

司法論壇／修正後企業併購法與三角合併

曾更瑩 理律法律事務所合夥律師*

壹、前言

我國企併法於2002年2月6日經總統公布施行，2004年第一次修正，於2015年全面翻修，修正條文於2016年1月8日正式生效施行。企併法施行至今已邁向第十五個年頭，比擬人類的年紀正值青春少年，業界、法界、主管機關、法院從牙牙學語使用該法至今已累積相當多企業併購實務經驗。當年企併法在立法院審查時，當時的行政院經濟建設委員會陳博志主任委員對立法院開宗明義，說明制定企併法係「為因應企業朝向跨業經營與專業集團化之發展，便利國內工商企業界從事併購與籌資之需要，以克服全球性不景氣之困擾……政府應秉持簡化手續、排除障礙及提供適當租稅措施之原則，就有關公司分割、合併、涉及修法或立法部分，與業者與政府協調大院儘速完成立法程序，以利產業界進行產業結構調整。」¹企併法第1條即揭示「為利企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效率，特制定本法。」該條立法說明則言明「為利企業以併購進行組織調整，排除現行公司法及證券交易法等各種法律對於企業併收購之障礙」²，顯見企併法之最高宗旨即為法規鬆綁，便利企業併購組織調整。那麼依照修正後之企併法，國外實務由來已久，但國內卻罕見的「三角合併」，是否就可以無障礙地順利進行，成為國內企業在規劃併購架構時之選項之一？

貳、何謂三角合併？

一、定義

三角合併顧名思義，在進行併購時涉及三方要角，亦即收購公司、收購公司為併購目的所成立之子公司，以及標的公司。依照國內外文獻記載與論述，三角合併在併購實務上的操作，通常是由收購公司新成立一家百分之百控股之子公司，由該子公司與標的公司進行合併，但進行合併所支付的對價，含有收購公司本身所發行之股份³。而依照合併的結果係收購方之子公司為存續公司或標的公司為存續公司，三角合併又分為「正三角合併」(forward triangular merger)以及「反三角合併」(reverse triangular merger)⁴，以下分別說明之。

(一) 正三角合併

首先，收購公司成立一家百分之百控股之子公司，用以收購標的公司，在美國實務上，因為並無如臺灣法令限制子公司持有母公司股份之規定，通常在成立子公司時，會安排子公司持有收

* 本文為作者個人意見，未必代表理律法律事務所意見

¹ 詳參立法院公報，9卷10期，272頁以下關於企業併購法草案之審查紀錄。

² 同前註，278頁。

³ 國內文獻例如，王文宇，我國公司法購併法制之檢討與建議——兼論金融機構併購法，月旦法學雜誌，68期，2001年1月，30-32頁。國外文獻亦可參考 Stephanie Hoffer & Dale A. Oesterle, Tax-Free Reorganizations: The Evolution and Revolution of Triangular Mergers, Northwestern University Law Review, Spring 2014 (108 Nw. U. L. Rev. 1083), p.1083-1113.

⁴ See Donald M. DePamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, Fifth Edition, Academic Press (2010), p.415.

購公司（亦即母公司）本身之股份，數量應足夠用以支付與標的公司合併之對價。⁵接著，子公司與標的公司合併，以子公司為存續公司，標的公司為消滅公司，而標的公司之股東因合併所獲得的對價，並不是子公司所發行之股份，而是子公司所持有之收購公司之股份（詳參附圖一）。

(二) 反三角合併

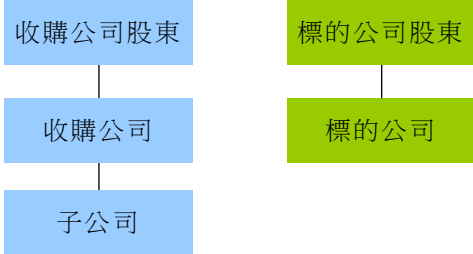
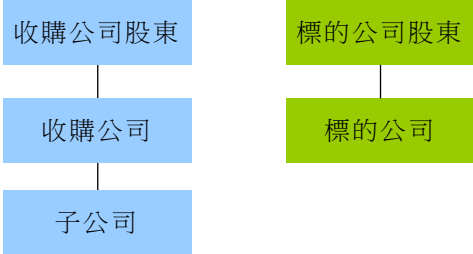
與正三角合併相同，先由收購公司成立一家百分之百控股之子公司，用以作為收購之用，再由子公司與標的公司合併，但此時係以標的公司為存續公司，子公司為消滅公司。子公司所發行之全部股份轉換為標的公司之股份，而標的公司所發行之股份則轉換為收購公司之股份，由收購公司取得標的公司百分之百之股權（詳參附圖二）。以上步驟包含子公司與標的公司合併以及標的公司發行新股以交換收購公司其他股東之股份兩個步驟。

