



國立臺灣大學管理學院碩士在職專班財務金融組

碩士論文

Executive MBA Program in Finance

College of Management

National Taiwan University

Master's Thesis

併購的商業考量與法律風險：

以台灣企業跨國擴張為例

Business Considerations and Legal Risks in Mergers and
Acquisitions: The Case of Taiwanese Companies' Cross-
Border Expansion

楊晉佳

Chin-Chia Yang

指導教授：李賢源 博士

陳思寬 博士

Advisor : Shyan-Yuan Lee, Ph.D.

Shi-Kuan Chen, Ph.D.

中華民國 114 年 6 月

June 2025

國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書



併購的商業考量與法律風險：
以台灣企業跨國擴張為例

Business Considerations and Legal Risks in
Mergers and Acquisitions: The Case of Taiwanese
Companies' Cross-Border Expansion

本論文係楊晉佳君（學號 P11745023）在國立臺灣大學
管理學院碩士在職專班財務金融組完成之碩士學位論文，於
民國一百一十四年六月二日承下列考試委員審查通過及口
試及格，特此證明

口試委員：

李賢源

（指導教授）

陳思寬

（指導教授）

李素瑋

王紀智

系主任、所長

石百達



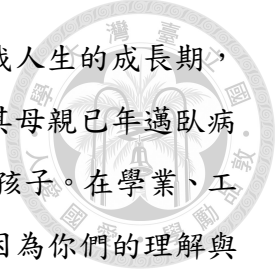
致謝

本論文的完成，應該是我人生旅程中最後一個碩士學位了，拓展了法律人的視野，也深化了自己在財經、商業領域的知識，更凝聚了眾多師長、家人與同學的智慧激盪及交流。在此，謹向所有曾在我求學與研究過程中給予指導、分享、幫助與鼓勵的人，致上最深的感謝。

首先，我要由衷感謝本論文的指導教授——李賢源教授。李教授是美國紐約哥倫比亞大學財務金融博士，在財務管理與國際金融領域素有深厚造詣，其課堂中對於「三元悖論(Impossible Trinity)」、「資本自由流動下的政策限制」，以及「美元作為全球儲備貨幣是否真正不可取代」等議題的剖析，不僅提升了我對國際金融架構的理解，更成為我本論文中對跨國併購與資產處分研究的重要思想基礎。李教授教學風格邏輯嚴謹、幽默風趣、妙語如珠，常以真實案例連結理論與實務，使我在每堂課後都獲益良多，對美元的霸權地位，也因此有更深刻的了解，也體會到目前國際貿易依然以美元為國際主要貨幣的原因，且短期內難以取代的地位。尤其在川普 2.0 的時代，更可見到美元對世界各國貨幣的影響力。

此外，我也要特別感謝陳思寬教授——耶魯大學經濟學博士、現任永豐金控董事長。自陳教授在講授從基本經濟學開始學習，再自我學習開放總體經濟學與國際經濟學，由淺入深，透過許多實務經驗與全球政經事件的深度分析，使我對跨國資本流動、匯率制度、國家競爭力與國際企業策略等議題，有了更全面性掌握。思寬老師同時身為國內名列前茅金控銀行的帶領者與學者的獨特視角，讓理論與實務之間有更深刻的印證，理解企業國際化時，國際經濟金融情勢的變化與趨勢。

此外，感謝臺大 EMBA 財金組的所有師長與行政團隊，豐富的課程設計與實務導向的教學內容，活動、各式社團之多，堪稱國內外大學研究所、EMBA 的翹楚，不論在國內、國外求學經驗中，都相當出色，使我除了得以從多元視角進行整合思考，並將學術知識應用於生活、求學挑戰中，更加深在人際關係、運動及財經知識方面的提升與拓展。



我亦要感謝我的家人——尤其我的先父及臥病中的母親，在我人生的成長期，給我充滿愛的叮嚀與支持、鞭策，沒有他們就沒有我的現在，尤其母親已年邁臥病多年，但母親言傳身教形象永遠刻在我心中。其次是我的太太與孩子。在學業、工作與家庭三者交錯的這段日子裡，謝謝你們的支持與體諒。正是因為你們的理解與包容，我才能全心投入這段說長不長，說短也不短，三年的學習歷程，尤其能讓你們參與體驗部分，更是很大的滿足。

最後，感謝所有在本論文中不論以學術專業、實務經驗印證的基礎，或在司法實務上被司法、主管機關磨練而獲得難得深刻教訓的企業家們。你們的實際經驗貢獻讓本研究更具實務價值與深度。

此篇論文雖以我之名完成，實為師長、客戶、同學們的智慧與溫情的共同成果。敬以此誌謝文，致謝每一位有貢獻與啟發的人。

楊晉佳 謹識
于臺大管理學院
民國 114 年 6 月

中文摘要

本研究旨在深入探討企業於併購(Mergers and Acquisitions, M&A)過程中所面對之主要商業考量與潛在法律風險，特別聚焦於台灣企業於跨國或跨產業整合時，可能遭遇之制度挑戰與法規風險。企業進行併購活動，期望透過資源整合以擴展市場、取得技術、提升綜效，或重塑產業競爭力，然併購過程往往伴隨高度不確定性，尤以法律與合規層面之風險最為顯著，需企業高度審慎因應。

本研究採用質性個案研究法，透過對四件具代表性之實際併購案例進行剖析，歸納企業於併購規劃與執行過程中，應如何兼顧策略目標與法律合規要求。其中，三起成功的典型案例分別為：祥碩科技以新台幣 129 億元併購美國在日本掛牌的上市公司 Techpoint，成為我國中小型 IC 設計業跨國併購之典範；聯發科技藉由精密估值與合規架構，深化全球市場布局；宏碁則透過策略性投資調整業務結構，並有效規劃併購後整合(Post-Merger Integration, PMI)及關係人交易揭露程序。最後，分析檢討一件近年高度爭議之併購案，著重在 A 公司(某生技業者)於併購後資產處分、收回價款的過程中，因資訊揭露不全及程序瑕疵，引發主管機關與司法單位關注，最終導致高階管理層遭移送偵辦，成為忽視法律風險之負面案例。

研究結果顯示，企業於併購過程中，除須審慎評估交易條件與財務效益外，更應強化法遵意識與內部治理機制，特別是對證券交易法第 20 條重大訊息揭露義務、賠償責任及可能之背信罪等民刑事訴訟司法風險，以及智慧財產權與勞動契約整合議題之重視。若未及早進行法律盡職調查(Legal Due Diligence)，或缺乏跨領域專業之交易架構設計，將大幅增加商譽受損、股東爭議或訴訟風險。

基於上述分析，本文建議企業在併購規劃初期，即應建立由董事會主導之風險評估與合規審查機制，並引入財務、法律、稅務及內控等專業團隊，於策略形成及交易設計階段即確保資料揭露完整、內部決策程序透明，從而有效回應主管機關與投資人對併購正當性與治理品質之期待。期望本研究成果能為企業未來從事併購決策與執行提供具體參考，協助在追求成長與轉型的同時，妥善控管潛藏之法律與商業風險。

關鍵字：併購、商業考量、法律風險、法遵合規、跨國併購、公司治理

THESIS ABSTRACT
FINANCE ADMINISTRATION
COLLEGE OF MANAGEMENT
NATIONAL TAIWAN UNIVERSITY



NAME : Chin-Chia Yang

MONTH/YEAR : June 2025

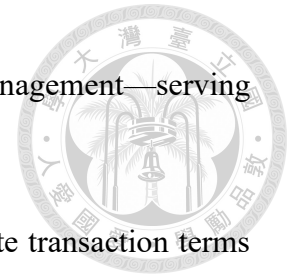
ADVISER : Shyan-Yuan Lee, Ph.D. Shi-Kuan Chen, Ph.D.

**TITLE : Business Considerations and Legal Risks in Mergers and Acquisitions:
The Case of Taiwanese Companies' Cross-Border Expansion.**

This study aims to explore the primary business considerations and potential legal risks encountered by enterprises during mergers and acquisitions (M&A), with a particular focus on the institutional challenges and regulatory risks faced by Taiwanese companies during cross-border or cross-industry integrations. Enterprises typically engage in M&A activities to achieve resource integration, expand markets, acquire technology, enhance synergy, or reshape industrial competitiveness. However, the M&A process is often fraught with high levels of uncertainty, especially in the areas of legal compliance, requiring enterprises to exercise heightened caution.

Adopting a qualitative case study methodology, this research analyzes four representative M&A cases to summarize how enterprises should balance strategic objectives with legal compliance throughout the planning and execution stages. Among these, three successful cases are highlighted: ASMedia Technology's acquisition of the U.S.-listed company Techpoint for NT\$12.9 billion, exemplifying cross-border M&A among Taiwanese mid-sized IC design firms; MediaTek's expansion of its global presence through precise valuation and compliance structuring; and Acer's strategic investment approach to adjust its business portfolio, including effective planning for post-merger integration (PMI) and disclosure of related-party transactions. The fourth case involves a highly controversial transaction: Company A (a biotechnology firm), which, following its acquisition activities and subsequent asset disposal and fund recovery processes, drew regulatory and judicial scrutiny due to incomplete information disclosure and procedural

flaws, ultimately leading to the criminal investigation of its senior management—serving as a cautionary example of legal risk negligence.

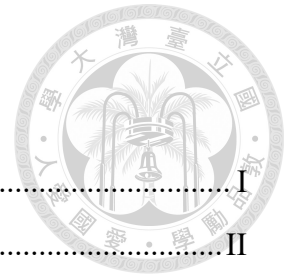


The study finds that enterprises must not only carefully evaluate transaction terms and financial benefits but must also reinforce compliance awareness and internal governance mechanisms during the M&A process. The disclosure obligation of material information under Article 20 of the Securities and Exchange Act, liability for damages, and potential judicial risks of breach of trust. The judicial risks associated with breach of trust offenses, and issues regarding the integration of intellectual property rights and labor contracts. Failure to conduct timely legal due diligence or to design interdisciplinary transaction structures could substantially increase the risks of reputational damage, shareholder disputes, and litigation.

Based on the analysis, this study recommends that enterprises establish a board-led risk assessment and compliance review mechanism early in the M&A planning process. Enterprises should also engage financial, legal, tax, and internal control professionals at the strategy formulation and transaction design stages to ensure comprehensive information disclosure and transparent internal decision-making procedures. These measures can better meet the expectations of regulatory authorities and investors regarding the legitimacy and governance quality of M&A activities. It is hoped that the findings of this research will serve as a practical reference for enterprises engaging in future M&A decisions and execution, aiding them in pursuing growth and transformation while effectively managing latent legal and business risks.

Keywords: Mergers and Acquisitions (M&A) 、 Business Considerations 、 Legal Risks 、 Compliance and Legal Due Diligence 、 Cross-border M&A 、 Corporate Governance

目次



口試委員會審定書	I
致謝	II
中文摘要	IV
THESIS ABSTRACT	V
目次	VII
表次	IX
第一章 緒論	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的	2
第三節 研究範圍與限制	6
第四節 研究方法	7
第二章 文獻探討	9
第一節 企業併購的商業理論基礎	9
第二節 法律風險與公司治理理論	10
第三節 商業判斷法則與營業常規	11
第四節 臺灣法院對商業判斷法則、營業常規的見解分析	12
第五節 併購交易須注意之另一重要議題—內線交易之禁止	18
第六節 併購後整合與資產處分問題	20
第三章 研究架構與問題	22
第一節 研究架構	22
第二節 個案選擇標準	22
第三節 分析面向	24
第四節 研究問題	26
第四章 台灣企業併購實例分析歸納併購重要原則	33
第一節 祥碩科技併購美國 Techpoint 公司案例分析：多元佈局與第二成長曲線	33
第二節 聯發科技併購 AI 晶片新創公司案例分析：以技術驅動的策略性投資為核心	36

第三節 宏碁併購 Gateway 與 Packard Bell 之案例分析：從規模擴張到整合困境 的典範個案	38
第四節 個案分析：甲公司與乙公司之反向併購案之分析—商業考量與法律風險	41
第五節 綜合結論：程序尚稱完整，惟治理體制仍可精進	45
第五章 建議與結論	46
第一節 綜合分析	46
第二節 併購交易之商業策略及建議	46
第三節 研究限制與未來展望	48
第四節 結論	49
參考文獻	51

表次

表 2-1：營業常規之判斷要素	17
表 3-1：併購揭露風險控管檢核表	30
表 4-1：台灣企業併購案比較	40
表 4-2：風險類型矩陣分析	40
表 4-3：整合挑戰分析表	41





