

Institute of Law and Inter-discipline

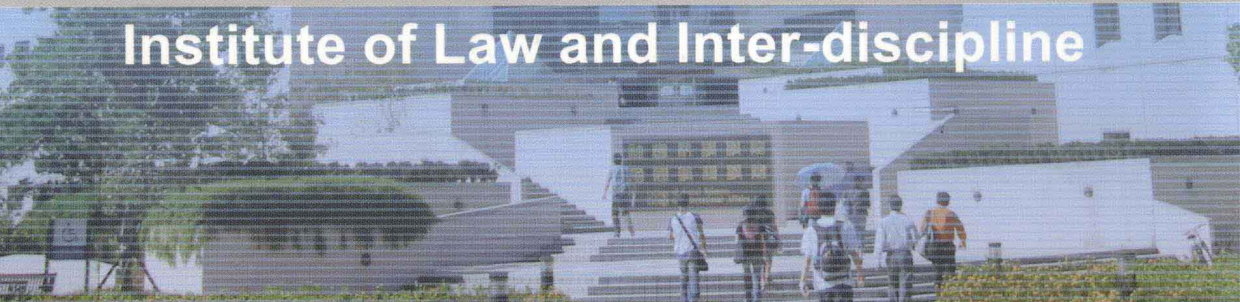
Institute of Law and Inter-discipline

政大法科所法律與企業叢書系列(2)



# 企業併購個案研究(二)

Institute of Law and Inter-discipline



方嘉麟、林進富、樓永堅 審定

元照出版

政大法科所法律與企業叢書系列(2)

# 企業併購個案研究(二)



方嘉麟、樓永堅、林進富 審定

元照出版公司

# 蘇 序

## 只怕不識貨！

最近很多人開始檢討法學教育的內容，最常聽到的批評，就是過於司法官取向，和理論取向，法律系的學生各種法律都學一點，老師光把法條作系統化的講解，時間已經不夠，而且老師很少有實戰經驗，多是趙括馬謖之流，學生進入職場，發現一切還得從頭學過。這樣的批評，不能說都錯，但也只對了一半。

大陸法系國家的法律講究的是體系，如果沒有系統化的學習，法律系畢業生碰到法律問題，不管是在公部門還是私部門，恐怕連怎麼開始都不知道。就這一點來說，不能光羨慕美國法律專業養成的快速和效率，還得真正掌握制定法和案例法先天的差異，才能作更全面的評價。但法學院不能充分滿足社會對法律人的期待，確屬不爭的事實，這才有近年多樣化的教育課班的出現。既然是多樣化，這些新的法律課程就要敢於創新，敢於不同，不能換湯不換藥，老實說，在這個新興的法學教育市場上，誰能出類拔萃，最後還是要看產品才見真章。

說這麼多廢話，就是因為本校法律科際整合所的方嘉麟所長指派我寫「企業併購個案研究(二)」的書序，我看到法科所同學在方嘉麟、樓永堅和林進富三位老師的指導下，可以寫出這麼厚厚一大本法律書，欣喜之餘，就有了說這些話的衝動。這是法學院生產的難得一見的法律實戰書，更重要

的，通過法學和商學、理論和實務的整合，我看這裡面的案例分析，不僅涵蓋的知識領域廣泛，其切入的觀點和使用的方法，更是罕見的豐富和完整，幾乎可以確定的說，如果不是結合了同學本身多樣的專業，和老師們在觀念和方法上的正確引導，不可能期待這樣的成果。科際整合本來就需要長期累積才能見到成效，法科所成軍不久，有關併購的系列書已經能維持一年一本，這個成果我相信已經可以堵掉一些膚淺的、形式主義的「說三道四」。我知道在工程採購、醫療法方面也已經有一些諸如系列研討會的累積，很盼望未來也都能以「企業併購實例研習」課程為標竿，把產品一一展示出來，用事實來證明，法科所提供的法學教育，已經達到甚至超出社會各界的期待。

