

東海大學會計學系碩士班

碩士論文

獨立意見書出具機構與併購溢價關聯性



指導教授：陳信吉 博士

研究生：馬瑞聲 撰

中華民國 108 年 7 月

獨立意見書出具機構與併購溢價關聯性

指導老師：陳信吉 博士

研究生姓名：馬瑞聲

學號：G06430111

中文摘要

本研究藉由台灣 2002 至 2017 年間，發生併購事件之上市(櫃)公司為研究對象，探討聲譽較良好的機構所出具的獨立專家意見書是否會影響併購溢價，其中以四大會計師事務所作為聲譽較良好的機構之替代變數。實證結果顯示，當獨立專家意見書是由聲譽較良好的機構所出具的，其併購溢價較低，表示這些機構會維護自身公司的聲譽，不容易受公司的管理階層所影響，而且這些機構都是具備專業的知識或最新的技術，可以給公司出具較合理的併購價格。

關鍵字：併購溢價、獨立專家意見書、會計師聲譽。

The Relationship between Institution of Independent Expert Opinion and Acquisition Premiums

Advisor : Dr. Hsin-Chi Chen

Graduate student name : Ruey-Sheng Maa

Graduate student number : G06430111

Abstract

This paper investigates whether institution of independent expert opinion affects the acquisition premiums. Our sample includes listed companies completed by acquisition in Taiwan from 2002 to 2017. The larger audit firms are used as the proxy for institutions with better reputation. This paper finds that when the independent expert opinion is issued by institutions with better reputation, its acquisition premium is lower. The result suggests that these institutions maintain their own company reputation and are not easily influenced by the company's management, and these institutions have the expertise or the newest technology to provide the company the most reasonable acquisition price.

Keywords: acquisition premium, independent expert opinion, auditor reputation.

目錄

中文摘要	I
英文摘要	II
目錄	III
圖目錄	IV
表目錄	V
第壹章、前言	1
第一節、背景與動機	1
第二節、研究目的	3
第三節、研究架構	4
第貳章、文獻回顧	5
第一節、獨立專家意見書相關法規說明	5
第二節、併購溢價	7
第三節、專家意見書	12
第四節、會計師的聲譽	15
第參章、研究設計	18
第一節、假說發展	18
第二節、研究模型與變數衡量	20
第三節、資料來源與樣本選取	26
第肆章、實證結果分析	31
第一節、基本統計量	31
第二節、實證結果	35
第伍章、結論與建議	38
第一節、結論與貢獻	38
第二節、研究限制與建議	39
參考文獻	40
附錄	42
附錄一、同產業併購與不同產業併購事件	42
附錄二、專家意見書由四大會計師事務所出具	46

圖目錄

圖 1-1 研究架構圖 4



表目錄

表二-1	併購溢價文獻彙總表.....	11
表二-2	專家意見書文獻彙總表.....	14
表二-3	聲譽的影響文獻彙總表.....	17
表三	樣本篩選表.....	28
表四	樣本分配表.....	28
表五	敘述性統計量.....	32
表六	Pearson 相關係數分析.....	33
表七	出具獨立專家意見書之機構對併購溢價之影響.....	36
表八	交乘項對併購溢價之影響.....	37



第壹章、前言

第一節、背景與動機

隨著科技的進步，企業從國內的競爭到國際的競爭，迫使企業不得不加速成長，以因應產業的快速變遷。而併購可以使企業快速成長，在短時間內達到快速成長或切入新領域。企業併購時雖會產生綜效，但併購過程中所有的重要資訊，都掌控在高階經理人手中，形成資訊不對稱的問題，導致高階經理人可能會將自身的利益置於公司利益之上，而進行對公司價值不利或損害股東權益的併購(Baumol 1959; Jensen 1986; Roll 1986; Khorana and Zenner 1998)。

過去文獻指出，企業在進行併購時，平均為目標公司支付了 40%至 50%的溢價(Haunschild 1994; Hayward and Hambrick 1997)。這些研究還發現公司的併購溢價與併購後的股東權益報酬呈顯著的負相關(Haunschild 1994; Hayward and Hambrick 1997)，形成此負相關的主要原因之一是企業併購後的綜效不如預期，併購公司的績效往往在併購完成後惡化。例如我國的明基電通併購西門子、國外的 Campeau Corporation 併購 Federated Department...等，在併購完成後，公司的績效逐漸下降，而導致股東的權益受損。企業所出具的併購價格影響股東權益甚鉅。因此各國政府紛紛制訂併購相關法規以期能保障併購公司的股東權益。例如澳洲公司法規定，當併購事件發生時，若併購公司持有目標公司 30%以上的股權，或目前併購公司的成員擔任目標公司的董事，則目標公司需要出具一份獨立專家意見書。

除此之外，西元 2004 年經濟合作暨發展組織(Organization for Economic Cooperation and Development; OECD)提出公司治理的六項原則，提供企業建立一個健全的公司治理之參考。OECD 所提出的六項原則包括：確立有效公司治理架構之基礎、保障股東權益、公平對待股東、重視利害關係人權益、資訊揭露透明度、落實董事會責任。而在 2015 年更新增主張強化機構投資人的角色及加強防範內線交易等。其中有關企業併購的方面，公司治理原則也指出企業併購市場應有效且透明化的運作。當併購公司在資本市場中取得目標公司控制權，或公司合併及出售大部分的資產...等特殊交易，應訂出明確的規劃與程序，以保護所有股東的權利，且交易應以透明的價格和公平的條件下進行(OECD Principles of Corporate Governance 2015)。我國為順應此趨勢，為了避免企業在進行併購時損害股東權益，我國於民國九十一年一月制定企業併購法，並於該法中的第 6 條提及，當公司進行併購時，應委請獨立專家協助就換股比例或配

發股東之現金或其他財產之合理性提供意見。此項規定要求獨立專家對主併公司所出具的併購價格之合理性進行審查及表示意見。其目的主要在保護股東的利益、補充公司內部財務人員能力的不足及說服股東，以協助董事會決策(陳介山 2005)。

獨立專家出具的合理性意見書，主要的功能是保護股東的利益，讓股東知道當公司進行併購時併購價格是否合理。而先前國外的文獻(Bugeja 2005a)有提到獨立專家意見書的制度是可以保護股東的權益，但沒有探討出具獨立專家意見書的機構背景對併購溢價的影響。目前法律上對獨立專家的規範，僅「公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法」中第6條提及「獨立專家係指會計師、律師或證券承銷商，且不得與併購交易當事人為關係人，或有利害關係而足以影響獨立性。」。然而出具意見書的機構不同，因其專業能力及外在聲譽不同，對合理價格的估算可能並不相同，可能會影響併購價格的決定，進而影響其併購溢價，但目前國內少有文獻探討此一方面的議題。因此，本文擬探討出具獨立專家意見書之機構是否與併購溢價有所關聯，此為本研究的主要動機。此外，由於併購公司可能併購同業，亦有可能併購非本業的公司。當併購公司併購的對象非屬本業，併購公司所面臨的資訊不對稱的情況可能更嚴重，也因其不熟悉可能會更依賴獨立專家所出具的價格合理意見書，因此本文將進一步探討獨立專家所出具的合理意見書是否在併購不同產業時，更能發揮其效果，此為本研究的主要的動機。

第二節、研究目的

過往文獻中曾提及影響併購溢價的因素，如當收購公司的執行長(Chief Executive Officer, CEO)有狂妄自大的性格時會使併購溢價上升(Hayward and Hambrick 1997)；收購公司有委託投資銀行家時併購溢價會提高(Porrini 2006)；收購公司的 CEO 薪酬變動會影響收購溢價(Jaggi and Dorata 2006)；當收購公司有債信評等時會對併購溢價產生影響(Jory, Ngo, and Wang 2016)。雖有不少文獻已探討影響併購溢價的因素，但較少文獻探討出具獨立專家意見書之機構與併購溢價之關聯，因此，本研究之目的有 2：

