

國立政治大學會計學系碩士論文

指導教授：林宛瑩 博士

併購獨立專家之選擇及併購後綜效之探討  
A Study on the Choice of Independent Experts and the  
Synergy in the M&A Transaction

研究生：黃玉雯 撰

中華民國一〇一年七月

## 致謝辭

執筆至此，心中感慨萬千，經過無數個無眠的夜晚，現在，總算看到這段漫長旅途的終點。感慨之際，更有無限的感激，想傳達給一路走來支持我、陪伴我與鼓勵我的師長及親友們。

首先，我要把最深的感謝留給我所有的家人。旅途中一場偶遇的暴風雨，讓我幾乎以為自己走不到終點，謝謝你們用體貼與包容為我撐起希望之傘，陪我度過最艱困的時光。我愛你們，我的家人們。

感謝家人的同時，我也要向我的指導教授林宛瑩老師致上最深的感謝。謝謝您不辭辛勞犧牲假日與睡眠，逐字逐句細心地為我們批閱論文。跟著老師學習的這一年，獲益良多，覺得自己長大了不少，謝謝您一年來的照顧。

此外，要謝謝陪我走過風風雨雨的朋友們。謝謝室友雅晴，若不是妳無私地將鑽研多時的統計軟體指令與我分享，並耐心地陪我解決一個又一個計量問題，這篇論文一定無法如期完成，總是無法準時熄燈的 503 房裡所發生的點點滴滴，我會永遠記得。謝謝「糟糠之妻」奐君與立婷，雖然上研究所以後，我們三個時常忙得連見面吃飯的時間都沒有，但細心又體貼的妳們，總能注意到我的低落與不安，適時給予關懷與幫助，能夠認識妳們是我在政大求學期間得到最珍貴的寶藏。謝謝 99 級會二乙班的同學們，學期末論文忙總是無法準時回覆郵件，答應要給大家的教材也是一拖再拖，對於這個不稱職的助教，你們不但沒有抱怨還時常寫信鼓勵我，真的非常感動也萬分感謝。

最後，我要謝謝政大，這是讓我度過六年美好時光的另一個家。謝謝政大開自由的學習環境，讓我能夠跨領域的學習。謝謝法律系、財政系及會計系諸多熱心又親切的師長們，時常給我鼓勵並協助我確立人生志向。謝謝在這裡結識的每一位好朋友，謝謝你們陪我一起學習成長，過程中的歡笑與淚水，將會是我一輩子珍藏最美好的回憶。

玉雯  
2012.07.25

## 摘要

本研究將我國獨立專家可能發揮之功能分為能夠認證交易係公平且無弊端之「消極認證功能」及能積極預測綜效並為市場排除不具綜效交易之「積極認證功能」，並藉由分析代理成本與獨立專家選擇之關聯性，以及獨立專家自我選擇與併購後綜效之關聯性，實證探討我國獨立專家制度之運作概況及其功能。

研究結果發現，衡量代理成本之公司及交易特性變數中，負債比率較高、外部大股東持股比率較低、機構投資人持股比率較低、併購溢價較高、主併與被併公司相對規模較接近時，公司聘僱高聲譽獨立專家的可能性較高，支持我國獨立專家可能具有降低代理成本之消極認證功能之論點。積極認證功能方面，本研究發現，以併購金額市佔率衡量獨立專家聲譽時，高聲譽獨立專家簽發評價報告之併購案，併購後市場佔有率成長幅度較高，支持我國獨立專家可能具有積極認證功能之論點，但僅限於市場綜效部分。

**關鍵詞：**獨立專家、併購綜效、代理成本

## Summary

This study tests whether the negative certification function and positive certification function are important services performed by independent experts in the M&A transaction. It conducts an empirical investigation of the choice of independent experts and the synergy in the M&A transaction.

The result demonstrates that when the debt ratio is high, the percentage of stock owned by institutional owners and external shareholders is low, the premium is high, and the size of acquirer and target is similar, acquirer tends to hire a more prestigious independent expert. It confirms that the negative certification function exists. In addition, we find that when the reputation (measured by market share) of independent experts is high, the market synergy in the M&A may be higher than others. It is because of that the independent experts tend to protect their reputation by choosing their clients rigorously. Therefore, the positive certification function is also confirmed.

**Key Words:** Independent experts, M&A synergy, Agency cost

## 目錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究問題.....	4
第三節 論文架構.....	5
第二章 文獻探討.....	6
第一節 我國獨立專家制度簡介.....	6
第二節 相關實證研究探討.....	19
第三章 研究方法.....	26
第一節 研究假說.....	26
第二節 實證模型與變數衡量.....	35
第三節 樣本選取及資料來源.....	46
第四章 實證結果.....	47
第一節 消極認證功能之實證分析結果.....	47
第二節 積極認證功能之實證分析結果.....	63
第五章 結論與建議.....	74
第一節 研究結果.....	74
第二節 法制修正建議.....	78
第三節 研究限制與未來研究建議.....	81

## 表目錄

表 4-1 樣本之產業及年度分布 .....	47
表 4-2 各年度併購案獨立專家選擇情況 .....	48
表 4-3 模型(1)基本敘述統計量(N=119) .....	49
表 4-4 模型(1)相關係數矩陣 .....	51
表 4-5 各變數之 VIF 值 .....	52
表 4-6 是否聘僱高聲譽專家(以本業專精程度衡量)的 Logit 迴歸結果 .....	53
表 4-7 是否聘僱高聲譽專家(以評價專精程度衡量)的 Logit 迴歸結果 .....	58
表 4-8 是否聘僱高聲譽專家(以本業專精及評價專精綜合衡量)的 Logit 迴歸結果 .....	61
表 4-9 模型(2)基本敘述統計量(N=114) .....	63
表 4-10 高低聲譽組併購後綜效差異 t 檢定—以本業規模衡量聲譽 .....	65
表 4-11 高低聲譽組併購後綜效差異 t 檢定—以評價金額市佔率衡量聲譽 .....	66
表 4-12 高低聲譽組併購後綜效差異 t 檢定—以產業專精及評價專精程度衡量聲譽 .....	67
表 4-13 獨立專家聲譽與併購後綜效之迴歸結果—營運綜效 1 .....	69
表 4-14 獨立專家聲譽與併購後綜效之迴歸結果—營運綜效 2 .....	70
表 4-15 獨立專家聲譽與併購後綜效之迴歸結果—財務綜效 .....	72
表 4-16 獨立專家聲譽與併購後綜效之迴歸結果—市場綜效 .....	73
表 5-1 模型(1)分析結果彙整表 .....	75
表 5-2 模型(2)分析結果彙總表 .....	77

# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機與目的

為了因應我國產業進行全球化發展，並提升國內產業之國際競爭力，我國在 2000 年及 2001 年陸續通過「金融機構合併法」與「金融控股公司法」，率先為金融機構之整合建構了基礎法制。適用於一般企業之「企業併購法」亦於 2002 年 2 月 6 日公布施行，該法之施行，不但使我國企業進行併購時於法有據，更使併購方法趨向靈活多元，促使國內企業併購活動的蓬勃發展。依據經濟部商業司之統計資料，自 2002 年企業併購法頒布至 2012 年 3 月止，國內已進行之合併、收購、股份轉換及分割案件數量計 1754 件，金額高達 8367.1 億<sup>1</sup>。

企業併購活動之活絡，主要原因可能在於企業併購所能帶來之諸多好處。分析企業併購動機之文獻指出，透過企業併購，主併公司能以較低之成本及風險取得併購後所帶來的綜效(盧曉彥 2004)，這些綜效包括來自管理、行銷、生產或配銷等規模經濟(economics of scale)之「營運綜效」、公司相互間盈虧互抵之節稅效益或財報透明化之「財務綜效」，以及懲戒式接管(disciplinary takeover)所產生之「管理綜效」(王文宇 2002)。然而，雖然企業併購可能為投資人及其他利害關係人帶來好處，但在企業併購的過程中，主併與被併公司為了避免併購成本升高導致併購失敗，從尋找併購標的、評估併購標的到談判協商的過程，相關資訊僅掌握在少數高階經營管理階層的手中，併購交易之「不確定性」與「機密性」(王絃如 2011)，使得企業經營管理階層與業主(股東)間、控制股東與少數股東間，以及股東與債權人間，存在資訊不對稱。這樣的資訊不對稱不僅提供內部人進行內線交易之機會，更使得單純為利益輸送而不具任何併購綜效或併購對價顯不合理之併購交易有發生之可能。當各利害關係人間存有嚴重之利害衝突時，企業更

---

<sup>1</sup> 參見經濟部商業司企業併購網址：<http://www.gcis.nat.gov.tw/>(最後瀏覽時間：2012年06月30日)

可能必須付出龐大的代理成本解決利益衝突所造成的代理問題。

為了解決在企業併購過程中因利益衝突與資訊不對稱所引發的代理問題，企業必須引進適當之內部公司治理機制或外部公司治理機制以降低代理成本，而獨立專家制度(或稱公平意見制度)就是解決上述代理問題的一種外部公司治理機制。美國相關實證研究發現，在併購的過程中，由於外部財務顧問及其所出具之公平意見(fairness opinion)可發揮協尋標的(Bowers and Miller 1990；Kale, Kini, and Ryan 2003)、談判力提升(Kale et al. 2003)、交易促成(Rau 2000；Kisgen, Qian and Song 2009)、認證(Thomas 1995；Servaes and Zenner 1996；Allen et al. 2004；Chen and Sami 2010)及訴訟防免(Bowers 2002；Bowers and Latham 2004；Kisgen et al. 2009)等功能，故美國企業進行併購活動時，雖然法規並不強制要求企業聘僱財務顧問或購買公平意見書，但實務上仍有高達 37.24%之主併公司及 79.65%之被併公司會選擇聘僱財務顧問出具公平意見書(Kisgen et al. 2009)。

我國主管機關為了保護股東之權益、減少資訊風險，並彌補公司內部財會人員能力之不足，2002 年頒布之企業併購法參考歐非法制，引進獨立專家制度。企業併購法第 6 條中規定：「公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，應委請獨立專家就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性表示意見，並分別提報董事會及股東會」。主管機關將獨立專家之聘僱列為法定義務，希望藉由前述規定，透過獨立第三人為企業併購對價提供合理且專業之意見。

然而，獨立專家所執行的業務與評價相關，我國主管機關在評價市場未臻成熟的情況下，將聘僱獨立專家列為法定義務，同時又未對獨立專家之聲譽、經驗及產業專精程度等有明確的資格要求<sup>2</sup>。如此一來，我國獨立專家所簽發之評價

---

<sup>2</sup> 根據經濟部之解釋及公開發行公司取得或處分資產處理準則第 22 條及第 5 條之規定，可歸納出企業併購法第 6 條所規定之獨立專家應為「非關係人」之「律師、會計師或證券承銷商」。亦即，關於獨立專家之選任，我國目前法律之規範密度僅及於「獨立性」與最基本之「身分資格」，其餘關於獨立專家之產業專精程度、事務所或公司規模、聲望等，均無更進一步之規範。

報告是否能發揮其應有功能，使企業不會僅為遵守法定義務之要求，而隨意選擇公費低廉之專家簽發評價報告，即成為值得探討之議題。

如前所述，美國相關研究發現併購財務顧問具有協尋標的、談判力提升、交易促進、認證及訴訟防免等五大功能。然而，在美國的企業併購過程中，從標的公司之選擇、代表公司進行談判協商、為公司進行盡職調查評估、財務分析到提供對價建議並出具公平意見，財務顧問均全程參與。反觀我國制度，則是至併購雙方議價完畢後，在董事會議決之前，才委請會計師或證券承銷商以獨立專家身分對於併購價格出具覆核意見。因此，在我國併購實務中，協助企業進行策略規劃之併購顧問與出具合理性意見之獨立專家通常係屬不同人，獨立專家不參與盡職調查評估或其他併購過程，只在最後以公開的財務資訊及公司經營者提供的資訊，對併購對價進行分析，判斷併購對價是否合理。因此，基於國情與制度上之不同，上述五大功能中，屬於併購前期顧問服務之協尋標的功能及談判力功能，恐不適用於我國制度。而訴訟防免、認證、交易促進等功能是否可推論適用於我國獨立專家制度，則為本研究之實證議題。

我國企業併購法自 2002 年頒布至今已逾十年，國內關於獨立專家制度之相關研究多以法制面之比較法分析為主(黃銘傑 2003;陳介山 2005;陳傳毅 2010;王絃如 2011)，尚無研究針對我國實務獨立專家制度運作狀況進行實證探討，因此，本研究從實證角度，分析我國獨立專家制度之經濟後果，以期一方面得以了解我國獨立專家制度之運作概況及其功能，另一方面可以為法理層面之探討提供實證之證據，以作為未來法規改善建議之參考。

## 第二節 研究問題

如同前節所述，我國主管機關在評價市場未臻成熟的情況下，將聘僱獨立專家列為法定義務，同時又未對獨立專家之聲譽、經驗及產業專精程度等有明確的資格要求。在此情況下，我國獨立專家所簽發之評價報告是否能如美國財務顧問所出具之公平意見一般，發揮訴訟防免、認證、交易促成等功能(Thomas 1995；Servaes and Zenner 1996；Rau 2000；Bowers 2002；Bowers and Latham 2004；Kisgen et al. 2009；Chen and Sami 2010)，使企業不會僅為遵守法定義務之要求，而隨意選擇公費低廉之專家簽發評價報告，為本研究之探討目的。

在美國的研究中，常以「是否」聘僱財務顧問之決策選擇，驗證財務顧問之功能，然而，由於我國制度將獨立專家之聘僱列為法定義務與美國不同，因此，要了解我國獨立專家是否具有功能，不宜從「是否」聘僱專家的觀點出發，而必須從獨立專家之選擇出發。因此，本研究參酌我國獨立專家制度之設計、立法緣由，以及國外相關研究結果，將我國獨立專家可能發揮之功能分為「消極認證功能」與「積極認證功能」，並藉由分析代理成本與獨立專家選擇之關聯性，以及獨立專家自我選擇與併購後綜效之關聯性，實證探討我國獨立專家制度之功能。

### **第三節 論文架構**

本研究共分五章，各章內容簡介如下：

#### **第一章 緒論**

說明本研究之動機與目的、研究問題與研究架構。

#### **第二章 文獻探討**

介紹我國獨立專家制度之立法理由與制度內容，並探討國外之相關實證研究結果。

#### **第三章 研究方法**

本章首先針對本研究之研究問題，以第二章之文獻探討為基礎，發展相關研究假說，接著說明實證模型、變數定義與衡量方法，最後說明研究期間、研究樣本選取及資料來源。

#### **第四章 實證結果與分析**

首先報導實證分析結果，並進一步討論研究結果是否支持研究假說。

#### **第五章 結論與建議**

彙整研究結果，提出法制修正建議，並說明研究限制與未來研究建議。

## 第二章 文獻探討

本章首先說明我國獨立專家制度之立法緣由與制度內容，接著說明獨立專家制度之相關實證研究。

### 第一節 我國獨立專家制度簡介

#### 一、緣起

據經濟部商業司之統計資料，自 2002 年企業併購法頒布至 2012 年 3 月止，國內已進行之合併、收購、股份轉換及分割案件數量計 1754 件，金額高達 8367.1 億。雖然企業併購之結果可能為投資人及其他利害關係人帶來諸多好處，但在企業併購的過程中，主併與被併公司為了避免併購成本升高導致併購失敗，從尋找併購標的、評估併購標的到談判協商的過程，資訊幾乎都掌握在少數經營管理階層手中，交易之「不確定性」與「機密性」(王絃如 2011)，使得企業經營管理階層與業主(股東)間、控制股東與少數股東間、股東與債權人間產生了高度的資訊風險。此種資訊風險主要來自於資訊提供者與接受者間之利益衝突、資訊本身之複雜度、重要性及資訊從源頭傳遞到接受者間之及時與完整性。

資訊提供者與接受者間之利益衝突可能來自企業內部(經營管理階層與股東間、控制股東與少數股東間)或者來自於企業外部(股東與債權人間、主併與被併公司間)。資訊的複雜度則來自於併購交易本身涉及控制權之移轉，關乎被併公司之存廢，故在併購過程中需要考量的資訊範圍廣泛，包括財務、組織管理、法律、競爭策略與產業發展等各種影響交易結果之因素，除非同時具備專業或充分經驗，否則高度複雜卻又攸關重大決策的併購資訊，可能造成資訊接受者無法判讀與使用該項資訊。至於資訊之及時與完整性，主要起因於併購資訊牽涉到企業細部之財務及法律狀況，資訊接受者所獲得的訊息可能經過多重轉手與包裝，而與原始資訊來源有所落差，如此亦會造成資訊使用者之風險。

上述的資訊風險不僅提供內部人進行內線交易之機會，更使得純為利益輸送而不具併購綜效之交易或併購對價顯不合理之併購交易有發生之可能。此外，當各利害關係人間存有嚴重之利害衝突而使資訊風險升高時，企業可能必須付出鉅額的代理成本來解決利益衝突所引發的代理問題。代理問題主要分為幾種，其中一種發生在企業之經營權與所有權分離時，因股東與經營管理者所欲追求之目標可能有所差異，因而產生管理者只求最大化其自身利益，而造成股東權益受損之情形。第二種代理問題則是 Shleifer and Vishny (1997)所指出，發生在控制股東與少數股東間之利益衝突問題。亦即，控制股東通常具有足夠的控制能力，可以利用公司的資源謀求私利，侵害少數股東權益。此外，Jensen and Meckling (1976)另指出，存在於債權人與股東間之第三種代理問題。

基本上，無論哪一種代理問題都將使得全部或部分股東或利害關係人之利益遭受侵害。文獻指出，良好的公司治理機制能夠有效紓解代理問題，有效避免此種侵害(Fama 1980；Fama and Jensen 1983；林宛瑩與陳宜伶 2012)。換言之，當公司具有良好的公司治理機制時，董事會之監督功能得以充分發揮，經營管理階層亦較會保障股東或其他利害關係人之權益降低代理成本。而在企業併購交易中，獨立專家制度即為解決資訊風險代理問題的一種外部公司治理機制。

依廣泛之定義，所謂的獨立專家係指股份有限公司在進行併購交易時，依法院、主管機關、股東會或董事會之選任，就換股比例或配發給股東之現金及其他財產，對股東會或董事會提出合理性意見必要之臨時法定機關。我國為了保護股東權益，並藉由獨立專家之專業意見協助董事進行專業判斷，於 2002 年企業併購法頒布時，正式引進歐美獨立專家制度之規定，強制公開發行公司之董事會在進行併購決議時，必須取得獨立專家之評估意見，並且須將該資訊提報於董事會或股東會。

主管機關希望藉由獨立專家之規範，透過獨立第三人為企業併購對價提供合理且專業之意見。然而，我國雖引進了獨立專家制度，但除了上述規定外，其餘

相關配套，如合理意見書之內容、獨立專家之資格及選任方式等規定均付之闕如。主管機關事後雖透過公開發行公司取得或處分資產處理準則第 22 條及第 5 條之規定與經濟部 2004 年 5 月 25 日經商字第 09300553740 令作補充，其內容亦相當簡要，僅指明獨立專家必須由不具關係(獨立)之律師、會計師或證券承銷商擔任，其他關於獨立專家之聲譽、經驗及產業專家程度等均無更進一步的限制。該制度屢遭國內法律研究批評，認為該制度僅為一象徵性之橡皮圖章，無法發揮實質之作用(陳介山 2005；陳傳毅 2010；王絃如 2011)。

## 二、制度介紹

### (一)相關法規簡介

在我國，「獨立專家」一詞雖於 2002 年企業併購法頒布後才正式被採用，但曾宛如 (2002)指出，從實質層面來看，獨立專家制度其實在企業併購法頒布前已見諸各相關法規中，其精神早已經被落實。以下針對獨立專家制度之相關規範作一說明。

#### 1.企業併購法

企業併購法中，將獨立專家制度規定於第 6 條：「公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，應委請獨立專家就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性表示意見，並分別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。於公司分割案件時，前項委請獨立專家表示意見之內容，為分割後受讓營業或財產之既存或新設公司發行新股之價格及所受讓營業或財產價值之合理性。」此處的獨立專家，依經濟部 2004 年 5 月 25 日經商字第 09300553740 函令，係指獨立之會計師、律師或證券承銷商。

#### 2.公開發行公司取得或處分資產處理準則

「公開發行公司取得或處分資產處理準則」(以下簡稱資產處理準則)係根據證券交易法第 36 條之 1 授權訂定，當公開發行公司取得或處分資產時，應依該準則之規定辦理。

針對公司取得有價證券，資產處理準則第 10 條規定如下：「當公開發行公司取得或處分有價證券，交易金額達公司實收資本額百分之二十或新臺幣三億元以上者，應於事實發生日前洽請會計師就交易價格之合理性表示意見，會計師若需採用專家報告者，應依會計研究發展基金會所發布之審計準則公報第二十號規定辦理」。此外，資產處理準則在第 22 條另針對企業因合併、分割、收購或股份受讓等原因取得資產時，有特別規定：「公開發行公司辦理合併、分割、收購或股份受讓，應於召開董事會決議前，委請會計師、律師或證券承銷商就換股比例、收購價格或配發股東之現金或其他財產之合理性表示意見，提報董事會討論通過。」

針對公司取得有價證券出具合理性意見書之專家的資格，資產處理準則除了有上述「會計師、律師、證券承銷商」的規定外，同準則第 5 條又規定：「公開發行公司取得之估價報告或會計師、律師或證券承銷商之意見書，該專業估價者及其估價人員、會計師、律師或證券承銷商與交易當事人不得為關係人。」亦即，出具合理性意見書之專家，必須為具獨立性之會計師、律師或證券承銷商。

### **3.公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則**

公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則係依證券交易法第 30 條第 2 項之規定授權訂定，該準則第 25 條第 3 款規定，當公司因併購而發行新股時，應於公開說明書中記載「獨立專家對本併購案表示其換股比率合理性之意見書。」

### **4.公開收購說明書應行記載事項準則**

公開收購說明書應行記載事項準則係依證券交易法第 43 條之 4 第 2 項授權訂定，證券交易法規定公開收購人必須於應賣人請求時，或應賣人向受委任機構交付有價證券時，交付公開收購說明書。該準則第 4 條第 9 款則規定公開收購說明書之內容應記載公司公開收購之決議及合理性意見書；該準則第 13 條複又針對合理性意見書做出進一步之定義：「一、當公開收購人為自然人者，其獨立專家對於本次公開收購對價現金價格計算或換股比例之評價合理性意見書。二、公開收購人為公司者，其決議辦理本次收購之股東會或董事會議事錄及獨立專家對於本次公開收購對價現金價格計算或換股比例或其他財產之評價合理性意見書。」

## (二)獨立專家制度在不同併購型態中之應用

依據企業併購法第 4 條第 2 款之規定，併購可大致分為合併、收購與分割三種，各分類下又可依交易雙方之規模差距、交易金額大小等再細分為各種不同的併購型態。由於每個併購型態所潛藏的風險與影響範圍均有不同，相關法制規範與主管機關的監理態度亦有差異，因此，獨立專家制度在各種併購類型中所扮演的角色與重要性亦有些微不同。以下將針對不同併購型態獨立專家之運作情形做一說明。

### 1.合併

依企業併購法第 4 條第 3 款之規定，所謂的合併係指依企業併購法或其他法律規定參與之公司全部消滅，由新成立之公司概括承受消滅公司之全部權利義務；或參與之其中一公司存續，由存續公司概括承受消滅公司之全部權利義務，並以存續或新設公司之股份、或其他公司之股份、現金或其他財產作為對價之行為。其中依據交易雙方之規模差距與本身是否具有高度從屬關係，又可將合併分為一般合併、非對稱合併及簡易合併<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> 王絃如 (2011)指出，一般合併包括吸收合併與創設合併，用「一般合併」係為了與非對稱合併

## (1)一般合併

所謂一般合併係指非對稱合併及簡易合併外的合併型態，在交易雙方不具顯著差異的一般合併中，法制面規範以講求公平為核心，監理重點著重在保障債權人及股東權益上。依據規定，交易雙方簽完併購意向書、完成盡職調查評估且協商結束，進入締結契約階段前，須先依企業併購法第 6 條第 1 項之規定，委請獨立專家就併購對價之合理性出具意見，而後再將合理性意見書提報至董事會及股東會，併購案須經過股東會特別決議通過方才得生效(參見企業併購法第 18 條第 1 項到第 3 項；公司法第 316 條第 1 項到第 3 項)。亦即，在一般合併的情況下，由於影響層面廣泛，故無論是董事會或股東會，在進行併購事項決議時，均須提報獨立專家意見。實務上，獨立專家意見書多半會附隨在股東會召集通知或股東會議事手冊中，其中，股東會議事手冊依公司法第 177 條之 3 的規定必須公告；召集通知書公司法雖然未規定必須公告(除非有無記名股東)，但由於公開發行公司股東人數多，為了避免通知書寄發之疏漏導致程序瑕疵，公司通常除了單獨寄發召集通知書外，均會選擇於公開資訊觀測站公告之。故在一般合併的情況中，獨立專家意見書係開放性的資訊，除了公司董事、股東外，一般大眾亦可得知。

