

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士論文

機構法人與企業購併之績效表現

**Firm Performance and Institutional Investors: Evidence
from Mergers and Acquisitions**

指導教授：莊凱旭 博士

研究生：詹官穎

中華民國 105 年 6 月

東海大學碩士學位論文
學位考試委員審定書

本校 財務金融研究所 碩士班 詹官穎 君

所提之論文(中文)： 機構法人與企業購併之績效表現

(英文)： Institutional investors and firm performance:

Evidence from mergers and acquisitions

經本委員會審查，符合碩士學位論文標準

學位考試委員會

召集人 林士貴

考試委員 莊苑旭 (指導教授)

林士貴 陳昭君

系所主任 郭一揚

中華民國 105 年 6 月 27 日

東海大學財務金融學系

碩士論文學術倫理聲明書

本人 詹官穎 (學號: G03440020) 已完全了解學術倫理之定義。僅此聲明，本人呈交之碩士論文絕無抄襲或由他人代筆之情事。若被揭露具有違背學術倫理之事實或可能，本人願自行擔負所有之法律責任。對於碩士學位因違背學術倫理而被取消之後果，本人也願一併概括承受。

立證人： 詹官穎 (簽名)

中華民國 105 年 7 月 22 日

摘要

本研究探討機構法人對企業宣告購併的績效表現，以 2000 年至 2013 年間台灣上市櫃公司之宣告購併事件為樣本。採用事件研究法之市場指數調整模式進行實證分析，檢視不同機構法人持股比率下，對企業宣告購併之異常報酬的表現，再進一步利用橫斷面複回歸分析，探討影響購併績效之因素。實證結果顯示主併公司與被併公司在宣告購併之前後數個交易日都有顯著的正向累積異常報酬。機構法人持股較高時，被併公司獲得較低的累積異常報酬。當外資持股高於全外資平均持股下，其績效表現與國內法人相比有較低的異常報酬。另外，法人持股對主併公司之短期宣告購併之異常報酬有顯著的負向影響，但在長期的事件窗口有正向顯著的影響力，法人持股越高的公司，宣告購併之異常報酬也較高。當外資持股高時，其績效表現也越好。投信持股越高，其績效表現與外資持股相比，會有較低宣告報酬。在橫斷面複回歸分析中也證實，當機構法人持股較高時，被併公司獲得較低的累積異常報酬。此外，迴歸分析也證實法人持股與主併公司短期宣告報酬有負相關。然而，當法人持股越高時，主併公司有較佳的長期購併績效表現。外資持股越高時，主併公司有較高的宣告報酬；反之，投信持股越高，長期績效表現越差。最後，本研究說明了機構法人持股對於購併績效的重要性。

關鍵字：購併、機構法人、事件研究法、異常報酬

Abstract

This study aims to explore the impact of institutional investors on firm performance in mergers and acquisitions in Taiwan market. The investigation period in this study covers the period 2000-2013. Using the standard event study methodology with the market adjusted return model, the empirical evidence shows that both targets and bidders obtain positive announcement returns around mergers and acquisitions announcements. In addition, when the ownership of institutional investors increases, targets earn lower abnormal returns. The increase of foreign institutional ownership can result in lower target announcement returns relative to domestic institutional ownership. Furthermore, the level of institutional ownership has a negative impact on bidder announcement returns, but not for long run bidder post-announcement returns. When the ownership of institutional investors increases, bidders obtain higher announcement returns. A high level of foreign institutional ownership leads to better performance for bidders. When investment trust firms hold high level of ownership, the announcement returns for bidders are lower. In the regression analysis, the results consistently show that targets earn lower announcement returns when institutional investors hold more ownership. The regression analysis also reveals that there is negative relationship between institutional ownership and target announcement returns. The evidence also shows that higher bidder long run announcement returns are associated with a higher level of institutional ownership. When foreign institutional ownership increases, bidders obtain higher announcement returns. Instead, when investment trust firms hold high level of ownership, bidders have poor long run post-performance. Overall, this study indicates the importance of institutional ownership on firm performance in M&As.

Key words: Mergers and acquisitions, institutional investors, event study methodology and abnormal returns

目錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景.....	1
第二節 研究目的.....	3
第三節 研究方法與實證發現.....	3
第四節 預期貢獻.....	4
第五節 研究架構.....	4
第二章 文獻探討.....	5
第一節 購併宣告異常酬.....	5
第二節 機構法人、公司決策、購併績效.....	6
第三節 購併支付方式.....	8
第四節 多角化購併.....	8
第五節 購併地區.....	9
第六節 文獻小結.....	10
第三章 研究方法.....	11
第一節 樣本選取.....	11
第二節 變數定義.....	12
第三節 研究方法與設計.....	13
第四章 實證結果與分析.....	17
第一節 樣本分配.....	17
第二節 賣方公司實證結果.....	19
第三節 買方公司實證結果.....	26
第五章 研究結論.....	37
參考文獻.....	39

表目錄

表 1	樣本年度分配.....	17
表 2	樣本產業分配	18
表 3	賣方公司全樣本事件研究法.....	19
表 4	賣方公司法人持股 70%、20% 事件研究法	20
表 5	賣方公司法人持股平均 事件研究法	21
表 6	賣方公司外資持股與內資持股高於平均 事件研究法	22
表 7	賣方公司外資與內資持股低於平均 事件研究法	23
表 8	賣方公司橫斷面複回歸分析.....	24
表 9	主併公司全樣本事件研究法.....	26
表 10	主併公司法人持股 80%與 20% 事件研究法.....	27
表 11	主併公司法人持股 70%與 10% 事件研究法.....	29
表 12	主併公司法人持股前百與後百名 事件研究法	30
表 13	主併公司外資持股與國內法人持股大於平均 事件研究法	31
表 14	主併公司外資與國內法人持股大於 50% 事件研究法.....	32
表 15	外資持股與投信持股前百名 事件研究法	33
表 16	主併公司橫斷面複回歸分析.....	35

第一章 緒論

第一節 研究背景

在全球經濟快速發展的環境中，國際與區域間的競爭愈來愈激烈，全球購併交易資金規模也愈來愈大，已成為企業追求成長的重要策略之一。全球的國外直接投資有超過七成的資金都在企業購併上，並在 2007 年購併交易規模達到一個高峰。儘管在金融海嘯後，銀行放貸趨於謹慎，企業購併規模有稍微減少，但之後全球的併購交易資金規模也隨後逐年成長，因此隨著全球化，產業購併整合逐漸成為趨勢。

企業購併的動機主要為了降低成本、提高市場占有率、提升品牌價值、獲得新技術、跨入新行業降低投資風險等。台灣市場屬於出口為導向的經濟模式，企業大多都以外銷為主，本國的內需發展不足以支撐國內經濟，企業追求內部成長的思維無法支撐台灣企業持續成長，如何透過購併來成長或轉型提升國際競爭力將是台灣企業重要的課題。在 2002 年加入世界貿易組織(WTO)後，面臨更多的國際競爭壓力，加上法規的鬆綁，台灣企業購併風潮開始逐年增加。

企業從事購併活動對雙方公司來說屬於一個重大決策，包含許多縝密的投資決策計畫、組織重整與多方的協調，企業購併前勢必會全方位的評估，為股東創造極大化財富，但有時候成果卻不如預期，甚至會有負報酬的情況產生。在學術研究上，有很多的研究也關注到企業從事購併活動後，公司股價與績效間的影響，何種原因影響了公司購併後的績效變化?影響企業購併後之異常報酬的原因可能很多，包括股權結構、經營績效、購併類型、購併支付方式、資產規模、交易規模、產業類別、購併地點等，在不同國家市場也有不同的特性。

過去有眾多研究在探討企業購併後的績效，國內文獻中，有許多文獻支持主併公司在宣告購併後的短期內會出現股價異常報酬(陳安琳(2000)、丁憲浩(2007)、許露云(2006)、陳匯中(1995)、蕭惠元(1996)、洪宏達(2003)、蘇倬漢(2010))，顯示台灣市場對購併活動有樂觀的預期；但在主併公司長期績效方面卻表現不如預期，甚至會出現負向的異常報

酬(洪宏達(2003)、丁憲浩(2007)、李國榮(2012))。

在國外市場中，宣告購併會對主併公司產生顯著的正向異常報酬(Asquith et al. (1983)、Bradley et al. (1988)、Shelton (2000))，但在長期績效表現會變差(Agrawal et al. (1992)、Subarsanam et al. (1996))。在國內外的文獻都支持主併公司與被併公司在短期內都享有購併宣告效果帶來的股價正報酬。

許多文獻認為機構法人持股可以提升企業的公司治理，降低代理問題。Fama and Jensen (1983)認為企業的外部公司治理機制有助於遏止管理性投機發生，而機構法人可以提供有效的外部監督機制(Bushee (1988)、Chen et al. (2007))。而機構法人的性質也會影響公司價值，Hartzell and Starks (2003)、Tihanyi et al. (2003)、Ferreira et al. (2010)認為境外投資機構可以提高公司業績、縮小跨國購併與目標公司之間的訊息差距，有助於提升公司治理。機構法人可以透過調整投資組合變化來影響公司決策，企業也會調整自己的經營決策來迎合機構投資人。

在研究機構法人與企業購併之文國內文獻中，張裕任(2009)認為外資偏好管理者持股比率較多之公司，不願持有潛在代理成本高的企業，張裕任(2012)發現外資偏好獲利佳、規模大、高現金股利之企業，不願持有高系統性風險的股票。

在機構法人與企業績效的文獻中，Huang and Shiu (2009)認為境外法人持股較高的公司績效表現會優於境外法人持股低的公司。而Chen et al. (2009)發現在國內市場中，境外投資機構較國內投資人有更先進的資訊處理能力，其績效表現較國內投資者優。

在國內文獻中，有許多關於機構法人持股與公司決策、公司治理、公司績效與股價表現的文獻，但較少有關於機構法人與購併績效之相關研究，再者，過去文獻無法完全探究機構法人在購併活動中的公司績效表現的影響，因此本研究探討此議題，透過事件研究法來探討機構法人持股比率、不同機構法人屬性在企業宣告購併後的績效表現。

第二節 研究目的

根據上一章節之研究背景與動機所言，在國內研究中較少探討機構法人與購併績效，故本篇研究以台灣上市櫃公司為樣本，探討機構法人持股與企業宣告購併後之異常報酬，研究目的如下：

