

企業併購確實能為股東創造更多利益嗎？

丁憲浩

成功大學企業管理研究所

胡聯國

政治大學國際經營與貿易學系

莊雙喜

成功大學企業管理學系

摘要

本研究針對宣告日介於1999年至2005年的國內併購事件進行討論，觀察國內上市非金融類公司併購事件的宣告，是否能為主併公司的股東創造利益。本研究以兩種不同的角度衡量企業併購是否能為主併公司的股東創造利益：一、觀察併購宣告前後主併公司的股價是否出現累積異常報酬；二、觀察併購宣告前後主併公司的股東權益報酬率是否得到改善，亦即經營效率是否提升。研究結果發現主併公司的股價在短期確實出現累積異常報酬，但長期則出現零或負的累積異常報酬，此結果和多數國外市場的研究結果一致，顯示市場投資人對併購事件在短期有過度樂觀的反應。關於股東權益報酬率的改善，則以非電子類股的主併公司表現較佳，屬於電子類的主併公司則出現相對於同業，其股東權益報酬率有衰退的現象。

關鍵詞：併購、累積異常報酬、股東權益報酬率



Do Corporate Mergers Create Benefit for Shareholders?

Hsien-Hao Ting

Len-Kuo Hu

Shuang-Shii Chuang

Abstract

This study investigate the domestic merges took over between 1999 and 2005 in Taiwan, to observe whether merges create benefit for acquirers'shareholders. We investigate whether merges create benefit for acquirers'shareholders in two different point of view: First, whether there exists abnormal return of the acquirers'stock price. Second, whether the acquirers'return on equity progress after merges. We find that the acquirers'stock price indeed have positive abnormal return in the short-term, but zero or negative abnormal return in the long-term. This conclusion is consistent with most prior researches, and this result revealed the market investors' overestimate of the merge synergy in the short-run. With regard to the progress of the return on equity, non-electronic industries outperform electronic industry. In fact, the progresses of return on equity of acquirers in electronic industry are worse than those of non-acquirers in electronic industry on average.

Keywords : Merge and Acquisition, Cumulative Abnormal Return, Return on Equity



壹、導論

為股東創造極大的財富，一直是營利事業最終的目標，企業的營運、理財等活動，基本上也應遵循著此一終極目標進行，在企業日常的營運中，併購(Mergers and Acquisitions, 簡稱M & A)屬於相當重大的行動，此行動包含了缜密的規劃、多方的協調、龐大的資金、組織的重整等。如此重大的決策與行動，理應能為股東創造更多利益，但成果是否如預期，仍是市場上持續矚目的焦點。因此企業併購是否能為股東創造利益一直是國際資本市場上相當重要的討論議題，以被併公司而言，併購事件能為股東創造超額報酬幾乎成為相當一致的結論(如Jensen & Ruback, 1983、Jarrell & Poulsen等, 1989、Bhagat & Hirshleifer, 1996、Schwert, 1996、Cotter等, 1997、Mulherin & Boone, 2000、Akhigbe等, 2000、Billett等, 2004、Fee & Thomas, 2004等研究結果所顯示)。就主併公司而言，在為股東追求財富極大化的前提之下，公司進行併購的主要目的，即為併購後所產生的綜效。因此，主併公司的股價在併購宣告前後是否出現超額異常報酬，和併購綜效是否確實存在、以及其發揮的效益大小，都應當有相當密切的關聯。在短期內由於併購尚未完成，綜效也尚未發揮作用，因而主併公司的股價表現取決於市場投資人對企業併購所產生綜效的預期，而隨著觀察期間的拉長，當併購完成且綜效逐漸落實，則主併公司的股價表現更能反映併購的成功與否。所以我們可以將企業併購宣告後主併公司的短期股價反應視為市場投資人對此事件產生綜效(Synergy)之預期；而將併購宣告後主併公司的長期股價反應視為併購所產生的實質綜效，換言之，併購的成功與否。

