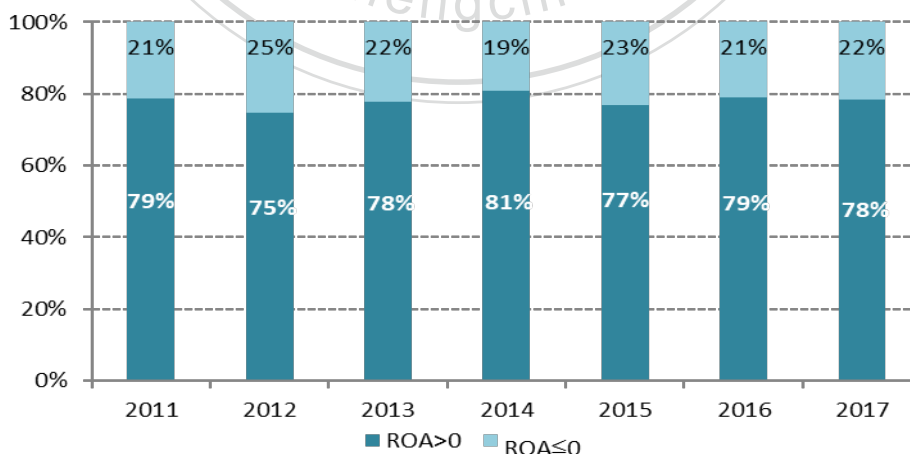


圖 3-1 臺灣上市櫃公司歷年經營績效統計

本章將沿續第二章文獻回顧，設定本研究解釋變數分別為「併購活動」、「經營時間」、「公司規模」、「人事穩定度」、「財務槓桿程度」、「研發費用支出」、「員工薪資成本」、「董監事持股比率」及「外資持股比率」等九項。並分別就「併購活動」及「廠商特性」、「經營策略」及「股權結構」等不同構面，彙整及說明基本統計量如次：

#### 一、 併購活動：

本文併購相關統計資料，主要來自經濟部發布之「企業併購案件統計資料」，再依照本文研究樣本及統計年度自行運算後而得。以下針對 1,319 家樣本公司在 2011 年至 2017 年統計期間內，曾經從事併購活動之主併公司家數及併購次數等統計資料，說明如次：

##### (一) 主併公司家數

本文主要探討影響臺灣上市櫃公司經營績效之決定因素，併購資料主要是統計 1,319 家樣本公司在 2011 年至 2017 年曾經在國內發生合併、收購或股份交換等併購活動之相關資料。從表 3-2 可知，2011 年至 2017 年期間內，共有 109 家樣本公司曾經從事併購活動。

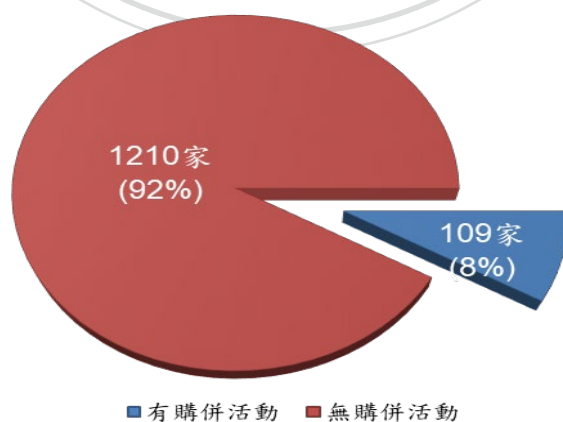


圖 3-2 樣本公司歷年從事併購之家數統計

## (二) 併購次數

依照經濟部公告之「企業併購案件統計資料」內「企業併購核准日期」為統計基準，1,319 家樣本公司在 2011 年至 2017 年統計期間曾經在國內發生 128 次併購活動。從圖 3-3 可知，每一年度發生次數約在 16 次~21 次區間內波動，且未存在顯著上升或下降趨勢。

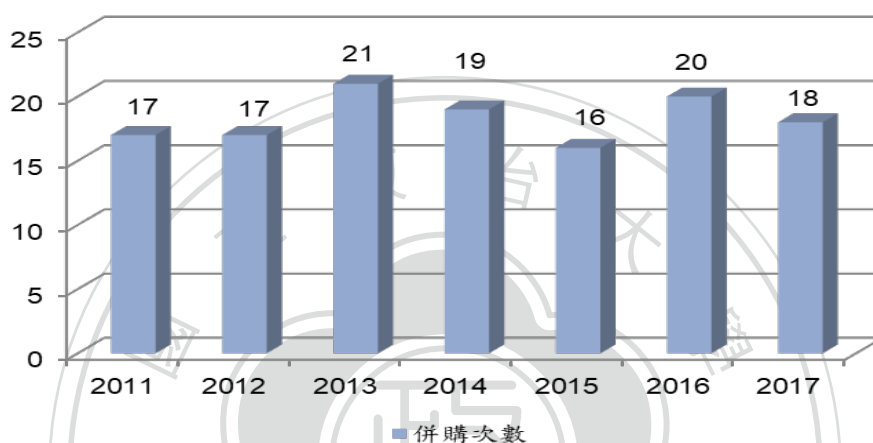


圖 3-3 樣本公司歷年併購次數統計

併購次數之基本統計值分別為：平均值 0.06、標準差 0.26、最大值 4、最小值 0。從圖 3-4 可知，在未假設其他條件不變下，併購次數與資產報酬率間呈現微幅負向關係。

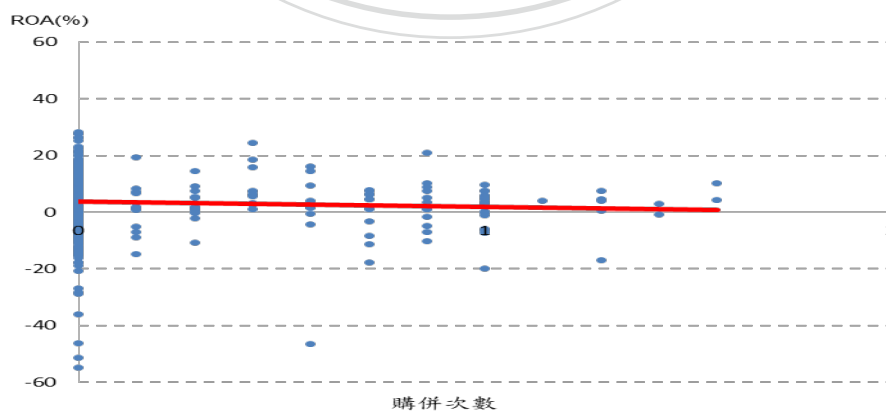


圖 3-4 併購次數與資產報酬率相關性統計

## 二、 其他影響因素

### (一) 廠商特性

#### 1. 經營時間 (OY)

本項因素係統計樣本公司從設立日至各統計年度最後營業日之時間（以「年」為統計單位）。基本統計值分別為：平均值 28.59、標準差 12.71、最大值 71.71、最小值 0.05。從圖 3-5 可知，在未假設其他條件不變下，經營時間對於資產報酬率，並無顯著上升或下降趨勢。

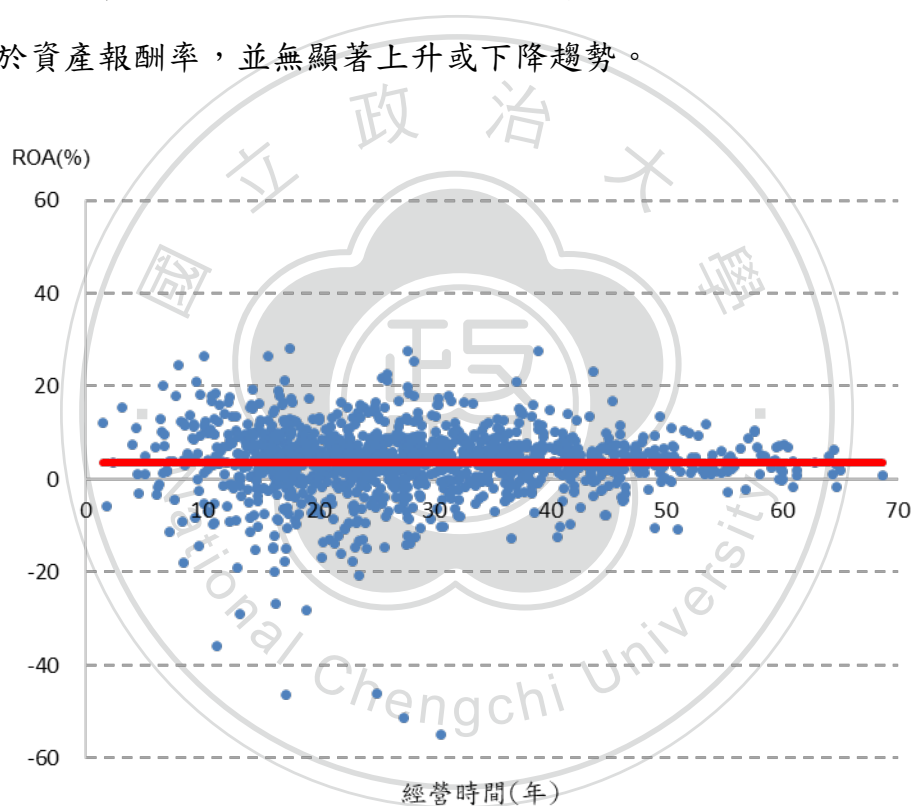


圖 3-5 經營時間與資產報酬率相關性統計



## 2. 公司規模 (SCA)

依照經濟部「2017 中小企業白皮書」所彙整之「各國中小企業定義」，可知各國針對公司規模之定義，會依不同國情或施政目的，而有所不同；且大多數國家使用資產總額、資本額、年銷售額、年營業額或員工人數等項目作為中小企業的衡量標準。其次參考經濟部 2015 年 3 月修正發布之「中小企業認定標準」可知：製造業、營建工程業、礦業及土石採取業採取「實收資本額」或「經常雇用員工數」作為認定標準；在其他行業，則以「年營業額」或「經常雇用員工數」為認定標準。綜合上述且考量研究樣本之行業別，除不涉及金融業外，皆包括其他行業，因而採取「員工人數」作為公司規模之衡量標準。

