

國立政治大學法律科際整合研究所碩士學位論文

Institute of Law and Inter-discipline

National ChengChi University

Master Thesis

從實證觀點探討我國敵意併購之法制

Regulating Hostile Takeovers in Taiwan :

From an Empirical Study

The logo of National Chengchi University is a circular emblem. It features a central five-petaled flower shape containing the Chinese characters '政大' (Chengchi University). The outer ring of the emblem contains the university's name in English, 'National Chengchi University', and the Chinese characters '國立政治大學' at the top. The author's name, '陳思穎', is printed in the center of the emblem.

陳思穎

Chen, Szu-Yin

指導教授：劉連煜 博士

Advisor : Liu, Len-Yu, Ph.D.

中華民國 106 年 6 月

June, 2017

謝辭

猶記得大三時陳聰富老師的民總課堂上，一個個精彩的實務案例，伴隨老師生動的講解，讓我對法律燃起極大的興趣，並因此決定報考法科所，踏入這個專業而充滿挑戰的領域。轉眼間，我迎來了畢業的時刻，雖然這僅僅是身為法律人的第一步，卻已足夠讓我感到榮耀。

寫論文不是一件容易的事，感謝劉連煜老師在題目上給予我的指引，以及撰寫過程中提供的各項寶貴建議，讓我獲益匪淺。我也想對家人致上最深的感謝，我很幸運擁有一對開明的父母，從來沒有因為自己是律師就要求女兒繼承衣鉢，反而總是鼓勵我自由探索興趣，並無條件地支持我，儘管最後我依然走上法律的道路，但我很清楚地知道，這是自己心甘情願的選擇。

另外還要感謝祖恩、庭均、遇卿、祥化、一心、合唱團、向日葵和超熱血的禮班，作為我人生中最重要朋友，陪伴我度過大大小小的考驗，善良又溫暖的你們是我心靈上的避風港，每次遇到困難時，和你們聊完後總能豁然開朗，得到滿滿的正能量；雖然自從大學畢業後，大家便分散各地，並且被忙碌的工作追趕著，無法像以前那樣頻繁見面，但友情不減。在這篇謝辭的最後，我也衷心祝福這些最親愛的朋友們不論事業上或感情上，都能收穫最豐碩的果實。

摘要

全球併購浪潮下，敵意併購向來是併購議題中備受矚目的焦點，許多國家均針對敵意併購設有明確的法規範，而我國自 2002 年通過企業併購法以來，已歷經十五年，在敵意併購相關法制的建構上卻顯有不足，導致實務上面臨許多問題。蓋我國近年來引發高度關注的敵意併購案件，幾乎皆以失敗收場，且雙方攻擊防禦的過程中往往演變為經營權惡鬥，不僅兩敗俱傷，亦使公司及股東利益蒙受損失。

有鑑於前述情況，本文擬從實證觀點探討我國企業環境與文化脈絡對於敵意併購之影響，並透過國內曾發生過的案例、主管機關的態度與法院見解，對我國現行法制進行反思。另外，本文亦藉由美國、英國、德國、歐盟和日本之比較法研究，從目標公司採行防禦措施之相關規範、對於股東之資訊揭露以及少數股東權益保障等面向，討論出可能且適合用於我國之規範方向，以作為建構我國敵意併購法制之參考。

關鍵詞：

敵意併購、實證研究、防禦措施、受託義務、資訊揭露、

Abstract

In the wave of global mergers and acquisitions, hostile takeover has long been a focal point on the issues relating to mergers and acquisitions. Many countries have already built up more transparent regulatory regimes specifically for hostile takeover activities. However, since Taiwan promulgated the Business Mergers and Acquisitions Act in 2002, the relevant laws and regulations were not sufficient to govern hostile takeover activities during the past fifteen years and a number of issues arose in practice. In recent years, the well-known hostile takeover cases in Taiwan all ended up in failure. The actions taken by the party initiating hostile takeover and the target company often led to corporate control contests, making both parties and the shareholders suffer losses.

This thesis examines the influences of Taiwanese culture and corporate environment on hostile takeover. It also marks the deficiencies of the current regulatory regime in Taiwan by reviewing the hostile takeover cases, the opinions of the competent authority and the judicial judgements. In addition, this thesis introduces the legislations of the United States, England, Germany, European Union, and Japan on anti-takeover tactics, information disclosure as well as the protection of minority shareholders' rights and interests. The thesis then analyzes whether these legal systems are suitable as a reference for Taiwan to establish relevant laws and regulations in the future.

Keywords:

Hostile Takeover, Empirical Research, Defensive Tactics, Fiduciary Duty, Information Disclosure, Mandatory Offer

目錄

第一章	緒論	1
第一節	研究動機與目的.....	1
第二節	研究方法.....	2
第三節	論文架構.....	4
第二章	我國企業經營特色與敵意併購之發展	6
第一節	家族企業色彩濃厚—經營與所有合一.....	6
第一項	我國家族企業之形成.....	6
第二項	家族世襲之接班文化.....	7
第三項	家族企業與公司治理.....	9
第四項	家族企業觀念對於敵意併購之影響.....	10
第二節	集中的股權結構.....	11
第一項	股權集中與「少數控制股權結構」.....	11
第二項	股權結構與公司治理.....	13
第三項	股權結構與敵意併購之關聯性.....	14
第三節	「以和為貴」的企業文化.....	15
第四節	我國敵意併購之演變發展.....	17
第一項	敵意併購之開端.....	17
第二項	以收購股權與徵求委託書爭奪經營權.....	17
第三項	「借殼上市」之敵意併購盛行.....	18
第四項	產業策略型之敵意併購漸成趨勢.....	18
第五節	我國上市櫃公司對敵意併購之態度調查.....	19
第三章	我國敵意併購法制暨國外立法例	26
第一節	我國敵意併購相關法規.....	26
第二節	美國.....	30
第一項	美國併購浪潮與規範背景.....	30
第二項	聯邦法之威廉斯法案.....	32
第三項	反併購州法.....	34
第一款	第一代反併購州法.....	34
第二款	第二代反併購州法.....	37

第三款	第三代反併購州法	38
第四項	敵意併購防禦措施之司法審查	40
第一款	Cheff v. Mathes 案	42
第二款	Unocal. v. Mesa 案	43
第三款	Revlon v. MacAndrews & Forbes. 案	44
第三節	英國	46
第一項	英國敵意併購之發展與規範背景	46
第二項	公開收購暨合併規則	47
第三項	強制收購制度	48
第四節	德國	50
第一項	德國企業傳統背景概述	50
第二項	公開收購有價證券暨併購法	52
第五節	歐盟	54
第一項	歐盟公開收購規範背景概述	54
第二項	公開收購指令	55
第六節	日本	57
第一項	日本的傳統背景介紹及現今的變革	57
第二項	企業價值報告書	58
第三項	併購防禦措施指導方針	59
第四章	我國敵意併購實務與法律問題評析	62
第一節	國巨敵意併購大毅案	62
第一項	本案事實	62
第二項	法律問題評析	63
第二節	力晶敵意併購旺宏案	66
第一項	本案事實	66
第二項	法律問題評析	67
第三節	中航敵意併購台航案	70
第一項	本案事實	70
第二項	法律問題評析	72
第四節	開發金敵意併購金鼎證案	75
第一項	本案事實	75
第二項	法律問題評析	78
第五節	日月光敵意併購矽品案	81
第一項	本案事實	81
第二項	法律問題評析	84

第六節	敵意併購之相關訪談.....	87
第一項	從主管機關之觀點看我國敵意併購.....	87
第二項	從主併公司之觀點看我國敵意併購.....	90
第五章	我國敵意併購法制之省思.....	93
第一節	敵意併購防禦措施之檢討.....	93
第一項	現行法制之問題.....	93
第一款	目標公司採行防禦措施之權限劃分.....	93
第二款	目標公司董事之受託義務.....	95
第二項	我國法宜建立敵意併購防禦措施之判斷標準.....	97
第一款	採行防禦措施之目的.....	98
第二款	防禦措施合法性與適當性之審查標準.....	99
第二節	強化資訊揭露.....	101
第三節	引進英國強制收購制度之可能性.....	103
第一項	我國現行之強制收購制度.....	103
第二項	我國與英國強制收購制度之比較.....	105
第一款	適用強制公開收購之基準.....	105
第二款	豁免強制收購之事由.....	106
第三款	強制公開收購之標的.....	107
第四款	強制公開收購之效果.....	108
第三項	贊成與反對強制收購制度之見解.....	109
第一款	贊成之見解.....	109
第二款	反對之見解.....	110
第四項	我國引進英國強制收購制度之必要性.....	111
第六章	結論.....	114
參考文獻		117
附錄一：我國上市櫃公司對敵意併購之態度調查問卷		128

第一節 研究動機與目的

在一波波全球併購浪潮下，與併購相關之議題越來越受重視，而敵意併購亦為當中備受矚目的焦點。所謂「敵意併購」，係指併購者於未取得目標公司經營團隊同意之情形下，逕行併購目標公司以取得控制權與經營權之併購型態。敵意併購有其積極意義，蓋平時公司內部雖然已存有各種監控制度，惟當此等內控機制失靈，以致公司未能從事有效率之經營時，敵意併購即可發揮外部監督之效果，彌補其缺失與不足；且敵意併購的存在本身，即可對經營者產生壓力，促使其從事有效率之決策，有助於提升股東利益及公司價值。

長期以來，英美兩國在股權結構、企業文化以及法律規範等方面的影響下，敵意併購極為活躍，相關研究也十分可觀，而歐盟對於敵意併購亦設有「公開收購指令」加以規範。反觀我國敵意併購案例並不多見，且曾引發高度關注者如國巨併購大毅、力晶併購旺宏、中航併購台航與開發金併購金鼎證等，均以失敗收場，且雙方攻擊防禦的過程中往往演變為經營權惡鬥，落得兩敗俱傷的局面，使公司及股東利益蒙受損失。

