

# 本文章已註冊DOI數位物件識別碼

## ▶ 台灣金融控股公司換股比率決定因素之研究

Determinants of Stock for Stock Exchange Ratio for Taiwan Financial Holding Companies

doi:10.6552/JOAR.2005.41.1

會計評論, (41), 2005

International Journal of Accounting Studies, (41), 2005

作者/Author：劉啟群(Chi-Chun Liu);陳維慈(Wei-Tzu Chen);林純央(Chun-Yang Lin)

頁數/Page：1-32

出版日期/Publication Date：2005/07

引用本篇文獻時，請提供DOI資訊，並透過DOI永久網址取得最正確的書目資訊。

To cite this Article, please include the DOI name in your reference data.

請使用本篇文獻DOI永久網址進行連結:

To link to this Article:

<http://dx.doi.org/10.6552/JOAR.2005.41.1>



*DOI Enhanced*

DOI是數位物件識別碼（Digital Object Identifier, DOI）的簡稱，是這篇文章在網路上的唯一識別碼，用於永久連結及引用該篇文章。

若想得知更多DOI使用資訊，

請參考 <http://doi.airiti.com>

For more information,

Please see: <http://doi.airiti.com>

請往下捲動至下一頁，開始閱讀本篇文獻

PLEASE SCROLL DOWN FOR ARTICLE



# 台灣金融控股公司換股比率 決定因素之研究

劉啟群\*

國立台灣大學

陳維慈

國立台灣大學

林純央

國立台灣大學

## 摘要

雖然「金融機構合併法」以及「金融控股公司法」之通過提供國內金融機構相關法源據以進行同業與異業合併,但在子公司多以股份交換方式加入金融控股公司,換股比率之決定依據未明確揭繫於公開資訊的情況下,合併雙方之股東與投資人無法評估其權益是否受到合理保障,換股比率合理性之爭議時有所聞。在諸多影響合併協商的因素中,本文嘗試從公開資訊之財務與非財務因素兩方面尋找換股比率的主要決定因素,並在包含六項財務變數與九項非財務變數的複迴歸模型下發現,財務面的資產報酬率與每股淨值,以及非財務面的員工平均年齡、簽證(或核閱)會計師事務所及董事長與總經理最高學歷程度五項變數對於換股比率皆有顯著之正向影響,並且模型截距項係數的不顯著結果說明當換股比率同時考量本文模型之財務與非財務變數時,主併與被併公司在併購價格中並未有顯著溢價或折價之收付。

**關鍵詞:** 換股比率、財務因素、非財務因素

\* 作者感謝蘇瓜藤教授、薛敏正教授、黃達業教授、2004 會計理論與實務研討會及中原大學會計學術討論會參與學者,以及二位評審的評論與寶貴意見。

# Determinants of Stock for Stock Exchange Ratio for Taiwan Financial Holding Companies

**Chi-Chun Liu**

National Taiwan University

**Weitzu Chen**

National Taiwan University

**Chun-Yang Lin**

National Taiwan University

## Abstract

Following the promulgation of the Financial Institutions Merger Act and Financial Holding Company Act in Taiwan, the M&A activities in the financial industry have surged over the last few years. Since the mergers for Taiwan financial holding companies are implemented through stock for stock exchange, the determinants of exchange ratio between acquiring and target companies, not being fully disclosed to the public, have given rise to much controversy. Consequently, the shareholders and the investors have difficulties in protecting their own interests. We investigate the possible factors affecting the exchange ratios from both the financial and non-financial perspectives. Our regression results suggest that five factors have significantly positive effects on the exchange ratio. These five factors including two financial and three non-financial factors are ROA, book value per share, average employees' ages, the CPA firms, and the educational background of chairman and CEO, respectively. In addition, the intercepts are not statistically significant in our regressions, implying that both acquiring and target companies do not pay any premiums/or discounts after incorporating the impact of the financial and non-financial factors.

**Keywords:** *Stock for stock exchange ratio, Financial factors, Non-financial factors.*

## 壹、前言

由於金融機構的經營存在高度道德風險與資訊不對稱等問題，各國政府為維持公眾對金融體系之信心，因此高度管制金融機構之經營，而民國 80 年代以前，我國之金融機構因特殊的歷史與政治之時空背景，在公營銀行的主導下，一直是在高獲利之下經營<sup>1</sup>。但是隨著產業發展與環境變化，資本市場開始澎蓬發展，間接金融的重要性逐漸下降<sup>2</sup>，國內金融市場的開放使得競爭劇增，加入世界貿易組織，更迫使金融機構在內外夾擊的情況下，必須尋求因應之道，因此透過同業合併或是異業結合的經營，成為金融業提升獲利最為快速便捷的選擇。

為順應金融機構競爭與整合的世界潮流，並重新建立台灣金融體制之基本架構，國內陸續制定有關企業併購的法令，民國 89 年 12 月與 90 年 7 月分別頒佈之「金融機構合併法」以及「金融控股公司法」，係針對金融機構的特別法，以促進金融機構同業整合與異業經營之目的所制定。此外，民國 91 年 2 月公佈實施之「企業併購法」，則為一般企業的特別法，並且作為金融機構併購之補充法。除上述專法外，公司法、證券交易法、公平交易法、台灣證券交易所股份有限公司營業細則及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則中亦有與參與併購之上市(櫃)公司證券發行有關之條文。然而法令制定的目的僅在提供相關企業進行併購的法源依據與誘因，至於併購案的成功與否，首要條件繫於併購雙方對於購買價格或換股比率是否具有共識，而雙方企業價值的決定因素則為此一共識達成的基礎。

國內自金融控股公司法通過以來，金融機構紛紛加入成立行列，至本文樣本選取截止日 92 年 10 月底止，國內共有十四家金融控股公司(以下簡稱金控公司)，其中包括十三家上市與一家上櫃公司，並且陸續仍有金融機構合併案件正在評估進行當中。當子公司依據金融控股公司法第二十六條「金融機構得依股份轉換之方式轉換為金融控股公司之子公司」以股份交換之方式加入金控公司之際，換股比率之決定對於參與各方股東權益之影響實為重要。由於合併企業對於換股比率的決定通常根據國內外各種評價模式，尋找合理的換股比率區間，經雙方協議以及國內外專業的財務顧問公司與會計師對換股價格合理性進行評估以達成共識，最後經雙方董事會、股東大會通過，呈報財政部即為議定之換股比率<sup>3</sup>，但在換股比率的決定依據並未明確揭櫫於公開資訊的情況下，參與合併雙方之股東與投資人無法評估自身權益是否受到合理保障，富邦北銀

<sup>1</sup> 王衍智與鄭秀玲(2000)以稅後盈餘所衡量之 ROE 發現民國 79 年國內一般銀行之 ROE 高達 20.79%，而中小金銀則為 18.6%。

<sup>2</sup> 根據中央銀行之統計資料，間接金融之存量比重已從民國 79 年之 90.87% 下降至 93 年 5 月之 71.77%。

<sup>3</sup> 雖然，此併購方式符合企業併購法第六條「公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，應委請獨立專家就換股比率或配發股東之現金或其他財產之合理性表示意見，並分別提報董事會及股東會」之規定，但仍有許多爭議之處。

合併案在台北市議會就換股比率所應考量之因素為何所引發之爭議以及建華金控對其合併對象的尋求遲而未決兩案即為明證。

目前合併價格之相關研究大致區分為兩類,一類以探討合併溢價是否受到綜效或議價能力等因素影響之國外文獻為主,另一類以不同評價方法或模型尋求合理換股比率或換股區間的國內研究為主。而本文旨在探討金控合併換股比率之決定因素,有別於過去以財務變數為主之研究,本文自合併之公開資訊中,全面性地尋求影響換股比率的可能原因,因此除財務變數外,並包含一定程度的非財務變數,以驗證財務與非財務變數對換股比率決定之重要性。此外,因為換股比率之議定取決於合併雙方之公司價值,本文模型之解釋變數亦考量主併與被併公司價值之相對變化。實證結果除再次印證財務變數對換股比率之影響外,並發現非財務變數對換股比率之解釋能力為財務變數八倍之多,此一結果說明非財務變數對公司價值所具有的資訊內涵遠高於財務變數;再者,當模型同時考量財務與非財務變數時,變數間存在過去研究中極為罕見之互補關係,此一互補關係不僅無法由財務變數或非財務變數單獨予以補捉,並且財務與非財務變數在公司價值的評估上具有不可替代之關係,因此以財務變數為主或針對特定非財務變數的研究無法獲得此一互補關係所提供的資訊。此外,模型截距項的不顯著結果說明在充分考量本文模型之財務與非財務變數對換股比率的影響後,並無其餘顯著影響換股比率的決定因素。而由換股比率排除模型變數影響後之未解釋成份觀之,主併與被併公司在合併價格上雖有溢折價的支付或收取,但整體而言,此一未解釋成份之變動並不顯著。

本文共分五節,第一節說明本文之動機與目的,第二節彙總併購相關之國內外實證研究並建立本文假說,第三節說明本文之研究設計,包括實證模型、變數定義以及樣本與資料來源,第四節為實證結果說明以及敏感性分析,最後,第五節針對本文之結果提出結論,並說明研究限制。

## 貳、文獻回顧與假說建立

### 一、國外文獻

在美國的併購活動中,由於主併公司經常以包含高於市場價值相當程度之溢價<sup>4</sup>的購買價格取得被併公司,此一現象與財務理論中「公司市場價值為預期未來股利折現金額」之論述並不相符,因此引發對於溢價決定因素的相關討論。其中從財務面探討合併綜效(Nielsen and Melicher 1973; Walking and Edmister 1985; Slusky and Caves 1991)與管控制益(Varaiya 1987)對溢價影響之

<sup>4</sup> 以 Walking and Edmister (1985)的研究為例,在 1972 至 1977 年現金收購股票(cash tender offers)的樣本中發現了平均 52%的合併溢價,以及範圍從 2%至 157%的個別公司溢價,而 Slusky and Caves (1991)亦在 1986 至 1988 年的併購樣本中發現 50.5%的平均溢價。

相關研究並未得到一致的支持結果，但就非財務面而言，不論是合併過程的競爭程度(Walking and Edmister 1985; Varaiya 1987; Slusky and Caves 1991)、合併前持有之被併公司股權(Walking and Edmister 1985)或是被併公司之章程中是否具有反接管(anti-takeover)的條文(Varaiya 1987)等所衡量的議價能力皆對合併溢價具有顯著之影響。然而上述研究有幾點值得注意之處：第一，合併樣本並非以金融業為主，在銀行等產業受到相關法規的管制下，合併溢價的決定應更為複雜(Brewer et al. 2000)，因此相關結論對於金融業是否適用，不無疑問。第二，在併購對價存在以現金、股份交換、或股票與現金混合等三種方式支付的情況下，不同支付方式對合併溢價，抑或是主併公司異常報酬的影響仍未有一致性的結論(Travlos 1987; Eckbo and Langohr 1989; Slusky and Caves 1991)。第三，部分文獻的研究樣本是以股票收購(tender offers)而取得經營權，此一方式與經由公司雙方管理當局協商完成合併的方式有所不同。第四，合併利益的衡量仍以財務面為主，非財務面之因素皆以議價能力為主要討論。