1. 探討出具獨立專家意見書之機構，是否會對併購溢價造成影響。
2. 併購公司併購不同產業的公司，獨立專家意見書對併購溢價的影響是否有所不同。



第三節、研究架構

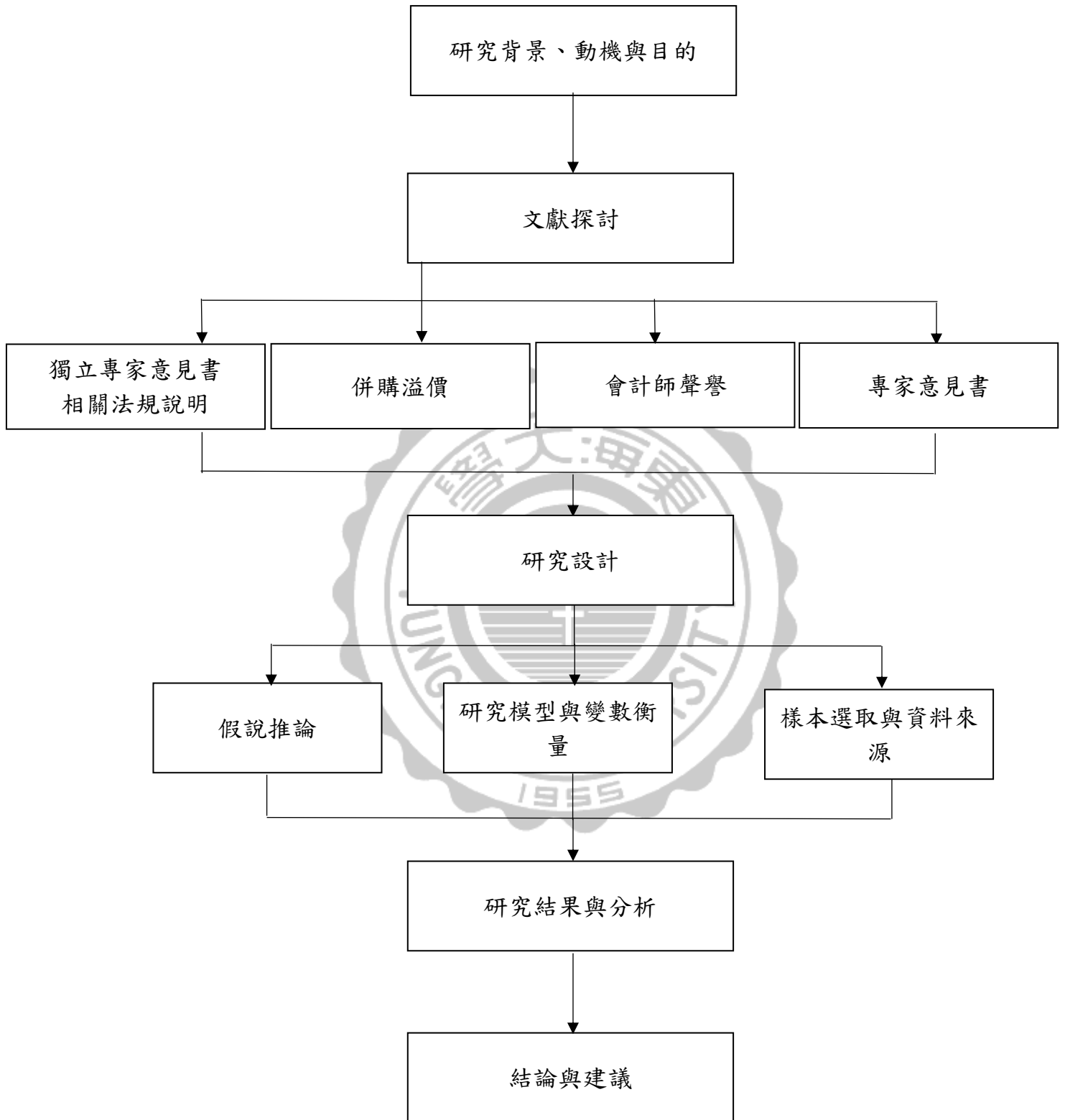


圖 1-1 研究架構圖

第貳章、文獻回顧

第一節、獨立專家意見書相關法規說明

企業併購法目的在於，協助企業以併購方式進行組織調整，發揮企業經營之效率。我國政府於民國九十一年制定企業併購法，以確保併購雙方的股東權益。而民國一百零四年，為因應國內經濟變化快速，企業併購法亦有大幅修改。本法與獨立專家意見書有關的法條規範見於第 6 條，而民國一百零四年企業併購法第 6 條規定如下：

「公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，應設置特別委員會，就本次併購計畫與交易之公平性、合理性進行審議，並將審議結果提報董事會及股東會。但本法規定無須召開股東會決議併購事項者，得不提報股東會。前項規定，於公司依證券交易法設有審計委員會者，由審計委員會行之；其辦理本條之審議事項，依證券交易法有關審計委員會決議事項之規定辦理。特別委員會或審計委員會進行審議時，應委請獨立專家協助就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性提供意見。特別委員會之組成、資格、審議方法與獨立專家之資格條件、獨立性之認定、選任方式及其他相關事項之辦法，由證券主管機關定之。」

此法條的主要目的在於保障股東的權益，確保併購價格的公平合理性。企業併購法第 6 條第 4 項提到特別委員會之組成、資格、審議方法與獨立專家之資格條件、獨立性之認定、選任方式及其他相關事項之辦法，由證券主管機關定之。

特別委員會的資格可依公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法中第 4 條規定，特別委員會的成員應為公司的獨立董事，若無獨立董事者由董事會遴選之成員組成，且成員不得與併購交易相對人為關係人，或有利害關係而足以影響獨立性。

而專家意見資格可依兩處得知，第一，可依經濟部民國九十三年五月二十五日經商字第 09300553741 號，所謂「獨立專家」係指會計師、律師或證券承銷商；第二，公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法中第 6 條，獨立專家係指會計師、律師或證券承銷商，且不得與併購交易當事人為關係人，

或有利害關係而足以影響獨立性。

獨立專家有以下這些功能(陳介山 2005)：保護股東的利益；補充公司內部財務人員能力的不足；說服股東；協助董事決策(滿足董事注意義務)。

一、保護股東的利益：公司在進行併購時，可能會利用併購的事件來增加自己的利益或聲望，而損害股東的利益，導致管理階層與股東有利益衝突，因此，在併購時，股東可能需要支付龐大的代理成本。但如果在獨立專家對併購價格表示意見下，可以減少這些代理成本，因為有經驗的獨立專家有著名譽資產，而且是外部人不受雇主限制，相較公司內部人員較不易收買或威脅，會對股東增加信用且減少資訊不對稱的問題。

二、補充公司內部財務人員能力的不足：公司要進行併購時，所牽涉的事情非常多且可能相當複雜及困難，並非公司的內部財務、會計人員所能掌握的。為了讓併購事件可以順利完成且讓公司的效益最大化，可以借助獨立專家來協助公司並對併購價格出具意見，可以避免因公司財會人員的能力不足導致併購價格的錯誤，而影響股東的利益。

三、說服股東：若併購價格為公司內部人出具而沒有獨立第三人表示意見時，會缺乏公正性很難讓股東信服，若公司委請獨立專家對併購價格表示意見且藉著獨立專家的專業能力，可以提供給股東相較客觀、精確的意見，使股東對於併購價格的公正性產生較大的信賴，讓股更支持這項併購。

四、協助董事決策(滿足董事注意義務)：在企業併購法第五條中有提到，「公司進行併購時，董事會應為公司之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜。」董事會在做出併購決策時須符合忠實義務與注意義務的要求，公司的董事們都具備專業的能力且是該領域的菁英，但在一件併購案中，可能無法獲得完備的資訊，且可能對於資訊的解讀不夠精確，在這種情況下做出的決策則有違背善良管理人之注意的可能。而獨立專家具有財務、會計與金融的專業知識，也有豐富的併購經驗，並掌握國內外的最新情勢，相對於要進行併購的公司是較專業的，因此董事在參考獨立專家意見書後所做的決策，可作為已盡注意義務的證明。

第二節、併購溢價

本文依據過往的文獻從兩個方面，來探討影響併購溢價的因素，分別是代理問題及經理人的傲慢。

一、代理問題

公司進行併購時可能存在著代理問題，公司併購主要是結合兩家或兩家以上的公司，讓公司進行成長、創價價值，為股東利益創造最大化。但有些併購不是為了幫助股東創造出最大的利益，而是經理人為了使自身利益最大化才進行併購，併購後公司規模更大，經理人可以控制的資源及自身的獎金也會更多。因此經理人可能用錯誤的價格併購公司，其將使股東的利益受損。此外，公司在併購另一家公司時，會存在著資訊不對稱的問題，因為併購公司可能不會完全瞭解目標公司真正的價值及營運狀況，因此併購公司可能會支付錯誤的價格購買目標公司。相關文獻彙總如下：

(一) Jaggi and Dorata (2006)

以 1994 年至 1998 年為研究期間，探討 CEO 的薪酬與收購溢價的關聯。作者認為當 CEO 基於自利動機，例如期待併購後更大的權力或取得更多的薪酬，而加速促成併購案，以致支付過高的併購溢價。因此，該研究探討 CEO 收購前 1 年到收購後 2 年的薪酬變化衡量與收購溢價間的關聯性。作者認為支付較高的併購溢價，會增加公司價值，因而 CEO 在併購後的薪酬會增加。此外，作者進一步研究，當 CEO 的持股增加，是否會緩和兩者之間的關聯性。

實證結果顯示，CEO 的薪酬變動與收購溢價呈顯著正相關，且當 CEO 的薪酬多為現金時，此關聯性更強。究其原因可能有兩個，第一，更高的未來現金薪酬可能會激發更高的收購溢價；第二，支付較高的收購溢價將意味著收購後公司的價值增加，這將導致以額外現金薪酬的形式對 CEO 給予更高的獎勵。而當 CEO 對公司的持股愈高，愈能降低 CEO 薪酬變化與收購溢價的關聯性。主要原因是 CEO 持有股份時將使 CEO 的利益與股東的利益保持一致，因此，持有公司股份的 CEO 不會支付高額的收購溢價，因為這將違背股東的利益。

(二)Jory et al. (2016)

以 1986 年至 2002 年為研究期間，探討債信評等與併購溢價的關係，從兩方面來看，當目標公司及收購公司存在債信評等時，是否會影響併購溢價。作者認為當目標公司存在債信評等，會減少併購公司對併購案件的資訊不確定性，且債信評等公司亦會揭露目標公司之市值，因此預期併購公司會支付接近市價的金額，而有較低的併購溢價。而當併購公司在併購前存在債信評等，為了避免因併購交易造成併購後的債信評等下降，因而對於併購價格會特別慎重，而降低公司的併購溢價。因此，此研究分別以併購公司及目標公司的債信評等為實驗變數，探討其對併購溢價的影響。

實證結果顯示，目標公司存在債信評等，支付的併購溢價會較低，因為債信評等會減少資訊不對稱，以及擁有債信評等的目標公司當前的市值幾乎相等於實際價值，因此收購者所支付的溢價會較少；而當併購公司存在債信評等進行併購時所支付的溢價較低，是因為債信評等可以判斷一家公司信譽，當公司的債信評等很高時會較容易募集到資金，因此當併購公司為目標公司，不太可能支付過高的溢價，以避免公司的營運資金大量流失、負債暴增或者因規模擴大而增加公司的營運風險，導致公司的債信評等下降。

(三)Porrini (2006)

以 1988 年 1 月 1 日至 1998 年 12 月 31 日為研究期間，探討收購者委任投資銀行進行收購時是否會對收購溢價造成影響。同時，進一步探討收購者委任投資銀行進行收購與收購溢價之間的關聯性，是否會受到併購交易屬性的影響。此研究將交易屬性分為三種，即收購公司與目標公司產業是否高度相關、目標公司是否多角化經營、以及收購支付方式。

實證結果，表明當收購者委任投資銀行進行併購，會提升購溢價。其原因是投資銀行家收取費用是併購溢價的比例來收取的，因此併購溢價越低則所收取的費用也越低，這不符合投資銀行家的利益。但當收購公司與目標公司的產業有高度相關時，會減緩投資銀行參與收購溢價間的關聯性。當目標公司是多角化經營時以及收購者若以非現金支的方式完成收購，會強化投資銀行參與收購與收購溢價的關聯性。此外，收購公司委任頂尖的投資銀行，併購溢價會愈大，此與作者預測的不同。

二、經理人的傲慢

Roll(1986)提出傲慢假說，認為在有效市場裡，目標公司的市值已經反應了當前的價值，但收購公司的經理人過於樂觀而高估了目標公司的價值，而進行併購。但實際上並沒有綜效及其他效益，只是把收購公司的財富移轉到目標公司而已。以下是關於傲慢假說的相關文獻：

(一) Hayward and Hambrick (1997)

