

合併子公司之綜效與市場反應

Synergy and market effect of subsidiary merging

黃志仁 Chih-Jen Huang

靜宜大學 財務金融系

Department of Finance, Providence University

溫宜豪 Yi-Haw Wen

台灣格雷蒙股份有限公司 稽核部

Department of Internal Auditor, Gredmann Taiwan Ltd.

摘要：國內、外有關合併購併的研究皆是針對非關係企業的水平合併、垂直合併或多角化合併。本文首度針對母公司將其子公司併入的事件，探討合併後的績效表現及宣告的市場反應。比較合併前後之合併報表，發現此類合併決策並無明顯的綜效產生。而投資人對此績效不彰的預期也反應在母公司的股價上，實証顯示合併子公司宣告會使母公司股價產生顯著為負的異常報酬，(-7,-1)期間之平均累積異常報酬(CAR)為-2.763%，(0,14)期間之平均CAR為-3.334%，顯示投資人認為母公司將子公司合併為一家法人可能為公司價值帶來負面損失。上述關於合併綜效和宣告效果的結論，皆與權益分割的相關研究相反。進一步檢視宣告效果之決定因素，發現「母公司合併前的營運績效較差」、「母、子公司非同屬相關產業」以及「母公司屬非電子業」會產生較為負面的宣告效果。此外，若宣告中提及此合併行為可改善財務透明度，反而會產生較為負面的宣告效果，此類宣示似乎反而讓投資人對母公司產生財務透明度方面的疑慮。最後，宣告後一年期間並未發現顯著的長期異常報酬。

關鍵詞：合併；母公司；子公司；綜效；市場反應

Abstract : Previous studies on merger and acquisitions (M&A) have been mostly focused on horizontal-, vertical-, or multi-M&A between unrelated enterprises.

This is the first study to focus on the events of subsidiary merging by examining the merger synergy and the market response. The main findings are: First, by comparing consolidated financial statements, we find no clear merger synergy, and investors predict that poor synergy will be reflected by the parent company's stock prices. Second, we find negative abnormal returns on parent stocks from the announcements (-2.763% average CAR on event period (-7,-1) and -3.334% on period (0,14)), indicating that investors consider subsidiary merging to be a strategy pursued by the parent company to write off equity. This conclusion about merger synergy and announcement effects is in opposite to the results obtained from the related study concerning divestiture. Third, more negative price impacts occur in events under the following conditions: a) when a parent company has poor previous performance, b) when the parent and subsidiary are in un-related industries, c) when the parent company is in a non-electronic industry, and d) when announcements of a merger action denote an improvement in financial transparency. Finally, we find no evidence of significant abnormal returns over a one-year period after the announcement.

Keywords: Merger; Parent; Subsidiary; Synergy; Market effect

1. 緒論

本文以母公司合併子公司事件為樣本，驗證是否有綜效產生、長短期市場反應、以及其決定因素。過去台灣大型企業常以成立子公司、策略聯盟及取得經營權等方式來擴充事業版圖。2000年至2002年期間，國內陸續通過實施「金融機構合併法」、「金融控股公司法」及「企業併購法」等合併和購併(Merge and Acquisition, M&A)相關法令，政府也努力削減法令限制、簡化核准程序及提供租稅誘因，以鼓勵國內企業進行M&A活動，於是企業便開始重新調整其資產組合，希望能創造出企業綜效。購併包括擴張與瘦身，除了追求規模經濟的擴張面，也包含整頓及退出的機制。例如，在2002年以後開始出現許多合併子公司的事件。為什麼企業要大費周章地把已經實質控制經營權的子公司進一步合併成一家法人組織？

主併公司能否藉由M&A活動來產生綜效，文獻上的結論並不一致。部分研究認為主併公司在進行M&A之後會產生綜效(Switzer, 1996; Healy et al., 1992)，有些研究則認為M&A之後主併公司的績效並沒有改善，甚至呈現衰退(Ghosh, 2001; Fowler and Schmidt, 1989)。林嬋娟、吳安妮(民81)發現主併公司購併後有達到營運綜效之效果，至於財務綜效則未顯現。本文檢視合併子公司宣告的內容，發現絕大部分都揭示此合併子公司的動作可以產生綜效利益¹。與上述文獻不同的是，本文之研究事件為母公司合併旗下子公司，使用合併報表才能適當表達企業整體之財務狀況及經營成果。因此，本文第一個研究目的，是分析事件公司的合併報表績效指標，驗證合併子公司的動作是否能夠為母公司創造綜效。

在具有效率的資本市場中，市場訊息宣告效果應能反應投資人對於合併事件的看法。文獻上的研究結果大多認為目標公司的確享有正的異常報酬，但在主併公司的股票報酬部分則較為分歧。認為主併公司有正的異常報酬的研究包括Asquith et al. (1983)、陳安琳、湯惠雯與許銘峻(民89)、孫梅瑞與陳隆麒(民91)及羅明敏與呂兆文(民90)等；認為主併公司有負的異常報酬的研究包括Mandelker (1974)、Sudarsanam et al. (1996)、Walker (2000)等；未發現主併公司有異常報酬的研究包括Jensen and Ruback (1983)、Amihud et al. (1990)、謝劍平與張峻傑(民85)等。上述事件研究往往因M&A磋商期過長，導致宣告日定義不明確之研究限制。本文以合併子公司為研究對象，磋商期短且大多在董事會通過兩日內即宣告，更能在宣告前後準確估計其短期宣告效果。本文第二個研究目的，是檢視市場投資人對於此類宣告的評價和反應，驗證母公司股價在宣告前後是否會產生異常報酬。本文以市場模型估計短期宣告效果，參照Loughran and Vijh (1997)的方法估計長期異常報酬。

有關M&A的研究指出，影響宣告市場反應的橫斷面因素包括主併公司過去的經營績效(Roll, 1986; Morck et al., 1990; 羅明敏與呂兆文，民90)、代理問題程度(Mitchell and Lehn, 1990; 張紹基與楊勝淵，民90)、相對規模(Asquith et al., 1983; Ninon and Kohers, 2000)、產業相關性(Morck et al.,

¹例如，2006年5月19日智冠(5478)公告董事會決議合併持股100%之子公司（玉鼎投資股份有限公司），宣告其併購目的為「促進企業整合並提高營運綜效，以因應未來產業發展暨提升公司競爭力」。

1990；Healy et al., 1992；孫梅瑞與陳隆麒，民91）、稅負利益²（Weston and Chung, 1983）、產業別（Cosh et al., 2005）、支付方式（Asquith et al., 1983；Travlos, 1987）以及是否有競爭對手（Bradley et al., 1988）。其中，「支付方式」和「是否有競爭對手」兩項因素並不適用於「母公司合併子公司」的案例。此外，本文大約四分之一的研究樣本在宣告中提及此合併事件有利於改善財務透明度。本文第三個研究目的，是探討母公司經營績效、代理問題程度、相對規模、產業相關性、稅負利益與財務透明度（兩個代理變數）、母公司產業別等八個變數對於市場反應的解釋能力。