本項因素的基本統計值分別為：平均值 2,120、標準差 17,848、最大值 830,174、最小值 4 人。從圖 3-6 可知，在未假設其他條件不變下，公司規模對於資產報酬率呈現正向關係。

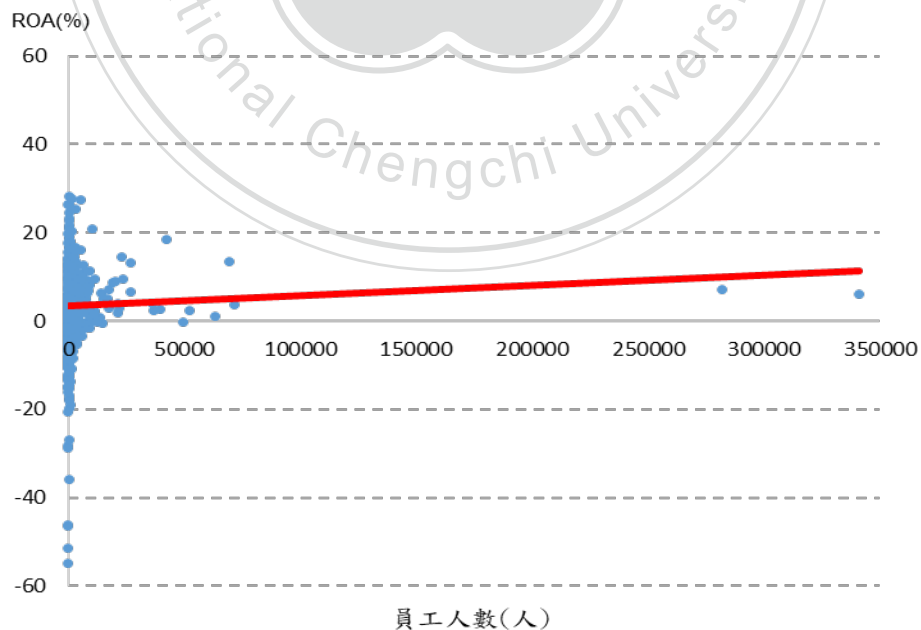


圖 3-6 公司規模與資產報酬率相關性統計

### 3. 人事穩定度 (STR)

勞動力向來是主要生產要素之一，如果一家公司的人員流動過於頻繁，恐將降低勞動力品質及增加人事成本，進而影響其經營績效，故將之納為本文解釋變數，並以「員工流動率」作為人事穩定度的衡量標準。

本項因素的基本統計值分別為：平均值 16.50、標準差 14.21、最大值 100、最小值 0。從圖 3-7 可知，在未假設其他條件不變下，員工流動率對於資產報酬率呈現負向關係。

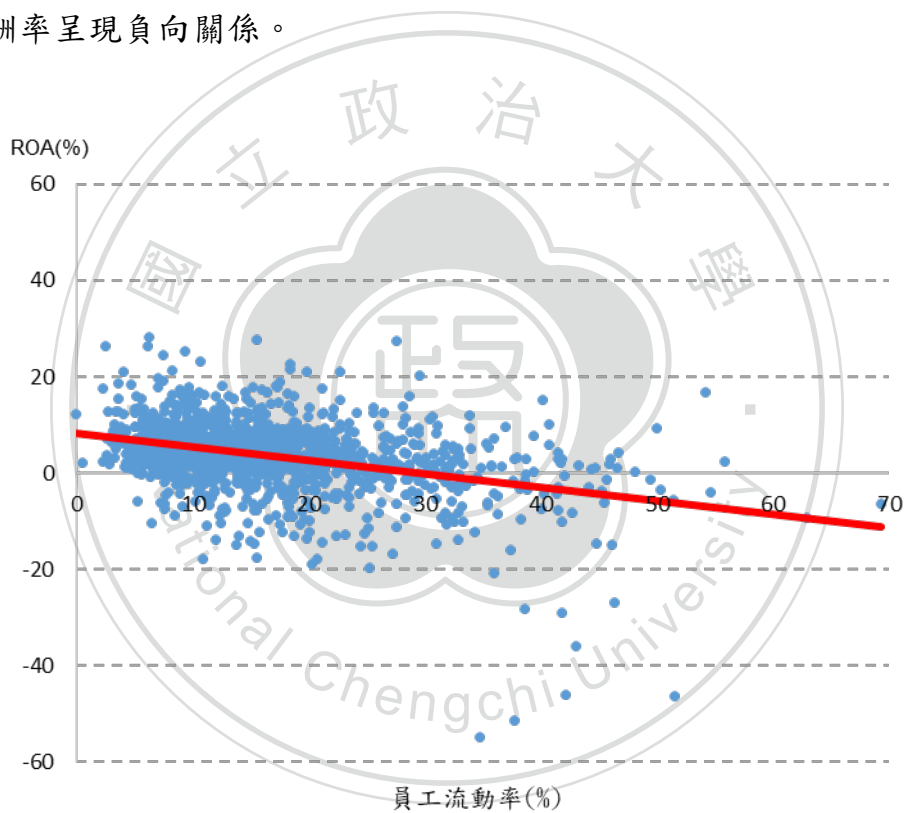


圖 3-7 員工流動率與資產報酬率相關性統計

## (二) 經營策略

### 1. 財務槓桿程度 (DB)

公司的資本來源有二：股東出資（權益融資）或對外舉債（負債融資）。企業以負債融資方式籌措資金，主要目的為透過財務槓桿操作，提升投資報酬。然而企業負債過高，意謂利息負擔也相對沉重，進而將影響績效表現，甚至提高倒閉風險，故將之納入本文解釋變數，並以「負債比率」作為財務槓桿程度的衡量標準。

本項因素的基本統計量分別為：平均值 40.86、標準差 17.74、最大值 99.76、最小值 0.16。從圖 3-8 可知，在未假設其他條件不變下，負債比率對於資產報酬率呈現負向關係。

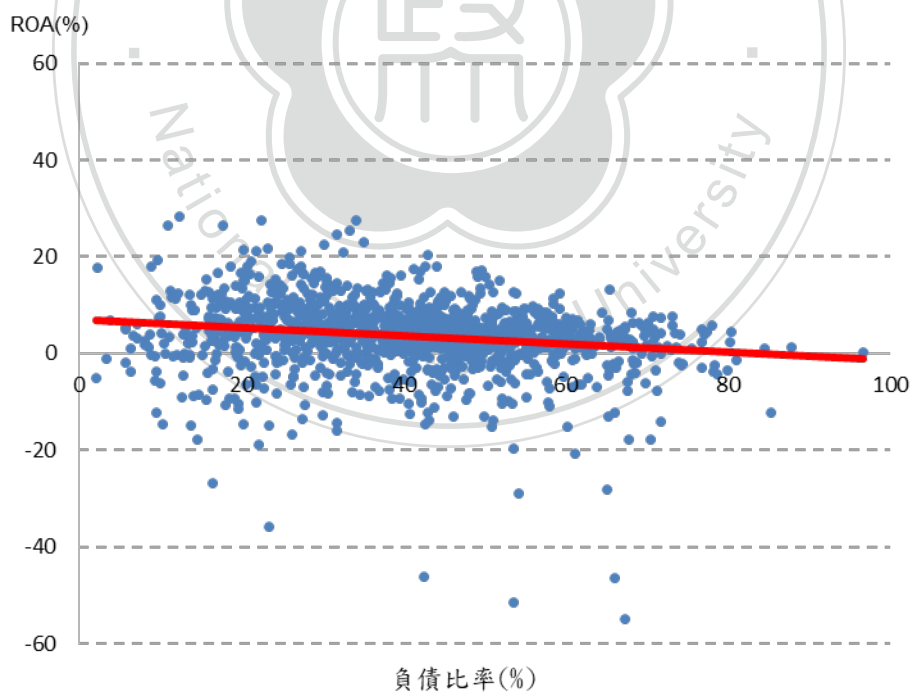


圖 3-8 負債比率與資產報酬率相關性統計

## 2. 研究費用支出 (R&D)

技術為公司特殊且不易被模仿的資源或能力之一。一家公司欲確保其技術領先，必須持續投資新技術的研究發展，故將研究發展支出納入本文解釋變數，並以「研發費用率」作為衡量標準。

本項因素的基本統計量分別為：平均值 4.67、標準差 11.61、最大值 412.91、最小值 0。從圖 3-9 可知，在未假設其他條件不變下，研究費用率對於資產報酬率呈現負向關係。