附圖一：正三角合併

附圖二：反三角合併

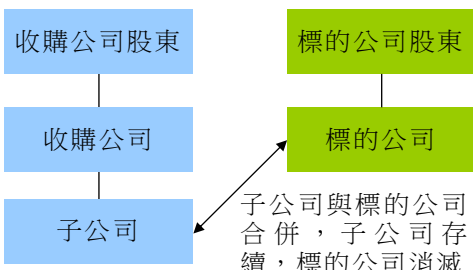
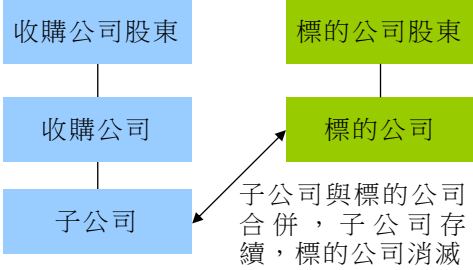
第一步：收購公司成立子公司

第一步：收購公司成立子公司



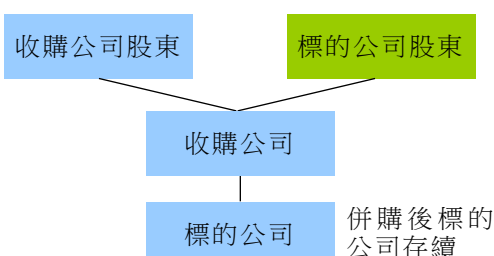
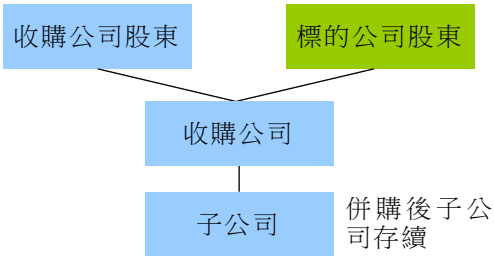
第二步：子公司與標的公司合併

第二步：子公司與標的公司合併



第三步：標的公司股東取得收購公司股份

第三步：標的公司股東取得收購公司股份



二、三角合併實務

三角合併不論正反，在美國實務上經常使用，歷史相當長久。美國德拉瓦州公司法於1967年納

⁵ 參閱劉紹樑，強化企業併購法制，月旦法學雜誌，128期，2006年1月，14頁。

入三角合併⁶，於1960至1970年間，美國國會則於稅法中述及正三角以及反三角合併之交易態樣以及其等所可適用之租稅優惠⁷。純粹國內公司之三角合併在臺灣實務上十分少見，文獻記載曾有一臺灣公司於2002、2003年之際利用三角合併收購美國公司，當時，臺灣公司（A公司），主業為製造與銷售，為併購一美國公司（T公司）取得其持有之無形資產與研發能力，首先在美國設立子公司（C公司），再由C公司與T公司合併，以T公司為存續公司，A公司再以發行新股之方式，與T公司股東交換T公司股票。此一交易即為反三角合併⁸。

另外一個臺灣公司以三角合併之方式收購外國公司之例子，則為2007年之宏碁收購捷威電腦（Gateway Inc.）一案。當年，宏碁為擴展其事業版圖，利用其在美國德拉瓦州所成立之子公司（Galaxy Acquisition Corporation），先以公開收購取得捷威電腦之股權，再以反三角合併之方式，由Galaxy Acquisition Corporation與捷威電腦進行合併，以捷威電腦為存續公司，Galaxy Acquisition Corporation為消滅公司，合併對價為每股1.9美元之現金，最終取得捷威電腦百分之百之股權⁹。

三、選擇三角合併之優點

利用正三角合併或反三角合併，可以達到使收購公司取得標的公司百分之百股權之目標。與收購公司與標的公司進行直接合併之架構比較，三角合併有下列優點：（一）由於收購公司並非直接參與合併之公司，並未繼承受標的公司之債務，使收購公司可免於受標的公司之既有債務以及或有負債之影響，標的公司之債權人無法對收購公司之資產有所主張；（二）在進行合併的時候，因為收購公司本身並非參與合併之公司，該交易在收購公司方無須經過股東會同意，僅須取得董事會決議，可省去收購公司召集股東會同意併購案之麻煩，節省進行併購交易之時間與成本；（三）因收購公司本身並非參與合併之公司，異議股東收購請求權對於收購公司之反對股東也不適用¹⁰。