有鑑於前述情況，本文擬從實證觀點探討我國企業環境與文化脈絡對於敵意併購之影響，並透過國內曾發生過的案例、主管機關的態度與法院相關見解，反思我國現行法制之問題與不足之處。另

外，由於美國、英國、德國、歐盟和日本等國家在敵意併購法制的發展上，較台灣更為成熟，故本文擬藉由比較法研究，從目標公司採行防禦措施之相關規範、對於股東之資訊揭露以及少數股東權益保障等面向，討論出可能且適合用於我國之規範方向，以作為建構我國敵意併購法制之參考。

第二節 研究方法

本論文採取以下數種研究方法：

一、文獻回顧

本論文透過整理分析相關專書、立法背景、學術期刊論文、碩博士學位論文、學術研討會、研究報告、電子資源等各類文獻，歸納出我國敵意併購法規範所面臨之問題，並呈現學說和實務上對於相關議題之看法。

二、比較法之研究

比較法研究上，本論文參考美國、英國、德國、歐盟和日本之立法例，這些國家的企業環境與歷史背景雖各不相同，惟其在敵意併購方面皆具有一套較為完整的規範，可作為我國未來法制建構之借鑑。又其中，日本雖未就敵意併購直接制定具法律拘束效果之實定法，而是由主管機關提出僅具建議性質之文書，惟其內容相當具體，且並非貿然移植西方國家法律，而是根據日本國內現況探索出適合的規範方

向，故其亦有相當之參考價值。

三、實務案例分析

由於本論文是以實證觀點所進行的研究，故除了法規範本身之探討，敵意併購的實踐過程亦為研究之核心，本文就國巨併購大毅案、力晶併購旺宏案、中航併購台航案、開發金併購金鼎證案與日月光併購矽品案加以分析，透過實務上所發生的問題，反思現行法制之不足，並據此勾勒未來敵意併購法規範的方向。

四、問卷分析法

本論文以我國總計 1637 家上市櫃公司為樣本寄發電子問卷，調查其對於敵意併購相關議題之看法，最後共回收 658 份問卷，回收率約 40%。

五、深入訪談法

本論文之訪談對象共有二位，一為曾擔任金融監督管理委員會專任委員之 A 先生，透過其觀點可得知主管機關對於敵意併購之態度；二為任職於敵意併購中主併公司之副總暨法務部門主管 B 先生，透過其觀點可進一步瞭解敵意併購於實務操作上所面臨之問題，且兩位受訪者均對敵意併購法制提出了若干建議。惟就研究限制之部分，未能訪問到敵意併購中目標公司對於相關議題的看法，為本論文的遺憾之處。

第三節 論文架構

本論文共分為六章。第一章為「緒論」，分為論文之研究動機與目的、研究方法以及論文架構等三部分。第二章為「我國企業經營特色與敵意併購之發展」，本章將敵意併購置於台灣特殊的企業環境與文化脈絡之下，先探討家族企業林立、股權結構集中以及「以和為貴」的文化思想對於敵意併購之影響，接著考察敵意併購於我國之演變發展，最後以問卷調查的方式，進一步瞭解我國上市櫃公司對於敵意併購相關議題之看法。

第三章為「我國敵意併購實務」，本章先介紹我國現行之敵意併購相關法規，接著分別研究美國、英國、德國、歐盟和日本之立法例，作為建構我國敵意併購法制之參考。

第四章為「我國敵意併購實務與法律問題評析」，本章透過觀察國內曾發生之敵意併購實際案例，包括國巨併購大毅案、力晶併購旺宏案、中航併購台航案、開發金併購金鼎證案與日月光併購矽品案，分析當中法律問題之所在，以及因現行法制不完備，導致實務上所產生的爭議。本章並收錄兩段訪談內容，藉由主管機關與敵意併購中主併公司之觀點，探討敵意併購於我國實行之困境，以及未來法規範的建議方向。

第五章為「我國敵意併購法制之省思」，本章就國內敵意併購實務之現況進行檢討，並根據第二章對於國外立法例的研究結果，提出我國法宜建立敵意併購防禦措施之判斷標準、強化對股東之資

訊揭露義務以及引進英國強制收購制度以保障少數股東權益等建議。

第六章為「結論」，彙整前述五章之內容，望能作為未來我國制定敵意併購相關法規範之參考方向，建立更充實之企業併購法制。



我國企業經營特色與敵意併購之發展

第一節 家族企業色彩濃厚—經營與所有合一

第一項 我國家族企業之形成

臺灣地處亞洲，受傳統華人文化與儒家思想之薰陶甚深，儒家講究倫理，以家庭作為社會的基本單位，在過去長達五千年的中華歷史中，國家治理皆是秉持「家天下」的思維模式，儘管受到全球民主化風潮的影響，如今政治體制不再執著於以血緣關係為主的世襲制度，轉為重視選賢與能，然而家族主義的觀念仍深植於華人社會，其反映於企業經營上，便促成家族企業的蓬勃發展¹。

所謂「家族企業」是指家族與企業結合之型態，亦即企業組織具有某種程度的家族控制²。蓋企業成立之初，資金募集不易，故台灣早期的企業多為中小企業，在家族成員合力出資之下而創立³。由於中小企業規模小，多半為一家一戶自主經營，所有權與經營權合一，既可以節約人事成本，又有利於企業快速作出決策，以靈活因應千變萬化的市場環境。雖然不若大企業有能力做到多角化經營和大規模生產，但台灣的中小企業專注於特定產品，不斷精益求精並創造新的優勢，亦逐漸於行業中站穩腳跟，甚至在國際間打響名號

¹ 參閱黃光國，華人的企業文化與生產力，應用心理研究，第1期，1999年3月，頁163-172。

² 參閱李宗榮，臺灣企業集團間親屬網路的影響因素，臺灣社會學刊，第46期，2011年6月，頁124。

³ 參閱洪榮華，陳怡珮、許凱婷，從代理理論觀點探討家族企業之股票買回行為，台大管理論叢，第21卷第1期，2010年12月，頁172。

中小企業擁有高度彈性之優點，惟論及缺點部分，即是僅憑家族內部的力量，難以掌握足夠之資金與核心技術，故基於避免營運危機或某求更多發展的考量，經營者有時必須對外釋出公司股份以獲取外來支援，然為了確保其最高決策權不被他人所撼動，經營者仍會將多數股權留在自己或家族成員手中⁵。

第二項 家族世襲之接班文化

但凡企業皆必須面臨「傳承」的問題，家族企業並非我國獨有之現象，世界各國有許多知名企業，亦是由家族所創立，並在其成員的努力經營之下發揚光大⁶，惟決定企業接班人之際，即可明顯觀察到中西方文化思想上的差異。以美國為例，其家族企業更重視能否永續經營，故多秉持「傳賢不傳子」的觀念，將公司決策權託付予專業人士所組成之董事會，所有權和經營權就此分離⁷。然而台灣之中小企業主，往往捨不得將辛苦打拼下來的江山，拱手讓予他人，正所謂「肥水不落外人田」，且華人傳統上習慣以血緣關係來劃分親疏遠近，認為唯有血親才是真正值得信賴和託付的「自己人」，這樣的觀念使台灣企業形成家族世襲之接班文化，透過代代相傳的

⁴ 參閱江義平、郭崑模，台灣中小企業策略聯盟發展方向之探討~以配合亞太營運中心計畫為例，管理評論，第17卷第2期，1998年7月，頁3。

⁵ 參閱黃仟文、朱斌好，評估政府資助中小企業技術創新之效果—以「小型企業創新研發計畫」為例，中山管理評論，第17卷第4期，2009年12月，頁815-816。

⁶ 參閱許士軍，家族主義專業主義與創業—以華人企業為背景的探討，管理評論，第16卷第1期，1997年1月，頁4。

⁷ 參閱林翠蓉、張力、侯啟娉、曾韻如，家族所有權、公司治理與公司績效關係之實證研究，績效與策略研究，第8卷第1期，2011年3月，頁61-62。

方式，將企業經營權持續掌控在家族手中⁸。

家族與企業之間的緊密連結，有時會化為極強的動力，使經營者為了將祖傳事業延續下去，抱以兢兢業業的態度，並在創新與研發上付出比一般企業家更多的努力⁹。曾有實證研究指出，當公司之控制者為家族成員時，能使公司價值穩定成長¹⁰；且由於企業名聲即等同家族之名聲，促使部分經營者更加嚴以律己，不會做出舞弊行為，侵蝕小股東之利益以滿足私慾¹¹。

然而，家族企業中子承父業的文化慣習，並非都能迎來良好結果，在某些案例中，反而成為企業發展的絆腳石。蓋企業決策有賴經營者高度的專業素養與格局，惟繼承家業之經理人是否皆具備此等能力，不無疑問，有研究即指出由家族成員所出任之經理人，由於專業養成過程中受到的考驗及挫折較少，故其作決策時容易出現過度自信、剛愎自用的傾向；此外，市場環境瞬息萬變，講求靈活應對，某些經理人卻囿限於家族一貫的思維模式，以致無法在經營方針上與時俱進，久而久之，則使企業失去原有的競爭力¹²。

⁸ 參閱虞邦祥、林月雲、張小鳳，傳承或變革：臺灣企業接班歷程之質性研究，組織與管理，第2卷第1期，2009年8月，頁110-111，。

⁹ 參閱洪榮華、蔡盈如、郭怡萍、江佳妮，經理人樂觀傾項、家族企業特性對投資現金流量敏感度之研究，管理與系統，第20卷第1期，2013年1月，頁90。

¹⁰ 參閱李振宇、蘇威傑，研發承諾與營運績效：以台灣家族企業為例，組織與管理，第2卷第2期，2009年8月，頁215。

¹¹ 參閱林嬋娟、張哲嘉，董監事異常變動、家族企業與企業舞弊之關聯性，會計評論，第48期，頁33，2009年1月。

¹² 參閱林翠蓉、張力、侯啟嫻、曾韻如，家族所有權、公司治理與公司績效關係之實證研究，績效與策略研究，第8卷第1期，頁21。

第三項 家族企業與公司治理

我國之中小企業多半為閉鎖型公司，由原本即關係密切的群體所組成，其經理人、董事及監察人也多由同家族之成員或親朋好友出任，形成「董事不懂事，監事不監視」的弊病¹³，不利於公司治理。