以 1989 年和 1992 年為研究期間，探討大規模收購時所產生高額的收購溢價是否為 CEO 狂妄自大所造成的，且進一步探討董事會缺乏警覺性，是否會影響收購溢價與 CEO 的狂妄自大之間的關聯。此研究用四項指標來衡量 CEO 的狂妄自大，分別是收購公司最近的表現、最近媒體對 CEO 的讚揚、CEO 的自我重要性及上述三個變數加起來的綜合因素。董事會缺乏警覺性，則分別以董事會內部董事的比例很高、CEO 兼任董事長及外部董事持股。

實證結果顯示，第一，當收購公司最近的表現越好，收購溢價就越高。這代表組織的成功歸屬於 CEO，代表著 CEO 對自己的能力有很強的信心，而 CEO 相信自己可以為目標公司創造極大的效益，也因此願付出的較高的代價來併購。第二，媒體對 CEO 的讚揚越大，併購的溢價就越大。透過浮誇的描述，媒體不僅向 CEO 傳達了他的能力，而且還廣泛的傳播這一資訊，向商界和社會各界傳播了 CEO 的威望。有些 CEO 支付了極高的收購溢價，他們認為自己有能力收回過多的溢價。第三，CEO 自我重要性的指標與溢價呈現正相關。第四，狂妄自大是一種不可觀察的結構，可以被認為是最近組織成功，媒體對 CEO 讚美和 CEO 的自我重要性的綜合體。作為綜合因素，通過分析得出，狂妄自大的因素與收購溢價呈現高度相關。

Hayward and Hambrick 更進一步討論當董事會缺乏警覺性，是否會加劇 CEO 狂妄自大與收購溢價的關聯性。當內部董事的比例越大、CEO 兼任董事長會強化 CEO 狂妄自大與收購溢價之間的關聯性。

(二) Arnold and Parker (2009)

以 1989 至 2003 年為研究期間，探討了在受到英國監管制度審查的情況下，股票市場對合併動機的看法之間的關係。此研究先把併購動機分為三種，分別是：綜效假說、傲慢假說及管理主義，再用股票異常盈餘來判斷這三種動機。此研究利用目標公司及結合了目標公司與收購公司的異常盈餘來之關係來區分動機，若目標公司與結合後的異常盈餘是正相關則是以綜效為動機；負相關則是以管理主義為動機；若是零則是傲慢為動機。

實證結果表明，合併動機主要是以綜效及傲慢為主，而監管政策有助於降低以管理主義為動機的合併案。



表二-1 併購溢價文獻彙總表

作者(年份)	研究議題	研究樣本	研究結果
Jaggi and Dorata (2006)	探討併購前後，CEO 的薪酬變動與收購溢價的關聯性。	1994 年至 1998 年，收購公司與目標公司都是美國上市公司。	當 CEO 的現金薪酬變動越高則收購溢價會提升。而 CEO 的持股，則可減緩此效果。
Jory et al. (2016)	探討債信評等與併購溢價的關係。	1986 年至 2002 年，收購公司和目標公司都在紐約證券交易所、美國證券交易所或納斯達克交易所上市。	1. 收購者收購的目標公司存在債信評等，支付的併購溢價會較低。 2. 當收購公司存在債信評等，所支付的溢價較低。
Porrini (2006)	探討收購者委託投資銀行進行收購時，是否會對收購溢價造成影響，以及收購者委託頂尖的投資銀行時，是否會降低收購溢價。	1988 年 1 月 1 日至 1998 年 12 月 31 日，收購公司與目標公司皆為上市公司。	1. 當收購者委託投資銀行進行收購，收購溢價會提升。 2. 當收購公司委託頂尖的投資銀行，收購溢價會更大。
Hayward and Hambrick (1997)	探討大規模收購時所產生高額的收購溢價是否為 CEO 狂妄自大所造成的。	1989 年和 1992 年參與收購活動的所有上市公司，且支付收購的金額超過 1 億。	當 CEO 有狂妄自大的性格時會使收購溢價上升。且當董事會缺乏警覺性，會使兩者關聯性更強。
Arnold and Parker (2009)	探討了在受到英國監管制度審查的情況下，股票市場對合併動機的看法之間的關係。	1989 至 2003 年，以收購公司及目標公司皆為英國上市且要在倫敦證券交易所掛牌。	合併動機主要是以綜效及傲慢為主，而監管政策有助於降低以管理主義為動機的合併案。

第三節、專家意見書

在澳洲公司法中說明，當目標公司收到收購公司的聲明後，目標公司必須發送一份聲明給股東，以響應收購。而聲明的內容必須包含每一位董事的聲明，是否接受收購，並且說明理由，也要將所有董事所知道的資訊，及股東和專業顧問合理要求的資訊放入聲明中。以對是否接受收購做出知情的評估。

當收購公司持有目標公司 30% 以上的股份，或收購公司與目標公司有共同的董事時，那目標公司必須附上一份獨立專家意見書。而該意見書的內容是評估目標公司及其證券的價值，及判斷收購公司的收購價格是否公平合理。而報告書的主要目的是讓股東價值最大化，以符合股東的利益。

下列是過去澳洲文獻，有關於專家意見書的研究。

一、Bugeja (2005a)

以 1990 年至 2000 年澳洲的上市公司為研究樣本，探討目標公司在被收購時，目標公司在需要出具專家獨立意見報告的情況下，是否會影響收購價格。此研究以目標公司在併購後的股票異常盈餘衡量併購溢價，而是否要出具獨立專家意見書是用是依據澳洲公司法的規定。澳洲的公司法要求，當收購公司與目標公司有共同的董事，或當收購公司持有目標公司股份超過 30% 時，或者當收購公司為目標公司的董事，要求目標公司在被收購時須出具專家獨立意見書。

實證結果顯示，在併購案件中，當專家獨立意見書指出併購價格不合理時，收購公司會修正購買價格的機率較高。此外，需要出具專家獨立意見書時，目標股東獲得的股票異常盈餘是較低，亦即會有較低的併購溢價。原因是需要出具專家意見書的目標公司在談判地位是處於劣勢的，所以目標公司之股東的股票異常盈餘會較低。

二、Bugeja (2005b)

以 1990 年至 2000 年以澳洲的上市公司為研究樣本，探討與目標公司有業務往來的專家所出具的獨立意見書，認為併購是公平合理的機率是否會異於其他專家所出具的獨立意見書。此外，作者以目標公司在宣告被併購時的股價異常報酬，作為併購溢價的替代變數，檢視由目標公司的簽證會計師出具合理意見書對併購溢價的影響。作者認為若由目標公司的簽證會計師事務所擔任出具獨立意見書的專家，可能會造成其在併購案件的不獨立，造成併購日的異常報酬會偏低(即目標公司的併購溢價)。

實證結果顯示，與其他較具獨立性的專家相比，與目標公司有業務往來的專家所出具的意見書，認為併購是合理的機率並無顯著差異。此外，當出具的專家是目標公司的簽證會計師事務所時，併購溢價才會顯著降低。此結果可能是目標公司的會計師，同時對目標公司提供審計服務與出具獨立意見書服務，在併購案件中，被股票市場投資人視為不獨立，使得目標公司在宣告被併購，其股票的異常報酬降低。

三、Bugeja, Rosa, and Walter (2005)

以 1990 年至 2000 年以澳洲的上市公司為研究樣本，探討獨立意見書與併購溢價的關聯性，並進一步探討，當出具獨立意見書的專家，與目標公司有業務往來是否會增加目標公司的併購溢價。併購溢價係以目標公司的股價異常盈餘衡量。此研究又把與公司有業務往來的專家區分成兩類，第一是，目標公司的簽證會計師事務所；第二是與目標公司有其他業務往來的專家。作者認為若由目標公司的簽證會計師事務所擔任出具獨立意見書的專家，可能目標公司會藉由審計公費補貼予與簽證的會計師事務所，因而造成出具獨立意見書的費用及品質的下降；而與目標公司有其他業務往來的專家，亦會有類似補貼的效果。

實證結果表明，獨立意見書係由目標公司的簽證會計師事務所，或由提供非審計服務的專家所出具，對編製獨立報告意見的費用是無相關的。但若進步將與目標公司有往來的專家分類，可發現由目標公司的簽證會計師事務所擔任出具獨立意見書的專家，其費用收取相對於其他公司較為低廉。對於專家報告品質，結果顯示，目標公司簽證會計師所出具的獨立意見報告書，其獨立意見書的估價區間與其他的專家並無顯著差異。此實證果結果說明，並不支持禁止與目標公司有往來的會計師出具專家報告，有利於獨立意見書品質的提升。

表二-2 專家意見書文獻彙總表

作者(年份)	研究議題	研究樣本	研究結果
Bugeja (2005a)	探討目標公司在被收購時，目標公司在需要出具專家報告書的情況下，是否會影響收購價格。	1990 年至 2000 年，澳洲上市公司。	目標公司需要出具專家報告時，目標公司之股東獲得的股票異常盈餘是較低。原因是需要出具專家意見書的目標公司在談判地位是處於劣勢的，所以股票的異常盈餘會較低。
Bugeja (2005b)	探討與目標公司有業務往來的專家所出具的專家報告書是否會影響目標公司的股價異常盈餘。 該研究把專家區分成兩類： 1. 與目標公司有業務往來的專家。 2. 目標公司的簽證會計師事務所。	1990 年至 2000 年，澳洲上市公司。	只有當專家是目標公司的簽證會計師事務所時，異常盈餘才會顯著降低，可能是會計師在提供非審計服務時可能被視為非獨立性。
Bugeja et al. (2005)	探討了與目標公司有業務來往的專家是否會影響編制專家報告書的費用及品質。該研究把專家區分成兩類： 1. 目標公司的簽證會計師事務所。 2. 目標公司提供非審計服務的專家。	1990 年至 2000 年，澳洲上市公司。	1. 目標公司的簽證會計師事務所及提供非審計服務的專家所出具的專家報告對編制專家報告書的費用是沒有相關的。 2. 不論是目標公司的簽證會計師事務所或是提供非審計服務的專家所出具的專家報告與估價範圍都是呈現負相關的。

第四節、會計師的聲譽

會計師提供的審計服務能夠解決代理問題，降低經理人與股東之間的資訊不對稱，而聲譽越好的會計師則效果越好。公司在準備首次公開發行(Initial Public Offerings, IPO)前，證券商通常會建議公司更換一家聲譽優良的會計師對公司的財報進行簽證，公司所發行的股票價格會比較高。因為準備 IPO 的公司相對已上市的公司，對外呈現的資訊是較少的，而且公司的價值具有高度的不確定性，因此若有知名度較高的會計師進行簽證，可以反映公司真實的價值，降低資訊不對稱的情形，且聲譽較高的會計師在市場上也較有公信力，使投資者信服公司所發布之資訊。下列是會計師聲譽的文獻，並於下逐一探討：