1. 探討主併公司與被併公司之宣告購併效果。
2. 探討機構法人持股比率與企業宣告購併後之異常報酬表現。
3. 探討不同機構法人屬性與企業宣告購併之異常報酬表現。
4. 檢視不同購併地區、支付方式、購併型態、股權結構等，對企業購併宣告效果的影響。

第三節 研究方法與實證發現

本篇研究的樣本以台灣上市櫃公司有宣告購併之公司為對象，研究期間為西元 2000 年至 2013 年，主併公司與被併公司分別有 763 與 247 個研究樣本，以事件研究法之市場指數調整模式來分析公司之累積異常報酬。

實證結果發現，主併公司與被併公司在短期內均有顯著的正向累積異常報酬，且被併公司在短期內之正向異常報酬幅度較主併公司大。在機構法人持股與企業購併績效中發現，被併公司之累積異常報酬與法人持股有顯著負向關係，法人持股越高會降低被併公司之短期累積異常報酬，且購併支付方式、市價淨值比、資產規模對不同事件窗口均有顯著的影響力。

主併公司的實證結果發現，法人持股對不同事件窗口之累積異常報酬均有顯著的解釋力，總法人持股在短期內對主併公司會有負向顯著的累積異常報酬；但放在中長期後，對主併公司會有正向顯著的累積異常報酬。再區分不同法人屬性後發現，外資持股對主併公司短、中、長期均有顯著正向的累積報酬影響力。區分內資屬性後發現，國內公司法人持股比率對短期事件窗口的累積異常報酬有正向顯著關係，但正向幅度不及外資；而投信持股比率在宣告購併後對主併公司之累積異常報酬有負相關，且長期的事件窗口

有顯著的負向累積異常報酬，另外也發現從事相關購併與主併公司之市價淨值比在長期事件窗口中有負向顯著的影響力。

第四節 預期貢獻

因過去研究企業購併活動之文獻較少關注機構法人對購併績效之影響，且國內早期購併活動樣本較少，因此本研究將樣本期間擴大，以提供新的實證發現，說明機構法人與購併表現的關係，並進一步強化國內過去之宣告購併與異常報酬之文獻。實證結果發現機構法人持股高低與不同機構法人確實會對購併的績效表現產生影響，因此本研究將提供實證結果給公司經理人或投資人在做投資決策中能了解到機構法人在公司進行購併時對公司績效的影響，本研究實證也將進一步強化我們對於機構法人在購併活動中對公司績效表現的影響所帶來的效果。

第五節 研究架構

本研究共分為五個章節，論文架構如下：

第一章為緒論。

說明本文研究背景與動機、研究目的、研究方法與實證發現。

第二章為文獻探討。

探討相關文獻，宣告購併對股東財富之影響、機構法人對企業購併之影響、不同購併支付方式、購併地區及購併型態對宣告購併後之異常報酬表現。

第三章為樣本與研究方法。

說明本篇論文之研究方法、樣本選取與變數定義。

第四章為實證結果。

說明本篇實證結果分析。

第五章為研究結論。

根據實證結果，做出本篇論文總結。

第二章 文獻探討

本章節文獻，分別蒐集企業宣告購併後之異常報酬、機構法人與企業購併後績效關係、企業股權結構與購併支付方式、多角化購併等相關文獻分析及探討。

第一節 購併宣告異常報酬之相關文獻

國內文獻

在台灣購併事件國內市場，陳安琳(2000)研究西元 1987-1998 年台灣市場發現，主併公司在宣告購併當天並沒有顯著的異常報酬；但在宣告購併的前 15 天至後 15 天，有顯著的累積異常報酬。丁憲浩(2007)研究台灣市場發現，在企業宣告購併後，主併公司股價在短期內會出現異常報酬；但長期會出現負的累積異常報酬。許露云(2006)研究台灣市場西元 1989-2000 年發現，國內上市公司在購併宣告當天主併公司有顯著的正報酬。國內文獻中，大多數支持主併公司在宣告購併時，短期會有正的異常報酬，如陳匯中(1995)、蕭惠元(1996)、洪宏達(2003)、蘇倬漢(2010)，顯示在台灣市場購併消息市場反應較樂觀。

在主併公司長期績效方面，洪宏達(2003)追蹤了主併公司併購後之長期績效，發現表現不如預期，宣告購併後長期績效反應大部分為即期表現，若要做為投資決策應以短線操作為主。丁憲浩(2007)發現主併公司在宣購併後，長期會出現負的累積異常報酬。李國榮(2012)以台灣上市電子業宣告購併後的績效表現發現，宣告當天主併公司會有正向顯著的異常報酬；但均無法出現正向的長期股價異常報酬。

大多數國內文獻都偏向支持宣告購併當天及短期內會出現異常報酬，而長期異常報酬部分，以總體樣本來看，沒有出現顯著的異常報酬。

國外文獻

Asquith et al. (1983)發現宣告購併後可以使主併公司獲得顯著正向報酬。而同樣是以

美國市場為樣本之文獻也發現同樣的結果(Bradley et al. (1988)、Shelton(2000))。Draper and Paudyal(1999)認為主併公司在宣告購併當天沒有顯著的異常報酬；而目標公司則有顯著的異常報酬。Agrawal et al. (1992)以美國市場為樣本，發現主併公司在購併後的業績五年內會顯著的減少 10%。Subarsanam et al. (1996)以美國市場購併宣告事件研究發現，被併公司在宣告購併後短期內會有顯著的正異常報酬，而主併公司卻有負的異常報酬。

以美國市場之購併宣告事件之文獻發現，在宣告購併期間，被併公司通常都享有正的異常報酬；而主併公司則有不同觀點，大多支持主併公司長期沒有顯著的正異常報酬，但若是以不同型態、支付方式、股權結構、購併地區、財務數據等分類，可發現對主併公司異常報酬有顯著性影響之因素。

第二節 機構法人、公司決策、購併績效

Gaspar et al. (2005)在美國市場研究發現從事購併活動可以顯著性的影響公司股東財富，而目標公司的機構法人持股以及投資年限越短，收購價格會降低，可能起因於投資年限較短之股東的談判籌碼較小。Fama and Jensen (1983)認為企業的外部公司治理機制有助於遏止管理性投機發生，在許多文獻裡認為機構法人可以提供有效的外部監督機制(Bushee (1988)、Chen et al.(2007))。境外投資機構有助於提高公司業績，降低資本支出，縮小跨國購併與目標公司之間的訊息差距，且促進企業公司治理。機構投資者可以透過在持股變化調整投資組合和投資決策來影響企業的決策，企業也會調整自己的經營決策來迎合機構投資人。(Hartzell and Starks(2003)、Tihanyi et al.(2003))。而外資持股可以幫助提高公司業績，減少資本支出，降低文化差距、交易成本以及促進國際投資(Ferreira et al. (2010))。Kang and Stulz (1997)研究日本市場發現，國內的投資者較國外投資者在股票交易有顯著的資訊優勢。施亞坦(2013)研究美國市場，發現不同機構投資人在監督不同購併時會有異質性的影響，當避險基金持股越多的公司，對於主併公司的股票報酬會有正向的影響；退休基金持股越多時，購併公司之股票報酬會有負向影響。

Andriosopoulos and Yang (2015)研究英國市場發現，企業中機構法人持股會增加跨國購併的可能性。機構投資者可以有效的提供外部監督，影響企業的決策過程。法人持股集中度高的公司，可以有效的保護股東權益，特別是在對較低投資者保障國家時的跨國購併；而國外機構投資者比例較高的公司，進行跨國購併及大型交易的可能性會增加，與購併交易規模呈現正相關，境外投資機構可以降低交易成本與國際市場中的資訊不對稱。

機構法人與台灣上市櫃企業之影響的探討

張裕任(2009)研究台灣上市公司公司治理與外資持股偏好發現，管理者持股比重越高的公司外資在投資組合中會給予較高之權重，且對獨立董事制度會給予正面評價。董監事質押比重會與外資持股呈現負相關，反映外資不願持有潛在有代理成本高的企業。張裕任(2012)分析台灣企業影響外資持股偏好之因素，發現外資在台股會以公司之安全性做為重要考量，偏好持有獲利較佳、負債比例較低、高現金股利、規模較大、上市時間長且跨市場掛牌上市的企業，並以納入 MSCI 指數成分股的公司；外資較不願意持有高系統風險的股票，可能原因在於新興市場的投資者保障並不完善。洪榮耀(2011)以台灣市場開放外資進入之前後時間為樣本研究發現，外資有顯著降低市場波動能力，具有穩定市場之功能。

Huang and Shiu(2009)研究台灣上市公司發現，境外法人持股較高的公司績效表現優於境外法人持股低的公司。Chen et al. (2009)研究台灣市場發現境外投資人較國內投資者有更先進的訊息處理能力，績效表現較國內投資者優。

闕河士(2014)研究台灣上市櫃股票流動性與機構法人持股關係發現，國內投信基金持股對股票流動性有正向影響；而外資與其他機構投資人則傾向長期投資，交易較投信基金不頻繁。

蕭朝興(2011)研究台灣市場機構投資人之性質不同與持股操作策略發現，外資較傾

向於大型市值、低系統系風險、低股價與成長股，且偏向持有較多投資組合，在股市下跌時，可以快速退場；而投信可能因為外資對於大型股的過度加碼，較不偏好大型股，但在股市下跌時，卻會買進外資賣出之大型股股票。在績效方面，外資在大型股有顯著的正向報酬，在小型股方面則無顯著正向報酬；而投信在小型股方面有顯著正向報酬，在小型股方面較外資更有資訊優勢。

第三節 購併支付方式相關文獻

在 Myers and Majluf(1984)、Linn and Switzer(2001)認為市場有資訊不對稱的情形，當主併公司(買方)股價被高估時，會採取證券支付方式；反之，股價被低估時，會採取現金支付方式，企業購併支付方式可做為判斷公司價值訊號。

Loughran and Vjih(1997)研究美國上市公司購併事件發現，以現金做為購併支付方式報酬率較股票購併為高，股票購併之主併公司，長期異常報酬為負相關。而 Shleifer and Vishny (2003)研究美國市場發現，主併公司被市場高估時，會傾向以股票進行購併。