美國在 1994 年通過里格-尼爾州際銀行與分行效率法(Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act)後，銀行即以整合不同州的子公司或是經由併購取得其他銀行或分行的方式開始跨州經營<sup>5</sup>，因此銀行的合併案例在 1990 年代大幅增加<sup>6</sup>，並且溢價決定因素的討論也開始針對銀行而進行。在管制機構對銀行之資本與風險方面的規範下，相關研究除了延續過去文獻所關切之主併與被併公司的財務變數外，主併公司的資產結構與品質以及管理能力(Cheng et al. 1989)、合併雙方銀行因分屬不同州法管轄的影響(Palia 1993)、被併者之公司治理(Brewer et al. 2000)以及市場因素(Fraser and Kolari 1998)等皆成為探討的主要變數。實證結果亦發現除被併公司的資產報酬率與股東權益報酬率等表示獲利能力的財務因素外，法規的不同與主併公司的管理能力對於銀行合併溢價亦有顯著影響。由於上述文獻的探討對象不論主併與被併公司皆為銀行，因此研究的相關變數中包含了與銀行業務有關的財務變數，而此一衡量對於非銀行之金融機構並不適用。再者，在美國相關法規與產業標準之下，合併溢價是以購買價格除以被併公司股東權益帳面價值的比值予以衡量，而在帳面價值無法精確捕捉市場價值的情況下，此一溢價之衡量方式不免有所偏誤。

## 二、國內文獻

由於國外相關文獻集中在合併溢價決定因素的討論，並且相關的法令規定與企業環境亦與國內有所不同，因此在國內以股份交換為主的金融機構合併案

<sup>5</sup> 1994 年 Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act 是針對銀行跨州經營的相關法案，跨業經營則至 1999 年 Financial Services Modernization Act (即 Gramm-Leach-Bliley Act) 通過後才有法源依據，因此 1990 年代的研究多以銀行間的合併為主要討論對象。

相較於 1980 年代平均每年 345 件銀行合併案例，1990 至 1998 年，平均而言，每年銀行合併案為 510 件(Brewer et al. 2000)。

例中，相關討論多以換股比率為主。有關金融機構合併的國內文獻可區分為二類，其一是以不同的評價方法研究換股比率的合理性，另一類則是討論換股比率的決定因素。

### 1. 換股比率合理性之研究

企業價值的決定方法基本上歸納為三類，即現金流量折現法(discounted cash flow)、相對評價法(relative valuation)與或有權益評價法(contingent claim valuation)，由於不同方法的基本假設不同，所得結果亦不相同，因此部份文獻嘗試在此三類評價方法下尋求適當模型並進行換股比率合理性之探討(黃孟書 2001; 李明道 2002; 柯月絃 2002; 張美玉 2002; 李施穎 2003; 沈志賢 2003; 黃田安 2003a, 2003b; 蔡嘉文 2003; 許詩鐸 2003; 許雅婷 2003; 魏鈴容 2003)。此外，另有文獻以L-G模型(車淑瑜 2000; 李玉菁 2002; 王瑞益 2003; 郭照榮等 2003; 黃田安 2003a, 2003b)以及一般化夏普決策法則(陳文館 2003)等研究合理換股比率區間的決定。但因許多影響企業換股比率的因素無法於上述評價方法與模型中全盤考量，相關的決定因素仍需進一步探究。

### 2. 換股比率的決定因素

由於評價方法以財務資料為主要計算基礎，無法全面涵蓋換股比率的決定因素，如李秋瑜(2000)指出在台灣積體電路公司與世大積體電路公司合併案之併購價格中大幅溢價存在的關鍵因素為非財務面，雖然該文並非針對金融機構之合併所為，但卻指出非財務因素對併購價格決定之重要性，而張儼馨(2003)亦建議納入非財務因素以助完整了解換股比率的決定因素。在多數研究因非財務資訊涵蓋層面廣泛以及衡量不易等原因予以忽略的情況下，同時針對財務與非財務面進行換股比率探討的文獻僅有陳嘉桓(2003)與吳曉蕊(2003)。

陳嘉桓(2003)以主併及被併公司的財務變數、被併者市場變數以及公司治理變數對合併溢價的影響進行研究，並發現除了財務變數外，被併公司的市場集中度以及內部人持股比例對於合併溢價亦有顯著影響，其中合併溢價的決定乃參考國外的衡量方式，亦即以購買價格除以被併公司的市價或是淨值而得，但因國內金控合併以股份交換為主，因此購買價格是以主併者之股價在股票轉換當日利用換股比率加以轉換而得。由於作者以合併溢價而非換股比率進行決定因素的探討，除了為獲得購買價格所為之轉換可能產生的衡量誤差外，該文並未考慮合併雙方價值的相對變動。

吳曉蕊(2003)以平衡計分卡為相關財務與非財務變數的參考指標進行換股比率決定因素的探討，實證發現除財務面之外，非財務面因素，如市場佔有率、營業據點平均獲利能力與員工教育程度亦對換股比率產生影響。但文中對於非

財務變數的討論有限<sup>7</sup>，並且包涵四個構面的模型截距項係數呈現顯著結果，意味仍有重要變數為模型所遺漏<sup>8</sup>。

### 三、假說建立

換股比率之決定取決於合併雙方之公司價值，股價作為衡量公司價值的客觀標準，不僅反映短期之財務面因素，亦為涵蓋非財務面的長期指標，但部分金控公司之子公司並無股價資訊以為依循，因此本文以表彰公司價值之相關指標為假說之建立，並將相關指標區分為二，一為財務變數，因其反映公司價值之能力在相關研究中獲得支持，另一類為非財務變數，以合併公開資訊中各公司決定換股比率的考量方向為依據。此外，因為換股比率受到合併雙方公司價值的相對變化影響，本文變數皆在主併相對於被併公司之比值觀念下予以衡量，相關假說亦在此一基礎下進行，亦即變數比值愈大，表示主併公司之每股公司價值相對於被併公司愈大，在換股比率定義為金控（或主體）公司一股所能換得其他子公司的股數時，換股比率亦將愈大，反之，此一比值愈小，主併公司之每股公司價值相對於被併公司愈小，因此換股比率愈小。

#### 1. 財務因素

雖然各金控公司的成立過程與合併對象有所不同，但是對財務狀況的考量卻是一致的，本文參酌過去研究，並加入對換股比率之決定具有可能影響之財務變數，針對主併與被併公司相對之資產報酬率(ROA)、股東權益報酬率(ROE)、每股營業之現金流量(CFO)、每股淨值(BV)、每股盈餘(EPS)、公司規模(SIZE)六項財務變數，建立假說如下：

#### 資產報酬率與股東權益報酬率

資產報酬率與股東權益報酬率兩者皆為會計績效的重要評量指標，資產報酬率係衡量債務資金與權益資金的運用效果，相關文獻以企業過去績效預期未來經營前景時多以此衡量（陳嘉桓 2003；Nielsen and Melicher 1973；Fraser and Kolari 1988；Cheng et al. 1989；Palia 1993；Henderson and Gart 1999；Brewer et al. 2000）。再者，由於管理階層的能力無法直接觀察或是衡量，Cheng et al.(1989)認為某些指標，例如獲利性，可作為衡量管理品質的間接變數。而股東權益報酬率除衡量權益資金的獲利情況（吳曉蕊 2003；Nielsen and Melicher 1973；

<sup>7</sup> 十五項變數中，非財務因素只有三項，分別為顧客構面之顧客滿意度指標（銀行業：商業周刊銀行服務品質調查排名，壽險業與產險業：申訴件數/每萬件有效（簽單）契約數），以及學習與成長構面之員工離職率 $\left\{ \left( \frac{\text{離職員工人數}}{\text{期初員工人數}} \right) * 100\% \right\}$ 與員工平均教育程度 $\left\{ \left( \frac{\text{碩士以上人數} * 3 + \text{大專以上碩士以下之員工人數} * 2 + \text{高中職以下人數} * 1}{\text{員工總人數}} \right) * 100\% \right\}$ 。

<sup>8</sup> 為驗證財務與非財務因素對換股比率之影響，吳曉蕊(2003)以平衡計分卡四構面共十二項變數與換股比率進行迴歸，雖然得到五項變數的顯著結果，但截距項的 p 值為 0.0104，並且樣本數僅有 20 件，而當以具有顯著結果之五項變數進行迴歸，結果亦得到 p 值為 0.0001 的截距項。



Fraser and Kolari 1988) 與作為管理品質的間接衡量變數外(Cheng et al. 1989), Varaiya (1987)亦嘗試以股東權益報酬率為基礎, 在有限成長的權益評估模型下(finite growth equity valuation)估計被併企業所被低估之公司價值, 並且進一步以主併與被併公司權益報酬率之差異衡量管控利益。因此, 考量資產報酬率與股東權益報酬率對於公司價值的正面影響, 分別建立假說 1.1 與 1.2:

**假說 1.1: 資產報酬率(ROA)與換股比率具有正向關係。**

**假說 1.2: 股東權益報酬率(ROE)與換股比率具有正向關係。**

#### 每股營業現金流量

由於傳統損益表的績效衡量係以應計基礎(accrual basis)編製, 在企業以窗飾(window-dressing)方式美化財務報表的動機下, 有時使用者難以單憑損益表掌握真實狀況, 故藉由現金流量之結合更能精確評估企業的營運狀況。此外, Feltham and Ohlson (1995)亦指出雖然在不偏會計(unbiased accounting)下, 營業現金流量並不具有資訊內涵, 但因會計的保守原則造成營業資產之低估, 在穩健會計(conservative accounting)下, 來自營業現金流量為合理估計股價之客觀指標。因此本文預期每股營業現金流量對公司價值具有正向影響。

**假說 2: 每股營業現金流量(CFO)與換股比率為正向關係。**

#### 每股淨值

在效率市場下, 股價為一反映公司價值的不偏指標, 而淨值雖然無法完全取代股價資訊, 但在未上市(櫃)公司缺乏客觀的股價資訊下, 仍為一良好的替代變數, Ohlson (1995)以及 Feltham and Ohlson (1995)的研究結果亦支持淨值為解釋股價的重要因素之一, 兩文獻的研究結果亦帶動後續會計實證研究在進行股價模型(price model)分析時將淨值列為重要變數。因此本文推測每股淨值愈高者, 公司價值愈高。

