

第四章 企業併購概述

企業併購是市場經濟條件下社會化大量生產發展到一定階段的產物，通過對併購行為的背景分析和制度設計，凸顯出併購作為一種企業交易行為，在最佳化有限資源配置、促進產業結構調整、推動企業形成規模經濟與提高企業競爭力等方面所發揮的積極有效的作用，充分顯示它在現代經濟生活中的影響力。為了提升競爭優勢，企業透過組織重新建構或轉型的方式，提高企業經營效率或以應付外來競爭是不得不然的選擇。透過併購方式乃企業轉型與成長最快速的方法之一。例如聯電公司五合一之合併案。一個成功的併購案，足以使股票洛陽紙貴，盈餘與日俱增，創造無限商機。由於有鑑於我國相關法規對企業併購存在諸多限制。因此在民國九十年八月間召開的經發會共識結論中力陳，政府應秉持簡化手續、排除障礙及提供適當獎勵之原則，就有關公司分割、合併和收購涉及修法或立法部分，儘速完成立法程序，以利企業進行結構調整。為此經建會研議結果認為如分別修法，無法一次全面性解決企業於進行併購所面臨之問題，因此制定專法以為因應。九十一年一月十五日立法院通過通過企業併購三法（企業併購法、公平交易法修正、證交法修正），提供企業快速轉型與成長之機制，為我國公司革新立下新的里程碑。三法中的「企業併購法」，給予符合一定條件的公司進行分割、合併或收購時，不但能享有租稅優惠，並得適用促進產業升級條例，申請行政院開發基金專案融資。這將開啟國內企業併購新頁，也讓企業可以重整跨國投資組織架構，提高我國企業國際競爭力。

第一節 企業併購定義

企業併購風潮方興未艾，政府為了建置適合企業併購的環境，特以專案立法的方式，將所有企業併購會涉及各類問題，統一規定。企業併購法規範的合併、分割、重整等機制，正好可以提供有問題的企業，找出病源、對症下藥的機會。企業可以透過併購機制，調整組織，藉以重生。正

在成長中的健康企業，也可以透過併購，擴充規模或專業分工，以強化競爭力。不論是合併，或與其他企業併購，有遠見的企業都必須了解這部全新的法令。有關企業併購法的規定，不只是企業家要關心，它還牽涉許多人的權益，例如：基層員工的權益是否會在併購過程中被犧牲、公司債權人或投資人的股東權益是否能得到保障……等，都和這部法令有很大的關係。

企業併購類型，就法律上的意義而言，一般我們所稱的”購併 (Merger and Acquisition)”一詞實質上包括兩個部分一為合併(Mergers)、另一則為收購(Acquisitions)，然而在九十一年一月十五日立法院三讀通過的企業併購法中併購還包含第三種定義-分割，茲分別以法律上、財務上及經濟學之分類，詳細內容及型態分析整理如下：

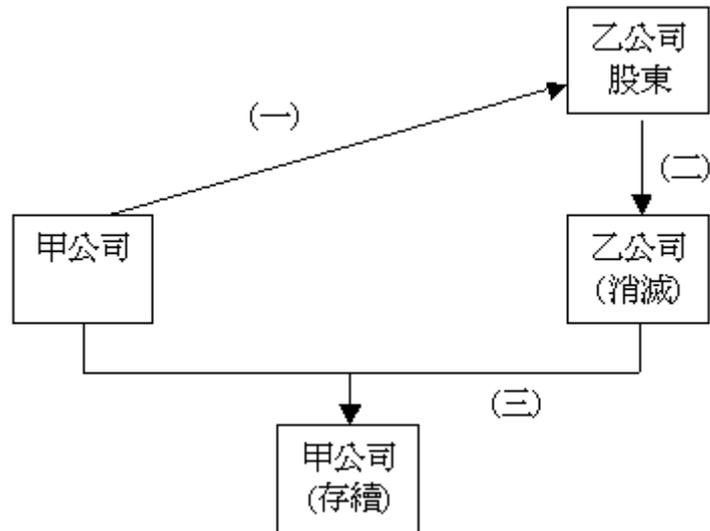
第一項 法律面意義

一、合併 (Merger) 可分為吸收合併 (Merger) 與新創合併 (Consolidation)¹

依據企業併購法第四條的定義：合併係指公司依企業購併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。本文以圖示方式來顯示各種併購型態之運作方式。