有些中小企業發展良好，成長為上市、上櫃公司，然而在家族經營的觀念之下，仍維持著將公司要職留予「自己人」的傳統，有研究顯示，即便家族成員所出任之經理人有不適任的情形，除非造成營業績效不佳達到嚴重之程度，否則其極不容易遭到汰換¹⁴。此外，家族大股東的意志時常直接貫徹到管理階層執行，使董事會多淪為橡皮圖章¹⁵；而在人情壓力與家族利益的牽扯下，公司內部監控機制之有效性大幅降低，也增加了利益輸送及掏空公司等情形發生的可能性¹⁶。

儘管近年來我國逐漸出現所有權與經營權分離的呼聲，然而傳統文化並非一朝一夕得以改變，至今許多企業仍脫不開家族企業的色彩。

¹³ 參閱王文字，資產證券化法治之基本問題研析，月旦法學雜誌，第 88 期，2002 年 9 月，頁 123。

¹⁴ 參閱林穎芬、洪晨桓、陳羽甄，家族與非家族企業之總經理替換與相對績效的關聯—以台灣上市公司為例，管理評論，第 30 卷第 3 期，2011 年 7 月，頁 43。

¹⁵ 參閱劉連煜，現行上市上櫃公司獨立董事制度之檢討暨改進方案—從實證面出發，政大法學評論，第 114 期，2010 年 4 月，頁 131。

¹⁶ 參閱劉連煜，健全獨立董監事與公司治理之法制研究—公司自治、外部監控與政府管制之交錯，月旦法學雜誌，第 94 期，2003 年 2 月，頁 136-137。

第四項 家族企業觀念對於敵意併購之影響

敵意併購之存在能為企業經營者帶來壓力，促使其作出更有效率之決策，以提升股東利益及公司價值；且當企業之內部監控機制失靈時，敵意併購可發揮外部監督之效用，汰換不適任的經營者，給予公司脫胎換骨的契機。然而在家族企業觀念濃厚的台灣社會中，敵意併購卻不可避免地與「掠奪他人家產」之負面印象連結在一起，而難以被接受。

如前所述，台灣許多企業是由家族內部出資創立而成，並保持所有權與經營權合一的型態，發展至一定的規模，故經營者對於公司具有強烈的感情，不願將自己從無到有、辛苦耕耘得來的果實輕易讓與他人；抑或身為家族企業的繼承者，更具有必須「守護祖業」的使命感及壓力。因此台灣企業經營團隊面臨敵意併購時，抵抗意識往往極為強烈，不惜代價奮戰到底，使併購者必須耗費鉅額的成本，甚至得做好纏鬥數年的準備。

另一方面，由於家族與企業休戚與共的印象深植人心，每當目標公司經營者出面講述自己的心路歷程，控訴敵意併購者「侵門踏戶」之行為，或公司員工集結起來提出陳情時，皆容易喚起輿論的同情與支持，甚至引來政治力的干預，帶給併購者龐大的壓力。上述這些情形，使敵意併購在台灣實行時困難重重，最終多以失敗收場。

第二節 集中的股權結構

第一項 股權集中與「少數控制股權結構」

公司之股份對股東而言具有兩種意義，一為盈餘分配權（亦稱為現金流量請求權），二為公司重大議案之表決權，例如董監事選舉、公司之合併、解散等，故股東持股的多寡也將影響其對於公司之控制力¹⁷。

公司成立之初，為數不多的原始股東掌握了全部股份，故股權結構較為集中，然而伴隨著企業的成長，增加生產力、擴大營運規模及財務調度等情形，都會造成公司對於資金的需求，而除了由原始股東所能提供的內部資金外，有時尚需尋求外部的增援。蓋取得外部資金之途徑，除了向金融機構貸款，亦常見公司透過發行股票、債券、公司債等有價證券之方式，向社會大眾募款¹⁸。而發行股票以引入資金的同時，原始股東之股權將遭到稀釋，其對於公司的控制力也會因此降低¹⁹。

有學者曾針對全球大型企業之股權結構進行研究，發現除了英、美兩國屬於分散型股權結構之國家外，多數國家大型企業的股權都相當集中²⁰，而台灣上市公司股權之集中程度更是極為明顯。有調

¹⁷ 參閱曹壽民、金成隆、呂學典，股權結構與多角化，台大管理論叢，第 22 卷第 1 期，頁，2011 年 12 月，167-168。

¹⁸ 參閱廖大穎、谷湘儀、葉仕國、蔡振宏，企業籌資法務與個案分析，元照出版，2011 年第 2 版，頁 269。

¹⁹ See Adolf Berle, Means Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property* (1938), at 66.

²⁰ See Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, Vol. 54, No. 2 (1999), at 471-476.

查指出，若以擁有 20%表決權作為控制股東的判斷標準，則 1997 年到 1998 年間台灣的 251 家上市公司中，70.1%的公司皆存在控制股東，且當中有 58.2%的公司為家族控制公司²¹；又同樣以 20%之表決權作為控制股東的判斷標準，來檢視 2000 年到 2001 年的 175 家上市公司，其中 64.4%的公司存在控制股東，且有 50.3%為家族控制公司²²；亦有學者於 2006 年時，以台灣電子業之上市公司為樣本進行統計，其結果顯示公司前五大股東所持有之股權平均為 31%²³。蓋綜合上述這些實證研究，可知我國上市公司的股權結構相當集中，且屬於家族控股之典型。

另外，有學者觀察到我國上市公司中，高達半數之控制股東均透過「交叉持股」或「金字塔股權結構」之方式，增加自身的表決權，形成低持股卻掌控高比例表決權的「少數控制股東結構」(Controlling Minority Structure)²⁴。又，不同於英美等已開發國家中，機構投資人經常作為股票市場的主要參與者，並在公司治理上扮演重要角色之情形，台灣證券市場向來以散戶投資人為主，法人機構的投資比重偏低。因此，我國上市公司之股權結構，屬於少數控制型態，同時以散戶持股居多²⁵。

²¹ See Yin-Hua Yeh & Tracie Woidtke, Commitment or entrenchment?: Controlling shareholders and board composition, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 29, No. 7 (2005), at 1857-1885.

²² 參閱林明謙，股權結構、董事組成對大股東介入股市行為影響之研究，輔仁大學金融研究所碩士論文，2001 年 7 月。

²³ 參閱高蘭芬、陳振遠、李焮慈，資訊透明度及席次控制權與現金流量權偏離對公司績效之影響—以台灣電子業為例，*台灣管理學刊*，第 6 卷第 2 期，2006 年 8 月，頁 81-104。

²⁴ 參閱葉銀華、李存修，健全台灣之公司法制機制—從台灣出發，*中華公司治理協會準則委員會研究計畫報告*，2003 年 4 月。

²⁵ 參閱葉銀華，台灣公司治理的問題與改革之道，*證券暨期貨管理月刊*，第 20 卷 11 期，2002 年 11 月，頁 7、8。

第二項 股權結構與公司治理

一般而言，股權分散的公司，其所有權與經營權分離，代理問題主要為股東與經理人間之利益衝突；至於股權集中的公司，因為其可能存在大股東高度掌握公司控制權之情形，故代理問題轉為控制股東與小股東間之利益衝突²⁶。

台灣上市公司的股權結構十分集中，且普遍存在控制股東，惟許多公司屬於「少數控制股東結構」，因而使公司治理的問題複雜化。一般而言，公司股權集中的情況下，由於控制股東持有大量公司股份，故公司之盈餘表現對其影響較大，若公司價值有所提升，其自身也能獲得顯著的經濟利益，此一事實容易產生「誘因效果」(Incentive Effect)，促使控制股東做出有益於公司經營之行為；然而，在少數控制股東結構的公司中，股東是以低持股取得高比例表決權，造成公司控制權與現金流量權有所偏離，此情形便可能帶來「侵占效果」(Entrenchment Effect)，意即控制股東為了私利放棄追求公司整體利潤，反而濫用控制權侵占公司資產或剝削小股東的權益²⁷。

許多實證研究結果即顯示，當公司之控制權與現金流量權偏離程度越大，將導致公司之資訊揭露水準降低，而控制股東則藉此對公司盈餘進行操作²⁸。且控制股東掌握之控制權越多，獨立董監事

²⁶ See Ronald J. Gilson, Controlling Shareholders And Corporate Governance: Complicating The Comparative Taxonomy, Harvard Law Review, Vol. 119, No. 6 (2006), at 1651.

²⁷ See Morck, Randall, Andrei Shleifer, Robert W Vishny, Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, Journal of Financial Economics, Vol. 20 (1987), 293, 313.