**假說 3: 每股淨值(BV)與換股比率為正向關係。**

#### 每股盈餘

盈餘為表彰公司營運成果的重要彙總指標, 自 Ball and Brown (1968)以來, 盈餘的資訊內涵引發實證研究持續探討, 從盈餘與股價報酬關係的方向, 延伸至盈餘與股價報酬關係的強度(magnitude)等, 雖然盈餘管理等現象造成盈餘品質之下降, 但是盈餘具有解釋股價的資訊內涵則為實證研究的一致結果, 因此, 本文以盈餘作為公司獲利的另一指標, 並預期與公司價值具有正向關係。

**假說 4: 每股盈餘(EPS)與換股比率為正向關係。**

## 公司規模

一般而言，公司規模為企業市場競爭與佔有率的一項指標，因此在企業併購的前提下，被併者之公司規模提供了主併公司多進市場的一項利基，僅管此一利益之實現仍需考量文化調和之成本(Brewer et al. 2000)，以及主併者在合併之後提供新的服務以及技術轉變的能力(Cheng et al. 1989; Palia 1993; DeYoung et al. 1999)，本文預期公司規模與公司價值為正向關係。

**假說 5：公司規模(SIZE)愈大者，換股比率愈高。**

## 2. 非財務因素

基於財務報表以量化財務資訊為主，報表淨值無法充分反映企業真實價值，欲探尋此一真實價值需由非財務面著手。本文根據合併公開說明書之資訊，歸納出「資訊品質一致性」、「人力資源」、「領導團隊的能力和理念」、「董監事持股」與「服務據點」五大方向下的九項非財務變數，包括財務報表是否由相同會計師事務所簽證（或核閱）(CPA)、員工人數(EMP)、員工平均年齡(AGE)、員工平均服務年資(LOS)、員工學歷程度(EMP\_EDU)、董事長與總經理最高學歷程度(DE\_EDU)、董監事持股比率(DGH)、服務據點普及程度(POP)以及服務據點集中於都會區之程度(URBAN)。

### 資訊品質一致性

鑑於經由會計師事務所簽證（或核閱）之財務報表對於投資人權益影響甚鉅，因此自 DeAngelo (1981)提出大型事務所具有較高誘因偵測管理當局不當財務報導的論點後，相關實證研究紛紛以事務所規模的角度作為判斷查核品質的依據。然而除了以事務所規模所為之二分法以為查核品質的區分外，在各公司主、客觀的認定下，若合併雙方的財務報表由相同會計師事務所簽證（或核閱）時，因資訊品質認同的一致性而不易對報表品質產生分歧的看法，因此有助合併之促成，進而使得交易成本下降，反之，對不同事務所的簽證（或核閱）之品質認同度較低時，則不利於換股比率之協商。但資訊品質一致性所節省之成本，其利益歸屬何方，則需進一步驗證。

**假說 6：由於財報品質認同一致性對於合併協商的影響，因此簽證（或核閱）之會計師事務所相同與否(CPA)影響換股比率的決定。**

### 人力資源

從業人員的素質與能力一直被視為企業的智慧資本之一，而此一能力的表彰可由員工的人數、年齡、年資與教育程度四方面加以觀察與衡量，會計相關研究亦嘗試從企業市場價值與淨值之差異來源解釋員工能力所表彰的人力資源重要性。

對於金融業而言,由於網路交易尚未達到全面普及的程度,金融業務仍以傳統的人力服務為主,因此員工人數可視為企業智慧資本的累積,亦即員工人數愈多,公司價值愈高。雖然王立偉(2002)在製造業中得到員工人數與智慧資本的反向關係,但是因為在技術密集的產業中,除研發人才外,非研發的技術性工作多以機器取代,而金融業之專業服務人力即如製造業中無法取代的專業人才,因此該項結果與本文預期員工人數與公司價值之正向關係實為一致。

Galosy (1990)以其參與大型財務公司併購之經驗指出在併購的事前評估中,包括被併公司員工的年齡等工作團隊特徵的交互影響所隱含之訊息對於合併公司的成功運作是重要的參考依據。員工年齡的多寡對公司價值的影響各有不同的實證結果支持,一方面因為平均員工年齡較高的企業必須負擔較高之人事成本(Cole-Gomolski 1998),並且金融產品的創新發展快速,為因應整體環境變化,必須透過學習及訓練計劃提升員工素質,而平均年齡較高之員工在缺乏彈性的情況下,創造與學習能力方面皆不如年齡較低之員工,此一現象可在基礎製造(王立偉 2002)與資訊電子(簡志豪 2001)等產業中發現。另一方面年齡較高的員工忠誠度與穩定度較高(Cole-Gomolski 1998),並且隨年齡增加而成熟之心智,對工作發展潛能較能慎思明辨,工作滿意度較高(林妙雀與趙心潔 2000),因此員工年齡對公司價值之影響實則決定於相關的成本效益。

一般而言,員工對於公司業務運作應隨服務年資的增加而愈漸熟悉,相關的專業知識與經驗也愈漸豐富,但是相對地,對於服務年資愈長的員工,除了人事的相關支出增加外,專業知識的提升將隨著工作環境的熟悉而有所侷限,再者,合併之後主併與被併雙方必須相互調整彼此之企業文化,服務年資愈長的員工,調整的腳步亦較為緩慢。而王立偉(2002)也發現在基礎製造與技術密集製造業中,員工服務年資與智慧資本的關係並不相同,其中前者為正向,後者為負向,而以金融業的人力資源特質與技術密集製造業相近的情況觀之,本文預期員工服務年資與公司價值應為負向關係。

企業之成功在於策略目標的管理與執行,作為企業策略執行第一線的員工,足夠的專業能力是不可或缺的條件,但因訊息不對稱的存在,學歷經常成為間接衡量專業能力的選擇。經由完整的學校教育訓練,員工可學習獲得與處理資訊的方法以及解決問題的能力,並且可累積個人的專業知識,因此對於公司價值具有正面的影響(吳秀娟 2000;蔡基德 2001;簡志豪 2001;林怡芳 2002),雖然此一能力屬於質性因素,對於影響企業獲利所需之時間較難預期(吳曉蕊 2003),但仍為反映員工專業與學習能力的良好指標,因此本文預期員工學歷程度與公司價值間具有正向關係。

綜合以上討論,本文建立四項有關員工能力及素質對換股比率影響之假說,而此四項表彰員工能力及素質之變數分別為員工人數、平均年齡、平均服務年資以及學歷程度:

假說 7.1：員工人數(EMP)與換股比率為正向關係。

假說 7.2：員工平均年齡(AGE)對換股比率有顯著影響。

假說 7.3：員工平均服務年資(LOS)與換股比率為負向關係。

假說 7.4：員工學歷程度(EMP\_EDU)與換股比率為正向關係。

#### 領導團隊的能力和理念

作為企業之政策制定與執行的最高單位，領導團隊的能力與理念對企業的經營方向以至於績效有絕對的影響，本文以董事長與總經理的學歷程度作為領導團隊的能力和理念之評估指標，因為當教育程度所表彰的員工勝任能力為智慧資本的一項重要來源時，員工經由學歷所累積的能力對公司價值具有正面影響，而身為公司重要成員的董事長與總經理因為參與重要決策的制定，其學歷程度對公司價值的重要性更是不可或缺。此外，由於公司的管理權與所有權分離，管理者教育程度的個人特質在篩選假說(screening hypothesis)與工作競爭假說(job-competition hypothesis)之下，分別為未來績效的品質指標，以及相關工作訓練成效的投資考量因素(Hogan and McPheters 1980)，因此本文預期董事長與總經理最高學歷程度應與公司價值間呈現正向關係。

假說 8：董事長與總經理最高學歷程度(DE\_EDU)與換股比率具正向關係。

#### 董監事持股

Jensen and Meckling (1976)認為當管理者持股增加，由於極大化公司價值之代理成本減少，管理者與股東利益一致，因此公司價值隨之增加，此為「利益收斂假說」(convergence-of-interest hypothesis)；但Jensen and Buhack (1983)提出「鞏固職位假說」(entrenchment hypothesis)，認為當管理者持股增加至一顯著比例後，管理者為保有職位，代理成本反而增加（如反接管行為），因此管理者持股比例與公司價值間會由正向轉變為負向關係，此一非單調線性關係在國外相關研究中亦得到證實(Morck et al. 1988; McConnell and Servaes 1990)，而Palia (1993)亦發現在分別考量主併及被併公司管理者持股比例與合併溢價的關係時，非線性現象的存在，並且此一非線性行為之轉折點在合併雙方間並不相同。針對董監事持股比例與公司價值關聯性之研究，國內亦有相關討論，但在利益收斂假說得到支持的情況下（林純瓊 1994；周行一等 1996；葉銀華與邱顯比 1996），對於持股比例區間卻無一致性的結論（邱毅與張訓華 1991；廖秀梅 2003）；而俞海琴與周本鄂(1994)亦指出股票收購或剝奪債權人利益之動機，可能導致董事持股比率對公司績效產生負向影響；至於管理者持股對於併購活動的影響，則因家族企業型態之經營權與所有權重疊，董監事功能無法有效發揮，因此陳嘉桓(2003)發現金控合併事件中，被併公司董監持股

比例與合併溢價反向變動的結果。由於國內相關討論在管理者持股與公司價值之關聯性上並無一致性的結論，並且考量主併與被併雙方管理者持股在比值關係下可能產生之變化，因此本文不預期其方向，建立假說如下：

**假說 9：董監事持股比率(DGH)與換股比率有關。**

### 服務據點

有關服務據點的討論，相關研究集中在分支機構數目多寡的影響，並發現一方面分行愈多，因據點獲利商圈縮小，獲利下降(何雅惠 1998;林瑾昌 2001)或是抵消技術進步所帶來之利益(Hunter and Timme 1986)，但另一方面分行增加雖然造成營運成本上升(徐中琦與張鐵軍 1993)、總要素生產力的成長率降低(鄭秀玲等 1997)，但仍存在規模經濟。雖然金控合併的目的之一在於經由營業據點數量的增加達到規模經濟的效果，但更重要的是合併雙方是否具有營業據點的區域互補性<sup>9</sup>，以及滿足不同地域對服務需求的能力，但上述文獻對於分行之地域分布性並未有進一步的討論。在網路銀行的交易方式尚未全面普及的情況下，經由各地營業據點以滿足客戶需求的傳統金融仍為金融機構擴展業務的主要方式，而據點分散的普及性所能提供的服務更是不可或缺。再者，由於金融機構乃服務業，自然以人口密集之都會區域為其主要金融活動的重要據點，並且各類金融活動經常藉群聚現象以求區域經濟效果，因此相較於非都會區，雖然都會區之營業據點必須負擔較高的人事及房租等相關支出，但因相對的服務需求較多，並可帶來營業的機會與較高的獲利，因此本文針對服務據點的普及性以及集中於都會區之程度對換股比率的影響建立假說如下：