## (2)非對稱合併

所謂非對稱合併(whale-minnow merger)係指交易雙方規模懸殊之合併案。此時對於規模較大的公司而言，此交易對債權人、股東之影響可能極為微小，因此為了降低併購成本，加快企業間整合腳步，國內企併主管機關在法制設計上，參考美、日兩國之做法，特別於企業併購法第 18 條第 6 項獨立出簡化的合併程序，其規定如下：「存續公司為合併發行之新股，未超過存續公司已發行有表決權股份總數之百分之二十，且交付消滅公司股東之現金或財產價值總額未超過存續公司淨值之百分之二者，得作成合併契約，經存續公司董事會以三分之二以上董事

---

及簡易合併做區隔，此名詞非法定用語。

出席及出席董事過半數之決議行之，不適用第一項至第四項有關股東會決議之規定。但與存續公司合併後消滅之公司，其資產有不足抵償負債之虞者，不適用之。」

亦即，當合併交易符合非對稱合併之定義時，該合併案經存續公司董事會通過後，無須再經過股東會特別決議通過即可進行，因此企業併購法第 6 條第 1 項但書亦規定，無須召開股東會決議併購事項者，其獨立專家所出具之合理性意見書得不提報股東會。因此，當合併類型為非對稱合併時，除非存續公司有因合併案而發行新股須提備公開說明書<sup>4</sup>，否則獨立專家對合併對價所出具之合理性意見將成為不公開資訊，一般大眾及股東無法獲得此資訊。

應注意的是，非對稱合併的簡化程序僅適用於存續公司，對於消滅公司而言此項合併係屬於一般合併，仍應踐行一般合併之所有程序，故消滅公司之獨立專家合理性意見書，必須依規定提報至董事會及股東會。

### (3) 簡易合併

所謂簡易合併，係指高度控制關係之母子公司間之合併。依據企業併購法第 4 條第 7 款之定義，所謂的母公司係指直接或間接持有他公司已發行有表決權之股份總數或資本總額超過半數之公司，而子公司則係被持有者。至於高度控制關係，則依據企業併購法第 19 條第 1 項之規定，係指母公司持有子公司已發行股份百分之九十以上者。當母公司持有子公司已發行股份百分之九十以上時，兩家公司之合併實質上係屬於集團間的資源整合，故為了簡化程序、提升整合效率與降低成本，企業併購法第 19 條規定簡易合併時，該合併案僅需經雙方董事會以特別決議通過即可，交易雙方均無須再召開股東會進行決議。

簡易合併案中，由於交易雙方均無須召開股東會決議併購事項，故有企業併購法第 6 條第 1 項但書之適用，雙方之獨立專家合理性意見書均無須提報至股東

---

<sup>4</sup> 參見公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則第 25 條第 3 款規定，當公司因併購而發行新股時，必須於公開說明書中記載「獨立專家對本併購案表示其換股比率合理性之意見書。」

會，又在簡易合併案中存續公司通常不會增資發行新股，故也不無須提備公開說明書給投資人查詢，故在簡易合併案中，交易雙方之獨立專家合理性意見書僅須提報至董事會，為內部不公開之資訊。

事實上，當母公司持有子公司已發行股份超過百分之九十時，兩公司之合併就如同公司內部部門間整併一般，對債權人及股東的影響甚微，此時，是否應該要求公司額外花費成本聘僱獨立專家即有疑義。經濟部<sup>5</sup>、金管會<sup>6</sup>曾對此作以函令解釋，其認為，企業併購法第 19 條關於簡易合併得不經股東會決議之規定，並未排除同法第 6 條第 1 項規定，故除了母公司合併百分之百持有子公司之例外情形外，公開發行股票公司於召開董事會決議簡易合併案前，仍應委請獨立專家就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性表示意見。

## 2.收購

依照企業併購法第 4 條第 4 款之規定，所謂的收購係指公司依企業併購法、公司法、證券交易法、金融機構合併法或金融控股公司法規定取得他公司之股份、營業或財產，並以股份、現金或其他財產作為對價之行為。由上可知，收購依其

---

<sup>5</sup> 經濟部商業司 2004 年 5 月 27 日經商字第 09302070570 號：「查企業併購法第十九條係規定，公司進行簡易合併時得不經股東會決議而逕依各公司董事會特別決議行之。並未排除同法第六條第一項規定，公開發行股票公司於召開董事會決議併購前，應委請獨立專家就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性表示意見之適用。(節錄)」

<sup>6</sup> 金管會證期局 2008 年 3 月 7 日證期一字第 0960001777 號：「簡易合併持股 99% 子公司仍需委請獨立專家本局 93 年 8 月 16 日證期一字第 0930130304 號函釋：『有關公司依企業併購法第 19 條規定辦理簡易合併其百分之百投資之子公司就是否應委請獨立專家就換股比例或配發股東現金或其他財產之合理性出具意見乙節，參酌財團法人中華民國會計研究發展基金會 91 年 8 月 22 日基秘字第 243 號函及 91 年 8 月 22 日基秘字第 244 號函對類同此種合併案件之會計處理解釋，其精神係認定類屬同一集團間之組織重整，而不適用於一般合併之相關購買法或權益結合法之會計處理，故僅為存續公司帳列長期投資科目與其他資產負債等科目之調整，應無涉及換股比例約定或配發股東現金或其他財產之行為，依此，委請專家對換股比例等合理性表示意見似尚無實益。』故公司依企業併購法第 19 條規定簡易合併持有 99% 之子公司，應無本局前揭函令規定之適用。」

收購標的又可分為股份、營業或財產之收購，其中營業或財產之收購主要包括企業併購法第 27 條第 1 項之概括承受與受讓、公司法第 185 條第 1 項第 2 款之營業讓與及受讓、企業併購法第 28 條第 1 項之母子公司之營業或財產讓與，而股份的收購則主要包括證券交易法第 43 條之 1 以下之一般公開收購、公司法第 156 條第 8 項之股份交換、企業併購法第 4 條第 5 款之股份轉換。

### (1)營業讓與及受讓、概括讓與及承受

依照公司法第 185 條第 1 項第 2 款之規定，所謂的營業讓與(business assignment)及營業受讓(business acceptance)係指讓與公司讓與全部或主要部分之營業或財產給受讓公司。而企業併購法第 27 條第 1 項所稱之概括讓與(general assignment)及概括承受(general acceptance)則係指讓與公司將其全部營業或財產讓與受讓公司，由受讓公司概括承受資產及負債，讓與公司則應辦理解散及清算程序(王志誠 2005)。營業讓與與概括讓與兩者之差異在於營業讓與未必會發生受讓公司概括承受資產及負債之問題，且讓與公司亦未必會辦理解散及進行清算程序。

在企業併購的法制程序上，營業讓與及受讓或概括讓與及承受之相關規範係規定於企業併購法第 27 條第 1 項中，兩者均須經股東會特別決議通過後方可進行，顯示立法者認為營業讓與及概括讓與對公司及股東的影響與一般合併案一樣，故給予相同規範。然而，在獨立專家制度方面，兩者間卻有差別規範之疑義(王絃如 2011)。依據企業併購法第 6 條之規定，公司在決議併購事項前須請獨立專家出具合理性意見的客體為「換股比例或配發股東之現金或其他財產」或分割案件中「分割後受讓營業或財產之既存或新設公司發行新股之價格及所受讓營業或財產價值」，從文義上來看，一般營業讓與或概括讓與所受讓的「營業或財產」似乎不在上述規範範圍內，如此一來，是否表示一般營業讓與或概括讓與就不需適用獨立專家制度則產生疑義。對此，有認為依照文義解釋及目的性解釋，企業

併購法第 6 條並沒有排除任何併購類型之適用，且營業讓與及概括讓與之標的為「公司全部或部分之營業或財產」，相較於分割之標的僅需「得獨立營運之營業」要大得多，對公司影響也較大，故依照舉輕明重之法理，營業讓與及概括讓與之標的更有委請獨立專家出具合理性意見之需求(王絃如 2011)，故有學者認為企業併購法第 6 條之評價客體漏未規定營業讓與及概括讓與之標的，係屬法律漏洞，一般營業讓與及概括讓與案應類推適用企業併購法第 6 條之規定委聘獨立專家針對讓與標的之價值出具合理性意見。(王志誠 2005)

## (2)母子公司之營業或財產讓與

企業併購法第 28 條係母子公司之營業或財產讓與之相關規範，所謂的母子公司之營業或財產讓與(又稱脫殼法之營業受讓，ecdysis business acceptance)係指公司之子公司收購公司全部或主要部分之營業或財產，且符合(1)該子公司為公司百分之百持有；(2)子公司以受讓之營業或財產作價發行新股予該公司；(3)該公司與子公司已依一般公認會計原則編製合併財務報表三項要件者。由於在母子公司之營業或財產讓與中，子公司已經是母公司百分之百持有之公司，故其性質如同前述之簡易合併一般，實質上為公司內部之組織調整，因此，為了簡化程序、降低成本，在母子公司之營業或財產讓與案中，僅需通過讓與公司(即母公司)之董事會通過即可，受讓公司(子公司)之董事會、交易雙方之股東會決議等程序均可省略。由於母子公司間之營業讓與屬於營業讓與的一種，所以是否有獨立專家制度之適用同本研究上段所述本身即有疑義，然而，即使使用類推適用之法律解釋委聘獨立專家就讓與標的出具合理性意見，由於此類型之併購案僅須通過讓與公司之董事會決議，故獨立專家之意見仍為公司內部資訊。

## (3)一般公開收購

雖然企業併購法並未針對一般公開收購有特殊規定，但依照企業併購法第 4 條第 4 款之定義，證券交易法第 43 條之 1 下之一般公開收購，亦屬於企業併購

法所稱之收購類型。公開收購因收購股份數量之不同又分為簡易公開收購與強制公開收購，但獨立專家制度在兩者的應用上並無不同。

在公開收購案中，雖然決定是否參與應賣的權利掌握在股東自己手上，但為了使公開收購人充分揭露公開收購資訊，並使應賣人得以了解公開收購相關事宜，證券交易法第 43 條之 4 第 1 項規定，無論是簡易公開收購還是強制公開收購，公開收購人除依第 28 條之 2 規定買回本公司股份者外，應於應賣人請求時或應賣人向受委任機構交存有價證券時，交付公開收購說明書。

依公開收購說明書應行記載事項準則第 4 條第 9 款則之規定公開收購說明書之內容應記載公司公開收購之決議及合理性意見書。該準則第 13 條複又針對合理性意見書做出進一步定義如下：「一、當公開收購人為自然人者，其獨立專家對於本次公開收購對價現金價格計算或換股比例之評價合理性意見書。二、公開收購人為公司者，其決議辦理本次收購之股東會或董事會議事錄及獨立專家對於本次公開收購對價現金價格計算或換股比例或其他財產之評價合理性意見書。」亦即，雖然一般公開收購主要規範於證券交易法中，但獨立專家制度在一般公開收購案中仍有適用，且為公開之資訊。

#### (4) 股份交換與股份轉換

股份交換與股份轉換雖均符合企業併購法第 4 條第 4 款收購之定義，但概念不完全相同。股份交換依公司法第 156 條第 8 項之規定，係指公司設立後發行新股作為受讓他公司股份之對價之行為，而股份轉換則依企業併購法第 4 條第 5 款之定義，係指公司經股東會決議，讓與全部已發行股份予他公司作為對價，以繳足公司股東承購他公司所發行之新股或發起設立所需之股款之行為<sup>7</sup>。

---

<sup>7</sup> 嚴格來講，股份交換與股份轉換之間並無絕對的包含關係，即股份交換不屬於股份轉換之一種，股份轉換也不能稱為股份交換之一種。兩者的相似之處在於，均係以自己公司之股份交換他公司之股份，只是股份轉換其中一間公司所受讓者係為他公司全部之股份，若單從此點看股份轉

併購程序上，股份交換依公司法第 156 條第 8 項之規定交換雙方僅需經過董事會特別決議通過即可，而股份轉換依企業併購法第 29 條第 1 項之規定讓與全部股份之一方必須經由股東會特別決議通過後才得進行，兩者之間有所不同<sup>8</sup>。獨立專家制度方面，由於兩者均屬於收購行為之一種，故有企業併購法第 6 條第 1 項之適用，轉換或交換雙方均須委聘獨立專家針對換股比例出具合理性意見書。不同之處在於股份交換案只須董事會特別決議通過即可，故獨立專家合理性意見書不需提報至股東會，但因股份交換案中通常雙方均會以發行新股之方式承購他方之股份，故仍須於公開說明書上揭露獨立專家意見之資訊。至於股份轉換，讓與全部股份之一方因須通過股東會特別決議，故獨立專家意見書須提報至股東會，亦會記載於股東會議事手冊中，屬於公開資訊，至於發行新股或新設公司受讓他方全部股份之一方，則由於有新股之發行，故亦需在公開說明書上揭露獨立專家意見之資訊，因此，獨立專家意見仍屬於公開之資訊。

### 3.分割

依據企業併購法第 4 條第 6 款之定義，所謂的分割係指公司依企業併購法或其他法律規定將其得獨立營運之一部或全部之營業讓與既存或新設之他公司，作為既存公司或新設公司發行新股予該公司或該公司股東對價之行為。

併購程序方面，依據企業併購法第 32 條第 1 項及第 2 項之規定，被分割公

---

換似乎為股份交換之一種(實務上許多股份轉換案亦同時符合股份交換之定義)。然而，因股份轉換中讓與公司全部股份所承購之標的除了增資發行的新股外，尚包含他公司發起設立所需之股款，此點與股份交換中僅得交換他公司設立後增資發行之新股有所不同，故股份轉換不能認做股份交換之一種。

<sup>8</sup> 當個案同時符合股份交換及股份轉換之定義時(即一方公司設立後發行新股作為受讓他公司全部股份之對價之行為)，因企業併購法係公司法之特別法，依特別法優於普通法之法理，有關併購之事項，應優先適用企業併購法，企業併購法未規定者方才適用公司法規定，故當個案同時符合股份交換及股份轉換之定義時，應優先適用企業併購法中股份轉換之規定，受讓全部股份之公司必須經過股東會特別決議之程序方可進行(參見經濟部商業司2002年5月1日商字第09102077120號函釋)。

司之分割計畫須經過股東會特別決議通過後才得開始進行，因此企業併購法第 6 條第 1 項及第 2 項之獨立專家意見書，須提報至股東會且應記載於股東會議事手冊中；至於受讓公司，因其必須發行新股做為支付受讓標的的對價，新股與受讓營業之價值比例合理性意見書亦須於公開說明書中記載，因此，在分割案中，獨立專家意見書為一公開之資訊。



## 第二節 相關實證研究探討

本節探討獨立專家制度之相關實證文獻，以作為假說發展之基礎。由於目前國內在獨立專家制度方面之研究均偏向法制面之比較分析(黃銘傑 2003；陳介山 2005；陳傳毅 2010；王絃如 2011)，尚無實證研究之文獻，因此關於獨立專家之功能與選擇等議題之相關實證研究結果，多以歐美國家之相關文獻為主。

獨立專家制度雖起源於歐美，但該制度在各國之規定與名稱都有些許不同。美國法院在實務判決中將其稱為「公平意見制度」，在德國稱為「檢查人制度」或「審查人制度」(林悟玄 2008)，在歐盟稱做「專家制度」，而我國則配合企業併購法第 6 條，統一稱為「獨立專家制度」。歐盟或德國的獨立專家制度有較詳細之規定，如在歐盟指令(EU Directives)中，就獨立專家之選任、人數、權利、義務、責任等均有具體明確之規定，且將獨立專家之聘僱列為法定義務，專家之選任也必須通過法院或主管機關之核准。相對地，美國之公平意見制度則係由法院實務發展而來，非為法定強制義務，關於獨立專家之選任與責任及出具公平意見之範圍，均無特殊限制。我國雖採類似於歐盟之規定，將獨立專家之委聘列為法定義務，但對於獨立專家之選任資格、權利及義務等，卻較接近美國之制度，並無特別限制與規範。以下針對獨立專家之功能與選擇之探討，均以美國之相關文獻為主。

在美國，併購時所聘僱之外部專家主要稱為「財務顧問」(financial advisor)，實務上財務顧問的角色多半由投資銀行擔任。在美國的企業併購過程中，從標的公司之選擇、代表公司進行談判協商、為公司進行實地查核、財務分析到提供對價建議並出具公平意見，財務顧問均全程參與。綜合相關文獻，財務顧問在併購過程中所能發揮的功能，雖然文獻上用詞並不一致，但整體而言，可概括分為下列五大假說：

### 一、協尋標的假說

Bowers and Miller (1990)最早提出「協尋標的假說」(better merger hypothesis)的概念。該假說認為，在併購的過程中參與併購之主體能透過財務顧問的協助，找到更好的併購標的或競價者。研究結果發現，整體而言，聘僱高聲譽財務顧問之主併及被併公司，其併購後股東異常報酬較未聘僱財務顧問者或聘僱非高聲譽財務顧問者為高。該研究結果支持協尋標的假說，表示財務顧問能夠更有效地磋商適當的交易。

Kale et.al (2003)以 1981 至 1994 年間美國 390 件收購案為樣本，實證不同聲譽之財務顧問，對收購案主併及被併公司股東異常報酬之影響。該研究以財務顧問在併購市場之市場佔有率作為衡量財務顧問聲譽之標準。其研究結果發現，收購案之整體股東異常報酬(主併公司與被併公司之總和)與主併及被併公司所聘財務顧問之聲譽呈正向關係。顯示當參與併購之雙方均聘僱市場佔有率較高之財務顧問時，能有效磋商適當的交易，使收購案之整體股東異常報酬升高，研究結果支持協尋標的假說。

## 二、談判力假說

Bowers and Miller (1990)之研究除了提出前述協尋標的假說外，另提出「談判力假說」(bargaining power hypothesis)的概念。該項假說認為，由於財務顧問有豐富之經驗、專業性及交涉技巧，因此可以幫助客戶在併購談判過程中獲得較多利益。研究結果發現，聘僱不同聲譽等級之主併及被併公司間之股東異常報酬並未呈顯著差異，不支持談判力假說。

Kale et al. (2003)的研究中除了實證協尋標的假說外，同樣以 1981 到 1994 年間美國之 390 件收購案為樣本，實證談判力假說是否能在收購案樣本中獲得支持。該研究以相對聲譽(relative reputation)的概念，探討主併與被併公司聲譽差距對雙方股東異常報酬的影響。研究結果發現，當主併公司財務顧問之聲譽相對於被併公司財務顧問較高時，主併公司之股東異常報酬亦會較高，研究結果支持談

判力假說。

### 三、交易促成假說

Rau (2000)以 1980 年到 1994 年間之合併與收購案為樣本，將財務顧問依評價市場佔有率分為三種層級，藉由實證財務顧問之市場佔有率與交易完成率及交易後股東異常報酬間之關係，探討影響財務顧問市場佔有率之因素。該研究提出優良交易促進假說(superior deal hypothesis)及交易促成假說(deal completion hypothesis)。前項假說認為影響財務顧問市場佔有率之原因，主要為其過去客戶之股東異常報酬率，即有較高市場佔有率之財務顧問，係透過提升客戶之股東異常報酬來維持自己的聲譽；後項假說則認為，高市場佔有率之財務顧問，為了維持其市場佔有率與賺取或有公費，會盡量協助客戶完成所有交易，不會考慮交易本身能為市場帶來的價值，因此，影響財務顧問市場佔有率之原因，主要為交易之完成率。研究結果發現，財務顧問之市場佔有率與交易完成率間呈正向關係，支持交易促成假說；但財務顧問之市場佔有率與併購案之股東異常報酬間卻無顯著關聯性，不支持優良交易促進假說。

Kisgen et al. (2009)以 1984 年至 2003 年美國之 1509 件併購案為樣本，以公司特性及交易特性對是否聘僱財務顧問出具公平意見書的影響、公平意見書之有無對併購交易結果之影響及財務顧問類型對併購交易結果之影響，探討財務顧問是否具有訴訟防免功能及交易促成功能。在交易促成功能方面，研究發現，當主併公司選擇聘僱財務顧問出具公平意見書時，併購案之交易完成率會較高、併購溢價亦會較低，顯示財務顧問所出具之公平意見書能夠協助主併公司完成交易或降低成本，具有交易促成功能。

### 四、訴訟防免假說

美國의 法院實務上之一重要判決，促使「訴訟防免假說」(legal protection

hypothesis)之形成。該項假說之起源，主要來自於 1980 年所發生的 Smith v. Van Gorkom 一案。在該案中由於被併公司 Trans Union 之董事會在進行併購決議時，並未徵詢及參考外部專家之意見，因而被法院認為有董事注意義務之違反，判決敗訴<sup>9</sup>。自該案後，美國學者多主張當董事會欲作成併購決策時，應徵求外部獨立專家之意見，而實務上，公司亦多會徵求財務顧問(投資銀行)之公平意見，以增加董事會決策受經營判斷法則保護之可能性(Bowers and Latham 2004)。自此之後，公平意見制度已成為每一個重要的公司併購交易中，必須且重要的部分，當董事們在進行具有潛在利益衝突的決策時，均會尋求財務專家之建議與同意(Shaw and Gac 1995)。

Bowers (2002)為了驗證在 Smith v. Van Gorkom 一案後，被併公司的決策單位是否會更傾向聘僱財務顧問出具公平意見，以 1980 年到 1999 年間併購案之被併公司為樣本，觀察其財務顧問之聘僱行為。研究結果顯示，在 Smith v. Van Gorkom 後，被併公司聘僱財務顧問的比例並無明顯增加，並不支持訴訟防免假說。

Bowers and Latham (2004)，同樣欲研究在 Smith v. Van Gorkom 判決過後的併購案中，公司聘僱財務專家之行為，但該研究將研究範圍擴大到主併及被併公司。研究結果顯示，被併公司聘僱財務顧問出具公平意見書的比例如 Bowers (2002)之研究結果，並無明顯增加；但在主併公司方面，聘僱財務顧問出具合理性意見書的比例卻有顯著增加，表示主併公司之決策單位為了避免事後遭受注意義務缺失之質疑，對外部專家所出具之合理性意見書之需求有提高之趨勢，間接

---

<sup>9</sup> 相關原文如下：： Board of directors' collective experience and sophistication was insufficient basis for finding that it reached its desition to approve proposed merger with informed, reasonable deliberation, where directors' reliance on both premium over market price for shares and market test of fairness of offer were unfounded, and board lacked any advance notice of its proposal, deliberations were short, and directors did not consult with their investment banker or obtained fairness opinion prior to approving merger.