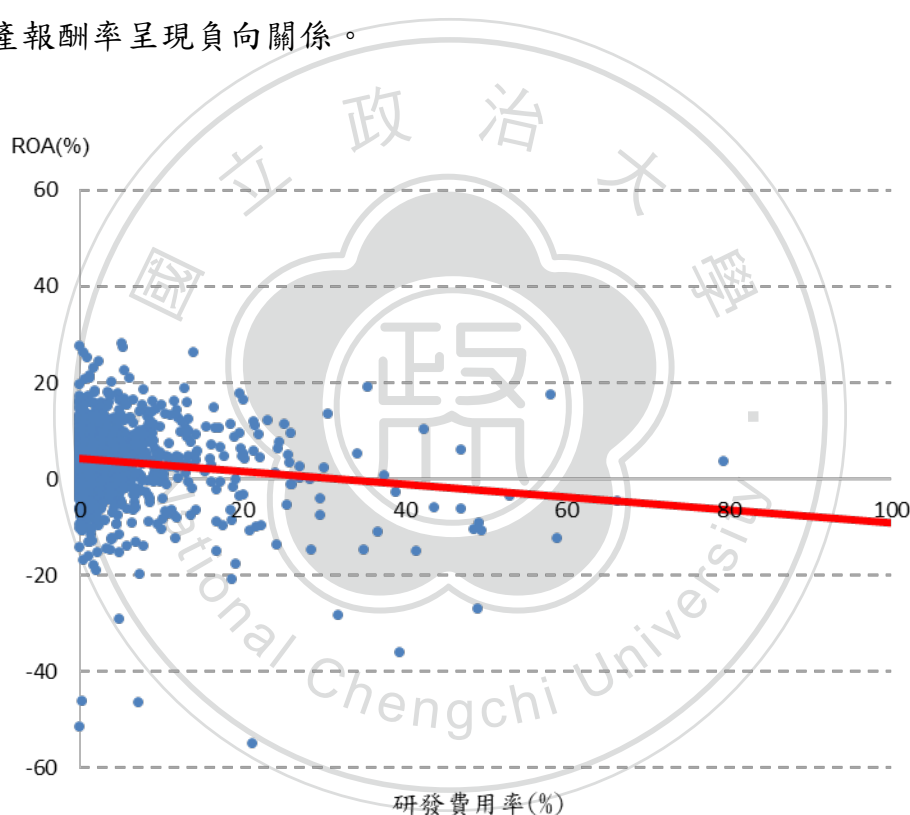


圖 3-9 研發費用率與資產報酬率相關性統計

### 3. 員工薪資成本 (EC)

勞動力為主要生產要素之一。員工薪資高低攸關勞工生產力與企業營運成本，且皆將反應在績效指標上，故將之納入本文解釋變數，並以「用人費用率」作為衡量標準。

本項因素的基本統計值分別為：平均值 18.72、標準差 22.74、最大值 894.31、最小值 0。從圖 3-10 可知，在未假設其他條件不變下，用人費用率對於資產報酬率呈現負向關係。

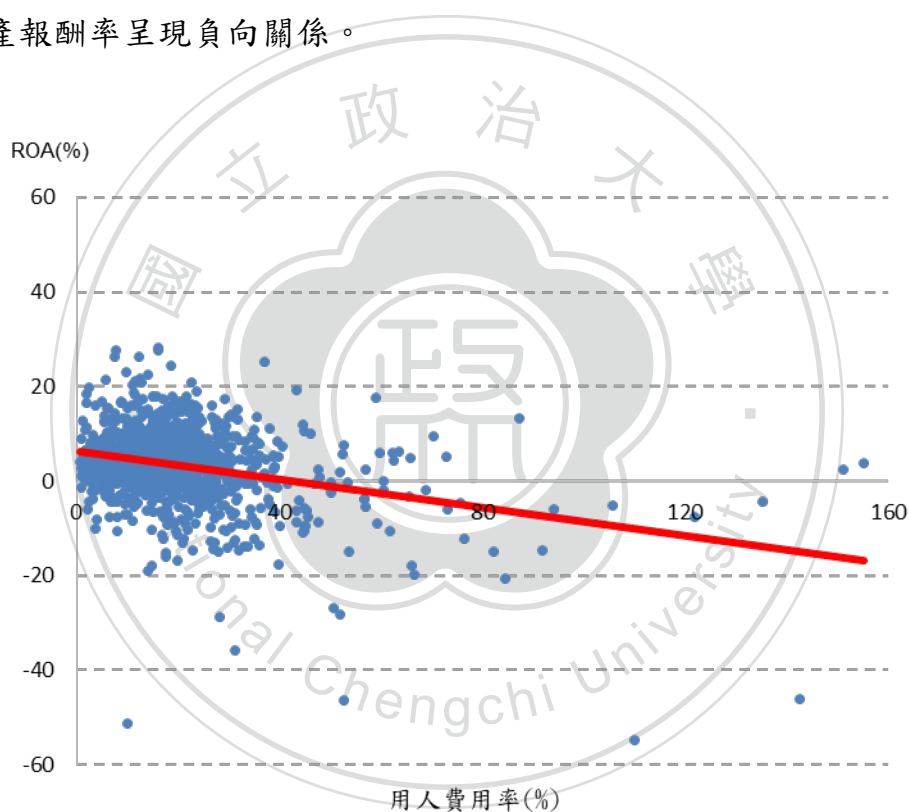


圖 3-10 用人費用率與資產報酬率相關性統計

### (三) 股權結構

#### 1. 董監事持股比率 (DH)

董監事為實際參與公司經營之階層，其持股多寡對於公司績效之影響，過去一直為學術研究焦點之一，故將之納入本文解釋變數。

本項因素的基本統計量分別為：平均值 23.26、標準差 15.12、最大值 99.71、最小值 0。從圖 3-11 可知，在未假設其他條件不變下，董監事持股比率對於資產報酬率呈現正向關係。

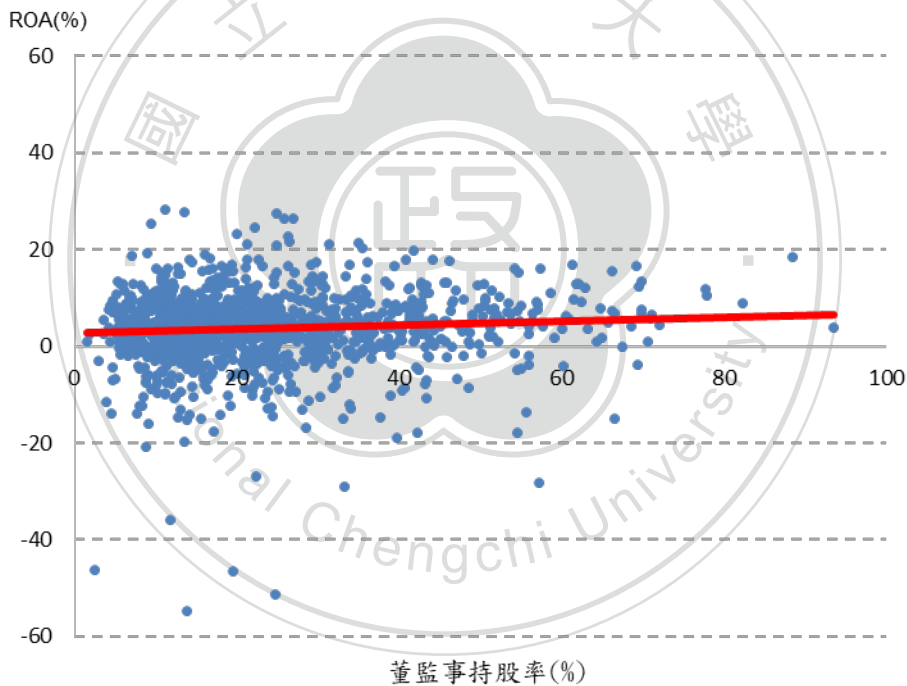


圖 3-11 董監事持股比率與資產報酬率相關性統計

## 2. 外資持股比率 (FH)

在過去文獻上，學者多數肯認外資持股比率愈高，其對於公司管理者的監督愈加嚴格，以促使管理者朝向公司有利方向做決策。是故，外資持股比率攸關企業經營績效之表現，故將之納入本文解釋變數。

本項因素的基本統計量分別為：平均值 8.89、標準差 13.10、最大值 85.13、最小值 0。從圖 3-12 可知，在未假設其他條件不變下，外資持股比率對於資產報酬率呈現正向關係。

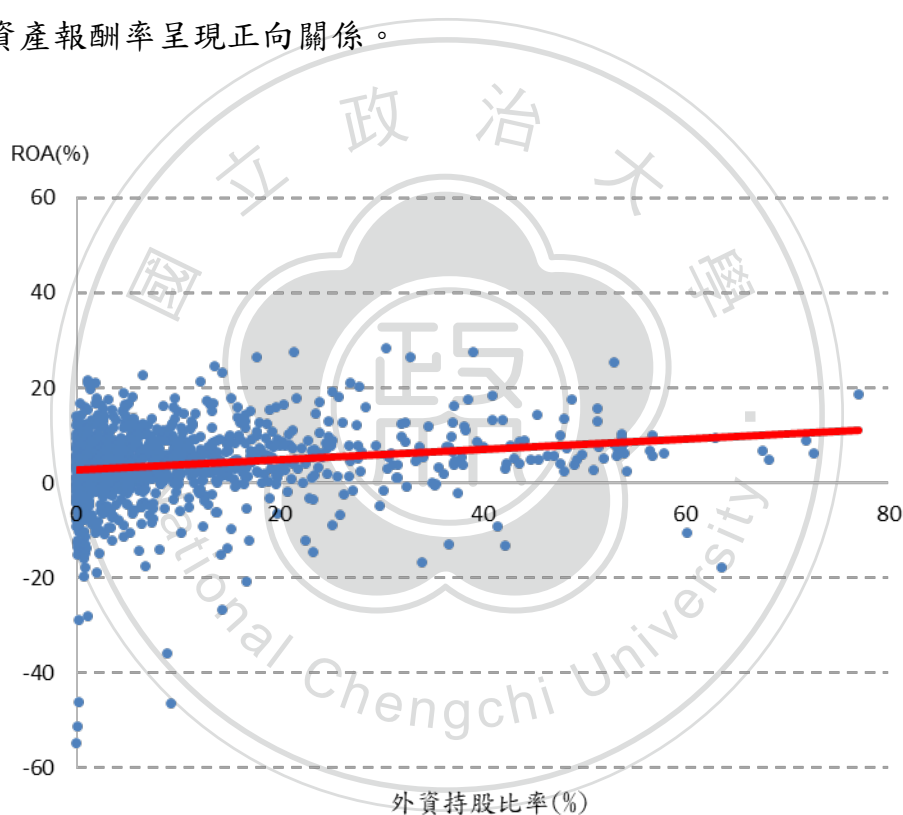


圖 3-12 外資持股比率與資產報酬率相關性統計

## 第四章 實證模型設定

本章沿續第二章文獻回顧成果、第三章模型實證變數之基本統計量及相關性統計，將進一步探討各項決定因素與經營績效的關係。第一節首先說明各項實證變數之定義，其次依照前二章文獻回顧及統計資料，預期各項實證變數對於經營績效之影響方向。第二節說明本文採用的統計方法及實證模型架構。