**假說 10.1：服務據點普及程度(POP)愈高者，因地域的佔有程度愈高，對換股比率的正向影響愈大。**

**假說 10.2：服務據點集中都會區程度(URBAN)愈高者，對換股比率的正向影響愈大。**

<sup>9</sup> 增加營業據點的著名合併案(東京銀行與三菱銀行)中，三菱銀行在日本國內共有三百四十六家分支機構及子銀行，國外則有七十二家分支機構及子銀行；而東京銀行在日本國內僅有三十七家分支機構及子銀行，但國外則有三百六十家分支機構及子銀行，其整合可以擴展許多國內外營業據點，藉此鞏固全球市場地位。

## 參、研究設計

### 一、實證模型

本文以下列複迴歸模型（模型一）測試上述假說，並將變數依財務與非財務兩類區分為模型二與模型三，分別檢視兩類變數對於換股比率的不同影響，與模型一作一對照，檢視其間差異所在：

$$\begin{aligned} ER = & \alpha_0 + \alpha_1 ROA + \alpha_2 ROE + \alpha_3 CFO + \alpha_4 BV + \alpha_5 EPS + \alpha_6 SIZE + \alpha_7 CPA \\ & + \alpha_8 EMP + \alpha_9 AGE + \alpha_{10} LOS + \alpha_{11} EMP\_EDU \\ & + \alpha_{12} DE\_EDU + \alpha_{13} DGH + \alpha_{14} POP + \alpha_{15} URBAN + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

$$ER = \beta_0 + \beta_1 ROA + \beta_2 ROE + \beta_3 CFO + \beta_4 BV + \beta_5 EPS + \beta_6 SIZE + v \quad (2)$$

$$\begin{aligned} ER = & \gamma_0 + \gamma_1 CPA + \gamma_2 EMP + \gamma_3 AGE + \gamma_4 LOS + \gamma_5 EMP\_EDU + \gamma_6 DE\_EDU \\ & + \gamma_7 DGH + \gamma_8 POP + \gamma_9 URBAN + \mu \end{aligned} \quad (3)$$

其中：

ER =	換股比率。	ROA =	資產報酬率。
ROE =	股東權益報酬率。	CFO =	每股營業現金流量。
BV =	每股淨值。	EPS =	每股盈餘。
SIZE =	公司規模。	CPA =	簽證（或核閱）之會計師事務所。
EMP =	員工人數。	AGE =	員工平均年齡。
LOS =	員工平均服務年資。	EMP_EDU =	員工學歷程度。
DE_EDU =	董事長與總經理最高學歷程度。	DGH =	董監事持股比率。
POP =	服務據點普及程度。	URBAN =	服務據點集中都會區程度。

由於換股比率為被併公司相對於金控（或主體）公司之價值比，此一比值愈高，意指金控（或主體）公司所付出之每股合併成本愈低，反之，比值愈小，每股合併成本愈大。而上述模型之截距項為換股比率無法由財務及（或）非財務因素所解釋之部分，因此若截距項之係數為負，表示被併公司相對於金控（或主體）公司的價值比小於金控（或主體）公司相對於被併公司的財務與（或）非財務因素比，因此金控（或主體）公司為併購所付出的成本中，除了財務與（或）非財務因素外，尚有其他的因素考量，導致付出較高的溢價。若截距項為正，表示被併公司相對於金控（或主體）公司的價值比大於金控（或主體）公司相對於被併公司的財務與（或）非財務因素比，故被併公司在併購中付出較高的溢價。

### 二、變數定義

茲將上述模型之變數定義說明如下：

#### 1. 應變數

本文實證模型中, 應變數換股比率定義為金控 (或主體) 公司一股所能換得其他子公司之股數比。其中金控與主體公司間之股份轉換不列入本文研究樣本, 另在多家子公司同時參與金控公司, 而主體公司以非一比一之股份轉換為金控公司者, 主體及子公司對金控公司之轉換將重新計算成子公司對主體公司之換股比率。

## 2. 自變數

財務資訊的取得來自合併完成之前一年度<sup>10</sup>, 非財務部分則以最接近董事會通過合併案或是換股比率決定日前之資料為主, 模型中之自變數除另有說明者外, 原則上皆先行計算各公司之財務與非財務資訊, 再以主併與被併公司之相對比值為變數之衡量, 茲將各公司相關資訊分別說明如下:

財務資訊中各公司之每股營業現金流量是以營業而來之現金流量除以普通股流通在外加權平均股數, 每股淨值則是以扣除特別股股本之股東權益總額除以普通股年底流通在外股數, 而每股盈餘乃以稅後淨利除以普通股流通在外加權平均股數而得, 上述每股普通股股數皆作除權資訊之追溯調整; 各公司資產報酬率、股東權益報酬率以及公司規模則因存在不同之衡量方式, 因此對於報酬率本文皆以營業收入作為分子的衡量, 亦即資產報酬率是以營業收入除以平均資產總額, 股東權益報酬率是以營業收入除以平均普通股股東權益總額, 而公司規模則以資產總額為替代變數。至於非財務資訊中之員工人數、員工平均年齡、員工平均服務年資、董監事持股比例可由公開資訊得知。根據上述各公司之相關財務與非財務資訊之說明, 自變數之計算以每股營業現金流量為例, 每股營業現金流量(CFO) = 主併公司每股營業現金流量 / 被併公司每股營業現金流量, 其餘財務變數, 包括資產報酬率(ROA)、股東權益報酬率(ROE)、每股淨值(BV)、每股盈餘(EPS)與公司規模(SIZE), 以及非財務變數中之員工人數(EMP)、員工平均年齡(AGE)、員工平均服務年資(LOS)與董監事持股比例(DGH), 相關計算方式亦同。

部分非財務資訊必須經由必要之轉換以獲得主併與被併之雙方比值, 相關轉換說明如下:

簽證 (或核閱) 之會計師事務所(CPA)以虛擬變數衡量, 亦即當主併與被併公司之簽證 (或核閱) 會計師事務所相同時為 1, 不同時為 0。員工學歷程度的計算必須先將各公司員工學歷程度依研究所、大專及高中以下區分為三類並計算相對百分比, 再分別給予 3、2 及 1 之權重, 而各公司員工學歷則為此一加權百分比之總和, 最後將主併除以被併公司之員工學歷即為自變數之員工學歷程度(EMP\_EDU)的衡量, 亦即員工學歷程度(EMP\_EDU) = (主併公司員

<sup>10</sup> 雖然合併前之季資料可提供換股比率決定之較佳資訊, 但因合併公開說明書之資訊為合併完成前之年度資料, 在變數衡量一致性的考量下, 本文之財務與非財務變數皆以合併前之年度資料為主。

工研究所百分比\*3 + 大專百分比\*2 + 高中以下百分比\*1) / (被併公司員工研究所百分比\*3 + 大專百分比\*2 + 高中以下百分比\*1)。而董事長及總經理最高學歷程度除了以類似員工學歷之分類，即研究所、大專及高中以下三類加以區分，分別給予3、2及1之權重外，並對各類別中的國外學歷另予增加0.5之權數，因此各公司董事長與總經理學歷程度為董事長與總經理兩者之權重合計數，最後將主併除以被併公司可得董事長與總經理最高學歷程度(DE\_EDU)之衡量值，亦即董事長與總經理最高學歷程度(DE\_EDU) = (主併公司董事長學歷權值 + 總經理學歷權值) / (被併公司董事長學歷權值 + 總經理學歷權值)。至於服務據點普及程度的衡量必須先對區域予以劃分，本文依據行政院主計處之區域分類定義將服務據點劃分為國內北、中、南、東<sup>11</sup>以及國外，共五個部分，將各公司不同部分服務據點占總據點比例之平方和，作為其服務據點集中程度的指標，再以主併公司之集中程度除以被併公司即可得到集中程度比，但因此處所欲衡量為普及程度，因此本文以集中程度比值之倒數作為服務據點普及程度(POP)的衡量值，亦即服務據點集中程度 = (主併公司據點之北部百分比2 + 中部百分比2 + 南部百分比2 + 東部百分比2 + 國外百分比2) / (被併公司據點之北部百分比2 + 中部百分比2 + 南部百分比2 + 東部百分比2 + 國外百分比2)，而服務據點普及程度(POP) = 1 / 服務據點集中程度。最後服務據點集中都會區程度之衡量則是在行政院主計處對中心都市之認定<sup>12</sup>作為都會與非都會之區別下，分別計算各公司之服務據點在都會區之百分比，並以主併除以被併公司而得服務據點集中都會區程度(URBAN)，即服務據點集中於都會區程度(URBAN) = (主併公司據點之都會區百分比) / (被併公司據點之都會區百分比)。

### 三、樣本與資料來源

因金控公司之成立以及子公司的加入乃陸續完成，本文樣本以資料截止日民國92年10月底，經由股份交換完成之合併案例為選取對象，並排除主體公司以一比一之股份轉換加入金控公司，共得研究樣本三十八件(如表一所示)。

<sup>11</sup> 依照行政院主計處第三局對區域分類定義：「中華民國之區域分類，以市(直轄市、省轄市)、縣等行政區域為組成之基本單元，依地理形勢、產業結構與運輸系統等因素劃分之。」北部包括台北縣市、基隆市、桃園縣、宜蘭縣以及新竹縣市。中部包括苗栗縣、台中縣市、彰化縣、雲林縣以及南投縣。南部包括嘉義縣市、台南縣市、高雄縣市、澎湖縣以及屏東縣。東部包括花蓮縣及台東縣。本文所稱分行包括保險公司之通訊處及區部，亦包括銀行的簡易型分行，而設立於國外之分行在本文中以總數合併為一獨立部門。因此各部之比例為設立於該部之分行數除以國內外總分行數而得。

<sup>12</sup> 依據行政院主計處第三局之定義，都會區係指在同一區域內，由一個或一個以上之中心都市為核心，連結與此中心都市在社會、經濟上合為一體之市、鎮、鄉(稱為衛星市鎮)所共同組成之地區，且其區內人口總數達三十萬人以上。本文所指都會區乃為中心都市，而都會區內之中心都市，須具備下列三項條件：(1) 人口數達二十萬人以上。(2) 居民百分之七十以上居住在都市化地區內。(3) 就業居民百分之七十以上是在本市、鎮、鄉工作。本文採第一項條件為判斷基準。由於各縣市主計資料日期不一致，但就長期而言人口總數為一穩定且變化不大的存量因素，因此本文根據各縣市主計資料中最新人口統計數作為判斷依據。