證實了財務顧問之訴訟防免功能。

Kisgen et al. (2009)之研究除了探討公平意見書之交易促進功能外，亦探討公平意見書之訴訟防免功能。該研究以董事會規模、董事會獨立性及董事長與總經理是否為同一人衡量公司特性，並以主併與被併公司相對規模、交易金額大小、對價支付工具(現金或股份)、產業同一性等變數衡量交易特性，探討公司特性及交易特性對是否聘僱財務顧問出具公平意見書的影響，實證財務顧問是否具有訴訟防免功能。實證結果顯示，在主併公司方面，在董事會規模較小、董事會獨立性較高、交易規模越大或以股份做為併購對價時，公司會較傾向聘僱財務顧問出具公平意見，顯示當因公司特性或交易特性使併購案代理成本升高時，公司之訴訟防免需求較高，故會較傾向聘僱財務顧問出具公平意見。

## 五、認證假說

訴訟防免假說之所以存在，係因為法院認為由外部財務專家所出具之意見書較為客觀及專業，而這份客觀又專業的「公信力」便為「認證假說」(certification hypothesis)的內涵。

Thomas (1995)以 1988 年至 1990 年間美國之 622 家被併公司及 627 家主併公司為併購樣本，以機構投資人持股比率、大股東持股比率及內部人持股比率衡量公司股權結構，並以交易規模、公司規模、負債比率、對價支付工具(現金或股份)、主併與被併公司相對規模及交易雙方之併購經驗作為控制變數，研究分析公司股權結構對財務顧問聘僱之影響。該研究認為機構投資人對於代理問題較為敏感，為了避免產生利益衝突之併購交易，機構投資人對併購案件認證服務的需求會特別高。實證結果發現，當機構投資人持股比率較高時，公司會傾向聘僱聲譽較佳之財務顧問，證實了財務顧問具有解決代理問題之認證功能。

Servaes and Zenner (1996)以 1981 年至 1982 年間美國 297 件併購案為樣本，提出財務顧問可能具有降低交易成本(transaction cost hypothesis)、降低交易雙方

資訊不對稱 (asymmetric information hypothesis) 及降低主併公司代理成本 (contracting hypothesis) 功能等三大假說，以是否為敵意併購、對價支付方式(現金或股份)、主併公司的併購經驗、交易規模、是否有其他競價者等變數衡量併購交易成本，以主併與被併公司是否屬於相關產業、被併公司之多角化經營程度、併購類型(股份收購或資產收購)衡量交易雙方之資訊不對稱程度，並以內部人持股、董事會獨立性、交易大小、併購類型等變數衡量主併公司之代理成本，探討影響公司聘僱投資銀行做為財務顧問之因素。實證結果發現，影響公司聘僱投資銀行做為財務顧問之因素主要與交易成本及代理成本大小有關。該研究發現在敵意併購、主併公司併購經驗低、資產收購、以現金為對價、被併公司多角化程度高、主併公司內部人持股比率低等資訊不對稱問題較嚴重，代理成本高之併購案中，企業選擇聘僱投資銀行作為財務顧問的機率較高，證明了投資銀行作為財務顧問時具有認證功能，能夠降低公司的代理成本。

Allen et al. (2004)以美國 1995 年至 2000 年上市(櫃)公司間之 488 件併購案為樣本，將財務顧問分成商業銀行、一級投資銀行及二級投資銀行三類，透過研究公司併購宣告後之短期股東異常報酬與財務顧問身分之關聯性，探討在利益衝突之干擾下，以商業銀行做為財務顧問所能發揮之淨認證功能，相較於投資銀行是否有差異。研究發現，當被併公司聘僱與其有債權債務關係之商業銀行做為財務顧問評價公司價值時，併購事件宣告之短期股東異常報酬會較一般投資銀行組高，顯示具有借貸關係之商業銀行做為被併公司財務顧問時，因為商業銀行能掌握較多外界不易知悉之被併公司的資訊(被併公司通常規模較小，資訊較不透明)，故能夠發揮所謂的「銀行認證功能」(bank certification effect)，較傳統投資銀行更具有認證交易之效果。然而，在主併公司方面，則未發現商業銀行與投資銀行做為財務顧問，對併購短期股東異常報酬有顯著關聯，該研究認為，其原因可能在於主併公司在併購過程中有潛在融資需求，因此，商業銀行做為財務顧問時，可能會基於未來商業利益之考量而喪失獨立性，影響其認證功能。

Chen and Sami (2010)以 1997 年至 2003 年美國之 772 件併購案為樣本，探討影響主併公司聘僱財務顧問出具公平意見之因素及公平意見之出具與主併公司股東異常報酬之關聯性。該研究延續 Servaes and Zenner (1996)及 Bowers and Latham (2004)之研究，提出公平意見書可能具有降低法律風險(litigation risk hypothesis)、降低資訊不對稱(information asymmetry hypothesis)及降低主併公司代理成本(contracting cost hypothesis)功能等三大假說。以主併公司是否屬於高風險產業衡量主併公司之法律風險，以交易雙方是否屬於相關產業及被併公司之多角化經營程度衡量交易雙方之資訊不對稱程度，以主併公司之經理人持股比率及規模衡量主併公司之代理成本，並納入機構投資人持股、主併與被併公司相對規模、交易工具(現金或股份)、敵意併購之控制，探討影響主併公司聘僱財務顧問出具公平意見書之因素。實證結果發現，在研究變數方面，當主併公司屬於高風險產業、被併公司多角化經營程度較高、主併公司規模較小時，主併公司較傾向聘僱財務顧問出具公平意見書。而在控制變數方面亦發現，主併與被併公司相對規模及現金對價分別對公平意見書之出具有正向及負向之影響。上述實證結果證明財務顧問所出具之公平意見書具有降低法律風險、交易雙方資訊較不對稱及主併公司代理成本之功能，支持該研究所提出之三大假說。

綜合上述，國外相關研究提出協尋標的(Bowers and Miller 1990；Kale et al. 2003)、談判力提升(Bowers and Miller 1990；Kale et al. 2003)、交易促成(Rau 2000；Kisgen et al. 2009)、認證(Thomas 1995；Servaes and Zenner 1996；Allen et al. 2004；Chen and Sami 2010)及訴訟防免(Bowers 2002；Bowers and Latham 2004；Kisgen et al. 2009)等五大假說，探討併購財務顧問之功能，並發現公司內部人持股比率、機構投資人持股比率、董事會規模、董事會獨立性、公司所屬產業等公司特性，及敵意併購、主併公司併購經驗、併購型態(資產收購或股份收購)、對價支付方式(現金或股份)、被併公司多角化程度高低等交易特性與財務顧問之聘僱或公平意見書之購買間具有關聯性。

## 第三章 研究方法

### 第一節 研究假說

國外相關研究發現併購財務顧問具有協尋標的(Bowers and Miller 1990; Kale et al. 2003)、談判力提升(Kale et al. 2003)、交易促成(Rau 2000; Kisgen et al. 2009)、認證(Thomas 1995; Servaes and Zenner 1996; Allen et al. 2003)及訴訟防免(Bowers 2002; Bowers and Latham 2004; Kisgen et al. 2009)等五大功能。然而，基於國情與制度上之不同<sup>10</sup>，上述五大功能中，屬於併購前期顧問服務之協尋標的功能及談判力功能，恐不適用於我國制度。而訴訟防免、認證、交易促成等功能是否可推論適用於我國獨立專家制度，則為本研究之實證議題。

由於訴訟防免、認證及交易促成等三大功能，均有消極認證交易係「公平」且「無弊端」之內涵，故本研究參酌我國制度之設計與立法緣由，將上述三功能整合為「消極認證功能」，再根據我國制度特性提出獨立專家可能尚具有預測併購綜效之「積極認證功能」，將我國獨立專家可能發揮之功能分為消極認證功能與積極認證功能，並依此發展相關研究假說。以下分別就這兩大功能及其相關假說作一說明。

#### 一、消極認證功能

企業對於獨立專家之需求，來自於併購過程中各利害關係人間資訊不對稱所

---

<sup>10</sup>在美國的企業併購過程中，從標的公司之選擇、代表公司進行談判協商、為公司進行盡職調查評估、財務分析到提供對價建議並出具公平意見，財務顧問均全程參與。反觀我國制度，則是至併購雙方議價完畢後，在董事會議決之前，才委請會計師或證券承銷商以獨立專家身分對於併購價格出具覆核意見。因此，在我國併購實務中，協助企業進行策略規劃之併購顧問與出具合理性意見之獨立專家通常係屬不同人，獨立專家不參與盡職調查評估或其他併購過程，只在最後以公開的財務資訊及公司經營者提供的資訊，對併購對價進行分析，判斷併購對價是否合理。

造成的資訊風險，當各利害關係人間存有嚴重之利害衝突而使資訊風險加重時，企業可能必須付出龐大的代理成本解決利益衝突所造成的代理問題。因此，當進行併購活動之公司其代理成本較高時，企業會更需要一位獨立、客觀且專業之第三者作為外部公司治理機制，為併購提供合理性之認證，以解決代理問題，降低代理成本。此種旨在消極認證交易係「公平」且「無弊端」之認證功能，本研究將之稱為「消極認證功能」。

本研究所稱之消極認證功能涵蓋國外相關研究提出之認證、訴訟防免及交易促成等功能。本研究認為，訴訟防免功能與交易促成功能係認證功能之間接效果。亦即，當獨立專家制度作為外部公司治理機制，具有消除各利害關係人對併購交易之疑慮、降低利害關係人監控公司之代理成本發揮外部公司治理功能時，必能同時對公司決策單位提供訴訟防免的保護傘，並促進交易完成、提升交易的成功率，故不必將訴訟防免功能與交易促成功能予以獨立。本研究從獨立專家之選擇出發，並預期對消極認證功能有較高需求之企業，會傾向選擇較具消極認證功能之獨立專家，以了解我國獨立專家制度是否具有消極認證功能。

針對具有較佳消極認證功能之獨立專家特性而言，Thomas (1995)認為，機構投資人對併購案件認證服務的需求會特別高，該研究透過公司股權結構對財務顧問聘僱影響之關聯性研究，證實了當機構投資人持股比率較高時，會傾向聘僱聲譽較佳之專家；Rau (2000)、Kale et al. (2003)等研究則發現，由聲譽較高且較有經驗之獨立專家出具合理性意見時，對於併購案之成功率及股東財富均有正向影響。綜合上述，聲譽較高、經驗較豐富之獨立專家其所能發揮的消極認證功能較好。

Servaes and Zenner (1996)、Chen and Sami (2010)對獨立專家消極認證功能有較高需求之公司特性作探討，研究發現，在敵意併購、主併公司併購經驗低、資產收購、以現金為對價、被併公司多角化程度高、主併公司內部人持股比率低等資訊不對稱問題較嚴重，代理成本高之併購案中，企業選擇聘僱投資銀行作為財

務顧問的機率較高。而 Thomas (1995)則發現，機構投資人對於代理問題較為敏感，故當主併公司機構投資人持股比率較高時，公司越會傾向聘僱財務顧問。與獨立專家選擇相近的會計師選擇研究，亦發現代理成本較高之公司，會傾向引進較具聲譽之會計師，作為監督或約束機制(Defond 1992；Craswell, Francis, and Taylor 1995)。

綜合上述，本研究認為分析併購案代理成本與不同聲譽之獨立專家的選擇，應能驗證我國獨立專家制度是否具有消極認證功能。由於併購案的代理成本同時受到公司特性(Thomas 1995；Servaes and Zenner 1996；Chen and Sami 2010)及交易特性(Servaes and Zenner 1996；Kisgen et al.2009；Chen and Sami 2010)的影響，故本研究進一步將可能影響獨立專家選擇之的因素分為公司特性與交易特性。

#### (一)公司特性與獨立專家之選擇

在公司特性方面，影響公司代理成本的因素可拆分為三大類，分別為財務結構、股權結構及內部公司治理機制。

在財務結構方面，Francis and Wilson (1988)研究發現，當公司的財務槓桿操作風險較高時，債權人與股東間之代理成本通常也會較高，債權人為了確保自己的債權會付出鉅額的監控成本監管公司經營。Ashbaugh and Warfield (2003)從審計理論的角度分析，研究發現負債比率高的公司，為降低債權人與股東間之代理成本，會主動引進會計師等外部公司治理機制強化其財務資訊的公信力。本研究認為當公司面臨併購決策時，債權人與股東間之代理成本若較高，將影響其併購融資成本。因此，本研究參考上述研究，以負債比率作為衡量公司財務風險之代理變數，並預期我國獨立專家制度若具有消極認證功能，為了降低代理成本，公司應會傾向選擇較具聲譽之獨立專家，形成研究假說 H1-1a：

**H1-1a：財務風險較高之公司，會較傾向選擇高聲譽之獨立專家。**

在股權結構方面，本研究參考 Brickley, Lease, and Smith (1988a)之研究將公司股權結構特性分為外部大股東持股、機構投資人持股、董監持股及控制權與盈餘分配權偏離程度，探討股權結構特性對獨立專家選擇決策之影響。

在內部人持股方面，依據 Jensen and Meckling (1976)所提出之利益收斂假說 (convergence-of-interest hypothesis)，當管理者持股比例愈高時，因管理者與外部股東利益趨於一致，代理問題不嚴重，因而有較大的誘因增進公司的經營績效 (Oswald and Jahera 1991、Hudson, Jahera, and Lloyd 1992、Yermack 1996)。然而，另一方面 Jensen and Ruback (1983)則提出「利益掠奪假說」(conflict of interest hypothesis)，認為董事會為了保障其職位之安全性，而利用其投票權進行一些反接管行為，例如否決對股東有利的合併提案，或阻礙可使公司股價上升的股權收購行動。Brickley et al. (1988a)的研究即發現當內部人持股比率越高時，無論決策方案是否會增加公司價值，內部大股東均最支持管理者決策，此結果顯示內部管理者持股愈多，代理問題愈嚴重。Morck、Shleifer and Vishny (1988)則發現內部人持股比率與公司經營績效之間並非純線性關係發現當內部人持股持股比例在 5% 以下時，兩者為正相關；當持股比例在 5% 至 25% 時，則成反向關係；但當持股比例高於 25% 時，則又恢復正相關。綜合前述，內部人持股與代理問題之關係由於同時受到正反兩種假說之影響，因此本研究不預期其對獨立專家選擇決策之影響方向，形成研究假說 H1-1b-1：

**H1-1b-1：公司之董監持股比率，與獨立專家之選擇存在關聯性。**

外部大股東及機構投資人方面，在利益衝突假說下，高持股之外部大股東與機構投資人較具有謀求私利之動機與能力，故容易做出反監督行為，降低公司績效 (Barnhart and Rosenstein 1998)，此時在不願受監督的動機下，外部大股東及機構投資人持股越高的公司可能越不願聘僱高聲譽的獨立專家。另一方面，效率監督假說則認為，外部大股東及機構投資人會擁有較多的資源與能力去監督與影響管理者的決策，以減少內部大股東對公司的掠奪 (Jensen 1993；Hart 1995)、撤換

不適任經理人(Salancik and Pfeffer 1980)並進而提升公司的經營績效與價值(Oviatt 1988 ; Pound 1988 ; Brickley et al.1988a ; McConnell and Servaes 1990)。

在效率監督假說下，外部大股東及機構投資人持股高低與獨立專家選擇間之影響方向並不明確，因為，當外部大股東與機構投資人本身已具備監督的能力時，公司就沒有必要再花費高額成本聘僱高聲譽之獨立專家達成外部監督效果；然而，若從另外一個角度切入，因外部大股東及機構投資人較具監督公司之能力與動機，故當聘僱高聲譽獨立專家為併購交易出具合理性意見書能消除市場對併購案的疑慮、提升交易效率時，站在監督者的立場，外部大股東與機構投資人會較支持公司聘僱高聲譽獨立專家，如 Thomas (1995)即發現當主併公司機構投資人持股比重較高時，公司較會傾向聘僱財務顧問，並且會傾向聘僱聲譽較佳之財務顧問為其併購案出具合理性意見書。綜合上述，本研究不預期外部大股東及機構投資人持股對獨立專家選擇之影響方向，形成假說 H1-1b-2、H1-1b-3：

**H1-1b-2：公司之外部大股東持股比率，與獨立專家之選擇存在關聯性。**

**H1-1b-3：公司之機構投資人持股比率，與獨立專家之選擇存在關聯性。**

影響公司代理成本的股權結構因素中除了股權集中特性外，尚有因交叉持股所產生的控制權與盈餘分配權偏離特性。一般認為，若控制股東以金字塔結構(pyramid structure)或交叉持股(cross-holding)之方式擴張其控制權，進而導致盈餘分配權與控制權偏離時，容易發生掏空公司資產(Lemmon and Lins 2003)，並使公司價值降低之情形 (Claessens, Djankov, Fan, and Lang 2000)。本研究認為，當控制股東特意以交叉持股之方式擴張其控制權導致盈餘分配權與控制權分離時，公司的代理問題應較為嚴重，且此種代理問題是由掌握決策權的控制股東透過交叉持股所造成的，故本研究預期當公司控制權與盈餘分配權分離情況越嚴重時，基於反監督理論，公司應該不會傾向選擇較好的獨立專家。綜合上述，本研究形成研究假說 H1-1b-4：

#### **H1-1b-4：控制權與盈餘分配權偏離程度較高之公司，較不傾向選擇高聲譽之獨立專家。**

當公司之代理問題嚴重時，公司通常會導入內部公司治理機制，協助降低代理成本。因此當公司具有良好的內部公司治理機制時，公司可能就不會需要花費鉅額成本聘僱高聲譽獨立專家作為外部公司治理機制。然而，較佳的內部公司治理機制亦有可能對公司導入外部公司治理機制產生正向影響，即當公司具有較佳的內部公司治理機制時，為了公司長遠的發展，在成本許可的範圍內，治理單位可能會更有動機引進外部公司治理機制，試圖為公司建立一套更完整的公司治理機制，Kisgen et al. (2009)即發現當獨立董事比例越高時，公司會較傾向聘僱財務顧問為併購案簽發公平意見書。

本研究參考 Weisbach (1988)、Zahra and Pearce (1989)、Kisgen et al. (2009) 之研究以董事會規模及獨立董事比例作為衡量公司內部治理機制優劣之代理變數，認為當公司的董事會人數越多、獨立董事比例越高時，特定股東要控制董事會或公司經營的機會降低，內部公司治理機制較佳，代理成本也將較低。但如同前述，由於內部公司治理機制優劣與獨立專家選擇間之關係同時存有正向及反向之效果，故本研究不預期其影響方向。綜上所述，本研究形成研究假說 H1-1c-1 及 H1-1c-2：

**H1-1c-1：公司之董事會規模，與獨立專家之選擇存在關聯性。**

**H1-1c-2：公司董事會之獨立董事席次比率，與獨立專家之選擇存在關聯性。**

#### **(二)交易特性與獨立專家之選擇**

併購過程中，公司之代理成本除了受到公司特性影響外，亦會受到併購交易特性之影響。本研究進一步將交易特性分為併購溢價、主併與被併公司相對規模、交易規模及併購產業整合等四大類，探討交易特性對獨立專家選擇之影響。

在併購溢價方面，當併購本身之綜效受到懷疑或者溢價過高時，併購交易本身的爭議性較高，此時利害關係人必須付出更多的監控成本確認交易對價之合理性，而決策當局也將因此面臨圖利特定人之質疑而承受較高訴訟風險，故可推論當併購交易本身較具爭議性時，公司應會傾向選擇較具聲譽之獨立專家為其降低代理成本，並達到訴訟防免效果(Servaes and Zenner 1996；Kisgen et al. 2009)。因此，本研究形成研究假說 H1-2a：

**H1-2a：併購溢價較高之公司，會較傾向選擇高聲譽之獨立專家。**

當交易規模大或主併與被併公司規模相當時，併購交易本身對於主併與被併公司的影響均較深遠，併購後整合成本高、併購失敗的風險也高，此時，由較好的獨立專家出具報告，可發揮外部公司治理機制的功能，降低利害關係人間之代理成本，並且向市場釋放出正面消息，進而提高交易之成功率。若站在決策當局的立場，由於併購失敗風險高，故若選擇聘僱較好的獨立專家出具評價報告，獨立專家也能保護決策當局在事後不受到訴訟威脅。Servaes and Zenner (1996)、Kisgen et al. (2009)及 Chen and Sami (2010)均發現當交易規模較大時，主併公司會越傾向聘僱財務顧問為其出具公平意見報告。綜上所述，本研究形成研究假說 H1-2b-1、H1-2b-2：

**H1-2b-1：當主併與被併公司規模相當時，公司會較傾向選擇高聲譽之獨立專家。**

**H1-2b-2：當併購交易的規模較大時，公司會較傾向選擇高聲譽之獨立專家。**

企業併購就主併公司與被併公司所經營的產業是否相同，可分為三種型態，即水平併購、垂直併購及多角化併購。本研究認為，此三種併購方式，併購後所產生的整合風險均有不同，無法具體衡量出高低。但若從併購綜效的預期來看，多角化併購未來所產生的綜效應該是較難預測的，Servaes and Zenner (1996)即指出當主併公司與被併公司屬於不同產業時，資訊不對稱之程度將越高，因此，本研究認為基於降低資訊不對稱之需求，當併購交易屬於多角化併購時，公司會傾

向選擇較好的獨立專家出具評價報告。綜合上述，本研究形成假說 H1-2c：

**H1-2c：當併購交易屬於多角化併購時，公司會較傾向選擇高聲譽之獨立專家。**

## 二、積極認證功能

國外相關研究在探討獨立專家制度之消極認證功能時，均從併購公司選擇專家之角度出發，探討公司特性及併購交易特性對獨立專家聘僱決策之影響。然而，在併購案獨立專家選擇的議題上，並非只有公司在選擇專家，專家亦可能會選擇併購案，因為為併購案出具評價報告本身也存在風險，當專家為了維護其聲譽，而拒絕為某些風險較高的併購案簽發評價報告時，此種獨立專家的自我選擇行為，等於間接為市場釋放出警告訊息，將有助於市場排除不具綜效的併購交易。此種積極為交易本身成敗提供認證的效果，本研究稱之為獨立專家之積極認證功能。

應特別說明的是，獨立專家積極認證功能之形成主要與獨立專家之風險規避特性有關，與評價報告品質無關。本研究認為，「評價」行為因沒有特定標準且受到大量主觀判斷影響，故本身就帶有高度風險，縱使獨立專家已善盡注意義務與專業為併購案簽發評價報告，仍可能因評價品質難以衡量之因素，面臨質疑或訴訟，進一步損及聲譽。此種聲譽受損的風險是與併購案之成敗具有關聯性的，當併購案成功時<sup>11</sup>，縱使當初簽發之評價報告品質不佳，亦少有股東或債權人會提出異議，然而，一旦併購案失敗了，即使當初簽發的評價報告再公正客觀，都不免會面臨評價不公或評價失敗之質疑聲浪。因此，本研究認為獨立專家之積極認證功能係建立在獨立專家對併購案成敗的預期效果之上，當獨立專家預測併購案未來成功的機率較高時，才有可能為該併購案簽發評價報告。

獨立專家基於維護自身聲譽之動機，應會選擇成功率較高之併購案簽發評價報告。首先，究竟何種獨立專家其維護自身聲譽之動機會較強烈，承銷商與會計

---

<sup>11</sup> 在此所指之成功並非指客觀交易程序之完成，而係指併購後主併與被併公司之整合及綜效發揮成果。

師聲譽理論的相關研究結果應可作為參考，推論於併購獨立專家制度上。Puri (1999)、Chemmanur and Fulghieri (1994)的研究發現，當證券承銷商的聲譽越高時，其維護自身聲譽和保持自律的動機就越強；而在會計師聲譽理論方面，相關研究亦顯示高聲譽之會計師為確保準租之賺取，吸引客戶並收取較高之公費，會透過提升審計品質來維護其聲譽(Benston 1975；Klein and Leffler 1981；Francis and Wilson 1988)，因此，綜上所述，本研究認為高聲譽之獨立專家其維護自身聲譽之動機會較低聲譽之專家強烈。

再者，本研究認為，併購後是否能產生綜效，應是衡量併購案成敗最直接之方式，因此，當我國獨立專家制度具有積極認證功能時，高聲譽之獨立專家為了維護其聲譽，應會傾向選擇併購後綜效可能較高的併購案簽發報告。本研究參考林嬋娟與吳安妮 (1992)之研究將併購綜效分為營運綜效、財務綜效及市場綜效三大面向，作為觀察獨立專家對併購成敗預期的衡量標準，形成以下研究假說 H2-1、H2-2 及 H2-3：

**H2-1：由高聲譽獨立專家簽發報告之併購案，併購後能產生較佳之營運綜效。**

**H2-2：由高聲譽獨立專家簽發報告之併購案，併購後能產生較佳之財務綜效。**

**H2-3：由高聲譽獨立專家簽發報告之併購案，併購後能產生較佳之市場綜效。**

## 第二節 實證模型與變數衡量

### 一、獨立專家之消極認證功能

針對與消極認證功能驗證相關之假說，本研究參考 Thomas (1995)、Kisgen et al. (2009) 之研究建立實證模型，測試公司是否聘僱高聲譽獨立專家之決策與公司特性及交易特性間之關係。由於應變數為 0 與 1 之虛擬變數，故採 Logit 實證模型加以分析。本研究之實證模式(1)，列示如下：

$$\text{EXP} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DEBT} + \alpha_2 \text{DSTOCK} + \alpha_3 \text{BSTOCK} + \alpha_4 \text{INST} + \alpha_5 \text{DEV} + \alpha_6 \text{INBRD} + \alpha_7 \text{INB\_BR} + \alpha_8 \text{PREM} + \alpha_9 \text{RELSIZE} + \alpha_{10} \text{TSIZE} + \alpha_{11} \text{MSTYLE\_V} + \alpha_{12} \text{MSTYLE\_H} + \alpha_{13} \text{YD}^* + \alpha_{14} \text{IND} + \alpha_{15} \text{SIZE} + \varepsilon \quad (1)$$