一、Beatty (1989)

以 1975-1984 年為研究期間，探討會計師的聲譽與公司 IPO 價格之間的關係，作者使用公司是否委請(當時的)八大與非八大會計師事務所為公司進行簽證，作為會計師聲譽的衡量，研究其與投資者初始股價報酬率的關聯性。

研究結果顯示，若公司由八大會計師事務所簽證的，投資者的報酬率較低，公司 IPO 的股價有較低的折價。因為八大會計師事務所聲譽良好，公司財報揭露的資訊相較精準，財報反映公司的價值更加正確，投資人願意付出較高的價格購買其公司的股票。

二、Michaely and Shaw (1995)

以 1984-1988 年為研究期間，探討會計師品質與公司 IPO 特性之間的關係。此研究把特性區分成三類來進行討論，即有聲望的會計師是否會更願意簽證 IPO 風險較小的公司、會計師的聲譽是否會影響股票的價格、會計師的聲譽與公司長期股價的關聯。

實證結果表明，有聲望的會計師擁有規模較大且負債比率更低的客戶、聲譽良好的會計師能降低 IPO 的折價。而聲譽較不好的會計師，其 IPO 客戶長期股價較低。實證結果顯示，會計師為維持自身聲譽，會選擇營運狀況較好且風

險較低的公司進行簽證，而市場上的投資人也認為名聲優良的會計師所簽證的公司價值不確定會較低，因此願意支付較高的金額購買其公司的股票，使公司的股票折價較低。

三、 Chaney and Philipich (2002)

探討安隆審計失敗對安達信會計師事務所聲譽的影響。此研究為安隆事件後，以安達信客戶的股票異常盈餘來衡量會計師的聲譽。以 2002 年 1 月 10 日的前後幾日為主要的研究期間，因為這一天是安達信宣布安隆公司大量的審計文件被銷毀，對安達信聲譽的影響可能很大。進一步探討，將安達信的客戶區分成休士頓分所(安隆為休士頓分所的客戶)與非休士頓分所，其客戶的股票市場的反應是否有所不同、非審計服務費占客戶總資產的比例越高其股票市場報酬是否會因該事件下跌的愈嚴重。

研究結果顯示，安達信的客戶在事件日的股票異常盈餘是顯著為負，不論客戶是休士頓分所或非休士頓分所查核。且由休士頓分所查核的公司，其報酬顯著低於其他分所的客戶。其原因是市場上的投資者不相信安達信的審計品質，自從安隆事件後投資者認為安達信事務所出具的查核報告已經無法反應公司的經濟實質。此外，非審計服務費占客戶總資產的比例與異常報酬為顯著負相關。

四、 Rauterkus and Song (2005)

以 2001 年 10 月 16 日至 2002 年 8 月 31 為研究期間，探討安達信事務所日益惡化的聲譽對其客戶二次發行(Seasoned Equity Offering, SEO)價格的影響，此研究把樣本區分成由安達信查核的客戶及其他五大會計師事務所查核的客戶來衡量 SEO 股價的反映。

研究結果顯示，若是由安達信所簽證的客戶其 SEO 的股價比其他五大會計師事務所所查核的客戶要低。原因是安達信事務所聲譽的敗壞，使市場上的投資人無法相信該事務所所簽證公司的財報是否確信，且無法降低公司與投資者之間的資訊不對稱，因此其客戶 SEO 的股價會較低。

表二-3 聲譽的影響文獻彙總表

作者(年份)	研究議題	研究樣本	研究結果
Beatty (1989)	探討會計師的聲譽與公司 IPO 價格之間的關係	以 1975-1984 年首次公開發行的公司。	當公司是由八大會計師事務所簽證的，則投資者的報酬率較低。
Michaely and Shaw (1995)	<p>探討會計師品質與公司 IPO 特性之間的關係。特性分為三種：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 聲望的會計師是否會更願意簽證 IPO 風險較小的公司。 2. 會計師的聲譽是否會影響股票的價格。 3. 會計師的聲譽與公司長期股價的關聯。 	<p>以 1984-1988 年首次公開發行的公司且符合四個要求：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 發行後股價至少一美元。 2. 每張股票只能是股票(如:不含認股權證) 3. IPO 後第一年的財務數據必須從 Compustat 或 NAARS 取得。 4. 首次發行不是合夥、封閉式基金或 REIT 的形式成立的 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 有聲望的會計師擁有規模較大且負債比率更低的客戶。 2. 聲譽良好的會計師對 IPO 股價的折價是較低的。 3. 而聲譽較不好的會計師會使公司長期股價較低。
Chaney and Philipich (2002)	探討安隆審計失敗對安達信會計師事務所聲譽的影響。	以 2002 年 1 月 10 日的前後幾日為主要的研究期間，樣本是在 S&P1500 中的安達信客戶。	是安達信會計師事務所的客戶，其客戶的股票異常盈餘是顯著負相關的
Rauterkus and Song (2005)	探討安達信事務所日益惡化的聲譽對其客戶 SEO 價格的影響。	以 2001 年 10 月 16 日至 2002 年 8 月 31 日發行 SOE 的公司。	安達信所簽證的客戶其 SEO 的股價比其他五大會計師事務所查核的客戶要低。

第參章、研究設計

本章共分為三節，第一節假說推演，第二節說明研究模型及變數，第三節說明樣本期間、樣本選取方式及資料來源。

第一節、假說發展

文獻指出過去 20 多年中，收購企業平均為目標公司支付了 40% 至 50% 的溢價(Hayward and Hambrick 1997)。不幸的是，研究還指出支付的溢價與收購公司股東的報酬間呈現負相關 (Datta, Narayanan, and Pinches 1992; Haunschild 1994; Hayward and Hambrick 1997; Varaiya and Ferris 1987)。這種負面關聯的主要原因之一是企業無法實現潛在的綜效，其經營績效往往在收購完成後惡化。

公司進行併購時，併購決策主要由公司的高階經理人決定，併購價格亦可能以高階經理人的個人意向來決定，但此決策缺乏公正性，難以讓股東信服。同時，企業併購所涉及的事項往往是相當複雜的，某些重要的資訊可能只會掌握在公司的管理階層手中，因此會造成公司管理階層與股東有著資訊不對稱的問題。若公司的管理階層利用資訊不對稱的因素來進行內線交易或利益輸送，使自己的財務最大化的話，會造成股東的權益受到損害且產生嚴重的影響(郭大維 2014)。

同時，併購事件涉及相當程度的專業性，可能需要仰賴獨立專家來完成，因為獨立專家擁有財務與金融的專業知識以及併購經驗，並掌握國內外的最新資訊，相對於一般的公司，在併購方面較具專業性。因此，公司在有獨立專家的協助下，較能出具合理的併購價格，以讓股東信服且避免傷害股東的權益。

為保護併購公司股東的權益，我國於民國九十一年制定企業併購法，企業併購法中第 6 條規定，在企業進行併購前應委請獨立專家協助就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性提供意見。藉由獨立專家的專業性可以給股東相對客觀、公平合理之意見，將可減少公司高階經理人操控併購價格的可能性。過去文獻指出(Bugeja 2005a; Bugeja 2005b; Bugeja et al. 2005)以澳洲的上市公司為樣本，發現在需要專家報告的收購中，目標公司的併購溢價會較低。

「獨立專家」係指會計師、律師或證券承銷商。我國所出具的獨立專家意

見書大部分都是會計師事務所，只有少部分是證券商。

然而會計師的聲譽有好有壞，並非所有會計師事務所所出具的獨立意見書，皆能反應目標公司的真實價值。過去的文獻(Datar, Feltham, and Hughes 1991; Balvers, McDonald, and Miller 1988; Beatty 1989; Michaely and Shaw 1995) 指出，由大型會計師簽證 IPO 的公司，能提升發行價格，降低 IPO 折價發行的現象。Rauterkus and Song (2005)發現當會計師事務所的聲譽受損時(安達信會計師事務所對安隆審計失敗後)，公司發行 SEO 的累計異常報酬是呈現負相關。因此，由聲譽較佳的機構(如知名的會計師事務所)會為了自身公司的聲譽，不容易被公司收買而出具不合理的價格，較能在獨立意見書出具相較合理的併購價。故建立假說 H1：

H1：獨立專家意見書由四大會計師事務所所出具的，主併公司的併購溢價較低。

收購公司與目標公司之間的產業特性越高，則收購方對目標公司的資源和價值就瞭解就越多(Coff 1999； Hennart and Reddy 1997)，資訊不對稱的問題就會下降；反之，若收購方與目標公司的產業是不相同的，管理階層對目標公司的資訊不對稱的問題會愈嚴重，而可能造成管理階層做出錯誤的併購價格，使增加公司未來的營運風險。因此收購公司在進行不同產業間的併購，委請四大會計師事務所出具的獨立意見書，其併購價格將更合理。故建立假說 H2：

H2：當收購公司與目標公司的產業不同時，且獨立專家意見書由四大會計師事務所所出具的，則併購溢價較低。

第二節、研究模型與變數衡量

一、實證模型

本研究採用迴歸模型進行實證分析，以併購溢價與出具獨立專家意見書的機構之關聯性進行迴歸分析，來探討出具意見書的機構是否會對併購溢價產生減少影響。而本研究參考了 Hayward and Hambrick (1997)、Porrini (2006)、Jaggi and Dorata (2006)、Jory et al. (2016) 之模型加入適當的控制變數，並針對假說一建立模型(1)。

$$\begin{aligned} PREM_i = & \alpha_0 + \alpha_1 REPUT_i + \alpha_2 UNRELATED_i + \alpha_3 ABETA_i + \alpha_4 AMTB_i + \alpha_5 AAE_i \\ & + \alpha_6 TAE_i + \alpha_7 RELATIVE\ SIZE_i + \alpha_8 OWNER_i + \alpha_9 PAY_t + \alpha_{10} THT_i + \alpha_{11} YEAR_i \end{aligned}$$

(模型 1)

其中，

- PREM* = 併購溢價，主併公司併購目標公司所產生的商譽，而此商譽用併購價格平減。
- REPUT* = 為虛擬變數，若獨立專家意見書為四大會計師事務所出具的為 1；否則為 0。
- UNRELATED* = 為虛擬變數，若主併公司與目標公司產業不相同為 1；否則為 0。
- ABETA* = 主併公司的系統風險，以個股日報酬對大盤作迴歸，得到 *BETA* 值衡量。
- AMTB* = 主併公司的市場價值與帳面價值比。
- AAE* = 主併公司在併購時，前 4 年內完成的併購數量。