表一 金融控股公司之合併基本資料

樣本數	金控公司	成立日期	主體公司	主體公司		子公司		轉換基準日
				行業別	合併子公司	行業別	行業別	
1	華南金控	90/12/19	華南銀行	銀行	永昌證券	證券	90/12/19	
2					華南產險	產險		
3					永昌投信	投信	92/08/15	
4	富邦金控	90/12/19	富邦產險	產險	富邦銀行	銀行		
5					富邦證券	證券	90/12/19	
6					富邦人壽	壽險		
7					富邦投信	投信	91/08/28	
8					台北銀行	銀行	91/12/23	
9	國泰金控	90/12/31	國泰人壽	壽險	國泰銀行	銀行		
10					國泰產險	產險	91/04/22	
11					世華銀行	銀行	91/12/18	
12	開發金控	90/12/28	開發工銀	銀行	菁英證券	證券		
13					大華證券	證券	91/11/08	
14	玉山金控	91/01/28	玉山銀行	銀行	玉山票券	票券		
15					玉山證券	證券	91/01/28	
16					玉山投信	投信	92/09/16	
17	復華金控	91/02/04	復華證金	證金	復華證券	證券	91/02/04	
18					復華銀行	銀行	91/08/01	
19	兆豐金控	91/02/04	交通銀行	銀行	國際證券	證券	91/02/04	
20					中興票券	票券		
21					倍利證券	證券	91/08/22	
22					中國商銀	銀行		
23					中國產險	產險	91/12/31	
24	台新金控	91/02/18	台新銀行	銀行	大安銀行	銀行	91/02/18	
25					台証證券	證券		
26					台新票券	票券	91/12/31	
27	新光金控	91/02/19	新光人壽	壽險	新壽證券	證券	91/02/19	
28	國票金控	91/03/26	國際票券	票券	協和證券	證券		
29					大東證券	證券	91/03/26	
30	建華金控	91/05/09	建華銀行	銀行	建華證券	證券		
31					金華信銀	證券	91/05/09	
32	中信金控	91/05/17	中信銀行	銀行	萬通銀行	銀行	92/09/30	
33	第一金控	92/01/02	第一銀行	銀行	明台產險	產險		
34					一銀證券	證券	92/07/31	
35					建弘投信	投信		
36	日盛金控	91/02/05	日盛證券	證券	日盛銀行	銀行	91/02/05	
37					元信證券	證券	91/10/11	
38					日盛證券 (少數股權)	證券	92/12/31	

本文資料來源主要區分為兩部分，財務變數來自臺灣經濟新報資料庫，非財務變數以公開說明書為主，並以股東會年報為不足資料的補充，至於各公司簽證（或核閱）之會計師事務所則參考會計師查核（或核閱）報告。

## 肆、研究結果

## 一、相關統計資料分析

表二彙總實證模型各變數之敘述性統計量，其中，換股比率之平均數為 1.45，換言之，金控（或主體）公司一股平均換得被併子公司 1.45 股，其最大與最小換股比率分別為 0.374 與 6.0，顯示不同併購案例間換股比率之差異並不大；整體而言，各變數之平均數大多介於 0 至 6 之間，僅公司規模(SIZE)之 51.982 與員工人數(EMP)之 18.208 較大，且最大值分別高達 761.440 與 204.899，但由兩變數之中位數 7.702 與 3.225 來看，平均數之異常比值為右偏分配所造成。

表二 變數敘述性統計資料

變數	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值
ER	1.450	1.047	0.374	1.210	6.000
ROA	1.610	2.453	0.029	0.740	12.112
ROE	2.524	4.518	0.101	1.510	27.375
CFO	5.207	8.279	0.091	2.171	40.495
BV	1.280	0.451	0.616	1.173	2.960
EPS	6.146	21.409	0.113	1.023	129.562
SIZE	51.982	127.094	0.113	7.702	761.440
CPA	0.290	0.460	0.000	0.000	1.000
EMP	18.208	41.486	0.109	3.225	204.899
AGE	1.331	1.638	0.859	1.065	11.143
LOS	2.096	2.002	0.231	1.256	8.083
EMP_EDU	0.989	0.175	0.642	0.988	1.467
DE_EDU	1.119	0.464	0.364	1.000	2.750
DGH	1.347	1.506	0.088	0.732	6.590
POP	1.229	0.472	0.747	1.102	3.049
URBAN	0.891	0.295	0.374	0.829	1.577

a. ER	=	換股比率。	ROA	=	資產報酬率。
ROE	=	股東權益報酬率。	CFO	=	每股營業現金流量。
BV	=	每股淨值。	EPS	=	每股盈餘。
SIZE	=	公司規模。	CPA	=	簽證（或核閱）之會計師事務所。
EMP	=	員工人數。	AGE	=	員工平均年齡。
LOS	=	員工平均服務年資。	EMP_EDU	=	員工學歷程度。
DE_EDU	=	董事長與總經理最高學歷程度。	DGH	=	董監事持股比率。
POP	=	服務據點普及程度。	URBAN	=	服務據點集中都會區程度。

由表三之 Pearson 相關係數彙總表可發現，變數間相關係數達到顯著水準 0.01 者分別為資產報酬率(ROA)與服務據點集中都會區程度(URBAN)、股東權益報酬率(ROE)與員工人數(EMP)、股東權益報酬率(ROE)與員工學歷程度(EMP\_EDU)、股東權益報酬率(ROE)與服務據點普及程度(POP)、每股營業現金流量(CFO)與員工人數(EMP)、每股盈餘(EPS)與服務據點普及程度(POP)、員工人數(EMP)與員工學歷程度(EMP\_EDU)、員工學歷程度(EMP\_EDU)與服務據點集中都會區程度(URBAN)、服務據點普及程度(POP)與服務據點集中都會區程度(URBAN)共九組，為避免變數間相關係數過高產生之共線性問題影響迴歸模型的結果，本文另以變異數膨脹因子(Variance Inflation Factor, 簡稱 VIF)診斷模型之共線性問題。結果顯示所有變數之 VIF 皆在 7 以下，小於共線性過度影響模型結果之指標值 10，因此變數間之相關程度應在可容忍之範圍內。

表三 變數相關係數統計表

變數	ROA	ROE	CFO	BV	EPS	SIZE	CPA	EMP	AGE	LOS	EMP_EDU	DE_EDU	DGH	POP	URBAN
ROE	.206	1													
CFO	.026	.659**	1												
BV	-.123	-.027	.054	1											
EPS	-.059	-.059	.021	-.012	1										
SIZE	-.201	-.059	.165	-.128	-.053	1									
CPA	-.225	-.130	-.212	-.306	-.048	-.171	1								
EMP	.009	.745**	.550**	-.176	-.086	.228	-.102	1							
AGE	.200	.122	.344*	.040	-.036	-.031	-.123	.074	1						
LOS	-.202	-.026	.032	.281	-.054	.205	-.199	-.012	-.111	1					
EMP_EDU	-.356*	-.462**	-.382*	.264	-.012	-.186	-.176	-.502**	-.341*	.297	1				
DE_EDU	.110	.010	-.071	-.021	-.104	.182	-.249	-.060	.231	-.091	-.138	1			
DGH	.024	-.059	.164	.207	-.175	.157	-.343*	-.008	.024	.171	-.076	.250	1		
POP	.317	.639**	.385*	-.027	.451**	-.049	-.250	.378*	.065	-.111	-.368*	-.012	.029	1	
URBAN	-.455**	-.273	-.107	.089	-.081	.005	.230	-.269	-.212	.110	.559**	-.173	-.037	-.448**	1
ER	.191	.196	.294	.283	-.006	-.084	.000	.105	.736**	-.119	-.333*	.297	.034	.116	-.226

a. \*\* 顯著分別表示 1%、5% 的顯著水準。

b. ER = 接股比率。

ROE = 股東權益報酬率。

BV = 每股淨值。

EPS = 每股盈餘。

SIZE = 公司規模。

EMP = 員工人數。

LOS = 員工平均服務年資。

DE\_EDU = 董事長及總經理最高學歷程度。

POP = 服務據點普及程度。

URBAN = 服務據點集中都會區程度。

ROA =

CFO = 資產報酬率。

EPS = 每股營業現金流量。

CPA = 每帳盈餘。

AGE = 簽證(或核閱)之會計師事務所。

EMP = 員工平均年齡。

EMP\_EDU = 員工學歷程度。

DGH = 董事長持股比例。

URBAN = 服務據點集中都會區程度。

表四列示換股比率相對於各變數之比值分析，此一比值說明當平均值愈接近 1 時，愈能不偏地解釋換股比率之決定，然而此一不偏解釋是否具有一致性，則需進一步考量變異數。變數中除簽證（或核閱）會計師事務所(CPA)因虛擬變數的設定無法進行分析外，其餘變數之結果可發現，雖然多項變數的比值平均數皆在 0.5 與 1.5 的範圍內，但配合變異數之考量，僅有每股淨值(BV)、員工平均年齡(AGE)、董事長與總經理最高學歷程度(DE\_EDU)以及服務據點普及程度(POP)四項變數與換股比率較為接近。

表四 換股比率對單一變數比值分析

變數	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值
ROA	3.806	6.557	0.072	1.803	36.166
ROE	1.666	1.911	0.075	0.917	7.949
CFO	2.116	3.194	0.028	0.640	12.470
BV	1.156	0.823	0.464	1.020	4.493
EPS	1.929	2.059	0.010	1.134	8.255
SIZE	1.048	2.494	0.001	0.115	12.493
CPA	--	--	--	--	--
EMP	0.960	1.710	0.002	0.381	9.776
AGE	1.221	0.627	0.348	1.092	3.720
LOS	1.696	4.115	0.121	0.848	25.954
EMP_EDU	1.604	1.614	0.374	1.225	9.347
DE_EDU	1.427	0.886	0.340	1.148	3.485
DGH	2.809	3.103	0.210	1.894	14.403
POP	1.264	0.923	0.302	1.014	4.806
URBAN	1.920	1.956	0.345	1.479	11.635

a. ER	=	換股比率。	ROA	=	資產報酬率。
ROE	=	股東權益報酬率。	CFO	=	每股營業現金流量。
BV	=	每股淨值。	EPS	=	每股盈餘。
SIZE	=	公司規模。	CPA	=	簽證(或核閱)之會計師事務所。
EMP	=	員工人數。	AGE	=	員工平均年齡。
LOS	=	員工平均服務年資。	EMP_EDU	=	員工學歷程度。
DE_EDU	=	董事長及總經理最高學歷程度。	DGH	=	董監事持股比率。
POP	=	服務據點普及程度。	URBAN	=	服務據點集中都會區程度。

## 二、實證結果

表五列示包含財務與非財務變數(模型一)、單獨考量財務變數(模型二)以及非財務變數(模型三)之迴歸分析結果，結果說明如下：

### 1. 財務變數(模型一)

在主要模型(模型一)之下，財務變數中資產報酬率(ROA)的係數方向與預期一致，並且達到顯著水準 0.05，因此企業獲利能力影響換股比率之假說 1.1 得到支持，並與過去研究結果相符，即主併公司資產報酬率愈高，則合併溢價愈低(Cheng et al. 1989)，反之，被併公司資產報酬率愈高，則合併溢價愈高(Fraser and Kolar 1988; Palia 1993; Brewer et al. 2000)，此外，每股淨值(BV)之係數亦與預期方向一致，正向影響換股比率(顯著水準 0.01)，支持本文之假