1. 吸收合併又稱存續合併，係指參與合併之其中一公司存續，由存續公司概括承受消滅公司之全部權利義務。其方法圖示如下：

¹ 請參閱薛明玲，企業併購實務，律師雜誌，二五二期，頁 94-97。

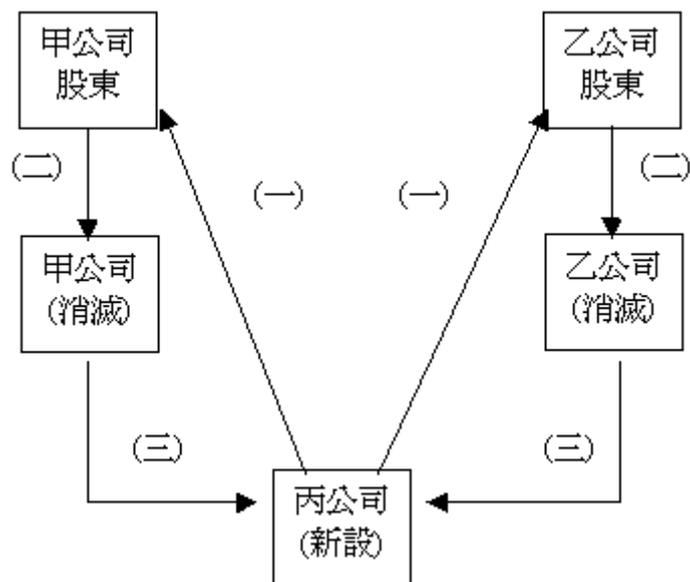


(一) 存續公司發行新股予消滅公司原股東

(二) 消滅公司辦理解散

(三) 存續公司概括承受消滅公司之權利義務

2. 新設合併又稱設立合併，係指兩家以上之公司，依法律規定之程序同時消滅而創設另一新公司，並由新設公司概括承受消滅公司所有的權利及義務。其方式為：

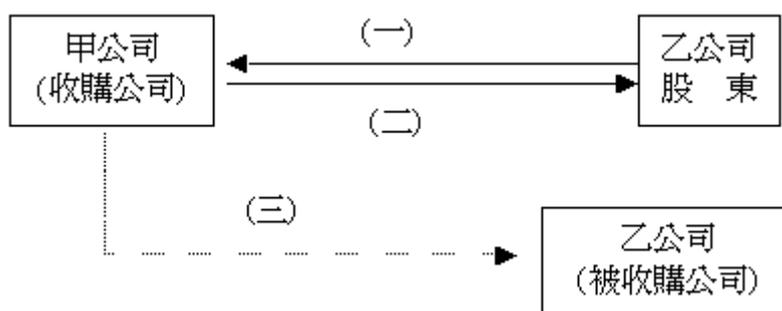


- (一) 存續公司發行新股予消滅公司原股東
- (二) 消滅公司辦理解散
- (三) 存續公司概括承受消滅公司之權利義務

二、收購 (Acquisition) 可分為股權收購 (Stock Purchase)、資產收購 (Asset Purchase) 及營業收購

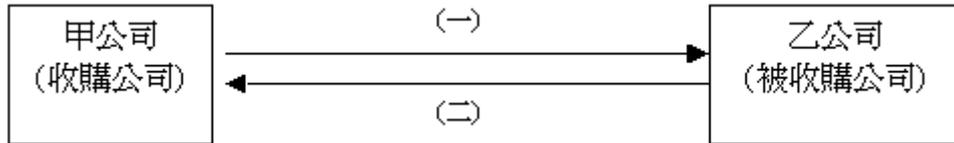
依據企業併購法第四條的定義：收購係指公司依企業購併法、公司法、證券交易法、金融機構合併法或金融控股公司法規定取得他公司之股份、營業或財產，並以股份、現金或其他財產作為對價之行為。

1. 股權收購係指收購公司以現金或換股方式向被購併公司之股東收購股份，或由被購併公司增資發行新股由收購公司認購，股權收購者由於為被收購公司股東，自然必須承受被收購公司之權利義務。茲以收購公司向被購併公司股東收購股份為例，圖示如下：