- TAE* = 目標公司在被併購時，前4年內完成的併購數量。
- RELATIVE SIZE* = 相對規模，目標公司的營業收入除以主併公司進行併購時，前一年的營業收入。
- OWNER* = 為虛擬變數，當總經理在宣布併購時，前一年度擁有超過2%自身公司股份時為1；否則為0。
- PAY* = 為虛擬變數，若完全用現金收購為1；否則為0。
- THT* = 為虛擬變數，若目標公司是高科技公司為1；反之為0。
- YEAR* = 為年虛擬變數，若當年度收購為1；反之為0。

本文預期 α_1 應顯著為負，表示專家意見書是由四大會計師事務所出具時，併購溢價會較低。

為檢驗 H_2 ，本研究針對，建立模型(2)如下：

$$\begin{aligned}
 PREM_i = & \alpha_0 + \alpha_1 REPUT_i + \alpha_2 REPUT * UNRELATED_i \\
 & + \alpha_3 UNRELATED_i + \alpha_4 ABETA_i + \alpha_5 AMTB_i + \alpha_6 AAE_i + \alpha_7 TAE_i \\
 & + \alpha_8 RELATIVE SIZE_i + \alpha_9 OWNER_i + \alpha_{10} PAY_i + \alpha_{11} THT_i + \alpha_{12} YEAR_i
 \end{aligned}$$

(模型 2)

其中，

REPUT = 為出具獨立專家意見書的機構與不相關產業之交乘項。
**UNRELATED*

本文預期 α_2 應顯著為負，表示在不同產業併購時且專家意見書是由四大會計師事務所出具時，併購溢價會較低。

二、變數衡量

1. 應變數

(1) 併購溢價(*PREM*)

本研究使用主併公司併購目標公司所產生出來的商譽，再用併購價格平減來衡量併購溢價。

2. 實驗變數

(2) 出具獨立專家意見書之機構(*REPUT*)

當公司進行併購時要出具獨立專家意見書，要檢測的是當意見書由四大會計師事務所所出具的併購溢價是否會較低。若獨立專家意見書為四大會計師事務所所出具的為 1；否則為 0。

(3) 出具獨立專家意見書之機構與主併公司與目標公司產業是否相關的交乘項(*REPUT * UNRELATED*)

此變數是在判斷當不相關產業之併購與出具獨立專家意見書之機構對併購溢價的影響。

3. 控制變數

控制變數根據過往文獻作法，將可能會影響到併購溢價的變數納入模型中，說明如下：

(4) 主併公司與目標公司產業是否相關(*UNRELATED*)

為虛擬變數，若收購公司與目標公司為不相同產業時為 1，否則為 0。

當主併公司與目標公司是相同產業時，主併公司對目標公司有較多的瞭解，可以降低資訊不對稱的問題，因此併購溢價會較低(Porrini 2006; Jory et al. 2016)，而本文採用併購不相關產業為 1，並預期方向為負。

(5) 主併系統風險(*ABETA*)

系統風險、即為衡量公司風險及整體股票市場變化的情況，公司波動性越高，則市場風險越大，若收購公司或目標公司的市場風險波動較大，則會影響併購價格，故需控制市場風險(Jaggi and Dorata 2006)。然而，由於本研究之目標供樣本多為非上市櫃公司，因此並未納入目標公司的市場風險。

(6) 主併公司的市場對帳面價值比(*AMTB*)

市場與帳面價值比是看公司的成長機會，Nathan(1988)認為目標公司的市場與帳面價值比率低，可能目標公司的管理效率低下，而目標公司的經理人未能利用這成長機會。因此，較低的市場與帳面價值比可以鼓勵收購公司的經理人提供更高的溢價，從而創造更好價值。然而，由於本研究之目標供樣本多為非上市櫃公司，因此並未納入目標公司的市場與帳面價值比，故主併公司的市場與帳面價值比無預期方向。

$$\text{主併公司的市場對帳面價值比} = \frac{\text{季底市值}}{\text{季底淨值}}$$

(7) 主併公司的收購經驗(*AAE*)

收購公司在收購前，前 4 年內完成的收購數量。若收購經驗較多，對收購的流程、談判的技巧及支付的金額有較多的瞭解。因此，收購經驗的多寡可能會影響到收購溢價 (Porrini 2006)。

(8) 目標公司的收購經驗(*TAE*)

目標公司在被收購前，前4年內完成的收購數量。若收購經驗較多，對收購的流程、談判的技巧及支付的金額有較多的瞭解。收購經驗的多寡可能會影響到收購溢價(Porrini 2006)。

(9) 主併公司與目標公司之相對規模(*RELATIVE SIZE*)

目標公司的收入除以收購公司進行收購前一年的收入。因收購公司與目標公司的規模差異，可能對收購價格產生影響(Hayward and Hambrick 1997; Porrini 2006)，故控制公司的規模。

$$\text{相對規模} = \frac{\text{目標公司的營業收入}}{\text{主併公司在宣佈併購時前一年的營業收入}}$$

(10) 總經理的持股比例(*OWNER*)

為虛擬變數，當總經理在宣布併購時，前一年度擁有超過2%自身公司股份時為1，否則為0(Jory et al. 2016)。過去有文獻證明，當總經理持有公司股份時與股東的利益是一致的，持有公司股份的CEO將對公司有長期利益(Hubbard and Palia 1995)。因此CEO的持股比例會影響收購溢價，並預期方向為負。

(11) 支付方式(*PAY*)

為虛擬變數，若完全用現金收購為1；否則為0。過去文獻指出，當使用現金收購時，支付的溢價會較高，原因是目標股東在獲得現金，會引發潛在的資本利得稅(Jaggi and Dorata 2006; Jory et al. 2016)。而在我國買賣股票並無資本利得稅，因此無預期方向。

(12) 目標公司為高科技產業(*THT*)

為虛擬變數，若目標公司是高科技公司為 1，否則為 0。當併購高科技公司時，收購公司可能對目標公司有多少價值是不確定的，因此可能會支付過高的金額(Jory et al. 2016)，並預期方向為正。

(13) 年度(*YEAR*)

為年虛擬變數，若當年度收購為 1；反之為 0。作為控制經濟效應。



第三節、資料來源與樣本選取

一、研究期間

本研究的研究期間設為 2002 年至 2017 年，而我國於民國九十一年制定企業併購法，企業併購法中第 6 條規定，在企業進行併購前應委請獨立專家協助就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性提供意見。

二、資料來源

本研究之樣本來源為台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal, TEJ)之「台灣併購活動研究」、「TEJ Company DB」與「TEJ Finance DB」等資料庫，且至公開資訊觀測站查詢股東議事手冊、公開說明書及公司之財務報表，並統整出資料。

三、樣本選取

表三 Panel A 為樣本篩選表，本研究以我國上市(櫃)公司進行併購事件為研究對象，併購事件的定義是指公司發生合併、收購及分割，而本研究把分割的資料去除，是因為分割不會產生併購溢價，並剔除金融、保險、證券及投信等相關產業共得到 1,059 筆樣本。根據企業併購法之規定，簡易及非對稱的併購，則無須召開股東會且免經股東會決議，僅最近一次股東會就併購事項提出報告，因此該資料無法取得並排除該樣本。接著，有些併購案中，獨立專家意見書並未在公開資訊觀測站中找到，因此排除該樣本。再來，有些併購案中，並未產生商譽而是廉價購買利益或是使用權益結合法產生的資本公積合併溢價(額)，因此排除該樣本。最後，排除有遺漏變數之樣本，總計獲得 75 筆觀察值。

表四 Panel A 為研究樣本之年度分配及併購次數表，可發現 2010 年和 2017 年的併購次數較高。表四 Panel B 為併購時所出具獨立專家意見書之機構，可發現獨立專家意見書出具的機構大部分都是中小型事務所及個人會計師，占了總體觀察值 45.33% 及 42.67%，而四大會計師事務所只占了 9.33%，是相對較低的。表四 Panel C 則為研究樣本之產業分配，可發現電子工業及半導體業進行併購的比例是較高的，分別占整體觀察值之 45.33% 及 16%。表四 Panel D 是

併購事件中相同產業併購的比例，可發現電子工業及半導體業的比例較高，分別占了 55.56% 和 12.96%。表三 Panel E 是併購事件中不同產業的併購比例，可發現電子工業、半導體業及通訊網路業的比例是較高的，分別占了 23.81%、19.05% 及 19.05%。



表三、樣本篩選表

Panel A 樣本篩選表	
項目	樣本數
上市上櫃公司進行合併與收購事件之樣本，排除金融、保險、銀行及證券產業(研究期間為 2002 年至 2017 年)	1,059
減：	
(1) 根據企業併購法規定，無須經股東會決議之併購。	(359)
(2) 進行併購之公司，在公開資訊站未查詢到獨立專家意見書	(452)
(3) 併購時未產生商譽	(153)
(4) 遺漏變數	(20)
總計	75

表四、樣本分配表

Panel A 研究樣本之年度分配及併購次數		
年度	樣本數	百分比
2003	4	5.33
2004	3	4
2006	7	9.33
2007	7	9.33
2008	4	5.33
2009	5	6.67
2010	8	10.67
2011	7	9.33
2012	4	5.33
2013	4	5.33
2014	6	8
2015	5	6.67
2016	3	4
2017	8	10.67
總計	75	100

Panel B 併購時所出具獨立專家意見書之機構			
出具獨立專家意見書之機構	樣本數	百分比	
四大會計師事務所	7	9.33	
中小型會計師事務所	34	45.33	
個人會計師	32	42.67	
證券商	2	2.67	
總計	75	100	

Panel C 併購公司的產業分配			
台灣併購活動研究的產業代碼	產業	樣本數	百分比
M1300	塑膠工業	1	1.33
M1700	化學生技醫	3	4.00
M1722	生技醫療	1	1.33
M2000	鋼鐵工業	1	1.33
M2300	電子工業	34	45.33
M2324	半導體	12	16.00
M2325	電腦及週邊	1	1.33
M2326	光電業	5	6.67
M2327	通訊網路業	5	6.67
M2328	電子零組件	2	2.67
M2329	電子通路業	5	6.67
M2331	其他電子業	1	1.33
M2500	建材營造	3	4.00
M9900	其他	1	1.33
總計		75	100