在國內文獻方面，早期台灣市場的文獻，羅素良(1991)以台灣上市公司，西元 1989、1990 年間為樣本發現，國內購併支付方式，換股購併之異常報酬優於現金購併。施宗憲(2008)研究台灣市場西元 1997-2006 年，在購併支付方式對公司股價影響方面，發現現金支付之異常報酬較股票支付為佳，但結果並不顯著。

第四節 多角化購併

Morck(1988)探討美國市場主併公司之購併事件發現，從事多角化購併的公司會減少股東財富，推測可能的原因為管理當局面臨公司經營不佳的預期，想嘗試多角化購併來嘗試新的發展。Berger(1995)也認為從事多角化投資之企業會導致公司價值平均下降 13-15 個百分點，但導致企業價值下降的原因出於企業本身經營狀況與業績，從事多角化投資可能是試著想要改變這個預期。

孫梅瑞(2008)以台灣市場研究發現企業可以透過國際多角化投資來提升企業績效，但風險也相對提高，無法分散本業風險；非相關的國際多角化投資則可以分散本業風險，但企業績效較差。呂佳玲(2008)以台灣上市櫃家族公司為研究對象，發現多角化併購策略對短期購併績效有顯著的負向影響。

朱心怡(1999)以 1987-1997 年台灣市場不同型態之購併案件研究發現，水平購併宣告日前有正的累積異常報酬；垂直購併除了在宣告當天有顯著的正異常報酬，其餘為負的異常報酬，較具負面影響。而複合式購併，在宣告日前後都有顯著的正向異常報酬。陳安林(2000)發現在產業相關的購併事件，在宣告日當天沒有顯著的異常報酬；而在非產業相關的購併中，主併公司在宣告日當天有顯著的正向報酬。顯示台灣市場對於多角化購併事件呈現樂觀的態度。

第五節 併購地區

陳安林(2000)研究國內宣告購併異常報酬發現，國內購併在宣告日當天與前後都沒有顯著的異常報酬；但跨國購併在宣購日前後 15 日都有顯著的正向異常報酬。羅明敏(1998)研究台灣市場海內外購併活動發現，國際購併宣告對主併公司有正面顯著的異常報酬率；國內購併事件對主併公司只有短暫的宣告效果，顯示國際購併事件對主併公司在購併宣告後對股東財富有較大的影響。在其他國內文獻中也認為海外購併對主併公司股東財富有正向的影響且海外購併較國內購併有較大的顯著正向影響(林政君(2005)、許銘俊(1999))。

大多數研究台灣國內的市場較傾向支持跨國購併對主併公司有正向的顯著影響，顯示台灣購併事件中，市場對跨國購併有較正面的評價，可以開拓市場、引進技術增加企業的競爭力。

Doukas and Travlos(1988)研究美國市場購併事件中發現，跨國購併可以提高主併公司之報酬率，若賣方公司國家對於主併公司來說是屬於新的市場，可獲得較高的顯著累

積異常報酬率；若是已在目標公司有投資或營運的多國籍企業，享有的購併宣告效國則無顯著的正向異常報酬。Markides and Ittner(1994)研究美國市場購併事件也發現，海外購併可以為主併公司增加股東財富，而國內購併會使主併公司有負向異常報酬。

第六節 文獻小結

總結本章節之過去文獻探討企業宣告購併效果、影響企業購併績效、機構法人與公司決策以及購併影響。我們發現在不同市場的購併活動，可能也會影響企業購併後的績效表現。整體來說，被併公司在宣告購併前後會有超額的異常報酬；而主併公司的宣告購併效果尚無一致性的定論。在機構法人持股與公司關係的文獻中，大多支持機構法人持股可以提升公司治理以及外部監督的功能，對公司業績有正向的影響。然而，過去文獻並未特別針對台灣市場來探討機構法人在購併的績效表現。而本文研究以台灣市場中機構法人持股與購併績效間的關係為出發點做延伸，探討購併活動中，機構法人持股高低、不同機構法人在購併活動中的買賣雙方，分別會造成什麼影響，是否可以找出顯著的異常報酬。最後，以複回歸分析購併支付方式、購併型態、購併地區等購併交易資料，再加上一些財務變數、股權資料，探討企業在購併宣告後的異常報酬表現是否有關係，找出合理的解釋。

第三章 研究方法

第一節 樣本選取

本篇研究樣本，以台灣上市櫃公司為研究對象，研究期間為西元 2000 年至 2013 年共 14 個年度樣本之購併案件，參與購併公司之財務數據取自前一年度資料，資料來源取自台灣經濟新報資料庫(TEJ)。

以購併樣本分類為主併公司、被併公司，以宣告購併日當天開始為事件日。樣本刪除：1.有宣告購併但購併事件不成功之案件。2.主併公司為未上市公司、國外公司。3.被併公司為未上市公司、國外公司。4.刪除資料不全有缺漏部分。最終樣本，主併公司有 763 個研究樣本，被併公司則有 247 個研究樣本。

第二節 變數定義

1.機構法人持股比率：國內法人持股+國外法人持股。

2.國內法人持股：國內政府機構持股比率+國內金融機構持股比率+國內投信基金持股比率+國內企業法人持股比率+國內財團法人持股比率。

3.國外法人持股：外國金融機構持股比率+國外信託基金持股比率+國外企業法人持股比率+國外財團法人持股比率。

4.資產規模：

衡量公司總資產規模對購併績效之影響，在回歸分析中以公司規模取上自然對數。 $\ln(\text{總資產})$

5.購併者態度(虛擬變數)：

購併態度分為善意購併及敵意購併，本篇研究在回歸中將合意購併設定為 1；敵意購併設定為 0。

6.購併支付方式(虛擬變數)：

根據 Myers and Majluf(1984)、Linn and Switzer(2001)、Shleifer and Vishny (2003)提出的觀點，認為市場有資訊不對稱的情形，當主併公司股價被高估時，會採用證券支付方式；股價被低估時，會採取現金支付方式。企業購併支付方式可做為判斷公司價值訊號。將企業購併支付方式分為證券支付與現金支付、混合式。本篇回歸將證券支付設定為 1；非證券支付設定為 0。

7.購併類型(虛擬變數)：

Morck(1988)與 Berger(1995)認為企業從事非相關購併會減少股東財富，導致企業價值下降，推測可能是對經營不佳的預期找新出路。而國內研究中，認為複合式購併對主併公司有短期的績效表現(朱心怡(1999)、陳安林(2000))。本篇依購併目的區分為水平、垂直及複合式，評估不同交易目的，是否產生不同購併綜效。

在回歸中，水平及垂直購併為相關購併，設定為 1；複合式購併則設定為 0。

8.購併地區(虛擬變數)：

Markides and Ittner(1994)研究認為跨國購併可以增加股東財富，而國內購併會使主併公司有負向異常報酬。在國內研究中，認為跨國購併普遍可以增加公司購併後的異常報酬(陳安林(2000)、羅明敏(1998))。

本研究依照目標公司、發起購併公司的所在地分為跨國購併與國內購併。在回歸模型中，國內購併設定為 1；國外購併設定為 0。

9.市價淨值比(M2B)：

本篇市價淨值比依照常用之財務變數，設定為(企業總市值/總資產淨值)。

在股票市場中，市價淨值比通常用來衡量股票的成長性，認為高市價淨值比之公司為成長股，低市價淨值比的公司為價值股，也可用來衡量股票是否超漲超跌的指標。

10.併購交易規模：LN(併購支付總額)

第三節 研究方法與研究設計

本研究主要探討台灣購併活動中，機構法人持股與股東財富效果之影響。以宣告購併日為事件起始日，探討主併公司事件日前後之績效，以事件日前 30 個交易日至後 240 個交易日之累積異常報酬；被併公司則研究前 30 個交易日至後 30 個交易日之累積異常報酬。

事件研究法主要目的為探討當某一個事件發佈時，是否會引發股價異常變動，產生異常報酬(abnormal returns)，此資訊用來衡量市場證券價格與特定事件是否有顯著關聯性。事件研究法源自於 Fama et al.(1969) 研究發佈新資訊對於公司股價的影響，其中計算股價預期報酬的方法有平均調整法(Mean-adjusted Model)、市場指數調整法(Market-adjusted Model)與市場模式法(Market Model)。在事件研究法相關文獻中，Brown and Warner(1985)發現不論採取何種估計方法來衡量異常報酬，其結果影響不大，然而平均調整法(Mean-adjusted Model)、市場模式法(Market Model)均有設計估計期之主觀因素，且估計期間之 β 係數有可能高估或是 β 變異數會隨時間改變，且考慮有些企業上市櫃時間較短無歷史股價可查詢。所以本篇以市場指數調整法(Market-adjusted Model)作為研究模型來計算預期報酬。以下針對市場指數調整模式做簡單說明。

市場指數調整模式(Market-adjusted Model)

此模式為假設公司股價報酬率事件期在某一期間之預期報酬率為當期市場報酬率：

$$E(R_{it}) = R_{mt}$$

其中 $E(R_{it})$ 代表 i 公司在事件期，某一期 t 之預期報酬率，

R_{mt} 此處設定為台灣上市公司加權指數的報酬。

Brown and Warner(1980)指出，使用平均加權指數較能夠發現異常報酬率。Paterson(1989)認為平均加權指數與股票報酬率之間相關性較大，因此估計較為精準，故能發現異常報酬率。

最後利用複回歸模型衡量公司財務績效指標與購併交易資料變數，如購併地區、支付方式、購併交易規模、公司資產規模、市價淨值比、資產報酬率等觀察是否對購併績效有顯著性的影響。

異常報酬之計算(Abnormal Returns, AR)：

本篇以市場指數調整法模型來估計公司股價異常報酬，事件發生後，是否會影響股價報酬率，檢定某事件影響下期報酬率是否與不受某事件影響之報酬率相等；若不想等就顯示該事件對與股價有影響性。