### 第一節 變數說明及預期影響方向

本節依據第二章各項經營績效相關文獻及研究結果，選取實證模型之變數。其次依據第三章基本統計量及相關性統計，預期各項實證變數對於經營績效之影響方向。

#### 一、被解釋變數

本文主要探討影響臺灣上市櫃公司經營績效之決定因素，實證模型的被解釋變數設定為「經營績效」，且參照第二章第一節文獻回顧成果，採用「資產報酬率」(Return On Assets,ROA)作為公司經營績效之衡量指標。

「資產報酬率」係為繼續營業部門純益與營業成本的總和(即公司淨利)除以平均資產總額之比率，用以衡量公司購置資產所能創造多少利潤。通常來說，資產報酬率(ROA)愈高，表示該公司的經營績效愈好。



## 二、解釋變數

本節依據第二章各項經營績效相關文獻及研究結果，選取可能作為影響臺灣上市櫃公司經營績效之決定因素，並設定為本文解釋變數。再依據各項解釋變數之基本統計量及相關性統計，預期各項解釋變數對於經營績效的影響方向，並沿續前二章架構，說明如次：

### (一) 併購活動

本項因素係依照經濟部所公告「企業併購案件統計資料」之「企業併購核准日期」為基準，統計 1,319 家樣本公司在 2011 年至 2017 年統計期間內，曾經從事併購活動的次數作為衡量標準。從第二章文獻回顧可知，在過去文獻上，併購活動對於經營績效之影響，看法不一。研究結果為正向影響，諸如劉育秀(2010)、楊馥如等四人(2013)、黃明國與黃梅芬(2013)及 Rahman et al. (2016) 等人研究。實證結果為負向關係，諸如 Lee (2014) 與王朝義(2017) 等人研究。研究結果認為兩者之間並無明顯關係，諸如王淑芬與洪淑玲(2008)、李國榮等三人(2012)、Zou et al. (2012) 及 Pervan et al. (2015) 等人研究。其次參照第三章相關性統計結果：併購次數與資產報酬率間呈現微幅負向關係，以及近年來臺灣併購市場交易現況，因而預期本項解釋變數對於經營績效為正向影響。

### (二) 其他影響因素

在其他影響因素部分，沿續前二章論述架構，依序就「廠商特性」、「經營策略」及「股權結構」等三大構面，逐項說明各影響因素對於經營績效之預期影響方向：

## 1. 廠商特性

### (1) 經營時間 (OY)

本項因素係統計樣本公司從設立日至各統計年度最後營業日之時間（以「年」為統計單位），用以衡量企業進入市場早晚與存續時間長短，對其經營績效有無影響。從第二章文獻回顧可知，學者多數肯認市場先進者具有先佔優勢，但同時也認為隨著對手經驗累積及搭便車行為、技術及消費者需求不穩定等因素影響之下，先進者未必能長久保有競爭優勢，諸比如 Lieberman and Montgomery (1988)、Ho and Fang (2007) 及 Sung (2014) 等學者的研究結果。Querbes and Frenken (2017) 的研究甚至發現後進者在先進者發布新技術之後，往往會開發更多不同新的設計，以滿足消費者需求或規避先進者專利技術，最終反而可能使得後進者接替先進者的產業領導地位。其次參照第三章相關性統計結果：經營時間對於資產報酬率並沒有顯著上升或下降趨勢，因而預期本項解釋變數對於經營績效的影響方向為不確定。

### (2) 公司規模 (SCA)

有關「公司規模」係依照經濟部發布之「中小企業認定標準」，採用「員工人數」作為衡量標準。在過去文獻上，對於公司規模與經營績效之間是否存在相關性，並無一致共識。諸如 Porter (1985)、Amatoa and Amatob (2004) 認為兩者之間應為非線性關係。陳博亮等五人 (2010) 的研究也指出兩者不存在顯著關係。Chang and Thomas (1989) 認為公司規模會提升績效。俞海琴與陳慧娟 (1999)、徐怡與邱世瑩 (2010) 及林宛瑩等三人 (2012) 則認為公司規模對於經營績效呈現負向關係。其次參照第三章相關性統計結果：公司規模與經營績效呈現正向關係，因而預期本項解釋變數對於經營績效的影響為不確定。

### (3) 人事穩定度 (STR)

有關人事穩定度，本文係以「員工流動率」作為衡量標準。員工流動率係指第  $t$  年底至第  $t+1$  年底的員工離職人數除以第  $t$  年底員工人數之比率。在過去文獻上，學者多數肯認員工流動率對於企業經營績效具有負向關係。諸如 Mohr et al. (2012)、Ferreira and Almeida (2015) 等人的研究結果。其次參照第三章相關性統計結果：員工流動率與經營績效為負向關係，因而預期本項解釋變數對於經營績效為負向影響。

## 2. 經營策略

### (1) 財務槓桿程度 (DB)

有關財務槓桿程度，本文係以「負債比率」作為衡量標準。負債比率為負債總額除以資產總額之比率。在過去文獻上，對於負債比率高低是否影響經營績效，尚無一致共識。惟多數文獻認為負債比率對於經營績效為負向影響或兩者之間係屬非線性關係，諸如 Hurdle (1974)、林純瓊 (1994)、Mansi and Reeb (2005)、Berger and Patti (2006)、王雍智與潘家玲 (2010)、Olokoyo (2013) 與 Dawar (2014) 等人研究結果。其次參照第三章相關性統計結果：負債比率與經營績效為負向關係，因而預期本項解釋變數對於經營績效為負向影響。

### (2) 研發費用支出 (R&D)

有關研發費用支出，本文係以「研發費用率」作為衡量標準。研發費用率為研究發展費用除以營業收入淨額之比率。在過去文獻上，對於公司投資研發能否提升經營績效，看法不一。研究結果為正向關係者，諸如 Sougiannis (1994)、Scherer (2001)、Tsai and Wang (2004)、徐怡與邱世熒 (2010)、林宛瑩等三人 (2012) 及 Chen et al. (2015) 等人的研究結果。實證結果

為負向關係或無相關性者，諸如 Coombs and Bierly (2006)、陳冠志與曹淑琳 (2018) 及黃仕斌與楊志龍 (2018) 等人的研究結果。其次參照第三章相關性統計結果：研發費用率與經營績效為負向關係，因而預期本項解釋變數對於經營績效為負向影響。

### (3) 員工薪資成本 (EC)

有關員工薪資成本，本文係以「用人費用率」作為衡量標準。用人費用率為(薪資費用+直接人工+間接人工)除以營業收入淨額之比率。有關員工薪資成本對於經營績效的影響，在過去文獻上，並無一致結論。研究結果指出員工薪資水準與公司績效為正向關係者，諸如 Rebitzer and Taylor (1995)、林文政等三人 (2007)、林瑞山 (2008) 及胡敦富 (2014) 等人之研究結果。研究結果為反向關係或非線性關係者，諸如吳翠治 (2006)、諸承明與蔡美玲 (2012) 等人之研究結果。其次參照第三章相關性統計結果：用人費用率與經營績效為負向關係，因而預期本項解釋變數對於經營績效為負向影響。

## 3. 股權結構

### (1) 董監事持股比率 (DH)

有關董監事持股比率，係指董監事持股數除以公司總流通股數之比率。在過去文獻上，對於董監事持股高低是否影響經營績效，尚無一致共識。諸如 Brickley et al. (1988)、黃小玉 (2004)、黃寶玉等三人 (2013) 及闕廷諭等三人 (2014) 的研究皆指出董監事持股對於公司績效呈現正向關係。然而陳美華與洪世炳 (2005)、陳珮瑜與江慧貞 (2018) 等人研究卻是發現董監事持股對於經營績效為負向關係。其次參照第三章相關性統計結果：董監事持股比率與經營績效為正向關係，因而預期本項解釋變數對於經營績效為正向影響。

## (2) 外資持股比率 (FH)

有關外資持股比率，係指外國法人持股數除以公司總流通股數之比率。在過去文獻上，學者多數肯認外資持股比率對於經營績效具有正向關係，諸如葉銀華與馬君梅 (1999)、陳美華與洪世炳 (2005)、李合龍與林育俊 (2010)、林美鳳等三人 (2010) 與 Lee and Huang (2014) 等人的研究結果。其次參照第三章相關性統計結果：外資持股比率與經營績效為正向關係，因而預期本項解釋變數對於經營績效為正向影響。