第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

隨著全球化與科技創新日益加速，企業經營環境愈趨複雜與競爭激烈。為因應產業快速變遷與國際市場整合趨勢，企業亟須透過策略性佈局，以強化競爭優勢、提升資源配置效率。近年來，「企業併購」(Mergers and Acquisitions, M&A)已成為企業追求成長與轉型的重要途徑之一，尤其在高科技、生技醫療與資訊服務等高度知識密集產業中，透過併購迅速取得技術、通路、市場與專業人才，已成為企業競逐市場所不可或缺的關鍵策略。傳統製造業則可能藉由垂直整合優化供應鏈效率。

對台灣企業而言，長期以來仰賴出口導向與代工製造模式，雖能在特定領域建立全球競爭力，然本土市場規模有限，加上勞動成本上升與區域政經風險等挑戰，企業必須尋求更積極之海外擴張策略。跨國併購，因其快速進入市場、整合資源與擴大營運規模之特性，遂成為台灣企業提升全球能見度與價值鏈地位之重要手段。

然而，併購雖具高度策略誘因，跨國併購亦隱含高度不確定性與法律風險，其本質卻非單一財務操作，而是一場涵蓋目標企業評價、市場與技術契合度、交易架構設計、財務安排、營運、勞資整合、組織文化，以及最為關鍵的法務、稅務規劃合規與法律審查等多重維度的整合工程。根據 McKinsey 與 Harvard Business Review 等研究顯示，全球逾五成的企業併購案在整合階段即面臨失敗風險，原因包括目標評估錯誤、整合規劃不足、人事文化衝突、資訊揭露瑕疵或法律遵循缺失等。

實務上，許多併購案在交易完成後，因文化差異、內部治理失當或法律程序瑕疵導致整合失敗，甚至陷入財務危機或訴訟風險，嚴重者更觸犯刑法，損及企業信譽與股東權益。例如部分企業在未充分揭露風險資訊或高估資產價值之情況下，進行跨國併購後因資產減損、現金流惡化等問題導致股價崩跌，引發投資人訴訟與監管單位及司法機關調查。此類情形顯示，企業於推動併購策略時，若忽略嚴謹的法遵機制與風險評估，將可能由成長契機轉為營運危機。

台灣企業於併購操作中亦陸續出現爭議與啟示。例如，宏碁於 2007 年併購美國 Gateway 與歐洲 Packard Bell 後，未能順利整合品牌與管理體系，導致後續財報虧損並重創股東信任。而祥碩科技併購美商 Techpoint 案中，儘管成功獲得關鍵影像晶片技術，但因智慧財產權跨境移轉與人員整合爭議，引發法人股東質疑其風險控管機制是否完善。這些案例皆反映出：併購不僅是策略手段，更涉及高度法遵與組織治理挑戰。尤其在台灣企業涉足跨國併購時，面臨不同法域制度、監理規範與文化落差，更需審慎因應。

基於上述現象與問題意識，本研究擬從法律與商業兩大層面，聚焦以下三項核心探究：

1. 企業進行併購時的主要商業考量為何？
2. 包括策略目標、價值評估、市場拓展、資源互補等因素，是否為長期發展規劃抑或短期財務操作？
3. 企業可採取哪些措施以降低風險並提高併購成功率？

涵蓋盡職調查程序、資訊揭露制度、整合計畫設計、董事會決策機制與法律顧問參與等治理實務。

基此，本研究擬從台灣企業跨國併購的真實案例出發，深入剖析其商業動機與策略考量，並探討併購過程中涉及之法律風險與治理挑戰，進一步建構出一套兼顧商業成效與法律遵循之風險控管架構，以提供企業未來推動國際併購時之實務參考。

第二節 研究目的

本研究聚焦於台灣企業進行跨國併購之商業與法律風險問題，期望能透過理論探討與實務分析相互對照，具體達成以下目的：

(一) 探討台灣企業推動跨國併購的主要策略動機與成長考量

以實務觀察，台灣企業進行併購的主因可歸納如下：



1. **突破成長瓶頸：**在本地市場規模有限、產品高度競爭情況下，併購提供企業快速取得市占、產品線或渠道的方式。
2. **取得關鍵資源：**包含核心技術、專利、研發團隊與客戶關係，尤其是跨足國際市場時。
3. **實現策略轉型：**傳統製造導向企業藉併購切入高附加價值服務、雲端或 AI 應用，強化企業價值鏈。
4. **稅務與財務槓桿操作：**透過購併結構進行財務整併與稅務效率優化。

但隨之而來的，則是日益複雜的法律風險與治理挑戰。企業常因對標的公司資訊掌握不全、法律盡職調查不足、未妥善處理重大不確定契約條款，甚至忽略目標國家之監管要求，而導致交易失敗、資產減損、管理層信賴危機，乃至於觸犯《證交法》或違反《公司法》之忠實義務。

(二) 分析併購過程中常見的法律風險類型與公司治理缺失

企業併購作為企業擴張與轉型的重要策略，雖具備顯著的經濟與市場效益潛力，然其過程中所蘊含的法律風險與公司治理問題，往往成為影響併購成敗的關鍵因素。特別是在資訊不對稱、利益衝突與法令遵循壓力交織的環境下，若企業缺乏周延的風險辨識與治理機制，不僅可能導致併購整合失敗，亦可能引發股東訴訟、監理處分甚至刑事責任。因此，本研究第二個研究目的，即在於針對併購過程中常見的法律風險類型與公司治理缺失進行系統性分析與探討。

首先，在法律風險方面，併購交易常涉及多項潛在風險，包括但不限於：資訊揭露義務不全或不實、內線交易或股價操縱疑慮、董事會未盡忠實義務與注意義務、跨境併購中的外匯與投審法規遵循問題、以及反壟斷審查與公平交易法限制等。這些風險若未被妥善辨識與處理，將可能損害公司聲譽、造成併購案延宕或流產，甚至引發訴訟與刑事調查。例如台灣過去的幾起重大併購案件中，曾出現董事未適當迴避利益衝突、未完整揭露財報資訊、或在未經股東會授權情況下擅自進行重大投資決策等違規情況，顯示法律風險管理機制的缺失。

其次，在公司治理層面，併購過程中常見的缺失包括董事會獨立性不足、決策程序不透明、控股股東過度干預或利益輸送、以及未妥善設置內部稽核與風險控管機制。尤其在家族企業、交叉持股或多層控股結構盛行的環境下，公司治理問題尤為複雜，常成為併購失敗的潛在根源。因此，本研究將特別聚焦於併購中董事會角色與責任的履行情形、資訊揭露與交易決策過程的合規性、以及內部治理結構對併購風險控管之影響。

藉由系統性分析這些法律風險與治理缺失，本研究期望能提出具體建議，協助企業在未來併購操作中強化法律風險辨識能力與治理結構設計，從而提升併購策略的成功率與整體企業價值。

(三) 建構一套整合性併購風險評估架構，涵蓋商業判斷、法律合規與內部控制

隨著併購活動日益頻繁且複雜化，企業面臨的風險不再侷限於財務層面，而是涵蓋策略適切性、法律遵循、組織治理與文化整合等多維度議題。傳統併購評估模式多著重於財務報表與市場佔有率分析，然而忽略併購過程中潛藏的法律風險與內部治理缺口，往往導致企業在交易完成後面臨重大的整合困境與聲譽風險。因此，本研究擬以實證與個案分析為基礎，建構一套橫跨商業判斷、法律合規與內部控制的整合性併購風險評估架構，協助企業於併購決策前中後期進行全面性的風險盤點與因應規劃。

首先，在商業判斷層面，評估架構應納入策略合理性、市場趨勢分析、目標公司營運模式與文化適配性等要素，確保併購符合企業長期發展目標，並避免短視近利或盲目追逐成長所引發的失敗風險。其次，在法律合規層面，須建立針對資訊揭露義務、董事職責、利益衝突處理、反壟斷審查及跨國法令遵循之審查機制，強化併購程序之合法性與正當性。此外，風險評估架構亦應納入與主管機關溝通應對的規劃，以因應潛在之監理介入與民事或刑事責任風險。

再者，在內部控制層面，企業應強化其內部審核、風險管理與法律合規單位的功能，確保併購交易從盡職調查、估值談判、簽約交割到整合實施各階段，皆能有適當的監控與稽核機制。特別是在高風險產業(如生技、科技或金融業)或涉及境外交易之併購案中，更應建立事前預警與事後追蹤的管理機制，以降低不可預見損失。

透過上述三大面向的整合性風險評估架構，本研究不僅希望提供企業實務操作上的風險評估指引，也試圖填補現有學術研究中對於併購法律與治理風險評估模式之不足，促進企業併購策略與法遵治理之協同強化，進而提升企業永續發展的韌性與競爭優勢。

(四) 透過具爭議性或具啟發性之併購個案，提出可行之管理改進建議與風險因應策略

併購實務中，許多表面上符合商業邏輯的交易最終卻因法律糾紛、資訊不對稱、或治理失衡而功虧一簣，反之，也有部分企業透過精準的併購操作與風險控管，成功轉型為具全球競爭力之企業體。這些具爭議性或啟發性的併購個案，無論其成敗與否，皆蘊含豐富的決策經驗與治理教訓，值得深入剖析與反思。因此，本研究最後一項目的，即在於選取具代表性且富啟發性的台灣企業併購個案，進行深度解析，以提出具體可行之管理改進建議與風險因應策略。

本研究擬透過個案研究法，聚焦於併購過程中涉及法律訴訟、經營整合困難、董事會職責爭議或財務揭露爭議之併購案例，例如某些上市櫃公司在跨境併購中未盡適當盡職調查，導致交易後遭遇重大虧損，或因未揭露重大交易資訊而觸法，進而產生刑事或民事責任等情形。這些案例不僅凸顯併購前期評估與中期審查的關鍵性，也反映出企業於內部控制、風險預警與法律遵循方面的制度落差。

此外，部分成功案例亦將納入比較分析，如某些科技或製造業公司透過精準的策略併購與完整的法遵機制，不僅順利完成整合，亦於短期內提升技術能力、市場佔有率或全球佈局。透過成敗案例的交叉對照，本研究將歸納出可行的風險辨識與管理機制，並針對併購決策流程、內部治理架構、合約設計與法律風險控管，提出具實務操作價值的建議。

最終，本研究期望透過案例研究與系統性歸納，協助企業建立屬於自身規模、產業與治理文化相符之併購風險管理模式，降低未來併購活動中可能產生的法律與營運風險，並提升企業在面對高度不確定環境中的應變能力與治理成熟度。



第三節 研究範圍與限制

本研究之探討範圍，主要聚焦於台灣企業從事跨國併購過程中之關鍵決策因素與潛在風險。研究對象選擇具代表性之企業個案，涵蓋電子科技、資訊服務與生技製藥等產業，並以其在併購過程中發生爭議、法律糾紛或管理挑戰之個案作為分析基礎，以期提供多元視角之觀察。

研究資料來源包括政府公開資訊觀測站、台灣證券交易所、金管會公告、法院裁判書、公司年報與新聞媒體報導，並輔以企業公告與主管機關之裁處紀錄。由於部分資料涉及未公開資訊或營業機密，為符合法令規範與尊重個案企業之隱私，本文所涉及之個案分析，除已公開於媒體者外，將予以匿名處理。

此外，本研究以質性分析為主，雖可提供深度觀察與情境還原，然在廣度統計與量化推論上有所限制，未必能全面反映整體產業之普遍現象，尚祈後續研究可擴大樣本數與方法多元性，以提升研究外部效度與應用性。

本研究聚焦於 2020 年至 2024 年間之實務案例，產業涵蓋半導體、資通訊與品牌電腦，選案理由如下：

1. 祥碩科技併購 Techpoint：涉及跨境技術轉移與監理合規爭議。
2. 聯發科多起技術收購案：涉及智慧財產與競爭法風險。
3. 宏碁數位轉型下之垂直併購：涉及營運整合與內控風險。
4. 某臺灣 A 上市公司子公司反向併購澳洲上市公司，處分資產風險。

研究方式包括文獻整理、判例分析、專家訪談與風險矩陣模型建構，但因部分交易涉未公開資訊，資料完整性受限。雖本文之完成，已盡個人所能，深度訪談祥碩林總經理、聯發科林處長、宏碁周處長及 A 生技公司董事長、總經理及財務長，並請其提供可公開的資訊；然因本文屬於研究性質，對於公司內部的財務、決策機密資訊取得有限，致論述也許不夠嚴謹、精確。