而反三角合併與正三角合併相比，則增加可使標的公司之法人格在併購完成後得以繼續延續之優點。在反三角合併中，標的公司為存續公司，在合併完成後可以繼續以原名稱以原法人格繼續營業，標的公司原先所簽署之合約無須一一重新簽署，或為合併之進行取得合約他方當事人之同意，原先登記在標的公司名下之資產無須進行更名申請¹¹。比如在前述臺灣A公司與美國T公司進行合併之案例中，為了避免T公司為移轉其所簽署之合約，而須與合約他方當事人進行協商，亦為避免進行變更T公司所持有之無形資產之登記之麻煩，而以反三角合併之方式進行¹²。此外，如收購公司在規劃併購時，所考量者係收購標的公司之品牌，標的公司如在併購結束後得以延續其法人格，亦有助於併購後品牌之延續與經營。

四、比較三角合併與股份轉換

進行三角合併最終之結果，其實與收購公司直接向標的公司之股東收購標的公司百分之百之股

⁶ See Ronald J. Gilson & Bernard S. Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 2nd Edition, The Foundation Press (1995), p.668.

⁷ Hoffer & Oesterle, *supra* note 3, at 1092.

⁸ 參閱薛明玲、廖烈龍、林宜賢，企業併購策略與最佳實務，2006年，100-102頁。

⁹ 宏碁併購捷威電腦之歷程可參閱方嘉麟、林進富、樓永堅審定，企業併購個案研究（二），元照，2009年2月，5-123頁；陳春山，企業併購案例評析，2013年2月，1-5頁。亦可參閱宏碁官網上所發布之英文新聞稿，http://acer-group.com/public/News/news2007_main.htm（最後瀏覽日：2016年3月15日），宏碁與Galaxy Acquisition Corporation, Gateway Inc. 所簽定之 AGREEMENT AND PLAN OF MERGER (Dated as of August 27, 2007), <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/895812/000119312507190090/dex21.htm>（最後瀏覽日：2016年3月15日）。

¹⁰ See Gilson & Black, *supra* note 6, at 668-69.

¹¹ See Gilson & Black, *supra* note 6, at 670.

¹² 薛明玲、廖烈龍、林宜賢，同註8。

權相差無幾，但可能因為標的公司之股東未必均同意出售股權，因此需要利用法定併購交易態樣以達成目標。企併法第29條訂有可達到強制移轉標的公司全體股份效果之「股份轉換」併購態樣，由收購公司與標的公司直接進行股份轉換交易，可以達到取得標的公司全數股權之目標，與反三角合併效果相同。惟如進行企併法第29條所規定之股份轉換，收購公司與標的公司均須召集股東會決議股份轉換；此外，收購公司之股東以及標的公司之股東均有權利對於該股份轉換交易提出異議，且有權利各自向收購公司或標的公司行使異議股東股份收買請求權，要求收購公司或標的公司以公平市價買回其所持有之股份，凡此均將增加進行交易之時間與成本，應仍有進行三角合併之需求。惟亦有論者認為，反三角合併既與企併法第29條所規定之股份轉換所欲達成之目的相同，在我國法制下反倒顯而無益，而無引進之必要¹³。

參、企併法規定之探討

一、企併法是否允許三角合併？

(一) 立法理由

於2002年立法院通過企併法之時，企併法第4條所規定之合併之定義為：「依本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。」同法第22條第1項有關合併契約應記載事項中，其中一項則為：「存續公司或新設公司因合併發行該公司股份或換發其他公司股份之總數、種類及數量或換發現金或其他財產之數量」；此二條之規定企併法至今仍保留。而在2002年制定企併法時，在第22條之立法理由中則提及：「現行公司法就存續公司或新設公司換發消滅公司股東所持股份之對價僅限於存續公司或新設公司發行新股之股份，範圍過於狹隘，往往影響消滅公司股東同意合併之意願。鑒於合併時應保障消滅公司股東者，係確保其與合併後仍得取得與其所持消滅公司股份相等價值之對價，故其他公司股份、現金或其他財產，均應允許作為支付消滅公司股東之對價。再者，消滅公司股東不同意存續公司或新設公司所支付之對價，尚可藉由公司法第三百十七條異議股東收買股份請求權之規定保障其投資權益，對消滅公司股東權益應不致造成影響。參考美國德拉瓦州公司法第二五一(b)條規定，允許存續公司或新設公司以其他公司股份（實務上通常為上市之母公司股份，又稱三角合併）、現金、或其他財產作為換發消滅公司股東所持消滅公司股份之對價。又日本商法第四百零九條第四項即第四百十條第四項亦允許以現金作為給付消滅公司股東之對價，爰於第一項第二款及第三款明定之。」