雖然目前已經有非常多的研究對企業併購是否能為股東創造利益此一議題進行探討，但多數仍集中於已開發國家的資本市場進行研究，針對規模較小如臺灣等的新興市場國家所作的研究相對稀少，因此本研究希望以臺灣的資本市場為背景進行研究。誠如Fama和French (1996)指出：針對不同市場進行研究是有其必要性的，因為它能讓我們瞭解跨國證券市場之間是否具有不同的型態與股價行為，因此本研究希望以臺灣的資本市場為背景進行研究。為避免單獨研究股價報酬無法反應併購綜效是否發揮(因為影響股價的因素太多，如公司規模、行業風險性、市場因素等，並非單純以公司營運效率可以解釋)，我們也將樣本公司股東權益報酬率(Return on Equity, ROE)的變化情形加以分析，觀察併購事件對提升公司股東權益報酬率是否具有實際的效果。

本研究共分為六個段落，第二章為相關文獻的探討，第三章描述資料蒐集與研究方法，第四章為資料分析結果的歸納，第五章將分析重點集中於主併公司股東權益報酬率的變化，觀察其併購活動是否成功，第六章則提出最後的結論與建議。



貳、文獻探討

近期許多學者發現就主併公司而言，併購為股東創造的是零報酬或負的異常報酬(Schwert, 1996、DeLong, 2001、Houston等, 2001、Campa & Hernando, 2004、Goergen & Renneboog, 2004、Fee和Thomas, 2004)此結論與早先的研究如Dodd(1980)的發現一致。然而，也有許多研究呈現相反的結果，發現在宣告併購事件日的前後，主併公司的股價有正的異常報酬。例如Maquieria等(1998)針對美國上市公司的換股合併所作的研究；Kohers & Kohers(2000)針對高科技產業上市公司的研究；Billett等(2004)針對1979至1997年3,083件併購事件所作的研究；Spyros和Georgia (2007)針對商業、廣告業及科技產業上市公司的研究等。Travlos (1987)則發現以現金進行併購的主併公司有正的異常報酬；以換股方式進行併購的主併公司則出現正的異常報酬。

Doukas & Travlos (1989)發現美國籍企業收購外國企業時，買方公司會有正的異常報酬，Manzon等(1994)則認為此一現象歸因於國際間稅制的差異。為避免國際間稅制的差異所造成的影響，本研究將研究範圍界定為主併公司及被併公司均為本國籍企業的國內併購事件，並進一步將研究對象集中於過去較少學者進行研究的非金融業。

過去國內學者針對國內上市或公開發行公司併購效率之研究，多集中於銀行、證券與金控業，如林音(民80)、林炳文(民90)、郭湘吟(民92)、彭素君(民93)等。而其研究結果多半顯示，合併後的金融業確實能提升經營效率，此效率之提升主要來自於資源配置的效率帶來的成本降低。然而對於國內其他產業所作的併購效率之研究則為數不多，吳安妮(民81)曾針對民國74年至77年進行併購的13家國內上市公司，作其併購動機之研究，發現主要併購動機為追求獨占能力、追求市場佔有率及追求經濟規模利益等；而非追求租稅利益與經理人的個人私利。沈建良(民88)針對國內上市電子及食品業公司，觀察其併購前後各20天主併公司的股價反應，發現電子業與食品業上市公司購併宣告對股價均有正面的影響，但電子業之購併宣告效果大於食品業；而電子業上市公司國際購併宣告對股價的影響程度小於國內購併宣告。

參、資料蒐集與研究方法

由於1998年之前，國內企業併購的活動相對較不頻繁，次數相對有限，研究的結果較不具參考價值。因此本研究針對1999年至2005年正式宣告的國內併購事



件進行分析，並將研究對象限制於主併公司為在此研究期間內宣告併購且目前仍未下市的股票上市之非金融業。相關資料經由 SDC M&A 資料庫得到，資料蒐尋時所設定之限制條件如下：

- (1) 宣告日期：西元 1999 年 1 月 1 日至西元 2005 年 12 月 31 日。
- (2) 被併公司國籍：臺灣。
- (3) 主併公司國籍：臺灣。
- (4) 交易型式：有進行公開揭露。