第四節 研究方法

本研究採取個案分析法(Case Study Method)為核心研究工具，針對特定具有代表性之臺灣跨國企業併購個案為研究對象，透過剖析個案之背景脈絡、交易流程、公司治理結構、法律爭點與整合成效，揭示企業在實際併購操作中所面臨的多重挑戰，特別是涵蓋商業判斷、法律合規與內部治理三者交互影響下的風險樣態與決策邏輯。並針對其交易前、中、後不同階段所呈現的法律風險與治理問題進行分析，希望透過跨案例對照，歸納併購失敗或成功的關鍵因子，從中建構出具備可應用性的風險評估架構與治理改進建議。

在理論基礎方面，本研究將引入以下三大核心理論作為分析架構的支撐：

1. **商業判斷法則(Business Judgment Rule)^{1、2}**：探討董事會與高階經營團隊在併購決策中，於何種條件下得以主張其決策屬「合理商業判斷」，並辨析何種情況下構成違反忠實義務或注意義務的法律責任。
2. **契約治理理論(Contractual Governance Theory)**：用以分析併購過程中雙方於合約條文中如何安排權利義務、風險分擔與爭端處理機制，並作為風險控管的工具。
3. **企業風險管理理論(Enterprise Risk Management, ERM)**：以整體性風險管理視角，探討企業如何透過制度設計與流程管控，在併購過程中預先辨識、評估與回應潛在風險。

¹ 周振鋒(2017)法令月刊／第 68 卷 第 12 期／84-105 頁。〈論商業判斷法則於我國刑事案件之運用〉。《法源法律網》。取自
https://www.lawbank.com.tw/treatise/pl_article.aspx?AID=P000235021Airiti Library+2 法律銀行+2 法律銀行+2。

² 高點法律網。〈商業判斷原則〉。《元照英美法詞典》。取自
<https://lawyer.get.com.tw/Dic/DictionaryDetail.aspx?iDT=40103&sA=Blawyer.get.com.tw>。



在資料來源方面，本研究主要資料來源包括：

1. 公司公開資料(如重大訊息公告、年報、合併報告書等)。
2. 財務報表與法說資料。
3. 主管機關裁罰紀錄與監理文件(如金管會、證交所公告)。
4. 相關法院判決與檢察機關起訴書(涉及法律爭議個案)。
5. 媒體報導與專業評論文章。
6. 董事會與股東會紀錄等治理文件。

在資料分析方法上，本研究將採用**事件流程分析法(Event Sequence Analysis)**，針對併購案從初步接觸、簽署意向書、進行盡職調查、簽訂合約、主管機關審查、交割整合等各階段進行流程建模與節點標記，並對於每一關鍵節點進行風險辨識與治理機制評估，繪製**併購決策地圖(M&A Decision Map)**。此地圖將成為本研究提出風險評估架構與管理建議之基礎工具。

最終，本研究透過對比不同個案中之商業決策、法律風險反應與治理作法，歸納出共通性問題與關鍵成功因素，並依據理論與實務整合，提出一套具備實務參考價值之併購風險管理與公司治理強化建議，作為企業未來從事併購交易時可資依循之準則。



第二章 文獻探討

第一節 企業併購的商業理論基礎

企業併購(Mergers and Acquisitions, M&A)是企業在面對市場變化、產業整併與全球化趨勢下，追求成長與競爭優勢的重要手段。併購可作為企業擴大營運規模、取得關鍵資源、拓展市場版圖與提升產業集中度之策略工具。

Ansoff 矩陣將「市場」和「產品」，分別切成「既有」和「新」兩部分，並組合成一個 2 x 2 矩陣，幫助我們建構產品與市場的關係，以及明確瞭解該採取什麼策略。於其產品／市場矩陣理論(Product-Market Matrix)中指出，企業成長策略分為四種：市場滲透、產品開發、市場開發與多角化(Diversification)，而其中多角化策略³最常藉由併購方式實現，尤其當企業欲快速切入陌生領域時，透過收購既有企業能即時取得技術、品牌與人力資源（附註 3）。

Porter 認為企業有三種競爭策略：成本領先策略、產品差異化策略或集中策略⁴。被稱為波特的三個通用策略，可以應用於任何規模或形式的業務。波特聲稱，公司只能選擇三者中的一個，否則企業可能會浪費寶貴的資源。波特的通用競爭策略詳細說明了公司的成本領先策略、差異化策略和集中策略之間的相互作用則自產業結構與競爭優勢角度提出觀點，企業透過併購可強化五力模型中的「供應商議價力」與「進入障礙」，藉此鞏固上下游價值鏈並排擠潛在競爭者。此外，當產業進入成熟期或市場飽和，透過橫向或縱向併購可實現經濟規模與市場壟斷效果，並創造長期競爭優勢（附註 4）。

進一步而言，Hitt、Harrison 與 Ireland 認為，併購除了具備外部資源快速整合的優勢，亦可創造「協同效益(Synergy)」，如成本降低、資源互補、知識轉移、品牌擴張與顧客基礎共享等。唯若缺乏整合機制與文化適應能力，則可能導致資源衝突或整合失敗，反而稀釋併購預期效益⁵。

³ Ansoff, H. I. (1957). Strategies for Diversification. Harvard Business Review, 35(5), 113–124.

⁴ Porter, M. E. (1985). Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance. New York: Free Press.

⁵ Hitt, M. A., Harrison, J. S., & Ireland, R. D. (2001). Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders. Oxford University Press.



第二節 法律風險與公司治理理論

併購交易因涉及資本、控制權與市場競爭等重大變動，經常伴隨高度法律風險。若缺乏適當的法律盡職調查、資訊揭露與契約保障機制，企業將面臨來自主管機關的監理制裁、股東訴訟、或資產減損等風險。根據代理理論(Agency Theory)，企業經理人與股東之間存在資訊不對稱與目標不一致的問題，導致經理人可能出於個人聲望或短期激勵，而從事不具長期效益之併購行為，甚至做出損及股東利益之決策。若無適當治理架構，併購決策可能淪為自利型決策，如規模擴張或資源誤用⁶。

因此，完善的公司治理制度，例如設有獨立董事會監督、建立內部控制與獨立審計制度，對於控制併購過程中的問題至關重要。

此外，利害關係人理論(Stakeholder Theory)則強調，企業應同時關注多元利害關係人，包括員工、顧客、債權人與社會大眾。併購行為若忽視利害關係人的權益，可能導致勞資爭議、品牌信任度下降與社會反彈，進而損害企業長期價值。

跨國併購更須面對跨法域規範⁷，如美國「外國投資審查委員會(CFIUS)」針對敏感產業的審查、美國「反海外貪腐法(FCPA)」對於海外交易行為的合規要求，以及歐盟的競爭法規。若併購未充分評估相關法規風險，極可能因交易被否決、遭裁罰或影響公司聲譽而付出高昂代價。

美國「外國投資審查委員會(CFIUS)」，Committee on Foreign Investment in the United States，是美國聯邦政府的一個跨部會委員會，其職能為審查一切關乎美國的外國對美投資)及反海外貪腐法或稱反海外賄賂法(FCPA，Foreign Corrupt Practices Act)，該法禁止美國人在海外爭取或維護商業利益時賄賂外國政府官員。美國因海外反腐敗行為法而成為全球反貪腐的領導者，但川普在 2025 年 2 月 11 日簽署行政命令，暫停執行已有近半世紀歷史的海外反腐敗行為法(Foreign Corrupt Practices Act, FCPA)，並指示司法部長邦迪(Pam Bondi)檢視與該法有關的現行和過往執法行動，並制定新的執法指引方針「修訂合理的執法指引」，而不致危害美國

⁶ Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

⁷ OECD (2011). *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*. Paris: OECD Publishing

企業海外競爭力。因川普政府認為該法削弱美國企業競爭力，造成不公平的競爭環境。川普早在第一個任期內就希望廢除海外反腐敗行為法，並曾稱其為「可怕的法律」，川普認為因為執行該法，「全世界都在嘲笑我們」⁸。川普的行政命令削弱了這項工具，甚至可能替全面廢除鋪路，川普政府認為暫停執行該法對美國來說，意味著很多的商機。

第三節 商業判斷法則與營業常規

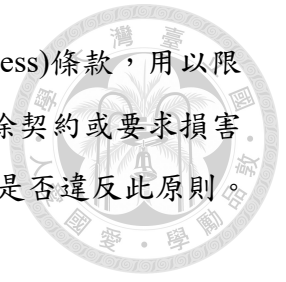
商業判斷法則(Business Judgment Rule)係企業治理中法院對董事會決策之容忍原則，是一項美國公司法下的司法原則。此原則起源於美國 Delaware 州法院的多起判例，其中以 Aronson v. Lewis(1984)一案最具代表性，法院認為董事會在無私、知情、且遵循合理程序，並懷有善意動機下所做之決策，原則上應受到司法尊重與不予干涉，法院原則上不介入其決策。除非原告能舉證董事涉及利益衝突或嚴重程序瑕疵，否則不應以事後結果論質疑董事決策。在併購情境中，商業判斷法則確保董事在面對高風險、具爭議之併購案時能在合理程序下作出最佳判斷，減少訴訟壓力⁹。

另一方面，併購契約中常設有「營業常規條款(Ordinary Course of Business Clause)」，目的在保障買方於簽約至交割期間，賣方不得進行重大異常經營行為，例如出售資產、裁員或借貸等，否則可能構成違約。法院在判斷是否違反該條款時，會參考賣方過去營運慣例與產業標準，視其是否顯著偏離正常經營行為。此類條款與解釋標準在跨國契約執行中尤其重要，亦關乎買方是否得以主張重大不利變更(MAC, Material Adverse Change)並解除契約，是常見於公司併購、融資、投資等交易中的條款，旨在保護買方或融資方免受標的企業或公司在交易完成前，發生重大不利影響的風險。如果發生重大不利變更，買方或融資方可能可以選擇退出交易或調整交易條件。在完成交易前，併購目標資產或併購目標公司(或者是併購目標公司(Target company)旗下重要的子公司(Subsidiary)，發生或者預期發生(“prospects”)，也是交易雙方的一個重要談判點，可能影響整個交易是否能順利完成或破局。

⁸ 中央通訊社 20250211，<https://www.cna.com.tw/news/aopl/202502110255.aspx>。

⁹ Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984)。

此外，併購契約中常設有營業常規(Ordinary Course of Business)條款，用以限制賣方在交割前之經營異常行為。若違反此條款，買方可主張解除契約或要求損害賠償¹⁰。法院通常會根據該企業過往營運慣例與產業標準來判定是否違反此原則。



第四節 臺灣法院對商業判斷法則、營業常規的見解分析

臺灣法院對商業判斷法則(Business Judgment Rule, BJR)的適用，近年來在民事與刑事案件中逐漸形成一套本土化的審查標準。以下將從最高法院與高等法院的實務見解出發，探討該法則在我國司法實務中的發展與適用情形。

一、臺灣法院對商業判斷法則之實務見解

(一) 民事方面

1. 最高法院 110 年度台上字第 117 號民事判決、臺灣高等法院臺中分院民事判決 107 年度重上字第 230 號：本案涉及公司董事在進行投資決策時，是否違反忠實義務與注意義務。最高法院指出，若董事在無利益衝突、善意且經合理資訊基礎下作出決策，法院原則上應尊重其經營判斷，避免事後以結果論否定其行為。此判決明確肯認商業判斷法則在我國民事案件中的適用。
2. 最高法院 112 年度台上字第 173 號民事判決(兆豐 V 前董事長)：本案關注董事對公司內部法律遵循系統的監督義務。最高法院認為，若董事未建立有效的法律遵循機制，導致公司遭受重大損失，則可能構成對注意義務的違反。此判決強調，商業判斷法則的適用前提是董事已盡合理注意義務，否則不得主張該法則以免責。

¹⁰ Miller, R. T. (2009). The Law of Mergers and Acquisitions. Aspen Publishers, Ch. 6.