最後，除了上述M&A的相關文獻，本文在此要討論另一個和合併子公司「對應」的事件：權益分割（Carve-outs）。權益分割是將持有之子公司股份釋放到公開交易市場之重整（Restructuring）行為。由於國、內外文獻仍無合併子公司的相關研究可供參考，雖然權益分割運作過程不能說和合併子公司「完全相反」，但其成熟的研究結果可作為本研究相當具有價值的對照。其相關研究發現，權益分割宣告會使母公司產生正的異常報酬（Schipper and Smith, 1986；Vijh, 1999；Mulhenin and Boone, 2000）。而權益分割之所以能帶給股東正面的財富效果，其重要的原因之一，是市場認為被分割的子公司獨自運作後會有較好的營運績效（Nanda, 1991；Vijh, 2002；Lamont and Thaler, 2003）³。對應於權益分割之研究結果，本文認為合併子公司事件可能無法為母公司帶來正面的營運綜效，甚至可能帶給股東負面的財富效果。

綜合以上所述，本文對於相關研究具有以下之貢獻：

1. 過去國、內外關於公司控制（Corporate control）的文獻都是針對非關係企業的水平合併、垂直合併或多角化合併，本文首度針對合併子公司的議題作深入研究，以補足公司控制研究領域在這個部分的不足。
2. 本文同時驗證綜效之顯著性、長短期宣告效果以及其橫斷面決定因素，對合併子公司議題提供完整的分析。

²大成長城企業在2002年合併其100%擁有股權之子公司，宣告中明白指出：「…根據企業購併法，本公司合併子公司可以享有租稅利益。…」

³權益分割能帶給股東正面的財富效果的其他原因還包括：讓不同體質的子公司建立合身的投資計畫（Schipper and Smith, 1986；Lamont and Thaler, 2003）、以利得償還負債的融資策略（Lang et al., 1995；Allen and McConnell, 1998）、使子公司管理者利益與股東利益更加一致（Allen and McConnell, 1998）等。

3. 本文納入權益分割之相關研究進行概念性的比較討論，擴展了企業重整（Corporate Restructuring）的研究廣度。

本文第貳部份敘述本文之研究方法、選樣標準與資料來源。第參部份討論實證結果。第肆部份整理本文重點及結論。

2. 研究方法與資料來源

2.1 合併報表績效之比較

M&A 活動所產生的綜效可分為營運綜效、市場綜效和財務綜效。依據營運綜效理論，企業基於股東價值極大化的動機，藉由 M&A 可達到提高效率及降低營業費用等好處。同樣地，將已擁有實質控制權之子公司合併為一家法人組織，營運資源的整合可能是重要的考量。本文驗證資產報酬率和營業費用率(Ansoff et al., 1971；孫梅瑞與陳隆麒，民91)來觀察合併子公司活動是否能產生營運綜效。

依據市場綜效理論，經由合併活動企業可達到更高的市場佔有率，產生市場壟斷效益。本文驗證營收成長率及資產週轉率(孫梅瑞與陳隆麒，民91)來觀察合併子公司活動是否能產生市場綜效。最後，依據財務綜效理論，M&A 可以達到風險分散及資金互保的好處。合併子公司成為同一個法人組織，資金運用明顯更加靈活。本文驗證負債比率與利息保障倍數(林嬋娟與吳安妮，民81；翁家絹，民89；林永隆，民87)來觀察合併子公司活動是否能產生財務綜效。各績效指標之定義彙整於表1，本文預期：

H1：合併子公司之後的績效表現優於合併之前。

所謂績效是指營運、市場和財務三類績效，若觀察到合併後各項指標優於合併前之指標，則支持假說H1。過去以財務績效探討合併效益的研究，大多單獨驗證「主併」公司績效指標之變化，例如以購併前三年與購併後三年的平均值進行差異性檢定。本文之績效指標取自合併報表年資料，以確實反應集團企業整體之績效變化。此外，因合併子公司截至 2004 年之事件並不多(58件，參表2)，若要檢視合併後三年的年報，則研究樣本僅能擷取2002年以

前的事件(25件)。因此，本文以宣告日為事件日，取合併前三年之平均績效與合併後一年之績效進行差異性檢定⁴。

表1 衡量營運綜效、市場綜效與財務綜效之績效指標

衡量綜效	績效指標	定義
營運綜效	資產報酬率	稅前息前淨利/平均資產總額
	營業費用率	營業費用/營業收入淨額
市場綜效	營收成長率	(本期營業收入淨額-前期營業收入淨額)/前期營業收入淨額)
	資產週轉率	營業收入淨額/平均資產總額
財務綜效	負債比率	負債總額/淨值總額
	利息保障倍數	稅前息前淨利/利息支出

表2 合併子公司事件之年度分佈

年 度	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Total
事件次數	1	4	7	13	14	19	58

樣本為台灣1999至2004年期間母公司完成合併子公司的58個觀察事件·母公司為台灣證券交易所公開上市或上櫃市場交易的公司。

⁴本文並未以「合併基準日」作為比較財務績效之事件日，原因說明如下：本研究觀察事件共 58 家，其中有 2 家合併生效之後才公告。公告之後才合併生效的 56 家，其公告日距合併基準日平均為 102.62 天，其中 8 家公告日與合併基準日分屬不同年度，這 8 家中有 5 家合併基準日落在隔年第一季。亦即，本文目前擷取公告日下一年之合併報表年報資料，應最能捕捉其合併綜效。

2.2 合併子公司宣告之市場反應

1. 短期宣告效果

本文以事件研究法估計合併子公司宣告之短期異常報酬(Abnormal Return, AR)。宣告日為母公司於證券暨期貨市場發展基金會資料庫(SFI)重大訊息公告上，首次宣告合併子公司訊息之日期 ($t=0$)。若當日非交易日，則以次一日為宣告日。事件期為宣告日前25個交易日至宣告日後25個交易日。以市場模型 (Market Model) 估計預期報酬⁵，估計期間為宣告日前125個交易日至宣告日前26個交易日。市場模型係數以一般化最小平方法估計，市場報酬率為上市和上櫃兩個市場的市值加權平均日報酬率。個別事件之AR由事件期個別樣本實際報酬減去預期報酬率。將事件期每日AR累計後，即可算得累計異常報酬率(Cumulated Abnormal Return, CAR)。本文採傳統法 t 檢定 (有母數檢定, Brown and Warner, 1980)⁶及一般化符號檢定 (無母數檢定, Cowan, 1992) 兩種方式來檢測AR及CAR是否顯著異於0，以增加檢定結果之穩健性。傳統法 t 檢定之檢定統計量為：

$$t_0 = \frac{\bar{\hat{r}}_t}{\sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \hat{\sigma}_{ri}^2}} \sim N(0,1) \quad (1)$$

其中，

$$\sigma_{ri}^2 = \sigma_i^2 \left[1 + \frac{1}{100} + \frac{(R_{mt} - \bar{R}_m)^2}{\sum_{j=-125}^{-26} (R_{mj} - \bar{R}_m)^2} \right], \quad \sigma_i^2 = \left[\frac{1}{99} \sum_{t=-125}^{-26} \hat{\varepsilon}_{it}^2 \right], \quad R_{mt} = \text{市場 } t \text{ 期的}$$

$$\text{報酬率}, \quad \bar{R}_m = \frac{1}{100} \sum_{j=-125}^{-26} R_{mj}.$$

⁵周賓鳳與蔡坤芳(民85)指出，針對台灣的股價特性，各種估計預期報酬率的模式中，以市場模型表現最佳。

⁶本文亦曾以Brown and Warner (1985)之橫斷面獨立法 (Cross-sectional independence test) 進行 t 檢定，結果與傳統法 t 檢定一致。