在蒐尋得到的 198 個國內併購事件中，本研究選取其中 79 個主併者為國內上市非金融業的個案進行研究，其中有些公司在同一天宣告兩個(或以上)的併購案件，為避免重複計算，我們將其視為一個事件，經此剔除後之實際樣本數總計為 73 個，分析的過程則採取事件研究法(Event Study)進行。

事件日(第 0 日)定義為主併公司正式向主管機關申報並公開宣佈併購事件當日，異常報酬(Abnormal Return, $AR_{i,t}$)定義為第 t 日股票 i 之報酬率與市場投資組合報酬率之差，本研究以臺灣證券交易所加權股價指數代表市場投資組合。樣本股票的累積異常報酬 (Cumulative Abnormal Return, CAR)均分別計算併購事件宣告當日前後 1、5、22、66 和 252 日(分別表示計算期間為一日、一週、一個月、一季及一年)之值，並經過各組平均之後分別得到平均累積異常報酬 (Average Cumulative Abnormal Return, ACAR)之資料如表 1 及表 3。調整後股價及報酬率資料經由 TEJ (臺灣經濟新報)資料庫蒐集得到。

表 1. 併購事件宣告日前後主併公司的 ACAR (全體樣本)

期 間	<i>ACAR</i>	期 間	<i>ACAR</i>
(-1, 0)	0.0038 (1.229)	(0, +1)	0.0083 (2.735)**
(-5, 0)	0.0097 (1.568)	(0, +5)	-0.0002 (0)
(-22, 0)	0.0269 (2.123)**	(0, +22)	-0.0241 (-1.986)**
(-66, 0)	0.0378 (1.691)*	(0, +66)	-0.0095 (-0.451)
(-252, 0)	0.1486 (2.390)**	(0, +252)	0.0124 (0.307)

註：全體樣本包括宣告日介於 1999-2005 年之國內併購，主併公司為上市之非金融業。

括弧中的值表示 t 統計值：

** 表示顯著水準為 5%

* 表示顯著水準為 10%



在表3中，我們僅將樣本公司區分成電子類與非電子類兩大類，主要原因為我們觀察此期間宣告的國內併購事件中，主併公司為上市非電子類公司的個案為數不多，各產業樣本公司家數均不及5家，零星地散佈於食品、塑膠、紡織、電機、電器、化工、造紙、鋼鐵、汽車、營建、航運與貿易百貨等類股中(詳如表2所示)，為避免分組過細造成各組樣本數太少的缺失，我們僅區分為電子與非電子兩大類進行分析。

表 2. 於 1999 年至 2005 年宣告併購的上市非金融與電子業公司家數

類 股	於 1999 年至 2005 年宣告併購的樣本數
食品	2
塑膠	1
紡織	1
電機	2
電器	2
化工	2
造紙	1
鋼鐵	2
汽車	1
營建	2
航運	2
貿易百貨	2
總計	20

表 3. 併購事件宣告日前後主併公司的 ACAR (以主併公司行業別區分)

	期 間	ACAR	期 間	ACAR
Panel A (53 件)	(-1, 0)	0.0061 (1.623)	(0, +1)	0.0075 (2.067)**
電子類	(-5, 0)	0.0089 (1.301)	(0, +5)	0.0046 (0.652)
	(-22, 0)	0.0341 (2.174)**	(0, +22)	-0.0160 (-1.116)
	(-66, 0)	0.0595 (2.128)**	(0, +66)	0.0213 (0.847)
	(-252, 0)	0.1767 (2.353)**	(0, +252)	0.0175 (0.358)
Panel B (20 件)	(-1, 0)	-0.0028 (-0.598) .	(0, +1)	0.0105 (1.898)*
非電子類	(-5, 0)	0.0120 (0.858)	(0, +5)	-0.0130 (-0.997)
	(-22, 0)	0.0064 (0.332)	(0, +22)	-0.0466 (-2.098)**
	(-66, 0)	-0.0233 (-0.782)	(0, +66)	-0.0961 (-3.011)**
	(-252, 0)	0.0698 (0.642)	(0, +252)	-0.0021 (-0.029)