²⁸ 參閱王元章、張椿柏，核心代理問題對盈餘管理之影響，會計審計論叢，第2卷第2期，2012

改善公司績效之功能就越低落²⁹。由此可知，我國上市公司之少數控制股東結構，確實會對公司經營產生負面影響。

第三項 股權結構與敵意併購之關聯性

公司股權結構屬集中或分散，對於經營權移轉之方式具有決定性的影響，蓋股權分散型之公司，較有利於敵意併購的進行；股權集中之公司，發生敵意併購的可能性則會降低，而多半須透過控制股東出售其持股予併購者，方能達成經營權之移轉。如前所述，我國上市公司股權結構為集中型，然實際上由於許多控制股東並未真正持有高比例之公司股份，而是以金字塔結構和交叉持股的方式來增加自身表決權，故從股權結構的觀點加以檢視，我國仍有發生敵意併購之可能性。

並且，由公司治理的角度來思考，正因為我國屬於「少數控制股東結構」，公司控制權與現金流量權有所偏離，容易導致控制股東貪圖私利而罔顧公司整體及小股東利益之亂象發生，故更有必要透過敵意併購創造公司控制權市場，亦即透過市場力量以間接監督公司經營者。

年 12 月，頁 69-113。

²⁹ 參閱方俊儒、李秀英、龍春伶，獨立董監事對公司績效與盈餘品質之影響—控制股東之調節效果，會計與公司治理，第 5 卷第 1 期，2008 年 6 月，頁 55-80。

第三節 「以和為貴」的企業文化

傳統華人社會相當重視家族主義以及人情關係，儘管隨著時代變遷，社會中不斷注入各種新思想，然而某些自古傳承下來的處世法則，至今仍舊影響、約束著人們的行為，而台灣企業文化亦深受此浸染。

台灣企業文化就像一張以西方現代科學為經、以華人傳統文化為緯交織而成的網絡，一方面為了在瞬息萬變的市場環境中保有競爭力，企業打破原來的框架，陸續引進許多西方的組織制度、生產管理技術和商業策略；另一方面，為了防止在追逐新事物的過程中迷失自我，企業家仍將和諧、中庸、重情等傳統美德銘刻於心，並將之貫徹於其經商手法上³⁰。

自古華人有所謂追逐「正利」的觀念，「正利」乃是相對於「邪利」和「暴利」而言。蓋「正利」代表能通過法律以及道德檢驗的利益，正所謂「君子愛財，取之有道」；「邪利」代表以違法或道德上有疑慮之方法取得的不義之財；「暴利」則代表非由個人踏實努力所致，而僅係基於偶爾因素意外取得的巨大財富。在這幾種類型當中，唯有「正利」屬於企業家們理當追求並能坦然接受的利益，至於依賴「邪利」和「暴利」致富者，則將成為輿論撻伐的對象，承受來自社會的壓力³¹。

³⁰ 參閱曾飛，台灣企業對傳統文化的傳承與弘揚，上海國資雜誌，2013年02期，2013年2月18日，頁73。

³¹ 參閱韋瑩，台灣企業與文化淺探，經濟與社會發展雜誌，第3卷，第12期，2005年12月，頁184、187。

另外，有學者曾針對台灣地區 231 家小型企業的經理或老闆進行問卷訪問，試圖瞭解其對於中華文化傳統價值的認知，以及該價值在其行銷策略與績效方面之影響。該研究結果指出，中華傳統文化中「中庸之道」的概念顯著地影響企業採取穩定成長而非積極的行銷策略；「以和為貴」的概念顯著地影響台灣小型企業採取態度保守的行銷策略；而「緣分」的構念，則顯著地影響台灣小型企業採取個人銷售及運用社會資本、人脈關係之行銷策略³²。

由前述實證結果可知，中華傳統文化價值確實會反映在台灣企業家的商業決策上。蓋敵意併購是在未經目標公司同意下所發動之併購行為，其必然會引發與目標公司經營者之間的衝突，顯然與中華傳統價值中「以和為貴」的概念有違；又敵意併購者所展現的強烈野心，亦不合乎力求穩定平衡的「中庸之道」；加上台灣家族企業林立，敵意併購往往還會牽涉到所謂「奪人家業」的問題，則其在傳統道德層面上具有爭議性，是否能被歸類為所謂的「正利」，不無疑問。因此，從文化的角度而言，敵意併購在台灣社會中難獲認同，這也將成為其實行時的阻力之一。

³² 參閱吳志明、林津瑩，中華文化的價值對行銷策略及績效之影響—台灣小型企業之實證研究，*企業管理學報*，第 68 期，2006 年 3 月，頁 1-22。

第四節 我國敵意併購之演變發展³³

第一項 敵意併購之開端

我國的敵意併購活動，其實行之有年，由來已久。最早的案例可追溯至 1972 年，海山李家聯手華僑信託，逐步收購取得中華電線電纜的過半數股權，成功從華電創辦人翁明昌手中奪下經營權，首開股市敵意併購風氣之先。而 1980 年代的台灣社會，由於經濟持續景氣，資金充沛，股市熱絡，不僅市場派大肆炒作股票，許多公司派也紛紛買賣自家股票投機套利，因此便有如中纖、太魯閣、高企、民紡等公司，成為經營權頻繁易主之廝殺戰場。

第二項 以收購股權與徵求委託書爭奪經營權

我國早期的敵意併購主要是透過收購股權和徵求委託書的方式進行。就股權收購而言，由於欠缺法律上之管制，故經營權爭奪戰中，企業家利用人頭帳戶從市場暗中收買，或向特定股東私下協議洽購等情形層出不窮，資訊極不透明，遊戲漫無規則，直到 1995 年「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」正式上路，股權收購才終於有了明確的規範。

至於委託書徵求方面，我國早在 1982 即已公布施行「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」，惟當時的委託書規則內容過於

³³ 參閱楊佳璋、張子，經營權爭霸：企業敵意購併攻防戰，商周出版，2001 年 11 月；參閱黃日燦，法律決勝負－企業併購與技術授權，天下遠見出版公司，2004 年初版。

簡略，且並未禁止以金錢購買委託書之行為，故蒐購委託書的情形相當普遍，甚至發展為一種特殊行業，而販賣委託書也因此成為大眾的期待利益。這些情形逐漸引來主管機關的關注，1996年12月，委託書規則做出了大幅修正，明文規定徵求委託書者，只能代發公司股東會的紀念品，不得給付金錢或其他對價，方始我國委託書徵求之亂象得以弭平。

第三項 「借殼上市」之敵意併購盛行

1990年代我國盛極一時的，則是「借殼上市」型之敵意併購。究其性質，與國外常見的反向併購相當類似，等於是將未上市之企業反向併入被借殼的以上市公司，大幅提高股票的市場流通性和本益比價值，實現麻雀變鳳凰的戲劇性效果。沈慶京巧取中石化和中工、曾正仁進駐台中企銀、侯西峰入主國揚建設以及吳祚欽拿下亞瑟、普大和台芳等，皆為此時期借殼上市型敵意併購之著名案例。

蓋借殼上市併購本質上為正常的財務槓桿操作，然而我國許多借殼者嚐到甜頭之後食髓知味，頻頻藉由「灌業績」、「辦現增」的兩面手法交叉炒作，導致公司嚴重虛胖，實則禁不起考驗，當景氣逆轉，便隨著泡沫經濟而消失。

第四項 產業策略型之敵意併購漸成趨勢

由我國敵意併購之發展史，可看出早期敵意併購大多充作個人或家族擴張企業版圖的手段，其中不乏巧取暗奪與玩弄法令，因此

並不見容於金融相關規制。近年來，台灣的敵意併購則又邁入了新階段，市場炒家投機掠奪型的併購案例減少許多，而產業策略型的敵意併購逐漸成為趨勢。

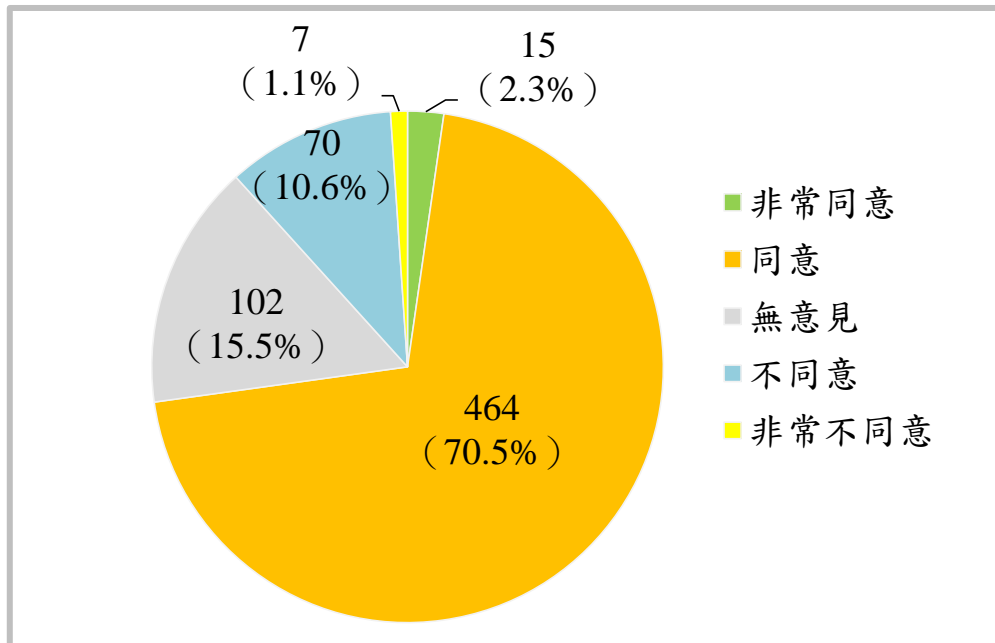
1998年，有「主機板教父」之稱的蔣國明率領鑫明集團拿下精英電腦之經營權；1999年，頂新魏家兄弟入主老字號的味全食品公司，這兩起知名案例可謂開產業策略型敵意併購風氣之先。而2001年，開發金控引用「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」收購大華證券，首度將「經營權爭奪」正式搬上檯面，其中過程雖容有瑕疵，然其對於導引我國敵意併購機能步入正軌，亦是功不可沒。