承上所述，後續將針對公司經營績效 (被解釋變數) 與可能影響臺灣上市櫃公司經營績效之各項決定因素 (解釋變數) 建置實證模型及進行迴歸分析。為清楚比對實證模型之迴歸分析結果與前述各解釋變數對經營績效之預期影響方向，謹彙整本文解釋變數及各項解釋變數之變數代號、定義及預期方向，臚列於表 4-1。

表 4-1 實證模型變數定義及預期影響方向彙整表

變數別	代號	變數定義	預期符號
<b><u>被解釋變數</u></b>			
		臺灣上市櫃公司的經營績效。	
資產報酬率	Y	$ROA = (\text{繼續營業部門純益} + \text{營業成本}) / \text{平均資產總額} \times 100\%$	
<b><u>解釋變數</u></b>			
<b><u>併購活動</u></b>	MER	採用「併購次數」作為衡量標準。 「併購次數」係指樣本公司在統計期間內，在國內曾經從事合併、收購或股份交換等併購活動的次數。	+

表 4-1 實證模型變數定義及預期影響方向彙整表 (續)

變數別	代號	變數定義	預期符號
<b>廠商特性</b>			
經營時間	OY	經營時間= (各統計年度最後營業日－公司設立日期) ÷365。	?
公司規模	SCA	員工人數。	?
人事穩定度	STR	採用「員工流動率」作為衡量標準。 員工流動率=第 t 年底至第 t+1 年底的員工離職人數÷第 t 年底員工人數 x100%。	—
<b>經營策略</b>			
財務槓桿程度	DB	採用「負債比率」作為衡量標準。 負債比率=負債總額÷資產總額 x100%。	—
研發費用支出	R&D	採用「研發費用率」作為衡量標準。 研發費用率=研究發展費用÷營業收入淨額 *100%。	—
員工薪資成本	EC	採用「用人費用率」作為衡量標準。 用人費用率= (薪資費用+直接人工+間接人工) ÷營業收入淨額 x100%。	—
<b>股權結構</b>			
董監事持股比例	DH	董監事持股比例=董監事持股數÷總流通股數 x100%。	+
外資持股比率	FH	外資持股比率=外國法人持股數÷總流通股數 x100%。	+

資料來源：本研究整理。

(註) 預期符號+：表示該解釋變數與經營績效為正向關係、預期符號—：表示為負向關係、預期符號?：表示兩者關係未確定。

## 第二節 實證模型的建立

本研究主要探討影響臺灣上市櫃公司經營績效的決定因素。本章第一節接續前二章文獻回顧成果及統計現況，選取績效指標及可能影響經營績效的決定因素。第二節為進一步瞭解各項決定因素（解釋變數）對於經營績效（被解釋變數）之影響程度，爰採用最小平方法（OLS）多元迴歸模型進行實證分析。實證模型設定如下：

$$Y_i = \alpha_0 + \beta_1 \text{MER} + \beta_2 \text{OY} + \beta_3 \text{SCA} + \beta_4 \text{STR} + \beta_5 \text{DB} + \beta_6 \text{R\&D} + \beta_7 \text{EC} \\ + \beta_8 \text{DH} + \beta_9 \text{FH} + \varepsilon_i$$

本文實證模型的假設前提為：各項解釋變數間不存在共線性問題，且樣本符合常態分配。其中  $Y_i$  代表第  $i$  家公司的資產報酬率， $i=1\sim 1319$ ； $\alpha_0$  為常數項； $\beta_j$  為自變數之係數， $j=1,2,3,\dots,9$ ；解釋變數包括：MER 代表併購活動；OY 代表經營時間；SCA 代表公司規模；STR 代表人事穩定度；DB 代表財務槓桿程度；R&D 代表研發費用支出；EC 代表員工薪資成本；DH 代表董監事持股比率；FH 代表外資持股比率； $\varepsilon_i$  誤差項。

## 第五章 實證結果分析

本章將依據第四章建置的實證模型及解釋變數，利用 STATA 軟體進行迴歸分析，用以檢視各項解釋變數對於經營績效的相關性及其影響程度。第一節將彙整說明各項解釋變數的基本統計量，第二節利用 Pearson 相關係數分析法，預先檢測各項解釋變數之間有無共線性問題，第三節先利用第四章建立的實證模型，對於被解釋變數及各項解釋變數進行迴歸分析，並建立基本模型。其次為避免變數共線性問題，以致影響模型變數之解釋能力，爰依照第一節各解釋變數共線性檢測結果，依次刪除相關性相對為高的解釋變數，分別建立其他實證模型，用以檢測基本模型之穩定性，最後再與前一章預期影響方向進行比較分析。

### 第一節 實證變數之基本統計量

本節係彙整前一章各項解釋變數之基本統計量。從表 5-1 可知，本文實證模型之各項解釋變數皆為連續變數，依次為「併購活動」、「經營時間」、「公司規模」、「人事穩定度」、「財務槓桿程度」、「研發費用支出」、「員工薪資成本」、「董監事持股比率」及「外資持股比率」等項目。

基本統計量分別為「平均數」、「標準差」、「極大值」及「極小值」等四項。其中「研發費用支出」採用「研發費用率」作為衡量標準、「員工薪資成本」採用「用人費用率」作為衡量標準，惟因此兩項指標分別為「研發費用」或「用人費用」除以「營業收入淨額」之比率，若樣本公司在某年度營業收入不甚理想，可能造成該比率大於 100% 或出現異常極端值之情形。



表 5-1 實證變數之基本統計量

解釋變數	衡量標準	平均數	標準差	極大值	極小值
併購活動	次數	0.06	0.26	4	0
經營時間	年	28.59	12.71	71.71	0.05
公司規模	千人	2.12	17.85	830.17	0.004
人事穩定度	百分比	16.50	14.21	100	0
財務槓桿程度	百分比	40.86	17.74	99.76	0.16
研發費用支出	百分比	4.67	11.61	412.91	0
員工薪資成本	百分比	18.72	22.74	894.31	0
董監事持股比率	百分比	23.26	15.12	99.71	0
外資持股比率	百分比	8.89	13.10	85.13	0

資料來源：本研究整理。

## 第二節 各解釋變數之相關性分析

各解釋變數之間存在共線性問題，恐將影響實證模型估計及解釋能力。為避免因共線性問題而影響實證模型的穩定性，本節將在進行實證模型迴歸分析之前，依據 Pearson 相關係數分析法，檢測各解釋變數之間是否存在共線性問題。

依據 Pearson 相關係數分析法，相關性認定標準為：相關係數絕對值介於 0 至 0.3 為低度相關、0.3 以上未達 0.7 為中度相關、0.7 以上且小於等於 1 為高度相關。從表 5-2「各解釋變數相關係數分析表」可知，實證變數經相關性分析後，發現除「負債比率」與「研發費用支出」、「研發費用支出」與「員工薪資成本」等兩組變數互為中度相關外，其餘變數之間皆為低度相關。

表 5-2 各解釋變數相關係數分析表

	MER	OY	SCA	STR	DB	R&D	EC	DH	FH
MER	1.00								
OY	-0.04	1.00							
SCA	0.05	0.07	1.00						
STR	0.04	-0.17	-0.01	1.00					
DB	0.07	0.14	0.09	0.13	1.00				
R&D	0.01	-0.23	-0.03	-0.02	<b>-0.31</b>	1.00			
EC	0.01	-0.14	-0.04	0.18	-0.24	<b>0.55</b>	1.00		
DH	-0.04	-0.12	-0.06	0.03	-0.04	-0.02	0.01	1.00	
FH	0.12	0.02	0.25	-0.13	0.07	0.01	-0.08	-0.05	1.00

資料來源：本研究整理。

(註) MER 代表併購活動；OY 代表經營時間；SCA 代表公司規模；STR 代表人事穩定度；DB 代表財務槓桿程度；R&D 代表研發費用支出；EC 代表員工薪資成本；DH 代表董監事持股比率；FH 代表外資持股比率。

### 第三節 實證結果分析

本節將採用 OLS 模型之迴歸統計方式，針對本文採用的十項變數進行實證分析及建立模型 1。再依照前一節實證變數之相關性分析結果，得知兩組解釋變數互相為中度相關，分別為「研發費用支出 (R&D)」與「財務槓桿程度 (DB)」相關係數-0.31、「員工薪資成本 (EC)」與「研發費用支出 (R&D)」相關係數 0.55，需進一步檢測實證模型之估計能力及是否具穩定性，故分別在模型 1 中逐一剔除前述兩組相關係數相對為高之變數，建立模型 2 至模型 4，再比較不同模型間分析結果，以驗證模型是否穩定。

其次探討不同特性之廠商從事併購活動對於經營績效之影響，即在既有模型架構下，進一步納入併購活動與經營時間、併購活動與公司規模、併購活動與人事穩定度、併購活動與董監事持股比率等交叉項變數，建立交叉項估計模型 (模型 5 至模型 8)，以檢視不同特性之廠商從事併購活動對於臺灣上市櫃公司經營績效是否具有關聯性。前述模型之實證結果，整理如表 5-3。

觀察表 5-3，基礎模型 (模型 1 至模型 4) 之各項解釋變數對於經營績效的相關性及影響方向皆為一致，足以證明模型 1 極具穩定性。依此，本文將以模型 1 內各解釋變數對經營績效之相關性及影響方向說明實證結果：除了「公司規模」無顯著解釋能力外，其餘解釋變數皆具有顯著解釋能力，即表示「併購活動」、「經營時間」、「人事穩定度」、「財務槓桿程度」、「研發費用支出」、「員工薪資成本」、「董監事持股比率」及「外資持股比率」為臺灣上市櫃公司經營績效之重要決定因素。其次比較交叉項模型 (模型 5 至模型 8) 與基礎模型 (模型 1 至模型 4) 之各項解釋變數對於經營績效的相關性及影響方向皆為一致，表示交叉項模型亦具穩定性。各交叉項變數對於經營績效之實證結果為除了「併購活動 x 經營時間」對於被解釋變數 (即經營績效) 具有顯著解釋能力之外，其他交叉項變數皆未具有顯著解釋能力。