政治大學法學院特聘教授  
教育部第六屆國家講座教授

**蘇永欽**

# 推薦序

## 併購是需要跨領域合作的

企業之併購（亦稱為購併），在自由市場經濟中係一種常見之現象，是學術界重要的課題，亦是實務界不時熱烈討論的媒體頭條消息。併購（Mergers and Acquisitions）在我國企業併購法（民國91年02月06日公布）中係泛指公司之合併、收購及分割，該法規範企業之併購行為，其立法目的在「為利企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效率」。此外，金融機構合併法（民國89年12月13日公布）規範金融機構之合併，以「擴大金融機構經濟規模、經濟範疇與提升經營效率，及維護適當之競爭環境」。

我國經濟在民國80年代後進入新的發展階段，以往不太被允許之企業併購行為，自此在開放的市場經濟中得以進行，當然其中亦夾雜著些許的政府政策管制及干預。企業除了有機成長（Organic Growth）外，因此亦開始採取併購之方式達到增進成長及效率之目的，以期取得規模經濟（Scale Economies）、範疇經濟（Scope Economies）及其他效益。

併購之動機其實非常複雜，併購亦不時夾雜著不理性，通常反映在難以理解之併購溢價上及後續的整合困境。西方實證資料顯示，成功的併購案件只占三分之一，其餘三分之二是以失敗收場。合理併購價格之決定，是一項高難度之專業工作。企業併購法第6條之要求，「……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」，是法規上的一項理想，亦是一個無奈的現實寫照。如何提升獨立專家合理性意見書之功能，仍有待各界之持續努力。

併購是一門高度整合的專業知識，涵蓋法律、企管、會計、財務、評價等諸多學問。成功的併購案件往往需要許多不同專業人士共同努力方得完成。併購亦是高度複雜的經濟活動，往往涉及鉅大金額及眾多利害關係人，是重大事件，也潛藏著可能違法的誘人之財富重分配，因此務須慎重其事，但是局外人卻是難以一窺全貌。

本書「企業併購個案研究」，係本校法學院副院長方嘉麟教授、商學院樓永堅教授及實務界的林進富律師，開授「企業併購實例研習」課程之具體成果，也是相關系所同學團隊，在師長指導下努力蒐集資料及用心撰寫之跨領域佳作。本書探討我國近年來重要及爭議之企業併購案例，分析所涉及之管理、法律、會計、財務、評價等諸多學理與實務議題，必將造福眾多後進學子，個人樂為之序。

政治大學商學院院長

蘇瓜藤

# 企業併購教學變革

我們共同在政治大學「法律科際整合研究所」開設「企業併購實例研習」這門課已邁入第三年了，原來希望藉由理論與實務結合的教學方式，能夠帶給學生思考問題不同的觀點與更廣闊的視野，確已收到豐碩的回饋。我們不但在上課的互動中與同學彼此學習成長，更對同學認真參與的投入精神感到欣慰。

企業併購確實是需要不同專業背景的人才來共同完成，也唯有透過不同專才彼此的有效溝通協調，方能使企業併購立於不敗之地。「實例研習」的目的，就是要讓同學能夠直接「親臨戰場」，體驗企業併購的實際戰況；而「分組報告」的設計，則是要讓同學學習如何與不同專業背景的人共同合作，完成自己無法獨立克服的任務。學期末了時，我們又加上「虛擬案例競賽」，經由類似「併購雙方談判」的過程，以「對立的氛圍」、「即時的回應」來模擬實際發生的案例，激發同學們的潛力與應變能力。這些教學方式的變革，正是同學們帶給的意外驚喜，沒有他們的全心投入，我們的想像力勢必無法如此豐沛。