(二) 我國企併法與美國德拉瓦州公司法規定文字結構類似

企併法第22條之規定方式，與美國德拉瓦州公司法第251條對於合併之規定方式極為類似，並未明示或列舉各種合併之類型，而係以較為概括之方式描述合併之行為，關於合併之對價之描述亦具有相當之彈性¹⁴。美國實務上，在德拉瓦州公司法第251(b)條規定於1967年將「其他公司之股份」列為合併對價之後，正三角合併或反三角合併即可合法實施，那麼既然我國企併法在制定之初，合併之對價即已包含「其他公司之股份」，在企併法之立法理由中亦明文提及德拉瓦州公司法第251(b)條規定，並提及三角合併，顯見我國企併法在制定之初，即已允許三角合併¹⁵。

¹³ 參閱：方嘉麟、林進富、樓永堅審定，同註9，39頁。

¹⁴ 美國德拉瓦州公司法第251條全文，可於該州官網取得，<http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.shtml>（最後瀏覽日：2016年3月13日）。

¹⁵ 其他持此意見之學者，參閱劉連煜，三角合併的規劃，台灣本土法學雜誌，69期，2005年4月，167頁；劉紹

(三) 可能造成障礙之原因

1. 受限於經濟部過去函釋

如此自2002年起，依照企併法第4以及22條之規定，三角合併應已為我國企業進行併購之選項之一，惟十多年來甚少聽聞實例。原因之一，可能係因經濟部於企併法甫制定後，並未依照立法理由解釋三角合併之可行性，而另發布函釋表示：「按企業併購法第四條第三款後段略以『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』及同法第二十二條第一項第三款所稱『其他公司』，係指合併時，存續公司以持有其他公司之股份（如長期投資）作為對價換發給消滅公司之股東。至其換發方式，係屬具體個案認定範疇，併為敘明。」¹⁶依照此一函示，並無由母公司發行新股進行三角合併之空間。

2. 受限於公司法對於子公司持有 母公司股份之限制

此外，亦有論者認為，因我國公司法限制子公司持有母公司之股份，在進行三角合併時，為併購目的設立之子公司無法直接以其所持有之收購公司（亦即母公司）之股份作為合併對價，以交換標的公司之股份；但如欲由母公司發行新股給標的公司之股東，以交換標的公司之股份，則因當時企併法第8條排除公司法第267條第1至3項既有股東以及員工新股優先認購權、以及證券交易法第28條之1規定有關發行新股應提撥一定比例股份對外公開發行等之例外規定中，並未明示母公司為子公司進行合併發行新股之情形，因此標的公司若擬以發行新股之方式進行三角合併，必須保留部分股份由既有股東或員工認購，且需一定比例公開發行，不符三角合併之目的；而當時過去經濟部之立場亦係如此，是以，我國實務自企併法制定以來即罕見三角合併之併購模式¹⁷。亦有學者認為當時企併法第8條之條文連合併都未列舉，遑論三角合併，是以無從排除公司法第267條第1至3項¹⁸。

(四) 2015年修正條文為三角合併解套

那麼，上述阻礙三角合併在國內進行之障礙，在企併法2015年修正案於2016年正式實施之後，是否已經消除？新修正企併法在第8條第1項第1款增設於「存續公司為合併而發行新股，或母公司為子公司與他公司之合併而發行新股」時，公司法第267條第1至3項及證券交易法第28條之1規定均不適用。該條修法理由指出：「……今日併購型態多元，外國實務上常見由母公司為併購目的先出資設立子公司與他公司合併，但由他公司發行新股予母公司或母公司發行新股予他公司之原股東，作為合併之對價，此時母公司發行新股，亦有排除上揭規定（筆者註，即公司法第267條第1至3項及證券交易法第28條之1規定）之必要。爰增訂第一項第一款，以增加企業併購方法選擇之彈性。」¹⁹修正理由所述之交易型態直指三角合併，是以未來國內企業進行合併時應可依照三角合併之態樣加以規劃，而由母公司發行新股以支付子公司之合併對價。而經濟部更於2015年11月18日，針對新修正之企併法所增訂之新型態相關疑義發布函釋²⁰，表明：「新修正企併法規定，母公司得為子公司與他公司之合併而發行新股，此乃一般所稱的『三角合併』