- (一) 被收購公司股東出售股權予收購公司
- (二) 收購公司支付現金或股份
- (三) 收購公司承受被收購公司權利義務

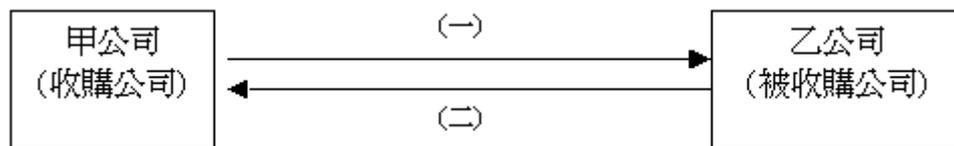
若被收購公司現金增資出售新股予收購公司，圖示如下：



(一) 被收購公司現金增資發放新股予收購公司

(二) 收購公司支付現金、股份或其他財產

2. 資產收購係由收購公司購買被收購公司之全部或部份資產，是屬於一般資產之買賣行為，但不概括承受其權利義務。

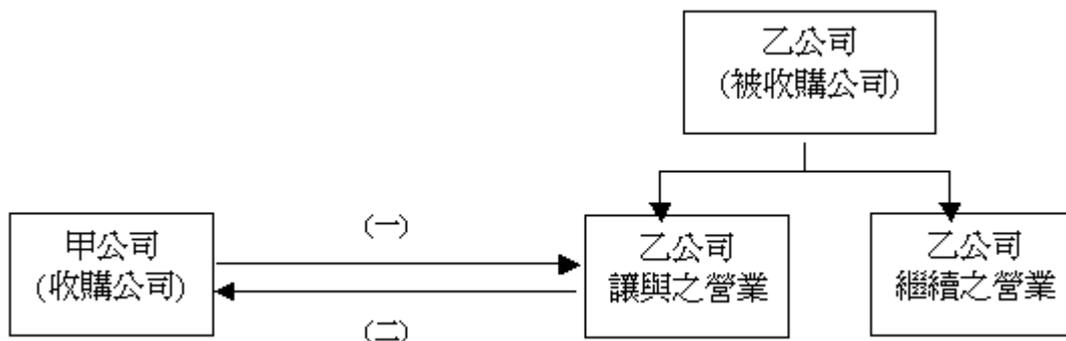


(一) 被收購公司出售部份或全部資產予收購公司

(二) 收購公司支付現金、股份或其他財產

三、分割

依據企業購併法中的定義：分割係指公司依企業購併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。茲以被收購公司讓與部分營業為例：



- (一) 被收購公司出售部份或全部營業予收購公司（既存或新設公司）
- (二) 收購公司發行新股於被收購公司

第二項、財務面意義²

- 1、營運合併：兩家公司是為了產生整體的價值而合併。
- 2、財務合併：兩家公司的財務可以達到互補的作用。

第二項 經濟面意義

經濟學上主要著眼於兩家公司的業務性質與產業關聯性，併購可區分為水平式、垂直式，茲述明如下³：

1、水平式併購(Horizontal Merger and Acquisitions)⁴ 是指同產業中兩家從事相同業務公司的合併。例如元大證券公司收購京華證券公司，兩者的主力產品同為證券經紀及承銷，此即為水平式合併，荷蘭銀行併購光華投信亦是。此種合併方式的好處除了可形成服務上的規模經濟（Economic of scale, EOS）外，亦可藉增加市場占有率來提昇對市場之壟斷力。其他如台積電合併德基積體電路以及目前台灣政府鼓勵之金融機構合併等均是。

2、垂直式併購(Vertical Merger and Acquisitions)⁵ 指在同一個產業中，上游和下游之間的合併，而兩家公司也可以視情況需要，利用移轉價格的制訂，規劃利潤的歸屬與分配。許多廠商為控制貨源而往上游併購公司，併購後之標的公司在管理上因客戶穩

²余尚武、汪玉柏合著，影響企業併購成敗之因素與策略探討，國立台灣科技大學。

³ See Weinberg M. A. & Black M. V., Weinberg and Black on Take over and Mergers, (5th Ed.), 1989, p. 1004。

⁴ see Michael A. Hitt, R. Duane Ireland, Robert E. Hoskisson, 1999, Strategic Management 3rd edition, p 240.

⁵ see Michael A. Hitt, R. Duane Ireland, Robert E. Hoskisson, 1999, Strategic Management 3rd edition, p 216, 240, 245.