這本書就是同學們傑出的學習成果，我們對於他們的表現感到「與有榮焉」，並藉此感謝他們，也讓我們的教学之旅充滿挑戰與收穫。

方嘉麟、樓永堅、林進富

2009年1月

# 目 錄

## 蘇 序

只怕不識貨！..... 蘇永欽

## 推薦序

併購是需要跨領域合作的..... 蘇瓜藤  
企業併購教學變革 ..... 方嘉麟、樓永堅、林進富

## 第一篇 合 併

- 宏基・GATEWAY併購案..... 3
- 凱雷・東森多媒體併購案.....125
- 捷普・綠點併購案.....191

## 第二篇 收 購

- 明基・西門子併購案.....279
- 花旗・僑銀併購案.....347
- 新光金・誠泰銀併購案.....431

## 第三篇 個案模擬分析

- 華南金・第一金併購案.....533
- KKR・中鋼併購案.....583
- 力晶・旺宏併購案.....627

# 第一篇

## 合 併



- 📁 宏碁・GATEWAY 併購案
- 📁 凱雷・東森多媒體併購案
- 📁 捷普・綠點併購案



# 宏碁・GATEWAY併購案

併購型態

三角合併

主要議題

跨國併購

指導教授

方嘉麟教授、林進富律師、樓永堅教授

組員

劉又瑄、黃照元、黃柏憲、林芳瑜



## 壹、摘要

2007年8月，世界第四大個人電腦品牌宏碁，宣布併購美國第四大電腦品牌捷威（Gateway），合併後全球市占率8.8%，成為全球第三大個人電腦品牌，並獲得歐洲品牌Packard Bell優先收購權。宏碁董事長王振堂表示：「這是宏碁三十年來最重大的里程碑，象徵著宏碁不再只偏重歐洲市場。」憑藉著Gateway在北美的實力，宏碁將深耕美國通路市場，達成「鞏固歐洲、站穩美國、確立全球第三」之近程目標。

此併購案最饒富興味的部分是，在宏碁8月宣告併購消息後，股價連續二日跌停，市值蒸發約200億元，外資法人亦持續賣超，顯示市場普遍不看好兩企業的結合，甚至猜測宏碁原本想併購的只有Packard Bell，但在聯想殺出之後，只得使出殺手鐮，一併吃下資本額遠超過Packard Bell的Gateway。然而，時過兩個月，宏碁在第三季法人說明會前，股價便反映出市場已重拾對宏碁的信心，在法人說明會中交出漂亮的財務報表後，股價飆高至當年最高價。

究竟併購Gateway是接了一個燙手山芋，或是一石二鳥之計？而宏碁是否將重蹈1990年代在美國整併失敗之覆轍，或已今非昔比能一雪當時鐵羽而歸的恥辱？雖目前尚無法從整合後之綜效成果解答上述問題，但本文將嘗試以現有資訊來瞭解宏碁的策略藍圖。

文章共分為六大部分：第一部分「背景環境」，對個人電腦產業環境及宏碁、Gateway及Packard Bell三公司之概況作介紹，以瞭解個案公司當前所處的競爭態勢；第二部分則對本案的「併購過程」詳加描述，以探究本併購案之全貌，並對併購型態的相關問題作討論；第三部分透過「財會分析」，瞭解併購雙方目前的財務狀況，討論其對併購之影響，並釐清各方對併購價金之爭議；第四部分進行「策略分析」，從產業環境及企業經營狀態，分析宏碁的併購動機及未來發展意圖；第五部分「法律分析」，對本併購案中相關的法律爭點作探討；最後，「綜效分析」部分，雖然本合併案之整合



成果未能於短時間內妄作定論，但本文將對宏碁欲達成綜效應重視的兩大議題進行討論。

期望透過本文之探討，能增進讀者對宏碁策略思維之瞭解，並釐清本個案中的相關問題，以作為未來參與實務運作之借鏡。

## 貳、背景介紹

### 一、產業背景

個人電腦產業的競爭態勢瞬息萬變，置身於其中的企業必須具備快速的應變能力，其管理思維須隨著不同的競爭型態作改變，以在戰事激烈的市場中求勝。本文先透過瞭解個人電腦產業的特性，探究個人電腦廠商的發展關鍵，再對目前個人電腦市場的競爭情勢作進一步分析，以釐清個案公司在當前產業形勢中的策略應用。

#### (一)產業特性

##### 1. 規模經濟有利企業競爭

相較於傳統產業，生產個人電腦所需的技術層次較高，且個人電腦產品的生命週期短，為了滿足市場需求，快速研發新產品並量產的能力成為個人電腦廠商重要的競爭基礎。設計及製造能力需要累積生產之學習曲線效果，加以電腦市場競爭激烈，產品價格愈來愈低，平價電腦盛行，廠商的獲利空間遭到壓縮，能否不斷降低成本成為生存的重要關鍵。摩根史坦利證券集團（Morgan Stanley）<sup>1</sup>便認為，在全球個人電腦市場的競爭中，規模經濟仍是重要關鍵，若能達成規模經濟，將有利於企業建立競爭優勢。