一般化符號檢定之檢定統計量為：

$$t = \frac{(N_t^+ - N\hat{P})}{\sqrt{N\hat{P}(1-\hat{P})}} \xrightarrow{a} N(0,1) \quad (2)$$

其中， N 為總公司家數， N^+ 為正的AR公司家數， $\hat{P}$ 的估計如下：

$$\hat{P} = \frac{1}{58 * 151} \sum_{i=1}^{58} \left[\sum_{t=-125}^{-1} I(AR_{it} > 0) + \sum_{t=0}^{25} I(AR_{it} > 0) \right]$$

$$I(A) = \begin{cases} 1, & \text{if } A \text{ is true} \\ 0, & \text{otherwise} \end{cases}$$

2. 長期異常報酬

Loughran and Vijh (1997)發現主併公司在購併之後5年期間的累積異常報酬(Buy and hold abnormal returns, BHAR)為-6.5%，但統計上並不顯著⁷。Mitchell and Stafford (2000)同時以BHAR、Fama and French (1993)三因子模型和月平均異常報酬(Mean monthly calendar-time abnormal returns, AMAR)估計長期異常報酬，亦發現類似於Loughran and Vijh (1997)的結果。本文參照Loughran and Vijh (1997)的方法估計合併子公司宣告後1年的長期異常報酬，定義為樣本公司與對照組公司之1年期買進持有報酬率的差額。估計步驟說明如下⁸：

- (1) 以台灣上市(櫃)一年以上之所有公司為挑選對照組公司的字集合。每年分別估計一條迴歸式，以1年買進持有報酬率為被解釋變數，以公司規模(前一年底市值之對數值，SIZE)和帳面市價比(對數值，BM)為解釋變數⁹。

⁷Loughran and Vijh (1997)另外分析不同支付方式與購併型態的影響，發現換股(現金支付)方式會有顯著為負(正)的BHAR，合併(收購, tender offer)方式會有顯著為負(正)的BHAR。

⁸本文較少的樣本數散佈於6年的研究期間，其中3年的觀察事件為個位數，每個月重組calendar-time投資組合較無意義。雖然Fama (1998)指出BHAR方法未考慮異常報酬序列相關的問題，且隨著估計期間拉長會產生波動增強的現象，但本文僅估計1年的BHAR，因此較不受此問題影響。

⁹由於本文合併子公司之觀察事件數偏低，並非平均分配於不同程度的SIZE與BM，因此以SIZE與BM兩個變數來篩選對照組公司更形重要。

- (2) 擷取(1)中之估計係數(b_0 、 b_1 和 b_2)，代入公司個別之SIZE和BM值計算F值($F = b_0 + b_1 * SIZE + b_2 * BM$)，以F值衡量該公司對應於SIZE和BM之要求報酬率。1998至2004每年依據F值將各公司加以排序。F值最接近事件公司者即為對照公司¹⁰。
- (3) 計算事件公司和對照公司自宣告日隔日起1年期間之買進持有報酬率，兩者之差額即為BHAR。

理論上，若合併子公司可產生綜效(H1為真)，則可預期此類宣告會產生正的市場反應。由於文獻上關於主併公司之市場反應結果相當分歧，因此本文未提出對應之假說。

2.3 影響合併子公司市場反應之因素

依據相關文獻，影響合併子公司市場反應之因素彙整說明如下：

1. 母公司過去績效 (Parent's Previous Performance, PPP)。

根據管理效率理論，主併公司過去經營績效越好，市場自然越能認同其經營和整合資源的能力，預期M&A宣告會有較高的宣告效果。然而根據傲慢假說(Roll, 1986)，PPP越好的公司，其經理人會有高估目標公司之現象。因此主併公司PPP越好，反而使購併利得減少 (Rau and Vermaelen, 1998; 謝劍平與張竣傑，民85)。本文被合併之子公司為主併公司之實質控制公司，兩者之間資訊不對稱程度幾乎等於零，因此較不易發生傲慢假說的情況。本文以Tobin's Q 衡量PPP，預期與合併子公司市場反應呈正相關。

2. 代理問題程度 (母公司之自由現金流量, Free Cash Flow, FCF)。

在非股東價值極大化理論下進行M&A，最廣為討論的是代理問題。Jensen (1986, 1989)的自由現金流量假說指出，企業FCF越少，可避免經理人在極大化本身利益下從事不具效率的投資，且經理人亦無法在支付所有淨現值大於0之投資支出後，出現浪費多餘資金之代理問題。Mitchell and Lehn (1990)、張紹基與楊勝淵 (民90)之研究結果即支持代理問題對主併公司績效表現有負面影響。因此，預期FCF與合併市場反應呈負相關。

3. 子母公司之相對規模 (Relative Size, RS)。

相對規模的大小程度，可能會產生影響主併公司整合運用目標公司之資

¹⁰事件公司之BM為宣告日隔日之股價乘以流通在外股數。

產及經營效率改善的能力。Franks et al. (1991) 認為目標公司相對規模越大，主併公司績效受其影響越大。張紹基與楊勝淵(民90)對於台灣購併事件的研究則得到相反的結果，認為目標公司相對於主併公司的規模越大，主併公司績效改善幅度越小。因此，RS對合併市場反應之影響本文不作預期。

4. 產業相關性 (Industrial Relevance, IR)。

理論上而言，基於產業的資訊以及學習效果，企業從事相關購併所產生的營運績效應優於非相關購併。購併一個與自己產業相關的公司較易於整合，也更能有效運用資源、創造綜效。Healy et al. (1997) 指出企業在投資本身熟悉的產業時，對於通路的控制具有較高的支配力量，因而績效表現也較投資在不同的產業或市場為高。Amihud and Lev (1981) 認為，非相關購併並無法像相關產業購併一樣，能使主併公司原有之資源獲得更充分之運用，因此非相關合併對母公司之股東權益會有負面影響。在風險分散方面，非相關購併的確能藉由經營不同產業來分散公司整體之營運風險。反之，Beatty (1994)認為企業投資在相同產業時，由於企業邏輯以及所需的管理技能類似，風險反而會較其他類型的購併為低。Mueller (1969) 認為非相關購併(複合式購併)可以擴大公司規模，進而提高管理人員之薪資。同時Lewellen (1971) 指出，非相關購併可創造財務綜效。由於相關研究的結果相當不一致，因此IR對合併市場反應之影響本文不作預期。

5. 稅負利益 (Tax Benefits, TB)。

Weston and Chung (1983)指出，企業進行多角化合併有時是想利用政府所提供的稅負優惠，或是經由企業間盈、虧互抵的結合，來達到節稅的目的。另外，企業為了避免遭受雙重課稅，寧願把利潤拿來從事轉投資（例如M&A）。同樣的，為了節省稅捐負擔，獲利佳且稅率級距高的公司也會有動機運用稅法上之優惠，在適當時機合併呈現鉅額虧損的子公司來抵減本身的盈餘，以減少應繳的稅額。此外，「企業購併法」中亦有租稅減免的優惠措施。因此，預期有TB之合併事件會有較高的市場反應。

6. 財務透明度(Financial Transparency, FT)。

Brounen et al. (2001)實証顯示，股價會充分反應投資者對財務透明度的關心。本文針對以下兩種財務透明度的定義做探討：(1)被合併之子公司不屬於上市或上櫃之公司時，合併後整體的財務透明度將增加，預期會有較高的市場反應。(2)合併宣告中若提及此合併事件可改善財務透明度，預期會有較高的市場反應。