表 5-3 臺灣上市櫃公司經營績效決定因素之實證結果

解釋變數	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
截距項	14.010*** (0.836)	9.946*** (0.747)	13.099*** (0.826)	12.626*** (0.832)
併購活動 (MER)	-1.531* (0.808)	-2.014** (0.834)	-1.569* (0.816)	-1.597* (0.824)
經營時間 (OY)	-0.047*** (0.014)	-0.061*** (0.015)	-0.032** (0.014)	-0.052*** (0.015)
公司規模 (SCA)	0.011 (0.013)	0.003 (0.014)	0.011 (0.013)	0.010 (0.013)
人事穩定度 (STR)	-0.221*** (0.019)	-0.254*** (0.020)	-0.206*** (0.019)	-0.257*** (0.019)
財務槓桿程度 (DB)	-0.111*** (0.011)		-0.101*** (0.011)	-0.099*** (0.012)
研發費用支出 (R&D)	-0.116*** (0.022)	-0.081*** (0.022)		-0.203*** (0.019)
員工薪資成本 (EC)	-0.108*** (0.014)	-0.090*** (0.015)	-0.148*** (0.012)	
董監事持股比率 (DH)	0.039*** (0.012)	0.043*** (0.013)	0.042*** (0.012)	0.038*** (0.012)
外資持股比率 (FH)	0.094*** (0.015)	0.085*** (0.015)	0.089*** (0.015)	0.100*** (0.015)
R-squared	0.2834	0.2326	0.2682	0.2528
Number of obs	1,319	1,319	1,319	1,319

資料來源：本研究整理。

註：(1)括號內為標準誤。

(2) \*代表 p-value<0.1 之顯著水準；\*\*代表 p-value<0.05 之顯著水準；

\*\*\*代表 p-value<0.01 之顯著水準。

表 5-3 臺灣上市櫃公司經營績效決定因素之實證結果 (續)

解釋變數	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
截距項	14.396*** (0.846)	14.015*** (0.836)	14.113*** (0.841)	14.098*** (0.840)
併購活動 (MER)	-5.850*** (1.808)	-1.636** (0.886)	-3.033** (1.634)	-3.335** (1.539)
經營時間 (OY)	-0.579*** (0.014)	-0.047*** (0.014)	-0.047*** (0.014)	-0.047*** (0.011)
公司規模 (SCA)	0.011 (0.013)	0.010 (0.013)	0.010 (0.013)	0.010 (0.013)
人事穩定度 (STR)	-0.223*** (0.019)	-0.221*** (0.019)	-0.226*** (0.019)	-0.221*** (0.019)
財務槓桿程度 (DB)	-0.110*** (0.011)	-0.110*** (0.011)	-0.110*** (0.011)	-0.110*** (0.011)
研發費用支出 (R&D)	-0.117*** (0.022)	-0.116*** (0.022)	-0.115*** (0.022)	-0.118*** (0.022)
員工薪資成本 (EC)	-0.107*** (0.014)	-0.107*** (0.014)	-0.107*** (0.014)	-0.107*** (0.014)
董監事持股比率 (DH)	0.036*** (0.012)	0.039*** (0.012)	0.038*** (0.012)	0.035*** (0.012)
外資持股比率 (FH)	0.094*** (0.014)	0.093*** (0.014)	0.094*** (0.014)	0.095*** (0.014)
併購活動 X 經營時間	0.167*** (0.062)			
併購活動 X 公司規模		2.2e-05 (7.56e-05)		
併購活動 X 人事穩定度			0.081 (0.076)	
併購活動 X 董監事持股比率				0.091 (0.060)
R-squared	0.2872	0.2334	0.2840	0.2832
Number of obs	1,319	1,319	1,319	1,319

資料來源：本研究整理。

註：(1)括號內為標準誤。

(2) \*代表 p-value<0.1 之顯著水準；\*\*代表 p-value<0.05 之顯著水準；

\*\*\*代表 p-value<0.01 之顯著水準。

承上所述，沿續前一章架構，針對本章實證結果與前一章各解釋變數之預期方向進行比較分析，並分別依併購活動、廠商特性、經營策略、股權結構及交叉項變數等不同構面，說明如次：

## 一、 併購活動 (MER)

本項變數預期符號為正向，說明企業從事併購活動將為經營績效帶來正向之影響，惟與實證結果估計係數不相符，推論可能原因有二：一為本項解釋變數資料取自經濟部商業司所統計之「企業併購案件統計資料」，其僅統計國內併購資料（未包含對外併購資料），且從事併購活動的樣本公司僅佔總樣本之 8%，樣本數代表性恐有不足。其次本文實證模型採用全產業資料進行迴歸分析，未再向下細分產業別各別進行實證分析，無法區分不同產業從事併購活動所產生績效之差異所致。

本項變數之實證結果，印證 Lee (2014) 與王朝義 (2017) 之研究成果。另本項變數之實證結果具有顯著性，代表併購活動對於經營績效具有顯著且負向影響。

## 二、 其他決定因素

### (一) 廠商特性

#### 1. 經營時間 (OY)

本項變數預期符號為不確定，與實證結果為負向影響不相符。茲觀察樣本公司平均經營時間約為 28.6 年，推論先期進入市場之參與者雖然可能存在先佔優勢，但隨著時間的經過，市場先進者的優勢，將因對手競爭經驗的累積而下降，甚至被取代其產業領先地位。此一結論印證 Lieberman and Montgomery (1988)、Ho and Fang (2007)、Sung (2014) 與 Querbes and

Frenken (2017) 等多位學者的研究成果。另本項變數之實證結果具有顯著性，代表經營時間對於經營績效具有顯著且負向影響。

## 2. 公司規模 (SCA)

本項變數預期符號為不確定，與實證結果為正向影響不相符。實證結果表示公司規模愈大，愈有助於經營績效的表現，印證 Chang and Thomas (1989) 的研究成果。惟本項變數實證結果未具有顯著性，表示公司規模與經營績效並無顯著關係。

## 3. 人事穩定度 (STR)

本項變數預期符號為負向，代表公司人員流動愈頻繁，恐將降低勞動力品質及增加人事成本，進而降低公司經營績效。本項變數預期符號與實證結果估計係數相符合，印證 Mohr et al. (2012) 及 Ferreira and Almeida (2015) 等學者的研究成果。本項變數之實證結果具有顯著性，代表員工流動率對於經營績效具有顯著且負向影響。

### (二) 經營策略

#### 1. 財務槓桿程度 (DB)

本項變數預期符號為負向，表示一家公司負債過高，所應負擔的利息相對為高，以致經營績效表現不彰。本項變數預期符號與實證結果估計係數相符合，印證林純瓊 (1994)、Mansi and Reeb (2005)、Berger and Patti (2006)、Olokoyo (2013)、Dawar (2014) 等學者的研究成果。本項變數之實證結果具有顯著性，代表負債比率對於經營績效具有顯著且負向影響。

## 2. 研發費用支出 (R&D)

本項變數預期符號為負向，代表公司投入研發所創造的收益，不及其所投入的研發成本，而降低其經營績效之表現。本項變數預期符號與實證結果估計係數相符合，印證 Coombs and Bierly (2006)、陳冠志與曹淑琳 (2018) 等學者的研究結果。本項變數之實證結果具有顯著性，代表研發費用支出對於經營績效具有顯著且負向影響。

## 3. 員工薪資成本 (EC)

本項變數預期符號為負向，代表員工薪資成本愈高，其所帶來效益不及於企業所增加之營運成本，以致降低經營績效之表現。本項變數預期符號與實證結果估計係數相符合，印證諸承明與蔡美玲 (2012) 等學者的研究。本項變數之實證結果具有顯著性，代表員工薪資成本對於經營績效具有顯著且負向影響。

### (三) 股權結構

#### 1. 董監事持股比率 (DH)

本項變數預期符號為正向，表示公司管理者持股比率愈高，其自身利益與公司利益更趨一致，愈能降低代理問題，進而提升公司績效。本項變數預期符號與實證結果估計係數相符合，印證 Brickley et al. (1988)、黃小玉 (2004)、黃寶玉等三人 (2013)、闕廷諭等三人 (2014) 等學者的研究結果。本項變數之實證結果具有顯著性，代表董監事持股比率對於經營績效具有顯著且正向影響。

#### 2. 外資持股比率 (FH)

本項變數預期符號為正向，表示外資持股比例愈高，對於公司管理者的



監督更加嚴格，將促使管理者下決策時更為謹慎，有助經營績效之表現。本項變數預期符號與實證結果估計係數相符合，印證葉銀華與馬君梅（1999）、陳美華與洪世炳（2005）、李合龍與林育俊（2010）、林美鳳等三人（2010）與 Lee and Huang（2014）等人的研究結果。本項變數之實證結果具有顯著性，代表外資持股比率對於經營績效具有顯著且正向影響。

### 三、 交叉項變數

觀察表 5-3，交叉項模型（模型 5 至模型 8）與基礎模型（模型 1 至模型 4）之各項解釋變數對於經營績效的相關性及影響方向皆為一致，說明交叉項模型亦具穩定性。依其實證結果可知，「併購活動 X 經營時間」對於被解釋變數（即經營績效）具有顯著且正向影響，說明愈早期進入市場公司且從事併購活動，將有助其經營績效之表現；但是其他交叉項，如「併購活動 X 公司規模」、「併購活動 X 人事穩定度」或「併購活動 X 董監事持股比率」對於經營績效皆未具有顯著解釋能力。

