

# 在併購的議題下探討公司價值

李明雄、涂一卿

E-mail: 9808206@mail.dyu.edu.tw

## 摘要

本研究旨在針對企業蓄意接管目標公司時，產生的溢價幅度是否合理及蓄意接管者的接管態度作探討；藉由國內實際的購併案例（頂新集團蓄意接管味全企業）來分析接管前的理論評價是否支持實際交易價格、及檢視接管後目標公司的績效表現如何，以此希望能對蓄意接管者提供其在評價過程中的一些借鏡；同時，本文利用各類評價模型對標的公司價值作一衡量評價，在評價模型中的自由現金流量法（Free Cash Flow；FCF）的資本成本是採用加權平均資本成本（WACC）計算，並以資本資產評價模式（CAPM）計算公司的權益資本成本。 案例研究結果發現與建議：「頂新集團股權收購味全企業之購併案」為一傲慢假說理論相當典型的有趣案例，且本研究經系統整理得出兩個重點，可作為蓄意接管者於評價時應自我衡量的：一、合理的溢價幅度：蓄意接管動機的實現程度應與溢價幅度（企業價值被高估的部份）大小呈正比。二、避免傲慢的評估：蓄意接管者過度高估自身管理能力，低估目標公司經營效率，因而支付過高的溢價幅度來接管，將造成資金嚴重耗用，導致接管後績效不彰，帶來極大的風險。

關鍵詞：蓄意接管；企業評價；傲慢假說；溢價幅度

## 目錄

中文摘要 .....	v	英文摘要 .....	vi
誌謝 .....	viii	目錄 .....	ix
緒論 .....	1	圖目錄 .....	xii
第一章、		xi 表目錄 .....	xii
緒論 .....	1	第二章、文獻探討 .....	5
第二章、文獻探討 .....	5	第一節 動機理論、蓄意接管策略 .....	5
第二節 公司價值與績效文獻 .....	11	第二節 公司價值與績效文獻 .....	11
第三節 企業評價實證文獻 .....	12	第三節 企業評價實證文獻 .....	12
第四節 購併對公司價值長短期的影響之實證文獻 .....	15	第四節 購併對公司價值長短期的影響之實證文獻 .....	15
第三章、併購的前提分析與評價模式 .....	17	第一節 前提分析 .....	17
第一節 前提分析 .....	17	第二節 評價模式 .....	21
第二節 評價模式 .....	21	第四章、頂新蓄意接管味全的個案分析 .....	37
第四章、頂新蓄意接管味全的個案分析 .....	37	第一節 前提分析 - 認清目標公司的真相 .....	37
第一節 前提分析 - 認清目標公司的真相 .....	37	第二節 味全理論評價與實際交易成本的差距 .....	44
第二節 味全理論評價與實際交易成本的差距 .....	44	第三節 併購後績效表現 .....	60
第三節 併購後績效表現 .....	60	第五章、結論與建議 .....	78
第五章、結論與建議 .....	78	第一節 本研究結論 .....	79
第一節 本研究結論 .....	79	第二節 本研究建議 .....	80
第二節 本研究建議 .....	80	參考文獻 .....	81