7. 產業別(Industry, IND)。

IND為虛擬變數，若母公司屬電子業為1，其他為0，預期母公司屬電子業時會有較高的市場反應。

本文從兩個方向來檢驗上述因素對於市場反應的可能影響。第一，分群差異性檢定。以上述因素作為樣本分群標準，若為虛擬變數則按1和0分成兩組，其餘變數按中位數將樣本分為高低兩組，分別計算平均CAR，以t 檢定檢視是否具有顯著差異。第二，以複迴歸模型檢視上述變數對於市場反應之橫斷面解釋能力，模型如下：

$$CAR=a_0+a_1*PPP+a_2*FCF+a_3*RS+a_4*IR+a_5*TB+a_6*FT1+a_7*FT2+a_8*IND+\varepsilon \quad (3)$$

其中，

PPP : (母公司當期之權益市值+長期負債+短期負債)/資產總額；

FCF : 合併前三年平均自由現金流量／合併前三年平均資產總額；

RS : 子公司淨值／母公司淨值；

IR : 為虛擬變數，相關產業合併為1，非相關產業合併為0；

TB : 為虛擬變數，合併宣告中提及有稅負利益為1，其他為0；

FT1 : 為虛擬變數，子公司不屬於上市、上櫃或興櫃之公司為1；其他為0；

FT2 : 為虛擬變數，合併宣告中提及此合併事件可改善財務透明度為1；其他為0；

IND : 為虛擬變數，母公司屬電子業為1，其他為0。

2.4 資料來源

本文研究期間為1999年1月1日至2004年12月31日，選樣標準如下：

1. 母公司為台灣證券交易所公開上市或上櫃交易的公司。
2. 必須為合併持股達百分之五十以上之子公司或依財務準則公報認定有實質控制權之子公司。
3. 合併宣告須經由證券暨期貨市場發展基金會資料庫 (SFI) 重大訊息公告。針對每一個事件，於光碟資料庫中查詢「經濟日報」或「工商時報」進行合併相關內容的比對。此外，只有確實完成合併計畫者才視為有效樣本。

4.金融業與一般產業之M&A活動性質、法令政策、績效衡量等方面差異頗大，故金融業公司不列入研究範圍。

公司股價交易資訊及相關財務資料，擷取自台灣經濟新報資料庫。研究期間內符合上述採樣標準的合併子公司事件共有58個。由表2可知，其中約80%發生在2002年（含）以後，其中以2004年的19件最多。在產業別方面，母公司屬電子業明顯居多（28件，未列示於表中），約為總樣本數的一半。

3. 實證結果與分析

3.1 合併報表財務績效前後之比較

本節驗證代表營運綜效（資產報酬率和營業費用率）、市場綜效（營收成長率及資產週轉率）和財務綜效（負債比率與利息保障倍數）的各項合併報表績效指標，在母公司合併子公司前後是否有顯著差異。由表3可發現中位數普遍小於平均數，各項指標的分配型態似乎傾向右偏，可見右側的極端值影響平均數較為明顯。在平均數方面，除了利息保障倍數之外，其餘五種績效指標在合併後一年的值皆未優於合併前三年平均。在中位數方面，合併後也只有利息保障倍數和營業費用率的值優於合併前¹¹。檢定結果顯示，六項指標的平均數（t值）和中位數（z值）在合併前後並無顯著差異，顯示三種綜效在合併子公司之後並未產生。

可能本文所驗證的「合併後一年績效」的時間太短，母、子公司之間整合運作的綜效尚未顯現在報表上，因而得到這樣的驗證結果。針對此種可能性，本文以兩種方式作進一步的敏感性分析：(1)以2003年（含）以前的樣本（共39），比較績效指標合併前三年平均與合併後兩年平均；(2)以2002年（含）以前的樣本（共25件），比較績效指標合併前三年平均與合併後三年平均。此外，本文亦分別針對電子(N=28)和非電子業(N=30)兩個子樣本進行分析比較，以驗證不同的產業特性是否會有不同的綜效產生。上述三種驗證結果皆與表3類似，檢定結果顯示這六種績效指標在合併前後期間並無顯著差異（未列示於表中）。

¹¹營業費用率和負債比率降低視為有綜效產生。

表3 績效指標之敘述統計量與差異性檢定

	最小值		最大值		平均數		t 值	中位數		Z 值
	前三年 平均	後一年	前三年 平均	後一年	前三年 平均	後一年		前三年 平均	後一年	
資產報酬率	-0.062	-0.323	0.177	0.198	0.073	0.053	-0.051	0.070	0.050	-0.339
營業費用率	0.033	0.031	0.581	0.552	0.142	0.151	0.529	0.119	0.112	-0.057
營收成長率	-0.001	-0.279	1.082	2.049	0.265	0.264	-0.116	0.234	0.208	-0.981
資產週轉率	0.302	0.214	2.965	2.462	1.008	0.969	-0.250	0.980	0.832	-0.505
負債比率	0.312	0.249	6.609	4.160	1.393	1.459	0.581	1.149	1.254	0.849
利息保障倍數	-2.939	-5.297	92.891	234.776	11.919	20.677	1.100	5.398	7.219	1.086

樣本為台灣1999至2004年期間母公司完成合併子公司的58個觀察事件。母公司為台灣證券交易所公開上市或上櫃市場交易的公司。資產報酬率為稅前息前淨利除以平均資產總額。營業費用率為營業費用除以營業收入淨額。營收成長率為本期營業收入淨額減前期營業收入淨額再除以前期營業收入淨額。資產週轉率為營業收入淨額除以平均資產總額。負債比率為負債總額除以淨值總額。利息保障倍數為稅前息前淨利除以利息支出。t值為 $H_0: u_1 - u_2 = 0$ 之檢定統計量，驗證各績效指標平均數在合併子公司之前三年平均與合併後一年之間是否有顯著差異。z值為Wilcoxon rank-sum test之檢定統計量，驗證各績效指標在合併子公司之前三年中位數與合併後一年之間是否有顯著差異。

3.2 合併子公司之市場反應

圖1為(-25,25)事件期全樣本、電子業和非電子業子樣本之累積異常報酬(CAR)。表4 Panel A為母公司股價在合併子公司宣告(-25,25)事件期內每日之平均異常報酬(AR)，以及檢定AR是否異於0之傳統法t值和一般化符號檢定t值。事件期51天中有36個事件日有負的平均AR。由圖1之CAR走勢明顯可看出，負的平均AR主要集中在(-7,14)，此期間22天中有18個事件日有負的平均AR，而(-25,-8)和(15,25)期間之CAR走勢則相對較為平緩。圖1中也可明顯看出非電子業樣本在宣告期間面臨較大程度的短期負異常報酬。