第五節 我國上市櫃公司對敵意併購之態度調查

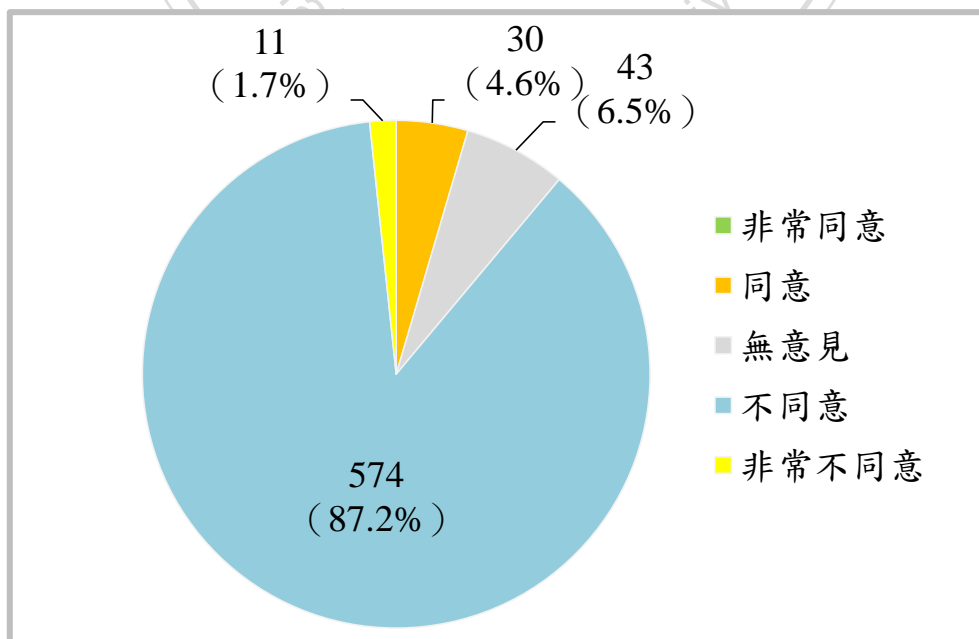
本論文於2017年2月，以我國總計1637家上市櫃公司為樣本寄發電子問卷(問卷請見附錄)，調查其對於敵意併購相關議題之看法，最後共回收658份問卷，回收率約40%。

本問卷之統計結果如下：

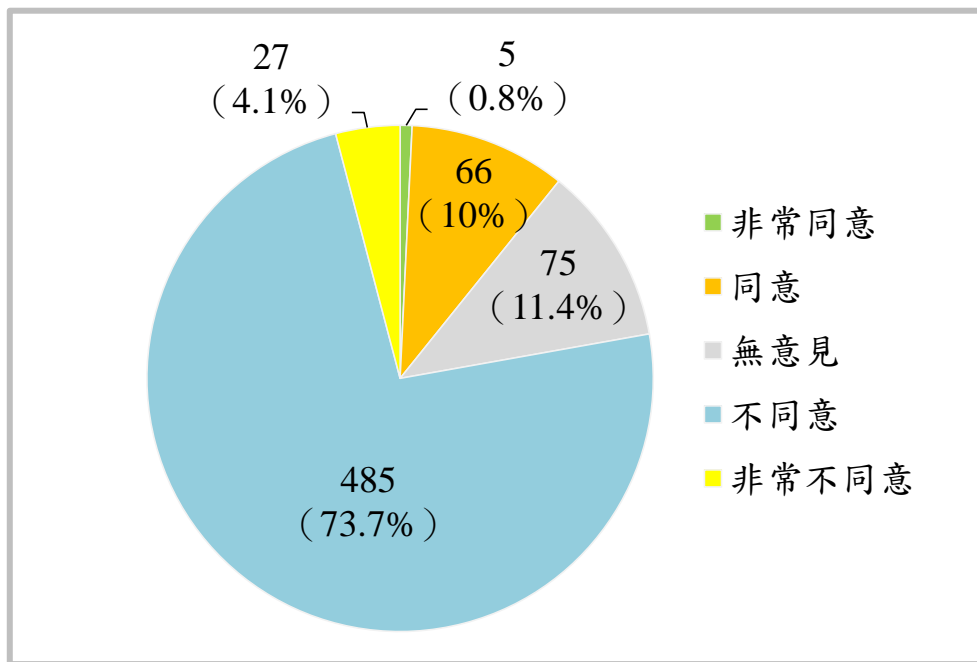
1. 針對「敵意併購這種商業手段有其存在之必要性」此一論述之同意程度：



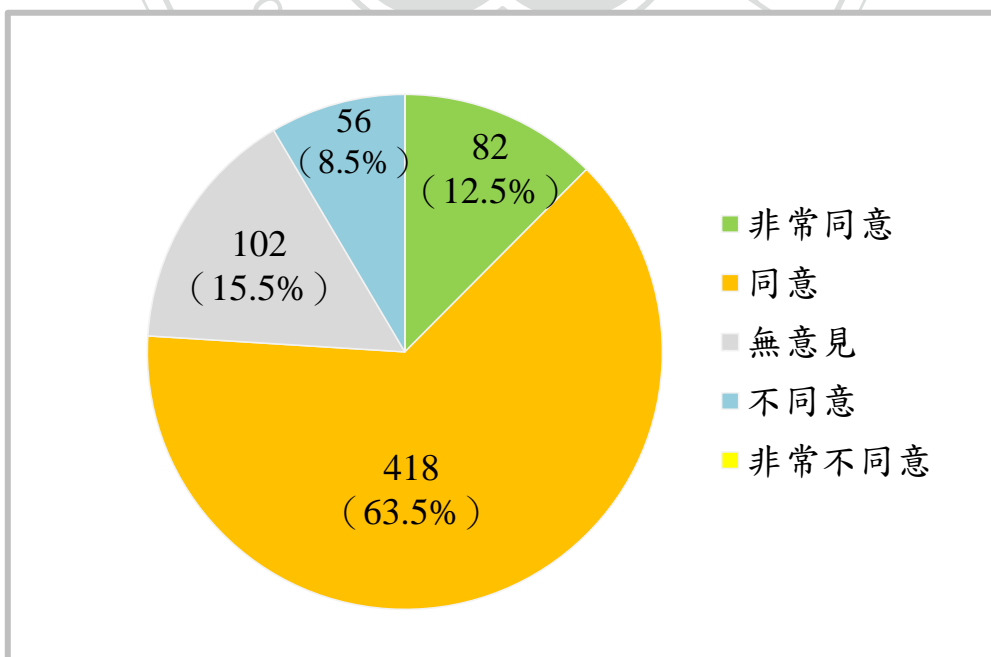
2. 針對「我國之企業普遍能接受敵意併購」此一論述之同意程度：



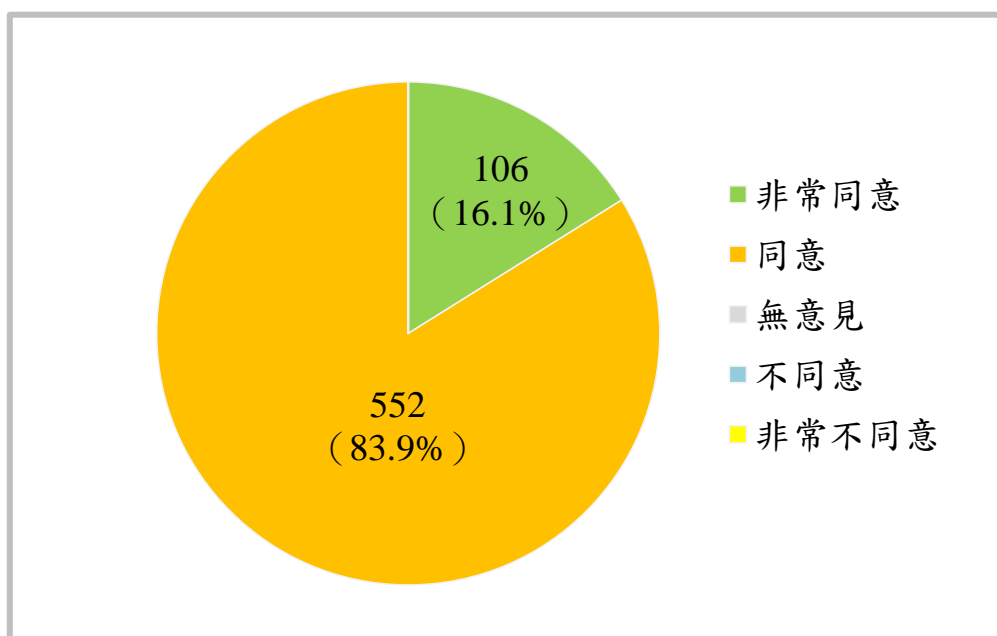
3. 針對「我國主管機關不反對企業進行敵意併購」此一論述之同意程度：



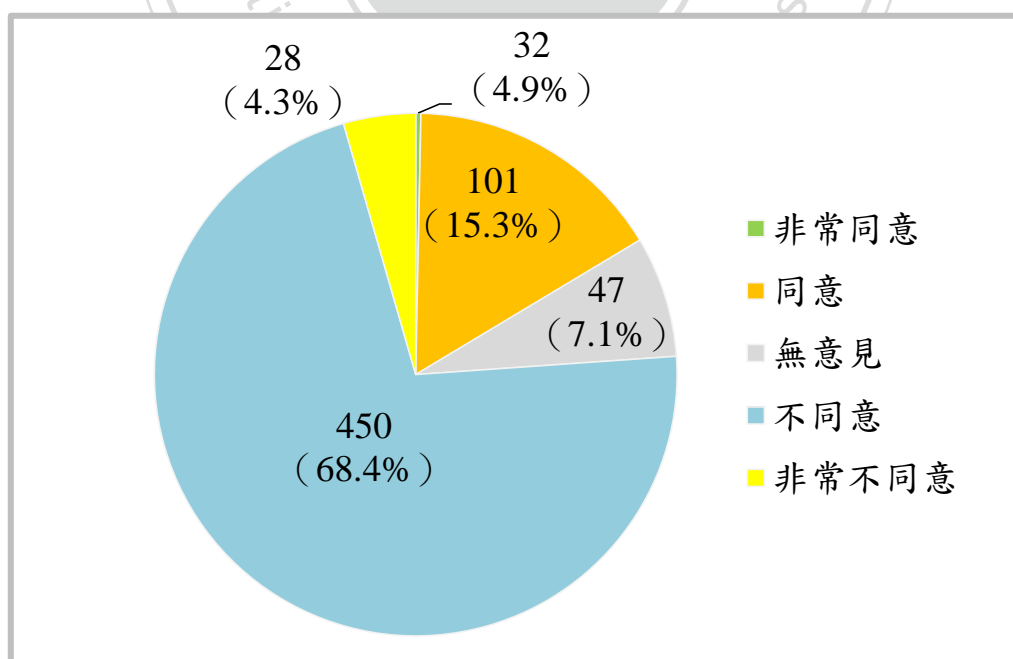
4. 針對「面臨敵意併購時，目標公司採行防禦措施之決定權應交予董事會」此一論述之同意程度：