定，大皆能使成本有效的降低。但是往往在沒有競爭的壓力下，反而造成效率降低，使生產成本比市場競爭者高，甚至因而連帶影響主併公司產品競爭力，此種情形應予以防範注意。

第二節 企業併購類型

併購行為所包含的企業結合態樣，依目標公司⁶對合併之態度可分為：善意併購、敵意併購⁷。

第一項 善意併購

善意併購通常經公司之管理階層或董事會／股東協商同意，依特定之條件，例如價格、收購比例、融資方式、期間等條件下完成，被併購公司經營階層亦可能協助併購者說服其股東接受併購條件。包括協議式併購(Agreed Merger)、中立式併購(Unopposed Merger)。協議式併購乃經過與目標公司經營者或大股東協商，並進而簽訂契約以完成公司之合併；中立式併購乃被收購公司的經營階層不為同意或反對的表示，而由買方公司自行運作其併購計畫。善意併購是指收購公司不向目標公司各位股東發出單方面的要約，而是直接找到目標公司董事會進行商討。協議收購主要針對非公開發行公司。併購企業事先與目標企業進行協商，徵得其同意並談判達成併購條件的一致意見而完成併購活動的併購方式，稱之為“白馬騎士”(white knight)。這種併購方式有利於降低併購的風險和成本，使併購雙方能夠充分交流、溝通資訊。但這種併購會使併購企業犧牲部分利益。其次，由於需要雙方協商一致，因此，容易使談判時間很漫長，從而使併購失去部分價值。由於善意併購建立在雙方相互信任、相互合作的談判基礎之上，

⁶ 所謂目標公司，係指併購行為中，因合併而被吸收或被收購其股份或資產之一方，乃相對於合併公司而言。

⁷ See Weinberg and Black on Take over and Mergers, M. A. Weinberg & M. V. Black, (5th Ed.), 1989, p. 1005。

一般不會對股市和國家金融秩序造成不良影響，因此國家也很少通過法律的形式對其進行規制。並且善意併購完全建立在雙方意思表示一致的收購協議的基礎之上，所以協議收購一般也不遵循法定的收購程序，而是以雙方談判所達成的併購程序為準。

第二項 敵意併購

敵意併購指併購者之收購行動遭被併購公司經營者抗拒仍強行收購，或未事先與經營者商議即逕提公開收購要約。敵意收購通常採 LBO (Leverage Buyout，融資性併購) 或收購委託書達成。包括防禦式併購 (Defended Merger) 及競爭式併購 (Competitive Merger)；抵抗式併購乃目標公司的經營階層基於維護公司及股東利益或藉以抬高收購價格，而採取各種方式以抵制買方的收購行為；競爭式併購係因其他的競爭買方出現競購賣方公司而得名。

第三節 企業併購之程序

公司併購之過程，除需經一般法令所規定之必要程序外，尚包括併購決策形成前之準備與協商，如對併購之公司整體狀況調查、評估及價格之決定。因瞭解標的公司是協商併購條件前必要步驟，也是決定併購成敗關鍵因素，因此審查評鑑是一不可或缺的關鍵程序。⁸以下就詳細情形敘述：

一、併購之審查評鑑 (Due Diligence)

有如公司概况、目標策略、管理階層、市場及競爭者為何、生產狀況、採購規定、行銷手法、機器廠房、員工配置及財務會計及相關問題等。當公司一旦鎖定特定併購目標時，必需先就該被併購對象從事一連串查核及評估，瞭解各種狀況以作為是否要進行併購及若要進行併購時如何決定併購價格之決策依據。此種查核與評估，多半由公司派遣相關業務人員實地

⁸請參閱傅馨儀，從企業併購法制論公司法相關之法律問題，頁10。

訪查有關資料。⁹

（一） 業務查核

業務查核範圍相當廣泛，包括客戶、產品等相關資料，尤其從事製造業務之公司，對於生產設備之查核甚為重要。

（二） 財務查核

財務查核除公司內部財會人員外，通常都會向外延聘會計師。其主要內容包括被併購對象之所有資產、負債、財務報表等。

（三） 法律查核

法律查核內容主要是所有合約、法律文件、專利商標等智財權資料、股東會議紀錄、董事會記錄、進行的訴訟等等。法律查核時須特別注意合併是否會影響被合併公司與他人簽訂重要合約內任何權利義務，以及有無任何規定或契約禁止被合併公司與他公司進行合併等。

二 價值評估

實務上常用來評估公司價值的方法有以下三種¹⁰；

（一） 損益法

又稱現金流量折現法，是最常被採用之方法，評估方法係以被評價公司估計未來一定期間之損益，各項資本性投資及殘值，計算其所產生之現金流量，按合理之折現率換算此一期間現金淨流入之現值。