Panel D 相同產業併購之產業比例

台灣併購活動研究的產業代碼	主併公司產業	樣本數	百分比
M1700	化學生技醫	2	3.70
M1722	生技醫療	1	1.85
M2000	鋼鐵工業	1	1.85
M2300	電子工業	30	55.56
M2324	半導體	7	12.96
M2326	光電業	4	7.41
M2327	通訊網路業	1	1.85
M2328	電子零組件	1	1.85
M2329	電子通路業	4	7.41
M2500	建材營造	3	5.56
總計		54	100

Panel E 不同產業併購之產業比例

台灣併購活動研究的產業代碼	主併產業	樣本數	百分比
M1300	塑膠工業	1	4.76
M1700	化學生技醫	1	4.76
M2300	電子工業	4	19.05
M2324	半導體	5	23.81
M2325	電腦及週邊	1	4.76
M2326	光電業	1	4.76
M2327	通訊網路業	4	19.05
M2328	電子零組件	1	4.76
M2329	電子通路業	1	4.76
M2331	其他電子業	1	4.76
M9900	其他	1	4.76
總計		21	100

第肆章、實證結果分析

第一節、基本統計量

一、敘述性統計量

表四表示各個變數之敘述性統計量，在表中可以發現在研究樣本中，可以發現併購溢價(*PREM*)的平均數為 0.254，表示在總體樣本中主併公司平均支付的金額中有 25.4%認列為商譽。在獨立專家意見書是由四大會計師事務所所出具的(*REPUT*)的平均數為 0.093，表示在總體樣本中將近 9%的獨立專家意見書是由四大會計師事務所出具的，這比例與非四大會計師事務所相對是較低的。

在控制變數方面，在表四中目標公司為主併公司與目標公司產業的相關性(*UNRELATED*)平均數為 0.28，表示併購不相關的產業併購占總樣本 28%。總經理的持股比例(*OWNER*)平均數為 0.267，表示主併公司的總經理持股比例超過 2%的將近有 27%。在支付方法(*PAY*)平均數為 0.227，表示主併公司在進行併購時有將近 23%是支付現金的。高科技產業(*THT*)平均數為 0.787，表示主併公司所併購的公司有將近 80%是高科技產業。

表五為影響併購溢價因素之相關性分析，分析結果顯示，主併公司的系統風險(*ABETA*)與產業相關性(*UNRELATED*)；主併公司市場價值與帳面價值比(*AMTB*)與併購溢價(*PREM*)；主併公司之經驗(*AAE*)與產業相關性(*UNRELATED*)；支付方法(*PAY*)與產業相關性(*UNRELATED*)；目標公司為高科技產業(*THT*)與產業相關性(*UNRELATED*)、主併公司的系統風險(*ABETA*)、主併公司之經驗(*AAE*)、相對規模(*RELATIVE SIZE*)、支付方法(*PAY*)都是顯著，但相關係數都是小於 0.5 的，代表個變數之間獨立，並無高度相關性而導致共線性的問題。

表五、敘述性統計量

全體樣本(N=75)					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<i>PREM</i>	0.254	0.183	0.239	0.002	0.992
<i>REPUT</i>	0.093	0.000	0.293	0.000	1.000
<i>UNRELATED</i>	0.280	0.000	0.452	0.000	1.000
<i>ABETA</i>	0.983	1.011	0.343	0.221	1.807
<i>AMTB</i>	2.093	1.830	1.540	0.400	9.710
<i>AAE</i>	0.573	0.000	0.961	0.000	4.000
<i>TAE</i>	0.093	0.000	0.293	0.000	1.000
<i>RELATIVE SIZE</i>	1.007	0.266	4.472	0.004	38.748
<i>OWNER</i>	0.267	0.000	0.445	0.000	1.000
<i>PAY</i>	0.227	0.000	0.421	0.000	1.000
<i>THT</i>	0.787	1.000	0.412	0.000	1.000

變數定義：

PREM：主併公司併購目標公司所產生的商譽，而此商譽用併購價格平減。

REPUT：為虛擬變數，若獨立專家意見書為四大會計師事務所出具的為1；否則為0。

UNRELATED：為虛擬變數，若主併公司與目標公司產業不相同為1；否則為0。

ABETA：主併公司的系統風險，以個股日報酬對大盤作迴歸，得到 *BETA* 值衡量。

AMTB：主併公司的市場價值與帳面價值比。

AAE：主併公司在併購時，前4年內完成的併購數量。

TAE：目標公司在被併購時，前4年內完成的併購數量。

RELATIVE SIZE：目標公司的營業收入除以主併公司進行併購時，前一年的營業收入。

OWNER：為虛擬變數，當總經理在宣布併購時，前一年度擁有超過2%自身公司股份時為1；否則為0。

PAY：為虛擬變數，若完全用現金收購為1；否則為0。

THT：為虛擬變數，若目標公司是高科技公司為1；反之為0。

表六、Pearson相關係數分析

影響併購溢價因素之相關性分析

	<i>PREM</i>	<i>REPUT</i>	<i>UNRELATED</i>	<i>ABETA</i>	<i>AMTB</i>	<i>AAE</i>	<i>TAE</i>	<i>RELATIVE SIZE</i>	<i>OWNER</i>	<i>PAY</i>	<i>THT</i>
<i>PREM</i>	1.000										
<i>REPUT</i>	-0.166 (0.154)	1.000									
<i>UNRELATED</i>	0.163 (0.162)	0.004 (0.972)	1.000								
<i>ABETA</i>	0.076 (0.519)	0.092 (0.435)	-0.316*** (0.006)	1.000							
<i>AMTB</i>	0.316*** (0.006)	-0.024 (0.840)	-0.059 (0.617)	0.141 (0.228)	1.000						
<i>AAE</i>	0.054 (0.644)	0.143 (0.220)	-0.250** (0.030)	0.123 (0.295)	0.008 (0.948)	1.000					
<i>TAE</i>	0.045 (0.704)	-0.103 (0.379)	0.004 (0.972)	-0.111 (0.341)	0.012 (0.916)	-0.001 (0.996)	1.000				
<i>RELATIVE SIZE</i>	-0.122 (0.297)	-0.037 (0.752)	-0.056 (0.635)	-0.106 (0.366)	-0.119 (0.307)	-0.092 (0.430)	-0.012 (0.921)	1.000			
<i>OWNER</i>	-0.098 (0.403)	0.014 (0.906)	0.027 (0.819)	-0.091 (0.439)	-0.000 (1.000)	0.048 (0.680)	0.014 (0.906)	-0.087 (0.459)	1.000		
<i>PAY</i>	0.059 (0.617)	-0.064 (0.584)	-0.196* (0.092)	0.087 (0.460)	-0.012 (0.916)	0.109 (0.354)	-0.174 (0.136)	-0.070 (0.551)	-0.038 (0.744)	1.000	
<i>THT</i>	-0.082 (0.487)	0.167 (0.152)	-0.328*** (0.004)	0.217* (0.061)	-0.106 (0.364)	0.210* (0.070)	-0.169 (0.148)	-0.237** (0.040)	0.093 (0.426)	0.282** (0.014)	1.000

-
1. 表中為Pearson相關係數結果，括弧內為p值，其中 *為 p 值 <0.1 ， ** 為 p 值 <0.05 ， *** 為 p 值 <0.01 顯著。
 2. 變數定義：*PREM*：主併公司併購目標公司所產生的商譽，而此商譽用併購價格平減。*UNRELATED*：為虛擬變數，若獨立專家意見書為四大會計師事務所出具的為1；否則為0。*UNRELATED*：為虛擬變數，若主併公司與目標公司產業不相同為1；否則為0。*ABETA*：主併公司的系統風險，以個股日報酬對大盤作迴歸，得到*BETA*值衡量。*AMTB*：主併公司的市場價值與帳面價值比。*AAE*：主併公司在併購時，前4年內完成的併購數量。*TAE*：目標公司在被併購時，前4年內完成的併購數量。*RELATIVE SIZE*：目標公司的營業收入除以主併公司進行併購時，前一年的營業收入。*OWNER*：為虛擬變數，當總經理在宣布併購時，前一年度擁有超過2%自身公司股份時為1；否則為0。*PAY*：為虛擬變數，若完全用現金收購為 1；否則為 0。*THT*：為虛擬變數，若目標公司是高科技公司為1；反之為0。
-



第二節、實證結果

一、迴歸結果分析

表六為併購溢價(*PREM*)與出具獨立專家意見書的機構(*REPUT*)之迴歸結果，本研究採用普通最小平方法(*ordinary least squares*)，由模型(1)顯示 *REPUT* 的迴歸係數為 -0.139(p 值為 0.062)，為顯著負相關，表示當獨立專家意見書由四大會計師事務所所出具的，其併購溢價會較低，H1 假說獲得支持。意味著當公司進行併購時，獨立專家意見書是由四大會計師事務所出具的，併購溢價較低，原因是這些機構會為了自身公司的聲譽，不容易受公司的管理階層所影響，可以給公司出具最合理的併購價格。因此由這些機構所出具的獨立專家意見書，會給公司帶來較低的併購溢價。在控制變數的部份，幾乎不顯著，可能是因為樣本數量少，樣本週期過長，而只有產業的相關性(*UNRELATED*)有著顯著負相關，表示主併公司併購的目標與自身的產業是不相關的話溢價會較高，可能是因為產業是不相關的，會使資訊不對稱的風險提升，而導致併購溢價會較高。

表七為出具獨立專家意見書的機構(*REPUT*)與產業相關性(*UNRELATED*)之間的交乘項對併購溢價的影響。由模型(2)顯示，當 *REPUT * UNRELATED* 之交乘項的係數為-0.344(p 值為 0.021)，為顯著負相關，表示當獨立專家意見書由四大會計師事務所所出具的與不相關的產業併購時，會減緩獨立專家意見書由四大會計師事務所所出具與併購溢價之關聯性，H2 假說獲得支持。然而模型中的 *REPUT* 係數為-0.035，但 p 值未達顯著水準，顯示假說 H1 的主要效果，係來自於異業併購。