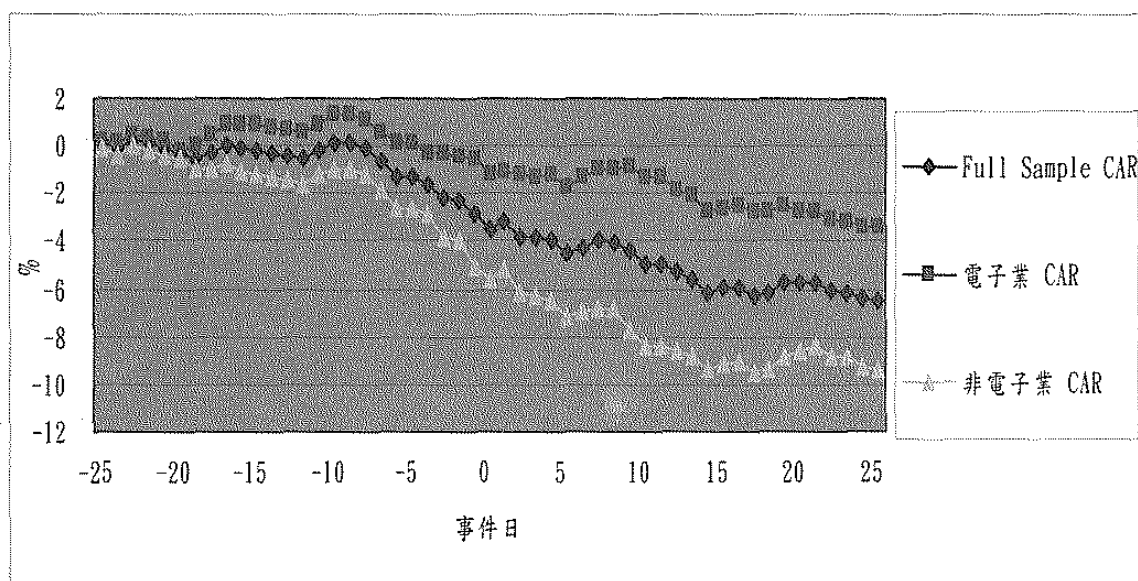


圖1 累積異常報酬(CAR)

在檢定結果方面，傳統法t值或一般化符號檢定t值至少有一項檢定達顯著水準的事件日為-24, -7, -6, -3, -1, 0, 2, 5, 9, 10, 14和22等12個事件日。這12個事件日大多集中在(-7,14)，此期間內並有-7, -6, -3, 0, 5, 14等6個事件日傳統法t值和一般化符號檢定t值皆達顯著水準。因此，表4 Panel B進一步針對(-7,-1)和(0,14)兩段期間計算CAR並進行檢定。(-7,-1)期間之平均CAR為-2.763%（傳統法t值為-1.752、達10%顯著水準；一般化符號檢定t值為-2.177、達5%顯著水準），(0,14)期間之平均CAR為-3.334%（傳統法t值和一般化符號檢定t值分別為-1.850和-1.905、皆達10%顯著水準）。

在長期異常報酬方面，表4 Panel B顯示宣告後一年期間母公司有4.012%的平均長期異常報酬(BHAR)。但由於標準差高達36.743%，統計上並未顯著異於0。綜而言之，合併子公司宣告會使母公司股價產生顯著為負的短期宣告效果，且在宣告之前第7天就開始反應，顯示市場投資人認為母公司將子公司合併為一家法人可能為公司價值帶來負面損失。但此負面效果似乎在短期內即反應完畢，實證結果並未發現宣告後1年期間母公司股價有顯著之長期異常報酬。

表4 母公司股價之平均異常報酬

Panel A: 各事件日之平均AR及檢定									
事件日t	-25	-24	-23	-22	-21	-20	-19	-18	-17
AR (%)	0.107	-0.249	0.349	-0.129	-0.163	-0.281	-0.117	0.202	0.310
傳統法t值	0.287	-1.342	1.014	-0.375	-0.476	-0.813	-0.338	0.586	0.902
符號檢定t值	0.132	-1.722*	0.927	-1.193	-0.927	-0.832	-1.193	-0.019	-0.197
事件日t	-16	-15	-14	-13	-12	-11	-10	-9	-8
AR (%)	-0.165	-0.068	-0.073	-0.125	-0.179	0.392	0.330	-0.013	-0.208
傳統法t值	-0.478	-0.197	-0.211	-0.363	-0.519	1.134	0.958	-0.038	-0.602
符號檢定t值	-0.732	-0.132	-0.397	-0.662	-0.807	0.697	0.927	-0.397	-0.893
事件日t	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1
AR (%)	-0.593	-0.657	0.019	-0.325	-0.511	-0.104	-0.592	-0.639	0.299
傳統法t值	-1.710*	-1.901*	0.055	-0.929	-1.673*	-0.300	-1.711*	-1.853*	0.984
符號檢定t值	-1.857*	-1.936*	-0.132	-0.662	-1.900*	-0.562	-1.562	-1.986**	1.293
事件日t	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AR (%)	-0.625	-0.086	-0.046	-0.574	0.262	0.256	-0.022	-0.392	-0.533
傳統法t值	-1.813*	-0.248	-0.132	-1.824*	0.756	0.740	-0.063	-1.137	-1.754*
符號檢定t值	-1.874*	-1.093	-0.457	-2.607***	0.132	0.927	-0.667	-1.786*	-1.722*
事件日t	11	12	13	14	15	16	17	18	19
AR (%)	-0.041	-0.311	-0.288	-0.594	0.198	0.062	-0.321	0.071	0.406
傳統法t值	-0.118	-0.902	-0.837	-1.720*	0.572	0.179	-0.929	0.206	1.181
符號檢定t值	-0.662	-1.457	-0.927	-1.994**	0.192	0.297	-1.397	0.362	0.927
事件日t	20	21	22	23	24	25			
AR (%)	-0.005	0.085	-0.348	-0.075	-0.313	-0.051			
傳統法t值	-0.015	0.244	-1.007	-0.217	-0.906	-0.149			
符號檢定t值	-0.927	0.132	-1.757*	-0.399	-0.962	-0.805			
Panel B: 事件期間之平均CAR及檢定									
	平均數(%)				傳統法t值		符號檢定t值		
CAR(-7,-1)	-2.763 (4.829)				-1.752*		-2.177**		
CAR(0,14)	-3.334 (5.099)				-1.850*		-1.905*		
1年BHAR	4.012 (36.743)				0.832		1.008		

樣本為台灣1999至2004年期間母公司完成合併子公司的58個觀察事件。母公司為台灣證券交易所公開上市或上櫃市場交易的公司。事件日t=0為母公司於「證券暨期貨市場發展基金會」資料庫重大訊息公告上首次宣告合併子公司訊息之日期。事件期為宣告日前25個交易日至宣告日後25個交易日。以市場模型估計預期報酬，估計期間為宣告日前125個交易日至宣告日前26個交易日。市場模型係數以一般化最小平方方法估計市場報酬率為上市和上櫃兩個市場的市值加權平均日報酬率。BHAR為母公司自宣告日隔日起1年期間之買進持有異常報酬，定義為樣本公司與對照組公司之1年期買進持有報酬率的差額(Loughran and Vijh, 1997)。符號檢定為一般化符號檢定。***、**與*分別代表1%、5%、10%水準下具顯著性。

3.3 影響合併子公司市場反應之因素

1. 市場反應之單變量分群檢定

本節以模型(3)中八個獨立變數作為樣本分群標準，「產業相關性」、「稅負利益」、「財務透明度1」、「財務透明度2」和「母公司產業別」五個虛擬變數按1和0將樣本分成兩組，其餘三個變數則依中位數分為高低兩組，分別針對(-7,-1)、(0,14)和1年BHAR三段期間之異常報酬進行單變量差異性檢定。八個自變數之敘述性統計整理於表5。