其中：

EXP	=	獨立專家之聲譽，具有聲譽為1，其餘為0。
DEBT	=	負債比率。
DSTOCK	=	董監持股比率。
BSTOCK	=	外部大股東持股比率。
INST	=	機構投資人持股比率。
DEV	=	盈餘股份偏離比
DSIZE	=	董事會人數取自然對數。
IND_BR	=	獨立董事席次比率。
PREM	=	併購溢價。
RELSIZE	=	主併與被併公司相對規模。
TSIZE	=	交易規模。
MSTYLE_V	=	垂直併購，是為1，其餘為0。
MSTYLE_H	=	水平併購，是為1，其餘為0。
SIZE	=	公司規模，其計算為公司總資產取自然對數。
IND	=	控制產業。電子業為1，其餘為0。
YD*	=	控制併購案發生年度。

其中負債比率(DEBT)係用來捕捉公司財務槓桿所產生的代理成本大小，董監持股比率(DSTOCK)、外部大股東持股(BSTOCK)、機構投資人持股(INST)、盈餘股份偏離比(DEV)係用來捕捉公司因股權結構特性所產生的代理問題大小，

董事會規模(DIRBRD)、獨立董事比例(IND\_BR)則用來衡量內部公司治理機制之好壞，而併購溢價(PREM)、主併與被併公司相對規模(RELSIZE)、交易規模(TSIZE)、垂直併購(MSTYLE\_V)、水平併購(MSTYLE\_H)則用來捕捉交易特性，剩餘的變數則為控制變數，以下說明變數定義與衡量方法。

### (一)被解釋變數(EXP\_)

國外研究財務顧問之聲譽及評價品質時，多半以專家所屬之聲譽機構之規模、市場佔有率作為分類標準(Thomas 1995、Rau 2000、Kale et al. 2003)。本研究為了捕捉不同聲譽衡量方法下公司選擇專家決策間之差異，參考國外財務顧問選擇之相關研究及審計研究，將獨立專家之聲譽衡量方式分為三大類，第一類為本業專精程度、第二類為評價專精程度、第三類則為本業專精與評價專精程度之綜合評量。

#### 1.本業專精程度

所謂的本業專精係指回歸到獨立專家原本所屬的行業市場，以專家在本業市場的聲譽作為衡量獨立專家聲譽的標準。選用本業專精程度做為衡量標準的理由在於，我國獨立專家制度發展的歷程較短至今尚不到十年，加上國內資本市場小，大型併購案件並不多，併購評價市場本身尚未成熟，因此，以獨立專家在其本業市場之聲譽做為衡量獨立專家聲譽之標準應較為客觀明確。事實上，我國獨立專家制度實行之初，因沒有評價市場聲譽的相關資訊，公司選任獨立專家之標準亦應是參考獨立專家在其本業之聲譽，因此本研究以專家在其本業市場之規模及產業專精程度做為衡量獨立專家本業專精程度之指標。

#### (1)規模(EXP\_BIG4)

由於我國獨立專家之角色主要係由中型或小型會計師事務所之會計師擔任，而會計師事務所之規模主要集中在前四大，因此本研究以獨立專家所在之事務所

是否為四大會計師事務所做為虛擬變數之衡量標準，是四大者設定為 1，否則為 0。而少數由證券商簽發評價報告的樣本，由於證券承銷的產業集中程度不若審計市場般集中，沒有絕對獨大的承銷商，故本研究逐一計算各併購年度各承銷商之承銷金額，以前五名做為標準，若獨立專家之承銷金額屬於總產業之前五名者設定為 1，否則為 0。

## (2) 產業專精程度(EXP\_IND)

本研究參考國外財務顧問選擇之相關研究及審計研究，以外部市場佔有率法(外部專精)做為獨立專家產業專精程度之衡量標準(Palmrose 1986; Craswell et al. 1995; Chen and Elder 2001; Mayhew and Wilkins 2001; Chen and Wu 2002)，當獨立專家在該產業之審計業務市佔率超過 5%時即視為具有產業專精之獨立專家，其值設定為 1，否則為 0。

此處的業務市佔率係以營收為標準，計算方式為：

$$\text{業務市佔率} = \frac{\text{會計師事務所查核產業公開發行客戶之營收總和}}{\text{該產業所有公開發行公司營收總和}}$$

由於我國法律規定獨立專家之身分資格僅限於律師、會計師及證券承銷商，故若企業所聘僱之獨立專家為顧問公司，因其不符合法律上規範之主體要件，故直接將其聲譽值設定為 0。而證券承銷商之計算方式與上述會計師事務所之市佔率相同，僅是將業務由簽證改為承銷。

## 2. 評價專精程度

由於國外與併購財務顧問的相關研究均是以財務顧問在評價市場的評價交易金額市佔率(Meggison and Weiss 1991; Bowers and Miller 1990; Servaes and Zenner 1996; Rau 2000)或評價件數市佔率(Kisgen et al. 2009)，做為衡量專家聲譽之代理變數，故本研究分別將以下兩個數值轉換為虛擬變數以衡量獨立專家之

評價專精程度：

### (1) 評價件數市佔率(前五名)(EXP\_VC)

市佔率前五名視為評價專家，EXP\_VC 設為 1，否則為 0。其計算方式為：

$$EXP\_VC = \frac{\text{獨立專家所屬事務所在研究期間內之評價件數總和}}{\text{本研究觀察值之案件數總和}}$$

### (2) 評價交易金額市佔率(前五名)(EXP\_VM)

市佔率前五名視為評價專家，EXP\_VM 設為 1，否則為 0。其計算方式為：

$$EXP\_VM = \frac{\text{獨立專家所屬事務所在研究期間內之評價案件交易金額總和}}{\text{本研究觀察值之交易金額總和}}$$

## 3. 本業及評價專精程度(EXP\_INDVC)

為了衡量本業專精程度與評價專精程度之綜合衡量效果，本研究最後將本業專精程度與評價專精程度結合，產生新的虛擬變數，即當獨立專家同時符合本業產業專精定義及評價件數市佔率前五名之定義時，將之視為高聲譽專家，EXP\_INDVC 設為 1，否則為 0。

## (二) 解釋變數

### 1. 公司特性變數

#### (1) 負債比率(DEBT)

本研究參考 Francis and Wilson (1988)、Ashbaugh and Warfield (2003) 之研究，以負債比率作為公司財務風險之代理變數，捕捉公司財務槓桿所產生的代理成本大小，其計算方式為公司總負債除以總資產。

## **(2)董監持股比率(DSTOCK)**

本研究參考卓家慶 (2005)、Oswald and Jahera (1991)、Hudson, Jahera, and Lloyd (1992)、Yermack (1996)之研究以董監持股比率衡量內部人之持股，其計算方式為董監事持股數除以流通在外股數。

## **(3)外部大股東持股(BSTOCK)**

本研究參考 Brickley et al. (1988a)之研究，以外部大股東持股衡量公司之股權結構特性。此處外部大股東之定義為持股 10%以上但未擔任董監事職務之股東。持股比率之計算為外部大股東所持股份佔公司總發行股份的比例。

## **(4)機構投資人持股(INST)**

本研究參考 Thomas (1995)及 Brickley et al. (1988a)之研究，以機構投資人持股衡量公司股權結構之特性。此處機構投資人包括政府機構、本國金融機構、本國信託基金、本國公司法人、本國其他法人、僑外金融機構、僑外法人、僑外信託基金。

## **(5)盈餘股份偏離比(DEV)**

本研究參考 Fan and Wong (2002)之研究，以盈餘股份偏離比衡量盈餘分配權與控制權之偏離程度。其計算方式為最終控制者之盈餘分配權除以股份控制權，其值越小表示盈餘分配權與股份控制權之偏離程度越大。

## **(6)董事會規模(DIRBRD)**

本研究參考 Zahra and Pearce (1989)、Kisgen et al. (2009)之研究以董事會規模作為公司內部治理機制優劣之代理變數，其計算方式為董事會全體人數取自然對數。

## (7)獨立董事比例(IND\_BR)

本研究參酌 Weisbach (1988)、Kisgen et al. (2009)之研究以獨立董事比例作為公司內部治理機制優劣之代理變數，當公司獨立董事比例越高時，表示其內部治理機制較好，其計算方式為獨立董事人數除以全體董事人數。

## 2.交易特性變數

### (1)併購溢價(PREM)

本研究參考 Kisgen et al. (2009)之研究，以併購溢價來衡量交易爭議性的大小。一般併購溢價之計算有兩種方法，其一為買價股價比法(P/P ratio method)，即以主併公司之買價除以被併公司之股票市價計算併購溢價(Kisgen et al. 2009)；另一種方法則為買價淨值比法(P/B ratio method)，此法係以主併公司之買價除以被併公司之每股淨值計算併購溢價(Allen et al. 2004)。由於本研究之觀察值中被併公司多半為非上市(櫃)公司，無股票市價可循，故受限於樣本特性，本研究以買價淨值比法，做為計算併購溢價之方法，其詳細計算過程如下：

$$\text{PREM} = \frac{\text{主併公司每股市價} / \text{換股比率}}{\text{被併公司每股淨值}}$$

其中：

主併公司每股市價 = 併購案宣告日前 30 個交易日之股價均數  
換股比率 = 主併公司一股可交換之被併公司股數  
被併公司每股淨值 = 併購宣告日前一季季底之每股淨值

以上係以併購對價為股份者為例，若為現金併購，溢價計算方式則相對簡單，為每股購買價格除以被併公司每股淨值。

### (2)主併與被併公司相對規模(RELSIZE)

本研究參考 Servaes and Zenner (1996)、Kisgen et al. (2009)及 Chen and Sami

(2010)之研究以主併與被併公司相對規模衡量交易對主併公司之影響程度。其計算方式為併購宣告日前一季季底被併公司之總資產除以主併公司總資產，其值越大時代表主併與被併公司規模越相當，併購案對主併公司的影響較大。

### (3)交易規模(TSIZE)

本研究參考 Forte, Iannotta, and Navone (2007)、Francis, Hassan, and Sun (2005)之研究以交易規模來衡量交易對主併公司之影響程度。交易規模之計算以併購移轉對價來衡量，其計算方式會因支付工具為現金或股份而有差異，詳細計算方式如下：

以現金為支付工具之移轉對價： $\ln(\text{每股買價} * \text{交易總股數})$

以股份為支付工具之移轉對價： $\ln(\text{主併公司每股市價} * \text{因併購而增資發行之總股數})$ ，其中，主併公司每股市價為併購案宣告日前 30 個交易日之股價均數。

### (4)併購型態—垂直併購(MSTYLE\_V)、水平併購(MSTYLE\_H)

本研究將併購案依其主併與被併公司之產業異同程度劃分為垂直併購(vertical growth)、水平併購(horizontal growth)及多角化併購(diversified growth)三種。若主併與被併公司位在同產業中之同一生產階段或係從事相同業務彼此具有競爭關係，將之分類為水平併購；若主併與被併公司為在同產業中，但彼此分屬於不同生產階段具有上下游關係時，將之分類為垂直併購；若主併與被併公司所處之產業不同，併購目的係為了擴大產品多樣或或將業務延伸到不同市場，則將其分類為多角化併購。本研究預期，多角化併購之複雜性較高，會較需要高聲譽專家所出具的評價報告(Servaes and Zenner 1996)，故將此三種併購型態以虛擬變數方式定義，以多角化併購作為比較基準，將垂直併購(MSTYLE\_V)、水平併購(MSTYLE\_H)兩變數放入迴歸式中。

### (三)控制變數

#### 1.併購案發生年度(YD\*)

由於本研究之樣本選取年度係從獨立專家制度引進之第一年(2002年)開始，故為了消除併購環境之影響，本研究將併購案發生年度以 2007 年作區分，將併購案發生之年度以虛擬變數方式納入模型，以控制併購年度之影響。以 2007 年區分的原因有三：首先，本研究之研究期間為 9 年，2007 年正好位於研究期間中間，分為前五年與後四年，有利於觀察制度施行前期與後期之效果；其次，2007 年美國次級房貸問題開始延燒為全球性金融海嘯，故以之作為區分可控制金融海嘯對獨立專家制度運作之影響；第三，2007 年我國會計研究發展基金會之評價委員會正式成立，並開始制定評價準則公報，國內開始重視評價專業人員之培訓與評價市場秩序之維持，故本研究將此一環境變數納入控制。

#### 2.產業(IND)

我國之併購案以發生在電子業為多，為控制住產業環境對獨立專家選擇之影響，本研究參考林宛瑩與陳宜伶 (2012)之研究，將產業依電子業與非電子業設為虛擬變數，電子業為 1，否則為 0。

#### 3.公司規模(SIZE)

本研究參考卓家慶 (2005)及 Becker, Defond, Jiambalvo, and Subramanyan (1998)之研究，以公司規模捕捉剩餘影響獨立專家選擇之遺漏因素。變數計算方式為公司總資產取自然對數。

### 二、獨立專家之積極認證功能

針對與積極認證功能相關之假說，由於被解釋變數為連續變數，故本研究使用最小平方法(OLS ordinary least square)建立研究模型，以測試獨立專家選擇簽

發評價報告之決策與主併公司績效變化間之關係。本研究之實證模型(2)列示如下：

$$PERFORM = \alpha_0 + \alpha_1 EXP + \alpha_2 DSTOCK + \alpha_3 BSTOCK + \alpha_4 INST + \alpha_5 DEV + \alpha_6 INBRD + \alpha_7 INB\_BR + \alpha_8 PREM + \alpha_9 RELSIZE + \alpha_{10} TSIZE + \alpha_{11} MSTYLE\_V + \alpha_{12} MSTYLE\_H + \alpha_{13} YD^* + \alpha_{14} IND + \alpha_{15} SIZE + \varepsilon \quad (2)$$

其中：

PERFORM	=	併購後兩年績效平均數與併購前兩年績效平均數之差異數。
EXP	=	獨立專家之聲譽，高聲譽為1，其餘為0。
DSTOCK	=	董監持股比率。
BSTOCK	=	外部大股東持股比率。
INST	=	機構投資人持股比率。
DEV	=	盈餘股份偏離比。
DSIZE	=	董事會人數取自然對數。
IND_BR	=	獨立董事席次比率。
PREM	=	併購溢價。
RELSIZE	=	主併與被併公司相對規模。
TSIZE	=	交易規模。
MSTYLE_V	=	垂直併購，是為1，其餘為0。
MSTYLE_H	=	水平併購，是為1，其餘為0。
SIZE	=	公司規模，其計算為公司總資產取自然對數。
IND	=	控制產業，電子業為1，其餘為0。
YD*	=	控制併購案發生年度。

模型(2)中，解釋變數為獨立專家之聲譽(EXP)，董監持股比率(DSTOCK)以下等公司特性及交易特性變數則為控制變數。以下說明變數定義與衡量方法。

### (一)被解釋變數

本研究參考林嬋娟與吳安妮 (1992)之研究將併購綜效分為營運綜效、財務綜效及市場綜效三大面向，作為觀察獨立專家對併購成敗預期的衡量標準。各綜效衡量變數之選擇與定義如下(以下所有績效變數均經過產業中位數調整)：

#### 1. 營運綜效

本研究將營運綜效拆解成獲利能力、成本結構與營運效率，並分別擇一財務指標做為衡量變數：

### **(1)獲利能力—淨值報酬率(ROE)**

本研究參考林嬋娟與吳安妮 (1992)之研究，以淨值報酬率衡量企業之獲利能力，其計算方式為常續性淨利/平均股東權益。所謂的常續性淨利係指繼續營業部門稅後純益扣除一次式(處分)損益，如處分資產損益、處分投資損益等非常續(Nonrecurring)淨利後之餘額。本研究選用常續性淨利衡量淨值報酬率之理由在於，企業於併購後可能會因生產線及組織之調整而處分大量資產，因此若要衡量併購後企業在業務方面之獲利能力應以常續性淨利衡量為佳。

### **(2)成本結構—營業毛利率(GPR)**

本研究參考林嬋娟與吳安妮 (1992)之研究，以營業毛利率作為衡量企業成本結構的指標，其計算方式為營業毛利/營業收入淨額。

### **(3)營運效率—總資產週轉率(ATURN)**

本研究參考孫梅瑞與陳隆麒 (1992)之研究，以總資產週轉率做為衡量營運效率的指標，其計算方式為全年營收/平均資產總額。

## **2.財務綜效**

本研究分別以速動比率及負債比率，做為衡量企業之短期償債能力與長期財務風險之指標。

### **(1)短期償債能力—速動比率(ACIDR)**

本研究參考 Bacon, Shin and Murphy (1994)之研究，以速動比率做為衡量企業短期償債能力之指標，其計算方式為速動資產/流動負債。其中速動資產為流

動資產扣除存貨、預付款項、其他流動資產、待處分長期投資。

## (2)長期財務風險—負債比率(DEBT)

本研究參考林嬋娟與吳安妮 (1992)、Ghosh and Jain (2000)之研究，以負債比率作為衡量併購公司財務結構之指標，其計算方式為負債總額/資產總額。

## 3.市場綜效—市場佔有率(MKSHARE)

本研究參考林嬋娟與吳安妮 (1992)、Mueller (1985)之研究，以市場佔有率作為衡量併購後市場綜效之指標，其計算方式為個別企業之營收/產業總營收。

### (二)解釋變數

模型(2)主要驗證獨立專家對併購案件之應聘選擇與併購後綜效之關聯性，因此解釋變數為獨立專家之聲譽。在本模型中，本研究延用模型(1)衡量獨立專家聲譽之方法，分別從本業專精程度、評價專精程度及綜合評量中挑選一種衡量方式做為此模型之解釋變數。故模型(2)中衡量獨立專家聲譽之標準為本業規模(EXP\_BIG4)、評價件數市佔率(EXP\_VC)及產業及評價件數市佔專精程度(EXP\_INDVC)，各變數詳細定義參見模型(1)。

### (三)控制變數

本研究認為模型(1)內之公司特性變數、交易特性變數及控制變數等均會對併購後績效產生影響，故將上述變數均列為模型(2)之控制變數，其定義請參見模型(1)之變數說明。

### 第三節 樣本選取及資料來源

#### 一、資料來源

本研究之資料來源以檔案資料來源為主，文獻資料來源為輔，有關併購案之樣本來源取自金管會證期局公告之業務統計檔案及 TEJ 台灣經濟新報特殊事件日期資料庫，公司規模與公司治理相關變數則取自各公司併購年度之年報、股東會議事手冊及 TEJ 台灣經濟新報公司治理資料庫，獨立專家聲譽衡量之相關變數則取自 TEJ 台灣經濟新報審計品質資料庫。

#### 二、研究期間與樣本選取

##### (一)研究期間與原始樣本範圍

本研究樣本範圍為台灣地區 2002 年到 2010 年間有進行併購活動之主併公司(至少須為公開發行公司)，樣本主要來源為金管會證期局公告之業務統計檔案及 TEJ 台灣經濟新報特殊事件日期資料庫，針對以上兩處資訊有所遺漏或錯誤之處，本研究再就相關新聞及證交所網站補充之。

##### (二)樣本選取

在樣本之選取上，本研究先納入期間內所有已揭露獨立專家合理性意見書之案件，其次考量到資訊取得之難易及產業特性，再對上述樣本進行下列處理：1. 金融業因行業性質特殊，予以剔除；2. 簡易合併案即使公司有揭露獨立專家合理性意見書，因其影響層面小故亦剔除(母公司已持有子公司高達 90% 以上股權)；3. 其餘資料有嚴重缺漏，無法補齊者亦剔除。4. 模型(2)因需要併購後兩年之財務資料，故在模型(2)中需進一步排除 2010 年所發生之併購案，但相關績效變數資料涵蓋到 2011 年。經過上述處理後，本研究模型(1)之觀察值為 119 件，模型(2)為 114 件。

## 第四章 實證結果

以下依研究議題，分節報導獨立專家制度之消極認證功能及積極認證功能之實證分析結果。

### 第一節 消極認證功能之實證分析結果

#### 一、樣本分布與敘述統計分析

##### (一)樣本分布

實證模型(1)，樣本觀察值共計 119 件。表 4-1 列示研究樣本之產業及年度分布情形。

表 4-1 樣本之產業及年度分布

產業別	年度									合計	
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	件數	%
食品業	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0.84
紡織業	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0.8
機電設備業	1	1	0	1	0	0	1	0	0	4	3.3
化工業	0	0	1	1	0	1	0	0	0	3	2.52
造紙業	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0.84
電子業											
PC 系統	0	1	0	0	0	2	0	0	0	3	2.52
主機板	2	1	0	2	3	0	0	1	0	9	7.56
光電/IO	1	1	4	1	5	2	0	0	1	15	12.61
電子零組件	1	4	2	3	3	2	0	0	0	15	12.61
網路設備	0	1	1	1	1	0	0	0	1	5	4.20
半導體	3	1	3	5	1	2	3	2	2	22	18.49
電子設備	1	0	0	3	1	1	0	0	0	6	5.04
通訊設備	0	1	2	1	1	0	0	0	0	5	4.20
資訊通路	4	1	2	1	0	2	3	1	1	15	12.61
消費性電子	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0.84
軟體服務	2	1	2	0	4	0	0	0	0	9	7.56
運輸業	1	0	1	0	0	0	0	0	0	2	1.68
觀光業	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0.84
百貨業	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0.84
合計	19	13	19	19	19	14	7	4	5	119	100.00

表 4-1 顯示，就併購案宣告年度而言，觀察值內之併購案主要集中在 2002 年至 2007 年之間，自從 2008 年金融海嘯問題開始在全球延燒後，國內併購案數量也隨之減少。而就樣本組成之產業分布而言，主併公司為電子業之併購案有

105 件，佔全體併購案之 88.24%，其餘樣本則分佈於 8 大產業。其中，食品業 1 件、機電設備業 4 件、化工業 3 件、造紙業 1 件、紡織人纖業 1 件、運輸業 2 件、觀光業 1 件、百貨業 1 件，合計 14 件。本研究採用台灣經濟新報之分類，把電子業進一步區分為 12 個子分類，資料顯示電子業之併購案中，以半導體產業之併購案 22 件居最多，其次為光電業、電子零組件業及資訊通路業之 15 件，由此顯示，我國之併購案主要發生於電子業中，而電子業中又以半導體產業之整併風潮為最盛。若綜合產業及年度分布觀之，可發現除了半導體業與資訊通路業之分布較為平均外，多數產業之併購案均集中於 2002 年至 2007 年間。

在表 4-2 列示各年度併購案獨立專家選擇之概況，由該表的統計數字可發現，無論採用哪一種衡量標準判斷獨立專家之聲譽，自 2007 年以後，國內併購案均不再傾向聘僱高聲譽之獨立專家，本研究將於後述迴歸模型分析其原因。

表 4-2 各年度併購案獨立專家選擇情況

獨立專家聲譽 衡量標準	併購宣告年度										合計
	專精	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
規模 (EXP_BIG4)	0	12	11	16	19	16	12	7	4	5	102
	1	7	2	3	0	3	2	0	0	0	17
產業專家 (EXP_IND)	0	10	12	16	19	15	11	7	4	5	99
	1	9	1	3	0	4	3	0	0	0	20
評價件數市佔率 (EXP_VC)	0	12	9	9	11	12	12	4	4	5	78
	1	7	4	10	8	7	2	3	0	0	41
評價交易金額市佔率 (EXP_VM)	0	16	9	12	11	11	12	4	4	5	84
	1	3	4	7	8	8	2	3	0	0	35
本業及評價專精 (EXP_INDVC)	0	12	13	17	19	16	13	7	4	5	106
	1	7	0	2	0	3	1	0	0	0	13
	合計	19	13	19	19	19	14	7	4	5	119

## (二)敘述性統計分析

表 4-3 列示各項研究變數之敘述性統計。在被解釋變數方面，可發現五種衡量聲譽方式下，被解釋變數之平均數均小於 0.35，其中同時符合本業產業專精標準及評價專精標準之獨立專家比例僅佔總樣本數之 10.9%，顯示我國企業在進行

併購活動時選擇高聲譽獨立專家之比例並不高。

表 4-3 模型(1)基本敘述統計量(N=119)

變數	平均數	Q1	中位數	Q3	最小值	最大值	標準差
<b>被解釋變數</b>							
EXP_BIG4	0.143	-	-	-	0	1	0.351
EXP_IND	0.168	-	-	-	0	1	0.376
EXP_VC	0.345	-	-	-	0	1	0.477
EXP_VM	0.294	-	-	-	0	1	0.458
EXP_INDVC	0.109	-	-	-	0	1	0.313
<b>解釋變數</b>							
<b>公司特性變數</b>							
DEBT	0.430	0.299	0.444	0.552	0.021	0.882	16.597
DSTOCK	0.227	0.139	0.210	0.298	0.053	0.601	12.283
BSTOCK	0.137	0.076	0.126	0.186	0.000	0.409	0.086
INST	0.392	0.206	0.382	0.561	0.023	0.852	20.340
DEV	0.660	0.391	0.763	0.935	0.017	1.000	32.752
DSIZE	1.922	1.609	1.946	2.197	1.099	2.708	0.306
IND_BR	0.129	0.000	0.000	0.286	0.000	0.571	0.156
<b>交易特性變數</b>							
PREM	1.744	0.922	1.370	2.173	0.136	8.165	1.335
RELSIZE	0.418	0.076	0.225	0.463	0.005	9.767	0.964
TSIZE	20.340	19.073	20.283	21.324	16.302	24.901	1.755
MSTYLE_V	0.185	-	-	-	-	-	0.390
MSTYLE_H	0.597	-	-	-	-	-	0.493
<b>控制變數</b>							
SIZE	15.619	14.627	15.349	16.374	12.693	20.012	1.532