##### 2. 品牌效應有利大廠發展

個人電腦產品結構複雜，技術層次高維修不易，維護支援服務

---

<sup>1</sup> 摩根史坦利證券集團旗下擁有國際知名的指數編列機構摩根史坦利資本國際公司（Morgan Stanley Capital International, MSCI）。

便利與否對消費者而言很重要，因此，「品牌」成為消費者選購產品時的重要考量，目前全球筆記型電腦市場有超過八成由前十大品牌大廠占有，桌上型電腦前八大品牌亦在全球市場有六成以上之占有率<sup>2</sup>，可見產業亦趨向集中化發展。

綜上所述，在全球化時代下的個人電腦產業，國際競爭激烈，朝高市占率與低毛利率兩極化發展，各廠商除了須具備迅速的市場資訊蒐集分析能力及產品研發能力，更須掌握規模經濟及品牌效應所帶來之有利影響。因此，企業能否在全球布局時建立規模優勢，成為品牌大廠維持競爭力的關鍵成功因素。

## (二)產業發展歷程

### 1. 1990年代初期

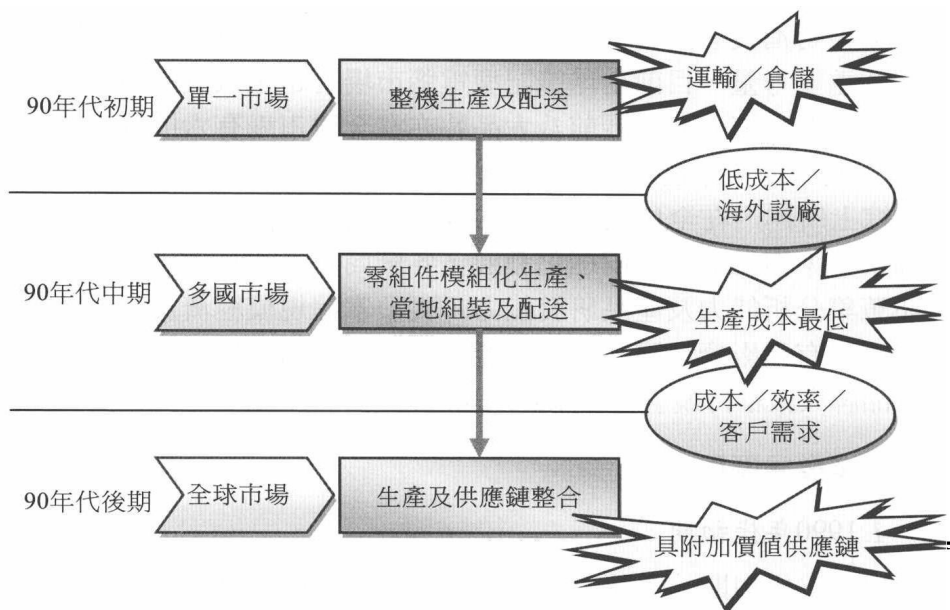
1990年代初期，全球資訊產業正處於成長期，以歐美地區為主要發展市場。個人電腦產品發展初期的利潤相當高，大廠將生產工廠設立在當地市場，仍可承受當地之生產成本，因此當時個人電腦的配銷為求就近供應，由各大廠採購所有零組件之後，匯聚在當地市場組裝生產並配送。此階段稱為「區域市場的產銷模式」。

### 2. 1990年代中期

1990年代中期以後，美國、西歐等地區的生產成本日益升高，個人電腦大廠開始尋求更合適的生產模式。在此契機下，品牌大廠逐步釋放製造活動，專業代工廠商（EMS/CEM）<sup>3</sup>興起。部分大廠希望與具產品設計能力的廠商合作，更使擁有研究開發人員的代工廠，服務層面從委託代工（Original Equipment Manufacturing, OEM），