註：括弧中的值表示 t 統計值； ** 表示顯著水準為 5% * 表示顯著水準為 10%



肆、資料分析結果

如表1所示，樣本股票併購事件宣告日之前各期間的平均累積異常報酬(ACAR)均為正值，其中22、66及252日的平均累積異常報酬具有顯著性(ACAR分別為0.0269、0.0378及0.1486)，這樣的結果或許顯示，累積一段時間顯著的超額報酬之後，主併公司具有更充足的財務實力與信心進行併購。併購事件宣告日之後1日的平均累積異常報酬則顯著地為正值(0.0083)；但宣告日之後22日的平均累積異常報酬則顯著地為負值(-0.0241)，顯示市場投資人對併購事件所可能產生的綜效(Synergy)，在短期似乎有過度樂觀的預期，而後又在一個月內，將其反應作大幅度反向的修正。

其次我們將樣本公司依產業分類進行分析，由於非電子類之各產業樣本公司家數均不及5家(詳如表2所示)，因此我們僅區分為電子業與非電子業進行分析，其結果如表3所示。由表3可以發現，各產業併購事件宣告日後之短期(次一交易日)平均累積異常報酬均顯著地為正值(ACAR分別為0.0075及0.0105)。其中電子產業併購事件宣告日之前各期間的平均累積異常報酬均為正值，其中22、66及252日的平均累積異常報酬具有顯著性(ACAR分別為0.0341、0.0595及0.1767)；宣告日之後除了22日的平均累積異常報酬為負，其餘皆為正值，但只有宣告日之後1日的平均累積異常報酬達到顯著水準(ACAR為0.0075，t值為2.067)。關於非電子產業的部份，表3顯示併購事件宣告日之前各期間的平均累積異常報酬均未達顯著水準；宣告日後次一交易日之平均累積異常報酬則顯著地為正值(ACAR為0.0105，t值為1.898)，但其餘期間的平均累積異常報酬則皆為負值，其中22日及66日的平均累積異常報酬更達到顯著水準(ACAR分別為-0.0466及-0.096；t值分別為-2.098及-3.011)。

伍、股東權益報酬率的變化

進行了併購事件宣告對主併公司股價的影響後，我們認為此影響效果除了來自於市場投資人對併購綜效的預期之外，也會受到併購後公司規模、風險係數等眾多因素的影響，似乎無法反應實際併購活動的成功與否。因此本章將觀察與分析主併公司在併購前後，其股東權益報酬率(ROE)的變化。

Jovanovic and Braguinsky (2004)認為併購活動對主併公司及被併公司而言，是互蒙其利的。而促成併購活動之主要條件為主併公司擁有較好的管理能力但較差的事業前景；被併公司則是擁有較好的事業前景但較差的管理能力。若能完成併購，則能由管理能力強的公司運作前景較佳的事業，因而併購後將能提升公司的獲利能力。在此邏輯之下，我們以股東權益報酬率作為公司獲利能力的代理變數，



觀察其股東權益報酬率的變化以評估公司獲利能力是否提升以及併購活動的成功與否。

為避免受到市場景氣等總體經濟變數的影響，我們將觀察樣本公司各單季股東權益報酬率與對照公司各單季股東權益報酬率的差異¹，以判斷在併購前後，樣本公司相對於對照公司的股東權益報酬率，其間差異是擴大或是衰減，並依此衡量併購活動所帶來的綜效。我們的分析作法如下：首先以各樣本公司宣告併購事件之當季為基準($t = 0$)，分別觀察之前四季、宣告當季與之後四季共九季單季股東權益報酬率與同業同期間未宣告併購事件之公司(對照組)平均股東權益報酬率之差異($\Delta ROE_{i,t}$)，如式(1)：

$$\Delta ROE_{i,t} = ROE_{i,t} - ROE_{m,t} \quad (1)$$

其中 $t = -4, -3, -2, -1, 0, +1, +2, +3, +4$ ， i 代表各樣本公司， m 代表同業平均。

將各樣本公司的 $\Delta ROE_{i,t}$ 加以平均後，即得到表 4 與表 5 中第二欄的平均 ΔROE 值；另外，表 4 與表 5 中第六欄的比值表示個別的 $\Delta ROE_{i,t}$ 正負值之比，此比值可以顯示樣本公司在宣告併購前後股東權益報酬率優於同業平均與股東權益報酬率劣於同業平均的比率，觀察此比值可以看出該比率消長的變化過程。