EXP\_BIG4 為以本業規模為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為 1，其餘為 0；EXP\_IND 為以本業產業專精程度為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為 1，其餘為 0；EXP\_VC 為以評價件數市佔率為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為 1，其餘為 0；EXP\_VM 為以評價交易金額市佔率為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為 1，其餘為 0；EXP\_INDVC 為以本業及評價專精綜合衡量之獨立專家聲譽，有高聲譽者為 1，其餘為 0；DEBT 為負債比率；DSTOCK 為董監持股比率；BSTOCK 為外部大股東持股比率；INST 為機構投資人持股比率；DEV 為盈餘股份偏離比；DSIZE 為董事會人數取自然對數；IND\_BR 為獨立董事席次比率；PREM 為併購溢價；RELSIZE 為主併與被併公司相對規模；TSIZE 為交易規模；MSTYLE\_V 為垂直併購，是為 1，其餘為 0；MSTYLE\_H 為水平併購，是為 1，其餘為 0；SIZE 為公司規模，計算方式為公司總資產取自然對數。

解釋變數方面，衡量公司財務風險及股權結構之相關變數中，負債比率 (DEBT) 之平均值 (中位數) 為 43.0% (44.4%)、董監持股比率 (DSTOCK) 之平均值 (中位數) 為 22.7% (21.0%)、外部大股東持股比率 (BSTOCK) 之平均值 (中位數) 為 13.7% (12.6%)、機構投資人持股比率 (INST) 之平均值 (中位數) 為 39.2% (38.2%)。這幾項變數之平均值與中位數差距不大，顯示樣本分布沒有明顯偏態。衡量盈餘分配權與股份控制權偏離程度之盈餘股份偏離比 (DEV) 之平均數為 66%、中位數為 76.3%，顯示樣本中主併公司中最終控制股東之盈餘分配權平均只佔股份控制權的 66%，兩者之間有明顯的偏離，而此變數之中位數亦明顯大於平均數，表示

樣本分布呈現左偏態，顯示大部分的樣本中最終控制者之盈餘分配權與股份控制權偏離程度是不嚴重的。

在公司治理變數方面，董事會規模取自然對數(DSIZE)之平均數(中位數)為 1.922(1.946)，還原回原數值約為 7 人。獨立董事設置方面，獨董佔董事會總席次比率(IND\_BR)之平均數(中位數)為 12.9%(0.0%)，比例並不高，且其第一四分位數與中位數均為 0 明顯小於平均數，顯示樣本的主要分布呈現右偏態，多數樣本獨立董事設置比例較低，可見主管機關自 2002 年開始推廣上市(櫃)公司設立獨立董事與獨立監事之成效有限，我國公司治理內部機制仍有強化之空間。

交易特性變數方面，併購溢價(PREM)之平均數(中位數)為 1.77(1.37)，顯示樣本中主併公司對被併公司每股之出價平均為被併公司每股淨值之 1.77 倍。而主併與被併公司相對規模(RELSIZE)之平均數(中位數)則為 41.8%(22.5%)，平均數明顯大於中位數，顯示大部分樣本中被併公司之規模相對於主併公司而言都是較小的。在併購型態上，垂直併購(MSTYLE\_V)共佔樣本總數的 18.5%，水平併購(MSTYLE\_H)佔 59.7%，而多角化併購則佔 21.8%，顯示國內的併購案還是以水平併購為多。其餘統計結果均列示於表格之中不再贅述。

## 二、多元共線性檢定(Multicollinearity)

進行多元迴歸分析之前，本研究首先以 Pearson 相關係數(pearson correlation coefficient)、Spearman 排序相關係數(spearman rank-order correlation coefficient)及變異數膨脹因子(the variance inflation factor, VIF)檢驗變數間之共線性問題。一般而言，當二變數間之 Pearson 相關係數及 Spearman 排序相關係數在 0.7 以上時，表示二變數間可能具有替代性，使得自變數對應變數的解釋能力產生影響，發生共線性問題。表 4-4 為本研究各變數間之 Pearson 相關係數 Spearman 排序相關係數，結果顯示變數間之相關係數皆未超過 0.7，故基本上變數間之共線性問題並不嚴重。

表 4-4 模型(1)相關係數矩陣

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1.EXP_BIG4		0.78*	0.46*	0.00	0.86*	0.20*	0.02	-0.03	-0.17	0.00	-0.02	-0.05	0.08	0.03	-0.06	-0.07	0.04	-0.07
2.EXP_IND	0.78*		0.29*	0.06	0.78*	0.23*	0.03	0.00	-0.05	0.05	-0.08	-0.12	0.05	0.10	0.05	-0.10	0.09	0.06
3.EXP_VC	0.46*	0.29*		0.50*	0.48*	0.10	0.03	-0.03	0.10	-0.10	-0.03	-0.04	-0.05	-0.05	0.01	-0.12	0.09	0.03
4.EXP_VM	0.00	0.06	0.50*		-0.05	0.12	-0.13	0.06	0.27*	-0.20*	0.05	-0.07	0.09	-0.10	0.20*	-0.12	0.15	0.28*
5.EXP_INDVC	0.86*	0.78*	0.48*	-0.05		0.18*	0.06	-0.07	-0.10	0.08	-0.14	-0.08	0.05	0.06	0.02	-0.10	0.12	-0.07
6.DEBT	0.22*	0.23*	0.11	0.13	0.20*		0.04	0.17	0.15	0.07	-0.09	-0.18*	-0.02	-0.07	0.13	-0.08	0.20*	0.37*
7.DSTOCK	0.03	0.07	0.04	-0.13	0.08	0.01		-0.15	0.14	-0.19*	-0.05	0.04	-0.10	0.11	-0.18	0.20*	-0.07	-0.31*
8.BSTOCK	-0.07	-0.04	-0.03	0.05	-0.10	0.17	-0.13		0.05	0.18	-0.14	-0.08	0.08	0.03	-0.05	0.14	-0.20*	-0.07
9.INST	-0.18	-0.04	0.10	0.28*	-0.11	0.13	0.19*	0.07		-0.32*	0.21*	0.06	0.12	-0.10	0.43*	-0.08	0.09	0.52*
10.DEV	0.00	0.05	-0.09	-0.15	0.07	0.08	-0.23*	0.25*	-0.32*		-0.29*	-0.15	-0.04	-0.07	-0.18*	-0.06	-0.12	-0.15
11.DSIZE	-0.04	-0.08	-0.05	0.03	-0.17	-0.06	-0.09	-0.17	0.21*	-0.23*		0.13	-0.01	-0.14	0.20*	0.00	0.12	0.31*
12.IND_BR	-0.08	-0.13	-0.04	-0.07	-0.09	-0.19*	0.11	-0.07	0.04	-0.14	0.11		0.15	-0.09	-0.12	0.03	-0.09	-0.12
13.PREM	0.10	-0.01	0.04	0.13	0.02	-0.08	-0.08	0.15	0.07	0.01	-0.08	0.21*		-0.19*	0.13	-0.06	0.05	0.03
14.RELSIZE	0.18*	0.18*	0.14	0.14	0.22*	-0.17	0.18*	-0.07	-0.01	-0.04	-0.23*	-0.08	-0.08		0.33*	-0.01	0.04	-0.32*
15.TSIZE	-0.06	0.06	-0.01	0.22*	0.01	0.11	-0.16	-0.04	0.45*	-0.18	0.20*	-0.12	0.12	0.24*		-0.18*	0.22*	0.57*
16.MSTYLE_V	-0.07	-0.10	-0.12	-0.12	-0.10	-0.09	0.15	0.13	-0.06	-0.08	-0.02	0.03	-0.07	-0.04	-0.15		-0.58*	-0.14
17.MSTYLE_H	0.04	0.09	0.09	0.15	0.12	0.20*	-0.08	-0.21*	0.08	-0.12	0.11	-0.11	0.02	0.08	0.20*	-0.58*		0.19*
18.SIZE	-0.02	0.07	0.03	0.29*	-0.03	0.35*	-0.33*	-0.09	0.51*	-0.10	0.32*	-0.14	-0.05	-0.17	0.62*	-0.13	0.11	

左下半部分為 Pearson 相關係數，而右上半部分為 Spearman 相關係數，上標\*顯示已達 5% 顯著水準。各變數定義如下：EXP\_BIG4 為以本業規模為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為 1，其餘為 0；EXP\_IND 為以本業產業專精為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為 1，其餘為 0；EXP\_VC 為以評價件數市佔率為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為 1，其餘為 0；EXP\_VM 為以評價交易金額市佔率為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為 1，其餘為 0；EXP\_INDVC 為以本業及評價專精綜合衡量之獨立專家聲譽，有高聲譽者為 1，其餘為 0；DEBT 為負債比率；DSTOCK 為董監持股比率；BSTOCK 為外部大股東持股比率；INST 為機構投資人持股比率；DEV 為盈餘股份偏離比；DSIZE 為董事會人數取自然對數；IND\_BR 為獨立董事席次比率；PREM 為併購溢價；RELSIZE 為主併與被併公司相對規模；TSIZE 為交易規模；MSTYLE\_V 為垂直併購，是為 1，其餘為 0；MSTYLE\_H 為水平併購，是為 1，其餘為 0；SIZE 為公司規模，計算方式為公司總資產取自然對數。

此外，因根據相關係數來推斷變數間是否具共線性問題，並非檢定共線性問題之充分條件，故本研究再以變異膨脹因子值(VIF)之檢定方式，驗證其結果，並列示於表 4-5。表 4-5 顯示，各變數之 VIF 值皆小於 5，顯示自變數間無共線性問題。

表 4-5 各變數之 VIF 值

變數	VIF	1/VIF
SIZE	3.71	0.27
TSIZE	2.40	0.42
INST	2.16	0.46
MSTYLE_H	1.84	0.54
DSTOCK	1.81	0.55
MSTYLE_V	1.65	0.61
DEBT	1.60	0.62
RELSIZE	1.60	0.63
BSTOCK	1.50	0.67
DEV	1.38	0.72
DSIZE	1.35	0.74
IND_BR	1.29	0.78
IND	1.23	0.81
PREM	1.22	0.82
YD*	1.17	0.86
Mean VIF	1.73	

### 三、多元迴歸分析

本研究為了捕捉不同聲譽衡量方法下獨立專家選擇決策之差異，參考國外財務顧問選擇之研究及審計研究，將獨立專家之聲譽以本業專精程度、評價專精程度及本業專精與評價專精程度之綜合評量等三種方式衡量，並分別將此三種衡量方式帶入模型，進行迴歸分析，以下分別說明迴歸結果。

#### (一)以本業專精程度衡量聲譽

表 4-6 列示以本業規模(EXP\_BIG4)、本業產業專精程度(EXP\_IND)為被解釋變數的 Logit 迴歸結果。第 1 及 4 欄係在控制變數的控制下，僅以公司特性變數解釋聘僱高聲譽獨立專家之可能性；第 2 及 5 欄係在控制變數的控制下，僅以交易特性變數解釋聘僱高聲譽獨立專家之可能性；第 3 及 6 欄則將兩類變數納入迴歸之完整模型，以解釋兩類型變數對聘僱高聲譽獨立專家決策之影響。迴歸結果

顯示，無論是以本業規模(EXP\_BIG4)、本業產業專精程度(EXP\_IND)做為被解釋變數，三種實證模式之適配度(Pseudo R<sup>2</sup>)均以同時納入兩類型變數之第3、6欄為最高，其值分別為0.331、0.217，而LR Chi<sup>2</sup>值亦均達到顯著水準，顯示同時將兩類型變數納入迴歸式時迴歸式的解釋能力最好。

表 4-6 是否聘僱高聲譽專家(以本業專精程度衡量)的 Logit 迴歸結果

預期方向	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	EXP_BIG4	EXP_BIG4	EXP_BIG4	EXP_IND	EXP_IND	EXP_IND
截距項	-4.019 (0.440)	0.374 (0.915)	-4.252 (0.529)	-6.036 (0.196)	-2.654 (0.412)	-7.842 (0.172)
<b>解釋變數</b>						
<b>公司特性變數</b>						
DEBT	+	<b>0.052**</b> (0.017)		<b>0.098***</b> (0.003)	<b>0.048**</b> (0.021)	<b>0.066**</b> (0.011)
DSTOCK	?	0.023 (0.489)	0.029 (0.439)	0.0361 (0.233)		0.039 (0.225)
BSTOCK	?	-4.168 (0.341)	-6.512 (0.228)	-4.408 (0.268)		-4.958 (0.260)
INST	?	<b>-0.041*</b> (0.058)	<b>-0.047*</b> (0.051)	-0.016 (0.426)		-0.022 (0.285)
DEV	+	-0.010 (0.324)	-0.018 (0.183)	0.000 (0.970)		-0.002 (0.839)
DSIZE	?	0.140 (0.884)	0.966 (0.442)	-0.516 (0.552)		-0.209 (0.825)
IND_BR	?	0.633 (0.769)	0.089 (0.970)	-0.683 (0.749)		-0.741 (0.738)
<b>交易特性變數</b>						
PREM	+		<b>0.361*</b> (0.056)	<b>0.761**</b> (0.014)	0.158 (0.425)	0.326 (0.162)
RELSIZE	+		0.625 (0.167)	<b>0.921**</b> (0.030)	0.424 (0.348)	0.597 (0.316)
TSIZE	+		-0.397 (0.102)	-0.380 (0.214)	-0.128 (0.579)	-0.043 (0.870)
MSTYLE_V	-		-0.560 (0.567)	-2.142 (0.111)	-0.782 (0.427)	-1.317 (0.236)
MSTYLE_H	-		0.127 (0.853)	-1.267 (0.179)	0.348 (0.597)	-0.348 (0.669)
<b>控制變數</b>						
SIZE		0.177 (0.591)	0.356 (0.198)	0.465 (0.309)	0.320 (0.265)	0.284 (0.273)
IND		-1.095 (0.182)	-0.488 (0.574)	-1.183 (0.303)	<b>-1.505**</b> (0.039)	<b>-1.374*</b> (0.063)
YD*		-1.315 (0.136)	-1.218 (0.159)	<b>-1.990*</b> (0.053)	-1.190 (0.126)	<b>-1.380*</b> (0.188)
Pseudo R <sup>2</sup>		0.171	0.112	0.331	0.158	0.098
LR Chi <sup>2</sup>		<b>16.65*</b>	10.91	<b>32.35***</b>	<b>16.99**</b>	10.53
						<b>23.39**</b>

本表模式為EXP=f(公司特性變數、交易特性變數)。上標\*、\*\*、\*\*\*分別表示已達10%、5%、1%的顯著水準，括弧內為P-value。各變數定義如下：EXP\_BIG4為以本業規模為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為1，其餘為0；EXP\_IND為以本業產業專精為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為1，其餘為0；DEBT為負債比率；DSTOCK為董監持股比率；BSTOCK為外部大股東持股比率；INST為機構投資人持股比率；DEV為盈餘股份偏離比；DSIZE為董事會人數取自然對數；IND\_BR為獨立董事席次比率；PREM為併購溢價；RELSIZE為主併與被併公司相對規模；TSIZE為交易規模；MSTYLE\_V為垂直併購，是為1，其餘為0；MSTYLE\_H為水平併購，是為1，其餘為0；SIZE為公司規模，其計算為公司總資產取自然對數；IND為產業控制變數，電子業為1，其餘為0；YD\*為年份控制變數，2007年以前為1，其餘為0。

## 1.以規模衡量獨立專家聲譽

表 4-6 的第 1 到 3 欄列示各解釋變數對高聲譽獨立專家選擇(以規模衡量聲譽)之影響。首先，就公司特性中之財務結構變數而言，負債比率(DEBT)無論是加入交易特性變數前(欄 1)還是加入交易特性後(欄 3)，其係數方向均為正向，且分別達到 5%及 1%的顯著水準，顯示併購前負債比率較高之公司，較傾向選擇高聲譽之獨立專家。此結果與本研究假說 H1-1a 之預期相同，顯示財務槓桿操作較高的公司，債權人與股東間代理成本可能較高，此時公司可能會為了降低併購時或併購後之融資成本，而聘僱高聲譽獨立專家，透過其消極認證功能，協助公司降低代理成本。

在股權結構特性方面，表 4-6 顯示董監持股比率(DSTOCK)對獨立專家之聘僱決策雖有正向影響但影響未達顯著，而外部大股東持股比率(BSTOCK)及機構投資人持股比率(INST)對高聲譽獨立專家聘僱的影響則均為負向。其中，機構投資人持股比率達到 10%顯著水準，支持研究假說 H1-2b-3，顯示當主併公司之機構投資人持比較高時，公司較不傾向選擇高聲譽之獨立專家。此結果符合效率監督假說也符合利益衝突假說，若從效率監督假說解釋，機構投資人可能因本身已具備監督的能力，所以公司就沒有必要再花費鉅額成本聘僱高聲譽之獨立專家達成外部監督效果。然而，若從利益衝突假說之反監督理論來看，公司不聘僱高聲譽獨立專家的原因，亦可能係因為機構投資人有謀求私利之動機而不願引進外部監督機制。在此雖然不能斷言我國機構投資人持股高低之情況究竟係符合效率監督假說還是利益衝突假說，但是就本研究之研究目的來看，無論採效率監督假說或利益衝突假說，造成兩假說對獨立專家選擇決策有影響之前提均為獨立專家本身具有外部治理機制效果之消極認證功能，即當獨立專具有外部公司治理之功能時，才會有機構投資人因不想受監督而不願聘僱高聲譽專家或公司本身外部監督已有效不需額外聘僱具外部監督功能專家之問題，故無論採哪一個假說，結果均能說明我國獨立專家可能具有消極認證功能。此外，盈餘股份偏離比(DEV)之

係數與預期相反為負值，但影響並不顯著，代表公司盈餘分配權與股份控制權之偏離程度對獨立專家之選擇不具解釋能力。在公司治理變數方面，董事會規模(DSIZE)與獨立董事比率(IND\_BR)對高聲譽獨立專家之聘僱均有正向影響，但效果並不顯著。

交易特性變數之部分，觀察表 4-6 之欄 2 可發現，僅以交易特性變數及控制變數對獨立專家選擇進行解釋時，併購溢價(PREM)達到了 10%之顯著水準，支持研究假說 H1-3a。顯示對主併公司而言，併購溢價越高，可能越容易面對是否「買貴了」的質疑，決策當局也會被懷疑是否有利益輸送之情況，因此，當併購溢價越高時，公司越需要一位公正客觀之第三人對併購交易之「公平」與「無弊端」作出認證，故此時公司對獨立專家所能提供之消極認證功能也會越高。若同時觀察表 4-6 之欄 3 會進一步發現，當加入公司特性變數之影響時，併購溢價的係數與顯著水準均更會上升，顯示當納入公司特性之控制時，併購溢價對於高聲譽獨立專家聘僱之影響將更大，效果也將更顯著。而衡量交易對主併公司影響之變數中，主併與被併公司相對規模(RELSIZE)在同時納入公司特性及交易特性的第 3 個迴歸結果中達到 5%的顯著水準，其方向為正向，支持研究假說 H1-3c，顯示當主併與被併公司規模越接近時，併購案對主併公司的影響程度較大，失敗風險也較高，為了使投資人對此交易產生信賴、降低異議股東的反對聲浪，並防止決策單位事後因併購失敗而面臨訴訟，當主併與被併公司規模越接近時，公司對獨立專家之消極認證功能的需求越高，越會傾向聘僱高聲譽之獨立專家。而同樣衡量交易對公司影響性的交易規模(TSIZE)方向卻與預期相反，但結果並不顯著，並不支持假說 H1-3b。最後，在產業整合特性方面，若同時將公司特性及交易特性納入解釋變數中時，其結果是符合本研究預期的，即當併購型態為多角化併購時，因併購綜效較難預測，故公司會傾向選擇高聲譽之獨立專家出具評價報告，此結果雖未達顯著，但 P 值已接近顯著水準。

以上為模型(1)解釋變數對被解釋變數影響之分析，值得額外說明的是，控

制變數中，在併購年度(YD\*)上，實證結果顯示其與高聲譽獨立專家之選擇呈現負相關，且達 10% 的顯著水準，顯示近年來企業越來越不傾向選擇高聲譽之獨立專家。本研究認為其原因可能與成本因素及主管機關的態度有關，事實上本研究前揭獨立專家相關細部規範不完善之問題，立法單位在 2004 年修正企業併購法時便已注意到了，在該次修正案的黨團朝野協商結論內容中曾提及：「本法(企併法)第 6 條條文中有關獨立專家之專業職能內容與職業道德標準，攸關企業併購方案能否順利公平合理地進行，係企業併購活動中非常重要的一環，因此必須要有一個客觀公允專業的標準與應具備之積極與消極資格之要件，故政府主管機關應於發佈之行政規章加以明確規範與解釋」顯見立法機關早已意識到此問題，並將法律補充之權限授予主管機關，而行政院亦於 2005 年開始草擬「公開發行公司及其資產鑑價作業要點」，只是該要點從草擬至今已逾 6 年，目前仍未出爐，顯示行政機關對獨立專家制度並不重視，對於制度之補充與改善亦不積極，在主管機關消極的態度下，公司自然亦會基於成本考量，傾向不選擇高聲譽之獨立專家。

## 2. 以產業專精程度衡量獨立專家聲譽

表 4-6 的第 4 到 6 欄列示了各解釋變數對高聲譽獨立專家(以產業專精程度衡量聲譽)聘僱決策之影響。在解釋變數方面，可發現除了衡量財務風險的負債比率達到顯著外，其餘解釋變數對以產業專精程度作為衡量標準的高聲譽獨立專家均無顯著影響。顯示以規模衡量聲譽之高聲譽專家可能比以產業專精程度衡量聲譽之高聲譽專家更具消極認證功能。此外，值得一提的是，在產業控制的部分，產業控制變數(IND)在表 4-6 第 4 到 6 欄的迴歸結果中均達到顯著水準，且方向為負，顯示非電子產業之主併公司，相較於電子產業之主併公司會更傾向選擇高產業專精之獨立專家為其出具評價報告。

### (二) 以評價專精程度衡量獨立專家聲譽

表 4-7 列示以評價件數市佔率(EXP\_VC)及評價金額市佔率(EXP\_VM)衡量獨立專家聲譽之 Logit 迴歸結果。第 1 及 4 欄係在控制變數的控制下，僅以公司特性變數解釋聘僱高聲譽獨立專家之可能性；第 2 及 5 欄係在控制變數的控制下，僅以交易特性變數解釋聘僱高聲譽獨立專家之可能性；第 3 及 6 欄則將兩類變數均納入迴歸中，解釋兩類型變數對聘僱高聲譽獨立專家決策之影響。迴歸結果顯示，無論是以評價件數市佔率(EXP\_VC)、評價金額市佔率(EXP\_VM)衡量獨立專家聲譽，三種實證模式之適配度(Pseudo R<sup>2</sup>)均以同時納入兩類型變數之第 3 及 6 欄為最高，其值分別為 0.134、0.277，顯示同時將兩類型變數納入迴歸式時迴歸式的解釋能力最好。但在 LR Chi<sup>2</sup> 值方面，以評價件數市佔率(EXP\_VC)衡量獨立專家聲譽之模型中，僅有欄 2 達到顯著，欄 3 同時將公司特性與交易特性納入迴歸時，LR Chi<sup>2</sup> 反而不顯著，至於以評價金額市佔率(EXP\_VM)衡量獨立專家聲譽的欄 4 到欄 6 則均有達到顯著水準，且 Pseudo R<sup>2</sup> 也明顯大於欄 1-3，顯示以評價金額市佔率(EXP\_VM)衡量獨立專家聲譽之模型解釋能力較以評價件數市佔率(EXP\_VC)衡量獨立專家聲譽之模型好。