<sup>2</sup> 參照財團法人資訊工業策進會，2007資訊工業年鑑。

<sup>3</sup> EMS（Electronics Manufacturing Service）係指製造商依據客戶提供的產品規格與製造規範進行生產或組裝活動，並提供客戶價值鏈活動當中的銷售後端（after-sales）服務，但不涉及客戶在產品概念、產品設計、品牌經營及銷售等價值鏈活動。CEM（Contract Electronics Manufacturing）的商業模式與EMS類似，但其生產活動偏重在次系統（sub-assembly）組裝而非整機（complete product）製造及完整的後勤服務。



資料來源：資策會MIC經濟部ITIS計畫，2002年7月。

圖一 個人電腦運籌方式的發展歷程

擴展延伸到設計加工（Own Designing & Manufacturing, ODM）。

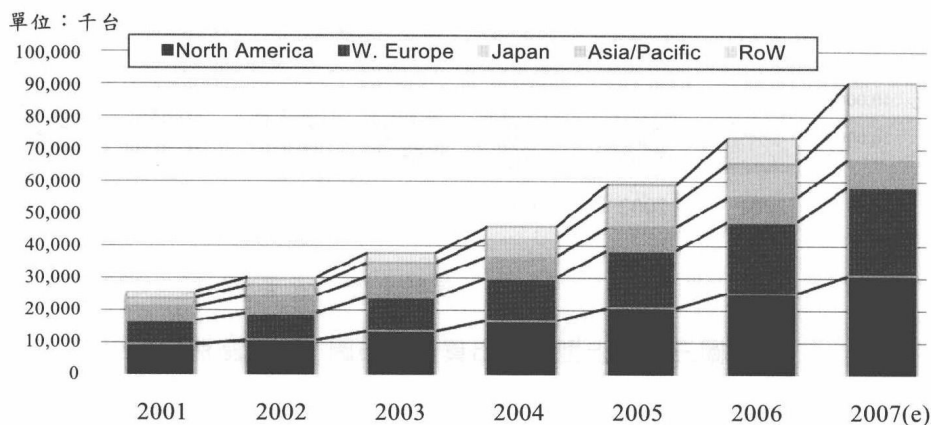
### 3.1990年代後期以後

隨著個人電腦普及化，其銷售範圍愈來愈廣，產品單價亦不斷下滑，對品牌大廠而言，透過全球供應鏈協同運作，大幅降低產品成本，增加市場競爭力、提供客戶更完整、彈性化選擇及快速交期成為主要重點。全球國際品牌大廠為接近客戶，滿足顧客的需求，在世界各地廣設營運據點，然而龐大金額的設施投資、人力配置、存貨管理與資金需求等，同時意味著難以預期的風險與成本，因此，國際品牌為使資源集中以求價值極大化，在整個產品價值鏈中，只保留附加價值最高、具競爭核心的行銷項目，其他製造、儲存、配送及全球運籌管理等部分，則逐步移轉給其代工的廠商。

### (三)市場發展近況

個人電腦市場的競爭版圖大致可劃分為北美、亞太、西歐及新興市場等區塊<sup>4</sup>，下圖二及圖三分別為筆記型電腦及桌上型電腦近年在各區域的出貨情況。

從圖二可看出，筆記型電腦產量在各區域皆呈穩定成長之姿，其中北美地區一直是筆記型電腦廠商的最大市場，擁有全球33%以上出貨量，西歐及亞太地區的市場比重則後來居上，根據我國資訊工業策進會（以下簡稱資策會）之估計，2007年西歐市場比重將超過全球30%，亞太地區市場比重則約占全球25%<sup>5</sup>。北美、西歐及亞太的市場比重漸趨均衡，各品牌大廠在三大地區的逐鹿之爭將愈演愈烈。



資料來源：資策會MIC，2007年2月。

圖二 筆記型電腦出貨量分布圖——地區別

下頁圖三的資料則顯示出，近年桌上型電腦的全球成長趨緩，

<sup>4</sup> 根據財團法人資訊工業策進會MIC，2007資訊工業年鑑。其中新興市場包含印度、俄羅斯、亞太其他地區、東歐、中南美洲等國家。

<sup>5</sup> 日本地區9.4%，日本以外之亞太地區14.8%。