異常報酬率之估計為：

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

AR_{it} 為 i 公司在事件期 t 期之異常報酬率。

R_{it} 為 i 公司在事件期 t 期之實際報酬率。

R_{mt} 為 i 公司在事件期 t 期之預期報酬率(此處設定為大盤加權指數)。

平均異常報酬

由上述指數調整模式公式中可計算出每家公司每一個交易日之異常報酬率，但個別公司之 AR_{it} 無法觀察到任何結論，因每家公司存在著許多不確定因素，在沈中華(2000)中建議在進行統計檢定前，將所有樣本的異常報酬率平均，計算出平均異常報酬率 (average AR, AAR)，定義如下：

$$AAR_E = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

N 為公司樣本個數， AR_{it} 為事件期第 i 家公司的異常報酬率。

之後再將事件期中，要研究的所有樣本公司之平均異常報酬率累計相加後，可得到累積平均異常報酬(Cumulative Abnormal Return, CAR)：

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t$$

$CAAR(t_1, t_2)$ 為全體樣本之事件期(t_1 至 t_2)之累積平均異常報酬。

$$AR_{(t_1, t_2)} = R_{it} - E(R_{mt})$$

統計檢定

事件研究法主要為觀察研究事件中，該事件發生是否對股價有異常影響，僅對個別公司所估計的異常報酬率無法得出結論，因此必須檢定平均異常報酬與平均累積異常報酬是否有顯著異於零。本研究採取傳統 T 檢定，計算方式如下：

1. 平均異常報酬率之假設與檢定：

假設 H_0 ： $AR_i=0$

H_1 ： $AR_i \neq 0$

檢定統計量：

$$t = \frac{AAR_t}{\sqrt{Var(CAR_t)}}$$

2.平均累積異常報酬之假設與檢定：

假設 $H_0 : CAR_t=0$

$H_1 : CAR_t \neq 0$

檢定統計量：

$$t = \frac{CAR_t}{\sqrt{Var(CAR_t)}}$$

第四章 實證結果

第一節 樣本分配

表 1 樣本年度分配

西元年份	主併公司年度樣本		被併公司年度樣本	
	樣本數	百分比	樣本數	百分比
2000	19	2.5%	1	0.4%
2001	16	2.1%	4	1.6%
2002	39	5.1%	1	0.4%
2003	40	5.2%	3	1.2%
2004	33	4.3%	8	3.2%
2005	41	5.4%	12	4.9%
2006	47	6.2%	13	5.3%
2007	58	7.6%	23	9.3%
2008	78	10.2%	31	12.6%
2009	70	9.2%	32	13.0%
2010	78	10.2%	35	14.2%
2011	72	9.4%	30	12.1%
2012	82	10.7%	26	10.5%
2013	90	11.8%	28	11.3%
合計	763	100.0%	247	100.0%

表 1 為主併公司與被併公司西元 2000-2013 年各年度之購併事件年度樣本分布狀況。購併事件樣本在 2007 年以前較少且平均，但在 2007 年以後有增加的趨勢，主併公司每年購併案件由 58 增至 2013 年的 90 個樣本，推測可能跟總體經濟環境變化有關係，被併公司在 2007 至 2008 年金融危機後，許多企業整體營利水平下降、融資變得較困難，因此增加了被購併的可能性；而主併公司之購併事件也在 2008 年後有逐年增加的趨勢。

表 2 樣本產業分布

產業碼	主併公司		被併公司		
	產業名稱	樣本數	百分比	樣本數	百分比
M1100	水泥工業	3	0.4%	0	0.0%
M1200	食品工業	12	1.6%	2	0.8%
M1300	塑膠工業	10	1.3%	4	1.6%
M1400	紡織纖維	13	1.7%	3	1.2%
M1500	電機機械	23	3.0%	6	2.4%
M1600	電線電纜	7	0.9%	3	1.2%
M1700	化學生技醫療	60	7.9%	8	3.2%
M1900	造紙工業	3	0.4%	2	0.8%
M2000	鋼鐵工業	23	3.0%	7	2.8%
M2100	橡膠輪胎	1	0.1%	0	0.0%
M2200	汽車工業	5	0.7%	0	0.0%
M2300	電子工業	486	63.7%	148	59.9%
M2500	建材營造	18	2.4%	28	11.3%
M2600	航運業	11	1.4%	1	0.4%
M2700	觀光	3	0.4%	3	1.2%
M2800	金融、控股	40	5.2%	5	2.0%
M2900	貿易百貨	14	1.8%	7	2.8%
M3000	證券業	15	2.0%	6	2.4%
M9700	油電燃氣業	1	0.1%	0	0.0%
M9900	其他	15	2.0%	14	5.7%
合計		763	100.0%	247	100.0%

表 2 為宣告購併樣本產業分布狀況，依據台灣經濟新報(TEJ)產業分類代碼方式。顯示在 2000 年至 2013 年台灣購併事件之產業概況。由表 2 可看出主併公司購併樣本中，電子業佔了六成以上，比例最高，其次是化學生技產業，佔了 8%；而被併公司購併樣本前二位分別是電子業與營造業，分別佔了 60%與 11%。

第二節 賣方公司實證結果

一、被併公司全體樣本分析

表 3 為被併公司全體樣本平均累積異常報酬分析，使用事件研究法之市場指數調整模式，實證賣方公司 247 個樣本在不同事件窗口下累積異常報酬以及顯著性。在所有事件窗口中(-5,+5)、(-2,+2)、(-1,+1)、(-5,-1)、(0,+3)、(0,+5)、(0,+10)、(0,+30)，可發現被併公司在宣告購併前後均有顯著的正向異常報酬。在(-1,+1)這三個交易日的日平均報酬較大，平均有 2.78%的顯著正向異常報酬，表示宣告購併之異常報酬集中在事件日前後最為明顯；但隨著宣告購併後的交易天數越長，正向累積異常報酬漲勢有逐漸稍緩，在(0,+10)有 3.94%的顯著異常報酬；但在(0,+30)僅有 4.65%，20 個交易日漲幅僅不到 1%。由(-5,-1)出現 1.44%的顯著異常報酬可看出，在宣告購併前普遍都有正向的異常報酬，推測可能跟資訊洩露有關。

事件窗口	被併公司全樣本	
	平均累積異常報酬 CAR%	p-value
(-5,+5)	4.2367	0.0000***
(-2,+2)	3.4645	0.0000***
(-1,+1)	2.7770	0.0000***
(-5,-1)	1.4399	0.0041***
(0,+3)	2.5829	0.0000***
(0,+5)	2.7967	0.0000***
(0,+10)	3.9401	0.0000***
(0,+30)	4.6586	0.0022***

附註：*、**、***分別表示 0.1、0.05、0.01 顯著水準

二、 法人持股與購併績效

為探討機構法人與被併公司之購併宣告異常報酬表現，在此以法人持股來區分樣本，並且在本節最後會以回歸分析再次驗證，藉此強化機構法人在被併公司之宣告購併對於績效的影響。

將被併公司的法人持股比率區分成四個樣本做比較，分別為法人持股高於 70% 與法人持股低於 20% 之樣本、法人持股比率高於總樣本平均與低於平均做比較，在分析差異性效果，目的加大法人持股的特性對於被併公司的影響。

表 4 賣方公司法人持股 70%、20% 事件研究法

事件窗口	法人持股高於 70%		法人持股低於 20%		差異效果	
	CAR%	p-value	CAR%	p-value	差異 CAR%	差異 p-value
(-5,+5)	3.1178	0.0391**	6.9874	0.0042***	-3.87	0.164
(-2,+2)	0.8039	0.7371	5.0877	0.0034***	-4.28	0.144
(-1,+1)	0.4090	0.8227	3.3674	0.0085***	-2.96	0.181
(-5,-1)	1.6852	0.0924*	1.5043	0.2355	0.18	0.910
(0,+3)	0.4824	0.7705	4.5251	0.0034***	-4.04	0.070*
(0,+5)	1.4326	0.3265	5.4831	0.0056***	-4.05	0.093*
(0,+10)	3.4656	0.0471**	5.8619	0.0325**	-2.4	0.450
(0,+30)	2.5105	0.3537	8.4314	0.0465*	-5.92	0.233

附註：*、**、***分別表示 0.1、0.05、0.01 顯著水準

表 4 為購併事件中，被併公司依照機構法人持股比例高低做比較。由表 4 整體來看，可發現被併公司機構法人持股高的公司，在宣告購併後的績效表現低於機構法人持股比例低的公司。法人持股大於 70% 之公司，在(-5,+5)、(-1,+1)、(0,+10)事件窗口下有顯著的正向累積異常報酬；但在(0,+30)可看出有反轉的現象。在法人持股比例低於 20% 的公司中，除(-5,-1)事件窗口下沒有顯著的異常報酬外，其餘事件窗口都有顯著的正向累

積異常報酬，且正向累積異常報酬的幅度比法人持股高於 70% 之公司大，且在(0,+3)、(0,+5)事件窗口下，平均有 4% 之累積異常報酬差異，差異性顯著。可觀察出，在加大法人持股差距的樣本中，法人持股較低之公司，宣告購併之異常報酬表現較法人持股高的公司好。

表 5 賣方公司法人持股平均比較之事件研究法

事件窗口	被併公司法人持股高於平均		被併公司法人持股低於平均		差異效果	
	CAR%	p-value	CAR%	p-value	差異	差異
					CAR%	
(-5,+5)	4.1086	0.0002***	4.4357	0.0034***	-0.33	0.856
(-2,+2)	3.3214	0.0033***	3.6984	0.0003***	-0.38	0.799
(-1,+1)	2.6132	0.0038***	3.0031	0.0000***	-0.39	0.730
(-5,-1)	2.1517	0.0003***	0.7081	0.3732	1.44	0.142
(0,+3)	2.0950	0.0199**	3.1835	0.0011***	-1.09	0.402
(0,+5)	1.9568	0.0365**	3.7276	0.0019***	-1.77	0.238
(0,+10)	3.2297	0.0054**	4.8453	0.0024***	-1.62	0.404
(0,+30)	3.9318	0.0553*	5.5077	0.0145**	-1.58	0.601

附註：*、**、***分別表示 0.1、0.05、0.01 顯著水準

表 5 為依照總法人持股比例的平均來分配總樣本，總法人持股的平均數為 43.1%。法人持股高於平均數的公司，在所有事件窗口下都有顯著的正向異常報酬；在法人持股低於平均的公司中，除了(-5,-1)外，皆有顯著的正向異常報酬。以整體被併公司樣本來看，法人持股低於平均的宣購購併後績效表現比法人持股高於平均之公司較好，但沒有顯著的差異性。

由總機構法人持股比例來分配被併公司樣本，可看出，在以平均上下來區分樣本中，並沒有顯著的差異性，法人持股比例與宣購購併後的績效表現，沒有明顯的差異；但在加大法人持股比例的差距來區分樣本，以總法人持股大於 70% 公司與低於 20% 之公司，可看出有明顯的差異，法人持股的特性可以表現出來。進一步探討為何法人持股較低之