表七、出具獨立專家意見書之機構對併購溢價之影響

Y = PREM (N= 75)		
	Coefficient (t-value)	p-value
<i>INTERCEPT</i>	-0.044 (-0.265)	(0.792)
<i>REPUT</i>	-0.139 (-1.912)	(0.062)
<i>UNRELATED</i>	0.123 (1.728)	(0.090)
<i>ABETA</i>	0.103 (1.180)	(0.244)
<i>AMTB</i>	0.038 (1.321)	(0.192)
<i>AAE</i>	0.029 (0.829)	(0.411)
<i>TAE</i>	0.075 (0.963)	(0.340)
<i>RELATIVE SIZE</i>	-0.003 (-0.706)	(0.483)
<i>OWNER</i>	0.019 (0.338)	(0.737)
<i>PAY</i>	-0.025 (-0.342)	(0.734)
<i>THT</i>	-0.001 (-0.009)	(0.734)
<i>YEAR</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>
<i>N</i>	75	
adj. <i>R</i> ²	0.236	
<i>F</i>	2.707	

1. *為 p 值 <0.1 ，**為 p 值 <0.05 ，***為 p 值 <0.01 顯著。

2. 變數定義：*PREM*：主併公司併購目標公司所產生的商譽，而此商譽用併購價格平減。*REPUT*：為虛擬變數，若獨立專家意見書為四大會計師事務所出具的為1；否則為0。*UNRELATED*：為虛擬變數，若主併公司與目標公司產業不相同為1；否則為0。*ABETA*：主併公司的系統風險，以個股日報酬對大盤作迴歸，得到*BETA*值衡量。*AMTB*：主併公司的市場價值與帳面價值比。*AAE*：主併公司在併購時，前4年內完成的併購數量。*TAE*：目標公司在被併購時，前4年內完成的併購數量。*RELATIVE SIZE*：目標公司的營業收入除以主併公司進行併購時，前一年的營業收入。*OWNER*：為虛擬變數，當總經理在宣布併購時，前一年度擁有超過2%自身公司股份時為1；否則為0。*PAY*：為虛擬變數，若完全用現金收購為1；否則為0。*THT*：為虛擬變數，若目標公司是高科技公司為1；反之為0。

表八、交乘項對併購溢價之影響

Y = PREM (N= 75)		
	Coefficient (t-value)	p-value
<i>INTERCEPT</i>	-0.001 (-0.008)	(0.993)
<i>REPUT</i>	-0.035 (-0.494)	(0.624)
<i>REPUT* UNRELATED</i>	-0.344 (-2.375)	(0.021)
<i>UNRELATED</i>	0.142 (1.969)	(0.054)
<i>ABETA</i>	0.063 (0.717)	(0.476)
<i>AMTB</i>	0.037 (1.321)	(0.193)
<i>AAE</i>	0.030 (0.903)	(0.371)
<i>TAE</i>	0.065 (0.801)	(0.427)
<i>RELATIVE SIZE</i>	-0.004 (-0.888)	(0.379)
<i>OWNER</i>	0.028 (0.503)	(0.617)
<i>PAY</i>	-0.050 (-0.623)	(0.536)
<i>THT</i>	0.016 (0.237)	(0.814)
<i>YEAR</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>
<i>N</i>	75	
<i>adj. R²</i>	0.275	
<i>F</i>	2.669	

1. *為 p 值 <0.1 ，**為 p 值 <0.05 ，***為 p 值 <0.01 顯著。2.變數定義：*PREM*：主併公司併購目標公司所產生的商譽，而此商譽用併購價格平減。*REPUT*：為虛擬變數，若獨立專家意見書為四大會計師事務所出具的為1；否則為0。*REPUT* UNRELATED*：為*REPUT*與*UNRELATED*的交乘項。*UNRELATED*：為虛擬變數，若主併公司與目標公司產業不相同為1；否則為0。*ABETA*：主併公司的系統風險，以個股日報酬對大盤作迴歸，得到*BETA*值衡量。*AMTB*：主併公司的市場價值與帳面價值比。*AAE*：主併公司在併購時，前4年內完成的併購數量。*TAE*：目標公司在被併購時，前4年內完成的併購數量。*RELATIVE SIZE*：目標公司的營業收入除以主併公司進行併購時，前一年的營業收入。*OWNER*：為虛擬變數，當總經理在宣布併購時，前一年度擁有超過2%自身公司股份時為1；否則為0。*PAY*：為虛擬變數，若完全用現金收購為1；否則為0。*THT*：為虛擬變數，若目標公司是高科技公司為1；反之為0。

第五章、結論與建議

第一節、結論與貢獻

公司在進行併購時，許多關鍵的資訊都是掌握在高階經理人手中，會造成股東與經理人有資訊不對稱的問題，導致高階經理人可能會為了自身的利益，而進行對公司價值不利或損害股東利益的併購。因此我國在西元 2002 年頒布企業併購法，其第六條規定說明當公開發行公司要進行併購時，需要出具一份獨立專家意見書。意見書是由獨立第三方所出具的，目的是減少經理人與股東之間的資訊不對稱，讓股東知道併購價格是否合理。雖然之前國外的文獻有表明獨立專家意見書的制度可以保護股東的權益，但沒有探討出具意見書的機構對併購溢價的影響，且我國少有文獻探討這方面的議題，故本文就以我國的法律環境下，探討出具獨立專家意見書的機構對併購溢價的影響，以補足相關文獻之不足的地方。

本研究探討獨立專家意見書所出具的機構對併購溢價造成的影響，此外進一步探討，當併購案是屬於不同產業時對併購溢價的影響。研究結果顯示，當獨立專家意見書是聲譽優良的機構所出具的對併購溢價間有顯著負相關，表示聲譽優良的機構出具的獨立專家意見書，併購溢價會較低，這些機構除了專業的技術及判斷外，也會為了維護自身的聲譽，不易被經理人收買或妥協。因此會為併購公司出具較合理的併購價格。進一步發現，聲譽優良的機構對併購溢價的影響，主要來自於企業併購不同產業的目標公司，代表這些機構擁有先進的技術及專業知識，可以有效縮短併購公司與目標公司之間的資訊不對稱，使併購價格更加公平合理。

第二節、研究限制與建議

相較過去文獻，由於樣本的不足且目標公司多為非上市(櫃)公司，則本文使用併購後產生的商譽當作併購溢價的替代變數。且併購事件十分複雜，若只考慮獨立專家意見書這部分可能是不足的，此研究並未將經理人的併購動機納入，若經理人是以自我為利益為動機，就可能有買報告的嫌疑，則專家意見書就只不過是個橡皮圖章而已。

在未來研究上，建議可以利用績效來驗證聲譽良好的機構所出具的獨立專家意見書，是否可以為公司帶來更多的利益。



參考文獻

- 郭大維，2014，論企業併購下獨立專家法制之建構－我國法與英國法之比較，
全國律師月刊，第 18 卷 第 2 期： 36-48。
- 陳介山，2005，企業併購法第六條獨立專家之研究，財產法暨經濟法，第 2 期：
65-69。
- Arnold, M., and D. Parker. 2009. Stock market perceptions of the motives for mergers
in cases reviewed by the UK competition authorities: An empirical analysis. *Managerial and Decision Economics* 30 (4):211-233.
- Baumol, W. J. 1959. Business behavior, value and growth. New York: Macmillan,
1959. 164 p.
- Balvers, R. J., B. McDonald, and R. E. Miller. 1988. Underpricing of new issues and
the choice of auditor as a signal of investment banker reputation. *Accounting
Review*:605-622.
- Beatty, R. P. 1989. Auditor Reputation And The Pricing Of Initial Public Offeri. *The
Accounting Review* 64 (4):693.
- Bugeja, M. 2005a. Effect of independent expert reports in Australian takeovers.
Accounting & Finance 45 (4):519-536.
- Bugeja, M. 2005b. The ‘independence’ of expert opinions in corporate takeovers:
agreeing with directors’ recommendations. *Journal of Business Finance &
Accounting* 32 (9-10):1861-1885.
- Bugeja, M., R. Da Silva Rosa, and T. Walter. 2005. Expert reports in Australian
takeovers: fees and quality. *Abacus* 41 (3):307-322.
- Chaney, P. K., and K. L. Philipich. 2002. Shredded reputation: The cost of audit
failure. *Journal of Accounting Research* 40 (4):1221-1245.
- Coff, R. W. 1999. How buyers cope with uncertainty when acquiring firms in
knowledge-intensive industries: Caveat emptor. *Organization Science* 10
(2):144-161.
- Datar, S. M., G. A. Feltham, and J. S. Hughes. 1991. The role of audits and audit
quality in valuing new issues. *Journal of Accounting and Economics* 14 (1):3-
49.
- Datta, D. K., G. E. Pinches, and V. K. Narayanan. 1992. Factors influencing wealth
creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis. *Strategic Management
Journal* 13 (1):67-84.
- Haunschild, P. R. 1994. How much is that company worth?: Interorganizational
relationships, uncertainty, and acquisition premiums. *Administrative Science
Quarterly*:391-411.

- Hayward, M. L., and D. C. Hambrick. 1997. Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*:103-127.
- Hennart, J. F., and S. Reddy. 1997. The choice between mergers/acquisitions and joint ventures: The case of Japanese investors in the United States. *Strategic Management Journal* 18 (1):1-12.
- Hubbard, R. G., & Palia, D. 1995. Benefits of control, managerial ownership, and the stock returns of acquiring firms. *Rand Journal of Economics*, 26: 782-792.
- Jaggi, B., and N. T. Dorata. 2006. Association between bid premium for corporate acquisitions and executive compensation. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 21 (4):373-397.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review* 76 (2):323-329.
- Jory, S. R., T. N. Ngo, and D. Wang. 2016. Credit ratings and the premiums paid in mergers and acquisitions. *Journal of Empirical Finance* 39:93-104.
- Khorana, A., and M. Zenner. 1998. Executive compensation of large acquirors in the 1980s. *Journal of Corporate Finance* 4 (3):209-240.
- Michaely, R., and W. H. Shaw. 1995. Does the choice of auditor convey quality in an initial public offering? *Financial Management*:15-30.
- Nathan, K. 1988. "Do Firms Pay to Pool? Some Empirical Evidence." *Journal of Accounting and Public Policy* 7 (3): 185–200.
- OECD Principles of Corporate Governance 2015.
- Porrini, P. 2006. Are investment bankers good for acquisition premiums? *Journal of Business Research* 59 (1):90-99.
- Rauterkus, S. Y., and K. R. Song. 2005. Auditor's reputation and equity offerings: the case of Arthur Andersen. *Financial Management* 34 (4):121-135.
- Roll, R. 1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*:197-216.
- Varaiya, N. P., and K. R. Ferris. 1987. Overpaying in corporate takeovers: The winner's curse. *Financial Analysts Journal* 43 (3):64-70.