說3, 而公司規模(SIZE)之係數並未達到顯著水準的結果可歸因於主併公司期望經由被併公司既有資產規模獲得市場參進的利益與規模較大之被併公司在合併後與主併公司於文化調合上之成本相互抵銷(Brewer et al. 2000)。而綜合考量每股淨值(BV)與公司規模(SIZE)兩變數之結果可發現合併雙方在考量公司價值時, 並非單獨以公司規模之大小作為依據, 在缺乏股價資料的情況下, 同時考量企業資產與負債的公司淨值為決定換股比率的重要因素。

## 2. 非財務變數(模型一)

至於在模型一的非財務變數方面, 員工平均年齡(AGE)以及董事長與總經理最高學歷程度(DE\_EDU)的係數方向與預期一致, 並分別在顯著水準0.01與0.05之下正向影響換股比率。此一結果說明了面對變化快速的金融環境, 員工平均年齡反映之忠誠與穩定度(Cole-Gomolski 1998)以及隨年齡所增加的工作滿意度(林妙雀與趙心潔 2000)對於公司永續經營的價值累積為不可或缺的重要資產; 再者, 公司在決定合併的過程中, 從合併對象的選擇到合併條件的協商, 負責決策制定與執行之董事長與總經理扮演重要的推手角色, 實證研究顯示具有較高學歷領導者的公司, 除了對於技術創新的接受度以及資訊處理的能力較佳外(Bantel and Jackson 1989), 由於其前瞻性的策略以及公司治理的相對提升, 公司的績效表現亦優於同儕(Thomas et al. 1991; Brown and Caylor 2004), 而此一結果與本文之發現相符, 假說7.2與8分別得到支持。此外除了員工平均年齡(AGE)以及董事長與總經理最高學歷程度(DE\_EDU)所表彰的員工與領導階層之內部價值的重要性外, 代表公司對外資訊價值的簽證(或核閱)會計師事務所(CPA)亦在顯著水準0.1下正向影響換股比率, 支持假說6之簽證(或核閱)會計師事務所(CPA)對換股比率具有顯著影響, 並且當合併雙方之簽證(或核閱)會計師事務所相同時, 查帳品質的認同並未給予處於賣方地位之被併公司有利的協商空間, 因此換股比率較大, 反之, 當簽證(或核閱)之會計師事務所不同時, 雖然對於品質認同度不同, 但相較於主併公司的非四大簽證(或核閱)會計師事務所, 被併公司經四大會計師事務所簽證(或核閱)<sup>13</sup>的高財報品質(Toeh and Wong 1993; Becker et al. 1998)在公司價值的認定上給予被併公司較多的協商條件, 因而產生較低的換股比率。

<sup>13</sup> 38件合併樣本中, 簽證(或核閱)之會計師事務所不相同者有7件, 且其中6件主併公司之簽證(或核閱)會計師事務所為非四大, 而被併公司之會計師事務所為非四大者僅兩件, 且其中一件雙方皆非四大。

表五 財務與(或)非財務因素對換股比率影響之迴歸分析

$$ER = \alpha_0 + \alpha_1 ROA + \alpha_2 ROE + \alpha_3 CFO + \alpha_4 BV + \alpha_5 EPS + \alpha_6 SIZE + \alpha_7 CPA + \alpha_8 EMP + \alpha_9 AGE + \alpha_{10} LOS + \alpha_{11} EMP\_EDU + \alpha_{12} DE\_EDU + \alpha_{13} DGH + \alpha_{14} POP + \alpha_{15} URBAN + \varepsilon \quad (1)$$

$$ER = \beta_0 + \beta_1 ROA + \beta_2 ROE + \beta_3 CFO + \beta_4 BV + \beta_5 EPS + \beta_6 SIZE + v \quad (2)$$

$$ER = \gamma_0 + \gamma_1 CPA + \gamma_2 EMP + \gamma_3 AGE + \gamma_4 LOS + \gamma_5 EMP\_EDU + \gamma_6 DE\_EDU + \gamma_7 DGH + \gamma_8 POP + \gamma_9 URBAN + \mu \quad (3)$$

自變數	預期符號	模型一		模型二		模型三	
		係數	t 值 <sup>(1)</sup>	係數	t 值 <sup>(1)</sup>	係數	t 值 <sup>(1)</sup>
Intercept	+/-	-0.394	-0.460	0.299	0.892	0.484	0.400
ROA	+	0.050**	1.958	0.092	1.145	--	--
ROE	+	-0.017	-0.300	-0.010	-0.163	--	--
CFO	+	0.007	0.509	0.039	0.835	--	--
BV	+	1.045***	4.010	0.661***	3.476	--	--
EPS	+	0.002	0.755	-0.000	-0.035	--	--
SIZE	+	-0.000	-0.416	-0.000	-0.637	--	--
CPA	+/-	0.779*	1.931	--	--	0.413	1.057
EMP	+	0.003	0.788	--	--	0.000	0.091
AGE	+/-	0.382***	6.993	--	--	0.440***	10.703
LOS	--	0.003	0.062	--	--	0.019	0.354
EMP_EDU	+	-1.166	-0.826	--	--	-0.424	-0.296
DE_EDU	+	0.562**	2.033	--	--	0.384**	1.737
DGH	+/-	-0.019	-0.379	--	--	0.016	0.404
POP	+	0.087	0.349	--	--	0.190	0.839
URBAN	+	0.089	0.252	--	--	-0.055	-0.139
Adjusted R <sup>2</sup>			0.568		0.056		0.460
F 值			4.24		1.36		4.50
樣本數			38		38		38

a. White 調整後 t 值\*\*\*、\*\*與\*分別表示 1%、5%與 10%的顯著水準。

b. ER	=	換股比率。	ROA	=	資產報酬率。
ROE	=	股東權益報酬率。	CFO	=	每股營業現金流量。
BV	=	每股淨值。	EPS	=	每股盈餘。
SIZE	=	公司規模。	CPA	=	簽證(或核閱)之會計師事務所。
EMP	=	員工人數。	AGE	=	員工平均年齡。
LOS	=	員工平均服務年資。	EMP_EDU	=	員工學歷程度。
DE_EDU	=	董事長與總經理最高學歷程度。	DGH	=	董監事持股比率。
POP	=	服務據點普及程度。	URBAN	=	服務據點集中都會區程度。

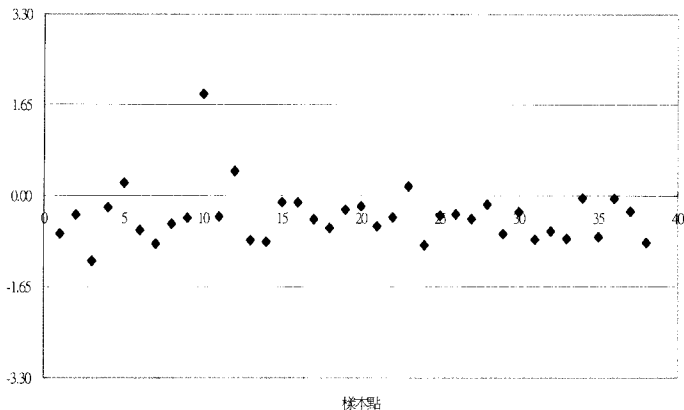
### 3. 換股比率未解釋成份(模型一)

另一值得注意之處是模型一截距項之不顯著結果,由於截距項反映了換股比率受到財務與非財務變數以外之因素所影響的部分,正值表示主併(被併)公司因其他因素考量而在併購價格中所收取(付出)之折價(溢價),反之,負值表示主併(被併)公司在併購價格中所付出(收取)之溢價(折價)。而實證結果中截距項之不顯著性說明模型外的其他因素對於主併或被併公司溢折價之支付與收取並無決定性的影響<sup>14</sup>。本文進一步將各樣本截距項與殘差之

<sup>14</sup> 合併溢折價之一般觀念係指購買價格高於被併公司市場價值之部分,國外相關研究多以購買價格除

和除以換股比率標準差, 並由圖一可發現此一標準化換股比率未解釋成份之分布, 除國泰產險併入國泰金控之換股比率未解釋成份呈現顯著正值外, 其餘樣本皆集中於正負 1.65<sup>15</sup>之間。

圖一 標準化換股比率未解釋成份分布圖



#### 4. 單獨考慮財務變數 (模型二) 與非財務變數 (模型三)

表五列示單獨考慮財務變數之模型二與非財務變數之模型三的迴歸結果, 在模型二之迴歸結果中可發現每股淨值(BV)對換股比率之正向影響達到 0.01 之顯著水準, 而模型三中員工平均年齡(AGE)以及董事長與總經理最高學歷程度(DE\_EDU)對於換股比率正向影響之顯著水準分別為 0.01 與 0.05。由模型二與模型三之比較可發現, 非財務變數的模型三對於換股比率之解釋能力 (46%) 較財務變數的模型二 (5.6%) 高出甚多, 進一步將兩模型結果與模型一對照, 模型二與模型三中呈現顯著之變數在模型一之下並未改變, 並且顯著水準亦相同, 因此模型一是將換股比率的決定因素作更為周延的考慮。再者, 模型一出現變數間之互補關係, 此一現象可由其解釋能力 (56.8%) 高於模型二與三加總 (51.6%) 的結果看出, 而該互補關係在過去以財務變數為主, 或是加入特定非財務變數的討論中無法呈現。

以被併公司股東權益之帳面價值予以衡量。在國內部分參與合併之公司並未上市 (櫃), 無股價資料的情況下, 無法以溢折價之一般觀念進行討論。再者, 若不考慮以被併公司帳面價值取代其市場價值所產生之偏誤, 欲以國外相關研究中之定義予以衡量溢折價, 在國內金控合併以換股比率為對價之表示下, 必須進一步考慮換股比率轉換購買價格之問題。本文所稱合併價格之溢折價係指換股比率扣除模型解釋變數相關影響後之部分。

<sup>15</sup> 標準化常態分配下顯著水準 0.1 的雙尾檢定臨界點。

### 三、敏感性分析

由於變數之不同定義可能對於模型的分析產生影響，因此本文針對公司規模(SIZE)之不同定義、金控（或主體）公司與合併子公司之業務性質(ID)、合併前三個月與六個月大盤之台灣加權股價指數漲（跌）幅(IN3, IN6)、股價(PRICE)以及其他相關變動進行敏感性分析，以求實證結果的穩健，說明如下：