公司購併績效表現較好，可能原因為法人持股高的公司，是否可以有效的反應公司價值？不被市場低估；因此，假使收購價格一致，法人持股低的公司，股價可以反應的空間較大。此原因可能與法人持股的偏好有關。

三、不同機構法人持股比例與購併績效比較

為探討不同機構法人對被併公司之宣告購併異常報酬影響，在此將法人區分為國外法人與國內法人，台灣市場中，國內法人持股的樣本特性為國內公司法人占了大多數的比例；而在總樣本中，國內法人大於外資機構。本小節分析內外資對企業宣告購併後的異常報酬比較。

表 6 賣方公司外資與內資持股高於平均之事件研究法

事件窗口	外資高於平均		內資高於平均		差異效果	
	CAR%	p-value	CAR%	p-value	CAR%	p-value
(-5,+5)	2.9518	0.0446*	4.0831	0.0005***	-1.13	0.540
(-2,+2)	3.8185	0.0017***	3.3290	0.0056***	0.49	0.768
(-1,+1)	3.0806	0.0048***	2.6729	0.0052***	0.41	0.773
(-5,-1)	0.8633	0.3181	1.9616	0.0085***	-1.10	0.332
(0,+3)	3.0501	0.0087***	2.0032	0.0387**	1.05	0.481
(0,+5)	2.0886	0.1152	2.1214	0.0270**	-0.03	0.984
(0,+10)	3.0530	0.0827*	4.4205	0.0006***	-1.37	0.523
(0,+30)	2.3747	0.2843	4.8822	0.0184**	-2.51	0.405

附註：*、**、***分別表示 0.1、0.05、0.01 顯著水準

表 6 為控制不同機構法人之屬性做比較。在外資持股平均數為 9.1%，內資持股之平均數為 32.2%。上表之樣本分配以總樣本做切割。在外資持股高於總樣本平均的樣本中，僅在(-5,+5)、(-2,+2)、(-1,+1)、(0,+3)、(0,+10)事件窗口下有顯著的正向異常報酬。在內資持股高於平均的樣本中，在所有的事件窗口中，都有顯著的正向異常報酬。以兩個樣本比較不同之處，發現外資持股高於平均的樣本中在(-5,-1)沒有出現顯著的異常報

酬；但在內資持股高於平均的樣本中，有出現顯著的異常報酬。在較長天期的事件窗口中，(0,+10)、(0,+30)可發現內資高於平均的樣本，平均表現都比外資持股高於平均的樣本好。外資持股高於平均的樣本在(0,+3)有正向 3.05%的顯著累積異常報酬，較相同事件窗口下內資高於平均的樣本高。外資持股高於平均的樣本中，出現的正向累積異常報酬較集中於宣購告購併後的幾個交易日，由(-1,+1)、(0,+3)等窗口可看出，而宣購購併前的反應較不明顯。內資持股高於平均的樣本中，出現的正向累積異常報酬在宣告購併前已開始反映。

表 7 賣方公司外資與內資持股低於平均之事件研究法

事件窗口	外資低於平均		內資低於平均		差異效果	
	CAR%	p-value	CAR%	p-value	CAR%	p-value
(-5,+5)	4.8549	0.0000***	4.4434	0.0019***	0.41	0.822
(-2,+2)	3.4018	0.0003***	3.6787	0.0001***	-0.28	0.833
(-1,+1)	2.7163	0.0000***	2.9427	0.0000***	-0.226	0.809
(-5,-1)	1.5817	0.0121**	0.9080	0.1946	0.674	0.472
(0,+3)	2.5319	0.0019***	3.2144	0.0005***	-0.68	0.570
(0,+5)	3.2733	0.0007***	3.5354	0.0025***	-0.26	0.860
(0,+10)	4.5573	0.0003***	3.8666	0.0101**	0.69	0.719
(0,+30)	5.8166	0.0034***	4.7160	0.0333**	1.10	0.708

附註：*、**、***分別表示 0.1、0.05、0.01 顯著水準

由表 7 可看出，在外資與內資持股都小於平均的情況下，所有事件窗口下都有正向顯著的累積異常報酬。但在內資持股小於平均的樣本中，與表 6 內資持股大於平均之樣本可發現，原本(-5,-1)的正向顯著報酬變的不顯著，且可發現正向異常報酬有往宣告購併事件日後集中的趨勢。

四、賣方橫斷面複回歸分析

表 8 賣方公司橫斷面複回歸分析			
	CAR(-1,+1)	CAR(0,+5)	CAR(0,+30)
截距項	-9.626 (-1.16)	2.943 (0.39)	33.87 (3.17)
法人持股%	0.2358 (0.82)	-0.070* (-1.71)	-0.007 (-0.08)
國內法人持股%	-0.255 (-0.88)		
外資持股%	-0.269 (-0.94)		-0.072 (-0.62)
交易規模(LN)	0.412 (1.42)		
資產規模(LN)			-2.061** (-2.23)
支付方式	-3.289** (-2.40)	-2.241 (-1.30)	-0.169 (-0.05)
相關購併		0.915 (0.57)	
跨國購併	0.720 (0.33)	1.162 (0.43)	
購併態度	4.983 (1.03)		
資產報酬率(ROA)	-0.318 (-0.42)	-0.099 (-0.09)	1.903 (0.89)
市價淨值比(M2B)	0.055 (1.18)	0.232*** (3.36)	0.273** (2.02)
董監持股%	0.023 (0.58)	0.068 (1.25)	0.100 (0.91)
負債比率%		0.021 (0.58)	
F 值	1.04	2.22	2.41
調整後 R 平方	0.002	0.044	0.039
附註：1.*、**、***分別表示 0.1、0.05、0.01 顯著水準 2.括號內為 t			

為佐證與加強前述被併公司之事件研究法內容，且分析影響公司購併績效之因素，本研究之回歸分析以宣告購併日前後一日、事件日至五個交易日、事件日至三十個交易日之累積異常報酬為應變數，主要自變數包括支付方式、相關購併、購併態度、跨國購併、交易規模、資產規模、資產報酬率、市價淨值比、資產報酬成長率、法人持股、董監持股、負債比率。

由表 8 之回歸分析內容來看，支付方式在(-1,+1)的事件窗口下有顯著的負相關，顯示以證券支付作為購併支付方式會對累積異常報酬造成負向影響；在(-1,+1)、(0,+5)的事件窗口中，現金支付的表現比證券支付好。另外，市價淨值比對於累積異常報酬的影響，由(0,+5)、(0,+30)的事件窗口發現在高市價淨值比的公司，對宣告購併後的異常報酬有正向顯著的影響。

在法人持股與公司購併績效方面，發現法人持股在短期的購併績效中為負相關，顯示法人持股越高會降低公司在短期購併績效的表現。

第三節 買方公司實證分析

一、買方全樣本分析

表 9 主併公司全樣本事件研究法

事件窗口	主併公司全樣本	
	平均累積異常報酬 CAR%	p-value
(-30,+30)	2.1410	0.0065***
(-5,+5)	1.2994	0.0003***
(-5,-1)	0.5665	0.0040***
(-1,+1)	0.9016	0.0000***
(0,+3)	0.5542	0.0139**
(0,+5)	0.7329	0.0099***
(0,+30)	0.9904	0.1062
(0,+60)	1.1776	0.1431
(0,+90)	1.9014	0.0417**
(0,+120)	1.3871	0.1883
(0,+150)	1.1076	0.3392
(0,+180)	0.5405	0.6661
(0,+210)	0.5285	0.6989
(0,+240)	0.3023	0.8344

附註：*、**、***分別表示 0.1、0.05、0.01 顯著水準

表 9 為宣告購併事件，主併公司全體總樣本共 763 筆資料。由表 9 研究結果顯示，主併公司在宣告購併後(-30,+30)、(-5,+5)、(-5,-1)、(-1,+1)、(0,+3)、(0,+5)、(0,+90)的事件窗口下有顯著的正向累積異常報酬。總體樣本的宣告購併異常報酬集中在宣購購併前後的數個交易日，購併資訊有提前被揭露的可能，在(-1,+1)事件窗口下平均有 0.9%的顯著正向累積異常報酬。

整體來說，宣告購併事件短期內在市場上的解讀為樂觀。此結果與過去文獻(丁憲浩(2007)、許露云(2006)、陳匯中(1995)、蕭惠元(1996)、洪宏達(2003)、蘇倬漢(2010))有相似見解；但在經過愈長的交易天數後有逐漸反轉的現象，在(0,+90)到(0,+240)的窗

口下，累積異常報酬有逐漸降低的趨勢，從 90 個交易日到 240 個交易日，異常報酬為不顯著負相關。

二、機構法人持股高低與併購績效

本小節做法人持股比率高低與企業的購併績效表現，將總樣本依法人持股比率與排名區分為幾個子樣本做比較。觀察在不同法人持股比率下，對於宣告購併後的異常報酬表現。

表 10 主併公司法人持股 80%、20%之樣本事件研究法

事件窗口	主併公司法人持股高於 80%		主併公司法人持股低於 20%		差異效果	
	CAR%	p-value	CAR%	P-value	CAR%	p-value
(-30,+30)	5.2048	0.1442	3.7734	0.0580*	1.43	0.722
(-5,+5)	2.2230	0.0868*	1.7792	0.0874*	0.44	0.786
(-5,-1)	0.5137	0.5453	0.6051	0.2319	-0.091	0.926
(-1,+1)	0.7272	0.2886	1.4404	0.0041***	-0.713	0.397
(0,+3)	1.3848	0.0818*	1.0731	0.0894*	0.312	0.755
(0,+5)	1.7094	0.0397**	1.1741	0.1562	0.54	0.642
(0,+30)	3.1374	0.2811	1.1702	0.4690	1.97	0.552
(0,+60)	2.6092	0.4099	0.6003	0.7682	2.01	0.592
(0,+90)	2.4414	0.4891	3.4187	0.1649	-0.98	0.819
(0,+120)	4.1276	0.3270	1.3404	0.6268	2.79	0.578
(0,+150)	5.5500	0.2608	1.4188	0.6410	4.13	0.473
(0,+180)	8.4479	0.1119	0.2461	0.9410	8.20	0.187
(0,+210)	11.2680	0.0451**	-1.0549	0.7718	12.32	0.063*
(0,+240)	15.3806	0.0070***	-2.5074	0.5069	17.89	0.008***