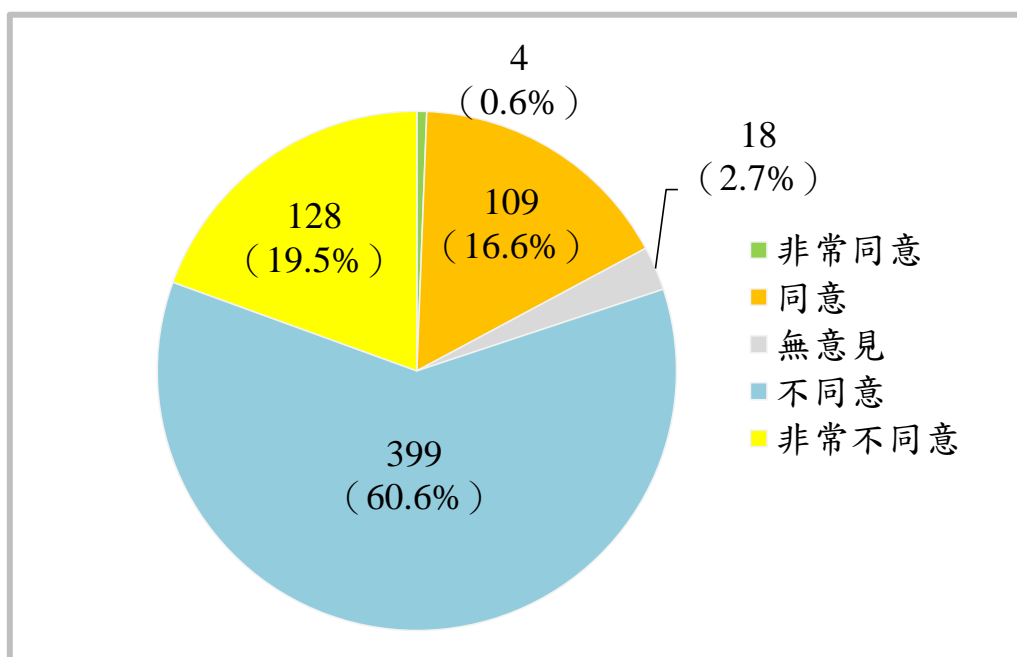
5. 針對「面臨敵意併購時，目標公司採行之防禦措施，應受合理、誠信及比例原則所制約」此一論述之同意程度：



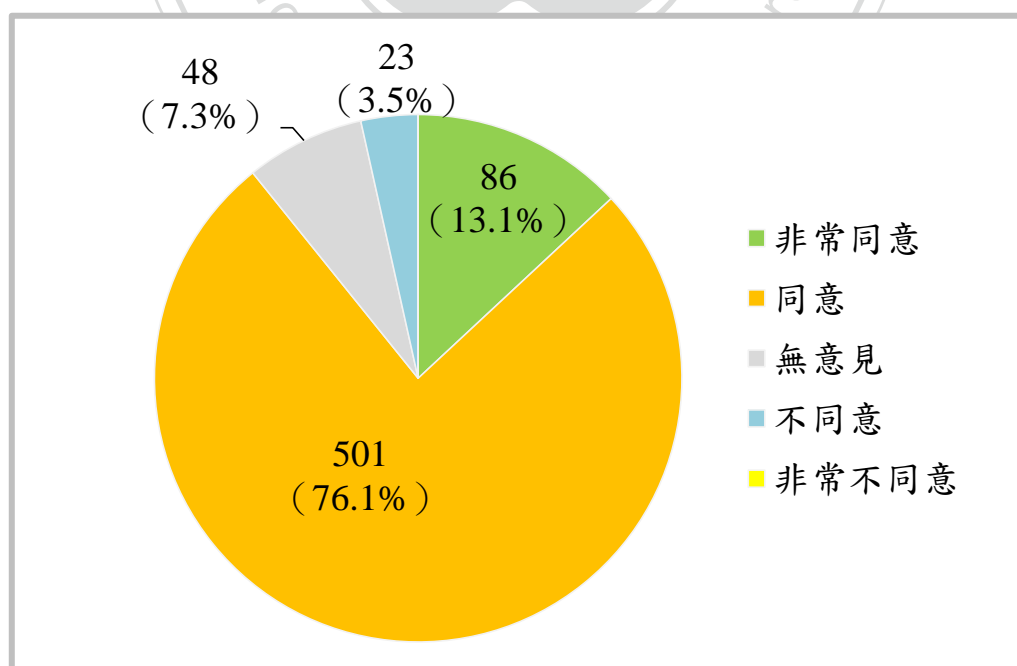
6. 針對「我國目前發生過之敵意併購案中，目標公司所採取之防禦措施多半無過當的傾向」此一論述之同意程度：



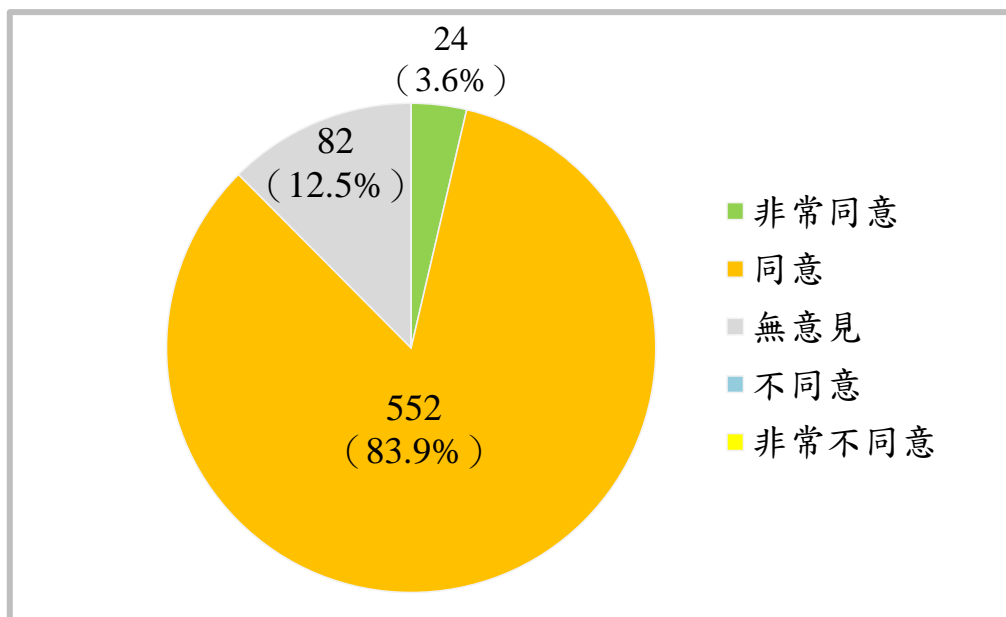
7. 針對「我國立法政策宜檢討目標公司具體上可以採取何種敵意併購之防禦措施」此一論述之同意程度：



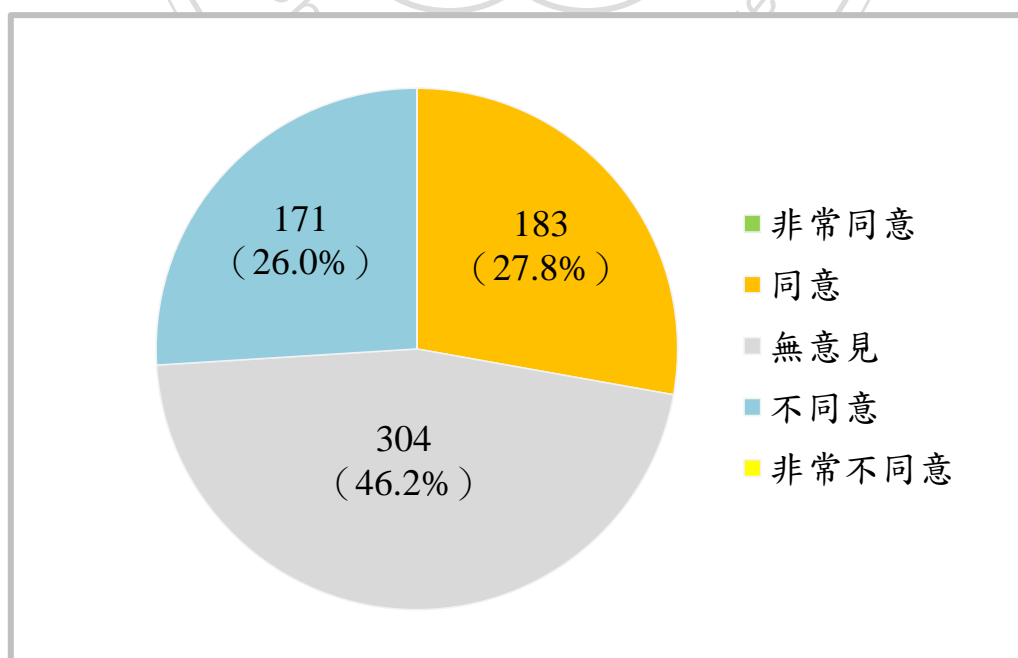
8. 針對「我國宜建立敵意併購防禦措施合法性與適當性之審查標準」此一論述之同意程度：