#### 1、公司規模(SIZE)

對於公司規模(SIZE)，本文以「淨營收」取代原模型中之「總資產」，而此一改變對於原模型解釋變數的顯著性並無任何影響（見表六模型四所示）。

#### 2、業務性質(ID)

金融機構併購的原因中，如何能提供全面金融服務，進而提升市場競爭力，亦可能為重要考量因素。例如：花旗集團與旅行家集團合併案例，藉由合併互補金融長短，提供保險、證券、金融等全方位服務。由於我國金融控股公司法提供異業結合的法源依據，金融機構得以從事多角化經營，為衡量換股比率是否因多角化經營的考量而受到影響，本文在模型中另以虛擬變數(ID)捕捉金控（或主體）公司與合併子公司的業務性質是否具有同質性，亦即此變數在合併雙方的業務性質不同時為1，相同時為0。由表六模型五的實證結果可發現，此一業務性質相同與否的考量對於原模型中係數呈現顯著結果的變數並無太大影響，亦僅些微提升資產報酬率(ROA)的顯著性，而每股盈餘(EPS)對換股比率則由不顯著轉為顯著的正向影響。此外，表業務性質的虛擬變數(ID)之係數則在顯著水準0.05下正向影響換股比率，亦即不同業務性質的合併會降低金控（或主體）公司的合併成本。





表六 敏感性分析

自變數	預期符號	模型四 <sup>(1)</sup>		模型五	
		係數	t 值 <sup>(2)</sup>	係數	t 值 <sup>(2)</sup>
Intercept	+/-	-0.357	-0.446	-0.590	-0.742
ROA	+	-0.357	-0.446	0.088***	2.976
ROE	+	0.061**	2.142	-0.013	-0.249
CFO	+	-0.026	-0.418	0.019	1.103
BV	+	0.004	0.316	0.019	1.103
EPS	+	1.055***	4.038	1.155***	4.882
SIZE	+	0.003	0.782	0.007**	1.872
CPA	+	0.004	0.656	-0.000	-0.847
EMP	+/-	0.809*	1.982	0.702*	1.925
AGE	+	0.001	0.214	0.001	0.413
LOS	+/-	0.386***	7.433	0.321***	4.506
EMP_EDU	-	-0.014	-0.338	-0.024	-0.564
DE_EDU	+	-1.136	-0.874	-1.500	-1.066
DGH	+	0.530**	2.106	0.672**	2.390
POP	+/-	-0.022	-0.444	-0.049	-0.823
URBAN	+	0.042	0.163	-0.086	-0.349
ID	+	0.085	0.256	0.210	0.553
ID	+/-	--	--	0.567**	2.383
Adjusted R <sup>2</sup>		0.574		0.587	
F 值		4.32		4.28	
樣本數		38		38	

a. White 調整後 t 值\*\*\*、\*\*與\*分別表示 1%、5%與 10%的顯著水準。

b. SIZE 定義為淨營收。

c. ER	= 換股比率。	ROA	= 資產報酬率。
ROE	= 股東權益報酬率。	CFO	= 每股營業現金流量。
BV	= 每股淨值。	EPS	= 每股盈餘。
SIZE	= 公司規模。	CPA	= 簽證(或核閱)之會計師事務所。
EMP	= 員工人數。	AGE	= 員工平均年齡。
LOS	= 員工平均服務年資。	EMP_EDU	= 員工學歷程度。
DE_EDU	= 董事長與總經理最高學歷程度。	DGH	= 董監事持股比率。
POP	= 服務據點普及程度。	URBAN	= 服務據點集中都會區程度。

### 3、三個月與六個月大盤之台灣加權股價指數漲(跌)幅(IN3, IN6)

因為股價為衡量公司價值的客觀指標,因此本文分別以各合併樣本之轉換基準日前三個月以及六個月期間大盤之台灣加權股價指數漲(跌)幅予以衡量股價資訊,以檢視換股比率的決定是否受到當時股價走勢之影響,而實證結果發現(見表七),在原模型中顯著影響換股比率的變數其顯著性並未因三個月加權股價指數漲(跌)幅(IN3)或六個月加權股價指數漲(跌)幅(IN6)的加入而受到任何影響,唯一不同者僅有每股盈餘(EPS)在包含六個月加權股價指數漲(跌)幅(IN6)的模型七之下由不顯著轉變為顯著正向影響換股比率,至於三個月加權股價指數漲(跌)幅(IN3)與六個月加權股價指數漲(跌)幅(IN6)兩變數對於換股比率本身並無顯著影響。

表七 敏感性分析

自變數	預期符號	模型六		模型七	
		係數	t 值 <sup>(1)</sup>	係數	t 值 <sup>(1)</sup>
Intercept	+/-	-0.332	-0.385	0.159	0.154
ROA	+	0.050**	2.000	0.066**	2.472
ROE	+	-0.015	-0.243	0.013	0.296
CFO	+	0.007	0.496	0.005	0.406
BV	+	1.027***	3.670	0.959***	3.797
EPS	+	0.004	0.786	0.009**	1.831
SIZE	+	-0.000	-0.524	-0.000	-0.168
CPA	+/-	0.762*	1.807	0.570*	2.009
EMP	+	0.003	0.862	0.003	0.796
AGE	+/-	0.382***	6.944	0.339***	4.538
LOS	-	0.001	0.024	-0.059	-1.262
EMP_EDU	+	-1.155	-0.809	-0.817	-0.677
DE_EDU	+	0.560**	2.014	0.398**	2.045
DGH	+/-	-0.013	-0.237	0.044	1.078
POP	+	0.027	0.086	-0.326	-0.959
URBAN	+	0.076	0.207	-0.096	-0.282
IN3	+/-	0.173	0.439	--	--
IN6	+/-	--	--	0.794	1.587
Adjusted R <sup>2</sup>		0.548		0.580	
F 值		3.81		4.19	
樣本數		38		38	

a. White 調整後 t 值\*\*\*、\*\*與\*分別表示 1%、5%與 10%的顯著水準。

b. ER = 換股比率。 ROA = 資產報酬率。  
 ROE = 股東權益報酬率。 CFO = 每股營業現金流量。  
 BV = 每股淨值。 EPS = 每股盈餘。  
 SIZE = 公司規模。 CPA = 簽證(或核閱)之會計師事務所。  
 EMP = 員工人數。 AGE = 員工平均年齡。  
 LOS = 員工平均服務年資。 EMP\_EDU = 員工學歷程度。  
 DE\_EDU = 董事長與總經理最高學歷程度。 DGH = 董監事持股比率。  
 POP = 服務據點普及程度。 URBAN = 服務據點集中都會區程度。

#### 4、股價(PRICE)

本文雖以轉換基準日前三及六個月期間的加權股價指數漲(跌)幅衡量股價資訊,但因此結果所捕捉者為所有上市公司的加權股價,無法精確衡量參與合併之各公司的股價資訊,但因本文 38 件合併樣本中,合併雙方皆具股價資料的樣本數僅 19 件,本文嘗試以兩項變數之設計克服此一股價資訊不完全的情況,一是依據主併與被併公司兩者是否具有股價資料所決定的虛擬變數,即當主併與被併雙方皆有股價資料時為 1,否則為 0。另一變數則是主併與被併公司之股價比,而股價比的決定除了公開說明書中明確提及者外,原則上以各金控公司的董事會日期、股東會日期、計算基準日、轉換基準日、或換股比率報告提出日前 30 個交易日之平均股價為基礎,而當合併其中一方無股價資料時此一變數為 0。此一設計雖可捕捉較加權股價指數漲(跌)幅更為精確之個別股價資訊,但因兩變數之 VIF 分別達到 16 與 27,為避免因共線性問題產生偏誤,因此本文將公司個別股價資訊排除於換股比率決定因素的考量之外。

## 5、特殊觀察值之處理

為排除變數極端值過大之右偏分配對迴歸結果產生之影響，本文以兩種方式加以處理。其一是在模型一之下針對右偏分配較嚴重的公司規模(SIZE)與員工人數(EMP)兩項變數取自然對數值，而此一變動對於原模型變數之顯著性並未產生任何影響，僅截距項的係數由不顯著轉變為負向影響換股比率，顯著水準接近 0.1。另一種處理特殊觀察值的方式則是刪除部分變數之極端值，由於以最大值相較於中位數的比值觀之，每股盈餘(EPS)、公司規模(SIZE)與員工人數(EMP)三項變數之結果明顯高於其他變數，並且該項比值高達 60(員工人數)甚至 120 以上(每股盈餘)，因此本文將包含每股盈餘(EPS)、公司規模(SIZE)與員工人數(EMP)三項變數最大值之樣本點予以刪除，而三樣本點分別為元信證券併入日盛金控、建弘投信併入第一金控以及新壽證券併入新光金控。而實證結果顯示除資產報酬率(ROA)與簽證(或核閱)會計師事務所(CPA)兩項變數之顯著性些微提升以及公司規模(SIZE)顯著正向影響換股比率外，其餘結果大致相同。

## 6、其他

由於非財務變數對於換股比率具有顯著影響，為排除此一影響來自於變數衡量的不同選擇所造成，本文以公司成立年數為一控制變數<sup>16</sup>以及排除國外學歷 0.5 權重分別測試員工年齡(AGE)及董事長與總經理最高學歷程度(DE\_EDU)之顯著性是否改變，結果並未發現明顯變化。

## 伍、結論

近年來全面性的金融帝國逐漸地崛起，金融業的合併案件不斷，而換股比率的協商實為合併成功與否的重要關鍵，本文旨在探討金控公司合併換股比率之決定因素，此決定因素包括資產報酬率、股東權益報酬率、每股營業現金流量、每股淨值、每股盈餘、公司規模六項財務變數，以及簽證(或核閱)之會計師事務所、員工人數、員工平均年齡、員工平均服務年資、員工學歷程度、董事長與總經理最高學歷程度、董監事持股比率、服務據點普及程度以及服務據點集中都會區之程度九項非財務變數，並以主併與被併公司的相對比值進行迴歸模型之分析，並得到四點結論。第一，儘管眾多影響公司價值之非財務因素量化的困難度較高，但以本文自公開資訊中所得之非財務變數對換股比率之影響來看，其重要性不應忽視。第二，以調整後  $R^2$  觀之，同時包括財務與非財務變數的模型解釋力最高，值得注意者，此一解釋力高於單獨考量財務變數以及單獨考量非財務變數兩模型之總和，該現象說明財務與非財務變數間具有互補關係(Gonedes 1978; Banker et al. 1993; Amir and Lev 1996)，並且此一關係

<sup>16</sup> 由於併入兆豐金控之國際綜合證券設立日期無法取得，因此實際樣本數為 37 件。

無法單獨以財務或非財務變數予以捕捉，因此換股比率的決定應同時考慮財務與非財務因素的影響。第三，由不同模型之比較發現，當財務與非財務變數同時包含於模型中時，對於模型二中之財務變數「每股淨值」以及模型三中之非財務變數「員工平均年齡」及「董事長與總經理最高學歷程度」的顯著性並未有任何改變，亦即此一存量財務變數「每股淨值」實為決定換股比率的重要考慮因素，而非財務變數之「員工平均年齡」與「董事長與總經理最高學歷程度」則突顯包括員工及領導階層之公司內部價值的重要性。此外，當模型同時考量財務與非財務變數時，因變數間互補關係的存在，使得「資產報酬率」與「簽證（或核閱）之會計師事務所」對換股比率具有正向影響的重要性得以突顯。第四，換股比率之未解釋成份之分布雖然同時存在正值與負值，但此一成份對於換股比率並未產生顯著影響，因此當換股比率同時考量本文模型中之財務與非財務變數時，併購價格中並未存在主併或被併公司有顯著一致性的溢折價支付與收取。