3. 臺灣高等法院臺中分院 110 年度上字第 70 號民事判決：公司法第 23 條第 1 項規定董事對公司負受託義務，其內涵可區分為注意義務及忠實義務：

- (1) 涉及利益衝突之情形下，就董事所為商業決策，推定董事無利害關係且具獨立性，在資訊充足情況下，基於合理注意、善意且真誠地相信其所為之行為符合公司最佳利益，原則上透過商業判斷法則，使主張損害賠償之人負舉證之責推翻此一推定，以減少對公司董事不當行為、管理決策之干預，避免肆後對董事之決策與商業判斷任意指摘，不利於商業經營效率及法律管制成本效益。
- (2) 反之在利益衝突情況下，為保護股東之權益，則採較嚴格之司法審查，排除商業判斷法則之適用，改採整體公平性審查，由董事先舉證證明交易之整體公平，以確保交易之合法性。

本案涉及公司負責人是否因投資決策失誤而應負賠償責任。法院指出，若公司負責人能證明其決策過程符合善意、無利益衝突且有合理資訊基礎，則可適用商業判斷法則，免除其賠償責任。此判決進一步確認了該法則在民事案件中的適用標準。

(二) 刑事方面

- 1. 最高法院 109 年度台上字第 4806 號刑事判決：**按背信罪的違背職務行為，一般而言，在本質上含有違反信託義務之特徵，而行為人是否違反信託義務，涉及公司經營之合理「商業判斷法則」，此項法則包括注意義務及忠實義務的合理性判斷。法院在審理是類個案時，固然不能就「行為人所為決定是否正確」或「行為人應作如何的決定」等涉及商業經營的專業考量為事後審查，以免干預市場機制；然法院為維護公平正義，判斷行為人之行為是否違背其職務時，職責上必須審查者，自當包括行為人作成該決定時，「是否已盡其應有之謹慎態度(注意義務)」及「真心相信其決定係置於一個合理的基礎上(忠實義務)」。具體言之，欲審究行為人有無違背信託義務(即違背職務之行為)，可以其決策及行為是否建立在合理性的基準上，加

以綜合判斷。而此一合理性基準，並非以公司業績(或股東利益)極大化等之功利思考為唯一參考因素，尚應權衡行為人之決策內容是否符合公平原則、有無特殊性應優先考量的因素、是否兼顧非財務因素的重要性、是否只顧慮單一關係特殊的利害關係人，以及決策過程是否符合程序正義的要求等因素，為一整體性判斷。

2、最高法院 107 年度台上字第 4941 號刑事判決：辜仲諒紅火案亦認定：忠實義務之違反，無從主張商業判斷法則。

在此刑事案件中，被告主張其經營決策應受商業判斷法則保護。然而，法院認為，商業判斷法則主要適用於民事責任的判斷，對於涉及背信罪等刑事責任的案件，應嚴格審查董事是否違反法定義務。此判決顯示，我國法院對於在刑事案件中適用商業判斷法持較嚴格適用之態度。

(三) 商業判斷法則之實務觀察與制度建議

綜合上述判決，臺灣法院對商業判斷法則的適用呈現以下趨勢：

- 1. 民事案件中逐步肯認：**法院普遍接受在董事無利益衝突、善意且經合理資訊基礎下的決策，應受商業判斷法則保護。
- 2. 刑事案件中審慎適用：**對於涉及背信罪等刑事責任的案件，法院傾向嚴格審查董事是否違反法定義務，對商業判斷法則的適用持較保留態度或嚴格適用的態度。
- 3. 強調程序正當性：**法院重視董事在決策過程中的程序正當性，包括資訊的充分性、決策的透明度及是否有利益衝突。

公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任。所謂忠實執行業務係指公司負責人執行業務，應充分取得並了解資訊，為公司謀取最大利益並防免公司受有損害；所謂盡善良管理人之注意義務，則係指具有相當知識經驗且忠於職守之受任人，依交易上一般觀念所用之注意而言。



因此，建議公司董事在進行重大決策時，應：

1. 確保決策過程的透明與合規，並留存相關會議記錄與決策依據。
2. 避免涉及個人利益衝突，並在必要時進行利益迴避。
3. 積極建立與維護公司內部的法律遵循與風險管理機制。
4. 注意決策程序是否實質合法合規。
5. 徇私舞弊之背信決策不受「商業判斷法則(Business Judgement Rule)」之保護。

透過上述措施，董事可在法律上獲得商業判斷法則的保護，降低因決策失誤而承擔法律責任的風險。

二、臺灣法院就營業常規之實務見解

臺灣法院對於「營業常規」(Ordinary Course of Business)之認定，主要出現在企業交易爭議、併購契約糾紛與重大資產處分等案件中。實務上，「營業常規」通常用以判斷某一交易或行為是否符合企業經常性、日常性的經營模式，並作為法院評價經營行為合法性與合理性的重要標準。以下將從實務見解、適用情境與法律意涵三方面詳為論述：

(一) 營業常規的法律意涵

「營業常規」並無明文定義於《民法》或《公司法》，但在併購契約、買賣契約及公司治理實務中，常見於以下情境：

1. 併購交割前限制性條款：賣方於簽約至交割期間，需維持企業於「正常營運狀態」中進行業務。
2. 公司內部治理及董事注意義務：法院會參照「營業常規」來判斷董事是否違反注意義務或忠實義務。



3. **重大交易判斷基準：**《公司法》第 185 條第 1 項規定公司讓與主要營業時，須經股東會特別決議，其「主要營業」是否變更，法院會參照營業常規與公司過往營運方式判定。

4. **「不合營業常規」之判斷標準：**

(1) 不合營業常規不以真實交易為必要。

(2) 「不合營業常規交易」之核心係「交易雙方未經過公平對等之談判磋商程序」。如交易條件實質上為一方所片面獨斷決定，另一方僅能完全聽命順從，而成為配合交易之附庸傀儡，即使最終交易條件與其他相類交易相較並未顯然不利，因雙方並未經過公平對等談判磋商程序，此交易仍屬「不合營業常規」。

(二) 臺灣法院實務見解分析

1 **最高法院 108 年度台上字第 1727 號刑事判決：**公司讓與資產是否構成讓與「全部或主要營業」。最高法院指出，判斷是否讓與主要營業，應依企業本身經營實況為準，並參考該公司「日常營業模式」與讓與之資產是否構成其營運核心。「營業常規」需結合個案實際營運狀況，並不能單以財報數字為準。

2 **併購爭議是否構成違反營業常規，須審酌：**法院針對交割前賣方是否違反「維持正常營業」條款進行審理。

(1) 交易是否屬於例行性。

(2) 是否經董事會或主管機關核准。

(3) 該行為是否造成企業經營風險顯著上升。

法院判定，若交易規模異常或明顯脫離過去營運慣例，即使未損害公司利益，亦可能構成違約。

3. **公司背信案法院對「非常規交易」進行分析，指出：**「營業常規」亦可作為判斷董事行為是否異常的標準。若交易方式、對象、金額與付款條件明顯不符公司慣例，即屬應加審慎注意之非常規行為，董事如未盡職調查即通過，可能構成背信。



三、判斷標準與實務適用

法院在認定「營業常規」時，通常會參考以下要素：

表 2-1：營業常規之判斷要素

判斷要素	實務認定重點
過去營運紀錄	是否為企業歷來定期從事之活動？
產業慣例	是否符合同行業之標準交易模式與頻率？
決策程序	是否經主管決策單位合法程序核准？
交易影響程度	是否對企業財務、營運或資產結構產生重大影響？
契約明文條款	是否違反併購契約中對賣方行為之限制性條款？

四、評析與制度建議

1. **契約設計應明確具體：**實務中爭點常源自於「營業常規」條款模糊，建議買方於併購合約中明訂具體限制事項(如不得新增負債超過一定金額、不得出售特定資產等)，以減少爭議空間。
2. **企業應保存決策紀錄：**為日後證明行為屬於常規營運，企業應妥善留存會議紀錄、財務報告與交易審核程序。
3. **法院應結合產業專業判斷：**判斷是否違反營業常規應重視產業實務，建議建立專業商業法庭制度，強化法官對產業經濟背景之理解。目前臺灣已有智慧財產及商業法院，訴訟標的之金額或價額在新臺幣三千萬元以上者即可由該法院管轄。

五、結語

「商業判斷法則」與「營業常規」作為商業實務中維持交易穩定性與保護投資人利益的關鍵概念，其法律意涵雖屬原則性規定，但隨併購與重大交易案例日增，臺灣法院已逐步建立起具體的審查標準。未來企業應更重視內部合規與契約設計，以因應法院對「商業判斷法則」與「常規經營」逐漸嚴謹的實質審查。

第五節 併購交易須注意之另一重要議題—內線交易之禁止

在併購交易中，嚴格禁止內線交易是保障市場公平性與投資人權益的核心原則。證券交易法第 157 條明定，任何知悉未公開重大消息之內部人，於消息公開前不得買賣相關證券。違反者將面臨刑事與民事責任。以下將探討臺灣法院在內線交易案件中的實務見解與分析。

一、內線交易的法律規範與責任

根據證券交易法第 157-1 條，內線交易的構成要件包括：

1. 內部人身份：如公司董事、監察人、經理人、持股超過 10% 的股東等。
2. 未公開重大消息：指可能影響股價的資訊，尚未對外公開。
3. 利用該消息進行交易：在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，買入或賣出該證券。

違反上述規定者，將面臨證券交易法第 171 條之刑事處罰(三年以上十年以下；利益達 1 億元以上者，七年以上)，包括有期徒刑及罰金(1 千萬元以上，2 億元以下；2500 萬元以上，5 億元以下)，並可能承擔民事損害賠償責任。



二、臺灣法院對內線交易的實務見解

1. **台灣土地開發公司內線交易案**：此案涉及前總統女婿趙建銘等人，因知悉台開公司將與日盛銀行進行聯貸案等利多消息，於消息公開前買進股票獲利。法院歷經多次審理，最終判處趙建銘有期徒刑 3 年 8 個月，並科罰金。此案突顯內線交易的嚴重性及法院對此類行為的嚴厲態度。
2. **開發金控併購金鼎證券案**：開發金控在併購金鼎證券過程中，董事長辜仲瑩被控利用未公開資訊進行內線交易。雖一審判無罪，但二審認定其違反公開收購規定，判處徒刑 4 個月，得易科罰金。最高法院駁回上訴，全案定讞。
3. **美商捷普集團將購併綠點公司**：普訊創投集團負責人「創投教父」柯文昌，在 2006 年間利用普訊集團擔任綠點公司法人董事之便，事先得知美商捷普集團將購併綠點公司，遂進場大量買進綠點股票，藉此拉抬股價後賣出，共獲利 4 億 7284 萬元，因涉及內線交易案被判刑 9 年確定，於 2016 年 1 月 12 日發監執行，他日前申請假釋，矯正署於本月 10 日核准，高等法院裁定保護管束後，柯文昌已於 2020 年 4 月 15 日從八德外役監假釋出監。

三、企業併購中防範內線交易的建議

1. **強化內部控制制度**：建立明確的資訊管理與交易審核機制，防止內部人濫用未公開資訊。
2. **實施交易前申報制度**：要求內部人於進行證券交易前，申報並獲得批准。
3. **定期教育訓練**：對董事、經理人及相關人員進行內線交易法規與案例的教育，提升法遵意識。
4. **設立監控機制**：透過內部稽核或第三方監控，及時發現並處理可疑交易行為。



四、結語

內線交易破壞市場公平性，損害投資人信任，對企業聲譽與永續經營造成嚴重影響。臺灣法院對內線交易案件的審理日益嚴謹，企業應高度重視併購過程中的資訊管理與法遵機制，確保遵守法規，維護市場秩序。

第六節 併購後整合與資產處分問題

併購後之整合(Post-Merger Integration, PMI)乃決定併購是否成功之關鍵。併購交易完成後，如何有效整合雙方資源，實現交易前預期之綜效(synergy)，乃評估併購是否成功之關鍵指標。根據現有文獻與實務經驗，許多併購案雖在財務或市場面具備吸引力，卻因整合規劃不足或文化衝突，忽略文化融合與溝通機制，極可能導致關鍵人才流失與整合失敗，導致組織失靈與績效下滑¹。尤其在異質企業間之併購更易產生文化衝突與溝通障礙，導致人才流失、生產效率降低與品牌價值受損。因此，PMI 需建立完善之整合規劃，包括資訊系統銜接、管理層整合、激勵機制調整與企業文化融合。

Marks 與 Mirvis(2011)指出，「併購後整合(Post-Merger Integration, PMI)」涉及的不僅是組織結構的重組，更深層的是企業文化、價值觀與人際互動的磨合。特別在跨國或異質企業間的併購，整合挑戰更為複雜。例如，歐美企業偏重流程導向與個人責任，而亞洲企業則強調階層文化與集體決策，若未建立明確的整合策略，將可能引發內部矛盾與組織排斥效應，進而導致績效滑落或重要人才出走¹。

因此，PMI 不僅需考量技術與業務系統的銜接(如 ERP 整合、營運流程重構)，更應納入以下關鍵管理面向：

1. **領導階層整合：**需儘早確認未來組織的關鍵領導人，明確決策權責，避免內部權力真空。
2. **文化診斷與融合策略：**透過文化審計(Cultural Audit)評估雙方差異，制定溝通與協調機制，並透過跨文化培訓降低衝突。