附註：*、**、***分別表示 0.1、0.05、0.01 顯著水準

在表 10 中，法人持股高於 80%之樣本與表 9 之主併公司總樣本比較，可發現在短天期的事件窗口中，原本的事件窗口(-1,+1)、(-5,-1)、(-30,+30)的顯著正向異常報酬變得不顯著，且異常報酬的幅度也縮小；在法人持股高於 80%之樣本，(0,+3)、(0,+5)的事件窗口有顯著的正向累積異常報酬且幅度有稍微增加的趨勢；再看較長天數的事件窗口

(0,+210)、(0,+240)出現 10~15%的正向顯著累積異常報酬，較表 9 總樣本的 0.3%~0.5% 不顯著正報酬來得大，績效表現較優。以整體來看，在選擇法人持股高於 80%之公司可發現，正向累積異常報酬的幅度較大且顯著，在經過較長較易天數後，累積異常報酬的幅度也逐漸增大。

由表 10 法人持股低於 20%樣本發現，宣購併後之正向異常報酬僅出現在(-30,+30)、(-5,+5)、(-1,+1)、(0,+3)事件窗口中，事件日後的異常報酬在經過越長的交易天數後有逐漸下滑的趨勢，在(0,+210)、(0,+240)甚至出現不顯著的負向異常報酬，與表 9 之總樣本比較，可發現平均的累積異常報酬有減少的趨勢。

比較表 10 中的法人持股高於 80%與低於 20%之樣本差異，可發現法人持股高的公司較法人持股低的公司有較好的購併績效表現，在(0,+210)、(0,+240)的事件窗口中，法人持股較高的公司有 11~15%的顯著正向累積異常報酬，而法人持股較低的公司則有不顯著的 1~2.5%的負向異常報酬，兩者間的樣本則有顯著的差異性。

表 11 主併公司法人持股 70%、10%之事件研究法

主併公司法人持股高於 70%			主併公司法人持股低於 10%		差異效果	
事件窗口	CAR%	p-value	CAR%	p-value	CAR%	p-value
(-30,+30)	2.3104	0.1385	2.7374	0.4293	-0.43	0.910
(-5,+5)	0.9684	0.1129	2.8333	0.1097	1.86	0.315
(-5,-1)	0.4744	0.2329	1.7637	0.0459*	-1.289	0.178
(-1,+1)	0.8150	0.0348**	1.8492	0.0603*	-1.03	0.322
(0,+3)	0.5652	0.1720	1.3753	0.1816	-0.81	0.462
(0,+5)	0.4940	0.2936	1.0696	0.4317	-0.58	0.688
(0,+30)	1.5215	0.2061	0.7721	0.7869	0.75	0.809
(0,+60)	2.5477	0.0969*	2.4145	0.4452	0.13	0.970
(0,+90)	2.3100	0.1585	4.7220	0.1826	-2.41	0.534
(0,+120)	3.2229	0.0989	3.1128	0.4809	0.11	0.982
(0,+150)	5.6314	0.0182**	2.1071	0.6478	3.52	0.496
(0,+180)	6.5455	0.0112**	-1.0605	0.8338	7.61	0.181
(0,+210)	7.0657	0.0067***	-4.5885	0.4180	11.65	0.063*
(0,+240)	7.8599	0.0048***	-4.4114	0.4434	12.27	0.056*

附註：*、**、***分別表示 0.1、0.05、0.01 顯著水準

表 11 再挑選總法人持股比例更低之樣本，以法人持股比例低於 10%之公司來看，是否法人持股比例降低，會降低績效表現？由表 11 法人持股比例低於 10%之樣本與表 10 中法人持股比例低於 20%之樣本中可發現，法人持股比例低於 10%之公司僅在(-5,-1)、(-1,+1)有顯著的正向異常報酬，但在較長天期的事件窗口負向的異常報酬有擴大的趨勢，在(0,+210)、(0,+240)出現 4.4~4.5%負向的累積異常報酬，較表 10 中法人持股低於 20%之公司負向的幅度更大。

在法人持股高於 70%的樣本中，事件窗口的正向異常報酬顯著性與表 10 中法人持股高於 80%的樣本相差不大，但在較長天數交易日的事件窗口(0,+210)、(0,+240)中可發現，平均累積異常報酬由 11~15%降至 7~8%。

比較表 11 中，法人持股比例高於 70%與低於 10%之樣本發現，法人持股高於 70%之公司在(0,+210)、(0,+240)事件窗口下有顯著的 7~7.8%正向異常報酬；而法人持股低於

10%之樣本則有 4~4.5%的負向不顯著異常報酬，比較兩者樣本做差異化分析，顯示有 11~12%的顯著差異性。

表 12 主併公司法人持股前百名與後百名之事件研究法比較

事件窗口	法人持股前百		法人持股後百名		差異效果	
	CAR%	p-value	CAR%	p-value	CAR%	p-value
(-30,+30)	2.8779	0.0947*	4.1045	0.1097	-1.23	0.689
(-5,+5)	1.0545	0.1108	3.0297	0.0327**	-1.98	0.203
(-5,-1)	0.2412	0.5609	1.1635	0.0816*	-0.922	-0.239
(-1,+1)	0.9733	0.0239**	1.9753	0.0030***	-1.002	0.198
(0,+3)	0.7920	0.0842*	1.7962	0.0398**	-1.004	0.304
(0,+5)	0.8133	0.1188	1.8662	0.1047	-1.05	0.402
(0,+30)	2.0120	0.1358	3.0690	0.1612	-1.06	0.679
(0,+60)	2.5677	0.1196	2.9231	0.2430	-0.36	0.905
(0,+90)	1.9063	0.2844	3.6034	0.2060	-1.70	0.612
(0,+120)	2.7429	0.2026	2.2654	0.5011	0.48	0.905
(0,+150)	5.6369	0.0341**	3.2663	0.3554	2.37	0.590
(0,+180)	6.5547	0.0204**	1.9061	0.6182	4.65	0.326
(0,+210)	7.0741	0.0127**	-0.1829	0.9672	7.26	0.168
(0,+240)	7.9590	0.0088***	-1.2930	0.7753	9.25	0.089*

附註：*、**、***分別表示 0.1、0.05、0.01 顯著水準

最後我們再將總樣本以總機構法人持股高低來做排名，分別取前一百名與後一百名之樣本來做比較。由表 12 中發現，法人持股前百名之公司，平均累積異常報酬集中在 120 個交易日後；而法人持股後一百名的企業，平均累積異常報酬則出現在事件日的前後數個交易日。比較兩者間的樣本發現，在(0,+240)的事件窗口下，出現顯著的差異性。

比較表 10、表 11、表 12 之法人持股與公司購併績效，可觀察出主併公司在低法人持股的樣本中平均短期績效表現比法人持股較高的企業好，由短期事件窗口可推測出法人持股在企業宣告購併的短期內，可能對企業宣告購併後的異常報酬有負向關聯，在本節最後會再以回歸分析短期事件窗口加以證實。

三、不同機構法人持股比較與購併績效

比較外資持股與國內法人持股和宣告購併後的績效表現。

表 13 主併公司外資與國內法人持股高於平均之事件研究法

事件窗口	外資持股大於平均		國內法人持股大於平均		差異效果	
	CAR%	p-value	CAR%	p-value	CAR%	p-value
(-30,+30)	1.7556	0.1658	2.7541	0.0172**	1.00	0.559
(-5,+5)	1.8620	0.0026***	1.1027	0.0192**	0.759	0.325
(-5,-1)	0.9206	0.0052***	0.4358	0.1074	0.485	0.253
(-1,+1)	1.2346	0.0001***	0.7178	0.0054***	0.517	0.192
(0,+3)	0.8004	0.0289**	0.4288	0.1746	0.372	0.441
(0,+5)	0.9415	0.0393**	0.6669	0.0834*	0.275	0.645
(0,+30)	1.2029	0.1927	1.0241	0.2703	0.18	0.891
(0,+60)	0.7817	0.5662	2.5895	0.0275**	-1.81	0.314
(0,+90)	1.5976	0.3515	1.8333	0.1507	-0.24	0.912
(0,+120)	2.0730	0.2831	2.1016	0.1558	-0.03	0.991
(0,+150)	2.2009	0.2880	1.9825	0.2312	0.22	0.934
(0,+180)	1.2607	0.5721	2.2916	0.1936	-1.03	0.717
(0,+210)	1.3260	0.5618	3.6538	0.0594*	-2.33	0.437
(0,+240)	1.4894	0.5503	3.8329	0.0583*	-2.34	0.465

附註：*、**、***分別表示 0.1、0.05、0.01 顯著水準

表 13 中之兩個樣本分別為外資持股高於平均與國內法人持股高於平均之樣本。總樣本外資持股平均為 11.83%、國內法人持股 31.38%。由表 13 中，外資持股高於平均的樣本可發現，出現的正向顯著累積異常報酬集中在事件日的前後數個交易日。在國內法人持股高於平均的樣本中發現，在短、中、長期的事件窗口下有顯著的正向累積異常報酬。兩者做比較可發現，在國內法人持股高於平均數的樣本中平均的績效表現比外資持股高於平均的樣本來得好，但比較差異性效果並沒有顯著。

在表 13 中的兩個樣本，外資之總樣本平均大約在 12%、而內資法人的總樣本平均卻有 31%，可能在這兩個樣本中無法把法人的特性表現出來，而台灣的市場又與歐美等先進國家不一樣，台灣的外資機構持股比例占總上市公司的比例比歐美國家低，國內法

人則大多屬於本國公司企業法人與國內財團法人。因此下張表格會加強兩個樣本不同機構法人持股的比例來做比較。

表 14 主併公司外資與國內法人持股大於 50%之事件研究法

事件窗口	外資持股大於 50%		國內法人持股大於 50%		差異效果	
	CAR%	p-value	CAR%	p-value	CAR%	p-value
(-30,+30)	6.8750	0.1765	4.5878	0.0079****	2.29	0.666
(-5,+5)	4.5217	0.0965*	2.1348	0.0044****	2.39	0.390
(-5,-1)	1.4451	0.2156	0.9290	0.0204****	0.52	0.672
(-1,+1)	1.9419	0.0598*	1.3801	0.0024****	0.56	0.609
(0,+3)	1.7684	0.1604	0.8370	0.1510	0.93	0.497
(0,+5)	3.0765	0.0894*	1.2058	0.0601*	1.87	0.323
(0,+30)	6.9054	0.1108	1.6520	0.2448	5.25	0.244
(0,+60)	9.4849	0.1740	3.2308	0.0545*	6.25	0.379
(0,+90)	14.1940	0.1196	2.0571	0.2792	12.14	0.190
(0,+120)	15.9085	0.0860*	1.6711	0.4315	14.24	0.132
(0,+150)	12.3091	0.1754	3.6417	0.1219	8.97	0.352
(0,+180)	11.8733	0.2002	4.9702	0.0579*	6.90	0.469
(0,+210)	10.4555	0.2050	6.2865	0.0259**	4.17	0.629
(0,+240)	9.8583	0.2753	7.4553	0.0106**	2.40	0.798