9. 針對「我國法制宜加強敵意併購中對於股東之資訊揭露」此一論述之同意程度：



10. 針對「我國宜引進類似英國之強制收購制度，以保障少數股東之權益」此一論述之同意程度：



根據上述 658 家台灣上市櫃公司對於問卷的填答結果，可知 72.8% 之上市櫃公司肯定敵意併購這種商業手段有其存在的必要性，惟高達 88.9% 認為我國企業不能接受敵意併購，且有 76% 認為主管機關對於敵意併購亦抱持反對的態度，由此可見，「我國社會環境不利於敵意併購」已成為業界的普遍認知。

又填答本問卷之上市櫃公司中，76% 認為面臨敵意併購時，目標公司採行防禦措施之決定權應交予董事會，顯示「董事優位主義」儼然是我國的趨勢。而所有上市櫃公司均贊同目標公司之防禦措施應受合理、誠信及比例原則所制約；惟有 72.7% 認為國內目前發生過的敵意併購案中，目標公司所採取的防禦措施多半有過當之傾向，故我國應思考是否加強相關法制，以對現況進行改善。

關於法制建議的部分，高達 80.1% 之上市櫃公司不贊成我國立法政策檢討目標公司具體上可以採取何種敵意併購之防禦措施，且其中有 19.5% 的態度是「非常不同意」，反映出企業不希望法律對於防禦措施作出太多事前限制，擔心如此一來會使其難以招架來自敵意併購者的猛烈攻勢；惟 89.2% 之上市櫃公司均贊成我國建立敵意併購防禦措施合法性與適當性的審查標準，以使企業濫行防禦的亂象得到收斂。

另外，關於目標公司股東權益保障之部分，87.5% 的上市櫃公司均認為我國法制宜加強敵意併購中對於股東之資訊揭露，餘下 12.5% 的公司雖未正面給予肯定，惟亦無表示反對意見者；又，對於我國是否應引進類似英國之強制收購制度，以維護少數股東之權益，將近半數

的上市櫃公司均表示無意見，而贊成和反對者的比例則相當，難以總結出企業在此議題上的態度傾向，故本文第五章檢討我國敵意併購法制時，將對強制收購制度進行更多討論，包括分析其優缺點，以利思考我國是否有引進該制度之必要。

我國敵意併購法制暨國外立法例

第一節 我國敵意併購相關法規範

我國現行法制中，相較於合意併購有企業併購法得涵攝及規範大部分的情形，敵意併購則缺少完整、清楚的規範，而須參閱分散於各法典中之法條與法理。本文認為得作為發動敵意併購之法源依據，包括：（一）證券交易法第 43 條之 1 暨公開收購公開發行公司有價證券管理辦法、（二）公司法第 177 條、證券交易法第 25 條之 1 暨公開發行公司出席股東會使用委託書規則，茲說明如下：

一、證券交易法第 43 條之 1 暨公開收購公開發行公司有價證券管理辦法

根據證券交易法第 43 條之 1 第 2 項規定，企業在提出具有履行支付收購對價能力之證明，並向主管機關申報後，得不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人公開收購公開發行公司之有價證券。換言之，企業得以公開要約之方式直接向目標公司任何的股份持有人，於特定期間屆滿後，限量或全部買進經承諾交存之股份，而待企業收購目標公司股權達一定比例後，便可召開

股東會或股東臨時會，改選董、監事，實現取得目標公司經營權之目的。蓋公開收購使併購方之企業得單方面向大眾買進目標公司的股份，而無須和目標公司董事會進行協商以謀求合併，此與敵意併購中「非合意」之特性相符，故證券交易法第 43 條之 1 以下關於公開收購之規定，得作為我國實施敵意併購時之法源依據。

又證券交易法第 43 條之 1 第 4 項授權主管機關所訂定之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」，則對於公開收購設有更加具體、詳細的規範。就公開收購有價證券之範圍，包括依證券交易法辦理或補辦公開發行程序公司之已發行股票、新股認購權利證書、認股權憑證、附認股權特別股、轉換公司債、附認股權公司債、存託憑證及其他經金融監督管理委員會核定之有價證券³⁴；就公開收購之方式，包括「任意公開收購」和「強制公開收購」兩種類型³⁵；另外，對於公開收購的進行，我國證券交易法原本係採事前核准制，原則上證期會會在十二個營業日內作成準駁與否的決定，惟股權收購戰分秒必爭，為了避免收購方在主管機關漫長的審查期間，受股價變化、防禦策略等難以掌控之因素影響導致併購失敗，故 2002 年證券交易法修法時，參酌了美國和日本的立法例，將公開收購制度改為申報制³⁶，且「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」亦大幅放寬了對公開收購之限制，使企業併購更易進行，此番修改殊值肯定。

³⁴ 參照公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 2 條第 2 項。

³⁵ 參照公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 11 條第 1 項：「任何人單獨或與他人共同預定於五十日內取得公開發行公司已發行股份總額百分之二十以上股份者，應採公開收購方式為之。」

³⁶ 參閱許家銘，敵意併購在我國法制之問題與攻防策略實例，康寧學報，第 9 期，2007 年 6 月，頁 36；法條參照證券交易法第 43 條之 1 第 2 項。

二、公司法第 177 條、證券交易法第 25 條之 1 暨公開發行公司出席股東會使用委託書規則

我國公司法第 177 條第 1 項規定，股東得於每次股東會，出具公司印發之委託書，載明授權範圍，委託代理人，出席股東會。證券交易法第 25 條之 1 則針對公開發行股票公司出席股東會使用委託書之資格、取締及管理等事項，授權主管機關訂定法規命令作出具體規範。蓋「委託書制度」之立法原意，依照法條內容及學者之見解，係為便利股東行使權利，以及使未親自出席之股東實質上仍能發揮監督股東會之功能³⁷，惟實務上委託書卻已演變為股東將其表決權委託於他人的一種權利，非現任經營者可藉由委託書制度獲得足夠的表決權以奪取經營主導權，而在敵意併購中，「委託書徵求」作為公開收購以外，取得目標公司控制權的另一種手段，也扮演著相當重要的角色³⁸，因此，對委託書進行規範之公司法第 177 條及證券交易法第 25 條之 1，亦屬我國實施敵意併購時之法源依據。

又觀察證券交易法第 25 條之 1 授權主管機關所訂定之「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」，可知委託書徵求是用來進行敵意併購之方法中，遊戲規則最為嚴謹、清楚的，單就徵求人之資格部分，就有諸多要求與限制³⁹，而符合資格之徵求人，必須在股

³⁷ 參閱賴英照，股市遊戲規則：最新證券交易法解析，自版，2006 年 2 月，頁 159；李開遠，證券管理法規新論，五南書局，2006 年修訂四版，頁 112-113。

³⁸ 例如 2007 年 6 月 16 日備受關注的開發金控董、監事改選結果，辜家之所以能大勝，順利取得經營主導權，即是因為在關鍵的委託書爭奪戰中，其展現了遠超過官股的實力。參閱：張雅惠，「辜家大勝！拿下八席董事，官股只拿四席」，2007/6/16 大紀元新聞網，網址：<http://www.epochtimes.com/b5/7/6/15/n1745179.htm>

³⁹ 參照公開發行公司出席股東會使用委託書規則第 5 條、第 6 條、第 20 條、第 22 條第 1 項第 3

東會的 38 日前或臨時股東會的 23 日前，將徵求資料表、持股證明文件、主管機關備查文件與廣告內容定稿等，送達徵求的目標公司；目標公司則必須在股東會的 30 日前或臨時股東會的 15 日前，製作徵求人資料彙總表冊，以電子檔傳送至證基會，或連續於日報公告 2 日⁴⁰。若股東會有選舉董、監事之議案，徵求人尚有義務揭露其擬支持之候選人及該候選人之經營理念⁴¹。另外，以委託書徵求的方式進行敵意併購時，由於收購方手中沒有股東名冊，且依經濟部之函釋，不得以徵求委託書為由請求抄錄股東名簿，因此市場派若欲徵求委託書，會有其困難度⁴²。

我國關於委託書徵求之規範相當嚴格，對於徵求人之持股及時間，甚至表決權比例皆有所限制，究其原因，可參考主管機關訂定「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」時所提出之說明：「出席股東會委託書制度之立法精神與原意，已被誤解而濫用，以致有些股東以極少之持股而能當選公司董事或監察人，或以委託書操縱股東會之召開與進行，甚至將委託書作為公司經營權爭奪之工具，使股東會功能無法正常發揮，嚴重影響公司之內部安定與正常經營，損害大多數股東之利益，……亟待加以矯正與管理」⁴³，惟多數國家對於委託書徵求的法律規範都較為寬鬆，我國採取的限制立場與

款及證券交易法第 178 條。

⁴⁰ 參照公開發行公司出席股東會使用委託書規則第 7 條第 1 項。

⁴¹ 參照公開發行公司出席股東會使用委託書規則第 7 條第 3 項。

⁴² 參閱陳怡靜，股東權利保護之研究—以敵意併購之目標公司股東為核心，國立臺北大學法學系碩士論文，2007 年 8 月，頁 11；函釋內容參照經濟部 93 年 12 月 29 日經商字第 09302406700 號：「公司法第 210 條第 2 項之股東請求查閱或抄錄股東名簿，係指有法律上之利害關係，如發生債權債務關係者。股東依「公開發行公司出席股東會委託書規則」之規定行使徵求委託書，主要發生於公司改(補)選董監事為取得董監事席位時，其關係似與公司法第 210 條規定之旨旨有別。」

⁴³ 參閱「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」草案總說明，證管會 1983 年 9 月 6 日(72)台財證(二)字第 1981 號函。