表5 迴歸模型自變數之敘述統計量

	平均數	標準差	中位數	最小值	最大值
母公司績效(PPP)	1.307	0.63	1.264	0.537	4.24
代理問題程度(FCF)	0.019	0.071	0.027	-0.168	0.196
相對規模(RS)	0.437	1.684	0.089	0.193	12.174
產業相關性(IR)	0.672	0.476	1	0	1
稅負利益(TB)	0.121	0.264	0	0	1
財務透明度 1(FT1)	0.121	0.264	0	0	1
財務透明度 2(FT2)	0.241	0.407	0	0	1
母公司產業別(IND)	0.483	0.503	0	0	1

樣本為台灣1999至2004年期間母公司完成合併子公司的58個觀察事件。母公司為台灣證券交易所公開上市或上櫃市場交易的公司。PPP：母公司當期之權益市值+長期負債+短期負債/資產總額；FCF：合併前三年平均自由現金流量/合併前三年平均資產總額；RS：子公司淨值/母公司淨值；IR：為虛擬變數，相關合併為1，非相關合併為0；TB：為虛擬變數，合併宣告中提及有稅負利益為1，其他為0；FT1：為虛擬變數，子公司非上市或上櫃公司為1，其他為0；FT2：為虛擬變數，合併宣告中提及此合併事件有利於財務透明度為1；其他為0。IND：為虛擬變數，母公司屬電子業為1；其他為0。

表 6 市場反應之單變量分群檢定

分群因素		CAR(-7,-1)		CAR(0,14)		1 年期BHAR	
		平均CAR (標準差)	t 值	平均CAR (標準差)	t 值	平均BHAR (標準差)	t 值
母公司過去 績效(PPP)	較好 (N=29)	-0.612% (3.868)	2.727***	-0.891% (3.939)	2.711***	4.461% (28.810)	-0.361
	較差 (N=29)	-4.914 (7.563)		-5.777 (8.872)		3.563 (43.794)	
代理問題 (FCF)	較不嚴重 (N=29)	-1.937 (4.271)	1.047	-2.548 (5.601)	0.362	2.321 (44.294)	-0.348
	較嚴重 (N=29)	-3.589 (7.343)		-4.120 (7.928)		5.704 (27.936)	
相對規模 (RS)	相對規模 較大(N=29)	-2.725 (3.679)	0.040	-3.032 (6.329)	0.335	-2.684 (35.394)	-1.400
	相對規模 較小(N=29)	-2.801 (7.657)		-3.636 (7.360)		10.709 (37.452)	
產業相關性 (IR)	相關產業 合併(N=39)	-1.813 (4.703)	1.838*	-2.360 (4.405)	1.649	1.760 (39.045)	-0.883
	非相關產業 合併(N=19)	-4.713 (6.042)		-5.333 (7.231)		9.018 (31.477)	
稅負利益 (TB)	宣告提及有 稅負利益 (N=7)	-2.510 (3.513)	0.182	-2.190 (4.096)	0.722	4.047 (39.054)	0.002
	宣告未提及 稅負利益(N=51)	-2.798 (6.081)		-3.491 (6.594)		4.008 (36.825)	
財務透明度 1(FT1)	子公司非 上市櫃公司 (N=7)	-0.824 (4.047)	1.584	-1.835 (6.345)	1.072	3.869 (45.374)	-0.009
	子公司為 上市櫃公司 (N=51)	-3.323 (7.435)		-3.767 (2.620)		4.035 (35.726)	
財務透明度 2(FT2)	提及有助 財務透明度 (N=14)	-5.059 (2.388)	-1.919*	-5.798 (5.962)	-1.802*	9.152 (27.319)	0.665
	未提及財務 透明度(N=44)	-2.032 (9.569)		-2.550 (5.591)		2.942 (38.569)	
母公司產業 別	電子業 (N=28)	-1.625 (3.358)	1.737*	-2.277 (3.019)	1.976**	3.126 (33.957)	-0.195
	非電子業 (N=30)	-3.825 (6.005)		-4.321 (4.726)		5.030 (40.339)	

樣本為台灣1999至2004年期間母公司完成合併子公司的58個觀察事件。事件日t=0為母公

司於證基會資料庫重大訊息公告上首次宣告合併子公司訊息之日期。以市場模型估計預期報酬，估計期間為宣告日前125個交易日至宣告日前26個交易日。市場模型係數以一般化最小平方法估計，市場報酬率為上市和上櫃兩個市場的市值加權平均日報酬率。BHAR為母公司自宣告日隔日起1年期間之買進持有異常報酬，定義為樣本公司與對照組公司之1年期買進持有報酬率的差額(Loughran and Vijh, 1997)。分群變數之定義同表5。括弧內為標準差。***、**與*分別代表1%、5%、10%水準下具顯著性。

在短期宣告效果方面，表6之檢定結果顯示，母公司過去績效（PPP）較佳的子樣本，雖然(-7,-1)和(0,14)兩段期間之CAR仍為負值，但顯著高於PPP較差的子樣本（t值分別為2.727、2.711，皆達1%顯著水準）。被合併之子公司與母公司同屬相關產業的子樣本（N=39），在(-7,-1)期間具有顯著較高的CAR（t值為1.838，達10%顯著水準），但在(0,14)期間僅達邊際顯著差異（t值為1.649）。令人意外的是，若宣告中提及此合併案有助於財務透明度的改善（FT2=1），母公司股價在(-7,-1)和(0,14)兩段期間分別有-5.059%和-5.798%的CAR，表現明顯比對照組（宣告中未提及財務透明度的改善）來得差（t值分別為-1.919、-1.802，皆達10%顯著水準），此類宣示似乎反而讓投資人對母公司產生財務透明度方面的疑慮。母公司進行合併子公司宣告提及財務透明度的改善，看似以自願性揭露方式主動改善財務透明度，但投資人是否反而產生「原來該公司財務透明度不佳」、「該公司內部的治理機制在財務透明度方面（例如關係人交易、集團內轉投資、子公司報表查核等）並未善盡監督管理之責」或「其他子公司是否還有隱藏性的財務透明度問題」等疑慮，有待後續研究進一步加以驗證。(-7,-1)期間電子業之平均CAR顯著高於非電子業（t值為1.737，達10%顯著水準），顯示非電子業之母公司在宣告前面臨較大的股價跌幅。於(0,14)期間也能觀察到類似情形（t值為1.976，達5%顯著水準）。「代理問題程度」、「相對規模」、「稅負利益」和「財務透明度1」則皆未發現對CAR造成顯著差異性，這些變數在投資人眼中並不具有資訊內涵。

在長期異常報酬方面，表6最後一欄針對母公司宣告後之1年期BHAR進行單變量分群檢定。不同於短期宣告效果之驗證結果，以母公司過去績效、是否提及有助於財務透明度的改善、或母公司產業別進行分群檢定，並未發現樣本之間1年期BHAR具有差異。事實上，以表6八種因素來切割樣本，均未發現1年期BHAR具有差異性。