附錄

附錄一、同產業併購與不同產業併購事件

一、相同產業的併購

相同產業併購

年度	主併公司名稱	主併公司產業	目標公司名稱	目標公司產業	出具專家意見書之機構
2008	信錦企業股份有限公司	電子零組	富鴻齊科技股份有限公司	電子零組	中山聯合會計師事務所
2015	三晃股份有限公司	化學生技醫	國慶化學股份有限公司	化學生技醫	駿達會計師事務所
2008	中國鋼鐵股份有限公司	鋼鐵工業	中龍鋼鐵股份有限公司	鋼鐵工業	個人
2006	光寶科技	電子工業	敦揚科技股份有限公司	電子工業	安侯建業會計師事務所
2006	光寶科技	電子工業	力信興業股份有限公司	電子工業	個人
2013	光寶科技	電子工業	建興電子科技股份有限公司	電子工業	個人
2017	台達電子工業股份有限公司	電子工業	晶睿通訊股份有限公司	電子工業	個人
2011	日月光半導體製造股份有限公司	半導體業	日月鴻科技股份有限公司	半導體業	安侯建業會計師事務所
2006	精英電腦股份有限公司	電子工業	志合電腦股份有限公司	電子工業	大中國際聯合會計師事務所
2010	智邦科技股份有限公司	通訊網路	智灝科技股份有限公司	通訊網路	萬盛會計師事務所
2016	聯強國際股份有限公司	電子工業	群環科技股份有限公司	電子工業	個人
2017	佳世達科技股份有限公司	電子工業	拍檔科技股份有限公司	電子工業	個人
2017	佳世達科技股份有限公司	電子工業	友通資訊股份有限公司	電子工業	個人
2006	友達光電股份有限公司	電子工業	廣輝電子股份有限公司	電子工業	安永會計師事務所
2010	晶元光電股份有限公司	光電業	廣鎔光電股份有限公司	光電業	大華證券股份有限公司
2014	晶元光電股份有限公司	光電業	璨圓光電股份有限公司	光電業	個人

2011	聯發科技股份有限公司	半導體業	雷凌科技股份有限公司	半導體業	個人
2013	聯發科技股份有限公司	半導體業	開曼晨星半導體公司	半導體業	個人
2003	百容電子股份有限公司	電子工業	巨貿高強科技股份有限公司	電子工業	第一聯合會計師事務所
2017	宏盛建設	建材營造	助群營造股份有限公司	建材營造	揚智聯合會計師事務所
2015	晶豪科技股份有限公司	電子工業	宜揚科技股份有限公司	電子工業	明喆聯合會計師事務所
2015	嘉晶電子股份有限公司	電子工業	漢磊半導體晶圓股份有限公司	電子工業	上立會計師事務所
2006	衛展資訊股份有限公司	電子工業	資憲科技股份有限公司	電子工業	個人
2007	聯詠科技股份有限公司	半導體業	其樂達科技股份有限公司	半導體業	個人
2011	文擘科技股份有限公司	電子通路	志遠電子股份有限公司	電子通路	康儲會計師事務所
2012	景岳生物科技股份有限公司	生技醫療	光惠生物科技股份有限公司	生技醫療	卓洋會計師事務所
2013	基亞生物科技股份有限公司	化學生技醫	溫士頓醫藥股份有限公司	化學生技醫	個人
2016	欣銓科技股份有限公司	電子工業	全智科技股份有限公司	電子工業	個人
2007	旭曜科技股份有限公司	電子工業	敦泰科技股份有限公司	電子工業	個人
2012	新日光能源科技	光電業	旺能光電股份有限公司	光電業	個人
2015	鼎翰科技股份有限公司	電子工業	Printronic Inc.	電子工業	寶業聯合會計師事務所
2010	大聯大投資控股股份有限公司	電子通路	友尚股份有限公司	電子通路	個人
2011	大聯大投資控股股份有限公司	電子通路	大傳企業股份有限公司	電子通路	個人
2015	大聯大投資控股股份有限公司	電子通路	捷元股份有限公司	電子工業	個人
2017	正文科技	電子工業	正基科技	電子工業	銓興聯合會計師事務所
2003	立衛科技股份有限公司	電子工業	威測科技股份有限公司	電子工業	個人
2007	國眾電腦股份有限公司	電子工業	眾電系統股份有限公司	電子工業	李曉佩會計師事務所
2007	國眾電腦股份有限公司	電子工業	岱昇科技股份有限公司	電子工業	李曉佩會計師事務所
2007	國眾電腦股份有限公司	電子工業	超網路科技股份有限公司	電子工業	李曉佩會計師事務所
2009	大漢建設股份有限公司	建材營造	龍巖人本服務股份有限公司	建材營造	立本台灣聯合會計師事務所
2010	大漢建設股份有限公司	建材營造	龍巖人本服務股份有限公司	建材營造	立本台灣聯合會計師事務所

2010	輔祥實業股份有限公司	光電業	台灣奈普光電科技股份有限公司	光電業	個人
2009	頤邦科技股份有限公司	半導體業	飛信半導體股份有限公司	半導體業	鼎尊會計師事務所
2004	百一電子股份有限公司	電子工業	欣象科技股份有限公司	電子工業	安永會計師事務所
2003	立敦科技股份有限公司	電子工業	永剛科技股份有限公司	電子工業	大中國際聯合會計師事務所
2004	精誠資訊股份有限公司	電子工業	恆逸資訊股份有限公司	電子工業	和泰聯合會計師事務所
2006	精誠資訊股份有限公司	電子工業	精業股份有限公司	電子工業	個人
2011	力成科技股份有限公司	半導體業	超豐電子股份有限公司	半導體業	個人
2014	茂迪股份有限公司	電子工業	聯景光電股份有限公司	電子工業	資誠聯合會計師事務所
2015	矽格股份有限公司	電子工業	誠遠科技股份有限公司	電子工業	聯捷聯合會計師事務所
2016	矽格股份有限公司	電子工業	誠遠科技股份有限公司	電子工業	聯捷聯合會計師事務所
2008	致新科技股份有限公司	半導體業	圓創科技股份有限公司	半導體業	個人
2014	翔名科技股份有限公司	電子工業	寶虹科技股份有限公司	電子工業	立本台灣聯合會計師事務所
2017	振樺電子股份有限公司	電子工業	瑞傳科技股份有限公司	電子工業	個人

總計：54 筆

表格內容為相同產業的併購事件之主併公司名稱、目標公司名稱及出具專家意見書的機構，

二、不同產業的併購

不同產業併購

年度	主併公司名稱	主併公司產業	目標公司名稱	目標公司產業	出具專家意見書之機構
2009	東陽實業廠股份有限公司	塑膠工業	臺灣開億工業股份有限公司	電機機械	個人

2009	日月光半導體製造股份有限公司	半導體業	環隆電氣股份有限公司	其他電子	安侯建業會計師事務所
2008	宏碁股份有限公司	電腦及週	倚天資訊股份有限公司	通訊網路	鴻慶會計師事務所
2017	神基科技	電子工業	WHP Workflow Solutions Inc.	其他	個人
2004	禾伸堂企業股份有限公司	電子工業	訊得股份有限公司	其他	個人
2010	訊舟科技股份有限公司	通訊網路	康全電訊股份有限公司	電子工業	康儲會計師事務所
2012	弘塑科技	其他電子	添鴻科技股份有限公司	電子工業	平和聯合會計師事務所
2011	全科科技股份有限公司	電子通路	嵩森科技股份有限公司	其他	鼎信聯合會計師事務所
2010	佳穎精密企業股份有限公司	電子零組	特新光電科技股份有限公司	電子工業	個人
2011	謙裕實業股份有限公司	通訊網路	永辰科技股份有限公司	電子工業	個人
2014	鈺緯科技開發股份有限公司	化學生技醫	富動科技股份有限公司	電子工業	利安達平和會計師事務所
2003	遠傳電信股份有限公司	通訊網路	和信電訊股份有限公司	電子工業	臺經慶隆聯合會計師事務所
2012	兆遠科技股份有限公司	光電業	中美藍晶股份有限公司	電子工業	大中國際聯合會計師事務所
2007	台晶科技股份有限公司	半導體業	我想科技股份有限公司	電子工業	安永會計師事務所
2007	中美矽晶製品股份有限公司	半導體業	Globitech Incorporated	電子工業	元大證券股份有限公司
2009	亞元科技股份有限公司	通訊網路	奇燁實業股份有限公司	電子工業	高輔會計師事務所
2013	頌邦科技股份有限公司	半導體業	欣寶電子股份有限公司	其他	勤茂會計師事務所
2006	和平整合資訊股份有限公司	電子工業	聯辰科技工程股份有限公司	電機機械	個人
2014	大豐有線電視股份有限公司	其他	台灣數位寬頻有線電視股份有 限公司	其他	高威聯合會計師事務所
2010	九暘電子股份有限公司	半導體業	卓群科技股份有限公司	其他	創智聯合會計師事務所
2017	全達國際股份有限公司	電子工業	來吧股份有限公司	其他	個人

總計：21 筆

表格內容為不同產業的併購事件之主併公司名稱、目標公司名稱及出具專家意見書的機構，

附錄二、專家意見書由四大會計師事務所出具

一、專家意見書由四大會計師事務所所出具的

專家意見書由四大會計師事務所出具

年度	主併公司名稱	主併公司產業	目標公司名稱	目標公司產業	出具專家意見書之機構
2006	光寶科技	電子工業	敦揚科技股份有限公司	電子工業	安侯建業聯合會計師事務所
2009	日月光半導體製造股份有限公司	半導體業	環隆電氣股份有限公司	其他電子	安侯建業聯合會計師事務所
2011	日月光半導體製造股份有限公司	半導體業	日月鴻科技股份有限公司	半導體業	安侯建業聯合會計師事務所
2006	友達光電股份有限公司	電子工業	廣輝電子股份有限公司	電子工業	安永會計師事務所
2007	台晶科技股份有限公司	半導體業	我想科技股份有限公司	電子工業	安永會計師事務所
2004	百一電子股份有限公司	電子工業	欣象科技股份有限公司	電子工業	安永會計師事務所
2014	茂迪股份有限公司	電子工業	聯景光電股份有限公司	電子工業	資誠聯合會計師事務所
總計：7 筆					

表格內容為併購事件中的主併公司名稱、目標公司名稱及專家意見書出具機構。

四大會計師事務所分別為：勤業眾信聯合會計師事務所、資誠聯合會計師事務所、安侯建業聯合會計師事務所及安永會計師事務所