### 四、 小結

本節利用 OLS 模型探討可能影響臺灣上市櫃公司經營績效的決定因素，經由實證分析後發現：除「公司規模」不具顯著解釋能力外，其餘「併購活動」、「經營時間」、「人事穩定度」、「財務槓桿程度」、「研發費用支出」、「員工薪資成本」、「董監事持股率」及「外資持股比率」等變數具有顯著解釋能力，即為臺灣上市櫃公司經營績效的重要決定因素。在交叉項模型之實證結果，僅只一項「併購活動 X 經營時間」交叉項變數具有顯著解釋能力，其餘交叉項變數皆未具有解釋能力。以下彙整各解釋變數在實證結果前後之比較，臚列於表 5-4。

表 5-4 各解釋變數實證結果與預期方向比較表

解釋變數	預期方向	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
併購活動	+	-*	-**	-*	-*	-***	-**	-**	-**
經營時間	?	-***	-***	-**	-***	-***	-***	-***	-***
公司規模	?	+	+	+	+	+	+	+	+
人事穩定度	-	-***	-***	-***	-***	-***	-***	-***	-***
財務槓桿程度	-	-***		-***	-***	-***	-***	-***	-***
研發費用支出	-	-***	-***		-***	-***	-***	-***	-***
員工平均薪資	-	-***	-***	-***		-***	-***	-***	-***
董監事持股率	+	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***
外資持股比率	+	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***
併購活動 X 經營時間	?					+***			
併購活動 X 公司規模	?						+		
併購活動 X 人事穩定度	?							+	
併購活動 X 董監事持股 比率	?								+

資料來源：本研究整理。

## 第六章 結論與建議

本文旨在探討企業併購及其他影響臺灣上市櫃公司經營績效的決定因素，透過文獻回顧及探討，從中蒐集併購績效及其他可能影響經營績效的決定因素，再運用 OLS 模型進行實證分析，印證實證變數之解釋能力，爰彙整歸納以下結論：

### 第一節 研究結論

本節依前一章實證結果，對於影響臺灣上市櫃公司經營績效的決定因素及其就經營績效之影響程度，說明如下：

#### 一、企業從事併購活動對於經營績效之實證結果。

依據 OLS 模型實證分析結果發現，臺灣上市櫃公司併購活動為經營績效的重要決定因素，惟其影響卻為負向，意謂臺灣上市櫃公司從事併購其他企業，將無助於企業績效之表現，反而降低其經營績效。

#### 二、其他影響因素對於經營績效之實證結果。

本文其他影響因素，經 OLS 模型實證分析結果發現，除「公司規模」未具解釋能力外，其他七項解釋變數對於經營績效皆具解釋能力，亦即為臺灣上市櫃公司經營績效的重要決定因素。再從實證模型之係數估計項分析，「經營時間」、「人事穩定度」、「財務槓桿程度」、「研發費用支出」及「員工薪資成本」等係數估計項為負，說明經營時間愈長、員工流動率、負債比率、研發費用支出及員工薪資成本愈高，愈不利績效表現；「董監事持股比率」及「外資持股比率」係數估計項為正，說明董監事持股比率及外資持股比率愈高，愈有利於績效表現。

三、交叉項因素對於經營績效之實證結果。

本文交叉項因素，經 OLS 模型實證分析結果發現，「併購活動 X 經營時間」對於被解釋變數（即經營績效）具有顯著且正向影響，說明愈早期進入市場公司且從事併購活動愈多，將有助其經營績效之表現；而其他交叉項變數，如「併購活動 X 公司規模」、「併購活動 X 人事穩定度」或「併購活動 X 董監事持股比率」對於經營績效皆未具有顯著解釋能力。

## 第二節 研究建議

本節沿續前述章節架構，依照各項解釋變數對於經營績效的實證結果，茲提出以下建議事項供政府施政及後續研究方向參考：

### 一、提高臺灣企業競爭力政策建議

#### （一）持續活絡資本市場，提供企業良好籌資管道

本研究發現企業負債融資愈高，利息負擔愈為沉重，將不利於經營績效表現。假若企業能透過資本市場籌措所需資金，將有助降低籌資成本，以提昇績效表現。股市存在的最重要意義，就是作為企業成長的集資管道，惟依照中央銀行統計之「直接金融—間接金融存量」可知，從 2011 年直接金融佔整體融資比重約為 21%，惟該比重卻呈現逐年下降趨勢，說明台灣股市的集資功能衰退。政府近年來為了活絡臺灣股票市場，陸續提出開放投資人當日沖銷交易、延長股市交易時間及當沖交易稅減半等政策，雖對股市交易量有一定助益，惟對於降低企業籌資成本之成效尚待觀察。因此，建議政府持續推行活絡資本市場之政策及評估降低交易成本，以提升股市交易量能，打造良好企業集資管道。

## （二）提供技術研發之租稅優惠或打造專利相互授權平台，提升產業競爭力

本研究發現臺灣上市櫃公司投入新技術研究發展，卻無法為其經營績效帶來正面助益。究其原因可能為新技術研發具有高度風險及不確定性，倘若失敗或產出不如預期，必將衝擊其績效表現。但為維持公司或產業長期競爭優勢，持續投入新技術研發仍為企業重要經營策略之一。因此，建議政府提供租稅優惠誘因，鼓勵企業投入新技術研發。另一方面，考量新技術研發必然存在一定風險，建議政府創建專利技術相互授權平台或設立專利銀行，提供技術供需雙方得以透過市場交易機制互蒙其利，提升整體產業競爭力。

## 二、研究限制及後續研究建議

### （一）研究樣本之限制

依據經濟部發布之「2017中小企業白皮書」統計顯示：臺灣2016年中小企業家數達140.8萬家，佔總企業數的97.7%，受僱人數達647.2萬人，佔總僱用人數的72.5%，說明臺灣經濟仍以中小企業為主體。惟本研究囿於資料蒐集問題，僅以臺灣上市櫃公司作為研究樣本，尚未能包括臺灣全體企業家數，故建議後續研究可考慮將中小企業納入研究對象。

其次，本文併購資料取自經濟部商業司所統計之「企業併購案件統計資料」，其僅統計國內併購資料（未包含對外併購資料），致使本文從事併購活動的樣本公司僅佔總樣本之8%，樣本數代表性恐有不足，故建議後續研究可考慮將海外併購資料納入研究資料。

### （二）研究方法之限制

本文實證模型採用全產業資料進行迴歸分析，未再向下細分產業別個別進行實證分析，無法區分不同產業併購績效之差異，故建議後續研究可考慮再依不同產業進行併購績效之實證分析。

### (三) 經營績效衡量指標之限制

本研究主要探討影響臺灣上市櫃公司經營績效的決定因素，在績效衡量指標方面，僅以財務性指標－資產報酬率（ROA）作為衡量標準，且未將非財務指標納入衡量標準，故建議後續研究可考慮將其他財務或非財務性指標納入實證變數。



## 參考文獻

### 中文部分

- 王淑芬與洪淑玲 (2008),「北美石油產業購併之績效研究」,《亞太經濟管理評論》, 12 (1), 77-96。
- 王朝義 (2017),「影響併購後股市異常報酬因素之研究：以台灣上市、上櫃公司為例」,《企業管理學報》, 112, 99-116。
- 王雍智與潘家玲 (2010),「資本結構與公司績效關聯性之研究—臺灣股市的新啟示」,《企業管理學報》, 85, 71-110。
- 公平交易委員會 (2018),《公平交易統計年報》, 85-86。
- 伍忠賢 (2002),《企業併購理論與實務》, 37-54。
- 吳翠治 (2006),「績效評估整合架構之建立：平衡計分卡與經濟附加價值之結合」,《東吳經濟商學學報》, 52, 59-92。
- 呂佳玲與林基煌 (2008),「家族企業公司治理、併購策略與績效之探討」,《亞太經濟管理評論》, 11 (2), 107-134。
- 李合龍與林育俊 (2010),「資訊揭露評鑑制度、股權結構對公司績效之影響」,《商業現代化學刊》, 5 (3), 179- 202。
- 李國榮、呂素蓮與洪榆棟 (2012),「企業購併績效再檢驗：以台灣電子業為例」,《亞太經濟管理評論》, 5 (2), 153 - 171。

- 林文政、陳慧娟與周淑儀 (2007),「台灣資訊電子產業之企業人力資本、薪資與組織績效之關聯性研究—薪資中介效果之檢驗」,《東吳經濟商學學報》, 59, 57-100。
- 林宛瑩、汪瑞芝與游順合 (2012),「研發支出、內部董事與經營績效」,《會計審計論叢》, 2 (1), 61-90。
- 林美鳳、梁嘉紋及金成隆 (2010),「公司股權結構與外資持股關係之研究」,《中山管理評論》, 18 (1), 101-142。
- 林純瓊 (1994),「股權結構、資本結構與經營績效—Jensen、Meckling 與 Fama 理論之驗證」,《中國財務學刊》, 1 (2), 1-20。
- 林瑞山 (2008),「台灣工業部門之平均薪資對勞動生產力之影響與預測」,《多國籍企業管理評論》, 2 (1), 187-213。
- 俞海琴與陳慧娟 (1999),「我國上市公司成長、槓桿與托賓 Q 關聯之研究」,《風險管理學報》, 1 (1), 81-101。
- 洪榮華、陳香如與王玉珍 (2005),「公司內部治理機制與公司績效之關係—股權結構與董事會特性的觀點」,《輔仁管理評論》, 12 (3), 23-40。
- 胡敦富 (2014),「精神專科醫療院所人力投入對服務績效影響之研究—以台灣地區七家公立精神專科醫療院所為例」,《競爭力評論》, 17, 45-67。
- 徐怡與邱世榮 (2010),「資本支出、企業規模與研發投資對企業績效之影響」,《Journal of Data Analysis》, 5 (3), 1-21。
- 陳冠志與曹淑琳 (2018),「研究發展與企業績效之關聯性分析—以中國電子業為例」,《台灣國際研究季刊》, 14(4), 159-179。