2. 市場反應之複迴歸分析

本節利用迴歸方法由橫斷面探討長、短期異常報酬之影響因素，結果列示於表7，表中三個模型之依變數分別為(-7,-1)之CAR、(0,14)之CAR與1年期BHAR。表中每一個自變數所對應的VIF值(Variance inflation factor,變異膨脹係數)皆小於3，表示共線性程度不會造成係數估計和檢定的問題(Kennedy, 2003)。表7複迴歸分析的結果與表6單變量分群檢定相當類似。在短期宣告效果方面，母公司過去績效的估計係數在CAR(-7,-1)和CAR(0,14)兩個模型中顯著為正值(t值分別為2.040、1.838，分別達5%、10%顯著水準)。母公司過去的績效越佳，負的CAR程度越小，顯示投資人對母公司經營績效的認同反應在合併子公司的短期宣告效果上。兩個模型之財務透明度2(FT2)係數皆顯著為負值(t值分別為-1.995、-2.119，皆達5%顯著水準)。當宣告中提及合併案有助於財務透明度的改善時(此時FT2=1)，母公司CAR反而越小，表示投資人不僅不認為財務透明度能因合併案的進行而改善，且反而因宣告內容而產生疑慮，此與表6單變量分析的結果相同。最後，表6發現被合併之子公司與母公司同屬相關產業時(IR=1)，在(-7,-1)期間會有顯著較高的CAR，但在表7的迴歸分析中並未得到類似結果(t值為1.440)，本文認為可能的原因如下：第一，同業購併活動雖有產生綜效的潛在效益，但同業合併也會引發風險增加的疑慮，兩種效果可能相互抵銷。第二，相較於一般購併事件，購併子公司事件的規模和市場關注程度皆較低，可能因此而未充分反應在母公司股價上。第三，產業相關性對於CAR的解釋能力受到其他自變數的稀釋。

表7最後一欄的被解釋變數為1年期BHAR，驗證結果亦與表6類似，迴歸模型中八個自變數對於1年期BHAR皆不具有解釋能力，其中四個自變數之估計係數甚至出現不同於預期方向的符號(PPP、FCF、TB以及FT2)。此外，1年期BHAR模型之調整後R-square為-0.087，顯示模型自變數整體之解釋能力極低(F=0.429)。

4. 結論

本文以1999年至2004年為研究期間，針對將已成立之子公司併入的事件，探討其合併後的績效表現及宣告的市場反應。由於文獻上仍無相關研究可供參考，本文除了討論一般M&A的文獻之外，也整理有關權益分割的研

表7 市場反應之迴歸分析

	預期 符號	CAR(-7,-1) 估計係數	CAR(0,+14) 估計係數	1 年期 BHAR 估計係數	VIF 值
截距項		15.642 (2.151)**	13.817 (2.043)**	0.204 (1.6568)*	
過去績效(PPP)	+	15.582 (2.040)**	12.905 (1.838)*	-0.043 (-0.472)	1.307
代理問題(FCF)	-	-41.553 (-0.909)	-86.671 (-1.130)	1.078 (1.364)	1.148
相對規模(RS)	?	-14.675 (-0.729)	-19.781 (-1.094)	-0.023 (-0.718)	1.065
產業相關性(IR)	?	9.024 (1.440)	9.116 (1.077)	-0.044 (-0.312)	1.709
稅負利益(TB)	+	4.214 (1.165)	8.433 (0.962)	-0.095 (-0.441)	1.171
財務透明度 1(FT1)	+	11.886 (1.205)	16.559 (1.404)	0.080 (0.549)	1.198
財務透明度 2(FT2)	+	-26.722 (-1.995)**	-58.448 (-2.119)**	-0.011 (-0.060)	1.484
母公司產業別(IND)	+	8.900 (1.948)*	10.061 (2.055)**	0.006 (0.050)	1.680
F 值		1.875 (0.093)*	1.964 (0.079)*	0.429 (0.898)	
Adj. R-Square		0.112	0.136	-0.087	

樣本為台灣1999至2004年期間母公司完成合併子公司的58個觀察事件。事件日 $t=0$ 為母公司於證基會資料庫重大訊息公告上首次宣告合併子公司訊息之日期。以市場模型估計預期報酬，估計期間為宣告日前125個交易日至宣告日前26個交易日。市場模型係數以一般化最小平方法估計，市場報酬率為上市和上櫃兩個市場的市值加權平均日報酬率。BHAR為母公司自宣告日隔日起1年期間之買進持有異常報酬，定義為樣本公司與對照組公司之1年期買進持有報酬率的差額(Loughran and Vijh, 1997)。括號內為p值。解釋變數之定義同表5。係數以OLS方法估計，括號內為雙尾檢定t值。VIF值為變異膨脹係數(Variance inflation factor)，檢測共線性程度是否會造成係數估計上的問題。**與*分別代表5%、10%水準下具顯著性。

究，其成熟的研究結果可作為本文相當具有價值的對照。過去國、內外關於公司控制 (Corporate Control) 的文獻都是針對非關係企業的水平合併、垂直合併或多角化合併。本文首度針對合併子公司的議題作深入研究，以補足公司控制研究領域在這個部分的不足，也擴展了企業重整 (Corporate Restructuring) 的研究廣度。

文比較合併前後之合併報表，驗證代表營運綜效 (資產報酬率與營業費用率)、市場綜效 (營收成長率及資產週轉率) 和財務綜效 (負債比率與利息保障倍數) 等績效指標，發現此類合併決策並無明顯的綜效產生。而投資人對此績效不彰的預期也反應在母公司的股價上，實証發現合併子公司宣告會使母公司股價產生顯著為負的短期異常報酬，(-7,-1) 期間之平均 CAR 為 -2.763%，(0,14) 期間之平均 CAR 為 -3.334%，顯示市場投資人認為母公司將子公司合併為一家法人可能為公司的價值帶來負面損失。上述關於合併綜效和宣告效果的結論，皆與權益分割的相關研究相反。進一步由單變量分群檢定和迴歸分析兩個方向，檢視母公司過去經營績效、代理問題程度、相對規模、產業相關性、稅負利益、財務透明度 (兩個代理變數) 以及母公司產業別等八個因素對於宣告效果的解釋能力，發現「母公司合併前的營運績效較差」、「母、子公司非同屬相關產業」、「宣告中提及此合併行為可增加財務透明度」以及「母公司屬非電子業」會產生較為負面的宣告效果。宣告後一年期間並未發現顯著的長期異常報酬，且上述八項因素皆無法由橫斷面加以解釋。

本文因為樣本觀察事件不足，以合併報表進行事件前後財務績效之比較時，僅能擷取合併後一年的資料，此為本文之研究限制。依據本文之實證結果，以下兩方面應具有進一步探討的價值：(1) 本文雖未發現合併子公司宣告之後具有顯著的長期異常報酬，但發現1年期BHAR具有相當高的標準差，研究模型中八個解釋變數卻都無法由橫斷面解釋其波動性。後續研究可考慮其他可能的變數來解釋長期異常報酬。(2) 本文樣本58家事件公司中，僅7家被購併子公司為上市(櫃)公司，其餘51家並無公開市場交易之股價資料。若日後有足夠之觀察事件，建議後續研究可針對被合併之上市(櫃)子公司驗證其市場反應，結果將有助於進一步了解投資人對於合併子公司事件的看法。