### 1.以評價件數市佔率衡量獨立專家聲譽

表 4-7 欄 1 到欄 3 列示各解釋變數對高聲譽獨立專家(以評價件數市佔率衡量聲譽)聘僱之影響。迴歸結果顯示，除了欄 2 的交易規模(TSIZE)變數外，各解釋變數對於被解釋變數(EXP\_VC)均無顯著影響。而欄 2 的交易規模(TSIZE)係數為負與預期相反，顯示當併購交易規模越大時，公司反而會傾向選擇較不具聲譽的獨立專家簽發評價報告，並不支持本研究認為當交易規模越大公司應會越傾向選擇較具聲譽獨立專家之假說 H1-2b-2。本研究認為，會造成此模型本身解釋力不高，且結果與研究預期相反的結果，可能與以評價件數做為衡量獨立專家聲譽之方式有關，事實上在我國評價市場尚未成熟前，若只單純考量評價件數，並不能做為獨立專家高聲譽的衡量標準，因為獨立專家可能會靠「公費低廉」去吸引顧客，因此評價件數市佔率高的獨立專家是否能視為高聲譽專家，便會有疑問，

為了解決僅以評價件數市佔率衡量聲譽所造成的問題，本研究在後段將會納入本業專精程度與評價專精程度同時綜合評量，以觀察其影響變化。

表 4-7 是否聘僱高聲譽專家(以評價專精程度衡量)的 Logit 迴歸結果

	預期 方向	(1) EXP_VC	(2) EXP_VC	(3) EXP_VC	(4) EXP_VM	(5) EXP_VM	(6) EXP_VM
截距項		1.089 (0.754)	-1.719 (0.507)	1.029 (0.802)	-2.836 (0.463)	-11.78*** (0.000)	-5.404 (0.261)
解釋變數							
公司特性變數							
DEBT	+	0.018 (0.224)		0.022 (0.193)	0.012 (0.489)		0.016 (0.414)
DSTOCK	?	-0.010 (0.657)		-0.006 (0.816)	-0.041 (0.126)		-0.038 (0.215)
BSTOCK	?	-1.567 (0.583)		-0.521 (0.870)	1.656 (0.609)		3.477 (0.361)
INST	?	0.014 (0.320)		0.013 (0.396)	<b>0.028*</b> (0.096)		0.028 (0.122)
DEV	+	-0.006 (0.357)		-0.008 (0.317)	<b>-0.014*</b> (0.076)		-0.014 (0.139)
DSIZE	?	-0.649 (0.397)		-0.008 (0.993)	-1.007 (0.236)		-0.387 (0.694)
IND_BR	?	0.053 (0.970)		-0.493 (0.744)	-0.155 (0.924)		-0.562 (0.757)
交易特性變數							
PREM	+		0.230 (0.161)	0.245 (0.165)		<b>0.465**</b> (0.013)	<b>0.417**</b> (0.043)
RELSIZE	+		1.021 (0.140)	0.896 (0.157)		1.379 (0.101)	1.145 (0.102)
TSIZE	+		<b>-0.334*</b> (0.096)	-0.328 (0.109)		-0.359 (0.135)	-0.380 (0.115)
MSTYLE_V	-		-0.432 (0.535)	-0.795 (0.288)		0.445 (0.622)	-0.077 (0.937)
MSTYLE_H	-		0.252 (0.633)	-0.163 (0.785)		1.031 (0.136)	0.704 (0.351)
控制變數							
SIZE		-0.081 (0.704)	<b>0.403*</b> (0.076)	0.196 (0.505)	0.216 (0.364)	<b>0.952***</b> (0.001)	<b>0.614*</b> (0.075)
IND		0.628 (0.387)	1.059 (0.205)	1.056 (0.236)	0.791 (0.353)	1.592 (0.155)	1.539 (0.195)
YD*		<b>-1.344**</b> (0.019)	<b>-1.358**</b> (0.019)	<b>-1.409**</b> (0.021)	<b>-1.360**</b> (0.029)	<b>-1.580**</b> (0.014)	<b>-1.564**</b> (0.023)
Pseudo R <sup>2</sup>		0.078	0.107	0.134	0.183	0.226	0.277
LR Chi <sup>2</sup>		11.99	<b>16.46**</b>	20.51	<b>26.41***</b>	<b>32.62***</b>	<b>39.93***</b>

本表模式為 $EXP=f(\text{公司特性變數、交易特性變數})$ 。上標\*、\*\*、\*\*\*分別表示已達10%、5%、1%的顯著水準，括弧內為P-value。EXP\_VC為以評價件數市佔率為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為1，其餘為0；EXP\_VM為以評價交易金額市佔率為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為1，其餘為0；DEBT為負債比率；DSTOCK為董監持股比率；BSTOCK為外部大股東持股比率；INST為機構投資人持股比率；DEV為盈餘股份偏離比；DSIZE為董事會人數取自然對數；IND\_BR為獨立董事席次比率；PREM為併購溢價；RELSIZE為主併與被併公司相對規模；TSIZE為交易規模；MSTYLE\_V為垂直併購，是為1，其餘為0；MSTYLE\_H為水平併購，是為1，其餘為0；SIZE為公司規模，其計算為公司總資產取自然對數；IND為產業控制變數，電子業為1，其餘為0；YD\*為年份控制變數，2007年以前為1，其餘為0。

## 2.以評價金額市佔率衡量獨立專家聲譽

表 4-7 欄 3 到欄 6 列示各解釋變數對高聲譽獨立專家(以評價金額市佔率衡量聲譽)聘僱之影響。迴歸結果顯示，在未納入交易特性變數之前，機構投資人持股(INST)與盈餘股份偏離比(DEV)兩變數對被解釋變數之影響達到顯著。其中機構投資人之部分分析如同前述不再贅述，而盈餘股份偏離比之係數方向則與本研究預期相反，顯示當公司盈餘分配權與股份控制權偏離程度較高時，公司可能會傾向聘僱高聲譽之獨立專家，作為交易公平及控制股東無不法行為之認證，與本研究認為控制股東會有反監督行為之預期不符。然而，同時納入公司特性變數及交易特性變數時，上述兩變數均會變得不顯著，顯示控制交易特性後，盈餘股份偏離程度與機構投資人持股均不再有顯著影響。

而交易特性變數方面可發現以評價金額市佔率衡量獨立專家聲譽時，併購溢價(PREM)達到了正向顯著的效果，顯示當併購溢價較高時，公司會傾向選擇高評價金額市佔率的獨立專家。

### (三)以本業專精程度與評價專精程度綜合評量獨立專家聲譽

如同前述，在我國評價市場尚未成熟前，若只單純考量評價件數市佔率，並不能做為獨立專家聲譽的衡量標準，因為獨立專家可能會靠「公費低廉」去吸引顧客，使得公費低廉的評價專家因此擁有較高的評價件數市佔率，如此一來，高評價件數市佔率的獨立專家本身是否為高聲譽，便會產生疑問。為了解決單以評價家數衡量聲譽所造成的問題，本研究將本業產業專精程度與評價件數市佔率同時作為聲譽衡量標準，衡量方式為當獨立專家同時符合本業產業專精程度及評價件數市佔率要件時，才將其視為高聲譽獨立專家，只符合其中一條件者則視為非高聲譽專家。

表 4-8 列示以產業專精程度及評價件數市佔率(EXP\_INDVC)衡量獨立專家聲譽之 Logit 迴歸結果。第 1 欄係在控制變數的控制下，僅以公司特性變數解釋

聘僱高聲譽獨立專家之可能性；第 2 欄係在控制變數的控制下，僅以交易特性變數解釋聘僱高聲譽獨立專家之可能性；第 3 欄則將兩類變數均納入迴歸中，解釋兩類型變數對聘僱高聲譽獨立專家決策之影響。迴歸結果顯示，三種實證模式之適配度(Pseudo  $R^2$ )以同時納入兩類型變數之第 3 欄為最高，其值為 0.291，顯示同時將兩類型變數納入迴歸式時迴歸式的適配度最好。在 LR  $\text{Chi}^2$  值方面，欄 1 及欄 3 均有達到顯著水準，表示納入公司治理特性變數之模型解釋能力較好。若同時比較表 4-6 之欄 6 及表 4-7 之欄 3 亦可發現，以產業專精程度及評價件數市佔率(EXP\_INDVC)衡量獨立專家聲譽之模型，Pseudo  $R^2$  及 LR  $\text{Chi}^2$  值均較以本業產業專精程度(EXP\_IND)及評價件數市佔率(EXP\_VC)衡量獨立專家聲譽之模型要高，顯示將兩種衡量標準結合衡量時，模型的適配度為最佳。

在公司特性變數中，負債比率(DEBT)及外部大股東持股(BSTOCK)均達到了顯著水準，負債比率(DEBT)的係數方向為正，支持研究假說 H1-1a，顯示同時具備本業專精及評價專精之獨立專家有消極認證功能可降低債權人與股東間之代理成本，故負債比率越高的公司才會較傾向聘僱高聲譽獨立專家；而外部大股東持股(BSTOCK)方面，其係數為負，與前述以規模專精衡量聲譽之模型中機構投資人持股(INST)之係數方向一致，顯示當外部大股東持股比率越高時，公司越不傾向選擇高聲譽獨立專家，外部大股東持股與高聲譽專家選擇兩者之間存在關聯性，支持研究假說 H1-2b-2。而造成兩者之間為負相關之原因，可能與前述機構投資人處之分析相同，亦即，外部大股東持股之係數為負向可能受到效率監督假說之影響，亦可能是受到利益侵害假說之影響，故同樣的，無論是受哪個假說影響，其受影響的前提皆是因為我國獨立專家制度具有外部治理之消極認證功能所致，故不管採取哪一種假說，均能證明我國獨立專家之消極認證功能。

在交易特性方面，在單獨納入交易特性變數及控制變數的模型中(表 4-8 欄 2)，各解釋變數均不具解釋能力。但在同時加入公司特性及交易特性的模型中(表 4-8 欄 3)，則可發現原先不顯著的併購溢價此時達到了顯著，且方向符合研究預

期為正，顯示在納入公司特性的控制後，當併購溢價越高時主併公司會越傾向選擇高聲譽之獨立專家為其出具評價報告，支持研究假說 H1-3a，證實了獨立專家之消極認證功能。

表 4-8 是否聘僱高聲譽專家(以本業專精及評價專精綜合衡量)的 Logit 迴歸結果

	預期 方向	(1) EXP_INDVC	(1) EXP_INDVC	(1) EXP_INDVC
截距項		-4.027 (0.506)	-1.623 (0.684)	-7.672 (0.317)
<b>解釋變數</b>				
<b>公司特性變數</b>				
DEBT	+	<b>0.059**</b> (0.022)		<b>0.086**</b> (0.011)
DSTOCK	?	0.037 (0.296)		0.042 (0.285)
BSTOCK	?	<b>-10.320*</b> (0.060)		<b>-10.600*</b> (0.080)
INST	?	-0.015 (0.519)		-0.022 (0.378)
DEV	+	0.005 (0.693)		0.004 (0.753)
DSIZE	?	-1.621 (0.152)		-1.046 (0.431)
IND_BR	?	0.608 (0.801)		0.944 (0.735)
<b>交易特性變數</b>				
PREM	+		0.182 (0.420)	<b>0.453*</b> (0.098)
RELSIZE	+		0.456 (0.199)	0.594 (0.250)
TSIZE	+		-0.173 (0.507)	-0.084 (0.787)
MSTYLE_V	-		-0.613 (0.636)	-1.229 (0.448)
MSTYLE_H	-		0.647 (0.442)	-0.001 (0.999)
<b>控制變數</b>				
SIZE		0.242 (0.511)	0.159 (0.603)	0.377 (0.438)
IND		-0.909 (0.348)	-0.100 (0.927)	-0.845 (0.513)
YD*		<b>-2.250*</b> (0.084)	-1.557 (0.159)	<b>-2.235*</b> (0.068)
Pseudo R <sup>2</sup>		0.211	0.105	0.291
LR Chi <sup>2</sup>		<b>17.35**</b>	8.60	<b>23.85**</b>

本表模式為 $EXP=f(\text{公司特性變數、交易特性變數})$ 。上標\*、\*\*、\*\*\*分別表示已達10%、5%、1%的顯著水準，括弧內為P-value。各變數定義如下：EXP\_INDVC為以本業產業專精及評價件數市佔率為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為1，其餘為0；DEBT為負債比率；DSTOCK為董監持股比率；BSTOCK為外部大股東持股比率；INST為機構投資人持股比率；DEV為盈餘股份偏離比；DSIZE為董事會人數取自然對數；IND\_BR為獨立董事席次比率；PREM為併購溢價；RELSIZE為主併與被併公司相對規模；TSIZE為交易規模；MSTYLE\_V為垂直併購，是為1，其餘為0；MSTYLE\_H為水平併購，是為1，其餘為0；SIZE為公司規模，其計算為公司總資產取自然對數；IND為產業控制變數，電子業為1，其餘為0；YD\*為年份控制變數，2007年以前為1，其餘為0。

表 4-8 欄 3 顯著的三個解釋變數中，外部大股東持股(BSTOCK)與併購溢價(PREM)在原先分別以本業產業專精程度(EXP\_IND)及評價件數市佔率(EXP\_VC)作為獨立專家聲譽衡量標準之模型中均未達顯著水準，顯示同時符合產業專精程度及評價專精程度要件之獨立專家，其消極認證功能會較僅符合產業專精程度要件或評價專精程度要件之獨立專家好。



## 第二節 積極認證功能之實證分析結果

本節透過獨立專家之選擇與併購後績效之關聯性探討我國獨立專家是否具有替市場排除不具綜效交易之積極認證功能。本節所稱之高聲譽專家係參考前節之實證結果，在各種衡量標準中選擇模型解釋力最高的一種做為衡量聲譽之標準，本業專精程度的部分選擇本業規模(EXP\_BIG4)衡量，評價專精程度的部分以評價金額市佔率(EXP\_VM)衡量，最後在本業專精程度及評價專精程度綜合評量的部分，則以產業專精程度及評價件數市佔率(EXP\_INDVC)作為綜合衡量指標。

### 一、敘述性統計分析

表 4-9 列示併購後各績效指標成長幅度之基本敘述統計量。

表 4-9 模型(2)基本敘述統計量(N=114)

被解釋變數(%)	平均數	Q1	中位數	Q3	最小值	最大值	標準差
<b>營運綜效</b>							
ROE_D	-5.087	-10.693	-3.272	2.652	-74.238	70.290	17.504
GPR_D	-4.277	-7.065	-1.865	0.762	-64.082	17.965	10.584
ATURN_D	-0.070	-0.282	-0.074	0.087	-1.385	1.053	0.381
<b>財務綜效</b>							
ACIDR_D	-18.615	-34.160	-5.681	20.455	-762.335	162.628	100.646
DEBT_D	1.974	-4.793	1.424	7.860	-55.700	50.553	13.071
<b>市場綜效</b>							
MKS_D	0.828	-0.048	0.095	0.779	-4.889	19.834	2.852

上述數據均表示併購後兩年績效平均數與併購前兩年績效平均數之差異數，所有數據均經過產業中位數平減。各指標定義如下(上表指標名稱後加上\_D表示併購後兩年平均與前兩年平均之差異數)：ROE為淨值報酬率(常績淨利)，計算方式為常績性淨利/平均股東權益；GPR為營業毛利率，計算方式為營業毛利/營業收入淨額；ATURN為總資產週轉率，計算方式為全年營收/平均資產總額；ACIDR為速動比率，計算方式為速動資產/流動負債；DEBT為負債比率，計算方式為負債總額/資產總額；MKS為市場佔有率，計算方式為個別企業之營收/產業總營收。

在營運綜效方面，表 4-9 顯示，併購後各營運綜效成長幅度之平均數與中位數接近但均為負值，顯示整體而言，我國併購案在併購後主併公司之營運綜效並未提升反而有下降的現象。在財務綜效方面，衡量短期償債能力的速動比率平均

成長幅度(ACIDR\_D)亦為負數，顯示主併公司併購後之短期償債能力，平均而言是降低的；而在長期財務風險方面，負債比率成長幅度(DEBT\_D)的平均數為正，表示平均而言，主併公司在併購後均有增加舉債之現象。最後，在市場綜效方面，主併公司併購後市場佔有率之成長幅度平均為正，顯示整體而言，併購活動能夠帶來市場綜效，使主併公司之市場占有率有所提升。

## 二、單變量分析

為了觀察獨立專家之應聘選擇與併購後續效的關聯性，本研究將全體樣本依是否由高聲譽專家簽發評價報告分為兩組，分別為組別\_1(高聲譽)與組別\_0(非高聲譽)，再依分組進行獨立樣本 t 檢定，以觀察高聲譽組與非高聲譽組專家所選擇之併購案，併購後綜效是否有顯著差異。

表 4-10 列示以本業規模(EXP\_BIG4)衡量聲譽時，高聲譽組與非高聲譽組專家所選擇之併購案併購後綜效之平均數及差異檢定。在營運綜效的部分，無論是高聲譽組還是非高聲譽組，併購後相關績效指標的前後期差異均為負數，顯示整體而言無論是由高聲譽還是非高聲譽獨立專家簽發評價報告，樣本中主併公司併購後績效均是衰退的。而就衰退幅度而言，淨值報酬率(ROE)及總資產週轉率(ATURN)均呈現高聲譽組衰退幅度大於低聲譽組的情況，在總資產週轉率(ATURN)上兩組差異更達顯著水準( $t=1.9397$ )，表示高聲譽獨立專家選擇應聘之併購案，併購後資產運用效率會變差。在財務綜效方面，併購後兩組之速動比率前後期變化均為負值，顯示無論是高聲譽組或低聲譽組在併購後短期償債能力均會降低，其中，雖然高聲譽組的衰退幅度比較小，但兩組差異並不顯著( $t=-0.5967$ )。就長期財務風險方面，兩組之負債比率則均呈上升的趨勢，其中高聲譽組上升的比率較高，但差異未達顯著水準( $t=-0.5967$ )。在市場綜效方面，雖然兩組差異並不顯著( $t=1.3780$ )，但高聲譽組之市場佔有率前後期差異為負值，非高聲譽組之前後期差異則反而為正值，表示由高聲譽組專家簽發評價報告之併購案，主併公

司在併購後市場佔有率反而會下降，而非高聲譽組則反而會上升。

表 4-10 高低聲譽組併購後綜效差異 t 檢定—以本業規模衡量聲譽

被解釋變數	平均數	Q1	中位數	Q3	標準差	平均數檢定 差異	檢定
<b>營運綜效(%)</b>							
ROE_D_BIG4_1	-8.801	-20.147	-4.495	1.587	29.083		0.948
ROE_D_BIG4_0	-4.436	-9.790	-2.872	2.652	14.724	-4.365	(0.345)
GPR_D_BIG4_1	-4.012	-6.640	-1.175	1.462	8.200		-0.111
GPR_D_BIG4_0	-4.323	-7.093	-2.070	0.525	10.984	0.311	(0.912)
ATURN_D_BIG4_1	-0.234	-0.325	-0.112	0.047	0.429		<b>1.940</b>
ATURN_D_BIG4_0	-0.042	-0.245	-0.072	0.087	0.367	-0.192	(0.055)
<b>財務綜效(%)</b>							
ACIDR_D_BIG4_1	-2.668	-19.395	4.147	56.033	98.425		-0.707
ACIDR_D_BIG4_0	-21.409	-35.518	-5.835	15.387	101.272	18.741	(0.481)
DEBT_D_BIG4_1	3.724	-4.242	3.840	19.425	22.269		-0.597
DEBT_D_BIG4_0	1.668	-4.858	1.200	6.762	10.854	2.056	(0.552)
<b>市場綜效(%)</b>							
MKS_D_BIG4_1	-0.047	-0.609	0.064	0.415	1.967		1.378
MKS_D_BIG4_0	0.982	-0.037	0.095	0.789	2.961	-1.029	(0.171)

觀察值共 114 筆，其中高聲譽專家組有 17 筆，非高聲譽專家組有 97 筆。上述數據均表示併購後兩年績效平均數與併購前兩年績效平均數之差異數，所有數據均經過產業中位數平減。各指標定義如下(上表指標名稱後加上\_D 表示併購後兩年平均減前兩年平均之數)：ROE 為淨值報酬率(常續淨利)，計算方式為常續性淨利/平均股東權益；GPR 為營業毛利率，計算方式為營業毛利/營業收入淨額；ATURN 為總資產週轉率，計算方式為全年營收/平均資產總額；ACIDR 為速動比率，計算方式為速動資產/流動負債；DEBT 為負債比率，計算方式為負債總額/資產總額；MKS 為市場佔有率，計算方式為個別企業之營收/產業總營收。

表 4-11 列示以評價金額市佔率(EXP\_VM)衡量聲譽時，高聲譽組與非高聲譽組專家所選擇之併購案併購後綜效之平均數及差異檢定。在營運綜效的部分，結果與表 4-10 相似，無論是高聲譽組還是非高聲譽組，併購後相關綜效指標的前後期差異均為負值，顯示整體而言，無論是由高聲譽還是非高聲譽獨立專家簽發評價報告，樣本中主併公司併購後綜效均是衰退的。但就衰退幅度而言，淨值報酬率(ROE)及營業毛利率(GPR)則呈現非高聲譽組衰退幅度大於高聲譽組的情況，不過，兩組差異並不顯著( $t=-0.5449$ 、 $-1.0087$ )。在財務綜效方面，併購後兩組之速動比率前後期變化均為負值，顯示無論是高聲譽組或非高聲譽組在併購後短期

償債能力均會降低，其中雖然高聲譽組的衰退幅度比較小，但差異未達顯著(t=-0.1387)。在財務結構方面，則呈現高聲譽組負債比率降低而非高聲譽組負債比率上升之情況，顯示高聲譽組主併公司在併購後其長期財務風險會降低，惟差異未達顯著(t=1.5610)。在市場綜效方面，無論高聲譽組或非高聲譽組，前後期市場佔有率差異均為正值，顯示整體而言，兩組的主併公司在併購後市場佔有率是會提高的，其中高聲譽組的成長幅度更顯著高於非高聲譽組(t=-3.1538)，代表評價金額市佔率較高之獨立專家選擇簽發評價報告之併購案，併購後市場綜效較好，與研究預期相同。

表 4-11 高低聲譽組併購後綜效差異 t 檢定—以評價金額市佔率衡量聲譽

被解釋變數	平均數	Q1	中位數	Q3	標準差	平均數檢定 差異	檢定
<b>營運綜效(%)</b>							
ROE_D_VM_1	-3.741	-11.245	-3.665	2.652	16.931		-0.545
ROE_D_VM_0	-5.683	-10.693	-1.940	2.685	17.825	1.942	(0.587)
GPR_D_VM_1	-2.774	-4.747	-2.270	0.490	7.321		-1.009
GPR_D_VM_0	-4.942	-7.550	-1.678	0.815	11.725	2.168	(0.315)
ATURN_D_VM_1	-0.082	-0.352	-0.123	0.102	0.363		0.214
ATURN_D_VM_0	-0.065	-0.252	-0.068	0.087	0.391	-0.017	(0.831)
<b>財務綜效(%)</b>							
ACIDR_D_VM_1	-16.642	-46.507	-10.090	15.010	90.854		-0.139
ACIDR_D_VM_0	-19.489	-32.980	-2.882	23.340	105.235	2.847	(0.890)
DEBT_D_VM_1	-0.879	-5.915	-1.605	6.427	13.443		1.561
DEBT_D_VM_0	3.238	-4.242	1.700	8.653	12.786	-4.117	(0.121)
<b>市場綜效(%)</b>							
MKS_D_VM_1	2.047	0.011	0.211	3.303	4.462		<b>-3.154</b>
MKS_D_VM_0	0.289	-0.055	0.069	0.415	1.464	1.758	(0.002)

觀察值共 114 筆，其中高聲譽專家組有 35 筆，非高聲譽專家組有 79 筆，上述數據均表示併購後兩年績效平均數與併購前兩年績效平均數之差異數，所有數據均經過產業中位數平減。各指標定義如下(上表指標名稱後加上\_D 表示併購後兩年平均減前兩年平均之數)：ROE 為淨值報酬率(常續淨利)，計算方式為常續性淨利/平均股東權益；GPR 為營業毛利率，計算方式為營業毛利/營業收入淨額；ATURN 為總資產週轉率，計算方式為全年營收/平均資產總額；ACIDR 為速動比率，計算方式為速動資產/流動負債；DEBT 為負債比率，計算方式為負債總額/資產總額；MKS 為市場佔有率，計算方式為個別企業之營收/產業總營收。