由於國內金控公司之合併案例仍屬有限，因此至本文資料截止日止，研究樣本僅有 38 件，並且在子公司陸續加入金控公司之際，除金控公司本身資訊可得者外，本文仍以主體公司作為比較標的，然若主體公司與金控公司規模相差甚鉅，將使分析產生偏誤，此一限制可望隨金控公司之成立時間日久，各公司的財務與非財務資訊陸續公布，長期而完整之資料充分累積後加以解決。

## 參考文獻

- 王立偉，2002，不同類型製造業內企業市場價值與帳面淨值差異之研究，私立東海大學企業管理研究所碩士論文。
- 王行智與鄭秀玲，2000，「銀行併購風潮及其經濟效益評估」，臺灣經濟金融月刊，第三十六卷，第 11 期：37-48。
- 王瑞益，2003，金融控股公司合併換股比率之實證研究，私立長庚大學企業管理研究所碩士論文。
- 牟淑瑜，2000，銀行合併換股比率之實證研究，國立中山大學財務管理研究所碩士論文。
- 李玉菁，2002，談金融控股與合併—以富邦金控公司為例，國立中山大學財務管理研究所碩士論文。
- 李明道，2002，金融業合併之換股比率研究，國立臺灣大學國際企業學研究所碩士論文。
- 李秋瑜，2000，企業購併價格之財務評價探討—以台積電併購世大為例，國立

臺灣大學財務金融學研究所碩士論文。

李施穎, 2003, 金融控股公司購併行為之價值分析—以富邦金控購併台北銀行為例, 國立中正大學企業管理研究所碩士論文。

吳秀娟, 2000, 企業市場價值與淨值差異影響因素之研究—以我國資訊電子業為例, 國立政治大學會計學研究所碩士論文。

沈志賢, 2003, 實質選擇權用於金融機構合併之評價—以國泰金控、世華銀行為例, 國立臺灣大學國際企業學研究所碩士論文。

何雅惠, 1998, 銀行分支機構數與經營績效關係之研究, 國立成功大學企業管理研究所碩士論文。

吳曉蕊, 2003, 從平衡計分卡觀點探討金控公司換股比率之決定因素, 國立成功大學會計學研究所碩士論文。

周行一、陳錦村與陳坤宏, 1996, 家族企業、聯屬持股與公司價值之研究, 中國財務學刊, 第四卷, 第1期: 115-139。

林妙雀與趙心潔, 2000, 激勵性報酬、員工屬性與工作滿意度之研究—以台灣高科技產業為實證對象, 亞太管理評論, 第五卷, 第1期: 53-74。

林怡芳, 2002, 市場價值與帳面價值之差異探討—以IC設計產業為例, 國立臺灣大學會計學研究所碩士論文。

林純瓊, 1994, 股權結構、資本結構與經營績效—Jensen, Meckling and Fama理論之驗證, 中國財務學刊, 第一卷, 第2期: 1-20。

林瑾昌, 2001, 金融業非財務資訊與獲利能力關聯性之實證研究, 私立東海大學企業管理研究所碩士論文。

邱毅與張訓華, 1991, 股權結構、董事會組成與企業財務績效, 台北市銀月刊, 第二十二卷, 第5期: 11-32。

柯月絃, 2002, 銀行、證券及保險業最適評價之研究, 私立中華大學經營管理研究所碩士論文。

徐中琦與張鐵軍, 1993, 台灣地區本國規模經濟與範圍經濟之實證研究, 台灣銀行季刊, 第四十四卷, 第2期: 32-58。

俞海琴與周本鄂, 1994, 台灣地區上市公司董監事、關係人持股比率換托賓Q關係之研究, 管理評論, 第十三卷, 第5期: 79-98。

陳文館, 2003, 以一般化夏普決策法則看台灣金控換股比率, 私立長庚大學企業管理研究所碩士論文。

陳嘉桓, 2003, 金融機構跨業合併與合併議價之實證研究, 國立政治大學金融研究所碩士論文。

- 許雅婷，2003，金融控股公司評價模式選擇之研究，私立義守大學管理科學研究所碩士論文。
- 許詩鐸，2003，實質選擇權用於銀行合併評價—以台新、大安銀行為例，私立真理大學管理科學研究所碩士論文。
- 郭照榮、陳曉蓉與曾曉萍，2003，台灣銀行業合併換股比率之研究，國立中山管理評論，第十一卷，第1期：49-75。
- 張美玉，2002，探討金融控股公司的企業價值與風險評估—以台灣保險業為例，私立中原大學會計學研究所碩士論文。
- 張儷馨，2003，金融控股公司換股比率評價之研究，國立臺灣大學會計學研究所碩士論文。
- 黃田安，2003a，金控公司換股比率之研究—以兆豐金控為例，貨幣觀測與信用評等，第40期（3月）：95-101。
- \_\_\_\_\_，2003b，金控公司換股比率之研究（續）以兆豐金控為例，貨幣觀測與信用評等，第41期（5月）：56-63。
- 黃孟書，2001，股東權益價值評估模式之研究：以台灣上櫃證券業為例，私立長庚大學企業管理研究所碩士論文。
- 葉銀華與邱顯比，1996，資本結構、股權結構與公司價值關聯性之實證研究：代理成本理論，臺大管理論叢，第七卷，第2期：57-90。
- 廖秀梅，2003，董事會結構特性與公司績效關係之研究—探討台灣家族控制企業因素的影響，國立台北大學會計研究所博士論文。
- 鄭秀玲、陳欽奇與劉錦添，1997，「台灣中小企銀體系的成本結構及生產力之實證分析」，經濟論文叢刊，第25輯，第1期：45-72。
- 蔡基德，2001，資訊電子業市場價值與帳面淨值之差異探討，國立臺灣大學會計學研究所碩士論文。
- 蔡嘉文，2003，金融控股公司購併行為之價值分析—以國泰金融控股公司購併世華銀行為例，國立中正大學企業管理研究所碩士論文。
- 簡志豪，2001，影響智慧資本因子之研究—以我國上市資訊電子股為例，私立逢甲大學會計與財稅研究所碩士論文。
- 魏鈴容，2003，金控公司換股比率之研究—以玉山金控為個案分析，私立中興大學應用經濟學研究所碩士論文。
- Amir, E., and B. Lev. 1996. Value relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics* 22: 3-30.

- Ball, R., and P. Brown. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6 (2): 159-178.
- Banker, R. D., S. Das, and S. M. Datar. 1993. Complementarity of prior accounting information: The case of stock dividend announcement. *The Accounting Review* 68 (1): 28-47.
- Bantel, K. A., and S. E. Jackson. 1989. Top management innovations in banking: Does the composition of the top team make a difference? *Strategic Management Journal* 10 (Summer): 107-124.
- Becker, C. L., M. J. DeFond, J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam. 1998. The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research* 15: 1-24.
- Brewer, B., W. E. Jackson, and J. A. Jagtiani. 2000. Impact of independent directors and the regulatory environment on bank merger prices: Evidence from takeover activity in the 1990s. Working paper, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Brown, L. D., and M. L. Caylor. 2004. Corporate governance and firm performance. Working paper, Georgia State University.
- Cheng, D. C., B. E. Gup, and L. D. Wall. 1989. Financial determinants of bank takeovers. *Journal of Money, Credit and Banking* 21 (4): 524-536.
- Cole-Gomolski, B. 1998. Pay, hot tech block IT vets. *Computerworld* 32 (50): 1-2.
- DeAngelo, L. 1981. Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics* 3: 183-199.
- DeYoung, R., L. G. Goldberg, and L. J. White. 1999. Youth, adolescence, and maturity of banks: Credit availability to small business in an era of banking consolidation. *Journal of Banking & Finance* 23 (February): 463-492.
- Eckbo, E., and H. Langohr. 1989. Information disclosure, measure of payment, and takeover premiums: Public and private tender offers in France. *Journal of Financial Economics* 24 (October): 363-404.
- Feltham, G. A., and J. A. Ohlson. 1995. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 689-731.
- Fraser, D. R., and J. W. Kolari. 1988. Pricing small bank acquisitions. *Journal of Retail Banking* 10 (4): 23-28.
- Galosy, J. R. 1990. The human factor in mergers and acquisitions. *Training &*

*Development Journal* 44 (4): 90-95.

- Gonedes, N. 1978. Corporate signaling, external accounting, and capital market equilibrium: evidence on dividends, income and extraordinary items. *Journal of Accounting Research* (Spring): 26-79.
- Henderson, H., and A. Gart. 1999. Key variables explaining acquisition premiums for large commercial banks. *Bank Accounting & Finance* 12 (4): 29-33.
- Hogan, T. D., and L. R. McPheters. 1980. Executive compensation: performance versus personal characteristics. *Southern Economic Journal* 46 (4): 1060-1068.
- Hunter, W. C., and S. G. Timme. 1986. Technical change, organizational form and the structure of bank production. *Journal of Money, Credit and Banking* 18 (2): 152-166.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- \_\_\_\_\_, and R. Ruback. 1983. The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11: 5-50.
- McConnell, J. J., and H. Servaes. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27: 595-612.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20: 293-315.
- Nielsen, J. F., and R. W. Melicher. 1973. A financial analysis of acquisition and merger premiums. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8 (2): 139-148.
- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 661-687.
- Palia, D. 1993. The managerial, regulatory, and financial determinants of bank merger premiums. *The Journal of Industrial Economics* 41 (1): 91-102.
- Slusky, A. R., and R. E. Caves. 1991. Synergy, agency, and the determinants of premia paid in mergers. *The Journal of Industrial Economics* 39 (3): 277-296.
- Thomas, A. S., R. J. Litschert, and K. Ramaswamy. 1991. The Performance impact of strategy-manager coalignment: An empirical examination. *Strategic Management Journal* 12 (7): 509-522.
- Toeh, S. H., and T. J. Wong. 1993. Perceived auditor quality and earnings response



coefficient. *The Accounting Review* 68 (2): 346-367.

Travlos, N. G. 1987. Corporate takeover bids, methods of payment and bidding firms' stock returns. *Journal of Finance* 42 (4): 943-964.

Varaiya, N. P. 1987. Determinants of premiums in acquisition transactions. *Managerial and Decision Economics* 8: 175-184.

Walking, R. A., and R. O. Edmister. 1985. Determinants of tender offer premiums. *Financial Analysts Journal* 41 (1): 27-37.