3. **人力資源與激勵制度整併**：整合雙方薪酬福利、晉升制度與績效考核標準，避免「合併後歧視」現象。

4. **利害關係人管理**：對內溝通須透明且持續，對外則應確保顧客與合作夥伴的穩定信任。

又對於公開發行公司而言，《公開發行公司取得或處分資產處理準則》第9條進一步要求，若涉及處分重大資產行為，除須取得董事會與股東會決議外，尚須聘請具公信之專業機構(如會計師、估價師或律師)出具鑑價或法律意見書，並依法進行資訊揭露及內部稽核程序，以杜絕圖利特定人或掩蓋不當交易之情事³。本條規定旨在保障股東知情權與重大決策參與權，公開公司處分重大資產時，應依法揭露資訊與內控程序，以防止不當交易與股東權益受損¹⁰，防止企業管理階層以併購為名，實則進行資產轉移或內部重整，以防止不當交易與股東權益受損¹⁰。

若違反上述程序義務，不僅可能違反主管機關規定，致使證券交易法第36條資訊揭露義務受質疑，尚有可能遭投資人或股東提起民事訴訟，或引發金管會行政處分與刑事責任。更甚者，如涉及與關係人之交易而未揭露，亦可能構成圖利、背信等罪嫌，侵蝕公司治理之根基，損害企業長期信譽。

綜上所述，企業在併購後若欲確保整體效益最大化，除須提前擬定整合計畫並有效執行，亦應嚴格遵循公司法與資產處理規範，設立透明且合規的治理程序，以達成財務穩定、法律正當與組織協同之多重目標。



第三章 研究架構與問題

第一節 研究架構

本研究旨在探討台灣企業在跨國併購過程中的商業考量與法律風險，並嘗試建構一套兼顧管理與法務觀點之併購評估框架。研究流程設計如下五個階段：

1. **文獻回顧與理論探討：**透過對企業併購理論、公司治理機制、法律風險管理與商業判斷原則等相關學術文獻進行系統性回顧，建立本研究之理論基礎。
2. **個案選取與背景描述：**挑選具代表性的併購事件，說明該併購案的基本輪廓、企業背景、產業特性與發展歷程，作為後續分析基礎。
3. **商業動機與法律風險分析：**就各個案實際交易情境，解析其併購動機、策略合理性與實施過程中所遭遇之法律與公司治理風險。
4. **綜合歸納併購評估準則：**整合前述分析成果，歸納出適用於台灣企業的跨國併購風險評估與決策參考準則。
5. **建議與結論：**針對企業實務操作提出具體建議，並總結本研究之發現、貢獻與未來研究方向。

第二節 個案選擇標準

在質性研究中，個案的選擇直接影響研究成果的代表性與理論外推力。為深化探討企業於併購過程中所面臨之商業考量與法律風險，本研究採用Eisenhardt(1989)所倡議的「理論抽樣法」(Theoretical Sampling)，選擇具爭議性、複雜性與啟發性的個案，以利建構解釋力強且具實務應用價值之理論架構¹¹。

¹¹ 「理論抽樣」原則(Theoretical Sampling)，其目的為提升比較分析與理論推導的解釋力，參見：Eisenhardt, K. M. (1989). Building Theories from Case Study Research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532 – 550.



本研究個案選擇設下以下四項標準：

1. **企業須為台灣上市櫃公司：**本研究聚焦於台灣資本市場環境下之企業，以利結合公司法、證券交易法與相關金管會規範，探討制度脈絡下企業在併購決策與揭露義務上的執行情況。
2. **併購案須涉及跨國交易：**跨國併購通常涵蓋多法域監管體系、文化整合挑戰與資訊落差問題，其複雜度遠高於國內交易，亦更易顯現治理盲點與合規風險。
3. **該併購案曾引發重大爭議或法律糾紛：**本研究特別挑選曾涉及訴訟、主管機關處分或媒體揭露爭議之個案，有助於聚焦於公司治理缺失、資訊不對稱與董事忠實義務違反等關鍵風險點。
4. **資料取得具可行性，並具有啟發性：**資料來源須包括公開資訊觀測站、財報公告、法院判決、主管機關裁罰決議或媒體專訪等，能提供足夠依據以重建事件脈絡並支持理論分析。

依據上述原則，本研究選定以下四起個案，涵蓋不同產業、不同治理模式與不同風險類型：

1. **祥碩收購 Techpoint 案(IC 設計產業)：**該案為典型的科技產業橫向併購案例，原意在整合車用影像傳輸技術與客戶資源，有助於擴大祥碩的研發能力和全球足跡。祥碩對 Techpoint 的收購溢價 170%，法人估計，待成功收購後，Techpoint 每年將可貢獻祥碩 EPS 約 7-8 元，祥碩為何花高價收購 Techpoint，須對股東詳為說明合理性，否則，恐引發股東爭議。
2. **聯發科併購晨星公司、AI 新創公司案：**晨星案為我國半導體產業代表性敵意併購案之一，歷經兩階段公開收購、主管機關審查與多起訴訟，涉及董事會控制權重整與公平會之市場壟斷認定，為觀察治理架構與競爭法適用的重要個案。又於 2021 年收購一家歐洲 AI 晶片新創公司(以下稱為 AlphaEdge Technologies)，該公司具備低功耗 AI 推論加速器 IP 與先進神經網路壓縮技術，並與汽車與穿戴裝置品牌合作密切，成功實現三大目標。

3. 宏碁收購 Gateway 案(資訊服務業)：宏碁藉此案意圖打入北美 PC 市場，但由於資訊揭露不足與併購後整合不善，財務預測與實際經營落差甚大，並曾被質疑董事未善盡審慎評估與資訊告知之義務，對其後續治理改革與營運策略皆產生深遠影響。

4. 臺灣 A 上市公司併購澳洲 B 公司案(生技製藥產業)：該案原為跨國合作開發新藥之交易，惟後續因資訊揭露不完全、董事決策流程瑕疵與估值合理性爭議，延伸為董事長、總經理與財務長等高階主管之刑事偵查，突顯跨國交易中「內部控制」與「揭露義務未完全」之風險。

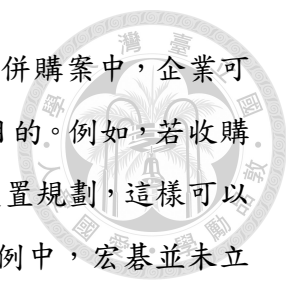
透過上述四個個案之交叉比較分析，得以從不同產業與風險面向，探究企業在策略擬定、資訊揭露、風險評估與治理應對之整體表現，亦為本研究後續建構「併購風險管理模型」提供實證基礎。

第三節 分析面向

為了深入了解併購過程中的關鍵爭點及風險因子，本研究根據既有的理論基礎和實務關注，選定四個重要分析面向進行剖析，這些面向分別涉及商業評估、董事會與經營團隊的決策過程、法律風險的揭露與權益保障，以及是否符合商業判斷原則與營業常規。透過這些面向的分析，我們能更全面地理解企業併購中可能出現的問題和挑戰。

(一) 併購前後之商業評估與資產處置規劃

在併購交易的過程中，企業通常會對目標公司進行商業評估，這是決策過程中的核心。評估的範圍不僅包括財務指標，也包括市場地位、品牌價值、競爭優勢及未來增長潛力等。併購前的商業評估能夠幫助企業確定是否有足夠的資源進行併購，並衡量收購對公司戰略目標的匹配度。若未能充分做好併購前的評估，則可能導致資源浪費或收購後的整合問題。



同樣，併購後的資產處置規劃也是不可忽視的問題。在某些併購案中，企業可能會需要處分部分資產以達到資本結構優化或專注核心業務的目的。例如，若收購的公司存在非核心業務或閒置資產，應該在併購後作出相應的處置規劃，這樣可以減少資產浪費並提升資本運用效率。在宏碁收購 Gateway 的案例中，宏碁並未立即進行有效的資產處分，反而因為資源配置不當，導致資本的有效利用率低下，甚至在後續的經營中遭遇困難。

(二) 董事會與經營團隊的決策程序

董事會與經營團隊在併購過程中的角色至關重要。董事會的決策不僅要遵守商業判斷法則(Business Judgment Rule)，還需要確保決策過程的透明性、合規性與合理性。董事會應該充分了解併購案的背景、風險以及對公司長期發展的影響，並且在決策過程中確保各方利益的平衡，避免發生利益衝突。

董事會的決策程序包括但不限於：對併購案的全面審查，制定詳細的併購計劃，與經營團隊密切合作，並對外部顧問的意見進行有效整合。在分析經營團隊的角色時，需要特別關注其在併購過程中的決策參與度以及能否對風險進行有效預測與控制。若董事會或經營團隊未能妥善執行決策程序，可能會導致不當的併購決策，並且引發股東訴訟或法律責任。

(三) 法律風險揭露與權益保障措施

法律風險的揭露與權益保障是企業併購過程中另一個關鍵領域。根據企業併購法、公平交易法、證券交易法和公司法等相關規定，企業在併購過程中需要對所有重大資訊進行**及時、準確與完整的揭露**。例如，若收購涉及反壟斷審查、競爭法規範、專利或智慧財產爭議等，則必須公開並揭示這些潛在的法律風險。此外，併購過程中的合約條款、股東權益保障機制、員工安置問題等，也需要在交易中予以充分考量和明確規範。

對股東的資訊揭露義務，以免引發股東的不滿和質疑。法律風險的揭露不足，可能使企業面臨來自股東的訴訟和監管機構的處罰，進一步損害企業的市場信譽和財務狀況。



(四) 是否符合商業判斷原則與營業常規

商業判斷法則(Business Judgment Rule)要求董事會在做出併購決策時，必須以合理的商業判斷為基礎，並且不受個人利益影響。根據 Delaware 州最高法院的判決，董事若能證明其做出決策時遵循正當程序並有正當的商業動機，法院通常不會干預董事會的決策。

然而，若董事會的決策明顯違反商業判斷原則或未遵守必要的營業常規(Ordinary Course of Business)，則可能會導致公司利益損失，甚至引發股東訴訟。企業併購程序與法律風險分析，宜同步檢視董事會治理、內控制度與資訊揭露制度。

第四節 研究問題

擬透過個案探討與法理剖析，回答下列五項關鍵研究問題，並從祥碩、聯發科、宏碁三家公司實際參與之併購案例，進一步深化論證。

(一) 台灣企業選擇進行併購時，背後的策略考量與成長目標為何？其是否為長期策略規劃或短期績效操作？

在台灣企業近年積極推動併購策略的背景下，實務上目的多元：包括擴張市場、取得技術、提升競爭門檻或進行產業整併。例如：

祥碩科技 2025 年 1 月以 3.9 億美元相當於新台幣 129 億元收購 Techpoint 案(Techpoint 2023 年營收 21.7 億元、獲利 5.9 億元的百人小公司)，祥碩對 Techpoint 的收購溢價 170%，法人估計，待成功收購後，Techpoint 每年將可貢獻祥碩 EPS 約 7-8 元，乃著眼於掌握影像感測與車載傳輸技術，以補強高速傳輸 IC 之外的技術缺口，顯示其為長期戰略性佈局。

聯發科收購晨星(MStar)則意在鞏固電視晶片市場霸主地位，避免價格戰導致雙輸，屬於防禦型策略與市占整併。宏碁收購 Gateway 與 Packard Bell，表面上為快速擴張美歐通路、追趕全球 PC 三強，但事後管理與文化整合失靈，透露出部分短期營收與市占操作色彩，缺乏深度轉型規劃。

**(二) 在台灣法律制度下，企業管理階層於併購案中面臨哪些具體義務與法律風險？
如何與公司法第 23 條忠實義務產生交互作用？**

《公司法》第 23 條要求董事應盡忠實義務，為公司整體最大利益進行決策。

在併購實務中，董事與高階管理人須處理：

1. 併購定價的合理性。
2. 關係人交易的揭露與利益迴避。
3. 交易架構的合法性(是否迴避公開收購等程序)。

以聯發科合併晨星案為例，公司對外說明併購條件與獨立董事程序完整，符合誠信義務。

(三) 在跨國併購中，台灣企業面臨哪些特有的法律障礙？(如美國 CFIUS 審查、GDPR 資料規範等)

跨國併購常須面對不同司法管轄區之規範障礙，例如：

1. 祥碩併購 Techpoint 涉及美國對 CFIUS(外資投資)審查。
2. 宏碁收購 Packard Bell 與 Gateway 需通過歐盟與美國的反壟斷審查。
3. 若涉及客戶個資、用戶端數據，可能觸及 GDPR(General Data Protection Regulation，一般資料保護規則，歐盟法規編號：(EU) 2016/679[1])，或加州消費者隱私法(CCPA，California Privacy Protection Act)等規範。