表 4-12 列示以產業專精程度及評價件數市佔率(EXP\_INDVC)綜合衡量聲譽時，高聲譽組與非高聲譽組專家所選擇之併購案，併購後綜效之平均數及差異檢

定。在營運綜效的部分，結果與表 4-10 相似，無論是高聲譽組還是非高聲譽組，併購後相關績效指標的前後期差異均為負值，且就衰退幅度而言，三種指標亦均呈現高聲譽組衰退幅度大於非高聲譽組的情況，雖然差異都不顯著( $t=0.4963$ 、 $0.0590$ 、 $1.6014$ )，但總資產週轉率(ATURN)差異之 P 值已接近顯著水準。在財務綜效方面，併購後高聲譽組之速動比率前後期變化為正值，而非高聲譽組則為負數，顯示高聲譽組在併購後短期償債能力會提升，而非高聲譽組則會降低，但差異並不顯著( $t=-0.7971$ )。在財務結構方面，無論高聲譽組或非高聲譽組負債比率均會上升，高聲譽組上升幅度比非高聲譽組高，但差異未達顯著( $t=-0.6467$ )。在市場綜效方面，無論高聲譽組還是非高聲譽組其前後期市場佔有率差異均為正，顯示整體而言，主併公司在併購後市場佔有率是會提高的，但高聲譽組的成長幅度低於非高聲譽組，不過差異並不顯著( $t=0.8829$ )。

表 4-12 高低聲譽組併購後綜效差異 t 檢定—以產業專精及評價專精程度衡量聲譽

被解釋變數	平均數	Q1	中位數	Q3	標準差	平均數檢定 差異	檢定
<b>營運綜效(%)</b>							
ROE_D_INDVC_1	-7.363	-26.355	-3.235	3.560	33.076		0.496
ROE_D_INDVC_0	-4.794	-10.095	-3.310	1.855	14.635	-2.569	(0.621)
GPR_D_INDVC_1	-4.440	-6.668	-1.175	2.023	9.290		0.059
GPR_D_INDVC_0	-4.256	-7.065	-2.070	0.490	10.781	-0.184	(0.953)
ATURN_D_INDVC_1	-0.229	-0.325	-0.060	0.102	0.489		1.601
ATURN_D_INDVC_0	-0.050	-0.252	-0.075	0.087	0.363	-0.179	(0.112)
<b>財務綜效(%)</b>							
ACIDR_D_INDVC_1	2.362	-6.210	19.493	60.708	112.945		-0.797
ACIDR_D_INDVC_0	-21.315	-35.460	-6.995	15.010	99.253	23.677	(0.427)
DEBT_D_INDVC_1	4.187	-4.242	3.840	19.497	25.583		-0.647
DEBT_D_INDVC_0	1.690	-4.793	1.370	6.625	10.668	2.497	(0.519)
<b>市場綜效(%)</b>							
MKS_D_INDVC_1	0.171	-0.529	0.105	0.676	2.143		0.883
MKS_D_INDVC_0	0.913	-0.041	0.094	0.779	2.929	-0.742	(0.379)

觀察值共 114 筆，其中高聲譽專家組有 13 筆，非高聲譽專家組有 101 筆。上述數據均表示併購後兩年績效平均數與併購前兩年績效平均數之差異數，所有數據均經過產業中位數平減。各指標定義如下(上表指標名稱後加上\_D 表示併購後兩年平均減前兩年平均之數)：ROE 為淨值報酬率(常續淨利)，計算方式為常續性淨利/平均股東權益；GPR 為營業毛利率，計算方式為營業毛利 / 營業收入淨額；ATURN 為總資產週轉率，計算方式為全年營收/平均資產總額；ACIDR 為速動比率，計算方式為速動資產/流動負債；DEBT 為負債比率，計算方式為負債總額/資產總額；MKS 為市場佔有率，計算方式為個別企業之營收/產業總營收。

### 三、多元迴歸分析

以單變量方式進行初步檢驗後，本研究另針對獨立專家選擇及併購後績效變化進行多元迴歸分析，以併購案前後兩年平均績效之變化做為被解釋變數，獨立專家之聲譽作為自變數，並以公司特性、交易特性、產業、年份等做為控制變數，探討高低聲譽之應聘選擇與併購綜效間是否存在關聯性。本模型各變數間之相關係數分析請參見表 4-4。各條迴歸式均已做過變異膨脹因子(VIF)檢定，其 VIF 值均未大於 5，變數共線性問題並不嚴重。

首先，就營運綜效而言，表 4-13 列示以淨值報酬率併購前後平均差異 (ROE\_D)、營業毛利率併購前後平均差異(GPR\_D)為被解釋變數的 OLS 迴歸結果。第 1 及 4 欄之解釋變數為以本業規模(EXP\_BIG4)衡量聲譽之獨立專家，第 2 及 5 欄之解釋變數為以評價金額市佔率(EXP\_VM)衡量聲譽之獨立專家，第 3 及 6 欄之解釋變數則為以產業專精程度及評價件數市佔率(EXP\_INDVC)衡量聲譽之獨立專家。迴歸結果顯示，無論是以淨值報酬率併購前後平均差異 (ROE\_D)、營業毛利率併購前後平均差異(GPR\_D)做為被解釋變數，或以本業規模(EXP\_BIG4)、評價金額市佔專精(EXP\_VM)、產業專精程度加評價件數市佔率(EXP\_INDVC)衡量獨立專家之聲譽，各條迴歸式之適配度(Adj R<sup>2</sup>)均不高，且 F 值均未達顯著，顯示模型本身不具解釋能力，高低聲譽獨立專家之應聘選擇與公司併購後淨值報酬率成長及營業毛利率成長不具關聯。

在資產運用效率方面，表 4-14 列示以總資產週轉率(ATURN\_D)做為被解釋變數的 OLS 迴歸結果，從表中可知，欄 1 到欄 3 各解釋變數之係數均為負值，顯示無論以何種方式衡量獨立專家之聲譽，由高聲譽獨立專家選擇應聘之併購案，併購後總資產運用效率會較差，其中以本業規模(EXP\_BIG4)衡量獨立專家聲譽的迴歸式中，係數更達到顯著水準。上述迴歸結果顯示我國獨立專家在營運綜效方面，可能未具積極認證功能，並不支持研究假說 H2-1。

表 4-13 獨立專家聲譽與併購後綜效之迴歸結果—營運綜效 1

被解釋變數(%)	(1) ROE_D	(2) ROE_D	(3) ROE_D	(4) GPR_D	(5) GPR_D	(6) GPR_D
截距項	1.529 (0.963)	5.959 (0.862)	1.202 (0.972)	-36.040 (0.120)	-35.500 (0.137)	-36.700 (0.116)
<b>解釋變數</b>						
EXP_BIG4	-5.318 (0.448)			-0.034 (0.991)		
EXP_VM		3.918 (0.401)			0.663 (0.782)	
EXP_INDVC			-5.202 (0.556)			-2.131 (0.498)
<b>控制變數</b>						
DSTOCK	0.214 (0.271)	0.209 (0.311)	0.215 (0.271)	0.149 (0.159)	0.152 (0.159)	0.159 (0.145)
BSTOCK	-4.265 (0.861)	-7.248 (0.758)	-5.682 (0.826)	20.700 (0.188)	20.270 (0.210)	20.300 (0.201)
INST	-0.018 (0.872)	0.002 (0.987)	-0.002 (0.985)	-0.043 (0.443)	-0.045 (0.442)	-0.050 (0.391)
DEV	0.038 (0.600)	0.052 (0.470)	0.046 (0.539)	0.013 (0.712)	0.014 (0.678)	0.014 (0.680)
DSIZE	-4.739 (0.429)	-4.951 (0.367)	-5.770 (0.283)	-3.930 (0.201)	-3.909 (0.204)	-4.211 (0.179)
IND_BR	-15.760 (0.121)	-14.930 (0.150)	-15.190 (0.144)	-4.936 (0.445)	-4.911 (0.446)	-4.988 (0.441)
PREM	-1.672 (0.217)	-2.264* (0.099)	-1.883 (0.139)	-0.508 (0.440)	-0.553 (0.372)	-0.458 (0.464)
RELSIZE	0.945 (0.585)	-0.108 (0.945)	0.745 (0.660)	1.133 (0.255)	1.040 (0.314)	1.262 (0.199)
TSIZE	-1.914 (0.268)	-1.506 (0.369)	-1.713 (0.338)	0.084 (0.920)	0.113 (0.889)	0.067 (0.934)
MSTYLE_V	-3.586 (0.494)	-3.108 (0.551)	-3.254 (0.530)	-4.290 (0.219)	-4.286 (0.218)	-4.344 (0.213)
MSTYLE_H	0.490 (0.926)	0.058 (0.991)	0.869 (0.861)	1.499 (0.471)	1.429 (0.510)	1.661 (0.421)
SIZE	2.428 (0.178)	1.546 (0.436)	2.231 (0.227)	1.813 (0.104)	1.740 (0.144)	1.920* (0.092)
IND	2.697 (0.509)	2.142 (0.581)	2.927 (0.459)	4.477 (0.401)	4.339 (0.421)	4.462 (0.399)
YD*	2.671 (0.374)	3.981 (0.221)	2.696 (0.376)	4.157 (0.128)	4.297 (0.119)	3.966 (0.147)
adj. R <sup>2</sup>	-0.028	-0.031	-0.031	0.038	0.038	0.042
F	1.858	1.760	1.702	0.981	1.030	0.996

本表模式為PERFORM=f(專家聲譽、控制變數)。上標\*、\*\*、\*\*\*分別表示已達10%、5%、1%的顯著水準，括弧內為P-value。各變數之VIF均未大於5，且已用Huber-White Robust Standard Errors 調整異質性。各指標定義如下(上表指標名稱後加上\_D表示併購後兩年平均減前兩年平均之數)：ROE為淨值報酬率(常續淨利)，計算方式為常續性淨利/平均股東權益；GPR為營業毛利率，計算方式為營業毛利 /營業收入淨額；EXP\_BIG4為以本業規模為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為1，其餘為0；EXP\_VM為以評價交易金額市佔率為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為1，其餘為0；EXP\_INDVC為以本業及評價專精綜合衡量之獨立專家聲譽，有高聲譽者為1，其餘為0；DEBT為負債比率；DSTOCK為董監持股比率；BSTOCK為外部大股東持股比率；INST為機構投資人持股比率；DEV為盈餘股份偏離比；DSIZE為董事會人數取自然對數；IND\_BR為獨立董事席次比率；PREM為併購溢價；RELSIZE為主併與被併公司相對規模；TSIZE為交易規模；MSTYLE\_V為垂直併購，是為1，其餘為0；MSTYLE\_H為水平併購，是為1，其餘為0；SIZE為公司規模，計算方式為公司總資產取自然對數；IND為產業控制，電子業為1，其餘為0；YD\*為年份控制。

表 4-14 獨立專家聲譽與併購後綜效之迴歸結果—營運綜效 2

被解釋變數(%)	(1) ATURN_D	(2) ATURN_D	(3) ATURN_D
截距項	-1.304** (0.046)	-1.251* (0.071)	-1.305** (0.048)
解釋變數			
EXP_BIG4	<b>-0.235*</b> (0.070)		
EXP_VM		-0.006 (0.947)	
EXP_INDVC			-0.186 (0.222)
控制變數			
DSTOCK	0.007** (0.049)	0.006* (0.097)	0.007* (0.055)
BSTOCK	0.389 (0.462)	0.373 (0.497)	0.334 (0.536)
INST	-0.005** (0.033)	-0.004 (0.151)	-0.005* (0.069)
DEV	0.000 (0.963)	0.000 (0.835)	0.000 (0.785)
DSIZE	0.160 (0.266)	0.145 (0.327)	0.121 (0.412)
IND_BR	-0.510** (0.021)	-0.479** (0.027)	-0.484** (0.029)
PREM	-0.0175 (0.429)	-0.032 (0.185)	-0.028 (0.210)
RELSIZE	-0.008 (0.809)	-0.030 (0.367)	-0.020 (0.549)
TSIZE	-0.029 (0.305)	-0.018 (0.513)	-0.019 (0.481)
MSTYLE_V	-0.108 (0.368)	-0.0872 (0.465)	-0.092 (0.444)
MSTYLE_H	-0.092 (0.300)	-0.092 (0.330)	-0.078 (0.377)
SIZE	0.096** (0.017)	0.076* (0.067)	0.085** (0.032)
IND	0.223* (0.079)	0.237* (0.070)	0.234* (0.073)
YD*	0.017 (0.838)	0.038 (0.662)	0.022 (0.794)
adj. R <sup>2</sup>	0.092	0.046	0.070
F	<b>3.906***</b>	<b>3.820***</b>	<b>4.058***</b>

本表模式為PERFORM=f(專家聲譽、控制變數)，上標\*、\*\*、\*\*\*分別表示已達10%、5%、1%的顯著水準，括弧內為P-value。各變數之VIF均未大於5，且已用Huber-White Robust Standard Errors調整異質性。各指標定義如下(上表指標名稱後加上\_D表示併購後兩年平均減前兩年平均之數)：ATURN為總資產週轉率，計算方式為全年營收/平均資產總額；EXP\_BIG4為以本業規模為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為1，其餘為0；EXP\_VM為以評價交易金額市佔率為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為1，其餘為0；EXP\_INDVC為以本業及評價專精綜合衡量之獨立專家聲譽，有高聲譽者為1，其餘為0；DEBT為負債比率；DSTOCK為董監持股比率；BSTOCK為外部大股東持股比率；INST為機構投資人持股比率；DEV為盈餘股份偏離比；DSIZE為董事會人數取自然對數；IND\_BR為獨立董事席次比率；PREM為併購溢價；RELSIZE為主併與被併公司相對規模；TSIZE為交易規模；MSTYLE\_V為垂直併購，是為1，其餘為0；MSTYLE\_H為水平併購，是為1，其餘為0；SIZE為公司規模，計算方式為公司總資產取自然對數；IND為產業控制，電子業為1，其餘為0；YD\*為年份控制。

就財務綜效而言，表 4-15 列示以速動比率併購前後平均差異(AICDR\_D)、負債比率併購前後平均差異(DEBT\_D)為被解釋變數之 OLS 迴歸結果。第 1 及 4 欄之解釋變數為以本業規模(EXP\_BIG4)衡量聲譽之獨立專家，第 2 及 5 欄之解釋變數為以評價金額市佔率(EXP\_VM)衡量聲譽之獨立專家，第 3 及 6 欄之解釋變數則為以產業專精程度及評價件數市佔率(EXP\_INDVC)衡量聲譽之獨立專家。迴歸結果顯示，就短期償債能力而言(欄 1 到欄 3)，雖然獨立專家聲譽之高低與併購後綜效呈正向關係，且其中欄 1 以本業規模(EXP\_BIG4)衡量聲譽之獨立專家達到顯著水準，但因整體模型之 F 值未達顯著水準，故模型本身不具解釋能力。而在衡量長期財務風險的負債比率方面(欄 4 到欄 6)，以本業規模(EXP\_BIG4)及產業專精程度及評價件數市佔率(EXP\_INDVC)衡量聲譽之獨立專家之係數為正值，而以評價金額市佔率(EXP\_VM)衡量聲譽之獨立專家之係數則為負值，但影響均未達顯著水準。

最後，就市場綜效而言，表 4-16 列示以市場佔有率併購前後平均差異(MKS\_D)為被解釋變數的 OLS 迴歸結果。第 1 欄之解釋變數為以本業規模(EXP\_BIG4)衡量聲譽之獨立專家，第 2 欄之解釋變數為以評價金額市佔率(EXP\_VM)衡量聲譽之獨立專家，第 3 欄之解釋變數則為以產業專精程度及評價件數市佔率(EXP\_INDVC)衡量聲譽之獨立專家。迴歸結果顯示，無論是以本業規模(EXP\_BIG4)、評價金額市佔率(EXP\_VM)、產業專精程度及評價件數市佔率(EXP\_INDVC)衡量獨立專家之聲譽，各條迴歸式之適配度(AdjR<sup>2</sup>)均較表 4-13、表 4-14、表 4-15 高，第 1、2 及 3 欄調整後 R<sup>2</sup> 分別為 0.181、0.189、0.165，顯示以市場佔有率前後績效差異(MKS\_D)作為被解釋變數時模型解釋力較高。就解釋變數之係數而言，欄 1 與欄 2 均達到顯著水準，但以本業規模(EXP\_BIG4)衡量聲譽之獨立專家之方向為負值，以評價金額市佔率(EXP\_VM)衡量聲譽之獨立專家之方向為正值，顯示由本業規模較大之獨立專家簽發評價報告之併購案，併購後市場佔有率反而會降低，而由評價市佔率較高之獨立專家簽發評價報告之併

購案，併購後市場佔有率則會上升，符合預期，此結果與上述單變量結果亦一致。

由此可知，在市場綜效方面，評價專家之預期能力較本業專家好，其積極認證功能也較好，支持研究假說 H2-3。

表 4-15 獨立專家聲譽與併購後綜效之迴歸結果—財務綜效

被解釋變數(%)	(1) ACIDR_D	(2) ACIDR_D	(3) ACIDR_D	(4) DEBT_D	(5) DEBT_D	(6) DEBT_D
截距項	-257.700 (0.218)	-261.400 (0.217)	-255.300 (0.227)	14.600 (0.548)	9.788 (0.697)	15.500 (0.529)
解釋變數						
EXP_BIG4	<b>31.880*</b> (0.099)			3.609 (0.528)		
EXP_VM		5.318 (0.784)			-4.931 (0.140)	
EXP_INDVC			32.750 (0.123)			5.660 (0.422)
控制變數						
DSTOCK	0.992 (0.362)	1.155 (0.304)	0.982 (0.377)	-0.244** (0.037)	-0.251** (0.034)	-0.254** (0.029)
BSTOCK	-30.240 (0.774)	-30.970 (0.776)	-21.460 (0.841)	2.652 (0.880)	6.144 (0.717)	4.008 (0.832)
INST	0.008 (0.990)	-0.209 (0.728)	-0.081 (0.894)	0.117 (0.162)	0.111 (0.247)	0.114 (0.183)
DEV	0.526 (0.424)	0.503 (0.451)	0.477 (0.466)	0.027 (0.597)	0.013 (0.781)	0.021 (0.693)
DSIZE	-7.319 (0.817)	-5.034 (0.876)	-0.934 (0.976)	7.700* (0.076)	7.765* (0.057)	8.678** (0.035)
IND_BR	56.630 (0.412)	52.530 (0.447)	53.240 (0.438)	2.163 (0.771)	1.529 (0.837)	1.831 (0.804)
PREM	5.128 (0.392)	6.799 (0.273)	6.351 (0.274)	0.015 (0.989)	0.564 (0.597)	0.106 (0.917)
RELSIZE	-24.280 (0.138)	-21.870 (0.170)	-23.180 (0.163)	1.286 (0.401)	2.308* (0.090)	1.289 (0.371)
TSIZE	-1.538 (0.887)	-2.802 (0.799)	-2.732 (0.807)	0.916 (0.498)	0.546 (0.665)	0.798 (0.558)
MSTYLE_V	46.360 (0.307)	43.550 (0.334)	44.410 (0.324)	0.010 (0.998)	-0.319 (0.930)	-0.159 (0.965)
MSTYLE_H	52.000 (0.225)	51.530 (0.224)	49.6100 (0.250)	-5.874* (0.079)	-5.339 (0.103)	-6.293** (0.041)
SIZE	10.980 (0.500)	13.210 (0.430)	12.080 (0.474)	-2.792** (0.032)	-1.952 (0.137)	-2.769** (0.031)
IND	6.796 (0.758)	4.062 (0.856)	5.434 (0.803)	-2.005 (0.549)	-1.150 (0.715)	-2.144 (0.502)
YD*	19.580 (0.315)	17.680 (0.382)	19.570 (0.311)	0.905 (0.661)	-0.454 (0.847)	1.083 (0.596)
adj. R <sup>2</sup>	0.018	0.006	0.017	0.009	0.025	0.019
F	0.891	0.748	0.979	1.935**	1.676*	2.155**

本表模式為PERFORM=f(專家聲譽、控制變數)，上標\*、\*\*、\*\*\*分別表示已達10%、5%、1%的顯著水準，括弧內為P-value。各變數之VIF均未大於5，且已用Huber-White Robust Standard Errors 調整異質性。各指標定義如下(上表指標名稱後加上\_D表示併購後兩年平均減前兩年平均之數)：ACIDR為速動比率，計算方式為速動資產/流動負債；DEBT為負債比率，計算方式為負債總額/資產總額；EXP\_BIG4為以本業規模為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為1，其餘為0；EXP\_VM 為以評價交易金額市佔率為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為1，其餘為0；EXP\_INDVC為以本業及評價專精綜合衡量之獨立專家聲譽，有高聲譽者為1，其餘為0；DEBT為負債比率；DSTOCK為董監持股比率；BSTOCK為外部大股東持股比率；INST為機構投資人持股比率；DEV為盈餘股份偏離比；DSIZE為董事會人數取自然對數；IND\_BR為獨立董事席次比率；PREM為併購溢價；RELSIZE為主併與被併公司相對規模；TSIZE為交易規模；MSTYLE\_V為垂直併購，是為1，其餘為0；MSTYLE\_H為水平併購，是為1，其餘為0；SIZE為公司規模，計算方式為公司總資產取自然對數；IND為產業控制，電子業為1，其餘為0；YD\*為年份控制。

表 4-16 獨立專家聲譽與併購後綜效之迴歸結果—市場綜效

被解釋變數(%)	(1) MKS_D	(2) MKS_D	(3) MKS_D
截距項	-19.620*** (0.001)	-18.290*** (0.001)	-19.570*** (0.001)
解釋變數			
EXP_BIG4	-1.327* (0.079)		
EXP_VM		1.261* (0.073)	
EXP_INDVC			-0.902 (0.283)
控制變數			
DSTOCK	0.026 (0.152)	0.026 (0.134)	0.024 (0.185)
BSTOCK	1.129 (0.668)	0.202 (0.936)	0.849 (0.745)
INST	-0.024 (0.102)	-0.020 (0.150)	-0.018 (0.187)
DEV	0.001 (0.865)	0.005 (0.441)	0.003 (0.660)
DSIZE	-0.594 (0.515)	0.550 (0.541)	0.388 (0.685)
IND_BR	-1.162 (0.340)	-0.946 (0.394)	-1.009 (0.387)
PREM	0.236 (0.133)	0.070 (0.670)	0.174 (0.250)
RELSIZE	0.376* (0.089)	0.075 (0.755)	0.301 (0.172)
TSIZE	0.366** (0.021)	0.479*** (0.005)	0.419*** (0.011)
MSTYLE_V	-0.087 (0.917)	0.032 (0.970)	0.006 (0.994)
MSTYLE_H	-1.270 (0.163)	-1.408 (0.137)	-1.205 (0.195)
SIZE	0.740** (0.032)	0.490 (0.128)	0.671** (0.049)
IND	1.265 (0.125)	1.066 (0.239)	1.325 (0.129)
YD*	-0.587 (0.261)	-0.201 (0.676)	-0.544 (0.305)
adj. R <sup>2</sup>	0.181	0.189	0.165
F	1.561*	1.883**	1.531

本表模式為 $PERFORM=f(\text{專家聲譽、控制變數})$ ，上標\*、\*\*、\*\*\*分別表示已達10%、5%、1%的顯著水準，括弧內為P-value，各變數之VIF均未大於4，且已用Huber-White Robust Standard Errors 調整異質性。各指標定義如下(上表指標名稱後加上\_D表示併購後兩年平均減前兩年平均之數)：MKS為市場佔有率，計算方式為個別企業之營收/產業總營收；EXP\_BIG4為以本業規模為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為1，其餘為0；EXP\_VM 為以評價交易金額市佔率為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為1，其餘為0；EXP\_INDVC為以本業及評價專精綜合衡量之獨立專家聲譽，有高聲譽者為1，其餘為0；DEBT為負債比率；DSTOCK為董監持股比率；BSTOCK為外部大股東持股比率；INST為機構投資人持股比率；DEV為盈餘股份偏離比；DSIZE為董事會人數取自然對數；IND\_BR為獨立董事席次比率；PREM為併購溢價；RELSIZE為主併與被併公司相對規模；TSIZE為交易規模；MSTYLE\_V為垂直併購，是為1，其餘為0；MSTYLE\_H為水平併購，是為1，其餘為0；SIZE為公司規模，計算方式為公司總資產取自然對數；IND為產業控制，電子業為1，其餘為0；YD\*為年份控制。

## 第五章 結論與建議

### 第一節 研究結果

為了驗證法制面上的不完備是否會使我國併購實務上不同企業所聘請之獨立專家在獨立性、產業專精程度、事務所規模及聲望等方面產生差異及我國獨立專家所簽發之評價報告是否能如美國財務顧問所出具之公平意見一般，發揮應有功能，本研究參酌我國獨立專家制度之設計與立法緣由及國外相關研究結果，將我國獨立專家可能發揮之功能分為「消極認證功能」與「積極認證功能」，並藉由探討代理成本與獨立專家選擇之關聯性、獨立專家自我選擇與併購後績效之關聯性，實證探討我國獨立專家之消極認證功能及積極認證功能。以下彙總本研究之研究結果：