由表 4 可以發現，屬於電子類股的樣本公司，在宣告併購前後共九季，平均的股東權益報酬率皆優於同業平均，其中的前併購宣告前的二、三、四季，更達到 5% 的顯著水準；併購宣告當季則達 10% 的顯著水準。然而在併購宣告後，平均 ΔROE 值皆未顯著地大於零，換言之，樣本公司的股東權益報酬率相對於對照公司是衰退的；從第六欄 $\Delta ROE_{i,t}$ 正負值之比也可以看出，在併購宣告後，此比值逐季下降，這些現象似乎都顯示，樣本公司的併購活動平均而言對提升股東權益報酬率是失敗的。

由表 5 可以發現，屬於非電子類股的樣本公司，在宣告併購前二季一直到併購宣告後一季，平均的股東權益報酬率皆比對照公司差，其餘五季則優於對照公司，但其中只在併購宣告後的第三季達到 10% 的顯著水準。平均 ΔROE 值從最低平均而言對提升股東權益報酬率是有助益的，但效果仍非十分顯著；其次，併購宣告後一季因為公司重整等因素，是股東權益報酬率相對表現較差的時期，而在併購宣告後第三季，則是併購綜效發揮較明顯的期間。

¹ 對於電子類的樣本公司，我們選取全體電子類公司為其對照公司；對於非電子類的樣本公司，我們在選取對照公司時，依其產業別選取，而非全體非金融及電子類公司。例如：當樣本公司為中鋼時，其對照公司為其餘上市鋼鐵類股而非全體非金融及電子類公司。



表 4. 併購事件宣告日前後主併公司平均 ΔROE 值的變化情形 (電子類股)

	平均 ΔROE 值 (單位 : %)	自由度	t 值	p 值	$\Delta ROE_{i,t}$
併購宣告前四季	1.5923	52	3.311	0.002**	36:17
併購宣告前三季	1.3557	52	2.276	0.027**	32:21
併購宣告前二季	1.4883	52	2.936	0.005**	32:21
併購宣告前一季	0.8685	52	0.946	0.348	33:20
併購宣告當季	0.8725	52	1.720	0.091*	33:20
併購宣告後一季	0.7206	52	1.555	0.126	31:22
併購宣告後二季	0.4704	52	1.031	0.308	30:23
併購宣告後三季	0.1660	52	0.329	0.743	28:25
併購宣告後四季	0.4309	52	0.742	0.461	27:26

** 表示顯著水準為 5% * 表示顯著水準為 10%

表 5. 併購事件宣告日前後主併公司平均 ΔROE 值的變化情形 (非電子類股)

	平均 ΔROE 值 (單位 : %)	自由度	t 值	p 值	$\Delta ROE_{i,t}$
併購宣告前四季	1.9690	19	1.175	0.254	13:7
併購宣告前三季	0.7855	19	0.583	0.567	12:8
併購宣告前二季	-1.3960	19	-0.322	0.751	13:7
併購宣告前一季	-1.1570	19	-0.513	0.614	11:9
併購宣告當季	-1.8125	19	-0.594	0.560	14:6
併購宣告後一季	-3.5830	19	-1.012	0.324	9:11
併購宣告後二季	1.2305	19	1.271	0.219	14:6
併購宣告後三季	1.2575	19	2.073	0.052*	12:8
併購宣告後四季	0.6510	19	0.949	0.355	12:8

** 表示顯著水準為 5% * 表示顯著水準為 10%

陸、結論與建議

本研究以宣告日介於 1999 年 1 月 1 日至 2005 年 12 月 31 日的國內非金融業併購事件為對象進行研究，目地為觀察主併公司併購事件的宣告是否能為股東創造利益。研究結果發現：



一、以股價報酬率為觀察指標：

全體樣本公司在併購前一個月、一季乃至一年，均累積了顯著的超額報酬。而宣告次日，主併公司股價亦有顯著的超額報酬，顯示市場對併購事件有樂觀的期待；但併購宣告後一個月，主併公司股價則有顯著負的異常報酬，似乎也反映了市場投資人在短期間過度樂觀後回歸理性的修正。