(四) 企業在併購案資訊揭露與決策過程中，如何確保對股東與監理機關之誠實與完整義務？違反後可能面臨哪些訴訟與處分？

企業於併購過程中，對於**重大訊息揭露之誠實性與即時性**，負有法律上與公司治理上的雙重責任。證券交易法第 157 條之 1 明文規定，公開發行公司內部人及相關知情人，不得利用未公開之重大資訊從事證券交易，並應依第 36 條之規範進行即時、正確且完整之資訊揭露。否則，不僅將面臨主管機關(如金融監督管理委員會)之處分，亦可能被股東提起民事損害賠償或刑事告訴。



1. 揭露義務的範圍與核心原則：併購案屬重大資本運作，根據《公開發行公司取得或處分資產準則》與證券交易法，企業應揭露下列資訊項目：

- (1) 交易對象、金額、交割條件與付款方式。
- (2) 評價方式與取得價格合理性分析。
- (3) 潛在法律爭議、資產瑕疵與財務風險。
- (4) 是否涉及關係人交易與董事利益迴避。
- (5) 預期對公司營運之影響及風險因應措施。

實務上，資訊不實或遲延揭露不僅觸法，更易產生**市場誤判、股東反彈與聲譽損失**。例如，若高層刻意延後揭露併購不利消息，致市場未能充分反映風險，將構成重大違法行為。

2. 企業如何強化揭露與決策過程的治理機制：為確保併購過程中資訊揭露之透明與合規，企業可採下列治理機制：

- (1) **設置重大交易審查委員會：**由獨立董事主導，就併購之風險揭露、財務評估與法律意見進行獨立審查。
- (2) **導入資訊揭露內部控制制度：**依據 COSO(內部控制整合架構)與 IFRS (國際財務報導)準則建立資訊產出、審核、核准與公告流程，減少資訊誤差與遲延。
- (3) **委請第三方專業意見：**針對關鍵風險項目(如智慧財產權、反壟斷法規、財務真實性)由律師、會計師與產業顧問出具意見書，佐證揭露內容。
- (4) **強化董事會決策程序與紀錄保存：**依公司法第 23 條與證交法第 14 條之 1 規定，董事應於議事過程中明確表達立場，並完整保存會議紀錄，以作為忠實義務之證據。公開發行公司、證券交易所、證券商及第十八條所定之事業應建立財務、業務之內部控制制度。主管機關得訂定前項公司或事業內部控制制度之準則。公司或事業，除經主管機關核准者外，應於每會計年度終了後三個月內，向主管機關申報內部控制聲明書¹²。

¹² 臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序。



3. 法律後果與企業風險：若企業違反揭露義務或決策失當，可能面臨下列法律與商業後果：

- (1) 民事責任：**股東得依證交法第 20-1 條提起損害賠償訴訟，主張因資訊不實或揭露不全而遭受經濟損失。
- (2) 行政裁罰：**主管機關可依證券交易法第 178 條、第 178-1 條、第 179 條處以鉅額罰鍰，並令限期補正。
- (3) 刑事責任：**若涉虛偽資訊或內線交易，依第 171 條可處以有期徒刑及併科罰金。
- (4) 聲譽與市值損害：**市場信任崩解、股價重挫，甚至影響後續募資、投資者關係與產業評等。

綜合上述分析，企業於併購案中資訊揭露與決策過程，應嚴守法律規範、設計治理機制並落實實務執行，以避免法律風險與企業誠信危機之爆發。未來，台灣企業亦可參考國際制度，如美國 SEC 之 Form 8-K、英國 Takeover Panel 準則，逐步建立併購資訊揭露專章與董事責任問責制，以提升治理水準與國際信賴¹³。

以下是為台灣企業設計的「併購揭露風險控管檢核表(M&A Disclosure Risk Control Checklist)」，結合《證券交易法》、《臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序》及國際實務(如 SEC 8-K 揭露要項與 OECD 公司治理原則)，可用於公司內部控管與董事會審查流程。

¹³ 中華民國證券商業同業公會—我國證券相關公會自律機制之強化與整合。

表 3-1：併購揭露風險控管檢核表

檢核項目	說明	責任單位	檢核狀態
重大資訊預判	是否已辨識涉及法令與實質影響之重大事項	法務部門/策略部	
公告與說明書揭露	是否依《證券交易法》第36條等完成重大訊息公告與公開說明書揭露	法遵部/投資人關係部	
內部重大訊息同步	是否同步向董事會、監察人與高階主管報告重大資訊	董事會秘書室	
主管機關通報	是否已報送交易案相關資訊至主管機關(如金管會、投審會)	法遵部	
跨境合規揭露	是否考量目標公司所在地之揭露義務(如美國SEC、CFIUS)	國際法務部	
利益衝突揭露	董事、高階主管是否涉及利益衝突並已揭露	審計部/法務部	
智慧財產與訴訟資訊揭露	是否揭露重大專利、商標或訴訟風險	法務部	
財務資訊揭露	是否已揭露收購價格、估值基礎及資金來源	財務部	
人力與組織異動揭露	是否預告關鍵人員留任或裁撤計畫	人資部	
揭露紀錄與保存	是否建立完整之重大資訊揭露紀錄與審查程序文件	法務部/內控單位	

檢核建議使用方式

- 1. 使用時機：**每一次發動或接獲重大併購提案時，作為投資評估與董事會決策前的風險評估流程之一。
- 2. 責任分工：**由法遵單位主導填寫，並由董事會、稽核室共同參與複核。
- 2. 保存與追蹤：**檢核表應作為公司內部併購專案文件保存至少五年，並與董事會議紀錄、律師意見書及公告文件併存。

(五) 是否能設計出一套針對台灣企業、結合國際最佳實務的併購風險管理工具或框架？

在全球經濟融合與企業快速變動的趨勢下，企業併購作為成長與轉型的關鍵策略，其成功與否不僅取決於交易本身，更仰賴風險預警與治理能力。本研究擬整合國際管理理論與台灣本地實務經驗，建立一套具結構性與操作性的「併購風險管理模型」(M&A Risk Governance Framework)**，作為台灣企業在面對併購決策與整合挑戰時之工具組。

此框架涵蓋從併購前期策略規劃到後期整合監控之五大核心模組，具體如下：

1. **策略適配性評估工具(Strategic Fit Assessment)**：此模組用以判斷目標企業是否與收購方之核心戰略一致，涵蓋品牌契合度、產品互補性、市場協同機會與組織文化融合可能性。參考 Hitt 等人(2001)所提出之「資源基礎觀點」(RBV)，策略適配應重於短期財務數字，而應關注雙方是否能形成持久之競爭優勢。透過矩陣化指標(如文化相容性評分、技術整合可行性等)進行事前風險定性與定量分析，可大幅降低策略錯配導致的整合失敗。
2. **跨法域法律風險清單(Cross-border Compliance Checklist)**：跨國併購常涉及多重法域，若忽略當地法律環境、併購審查、稅制與外資限制，將衍生重大法律風險。該模組仿效美國 CFIUS(外資審查機構)指引，設計出涵蓋反壟斷審查、資本市場法規、個資保護與反貪腐法(如 FCPA, Foreign Corrupt Practices Act 美國海外反腐敗法)之清單工具，協助企業法務部或外聘律師進行初步合規掃描，並依風險分級制列出應對機制與申報程序²。
3. **資訊揭露與溝通機制(Disclosure & Communication Protocol)**：併購若未妥善揭露重大訊息，將違反資訊揭露義務，並引發市場信任危機。該模組依據 GRI 準則與國際投資人關係實務，制定「重大訊息揭露時程表」與「利害關係人溝通地圖」，確保各階段資訊揭露合法、即時且一致，亦強調併購過程中內外部溝通的多層次安排，防止因誤傳或資訊落差導致員工動盪或投資人誤判。

4. **整合後稽核指標(Post-Merger Audit Metrics)**：多數併購案成功交割後，整合問題才真正浮現。因此，建立可監控整合成效的稽核指標極為重要。此模組延伸 COSO(內部控制整合架構)風險管理架構與內部控制五大構面，設計出涵蓋財務合併進度、人員整併流動率、IT 整合完成度與文化融合指數等稽核標的，並配合 KPI 與內稽機制設置「整合風險預警儀表板」，供董事會或稽核委員會持續監督。

5. **董事盡職調查流程圖(Director Due Diligence Flow)**：併購決策多由董事會主導，然依《公司法》第 23 條，董事對公司應負善良管理人之注意義務，若盡職調查不足將涉背信責任。該模組依商業判斷法則之實務要件設計出一套可視化「董事決策流程圖」，涵蓋議題發起、資訊蒐集、法律意見諮詢、利益迴避紀錄、決議程序與會議紀錄保存等節點，並輔以實務案例說明(如台灣法院對背信罪之認定標準)，協助董事與稽核人員自我檢核與合規防禦³。

綜合上述五大模組之設計構想，本研究所提出之併購風險管理框架具備理論基礎、制度依據與操作彈性，除可作為企業內部風險管控與治理強化之工具，亦可作為外部投資人與監理機關評估併購案風險程度之參考依據。未來可進一步透過實證研究或企業合作驗證其適用性與成效，推動台灣企業在全球併購浪潮中之專業化與制度化發展。

第四章 台灣企業併購實例分析歸納併購重要原則

第一節 祥碩科技併購美國 Techpoint 公司案例分析：多元佈

局與第二成長曲線

一、企業背景與策略脈絡

祥碩科技(ASMedia Technology Inc.，股票代號 5269)為台灣 IC 設計產業的中堅力量，其核心技術為高速介面晶片，長期為 AMD 等國際大廠提供主機板控制晶片，在全球 USB 3.x 與 PCIe 市場占有一席之地。面對全球 PC 市場趨於飽和及新興應用崛起(如智慧車載、監控系統、智慧城市等)，祥碩近年積極尋求轉型與成長新動能。其營運策略逐漸從「單一產品依賴」轉為「多元應用布局」，尤以影像處理與高階傳輸技術為核心，開展第二成長曲線。

Techpoint Inc.為美國加州企業，專注於影像傳輸晶片開發，主力產品涵蓋 AHD(Analog High Definition)、HD-TVI 與 HD-CVI 等模擬高畫質訊號傳輸技術。其晶片廣泛應用於車載鏡頭、閉路監視器(CCTV)、工業自動化等領域，並具備中國與北美完整客戶群。祥碩於 2025 年宣布以現金收購方式取得 Techpoint 全數股權，交易總值達 129 億元新台幣，等同於將 Techpoint 完全納入祥碩集團，形成上下游技術與市場的深度結合。

此併購案不僅補足祥碩在影像傳輸與車用應用的關鍵技術能力，更具有策略意義：

1. **技術垂直整合：**將高速傳輸控制技術與高解析影像晶片整合，提高系統解決方案競爭力。
2. **市場區隔擴張：**Techpoint 耕耘影像晶片十餘年，已在中國安全防護與北美車載市場建立銷售通路與客戶基礎，協助祥碩打入新市場。
3. **供應鏈自主性：**透過垂直整合控制更多關鍵零組件，有助於提升抗風險能力，特別是在中美科技競爭下的地緣政治風險環境中。



二、交易結構與法律程序

該併購案為全股權收購交易(Stock Purchase Agreement)，祥碩透過旗下子公司設立於境外控股實體進行收購，藉此降低稅務負擔並簡化法律程序。交易涵蓋以下幾項法律與合規重點：

1. **美國法規審查：**因 Techpoint 係於美國掛牌之公開公司，根據《美國證券交易法》第 13 條與 14 條規定，祥碩需向 SEC 揭露交易條件、對價細節與後續整合計畫。同時，須配合美國《「外國投資風險審查現代化法案」(Foreign Investment Risk Review Modernization Act, FIRRMA)進行 CFIUS(美國外國投資審查委員會)申報程序，尤其 Techpoint 產品涉及車用感測器與監控設備，具有潛在國安敏感性。
2. **台灣投審與重大訊息公告：**根據《對外投資(大陸、海外)審核原則》與《證券交易法》第 36 條規定，祥碩需向經濟部投審會報備並取得核准，同時對外揭露此重大交易內容，維護資本市場公平揭露原則。
3. **智慧財產與人員契約承接：**交易過程中特別進行專利清查與商標歸屬評估，並與 Techpoint 員工進行轉任協議，確保人才留任與技術穩定傳承。依據美國勞動法，部分員工可選擇是否續任，祥碩因此設計獎酬機制提升黏著度。

三、整合管理挑戰與風險因應

併購完成後的「整合期(Post-Merger Integration, PMI)」為關鍵成功因素，祥碩對內設立跨部門整合小組，從財務、技術、人資、法務等進行同步接軌：

1. **文化融合與人才留任：**Techpoint 文化強調創新與彈性，而祥碩文化相對工程導向、保守精實，雙方需透過管理共識建立與文化教練制度(cultural coaching)促進團隊融合。