#### 一、消極認證功能

表 5-1 彙總列示獨立專家消極認證功能之主要實證分析結果，實證結果顯示，除了以評價件數市佔率衡量獨立專家聲譽時，無研究變數顯著外，其餘四種衡量聲譽的方法中，無論採用哪一種，均能證明公司選擇獨立專家之決策與公司代理成本間存有一定關係。其中，負債比率與選任高聲譽獨立專家間為正向關係，支持本研究假說 H1-1a，表示當公司債權人跟債務人間代理成本較高時，為了降低併購時或併購後之融資成本，公司會傾向聘僱高聲譽獨立專家為其簽發評價報告，證實了我國獨立專家可能具有消極認證功能。而衡量股權集中特性的變數中，外部大股東持股比率與機構投資人持股比率則與選任高聲譽獨立專家呈現負向關係，支持研究假說 H1-2b-2、H1-2b-3，顯示當主併公司之外部大股東或機構投資人持比率較高時，公司較不傾向選擇高聲譽之獨立專家。此結果符合效率監督假說也符合利益衝突假說，若從效率監督假說解釋，外部大股東或機構投資人可能因本身已具備監督的能力，所以公司就沒有必要再花費鉅額成本聘僱高聲譽之獨

立專家達成外部監督效果。然而，若從利益衝突假說之反監督理論來看，公司不聘僱高聲譽獨立專家的原因，亦可能係因為外部大股東或機構投資人有謀求私利之動機而不願引進外部監督機制。在此雖然不能斷言我國外部大股東及機構投資人持股比率之情況究竟係符合效率監督假說還是利益衝突假說，但是就本研究之研究目的來看，無論採效率監督假說或利益衝突假說，造成兩假說對獨立專家選擇決策有影響之前提均為獨立專家本身具有外部治理機制效果之消極認證功能，亦即，當獨立專具有外部公司治理之功能時，才會有外部大股東或機構投資人因不想受監督而不願聘僱高聲譽專家，或公司本身外部監督已有效不需額外聘僱具外部監督功能專家之情況，故無論採哪一個假說，結果均能說明我國獨立專家可能具有消極認證功能。在衡量控制權與盈餘分配權偏離程度及內部公司治理的變數方面，盈餘股份偏離比、董事會規模與獨立董事席次比率三個研究變數均不顯著，顯示控制權與盈餘分配權偏離程度及內部公司治理機制與高聲譽專家選任間不具關聯性，不支持研究假說 H1-1b-4、H1-1c-1、H1-1c-2。

表 5-1 模型(1)分析結果彙整表

研究假說	預期方向	本業專精		評價專精		綜合評量 (產業+件數) EXP_INDVC
		規模 EXP_BIG4	產業 EXP_IND	件數 EXP_VC	金額 EXP_VM	
<b>公司特性變數</b>						
DEBT	H1-1a	+	+	+	+	+
DSTOCK	H1-1b-1	?	+	-	-	+
BSTOCK	H1-1b-2	?	-	-	+	-*
INST	H1-1b-3	?	-*	+	+	-
DEV	H1-1b-4	+	-	-	-	+
DSIZE	H1-1c-1	?	+	-	-	-
IND_BR	H1-1c-2	?	+	-	-	+
<b>交易特性變數</b>						
PREM	H1-2a	+	+	+	+	+
RELSIZE	H1-2b-1	+	+	+	+	+
TSIZE	H1-2b-2	+	-	-	-	-
MSTYLE_V	H1-2c	-	-	-	-	-
MSTYLE_H	H1-2c	-	-	-	+	-

EXP\_BIG4 為以本業規模為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為 1，其餘為 0；EXP\_IND 為以本業產業專精為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為 1，其餘為 0；EXP\_VC 為以評價件數市佔率為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為 1，其餘為 0；EXP\_VM 為以評價交易金額市佔率為衡量標準之獨立專家聲譽，有高聲譽者為 1，其餘為 0；EXP\_INDVC 為以本業及評價專精綜合衡量之獨立專家聲譽，有高聲譽者為 1，其餘為 0；DEBT 為負債比率；DSTOCK 為董監持股比率；BSTOCK 為外部大股東持股比率；INST 為機構投資人持股比率；DEV 為盈餘股份偏離比；DSIZE 為董事會人數取自然對數；IND\_BR 為獨立董事席次比率；PREM 為併購溢價；RELSIZE 為主併與被併公司相對規模；TSIZE 為交易規模；MSTYLE\_V 為垂直併購，是為 1，其餘為 0；MSTYLE\_H 為水平併購，是為 1，其餘為 0。

交易特性方面，研究結果發現，衡量交易爭議性及影響性的併購溢價與主併與被併公司相對規模兩變數均與高聲譽專家選任間呈正向關係，支持研究假說 H1-2a、H1-2b-1，表示當交易本身爭議性大或對主併公司影響較大時，公司為了促進交易完成、防止異議股東干擾及遭遇訴訟，會傾向聘僱高聲譽獨立專家出具評價報告，驗證了我國獨立專家可能具有消極認證功能。衡量產業整合特性的併購型態變數方面，其結果雖與研究預期相同，即多角化類型之併購因產業整合難度高綜效難以預期，故會聘僱高聲譽專家簽發評價報告，但係數並未達顯著水準，故不支持研究假說 H1-3c。

從上述結果可知，本研究與代理成本相關之假說中有五大假說獲得支持，整體而言，可推論公司選擇獨立專家之決策與公司代理成本間存在一定關係。顯示雖然法規制度並不完備，但高聲譽專家在本業市場及評價市場所累積的公信力，仍會使公司根據自身特性與併購交易特性做出差異化選擇，不會僅為遵循法定義務而任意聘僱公費低廉之獨立專家，證實我國獨立專家制度的確具備消極認證功能。

而從不同聲譽衡量方法之實證結果，分析各類型高聲譽專家之消極認證功能，可發現以本業規模及綜合指標衡量聲譽之獨立專家，其選任與併購案代理成本之關聯性最強，應認其消極認證功能為最好。而若單獨以評價件數市佔率來衡量獨立專家聲譽，則會發現其與併購案代理成本間不具關聯性，可知評價市場上評價件數市佔率高之專家，並不一定具有較好的消極認證功能，其市佔率高的原因很可能僅是因為公費低廉所致。

## 二、積極認證功能

在積極認證功能方面，本研究將綜效分為營運綜效、財務綜效及市場綜效，探討高聲譽獨立專家在面臨應聘選擇時，是否會為了維護聲譽而拒絕為不具綜效之併購案簽發評價報告，進一步對市場發揮排除不具綜效交易之積極認證功能。

表 5-2 彙總列示獨立專家積極認證功能之主要實證分析結果。實證結果顯示就營運綜效而言，三種聲譽衡量方式下只有以規模衡量聲譽之獨立專家與總資產週轉率併購前後差異間存有顯著關聯性，但其方向為負，顯示規模較大之獨立專家其所選擇應聘的併購案在併購後總資產週轉率成長反而是會較不佳的，在營運綜效方面可能不具積極認證功能，研究結果並不支持研究假說 H2-1。在財務綜效方面，實證結果發現無論以何種方式衡量獨立專家聲譽，獨立專家之聲譽均與併購後財務績效指標成長無顯著關聯性<sup>12</sup>，此結果不支持研究假說 H2-2。最後，在市場綜效方面，則呈現兩種不同高聲譽專家選擇結果不同的情況，以規模衡量聲譽之獨立專家與併購後市佔率成長幅度呈現負向關係，以評價金額市佔率衡量聲譽之獨立專家則與併購後市佔率成長幅度呈現正向關係，可推知在市場綜效方面，評價專家可能才具積極認證功能，而本業專家則不具此功能。

表 5-2 模型(2)分析結果彙總表

	研究假說	預期方向	規模	金額市佔	綜合評量 (產業+件數市佔)
<b>營運綜效</b>					
ROE_D	H2-1	+	-	+	-
GPR_D	H2-1	+	-	+	-
ATURN_D	H2-1	+	*	-	-
<b>財務綜效</b>					
ACIDR_D	H2-2	+	+	+	+
DEBT_D	H2-2	?	+	-	+
<b>市場綜效</b>					
MKS_D	H2-3	+	*	+	-

各指標定義如下(上表指標名稱後加上\_D 表示併購後兩年平均減前兩年平均之數)：ROE 為淨值報酬率(常續淨利)，計算方式為常續性淨利/平均股東權益；GPR 為營業毛利率，計算方式為營業毛利/營業收入淨額；ATURN 為總資產週轉率，計算方式為全年營收/平均資產總額；ACIDR 為速動比率，計算方式為速動資產/流動負債；DEBT 為負債比率，計算方式為負債總額/資產總額；MKS 為市場佔有率，計算方式為個別企業之營收/產業總營收。

綜上所述，本研究發現在營運綜效及財務綜效方面，任何類型之高聲譽獨立專家均不具積極認證功能；在市場綜效方面，評價專家可能具有積極認證功能。故整體而言，評價金額市佔率高之獨立專家其積極認證功能應較佳。

<sup>12</sup>規模較大之獨立專家選擇應聘之併購案，在併購後雖然速動比率成長幅度顯著較高，但因該模型整體不具解釋能力，故不予解釋。

## 第二節 法制修正建議

綜合上述研究結果，可發現我國獨立專家具有消極認證功能及積極認證功能，以下，本研究根據研究結果，針對上述兩功能之強化與管理做出以下法制修正方向建議：

### 一、消極認證功能—不必強調專家之資格限制，而應重在強化資訊揭露

我國獨立專家制度在評價市場尚未成熟之時將獨立專家之聘僱列為法定義務，但在資格限制上卻又無配套措施，如此不完備的法制設計，主要遭受到兩種質疑：第一，在評價市場尚未成熟前，我國獨立專家對企業而言根本不具功能，企業僅會為了遵循法定義務，而隨意選擇專家；第二，即使專家具有功能，但聘僱選擇權在企業手中，如此一來可能會造成反監督效果，即較需要外部監督之公司反而選擇較不具監督功能之獨立專家。

第一個質疑是本研究之主要研究問題，根據本研究之研究結果，證實了即使在評價市場未成熟且資格要求不足的情況下，高聲譽專家仍能憑藉其在本業或評價市場所累積的公信力，使有降低代理成本需求及減少訴訟風險需求之公司及決策單位，會依其需求做出差異化的選擇，證實我國獨立專家具備消極認證功能。

在證實我國獨立專家具有消極認證功能後，面對第二個質疑，本研究認為不宜過度對獨立專家資格做限制，也不需將專家選擇權收回主管機關，而是應該加強揭露制度，讓市場自然做出反應發揮淘汰功能。首先，由於評價市場並不成熟，此時若強硬對獨立專家資格做出限制，其限制標準恐將均會與獨立專家之本業市場相關，如此一來將會使評價市場的發展與審計市場及承銷市場產生高度連結性，將不利於評價市場的獨立發展；再者，本研究結果發現，高聲譽的獨立專家具有較好的消極認證功能，其聲譽效果是存在的，此時，只須強化揭露，市場自然會對公司的選擇做出反應，如代理問題嚴重卻因反監督心理而刻意聘僱低聲譽專家

的公司，市場自然會對該併購案產生質疑。事實上，在本研究樣本蒐集的過程中，即發現法規對於獨立專家合理性意見書揭露規定的不足，會造成資訊使用人獲取資訊及使用資訊的諸多不便，本研究對此提出以下建議：

### **1.強制將合理意見書揭露**

如同本研究第二章第一節之說明，在現行規範體制下，當併購案只需經過董事會決議且又無現金增資情況時，公司對於獨立專家所出具之合理性意見書並無強制揭露之義務，如此一來，公司小股東、債權人及市場上潛在投資人對於獨立專家所出具之意見均無從知悉，無法達到制度原先欲降低資訊不對稱之目的。

### **2.將合理性意見書揭露時點提前至併購案於董事會通過之日**

依現行規定，合理意見書的揭露時點為股東會召開前或併購決議通過後公司現金增資前，這兩個時點往往與董事會通過併購案並在市場上宣告之時點有一個月以上的差距，對於各利害關係人而言，此揭露時點太晚，資訊之使用效益大打折扣，故如未來法制修正強制揭露合理意見書時，應該將合理意見書之法定揭露時點提前至併購案於董事會通過之日。

### **3.將合理性意見書單獨揭露**

目前獨立專家合理性意見書之揭露均放在股東會議事手冊或公開說明書中，此兩份文件內含眾多資訊且頁數多，除了查找不易外，也不容易引起資訊使用人的關注，故本研究建議應將合理性意見書單獨揭露，可於併購案於董事會通過之公告中單獨列為附件，供投資人參考。

## **二、積極認證功能—在強化獨立專家的法律責任前，應先建立評價市場秩序**

獨立專家是否具有積極認證功能與其法律責任是相關的。當獨立專家所面臨的法律風險越高時，越會謹慎選擇是否應聘，此時獨立專家的積極認證功能就會較高，但在強化獨立專家的法律責任前，應先制訂好遊戲規則建立評價市場秩序。

從上述實證結果可發現，具有本業規模較大之獨立專家雖擁有較好的消極認證功能，但在積極認證功能方面則較為不佳；而評價金額市佔率高之獨立專家雖然消極認證功能較不明顯，但卻擁有較好的積極認證功能。本研究認為會造成此種結果的原因在於，消極認證功能強調的是獨立專家之公信力，而積極認證功能則強調獨立專家的評價及預測能力。在評價市場尚未成熟前，具本業專精程度高的專家，因在本業市場累積了一定的公信力，故會擁有較佳的消極認證功能，但強調與併購市場相關的評價及預測能力，本業專精程度較高的獨立專家就未必會較評價專精程度高之獨立專家好。因此，為併購評價市場的長遠發展著想，應慢慢降低審計市場與承銷市場對併購評價市場之影響，使評價市場盡速建立秩序，如對於評價程序、評價方法及評價報告的撰寫發布相關規則。在相關配套規則完備後，再針對未遵守規範之獨立專家訂定法律責任，如此才不會因貿然將法律責任提高使高聲譽獨立專家不敢簽發報告，反而破壞評價市場的發展。

### 第三節 研究限制與未來研究建議

以下針對本研究之研究限制作一說明，並提出未來研究建議：

- 一、國外研究中，常以股東異常報酬與外部專家聲譽間之關係，實證探討外部專家之認證功能。然而，在我國由於合理性意見書之揭露制度並不完善，故在實驗設計上，因無法明確定義合理意見書揭露之時點，而無法透過股東異常報酬與外部專家聲譽間之關聯性，觀察市場對獨立專家制度之反應。未來，待合理性意見書之揭露制度完備後，後續研究者應可考慮參考國外實證研究方法，實證探討股東異常報酬與外部專家聲譽間之關聯性。
- 二、由於國內資本市場較小，大型併購案件不多，在被併公司多數為非上市(櫃)公司的狀況下，被併公司資料取得不易，因此本研究只能針對主併公司做分析。等國內併購市場成熟時，若後續研究者能取得足夠的被併公司資料，建議可將主併與被併公司一起做分析比較，觀察獨立專家制度對雙方是否有不同的效果。

## 參考文獻

- 王文宇，2002，企業併購法總評，月旦法學雜誌，第 83 期(4 月)：71-80。
- 王志誠，2005，營業讓與之法制構造，中正大學法學集刊，第 19 期(11 月)：147-200。
- 王絃如，2011，論企業併購之訊息揭露時點和內容—分別從「盡職調查評估」和「獨立專家制度」之觀點切入，國立中正大學財經法律學研究所碩士論文。
- 卓家慶，2005，會計師選擇與公司治理之探討，2005 當前會計理論與實務研討會，銘傳大學會計學系。
- 林宛瑩、陳宜伶，2012，獨立董監之設置決策與績效，管理與系統(forthcoming)。
- 林悟玄，2008，企業組織再造時股東及債權人保護之研究，私立輔仁大學法律研究所碩士論文。
- 林嬋娟、吳安妮，1992，台灣企業併購綜效及績效之實證研究，會計評論，第 26 期(4 月)：1-23。
- 孫梅瑞、陳隆麒，2002，台灣地區上市公司從事購併活動對經營績效影響之研究，中山管理評論，第 10 卷第 1 期：155-184。
- 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(6 月)：65-96。
- 陳傳毅，2010，企業併購交易中獨立專家意見之功能與法律責任，東吳大學法律學系碩士在職專班法律專業組碩士論文。
- 曾宛如，2002，公司組織重整—新舊公司法及企業併購法之異同，台灣本土法學雜誌，第 35 期(6 月)：231-246。
- 黃銘傑，2003，企業併購法之檢討與省思(下)，月旦法學雜誌，第 97 期(6 月)：203-216。
- 盧曉彥，2004，美國母子公司合併子公司少數股東保護之研究—兼評台灣實務案例與相關規範設計之缺憾，國立政治大學法律研究所碩士論文。
- Allen, L., J. Julapa, S. Peristiani, and A. Saunders. 2004. The Role of Bank Advisors in Mergers and Acquisitions. *Journal of Money, Credit, and Banking* 36 (2):197-224.
- Ashbaugh, H. and T. D. Warfield. 2003. Audits as a corporate governance mechanism: Evidence from the German market. *Journal of International Accounting*

*Research 2:1-21.*

- Bacon, F. W., T. S. Shin, and N. B. Murphy. 1994. Factors motivating mergers: The case of rural electric cooperatives. *Journal of Economics and Business* 46 (2):129-134.
- Barnhart, S. W. and S. Rosenstein. 1998. Board composition, managerial ownership, and firm performance: An empirical analysis. *The Financial Review* 33 (4):1-16.
- Becker, C. L., M. L. Defond, J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam. 1998. The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research* 15 (1):1-24.
- Benston, G. 1975. Accountant's Integrity & Financial Reporting. *Financial Executive* 8 : 10-14.
- Bowers, H. M. 2002. Fairness Opinions and the Business Judgment Rule an Empirical Investigation of Target Firms' Use of Fairness Opinions. *Northwestern University Law Review* 96(2):567-578
- Bowers, H. M. and R. E. Miller. 1990. Choice of Investment Banker and Shareholders' Wealth of Firms Involved in Acquisitions. *Financial Management* 19 (4):34-34.
- Bowers, H. M. and W. Latham. 2004. Value of Fairness Opinions in US Mergers and Acquisitions, 1980-2003. Working Paper. University of Delaware.
- Brickley, J. A., R. C. Lease, and C. W. Smith, Jr. 1988. Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. *Journal of Financial Economics* 20 (1,2):267-267.
- Chemmanur, T. J. and P. Fulghieri. 1994. Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance* 49 (1):57-79.
- Chen, K. Y. and K. S. Wu. 2002. The effect of industry specialization on audit fees in Taiwan: The role of industry type. Working Paper. National Cheng Kung University.
- Chen, K. Y. and R. J. Elder. 2001. Industry specialization and audit fees: The effect of industry type and market definition. Working Paper. Syracuse University.
- Chen, L. H.-J., and H. Sami. 2010. Does the Use of Fairness Opinions Impair the Acquirers' Abnormal Returns? The Litigation Risk Effect. *Advances in Investment Analysis and Portfolio Management* 4:81-112.
- Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang. 2000. Expropriation of

Minority Shareholders in East Asia: Center for Economic Institutions, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University.

- Craswell, A. T., J. R. Francis, and S. L. Taylor. 1995. Auditor brand name reputations and industry specializations. *Journal of Accounting & Economics* 20 (3):297-297.
- DeFond, M. L. 1992. The Association Between Changes in Client Firm Agency Costs and Auditor Switching. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 11 (1):16-31.
- Erhardt, N. L. and J. D. Werbel. 2003. Board of director diversity and firm financial performance, *Corporate Governance: An International Review* 11:102–111.
- Fama, E. F. 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88 (2):288-307.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (2):301-325.
- Fan, J. P. H. and T. J. Wong. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting & Economics* 33 (3):401-425.
- Fan, J. P. H. and T. J. Wong. 2005. Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? evidence from east asia. *Journal of Accounting Research* 43:35-72.
- Forte, G., G. Iannotta, M. Navone. 2007. The choice of target's advisor in mergers and acquisitions: The role of banking relationship. Unpublished working paper.
- Francis, B, I. Hassan, and X. Sun. 2005, Why do firms switch financial advisors in M&As? Working paper. Lally School of Management.
- Francis, J. R. and E. R. Wilson. 1988. Auditor Changes: A Joint Test of Theories Relating to Agency Costs and Auditor Differentiation. *The Accounting Review* 63 (4):663-663.
- Furst, O. and S. H Kang,. 1998 Corporate governance, expected operating performance, and pricing. Yale School of Management.
- Ghosh, A. and P. C. Jain. 2000. Financial leverage changes associated with corporate mergers. *Journal of Corporate Finance* 6 (4):377-402.
- Hart, O. 1995. Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal* 105 (430):678-689.

- Helen M. B. 2002. Fairness opinion and the business judgment rule: an empirical investigation of target firm's use of fairness opinions. *Northwestern University Law Review* 96:567
- Hudson, C. D., J. S. Jahera, and W. P. Lloyd. 1992. Further Evidence on the Relationship Between Ownership and Performance. *Financial Review* 27 (2):227-239.
- Hunter, W. C. and M. Walker. 1990. An empirical explanation of investment banking merger fee contracts. *Southern Economic Journal* 56:1117-1130.
- Jensen, M. C. and R. S. Ruback. 1983. The Market for Corporate Control: Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics* 1: 5-50.
- Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance* 48 (3):831-831.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4):305-360.
- Kale, J. R., O. Kini, and H. E. Ryan, Jr. 2003. Financial advisors and shareholder wealth gains in corporate takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (3):475-501.
- Kisgen, D. J., J. "Qj" Qian, and W. Song. 2009. Are fairness opinions fair? The case of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics* 91 (2):179-207.
- Klein, B. and K. B. Leffler. 1981. The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance. *Journal of Political Economy* 89 (4):615-641.
- Lemmon, M. L. and K. V. Lins. 2003. Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance* 58 (4):1445-1468.
- Mayhew, B. W. and M. Wilkins. 2001. Audit firm industry specialization as a differentiation strategy: Evidence from fees charged to firms going public. Working Paper. University of Wisconsin-Madison.
- McConnell, J. J. and H. Servaes. 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics* 27 (2):595-595.
- Moeller, S., F. Schlingemann, and R. Stulz. 2005. Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *Journal of Finance* 60:757-782.

- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20 (1,2):293-293.
- Mueller, D. C. 1985. Mergers and Market Share. *The Review of Economics and Statistics* 67 (2):259-267.
- Oswald, S. L. and J. S. Jahera. 1991. The influence of ownership on performance: An empirical study. *Strategic Management Journal* 12 (4):321-326.
- Oviatt, B. M. 1988. Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests. *The Academy of Management Review* 13 (2):214-225.
- Palmrose, Z. V. 1986. Audit Fees and Auditor Size: Further Evidence. *Journal of Accounting Research* 24 (1):97-110.
- Pound, J. 1988. Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight. *Journal of Financial Economics* 20 (1,2):237-237.
- Puri, M. 1999. Commercial banks as underwriters: Implications for the going public process. *Journal of Financial Economics* 54 (2):133-163.
- Rau, P. R. 2000. Investment bank market share, contingent fee payments, and the performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics* 56 (2):293-324.
- Salancik, G. R. and J. Pfeffer. 1980. Effects of Ownership and Performance on Executive Tenure in U.S. Corporations. *The Academy of Management Journal* 23 (4):653-664.
- Saunders, A. and A. Srinivasan. 2001. Investment banking relationships and merger fees. Working Paper. University of Georgia.
- Sechler, C. and P. Sweeney. 1999. Who says it's a fair deal? *Journal of Accountancy* 188:44-51.
- Servaes, H. and M. Zenner. 1996. The Role of Investment Banks in Acquisitions. *The Review of Financial Studies* 9 (3):787-815.
- Shaw, B. and E. J. Gac. 1995. Fairness opinions in leveraged buy outs: should investment bankers be directly liable to shareholders? *Securities Regulation Law Journal* 23:27-40.
- Shaw, B. and E. J. Gac. 1995. Fairness opinions in leveraged buy outs: Should investment bankers be directly liable to shareholders? *Securities Regulation Law*

*Journal* 23 (3):293-293.

Shleifer, A. and R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 2(6): 737-783.

Sullivan, N. O.2000. The impact of board composition and ownership on audit quality: Evidence from large UK companies. *British Accounting Review* 32:397–414.

Thomas, H. A. 1995. Effects of firm ownership structure on hiring of M&A advisors. *Journal of Financial Services Research* 9 (2):159-175.

Weisbach, M. S. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20 (1-2):431-460.

Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40 (2):185.

Zahra, S. A. and J. A. Pearce. 1989. Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management* 15 (2):291-334.