標，同註5，15頁。

¹⁶ 參閱經濟部91年3月20日經商字第09102040740號函。

¹⁷ 參閱劉紹樑，同註5，15頁。

¹⁸ 參閱劉連煜，同註15，168頁。

¹⁹ 參閱立法院第8屆第7會期第15次會議議案關係文書，收文編號：1040004254；議案編號：1040511070300300，206頁。

²⁰ 經濟部104年11月18日，經商字第10402432830號函。

態樣。至公司採用『正三角合併』或『反三角合併』之態樣，在所不問，母公司僅需依據一般發行新股程序即可。」是以從此我國企業得依企併法第4、8、22條進行三角合併，應已確立無疑。

二、三角合併是否需經收購公司股東會同意？收購公司之股東若不同意三角合併，是否享有異議股東股份收買請求權？

三角合併有三個要角，收購公司、子公司、標的公司，雖然實質上達到併購目的者有三個公司，形式上進行合併的只有子公司和標的公司。參酌企併法規範合併之相關條文，例如第4條對於合併之定義，以及第二章針對合併的規範，法條文字上均僅描述形式上進行合併之公司，進行合併之相關程序，唯一明文提到進行形式上合併以外之公司者，僅有第8條關於排除新股認購與公開發行之例外規定（第8條明文指出係「母公司」發行新股的情況）。是以，單純從法條文字看來，企併法中凡是並未提及「母公司」（收購公司）之條文，在進行三角合併時，似均應不適用於「母公司」（收購公司）。如此，則在進行三角合併時，僅有子公司以及標的公司需要召集股東會決議合併，也僅有子公司以及標的公司之股東有異議股東股份收買請求權。

惟母公司（收購公司）之股東是否因此被剝奪參與收購公司進行三角合併之決策？亦即是否有母公司（收購公司）藉由進行三角合併以逃避取得收購公司股東會同意，抑或規避收回該等收購公司異議股東股份之義務等疑慮？針對此一問題，正反兩面論述各有立場，學者有因為在三角合併中，各個法人格乃係獨立個體而贊成三角合併無須通過母公司（收購公司）之股東會決議，母公司（收購公司）之股東亦無異議股份收買請求權²¹，有認為如在具體個案中，採取三角合併之風險與進行直接合併相近時，仍應準用合併程序之規定者²²，亦有認為如果進行三角合併時，在比重上構成取得他人之主要營業或財產，在母公司（收購公司）之層次，仍有公司法第185條以公平價格收回少數異議股東持股規定之適用²³。也有論者認為如進行三角合併，有類似公司法第185條之情形或實質合併之效果時，母公司（收購公司）之董事會仍應主動向股東會報告或提請股東會決議，以利企業實質民主之實踐，而未來公司法修法時，應增列以三角合併標的公司之淨值占收購公司之一定比例，作為是否準用合併規定之標準²⁴。也有論者認為，在進行三角合併時，如母公司（收購公司）之股權結構將有變動，或母公司（收購公司）以三角合併之方式併購標的公司依照「質量分析」將對收購公司有重大影響時，仍應經過母公司（收購公司）之股東會決議²⁵。

本文認為在目前公司法以及企併法之法制下，進行三角合併應無庸經過母公司（收購公司）之股東會決議，母公司（收購公司）之股東亦無異議股東股份收買請求權，理由如下：

第一、比較法上來說，我國企併法有關合併之立法體例與美國德拉瓦州公司法對於合併之規定相近，而企併法在立法之初即於立法理由中指出欲引進美國實務上常見之三角合併，在2015年修法時又重申宗旨。在美國實務上，三角合併並不需要經過母公司（收購公司）之股東會同意，母公司（收購公司）之股東也沒有以公平價格請求母公司（收購公司）買回其所持有之股份之權利²⁶。若我國企併法在文義上未為規定，宣稱可進行三角合併，解釋上卻要求進行三角合併必須經由母公司（收購公司）之股東會決議通過，豈不有違當初引進此一制度之美意？或有認為美

²¹ 參閱劉連煜，公司合併態樣與不同意股東股份收買請求權，月旦法學雜誌，128期，2006年1月，30頁。

²² 參閱王文宇，同註3，32頁。

²³ 參閱，劉紹樑，同註5，15頁。

²⁴ 參閱，陳春山，同註9，5頁。

²⁵ 參閱，方嘉麟、林進富、樓永堅審定，同註9，110-114頁。

²⁶ See Gilson & Black, *supra* note 6, at 669.