若將主併公司依所屬產業區分，我們發現在電子業主併公司中，併購前一個月、一季乃至一年，均累積了顯著的超額報酬；但此情況在非電子業中則並沒有出現。其次，各產業股價宣告次日均有顯著的超額報酬，但若將觀察期間拉長至一個月及三個月，非電子業主併公司股價則出現明顯的下跌。

二、以股東權益報酬率為觀察指標：

電子業主併公司中，併購前四季、前三季、前二季及併購當季，其單季股東權益報酬率均明顯優於同業平均；但在併購後一至四季則無顯著差異，顯示併購的綜效似乎沒有出現。其次，非電子類主併公司自併購宣告前二季至宣告後一季，其單季股東權益報酬率均明顯較同業平均為差(但未達顯著水準)；但在併購後第三季則轉為優於同業平均，顯示已經發揮併購的綜效。

若分別觀察電子及非電子類主併公司之股東權益報酬率優於同業平均與股東權益報酬率劣於同業平均公司家數的比值，也可以看出在併購前後，電子類是逐漸下滑的，非電子類是先下滑再上升的，此跡象也顯示，非電子類公司的併購活動是較能提升公司相對股東權益報酬率的，而電子類公司的併購活動在此方面效果是較差的。

以上結論顯示企業併購似乎不見得能為股東創造更多利益，換言之，其併購後的綜效不如預期，此結論和多數國外的研究結果一致。併購之所以不如預期成功，其中的原因很多，以國外學者的研究發現，有過度樂觀因而導致買價過高(Sirower, 1997、Chapman等, 1998、Hillyer & Smolowitz, 1996、Henry, 2002及Harper & Schneider, 2004)、整合速度太慢(Carey & Ogden, 2004)、策略錯誤(Salter & Weinhold, 1979)、付款方式不當(Sirower, 1997及Loughran & Vijh, 1997)、併購後溝通不良(Chakrabarti, 1990 及 Mitchell, 1998)及企業文化的衝突(Hillyer & Smolowitz, 1996)等，這些相關的因素仍值得後續的研究者應用到國內市場進行分析。

最後，由於觀察期間不夠長，且國內上市公司的併購事件不甚頻繁，因此本研究的樣本數不甚大，可能是較明顯的缺失，日後如能持續追蹤觀察，擴大樣本數，則研究結果應更具參考價值。



參考文獻

- 林音，1991，台灣地區金融機構合併及改制問題之研究，*台灣銀行季刊*，第 42 卷，第 2 期，1-39。
- 林炳文，2001，台灣地區商業銀行合併之效率分析，*風險管理學報*，第 3 卷，第 1 期，1-21。
- 沈建良，1999，上市公司購併宣告對股價影響之研究—以電子業及食品業為例，*政治大學企業管理研究所碩士論文*。
- 吳安妮，1992，台灣企業併購動機之實證研究，*管理評論*，1-28。
- 郭湘吟，2003，金融控股公司合併消息宣告效果之研究，*貨幣觀測與信用評等*，65-77。
- 彭素君，2004，購併活動對主併公司影響之實證研究-以我國證券業為例，*台灣銀行季刊*，第 55 卷，第 1 期，286-305。
- Akhigbe, A., Borde, S. F., and Whyte, A. M. (2000), 'The Source of Gains to Targets and Their Industry Rivals: Evidence Based on Terminated Merger Proposals,' *Financial Management*, 29 (4), 101–118.
- Bhagat, S., and Hirshleifer, D. (1996), 'Do Takeovers Create Value? An Intervention Approach,' University of Michigan Business School, *Working Paper 9505-03-R*, <http://eres.bus.umich.edu/docs/workpap/wp9505-03-R.pdf>, December 1996, p.35.
- Billett, M. T., King, T. D., and Mauer, D. C. (2004), 'Bondholder Wealth Effects in Mergers and Acquisitions: New Evidence from the 1980s and 1990s,' *Journal of Finance*, 59, 107–135.
- Carey, D.C. and Ogden, D. (2004), *The Human Side of M & A*, London: Oxford University Press, p. 164.
- Campa, J. M. and Hernando, I. (2004) 'Shareholder Value Creation and European M&As,' *European Financial Management*, 10, 401–410.
- Chakrabarti, A. K. (1990), 'Organizations Factors in Post-Acquisition Performance,' *IEEE Transactions on Engineering Management*, 37 (4), p. 135.
- Chapman, T. L., Dempsey, J. J., Ramsdell, G., and Bell, T. J. (1998) 'Purchasing's Big Moment- After a Merge,' *The McKinsey Quarterly*, 1998, 1, 56–65.
- Cotter, J. F., Shivdasani, A., and Zenner, M. (1997), 'Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers?' *Journal of Financial Economics*, 43 (2), 237–266.
- DeLong, G. (2001), ' Stockholder Gains from Focusing versus Diversifying Bank Mergers,' *Journal of Financial Economics*, 59, 221–252.
- Dodd, P. R. (1980), ' Merger Proposals, Management Discretion, and Shareholder