## 參考文獻

- 1.吳啟銘，企業評價個案實證分析，智勝文化，民國九十年初版。
- 2.徐俊明，投資學理論與實務，新陸書局，民國八十九年二版。
- 3.陳隆麒，當代財務管理，華泰文化，民國八十八年一月初版。
- 4.林炯堃，企業評價投資銀行實務，禾豐文教基金會，民國八十七年六月。
- 5.黃偉峰，併購實務的第一本書，商周出版，民國九十一年六月初版。
- 6.伍忠賢，企業購併聖經，遠流出版股份有限公司，民國一九九八年八月。
- 7.我國金融機構併購問題及個案探討，台灣金融研訓院，民國九十一年七月。
- 8.王子湄，善意購併的完美藝術，能力雜誌2001年6月，頁110~114。
- 9.王鼎裕，公司購併案例評價之研究，東海大學管理研究所，民國八十八年。
- 10.李秋瑜，企業購併價格之財務評價探討-以台積電併購世大為例，國立台灣大學財務金融學研究所，民國八十九年。
- 11.彭一正，台灣企業進行國際併購對股東財富影響之實證研究，輔仁大學管理學研究所，民國八十一年。
- 12.耿一馨，敵對性企業收買之研究，輔仁大學法研所未出版碩士論文，民國一九九二年。
- 13.蕭守正，企業蓄意接管後對目標公司經營績效之影響-以台灣企業為例，中原大學民國九十年。
- 14.黃湘芬，頂新集團收購味全公司之策略面及財務面之分析，國立中央大學財務管理研究所，民國八十九年。
- 15.林淑芬，管理者品質與企業價值之關係研究-以臺灣上市資訊電子產業為例，國立中正大學企業管理研究所，民國九十年。
- 16.吳佳晉，企業評價方法之應用-以個案公司為例，銘傳大學管科所在職專班，民國九十一年。
- 17.陳俊良，企業價值評估與創造策略之研究-以統一超商為例，國立政治大學經營管理研究所，民國九十年。
- 18.陳志榮，企業併購程序中理論與實際之比較，國立台灣大學商學研究所，民國七十九年。
- 19.范揚旋，企業購併案中目標公司價格之預測-以台積電吸收合併德基與世大為例，民國九十年。
- 20.徐美雯，企業敵意接管之雙方競爭策略研究，雲林科技大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國一九九九年。
- 21.謝惠貞，購併活動對國內上市主併公司價值影響之研究，國立台灣大學會計研究所未出版碩士論文，民國一九九七年。
- 22.劉連煜，公開蒐購股權與惡意購併，約旦雜誌，第七五期，民國二零零一年八月，頁22~23。
- 23.朱宜宏，統一、味全兩家公司通路發展之個案研究-組織學習觀點，輔仁大學管研碩士論文。
- 24.邱宏仁，從統一、頂新結盟失敗談起-台商跨海合併收購模式與實質效益，投資中國月刊，民國一九九九年。
- 25.邱志榮，大陸食品市場的環境分析-台商「方便麵」行銷策略之研究，中山大學大陸所碩士論文，民國八十四。
- 26.林素儀，我國集團企業多角化歷程之探討-以味全統一集團為例

，中興大學企研所碩士論文，民國八十五年。27.陳彥淳，「王貴清:頂新今年轉虧為盈靠的是通路夠強勢」，工商時報，民國二零零零年八月七日。二、英文部份: 1.Fowler,K.L.,and D.R.Schmidt,ender Offers,Acquistion and Subsequent Performance in Manufacturing Firms? Academy of Management Journal,31pp.962-974. 2.Kitching,J. ( 1967 ) .Why do mergers miscarry? Harvard Business Review , 45 ( 6 ) ,pp.84-101. 3.Kim,E.H.and J.J. McConnell. ( 1977 ) orporate Merger and the Co-Insurance of Corporate Debt? The Journal of Finance , 32,pp.349-365. 4.Lewellen,W.G. ( 1971 ) ,Pure Financial Rationale for the Conglormate Merger , ournal of Finance,pp.563-574. 5.Lubatkin , Michaei. ( 1983 ) , “ Mergers and the Performance of the Acquiring Firm ” ,Academy of Management Review 8 , pp.218-225. 6.Lubatkin,Michaei. ( 1987 ) , ” Merger Strategies and Stockholder Value “ ,Strategic Management Journal 8 ,39-53. 7.Palepu,Healy and Bernad, usiness Analysis & Valuation ? Second Edition;2000. 8.Seth,A. ( 1990 ) ,alue Creation in Acquisitions:A Reexamination of performance Issues , trategic Management Journal,pp.523-524. 9.Singh,Harbir,and Cynthia A.Montgomery ( 1987 ) , ” Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance ” ,Strategic Management Journal 8 , pp.377-386. 10.Yasuo Hoshino. ( 1982 ) ,The performance of coporate mergers in Japan . Journal of Business Finance & Accounting,9 ( 2 ) ,pp.153-165.