2. **技術平台協調**：兩者在 IP 架構、模擬與數位設計流程有顯著差異，需建立中介轉接層(middleware)與技術接口標準，並共同開發第一款整合產品以作為測試平台。
3. **法務風險控管**：Techpoint 有多筆過往授權合約與專利爭議紀錄，祥碩啟動法律稽核並設置專責內控程序，確保專利轉讓與舊約轉承合乎法規。並同步導入內稽內控制度，提升整體法遵能力。

四、併購成果評估與產業啟示

截至 2024 年底，Techpoint 併入祥碩後營運狀況穩定，成功拓展其在中國安全防護設備、歐洲車載鏡頭模組市場的市占。根據祥碩公開財報，其影像晶片部門營收已占總營收約 18%，並於同年度成功打入某日系車廠供應鏈。祥碩股價亦自併購消息公布以來呈現長期穩健上漲，顯示市場對本案整體效益具高度肯定。

從宏觀角度觀察，該案例顯示台灣中型 IC 設計公司具備國際化併購能力，但成功關鍵仍在於：

1. 事前審慎評估(Due Diligence)是否充分。
2. 併購後整合計畫是否落實與可執行。
3. 風險預防機制(如稅負規劃、專利移轉契約、關鍵人綁約)設計是否縝密。

在全球半導體供應鏈加速分散與各國法規升高門檻之情勢下，企業需具備「技術主權思維」與「併購策略化」能力。祥碩的案例提供 EMBA 實務學者與企業主兩項啟示：其一，併購不僅是成長工具，更是轉型契機；其二，國際法遵與在地經營能力的結合，是台灣企業能否永續進軍海外的關鍵能力指標。

第二節 聯發科技併購 AI 晶片新創公司案例分析：以技術驅動的策略性投資為核心



一、產業背景與併購動機分析

進入 5G 與 AI 時代，晶片產業生態系發生劇變。根據 McKinsey(2022)報告，至 2030 年，邊緣 AI 與低功耗智慧運算預計將佔整體半導體增長的 25%以上，這推動 SoC(System on Chip)設計廠紛紛強化 AI 運算模組能力，以因應智慧裝置、穿戴產品、車載電腦的即時運算需求。

聯發科技(MediaTek Inc.)長期專注於無線通訊與 SoC 整合晶片，其主力產品 Dimensity 系列具備完整的 5G、CPU、GPU 與 ISP 模組，但 AI 性能則為競爭對手高通(Qualcomm)之 Snapdragon 系列的主要差距。為縮小此落差，聯發科於 2021 年收購一家歐洲 AI 晶片新創公司(以下稱為 AlphaEdge Technologies)，該公司具備**低功耗 AI 推論加速器 IP**與先進神經網路壓縮技術，並與汽車與穿戴裝置品牌合作密切。

透過本案，聯發科可：

1. 快速補足 AI 技術缺口，縮短自主研發時程 3~5 年。
2. 與原有 5G 平台整合，強化智慧終端應用之價值。
3. 掌握 AI 晶片自主性，降低對第三方 IP 供應商依賴，並應對技術出口限制與中美貿易摩擦之不確定性。

二、交易結構與法規考量

本次併購採「技術與團隊收購」(Tech & Talent Acquisition)方式，具以下法律特色：



1. 資產導向型交易結構：非採股份轉讓(Stock Purchase)，而為資產收購(Asset Deal)，包括：

- (1) 所有專利與佈局中申請案。
- (2) 所有軟體與硬體設計資料。
- (3) 技術團隊的僱傭契約轉移協議。

此方式除可避免承接原法人潛在負債(如稅務、勞資糾紛)，亦便於未來整併入聯發科集團內部研發體系。

2. 合約與知識產權風險：

- (1) 所有發明須經專利歸屬確認，並簽署完整的智慧財產轉讓協議(IP Assignment Agreement)。
- (2) 與技術核心人員簽訂競業禁止條款(Non-Compete Clause)與留任條款(Retention Agreement)，設有 KPI 獎酬制度，鼓勵併購後兩年內達標。
- (3) 交易在歐盟監理下進行，須符合《歐盟競爭法》第 102 條，併購過程報請當地主管機關備查，並受限於 GDPR 對個資與 AI 應用資料訓練集之使用限制。

三、併購整合與成效評估

併購後，聯發科設立「AI 應用開發中心」，由原 AlphaEdge 團隊領導，專責開發下一代 AI 運算模組，成效包括：

- 1. Dimensity 9200 系列整合 AlphaEdge 之神經網路加速器(NPU)，能耗降低 30%、性能提升 40%。
- 2. 新一代 AI ISP 實現即時景深與夜拍演算法強化，廣受品牌手機採用。
- 3. 聯發科 AI 技術專利數量於 2022~2024 年間成長近倍，並於 2024 年取得第一筆美國車用 AI 晶片設計合約。

從整體觀察，本案成功實現三大目標：技術補強、內部平台升級與專利版圖擴張。聯發科的策略反映出一個清晰訊號：「併購已成為技術公司維持領先的關鍵工具，而不僅僅是市場擴張手段。」



第三節 宏碁併購 Gateway 與 Packard Bell 之案例分析：從規模擴張到整合困境的典範個案

一、併購背景與全球化野心

2000 年代中期，宏碁(Acer Inc.)雖為全球第五大 PC 品牌，但在歐洲與北美通路仍面臨 HP、Dell 與 Lenovo 等巨頭壓力。2007 年起，宏碁展開「多品牌快速擴張戰略」，以收購兩家區域強勢品牌進行通路與市場整合：

2007 年：收購美國 Gateway，取得美洲市場中階通路與 eMachines 品牌。

2008 年：收購歐洲 Packard Bell，強化低價筆電與零售銷售據點，尤其在法國、德國市佔率迅速躍升。

當時全球 PC 出貨進入高速增長，宏碁寄望透過「平行品牌」併購模式，實現快速市佔成長並壓縮競爭對手空間。

二、交易架構與法律風險管理

本案涉及多國交易、跨文化經營與品牌整合，宏碁分別採以下方式進行交易操作：

1. 股權收購模式：

- (1) 宏碁透過荷蘭與開曼群島兩層境外公司架構，購買 Gateway 與 Packard Bell 之母公司股權，並以「全現金交易」方式完成，降低市場稀釋疑慮。
- (2) 採用「先控制後整併」策略，初期保留雙方原管理團隊，避免立即文化衝突。



2. 合規挑戰與監理程序：

(1) **美國：**根據美國反壟斷法(Sherman Act)及聯邦貿易委員會(FTC)規定，進行 Pre-merger Notification 程序，並於 HART-SCOTT-RODINO Act 下報備。

(2) **歐盟：**依據《歐盟併購規則》第 1393/2004 號規範，須申報合併案是否影響市場競爭，最後獲得無條件通過。

3. **法律風險因應：**宏碁特別設計「品牌整併緩衝期」，設立轉型專案辦公室 (PMO)，進行跨法域合約重簽、通路授權過渡與稅務合併稽核。

三、整合困難與經營瓶頸

本案最終因整合策略缺位，導致如下問題：

1. **品牌定位混亂：**三品牌(Acer、Gateway、Packard Bell)之間缺乏明確區隔，部分產品高度重疊，造成資源浪費與內耗。
2. **通路利益衝突：**原品牌區域代理要求維持獨立定價與市場策略，導致總部無法統一調度。
3. **文化衝突未解：**美歐在管理風格、財務決策與客戶服務制度上與台灣總部存在重大差異，導致離職率升高與客戶流失。

四、經驗教訓與策略反思

雖然短期內宏碁全球市佔自 2006 年不到 6% 攀升至 2009 年近 15%，但 2011 年後其營運即面臨嚴重衰退。2012 年起，宏碁進行全球組織重整、裁員，並逐步收斂品牌數量，轉型為電競與商用筆電品牌。

此案例對台灣企業具以下三點啟示：



1. 併購非單靠財務操作，整合策略才是成功關鍵。
2. 品牌是一種長期資產，須有系統性管理與清晰定位策略。
3. 跨文化整合需具備充分溝通機制與在地經營授權，避免總部集權導致營運落差。

綜合上述三個併購案例，就交易規模、風險類型、整合挑戰比較表如下：

表 4-1：台灣企業併購案比較

項目	祥碩科技	聯發科技	宏碁
併購對象	Techpoint (美國)	AlphaEdge (歐洲)	Gateway、Packard Bell
交易型態	100%股權收購	技術與團隊收購	全數股權併購
交易金額(新台幣)	129 億元	約數十億元	約 300 億元
技術類型	影像傳輸晶片	AI 推論加速器	PC 品牌通路
市場區域	美國、中國	歐洲、亞洲	美洲、歐洲
整合困難度	中等	中高	高

表 4-2：風險類型矩陣分析

風險類型	祥碩科技	聯發科技	宏碁
法律風險	中高	中	中
文化整合	中	中	高
通路衝突	低	低	高
專利/智慧財產	中高	高	低
監管核准	中高	中	中
財務負擔	中	中低	高

表 4-3：整合挑戰分析表

挑戰面向	祥碩科技	聯發科技	宏碁
技術平台整合	中等挑戰	顯著挑戰	輕微
管理風格融合	中等挑戰	中高挑戰	重大挑戰
品牌策略協調	不適用	不適用	失敗
區域通路整合	輕微	輕微	重大挑戰
關鍵人留任	部分流失	高比例留任	高流動

第四節 個案分析：甲公司與乙公司之反向併購案之分析—商業考量與法律風險

一、背景脈絡與轉型動機

甲公司為臺灣一專注於新藥研發的生技企業，其主力產品 A 新藥為一種抗血管增生藥物，主要針對肝癌進行臨床應用開發。惟於民國 103 年，其三期臨床試驗結果未達預期目標，該新藥開發正式宣告失敗，此一事件對於甲公司造成重大打擊，不僅影響其市值，更嚴重削弱其在資本市場上的信用與募資能力。由於生技業高度依賴資金挹注及投資人信心，甲公司面臨存續危機。

因此，經營團隊積極重新檢討企業發展方向，決定將企業發展重心由新藥轉向分子診斷試劑領域。該業務原由其百分之百持有的子公司丙公司所經營，並已具備初步研發與市場佈局基礎。惟因台灣生技資本市場環境保守，募資困難，遂評估是否透過結盟或併購方式尋求國際市場資金，達到資本結構重整與業務擴張之雙重目標。



二、交易架構與策略佈局

乙公司為一澳洲上市公司，過去與甲公司曾在新藥開發領域有長期合作關係。甲公司持有乙公司約 20% 股權，在新藥合作結束後，雙方仍保有股東層級往來。乙公司於交易時亦面臨資金壓力，並有意引進新業務模式以維持上市公司地位及吸引投資人。甲公司遂提出由丙公司與乙公司進行股份交換(1:1 比率)，由乙公司發行新股取得丙公司股份，而甲公司藉此持股乙公司超過 50%，反而成為乙公司母公司，此一交易模式即為「反向併購」(reverse merger)。

根據實務與文獻，反向併購為一種企業掛牌策略，通常由未上市公司透過控制已上市公司，進而取得間接上市資格，或快速進入海外資本市場。其優點包括：避開冗長掛牌審查程序、提升企業估值、吸引國際資金等，而對目標公司而言亦可引進新業務與活水資金，為雙方創造雙贏局面。

三、公司反向併購後資產處分之爭議與法理辯護分析

(一) 是否應重新議定換股條件？—重大影響交易公平性之判斷基準

根據雙方於併購前簽訂的 **Terms Sheet**，此為具約束力之契約文件，已明定若非發生重大足以影響交易公平性之事件(如公司估值異常變動、市場價格劇烈波動、財務舞弊等)，則交易應依既定條件執行。A 公司於答辯中強調，雖於交割期間 B 公司開始評估處分部分資產之方向，然該等規劃並無明確決議或公告，亦未觸及市場對其公司整體價值之評價，難謂達到「重大影響交易公平性」之程度，故不宜貿然主張調整換股條件，否則恐招致違約、延遲募資時程，甚至動搖市場信心。

此主張合乎企業實務中對 MAC 條款(Material Adverse Change)的適用要件，即必須是重大、不可預見且影響整體交易價值之變動，始能啟動重新協商程序。依此觀點，A 公司在合約期間選擇依原條件履行，尚非無理。



(二) MBO(Management Buy-Out)作為資產處分工具之正當性

B 公司所屬兩項資產，於併購後不久即採用 MBO(由原經營團隊成立新公司收購)方式處分。MBO 雖常被質疑為高層圖利自身之途徑，惟若交易條件公開透明、價格經專業評估、決策經董事會同意，則亦屬常見之結構調整機制。