5. 參考文獻

- 林永隆 (民87), 企業購併綜效在財務上之探討, 中興大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 林嬋娟、吳安妮 (民81), 「台灣企業併購綜效及績效之實證研究」, 會計評論, 第二十六期, 1-23頁。
- 周賓鳳、蔡坤芳 (民85), 「台灣股市日資料特性與事件研究法」, 證券市場發展季刊, 第九卷第二期, 1-26頁。
- 翁家絹 (民89), 購併型態和對象與產業經營績效關連之實證研究, 中國文化大學會計研究所未出版碩士論文。
- 孫梅瑞、陳隆麒 (民91), 「台灣地區上市公司從事公司購併活動對經營績效影響之研究」, 中山管理評論, 第十卷第一期, 155-184頁。
- 陳安琳、湯惠雯、許銘峻 (民89), 「企業購併對併購公司股東財富的影響」, 亞太管理評論, 第五卷第二期, 171-182頁。
- 張紹基、楊勝淵 (民90), 「台灣企業購併實質效益之研究」, 管理評論, 第十八卷第一期, 1-22頁。
- 謝劍平、張峻傑 (民85), 「台灣企業購併決策與Tobin's Q比率之相關性研究」, 台灣銀行季刊, 第四十七卷第三期, 35-55頁。
- 羅明敏、呂兆文 (民90), 「台灣企業海內外購併宣告對主併公司股東財富影響」, 台灣銀行季刊, 第五十二卷第三期, 83-101頁。
- Allen, J.W. and McConnell, J.J. (1998), "Equity Carve-Outs and Managerial Discretion," *Journal of Finance*, 53(1), 163-186.
- Amihud, Y., Lev, B. and Travlos, N. (1990), "Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions," *Journal of Finance*, 45(2), 603-616.
- Amihud, Y. and Lev, B. (1981), "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers," *Bell Journal of Economics*, 12(2), 605-617.
- Ansoff, H. I., Brandenbarg, R. G., Portner, F. E. and Radosevich, R. (1971), "Acquisition Behavior of U.S. Manufacturing Firms," *Vanderbilt University Press*, 1946-1965.

- Asquith, P., Bruner, R. and Mullins, D. (1983), "The Gains to Bidding Firms from Merger," *Journal of Financial Economics*, 11(1), 121-139.
- Beatty, C.A. (1994), "Wanted: the Perfect Tiny Acquisition," *Business Quarterly*, 58(4), 51-59.
- Bradley M., Desai, A. and Kim, E.H. (1988), "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 21(1), 3-40.
- Brounen, D.C., Cools, T.J. and Schweitzer, M. (2001), "Information Transparency Pays: Evidence from European Property Shares," *Real Estate Finance*, 18(2), 39-49.
- Brown, S.J., and Warner, J.B. (1980), "Measuring Security Price Performance," *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205-258.
- Brown, S.J. and Warner, J.B. (1985), "Using Daily Stock Returns: the Case of Event Study," *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.
- Cosh, A., Guest, P. and Hughes, A. (2005), "The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-Border, Public, and Private Acquisitions," *Journal of Business Finance and Accounting*, 32(5-6), 815-870.
- Cowan, A.R. (1992), "Nonparametric Event Study Tests," *Journal of Quantitative Finance and Accounting*, 2(4), 343-358.
- Fama, E.F. (1998), "Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance," *Journal of Financial Economics*, 49(3), 283-306.
- Fama, E.F. and French, K.R. (1993), "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds," *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.
- Fowler, K.L. and Schmidt, D. (1989), "Determinants of Tender Offer Post-Acquisition Financial Performance," *Strategic Management Journal*, 10(4), 339-350.
- Franks, J., Harris, R. and Titman, S. (1991), "The Post-Merger Share-Price Performance of Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 29(1), 81-96.
- Ghosh, A. (2001), "Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?" *Journal of Corporate Finance*, 7(2), 151-178.

- Healy, P.M., Palepu, K.G. and Ruback, R.S. (1992), "Does Corporate Performance Improve after Mergers?" *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135-176.
- Healy, P.M., Palepu, K.G. and Ruback, R.S. (1997), "Which Takeovers Are Profitable? Strategic Or Financial?" *Sloan Management Review*, 38(4), 45-57.
- Jensen, M.C. and Ruback, R.S. (1983), "The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.
- Jensen, M.C. (1986), "Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance And Takeover," *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M.C. (1989), "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, 67(5), 61-74.
- Kennedy P. (2003), *A Guide to Econometrics*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Lamont, O.A. and Thaler, R.H. (2003), "Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Tech Stock Carve-Outs," *Journal of Political Economy*, 111(2), 227-268.
- Lang, L., Poulsen, A. and Stulz, R. (1995), "Asset Sales, Firm Performance, and the Agency Costs of Managerial Discretion," *Journal of Financial Economics*, 37(1), 3-37.
- Lewellen G.W. (1971), "A Pure Financial Rationale for Conglomerate Merger," *Journal of Finance*, 26(2), 521-537.
- Loughran, T. and Vijh, A.M. (1997), "Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?" *Journal of Finance*, 52(5), 1765-1790.
- Mandelker, G. (1974), "Risk and Return: the Case of Merging Firms," *Journal of Financial Economics*, 1(4), 303-335.
- Mitchell, M.L. and Lehn, K. (1990), "Do Bad Bidders Become Good Targets?" *Journal of Political Economy*, 98(2), 372-398.
- Mitchell, M.L. and Stafford, E. (2000), "Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance," *Journal of Business*, 73(3), 287-329.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1990), "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?" *Journal of Finance*, 45(1), 31-48.

- Mulherin, H. and Boone, A. (2000), "Comparing Acquisitions and Divestitures," *Journal of Corporate Finance*, 6(2), 117-139.
- Mueller, D.C. (1969), "A Theory of Conglomerate Mergers," *Quarterly Journal of Economics*, 83(4), 643-659.
- Nanda, V. (1991), "On the Good News in Equity Carve-Outs," *Journal of Finance*, 46(5), 1717-1737.
- Ninon K. and Kohers, T. (2000), "The Value Creation Potential of High-Tech Mergers," *Financial Analysts Journal*, 56(3), 40-50.
- Rau, P.R. and Vermaelen, T. (1998), "Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 49(2), 223-253.
- Roll, R. (1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers," *Journal of Business*, 59(2), 197-216.
- Schipper, K. and Smith, A. (1986), "A Comparison of Equity Carve Outs and Seasoned Equity Offerings: Share Price Effects and Corporate Restructuring," *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 3-29.
- Sudarsanam, S., Holl, P. and Salami, A. (1996), "Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effects of Synergy and Ownership Structure," *Journal of Business Finance and Accounting*, 23(5-6), 673-698.
- Switzer, J.A. (1996), "Evidence on Real Gains in Corporate Acquisitions," *Journal of Economics and Business*, 48(5), 443-460.
- Travlos, N. (1987), "Corporate Takeover Bids, Method of Payment, and Bidding Firm'S Stock Returns," *Journal of Finance*, 42(4), 943-963.
- Vijh, M.A. (1999), "Long-Term Returns from Equity Carveouts," *Journal of Financial Economics*, 51(2), 273-308.
- Vijh, M.A. (2002), "The Positive Announcement-Period Returns of Equity Carveouts: Asymmetric Information or Divestiture Gains?" *Journal of Business*, 75(1), 153-190.
- Walker, M.M. (2000), "Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-Firm Shareholder Wealth," *Financial Management*, 29(1), 53-66.

Weston, J. F. and Chung, K.S. (1983), "Do Merger Make Money? A research Summary," *Mergers & Acquisitions*, 18(3), 40-48.