（二） 市場比較法

選取與被評價公司類似之選樣公司，採用選樣公司可供參考之指數，例如本益比、股價與營收比等參考數，考量被評價公司與選樣公司之股份流通性因素，計算被評價公司之價值。

（三） 淨資產法

評估公司之現有資產價值，依其性質分別按市價、重疊成本或清算價

⁹參閱陳國慈 公司合併之程序及相關法律問題 載於科技法律透析 2000 年10 月 頁43-44。

薛明玲會計師 企業併購實務— 以上市公司合併為例 刊載於律師雜誌 252 期 頁 97-98 。

¹⁰ 請參閱薛明玲會計師 企業併購實務— 以上市公司合併為例 刊載於律師雜誌252 期 頁99-100。

值評價，減除公司帳列即未入帳負債後之現值，得出公司之資產淨值。

三 法定程序

公司合併經過查核、評估、及議價後，即應正式進入法定程序，將該法定程序敘述如下。

（一）董事會及合併契約之簽訂

公司與他公司分割或合併，董事會應就分割、合併有關事項做成分割計畫、合併契約提出於股東會¹¹，現行實務上運作皆由董事會於通過分割計畫及合併契約內容之同時授權董事長或其他主管人員簽署分割計畫或合併契約後呈送股東會核准，而於分割計畫與合併契約上則約定倘分割計畫、合併契約未經股東會核准則失其效力。

（二）公平交易委員會之許可

有關公平交易法之問題，於九十一年一月十五日三讀通過公平交易法部分條文修正草案規定，放寬事業結合之管制，修正條文將現行『事前許可制』改為『事前申報異議制』，簡化事業結合無限制競爭疑慮者之申報程序，增加企業結合之商機。

（三）股東會通過

公司法上之公司合併應有代表發行股份總數三分之二以上股東出席，以出席股東表決權過半數同意行之。倘為公開發行公司，因考量其股東人數眾多且股權分散，要達到上述出席率不易，因此得以有代表以發行股份總數半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意行之。¹²就通過之企業併購法第十八條內容為：『 I 除本法令有規定外，股東會對於公司合併或解散之決議，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。 II 公開發行股票之公司，出席股東之股份總數不足前項定額者，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意行之。 III 前二項出席股東股

11 請參閱公司法第317條規定。

12 請參閱公司法第316條第一項、第二項規定。

份總數及表決權數，章程有較高之規定者，從其規定。IV 公司已發行特別股者，就公司合併事項，除本法規定無須經股東會決議或公司章程明定無須經特別股股東會之決議者外，應另經該公司特別股股東會議行之。有關特別股股東會之決議，準用前三項之規定。V 公司持有其他參加合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事者，就其他參與合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權。VI 存續公司為合併擬發行之股，未超過存續公司已發行有表決權股份總數之百分之二十，且擬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，得做成合併契約，經存續公司董事會以三分之二以上董事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。』

公司法及企業併購法皆調降合併、分割股東會決議之門檻，由原來的四分之三改為三分之二，此修正係參照日本商法第405條及第408條之規定，並參考我國公司法部分再修正條文第316條第一項及第二項之規定，於企業併購法第十八條第一項及第三項規定，將公司合併及解散股東會決門檻，降至公司應有代表發行股份總數三分之二以上股東出席，以出席股東表決權過半數同意行之，並就公開發行股票之公司及章程特別規定配合修正之。公司法第159條雖規定公司章程如有損害特別股股東之權利時，除須經普通股股東會決議為之，並應經特別股股東會決議行之。惟對於公司合併時，是否應經存續公司或消滅公司特別股股東會同意，及是否應採普通決議或特別決議事項，均未明訂，造成實務上之困擾。有鑑於公司合併對於特別股股東權益影響甚劇，因此在該條第四項規定「除本法另有規定無須經股東會決議者外，應另經特別股股東會決議行之。」。

（四）通知債權人

公司合併經股東會決議確定後，應即向各債權人分別通知及公告，並

指定於30日期間使債權人得提出異議。倘債權人於指定期間內提出異議時，公司應為清償或提供擔保¹³。則異議期間之截止是否可晚於合併基準日？法律未有明文規定，但實務上作法應是採肯定說為宜，因本條規定旨在保護債權人利益，為避免公司債務、債信情況於合併後惡化而損及債權，如債權人之利益可透過公司清償或提供相當擔保之方式予以保護，債權人異議不應對合併程序之進行有所影響惟倘因合併而消滅之公司，其指定期間截止晚於合併基準日時，於合併基準日後始主張之債權人應由合併後存續之公司對其為清償或提供相當擔保，¹⁴實務似也採此看法。¹⁵

（五） 合併後股東會

公司合併後，存續公司之董事會應召集合併後之股東會，為合併事項之報告，如有必要並得變更章程¹⁶。所謂合併事項之報告因法無明文，一般而言，是將合併後之公司資產狀況及合併後財務報表內容提出於股東會。

13 請參閱公司法第73條及第74條之規定。

14 請參閱公司法第75條之規定。

15 實務上公司合併之過程中各階段政府主管機關之審查皆不問債權人得提出異議之時間是否屆滿，公司僅需證明其已向債權人為通知公告即可。

16 請參閱公司法第318條。