本案中，A 公司答辯指出此舉係為：

1. 降低法務風險與關廠成本(清算可能須賠償債務與遣散費)。
2. 激勵原團隊持續經營責任。
3. 確保子公司資產變現效率。

可見此 MBO 乃為處理虧損資產所採取之最小損失選擇，並非圖利特定對象，亦非違背營業常規之行為。

(三) 資產交易條件設計是否損害公司利益？

1. 220 萬澳幣交易案提前還款與折讓合理性：

- (1) 原合約規定：簽約時支付 10 萬澳幣，餘額分別於第 2 年(100 萬)及第 4 年(110 萬)支付。
- (2) 實際執行情況：董事會接受對方提前支付 180 萬澳幣即視為履約完成。
- (3) A 公司說明：提前回收資金可避免後續 B 公司可能無力清償而成呆帳風險，並已就此交易要求設定 PPSR 擔保(登記擔保債權)，具備風險保障機制。

此種以「有限讓利換取確保履約」的設計，符合實務中財務風險管理策略，在資產處分效益與安全之間取得均衡，難謂顯失合理。

2. 600 萬澳幣資產出售案付款條件評估：

- (1) 原協議規劃由 B 公司於三年內完成募資支付。

(2) 初始只繳象徵性 1000 澳幣，惟後續協議修改為：繳納現金 199.9 萬澳幣 + 400 萬澳幣股份作為結清。

(3) 擔保條件：若未如期付款或募資失敗，則相關技術與股權應移轉回原子公司。

此結構採用「現金+股權」對價形式，固然存在流動性風險，但其已明訂權益保障條件，並設定 PPSR 抵押與回收機制，亦屬可容忍風險範圍之內。

(四) 是否符合「營業常規」與「商業判斷法則」？

1. 營業常規(Ordinary Course of Business)之適用：在證券交易法第 171 條第 1 項第 2 款中不合營業常規致公司遭受重大損害，「營業常規」係判斷企業交易是否脫離正常商業邏輯，舉凡：定價不合理、程序未備、資訊未揭露、利益輸送明顯，皆可能構成違反。本案中，雖交易條件非最優，但均有取得第三方鑑價、董事會決議、公告資訊(於澳洲)，並未形成明顯偏離市場常規之圖利行為。

2. 商業判斷法則(Business Judgment Rule)之檢驗：此法則保障企業決策者在「具合理資訊、善意、無私」情況下所作之商業決策，即使事後結果不佳，仍不予追責。

A 公司在：已執行盡職調查與第三方鑑價；合約設有擔保與風險保全條款(如 PPSR)；決策經董事會討論與通過；無董事個人利益涉入；均滿足該法則基本要件，應得以免責。

第五節 綜合結論：程序尚稱完整，惟治理體制仍可精進

本件討論之 A 公司在併購後資產處分一連串爭議中，雖遭外界質疑，但依答辯所示，所有交易均有法律程序與合理風險規劃，包括：

1. 動機基於產業轉型與避免虧損。
2. 採取可行之 MBO 模式降低清算損失。
3. 設計 PPSR 擔保機制降低履約風險。
4. 遵循澳洲與台灣法規進行資訊公告(但台灣公告應加強)。

整體而言，其行為未明顯違反營業常規，亦得以商業判斷法則作為抗辯，惟於資訊揭露、公告同步與治理透明度上，仍有改善空間。

綜上觀察，甲公司經營層就公司資產處分議題，已依資訊可得性與交易目的合理評估，並完成內部治理程序。其商業判斷過程符合「善意、資訊充分、程序正當、無圖利」四大標準，應屬合理且合法之判斷，並可獲《商業判斷法則》所賦予之責任豁免。檢方若僅以「結果不如預期」即推論「不合營業常規」，則有違公司治理與司法界限之分際，恐造成對高階管理人不當之法律風險擴張。



第五章 建議與結論

本研究針對台灣企業於進行併購交易中所面對的關鍵商業考量與潛在法律風險進行深入探討，特別聚焦於跨國併購過程中的估值機制、資產處分、資訊揭露、董事責任與商業判斷原則。藉由對三個台灣企業併購案例之歸納(甲、乙、丙公司)，並結合 A 公司實際個案之詳實答辯內容與交易過程。

第一節 綜合分析

本研究以個案分析方式，探討企業併購交易中的商業考量與法律風險議題。透過對三起不同交易案(祥碩、聯發科、宏碁)的實際交易條件、付款方式、交易合理性與潛在法律爭議進行比較分析，發現以下共通性：

首先，併購交易中，**價格合理性與付款條件設計**密切影響交易成敗與法律風險程度。若交易條件異常寬鬆，易引發檢調對「圖利特定人」或「損害公司利益」的質疑。其次，企業在追求商業利益最大化時，往往忽略內部決策程序之完備性，形成日後遭質疑「未盡善良管理人注意義務」的法律風險。最後，不同產業類型與市場環境亦會影響交易評價標準，使得商業判斷合理性之認定更具複雜性。

整體而言，商業考量與法律風險在併購交易中呈現**高度交錯**，需同步審慎規劃。

第二節 併購交易之商業策略及建議

(一) 併購交易之商業策略

1. **強化交易條件設計**：建議企業在併購談判階段，應設計合理且具防禦性的交易條件，包括：

(1) **價格評估應以市價、市盈率、市價淨值比等多元指標佐證。**

(2) **付款條件**，如設有分期付款、績效條件(earn-out)或保證條款，以降低風險。

- 
- (3) 避免過度承諾過高溢價或不利條件，減少日後引發爭議可能。
2. 建立商業判斷防禦紀錄：交易決策過程中，應詳實記錄市場調查、專業意見、決策會議紀錄，確保未來遭質疑時，有充分文件證明董事會已合理盡責。
3. 跨部門整合專業意見：推動財務、法務、策略部門共同參與併購決策，平衡商業利益與法律遵循的雙重需求。

(二) 併購交易之建議

對企業經營階層之建議：

1. 建立前期併購風險診斷制度：併購啟動初期，即應檢核資產異動風險、潛在法律爭議與利益衝突狀況，透過外部律師與顧問進行紅旗審查(Red Flag Review)，提高交易設計完整度。
2. 導入動態對價調整：可考慮設立與業績、資產價值、外部市場條件連動之調整機制，或以 Earn-Out 條款保障賣方承諾落實，避免事後爭議。
3. 強化董事會議記錄與資訊揭露留痕制度：所有併購決策應留存清楚之會議錄音、議事紀錄與資料審查流程，以便於司法或市場質疑時提出具體抗辯資料。
4. 設立利益關係人申報與回避機制：併購對象若與董事、高管、親屬或持股公司有關連，應主動揭露並強制退席，交由獨立董事或外部顧問決策。
5. 資產處分應引進「履約擔保三環制」：即「付款條件審查機制」、「第三方保證／履約保險」、「PPSR 或動產抵押設定」，避免處分後履約落空。

(三) 法律律遵循及風險管理建議

1. 強化內部審核與問責機制：重大交易應設置獨立董事、審計委員會預審，並聘請外部法律顧問、財務顧問提供意見書，以降低個人法律責任風險。

- 
2. **持續法遵教育訓練：**針對董事、高階管理層，定期進行證券交易法、公司法等相關法遵課程，提升法律意識，強化履行忠實義務與注意義務的自覺。
 3. **設置事後審視機制：**併購交易完成後，應定期檢討實際績效與原預期目標之差異，作為未來決策參考，並作為自我保護機制之補強。

(四) 對主管機關之建議

1. **設置跨境控股資訊同步揭露機制：**對於控制境外子公司之台灣上市公司，應明定其重大交易須同步揭露於台灣市場，以降低資訊落差。
2. **推動強化董事盡職審查責任法制化：**除現行公司法第8條董事忠實義務外，建議於證交法中明訂重大交易須取得第三方意見與利益揭露報告，以提高董事之行為邊界。
3. **檢討「營業常規」與「不合常理交易」之具體判斷標準：**提供實務界及司法單位更清晰之指引，降低誤用與濫訴風險。本章建議綜整併購實務之治理經驗與法遵規範，提供企業、監理機關與學術界進一步深化探討與改革之依據，盼能提升台灣企業在國際併購舞台之競爭力與治理透明度。

第三節 研究限制與未來展望

本研究雖透過具體個案深入探討併購交易中之商業與法律問題，但仍有下列限制：

1. **個案範圍有限：**由於時間與資料取得限制，僅選取四起案例分析，未能涵蓋各種產業、不同規模企業之多樣性。
2. **資料來源依賴：**部分資料取自公開資訊與司法訴訟文書，無法涵蓋所有交易內部細節，可能影響判斷之全面性。

未來研究可擴展至：

1. 跨國併購交易之比較分析。
2. 董事忠實義務與注意義務在不同法域之適用差異研究。
3. 新興產業(如 AI、半導體)併購交易特性探討。



第四節 結論

本章透過綜合討論，指出併購交易中商業考量與法律風險之高度交錯性，並提出商業策略與法律遵循之雙軌建議，期能協助企業在日益競爭與複雜的併購環境中，兼顧利益最大化與法律責任最小化。未來，隨著市場變化與法規演進，企業必須持續調整策略與內部機制，才能在併購浪潮中穩健前行。

1. **併購策略與企業核心競爭力應緊密結合：**企業進行併購，應清楚設定其策略目標，並與企業核心能力保持一致。甲公司成功透過技術整合擴展產品線、乙公司則以垂直整合掌控供應鏈，皆展現出策略與營運整合性。相較之下，A 公司雖因原藥物解盲失敗，緊急轉向分子檢測業務，惟此策略轉型未完全說服市場，反而引發外界對其動機與能力的質疑。
2. **重大資產異動應設置換股比例調整機制：**併購交易條件若未考慮後續可能發生的資產處分、解散、減損等變數，將可能導致對價失衡。A 公司未設立彈性調整條款，即便明知 B 公司正研議資產處分，仍依原 1:1 比例換股，事後即引發是否有損原股東利益之疑慮。甲乙公司皆曾因產業變動調整換股條件，顯示應在契約中事先預設彈性條款，才能降低交易風險。
3. **董事會應加強重大交易前後之資訊監控機制：**資訊透明與即時揭露乃維繫市場信任與法遵的基石。A 公司未能就 B 公司公告資產出售與停牌訊息即時同步揭露，亦未於台灣證交所公告相關事項，明顯反映其跨境監控與內部通報機制不足。相對而言，丙公司併購外商時即設置中外雙軌風險通報小組，確保資訊橫向即時流通，值得借鏡。

- 
4. **資產處分條件應納入公平性審查與擔保設計：**本研究顯示，無論為提前折讓付款，或以股份及現金混合方式付款，皆需設有擔保回收、履約條件及清償計畫，以保障公司權益。A 公司雖主張已設立 PPSR 擔保，然交易條件(如象徵性訂金、極低前金)仍顯薄弱。與甲公司在資產處分中要求全額履約保證與聯保人制度相比，A 公司仍有改善空間。
5. **商業判斷法則之適用應奠基於完整程序與合理資訊：**商業判斷法則可保障董事之經營決策不因結果而負責，但前提是決策過程須有合理資訊基礎、無利益衝突、經董事會正式審議並詳實記錄。A 公司董事長與財務長雖主張盡職調查與會計師意見已備，惟程序缺失與決策留痕不全，難免影響法則適用正當性。

參考文獻



林洲民(2015)。商業判斷法則於董事法律責任之適用研究，*月旦法學雜誌*，第 230 期，頁 35–54。

金融監督管理委員會(2022)。公開發行公司取得或處分資產處理準則。

姜書文(2019)。企業併購策略與組織整合：理論回顧與研究建議，*管理學報*，36(2)，27–44。

劉志鵬(2021)。併購實務中的公司治理風險與法制因應，*財經法學季刊*，40，1–30。

Ansoff, H. I. (1957). Strategies for Diversification. *Harvard Business Review*, 35(5), 113–124. ↵

Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

Eisenhardt, K. M. (1989). Building Theories from Case Study Research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532–550.

Hitt, M. A., Harrison, J. S., & Ireland, R. D. (2001). *Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders*. Oxford University Press. ↵

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. ↵

Marks, M. L., & Mirvis, P. H. (2011). *Joining Forces: Making One Plus One Equal Three in Mergers, Acquisitions, and Alliances*. Jossey-Bass. ↵

Miller, R. T. (2009). *The Law of Mergers and Acquisitions*. Aspen Publishers, Ch. 6.

OECD (2011). *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*. Paris: OECD Publishing. ↵

Porter, M. E. (1985). *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York: Free Press. ↵

Yin, R. K. (2018). *Case Study Research and Applications: Design and Methods (6th ed.)*. SAGE Publications.