- Wealth,' *Journal of Financial Economics*, 8, 105–137.
- Doukas, J. and Travlos, N. (1988), 'The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions,' *Journal of Finance*, 43, 1161–1175.
- Fama, E. F. and French, K. R. (1996), 'Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies,' *Journal of Finance*, 51, 55–84.
- Fee, C. E. and Thomas, S. (2004), 'Sources of Gains in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier, and Rural firms,' *Journal of Financial Economics*, 74 (3), 423–460.
- Georgen, M. and Renneboog, L. (2004) 'Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids,' *European Financial Management*, 10, 19–45.
- Ghosh, A., and Lee, C. J. (2000), 'Abnormal Returns and Expected Managerial Performance of Target Firms,' *Financial Management*, 29 (1), 40–52.
- Harper, N. W., and Schneider, A. (2004) 'Where Mergers Go Wrong,' *The McKinsey Quarterly*, 2.
- Henry, D. (2003) 'A Fair Deal- But for Whom,' *Business Week*, November 24, 2003, 108-109.
- Hillyer, C., and Smolowitz, I. (1996) 'Why Do Mergers Fail to Achieve Synergy?' *Director's Monthly*, January 1996, p.13.
- Jarrell, G., and Poulsen, A (1989), 'The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades,' *Financial Management*, 18 (1), 12–19.
- Jensen, M. C., and Ruback, R. S. (1983), 'The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence,' *Journal of Financial Economics*, 11, 5–53.
- Jovanovic, B. and Braguinsky, S. (2004) 'Bidder Discounts and Target Premia in Takeovers', *The American Economic Review*, 94(1), 46–56.
- Kohers, N. and Kohers, T. (2000) 'The Value Creation Potential of High-tech Mergers,' *Financial Analysts Journal*, 56, 40–51.
- Loughram, T., and Vijh, A. M. (1997), 'Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?' *Journal of Finance*, 52, 321–340.
- Manzon, G. B., Sharp, D. and Travlos, N. (1994), 'An Empirical Study of the Consequences of US Tax Rules for International Acquisitions by US Firms,' *Journal of Finance*, 49, 1893–1904.
- Mulherin, J. H., and Boone, A. L. (2000), 'Comparing Acquisitions and Diversities,' *Working Paper Series*, Social Science Research Network, April 19, 2000, p.17.
- Salter, M. S., and Weinhold, W. A. (1979), *Diversification through Acquisition: Strategies for Creating Economic Value*, New York: The Free Press, 30–31.



- Schwert, W. (1996), 'Markup Pricing in Mergers and Acquisitions', *Journal of Financial Economics*, 41, 153–192.
- Sirower, M. (1997), *The Synergy Trap*, New York: The Free Press.
- Spyros, S. and Georgia, S. (2007), 'Mergers and Acquisitions of Non-financial Firms in Europe: The Case of the Athens Stock Exchange', *Applied Economics Letters*, 14, 523–527.
- Travlos, N. (1987) 'Corporate Takeover Bids, Method of Payment, and bidding Firms' Stock Returns', *Journal of Finance*, 42, 943–963.