附註：*、**、***分別表示 0.1、0.05、0.01 顯著水準

由表 14 中的外資持股大於 50%的樣本中可發現，在(-1,+1)、(-5,+5)、(0,+5)事件窗口下出現顯著的正向異常報酬，分別為 1.9%、4.5%、3.1%，可發現宣告購併後的異常報酬集中在事件日後，在(0,+120)事件窗口下則出現 16%的正向累積異常報酬，與表 13 中的外資持股高於平均之樣本比較，可發現整體的報酬率又上升的趨勢。在國內法人持股高於 50%的樣本中，與表 13 之國內法人持股高於平均的樣本比較可發現，整體報酬率的顯著性相差不大，但在所有事件日下的累積異常報酬有上升的趨勢，推測國內法人持股的比例上升，可能會造就更好的購併績效，而外資持股比例上升，可能對主併公司的宣告購併異常報酬有更高的正向影響力。比較表 14 中外資與國內法人持股高於 50%

的樣本發現，整體事件窗口下，外資持股高於 50%的樣本平均累積異常報酬較國內法人持股高於 50%的公司來得好，但用差異性分析發現並沒有出現顯著性。

台灣股市中，國內法人的比例，大多是國內公司法人、財團法人為多數。

下表再分析影響台灣股市交易量中的不同法人持股與購併績效間的關係。在股市每日成交比重中，三大法人的成交比重占整體大盤成交量的一半以上，分別為投信、自營商、外資機構。本表將取國內投信機構與外資機構持股做比較，也是市場上常見做為觀察法人動向的投資參考指標。

表 15 外資持股與投信持股前百名之事件研究法

事件窗口	投信持股前百		外資持股前百		差異效果	
	CAR%	p-value	CAR%	p-value	CAR%	p-value
(-30,+30)	-0.2215	0.8779	1.9252	0.3763	-2.15	0.410
(-5,+5)	0.5229	0.4330	2.0254	0.0552*	-1.5	0.226
(-5,-1)	1.3964	0.0020***	1.1166	0.0464**	0.280	0.693
(-1,+1)	0.3809	0.3205	1.1112	0.0243**	-0.730	0.239
(0,+3)	-0.7335	0.1356	0.6237	0.2796	-1.357	0.073*
(0,+5)	-0.8736	0.0869*	0.9087	0.2133	-1.782	0.045**
(0,+30)	-2.9733	0.0048***	1.5976	0.3491	-4.57	0.023**
(0,+60)	-5.2893	0.0004***	2.2078	0.4036	-7.50	0.014**
(0,+90)	-5.1253	0.0050***	4.1890	0.2161	-9.31	0.016**
(0,+120)	-6.3745	0.0019***	4.8738	0.1707	-11.25	0.006***
(0,+150)	-8.1626	0.0021***	5.3313	0.1447	-13.49	0.003***
(0,+180)	-10.8608	0.0003***	4.9915	0.2030	-15.85	0.001***
(0,+210)	-11.1024	0.0005***	4.6764	0.2185	-15.78	0.001***
(0,+240)	-11.0458	0.0005***	4.9748	0.2240	-16.02	0.002***

附註：*、**、***分別表示 0.1、0.05、0.01 顯著水準

在投信持股前百名的樣本中，投信持股比率平均為 3.77%、總機構法人持股比率平均為 55.8%、外資持股平均為 23.9%、國內法人持股比率平均為 31.9%，顯示法人持股資料並沒有出現極端的異常值。

由表 15 投信持股前百名的樣本中，可發現僅在(-5,-1)的事件窗口下出現正向的累積異常報酬。在(0,+3)事件窗口下，已開始出現負向的累積異常報酬，在(0,+5)之後的事件窗口下，均出現顯著的負向累積異常報酬，且負向的報酬有隨著交易天數逐漸擴大的趨勢，在 210-240 個交易日平均出現-11%的顯著累積異常報酬，與表 10、11、12 中低法人持股的樣本比較，負向的幅度更大。

在表 15 中外資持股前百名的樣本中，在(-5,+5)、(-5,-1)、(-1,+1)事件窗口下有顯著的正向累積異常報酬，其餘的事件窗口下皆有正向但不顯著的累積異常報酬。由表 15 中的兩個樣本做比較，發現外資持股前百名之公司的股價績效表現較投信持股來得好，投信持股之樣本績效表現在所有事件窗口下幾乎為負。以兩個樣本做差異性檢定，發現兩者樣本在(0,+3)事件窗口下就開始有顯著的差異性，且隨著經過的交易日越長，也愈顯著，差異有擴大的趨勢。由表 15 之事件研究法，推斷投信持股對企業宣告購併之表現會有負向關聯，而外資持股經由表 13 至表 15 可推斷會有正相關，下一節將會由本節事件研究法之結果做回歸分析加以佐證。

四、主併公司複回歸分析

表 16 主併公司橫斷面複回歸分析					
	CAR(-5,-1)	CAR(0,+3)	CAR(0,+5)	CAR(0,+240)	CAR(0,+240)
截距項	-1.115 (-1.19)	-0.668 (-0.35)	-1.811 (-0.35)	14.160 (1.02)	22.390 (0.76)
法人持股%	-0.037 (-1.11)	-0.125*** (-3.20)	-0.185*** (-3.11)	0.191*** (2.95)	
董監持股%	0.097*** (4.04)	0.080*** (2.76)	0.117*** (2.62)		
外資持股	0.060 (1.56)	0.148*** (3.24)	0.215*** (3.10)		0.273** (2.31)
投信持股	0.177 (1.47)	-0.173 (-1.20)	-0.1860 (-0.83)		-1.729** (-1.98)
本國公司法人 持股	0.025 (0.74)	0.088** (2.19)	0.128** (2.19)		0.161 (1.35)
交易規模			0.221 (0.90)		
相關購併		1.2086 (1.23)		-13.439*** (-2.63)	-6.026 (-0.97)
支付方式		-0.117 (-0.17)	-0.016 (-0.02)		0.419 (0.10)
購併態度					-12.210 (-0.45)
跨國購併		-0.343 (-0.26)	-3.037 (-1.45)		-11.116 (-1.35)
市價淨值比	0.056 (0.24)	0.185 (0.66)	0.376 (0.97)	-5.674*** (-5.08)	-3.375* (-1.93)
負債比率	-0.002 (-0.13)	0.008 (0.46)	0.013 (0.49)	0.073 (0.98)	0.114 (1.11)
資產報酬率	0.332 (0.48)	0.449 (0.55)	-0.734 (-0.60)	0.498 (0.10)	3.085 (0.59)
資產規模 (SIZE)				-0.187 (-0.25)	
調整後 R 平方	0.036	0.036	0.051	0.043	0.017
F 值	2.71	2.25	2.26	6.58	1.62
附註：1.*、**、***分別表示 0.1、0.05、0.01 顯著水準 2.括號內為 t 值					

由表 16 買方回歸分析來看，法人持股對於不同事件窗口的影響發現，總法人持股比率在 $CAR(0,+3)$ 、 $CAR(0,+5)$ 等短期事件窗口中，有顯著的負相關，法人持股越多會造成報酬率下降；而在長期的事件窗口 $CAR(0,+240)$ 中，發現總法人持股對累積異常報酬有顯著的正向影響，法人持股越多的公司，造成的正向累積異常報酬越高。

將法人持股做分類，發現不同的法人持股對公司宣告購併後的累積異常報酬有不同的影響。在 $CAR(0,+3)$ 、 $CAR(0,+5)$ 的事件窗口中，外資持股與本國公司法人持股對宣告購併後的累積異常報酬有正向顯著的影響，外資對於累積報酬率的影響比本國公司法人大，且正向報酬的幅度也較大；而投信持股對公司的累積異常報酬則有不顯著的負相關。而在長期的事件窗口，發現在 240 個交易日後，發現外資持股對公司的累積異常報酬有正向顯著的影響；本國公司法人的影響較沒那麼顯著。另外發現投信持股比率對公司的長期購併績效則有顯著的負向報酬。

在交易特性與財務績效的回歸分析中，發現，企業從事相關購併可能會帶來負向影響，而市價淨值比也會帶來負向顯著的影響，顯示在總樣本中，市價淨值比越高的公司在長期事件窗口中會對累積異常報酬造成負向顯著的影響。

最後，在事件研究法與回歸分析中，加以證實，機構法人持股比率與不同機構法人持股會對企業宣告購併之長、短天期的累積異常報酬有不同的影響。

第五章 研究結論

本研究主要探討機構法人與企業宣告購併效果之關聯性，根據過去文獻較少探討此議題的相關研究，加上早期國內購併案件的樣本有限，較難做較全面性的比較。本篇研究樣本，以 2000 年至 2013 年台灣上市櫃公司為研究對象，以事件研究法觀察不同事件窗口下，機構法人持股比率、不同法人持股比率對企業宣告購併後的異常報酬表現，最後再以橫斷面複回歸模型分析影響公司宣告購併後累積異常之因子。實證結果，本章得出以下結論。

一、宣告購併效果對主併公司與被併公司之影響。

本研究全體樣本實證結果顯示，所有事件窗口下(-5,+5)、(-2,+2)、(-1,+1)、(-5,-1)、(0,+3)、(0,+5)、(0,+10)、(0,+30)都有顯著的正向累積異常報酬。發現被併公司普遍都存在宣告購併異常報酬，且在事件日前已有正向顯著的異常報酬，可能與資訊洩露有關。而主併公司在(-30,+30)、(-5,+5)、(-5,-1)、(-1,+1)、(0,+3)、(0,+5)之事件窗口都有顯著的正向異常報酬，但在長期的績效表現則沒有顯著的正相關，此結果顯示國內市場在短期內對於宣告購併有樂觀的態度。研究結果支持主並公司與被併公司在短期內均有顯著的宣告購併異常報酬，與國內眾多文獻研究結果相符(陳安琳(2000)、丁憲浩(2007)、許露云(2006)、陳匯中(1995)、蕭惠元(1996)、洪宏達(2003)、李國榮(2012))。