- 陳美華與洪世炳(2005),「公司治理、股權結構與公司績效關係之實證研究」,《企業管理學報》,65,129-153。
- 陳珮瑜與江慧貞(2018),「台灣人工智慧產業公司經營績效之研究」,《管理資訊計算》,7(2),332-341。
- 陳博亮、周劍虹、鄭一俊、林志蒼與戴玉珍(2010),「台灣地區上市上櫃營建公司經營效率分析」,《建築學報》,73,25-50。
- 黃小玉(2004),「台灣人工智慧產業公司經營績效之研究」,《管理資訊計》,3,153-167。
- 黃仕斌與楊志龍(2018),「研發投入、研發績效對公司經營績效之影響：以台灣高科技產業為例」,《科技管理學刊》,23(1),33-63。
- 黃明國與黃梅芬(2013),「從併購理論探討醫療機構併購策略」,《醫院雙月刊》,46(1),13-25。
- 黃寶玉、倪衍森與柯沂均(2013),「台灣電子業公司治理與盈餘管理對公司績效之影響」,《中華管理評論國際學報》,16(1),153-167。
- 楊馥如、王偉權、林惠雪與蔡珮蓉(2013),「購併公司的財富效果與公司治理特性」,《永續發展與管理策略》,5(1),59-84。
- 經濟部中小企業處(2017),《2017 中小企業白皮書》,39-40。
- 葉銀華與馬君梅(1999),「股權結構、公司價值與內部監督機制—上海證券市場實證研究」,《Asia Pacific Management Review》,4(1),37-50。
- 資誠聯合會計師事務所、普華國際財務顧問股份有限公司與台灣併購與私募股權協會(2018)《2017 台灣併購白皮書》。

劉育秀 (2010), 「高科技產業購併綜效之研究—以平衡計分卡四大構面評估」, 《國立臺中技術學院學報》, 14, 75-94。

諸承明與蔡美玲 (2012), 「薪酬設定與員工服務品質關係之研究—以餐飲業第一線服務人員為例」, 《中原企管評論》, 10 (2), 75-97。

闕廷諭、許峰睿及陳育成 (2014), 「公司經營績效之探討：考慮公司治理與股權結構的影響」, 《商學學報》, 22, 67-86。

### 英文部分

Amatoa, L. H., and C. H. Amato (2004), "Firm Size, Strategic Advantage, and Profit Rates in U.S. Retailing," *Journal of Retailing and Consumer Services*, 11(3), 181-193.

Amihud, Y., and B. Lev (1981), "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers," *The Bell Journal of Economics*, 12(2), 605-617.

Berger, A. N., and E. B. Udell (2006), "Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry," *Journal of Banking and Finance*, 30(4), 1065-1102.

Brickley, J. A., R. C. Lease, and C. W. Smith Jr. (1988), "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments," *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.

Chang, Y., and H. Thomas (1989), "The Impact of Diversification Strategy on Risk-Return Performance," *Strategic Management Journal*, 10(3), 271-284.

- Chang, S. C., Y. W. Hwang, and Y. N. Hu (2009), "Merger and Acquisition, Market Structure and Performance in Property-Liability Insurance: Evidence from the Taiwan Market," *Journal of Risk Management*, 11(2), 151-170.
- Chen P. C., W. C. Chan, S. W. Hung, Y. J. Hsiang., and L. C. Wu (2015), "Do R&D Expenditures Matter more than Those of Marketing to Company Performance? The Moderating Role of Industry Characteristics and Investment Density," *Technology Analysis & Strategic Management*, 28(2), 205-216.
- Coombs, J. E., and P. E. Bierly (2006), "Measuring Technological Capability and Performance," *R&D Management*, 36(4), 421-438.
- Dawar, V. (2014), "Agency Theory, Capital Structure and Firm Performance: Some Indian Evidence," *Managerial Finance*, 40(12), 1190-1206.
- Ferreira, L. C. and C. B. Almeida (2015), "Employee Turnover and Organizational Performance: A Study of the Brazilian Retail Sector," *Brazilian Business Review*, 12(4), 27-56.
- Ho, Y. C., and H. C. Fang (2007), "The Order of New Product into Market for Life Insurance Industry in Taiwan: The RBV and Institutional Perspectives," *Journal of Business Administration*, 73, 95-123.
- Hsu, J. M., Hu T. J., and W. J. Young (2009), "The Long-Term Performance of Conglomerate and Non-Conglomerate Acquirers," *Journal of Financial Studies*, 17(2), 163-196.

- Hurdle, G. J. (1974), "Leverage Risk, Market Structure and Profitability," *The Review of Economics and Statistics*, 56(4), 478-485.
- Jensen, M. C., and R. S. Ruback (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, 11(1), 5-50.
- Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensens, M. C., and W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jiang, F., G. R. Stone, J. Sun, and M. Zhang (2011), "Managerial Hubris, Firm Expansion and Firm Performance: Evidence from China," *The Social Science Journal*, 48(3), 489-499.
- Kaplan, R. S. and D. P. Norton (2001), "Transforming the Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management: Part II," *Accounting Horizons*, 15(2), 147-160.
- Lee, T. H., and J. K. Huang (2014), "Foreign Investors, Corporate Operational Efficiency and Performance," *Journal of Financial Studies*, 22(1), 33-60.
- Lee, C. W. (2014), "The Assessment for Performance of M&As Using DEA/MPI Approach with BSC Indicators," *Asia Pacific Management Review*, 19(2), 187-205.
- Lieberman, M. B., and D. B. Montgomery (1988), "First-Mover Advantages," *Strategy Content Research*, 9, 41-58.

- Lieberman, M. B., and D. B. Montgomery (1988), "First-Mover Advantages," *Strategic Management Journal*, 19(12), 1111-1125.
- Mansi, S. A., and D. M. Reeb (2005), "Corporate Diversification: What Gets Discounted ?" *Journal of Finance*, 57(5), 2167-2183.
- Mohr, D. C., G. J. Young, and J. F. Burgess Jr (2012), "Employee Turnover and Operational Performance: The Moderating Effect of Group-Oriented Organisational Culture," *Human Resource Management Journal*, 22(2), 216-233.
- Olokoyo, F. O. (2013), "Capital Structure and Corporate Performance of Nigerian Quoted Firms: A Panel Data Approach," *African Development Review*, 25(3), 358-369.
- Pervan, M., J. Visic, and K. Barnjak (2015), "The Impact of M&A on Company Performance: Evidence from Croatia," *Procedia Economics and Finance*, 23, 1451-1456.
- Porter, M. E. (1985), "Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance," New York: Free Press; London: Collier Macmillan.
- Querbes, A., and K. Frenken (2017), "Evolving User Needs and Late-Mover Advantage," *Strategic Organization*, 15(1), 67-90.
- Rahman, M., M. Lambkin, and D. Hussain (2016), "Value Creation and Appropriation Following M&A: A Data Envelopment Analysis," *Journal of Business Research*, 69(12), 5628-5635.

- Rebitzer, J. B., and L. J. Taylor (1995), "Efficiency Wages and Employment Rents: The Employer-Size Wage Effect in the Job Market for Lawyers," *Journal of Labor Economics*, 13(4), 678-708.
- Robinson, W. T., and C. Fornell (1985), "Sources of Market Pioneer Advantages in Consumer Goods Industries," *Journal of Marketing Research*, 22(3), 305-317.
- Scherer, F. M. (2001), "The Link between Gross Profitability and Pharmaceutical R&D Spending," *Health Affairs*, 20(5), 216-220.
- Scherer, F. M. (2001), "The Link between Gross Profitability and Pharmaceutical R&D Spending," *Health affairs*, 20(5), 216-220.
- Shu, P. G., Y. H. Yeh, C. L. Chiou, and W. T. Wang (2013), "Managerial Overconfidence, the Odds of Completing a Merger, and Post-Merger Performance," *Review of Securities and Futures Markets*, 25(2), 129-160.
- Sougiannis, T. (1994), "The Accounting Based Valuation of Corporate Research-and-Development," *Accounting Review*, 69(1), 44-68.
- Sung, N. (2014), "Declining First-Mover Advantage in Mobile Telecommunications Markets," *The Service Industries Journal*, 34(2), 89-102.
- Tsai K. H., and J. C. Wang (2004), "The R&D Performance in Taiwan's Electronics Industry: A Longitudinal Examination," *R&D Management*, 34(2), 179-189.

Venkatraman, N., and V. Ramanujam (1986), "Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches," *The Academy of Management Review*, 11(4), 801-814.

Wernerfelt, B. (1984), "A Resource-Based View of the Firm," *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.

Zou, X., Q. Wei, and B. Zhang (2012), "Empirical Research on M&A Performance of Private Enterprises in China," *Quality & Quantity*, 46(2), 639-651.

#### 網站資料

中央銀行 (2019), 直接金融-間接金融存量, 瀏覽日期: 2019 年 5 月 20 日, 取自 <https://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=1077&CtNode=524&mp=1>

經濟部商業司 (2017), 企業併購資料, 瀏覽日期: 2019 年 5 月 20 日, 取自 <https://gcis.nat.gov.tw/mainNew/subclassNAction.do?method=getFile&pk=8>