國法上進行三角合併並無須經過股東會決議，係因美國法上並無如企併法之股份轉換制度，因此在臺灣進行三角合併有規避企併法股份轉換之虞²⁷。惟企併法在立法之初即有引進三角合併之意，同時並制定股份轉換制度，而按照最新修正之企併法亦同時並列三角合併與股份轉換，如認為三角合併之進行有規避母公司（收購公司）應召集股東會決議之虞，應於企併法中增列明文規定進行三角合併時，母公司（收購公司）亦應召集股東會決議。

第二、進行三角合併另一目的，即為在標的公司與母公司（收購公司）之間建立屏障，使母公司（收購公司）本身之營業與資產免於受標的公司之負債之影響，所生之風險較由母公司（收購公司）與標的公司直接合併時所負擔之風險為低，亦與公司法第185條第1項第3款由母公司（收購公司）直接收購標的公司之全部營業或財產對於母公司（收購公司）所可能產生之影響與風險不同，是以，似應無庸類推適用合併或公司法第185條之規定。

第三、三角合併之架構畢竟與企併法所規定之股份轉換不完全相同，由母公司（收購公司）發行新股交換標的公司所持有之標的公司股份之部分，亦有可能解為依照公司法第156條第6項所進行之股份交換，而母公司（收購公司）依照公司法第156條第6項發行之新股未必均須經股東會同意，是以未必須用企併法關於股份轉換之規定。

第四、我國實務上在解釋公司法或企併法時，有關併購交易是否須經股東會決議以及異議股東是否享有股份收買請求權，向來均依照法條明文規定辦理，在法律未明文規定之下，如認為於一定條件下即應類推適用合併或股份轉換之規定，要求母公司（收購公司）必須取得股東會決議，異議股東得享有股份收買請求權，則一來企業難以判斷是否一定條件已達成，二來因併購交易若欠缺法定之股東會決議，將有可能被認定為無效，為免日後交易被認定為無效，母公司（收購公司）將被迫於召集股東會與放棄進行三角合併中擇一。如認為三角合併亦須經母公司（收購公司）股東會決議，應於法條中明文規定，並就母公司（收購公司）於進行何種三角合併時必須召集股東會之要件，召集股東會適用之程序規定等，訂定明確之標準，以資遵循。

企併法之主管機關，經濟部商業司似與本文採取相同之見解，在其於2015年11月18日所發布之函釋中表明，在進行三角合併時，母公司僅需進行一般發行新股之程序即可，並未硬性要求母公司必須召集股東會決議通過三角合併。是以，如母公司（收購公司）為發行新股，需提高授權資本額，修改公司章程，則母公司（收購公司）必須依法召集股東會決議；反之，如收購公司（母公司）發行新股僅需董事會決議，則收購公司應可僅以董事會決議進行三角合併以及發行新股等事宜。

肆、結語

在企併法修正條文於2016年1月8日正式施行後，企業進行併購可選擇之架構以及對價之種類，均較之前更有彈性，依照修正條文許多保護股東權益之新措施亦已開始實施，例如更便利少數股東行使異議權之相關制度等，自此我國企業併購業已展開歷史新頁。既然三角合併在企併法於2002年立法之初即已埋伏於企併法條文文字之中，也在當時之立法理由中有所揭示，而於2015年修正理由中再度肯認，且修正後之企併法第8條亦已排除既有相關障礙，我國企併法確實允許企業以美國以及業界習知之三角合併之方式進行合併之結論應可確立，三角合併正式成為企業進行併購之選項之一。為便利三角合併之進行，避免破壞良法美意，兼顧併購交易之可確定性與穩定性，本文認為於現行法制之下，進行三角合併時，母公司（收購公司）無須專

²⁷ 參閱，方嘉麟、林進富、樓永堅審定，同註9，110-111頁。

為進行三角合併召開股東會通過股東會決議（除非涉及修改章程或其他法律需要經過股東會決議之事項），且母公司（收購公司）之異議股東亦無向母公司（收購公司）請求收買其股份之權利。本文希望經過本次修法再對三角合併放寬相關限制之後，相關主管機關亦能秉持開放鼓勵態度，配合辦理相關行政程序，以期達到活絡併購市場，協助企業籌資、轉型、改組、併購，迎向全球化挑戰之終極目的。