二、機構法人與宣告購併異常報酬表現

本篇發現不同機構法人、以及機構法人持股比率可以顯著的影響企業購併後之異常報酬表現。在被併公司與機構法人持股的影響發現，被併公司中，短期事件窗口裡，法人持股與累積異常報酬呈現顯著的負相關，在區分法人持股比率之樣本後發現，法人持股比率較低的，平均累積異常報酬表現較好；而法人持股比率較高的公司，累積異常報酬有較接近事件日前後之數個交易日的趨勢，傾向短期內一次反映完畢。

在主併公司與機構法人對於宣告購併異常報酬的表現中，發現法人持股對於短期內的累積異常報酬有負向顯著的影響；但在長期的事件窗口中，法人持股有正向顯著的影響，顯示法人持股比例越高的公司，在越長期的事件窗口中有明顯且幅度大的正向顯著累積異常報酬；而法人持股較低的公司，累積異常報酬較集中在事件日前後的數個交易日，對於長期的績效表現則是負相關。

在不同機構法人與主併公司的購併後異常報酬表現中，發現在短期的事件窗口內，外資持股、國內法人持股對於購併後之異常報酬表現都有顯著的正向影響力；而投信持股則有負相關。在宣告購併前的異常報酬(可能跟資訊洩露有關)，我們發現國內法人持股較外資有正向的異常報酬，而董監持股比例與購併宣告前的異常報酬表現則有顯著的正向解釋力。在長期的績效表現中，發現外資持股有正向顯著的影響力；而投信持股則有負向顯著的影響力。

三、財務變數、購併交易類型對公司購併異常報酬表現

本篇以回歸分析後發現，被併公司之購併支付方式對事件日前後一個交易日之累積異常報酬有顯著的影響，現金支付之異常報酬比股票支付來得好，與施宗憲(2008)研究結論一致。市價淨值在事件日後的5至30個交易日之累積異常報酬則有顯著的正相關，顯示市價淨值比較高的企業購併績效表現也會愈高。資產規模在購併後的30日內則有顯著的負相關，顯示資產規模越大會對公司購併後的異常報酬有負向影響。

在主併公司裡，發現相關購併對主併公司長期的績效表現為負向影響，可能在於台灣市場中，複合式的購併表現會較好；而市價淨值比對長期的購併績效則有顯著的負相關，市價淨值比愈高的公司，在經歷越長的交易日後會有負的累積異常報酬。

綜上所述，本篇文章特別針對台灣市場說明機構法人對於公司購併績效的影響性，發現，機構法人持股與不同機構法人持股比例確實會影響企業在宣告購併後之績效表現。

參考文獻

- 丁憲浩、胡聯國、莊雙喜(2007),「企業併購確實能為股東創造更多利益嗎?」, 績效與策略研究, 4 卷 3 期, p1-13。
- 陳安琳、湯惠雯、許銘峻(2000),「企業購併對主併公司股東財富的影響」, 亞太管理評論; 5 卷 2 期, p171 - 182
- 羅素良(1991),「購併支付方式之理論探討與實證研究」, 成功大學企業管理研究所。
- 施宗憲(2008),「併購支付方式之決定因素及其對公司股價之影響」, 國立政治大學會計研究所。
- 呂佳玲、林基煌(2008),「家族企業公司治理、併購策略與績效探討」, 亞太管理評論, 11 卷 2 期, p107-134。
- 許露云(2006),「台灣上市公司購併宣告對公司股票報酬率之影響」, 南華大學財務管理研究所。
- 蘇倬漢(2010),「台灣地區上市公司購併宣告對股東財富影響之研究」, 國立中山大學企業管理學系研究所。
- 洪宏達(2003),「購併活動對主併公司經營績效之影響-以臺灣上市公司為例」, 國立中山大學財務管理學系研究所。
- 陳匯中(1995),「上市公司購併宣告對股東財富的影響」, 國立政治大學企業管理研究所。
- 蕭惠元(1996),「購併活動對股價行為與會計資訊之影響-以台灣上市公司為例」, 東吳大學會計學研究所。
- 李國榮、呂素蓮、洪榆棟(2012),「企業購併績效再檢驗：以台灣電子業為例」, 臺灣企業績效學刊; 5 卷 2 期, P153 - 171。
- 張裕任、王泰昌、吳琮璠(2009),「公司治理機制與外資持股偏好關聯性之探討」, 管理與系統, 16 卷 4 期, 505-532 頁。
- 施亞坦(2013),「機構法人持股比率與併購方股票報酬之關係」, 國立臺灣師範大學, 全球經營與策略研究所。
- 張裕任、吳琮璠、王泰昌(2012),「影響外資持股偏好因素之探討:安全性及資訊不對稱」, 證券市場發展季刊; 24 卷 1 期, P1 - 44。
- 洪榮耀、洪彥仲(2011),「外國機構投資人持股比例與市場波動之關聯性分析：以台灣證券市場為例」, 真理財經學報; 25 期, P67 - 88。
- 闕河士、方怡(2014),「台灣股票市場之機構投資人持股與系統流動性關係」, 管理與系統; 21 卷 4 期, P551 - 580。
- 蕭朝興、陳馨蕙、黃俊凱(2011),「台灣機構投資人動態持股偏好之探討」, 管理學報; 28 卷 2 期, P97 - 126。
- 洪振興(2003),「購併事件對主併公司價值的影響:以多次購併公司為例」, 銘傳大學, 財務金融學系碩士班。

- 孫梅瑞、蕭瑞子(2008),「國際多角化與企業績效、企業風險的關聯性及其影響因素之研究」,管理與系統,15卷,4期,617-643頁。
- 朱心怡(1999),「購併型態對股東財富的影響」,東吳大學,企業管理學系碩士論文。
- 羅明敏(1998),「台灣企業海內外購併宣告對主併公司股東財富影響之實證研究」,朝陽大學,財務金融研究所碩士論文。
- 林玫君(2005),「台灣企業跨國與國內併購行為財富效果之比較分析」,國立彰化師範大學,會計學系企業高階管理研究所碩士論文。
- 許銘俊(1999),「企業購併宣告對主併公司股東財富的影響」,國立中山大學,企業管理學系碩士論文。
- 沈中華、李建然(2000),「事件研究法-財務與會計實證研究必備」,華泰文化事業公司。

- Almazan, A., Hartzell, J.C, and Starks, L.T., (2005). Active institutional shareholders and costs of monitoring: evidence from executive compensation. *Financial Management* Winter 2005, Vol. 34. Issue 4, p. 5-34.
- Agrawal, A., Jaffe, J.F., and Mandelker, G.N., (1992). The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly. *The Journal of Finance*. Vol. 47, No. 4, p.1605-1621
- Bushee, B.J., (1998). The influence of institutional investors on Myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review* 73 (3), p.305-333.
- Berger, P. G. and Ofek, E., (1995). Diversification's Effect on Firm Value. *Journal of Financial Economics*, Vol37, p.39-65.
- Chen, L.-W., Johnson, S.A., Lin, J.-C. and Liu, Y.-J., (2009). Information, sophistication, and foreign versus domestic investors' performance. *Journal of Banking and Finance* Volume 33, Issue 9, p.1636-1651.
- Chen, X., Harford, J., Li, K., (2007). Monitoring: which institutions matter? *Journal of Financial Economics* 86 (2), p.279-305.
- Doukas, J. and Travlos, N. G., (1988). The Effects of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions. *Journal of Finance*. Vol. 43 Issue 5, p.1161-1175.
- Dimitris Andriosopoulos and Shuai Yang (2015). The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom. *Journal of Banking & Finance*. Volume 50, p. 547-56.
- Eugene, F., Fama and Michael C., Jensen (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (2), p. 301-325.

- Ferreira A. Migue, Massa Massimo, and Matos Pedro.(2010). Shareholders at the Gate? Institutional Investors and Cross-Border Mergers and Acquisitions. *Review of Financial Studies*. Vol. 23 Issue 2, p.601-644.
- Fama, E. F. L. Fisher, M. C. Jensen and R. Roll (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review* 10, p. 1-21.
- Jun-Koo Kanga, Rene M. Stulz , (1997). Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. *Journal of Financial Economics*. Volume 46, Issue 1, p. 3–28
- José-Miguel Gaspar, Massimo Massa, Pedro Matos (2005). Shareholder investment horizons and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* Volume 76, Issue 1 , p. 135–165
- Lois M. Shelton (2000). Merger market dynamics: insights into the behavior of target and bidder firms. *Journal of Economic Behavior & Organization*. Volume 41, Issue 4, p.363–383.
- Loughran, Tim and Anand M. Vijh (1997). Do long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions? *Journal of Finance* ,52, p.1765-1790.
- Michael Bradley, Anand Desai, E. Han Kim(1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics* 21 (1988) p. 3-40.
- Markides C and Ittner C, (1994). Shareholder Benefits from Corporate International Diversification: Evidence from U.S. International Acquisitions. *Journal of International Business Studies* Vol. 25, No. 2 , p. 343-366.
- Myers, S. and N. Majluf (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13(2),p.187– 221.
- Paul Draper and Krishna Paudyal(1999). Corporate Takeovers: Mode of Payment, Returns and Trading Activity. *Journal of Business Finance & Accounting*. Volume 26, Issue 5-6, p. 521–558.
- Paul Asquith , Robert F. Bruner and David W. Mullins Jr., (1983). The gains to bidding firms from merger. *Journal of Financial Economics*. Volume 11, Issues 1–4, p.121-139.
- Roger D. Huang and Cheng-Yi Shiu (2009). Local Effects of Foreign Ownership in an Emerging Financial Market: Evidence from Qualified Foreign Institutional Investors in Taiwan. *Financial Management*. Volume 38, Issue 3, p. 567–602.
- Randall Morck, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*. Volume 20, p. 293-315.

Shleifer, A. & R. Vishny (2003). "Stock Market Driven Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, (70), p.295-311.

Sudarsanam Sudi, Holl Peter and Salami Ayo (1996). "Shareholder Wealth Gains In Mergers: effects of synergy and ownership structure". *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 23 Issue 5/6, p.673-698.