國際趨勢不符，且有違背公司治理原則的疑慮，故招致學者批評⁴⁴。

第二節 美國

第一項 美國併購浪潮與規範背景

美國的企業併購浪潮始於 19 世紀末，並貫穿了整個 20 世紀，儘管 2008 年金融風暴發生後，全球景氣衰退，使這股併購熱潮一度退燒，然而自 2013 年起，美國併購活動便有急速成長的傾向⁴⁵，2014 年時全球規模最大的 10 宗併購交易中，有 7 宗發生在美國，其併購交易總額達到 1.5301 萬億美元，比前一年增長了 51.4%⁴⁶，到 2015 年時，美國購併規模更是突破 2 萬億美元大關，創下新高⁴⁷。

美國的第一次併購浪潮，發生於南北戰爭結束後的 30 年，主要鐵路系統的建成帶動全國市場發展，加上公司法逐漸放寬，為企業併購潮的興起及繁榮提供了良好的條件。此時期大多以橫向併購為主，影響範圍涵蓋了幾乎所有的礦業和製造業，活躍的併購行動導致超過 3000 家公司消失，工業的集中程度大幅提高，誕生了美國鋼鐵集團、杜邦、標準石油、通用電氣、柯達公司、美國菸草公司以及航星國際公司等巨頭⁴⁸，卻也形成行業壟斷的問題。美國政府

⁴⁴ 參閱劉連煜、林國全、洪秀芬、曾宛如合著，*股東會委託書之管理*，元照，2007 年 5 月，頁 189、190。

⁴⁵ 參閱楊惠茵，*比較法上敵意併購防禦措施於我國適用之可行性*，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文，2014 年 6 月，頁 85。

⁴⁶ 參閱「全球並購再掀熱潮，數量及總額均創歷史新高」，2016/12/9 中國財經報網，網址：http://www.cfen.com.cn/sjd/xw/gj_7270/201611/t20161109_2454411.html

⁴⁷ 參閱藍弋丰，「2015 購併案發燒年，總金額規模創紀錄」，2015/12/10 財經新報，網址：<https://finance.technews.tw/2015/12/10/2015-is-the-year-of-the-deal/>

⁴⁸ 參閱于春暉，*併購經濟學*，清華大學出版，2004 年 4 月，頁 2-3。

於是在 1980 年通過休曼反壟斷法案(Sherman Antitrust Act)，但由於該法案的法律用語及射程範圍模糊不清，未能立即產生規範效果，直至 20 世紀初，法院作出一系列判決，確立阻礙競爭的托拉斯均受休曼法案拘束，才使嚴重的行業壟斷情形得到控制。而反托拉斯制度的實行，以及 1904 年股票市場崩潰引發的經濟衰退，使此番併購浪潮劃下句點⁴⁹。

第二次併購浪潮發生在 1920 年代，第一次世界大戰結束後美國經濟持續增長，促進了公司間的兼並收購，此時期以縱向併購為主，形成許多囊括上游到下游的大型企業經營體⁵⁰。第三次企業併購浪潮則發生在 1954 年至 1969 年間，二次大戰結束後，以電子計算機、雷射、宇航、核能和合成材料為代表的科技革命，促進了生產力，經濟的繁榮也使併購活動再度盛行，與先前不同的是，此次併購潮著重於跨業併購及多角化經營，因此行業的集中度並沒有增加，反而呈現分散的態勢⁵¹。

第四次併購浪潮發生在 1980 年代，華爾街知名投資分析師麥可·米爾肯發掘了「垃圾債券」(Junk Bond) 的價值⁵²，自此拉開「槓桿收購」(Leveraged Buy-out, 簡稱 LBO) 的序幕。「槓桿收購」常被人以「蛇吞象」或「大魚吃小魚」等來形容，它的特徵在於舉債收購，即通過債券融通資本，運用財務槓桿加大負債比例，以較少的股本投入(約占併購資金的 10% 至 30%) 融得數倍資金，

⁴⁹ 參閱邵萬欽，美國企業併購浪潮，中國商務出版社，2005 年 1 月，頁 51-52、66-67。

⁵⁰ 參閱邵萬欽，美國企業併購浪潮，中國商務出版社，2005 年 1 月，頁 101-102。

⁵¹ 參閱千春暉，併購經濟學，清華大學出版，2004 年 4 月，頁 10-11。

⁵² 「垃圾債券」亦稱為劣等債券，是由信用評等不佳的企業所發行，其具有商業風險高，但債券利息也極高的特色。

對目標公司進行收購和重組，並以該公司未來的利潤現金流作為償債來源。由於垃圾債券和槓桿收購的盛行，此時期敵意併購案例亦大量出現。然而以小博大所帶來的高收益背後，也存在著不容忽視的風險，許多無法履約的垃圾債券最終釀成嚴重問題，導致市場崩潰，加上政府開始增訂反併購法規，限制相關併購活動，使第四次併購浪潮再度宣告結束⁵³。

第五次併購浪潮發生在 1990 年代，此時期的併購案件金額龐大，強強聯合此起彼落，基本上都是各行業巨頭之間的整合。這些大型併購活動衝擊了原有的市場結構和競爭格局，使各行業重新洗牌，而市場勢力的再分配，又反過來為併購創造了更多機會。不過值得注意的是，自前次併購浪潮末期以來，反併購規範漸趨成熟，故第五次併購浪潮中的案例多半為合意併購，時至今日，合意併購仍是主流⁵⁴。

第二項 聯邦法之威廉斯法案

聯邦法中與敵意併購相關之規範，主要以 1968 年通過之威廉斯法案（Williams Act）為代表。該法影響了美國 1970 至 1980 年代的併購活動，並使美國公開收購方面的亂象得到緩解。⁵⁵考察威廉斯法案的立法背景，係源於當時適用 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）所產生的問題，即目標公司股東面臨公開收

⁵³ 莊哲鳴，敵意併購法規之研究，國立政治大學法律學院法律學系碩士論文，2007 年 1 月，頁 203。

⁵⁴ 參照千春暉，併購經濟學，清華大學出版，2004 年 4 月，第 21 頁。

⁵⁵ 參閱郭大維，我國公開收購制度之探討—兼論英美相關立法例，臺北大學法學論叢，第 65 期，2008 年 3 月，頁 113-114。

購時，不僅缺少併購者的相關資訊以作為是否應賣的判斷標準，另一方面併購者又時常以「額滿為止」的方式施加心理壓力，要求目標公司股東在極短的期間內（48 小時內）依照併購者所定價格賣出手中股票，使目標公司股東往往還未審慎評估，便作成應賣的決定。⁵⁶有鑑於此，美國國會通過了威廉斯法，對 1934 年的證券交易法提出修正案，正式將公開收購制度納入聯辦法規範當中，修正條款包括增訂當時的證券交易法第 13 條（d）、（e）和第 14 條（d）、（e）、（f），故威廉斯法案嚴格來說不算是獨立的成文立法。⁵⁷

根據威廉斯法案之規定，任何人取得公開發行公司逾 5% 以上的股權證券，應於 10 日內向美國聯邦證券管理委員會（United States Securities And Exchange Commission，以下簡稱 SEC）申報，並通知該公司及證交所；而公司買回本公司或關係企業股權證券時，應遵守一定的程序；又任何人公開收購公開發行公司逾 5% 以上的股權證券時，至遲應於寄發購買要約時，向 SEC 申報並通知目標公司及證交所；且公開收購活動不得涉及詐欺操縱之行為，相關文件中亦不能存在任何虛偽隱匿之情事。另外，SEC 依威廉斯法所訂定的相關規則中，設下了公開收購的最低期限，並規定公司有即時向股東付款的義務；而目標公司事會必須向股東表明其對於公開收購所持的立場⁵⁸。

⁵⁶ 參閱朱德芳，效率、併購與公司治理—以敵意併購法規範為核心，中原財經法學第 17 期，2006 年 12 月，頁 39。

⁵⁷ 參閱李星翰，敵意併購下防衛措施適法性之研究—以美國法為中心，國立成功大學法律學系碩士班碩士論文，2016 年 6 月，頁 32。

⁵⁸ 參閱賴英照，股市遊戲規則：最新證券交易法解析，自版，2006 年 2 月，頁 185。

威廉斯法案並未就「公開收購」作出明確的定義⁵⁹，該法案之核心目的，在於保護目標公司股東最基本的權利，至於對公開收購股份的行為本身，則採取中立態度，既無意鼓勵，亦不加以壓制，平等對待收購人與目標公司⁶⁰，一方面要求收購人揭露收購條件和資金來源等必要資訊，另一方面也要求目標公司的管理階層揭露其係持贊成或反對之立場，以及理由為何等必要資訊，以確保公司股東面對現金要約時能獲取充分透明的消息，以利作出適當的決斷⁶¹。由此可知，威廉斯法案主要是針對資訊揭露的部分進行規範，而尚未觸及敵意併購與防禦措施之合法界線問題。

第三項 反併購州法

第一款 第一代反併購州法

如前所述，美國聯邦法之威廉斯法案對於公開收購是採取中立原則，僅要求資訊應充分揭露，惟在美國法體系下，各州得分別就商業事項進行立法，故 1968 年威廉斯法案通過後，各州亦開始制定關於公開收購之規範。⁶²時間來到 1980 年代，第四次企業併購浪潮中，敵意併購案件大量出現，併購者通常是透過槓桿收購的方式，

⁵⁹ 一直到 *Wellman v. Dickinson* 一案，法院才引述 SEC 於 1979 年 2 月所訂的八項指標，作為認定是否構成威廉斯法案中「公開收購」之重要依據，該八項指標分別為：(1)與股東積極廣泛的接洽購買股票事宜；(2)向持有多數股票的股東洽談購股；(3)向股東提出高於市價的購股要約；(4)要約內容具體而固定，股東幾無商議空間；(5)要約中指出要約的效力，在於能買進目標公司一定比例的股份；(6)要約明訂一定的生效期間；(7)收購人施與股東出售股票的壓力；(8)收購人除在公開市場大量買入，並宣布欲購買目標公司一定比例之股份。參閱 *Wellman v. Dickinson*, 475 F. Supp. 783 (S.D.N.Y. 1979)；賴英照，股市遊戲規則－最新證券交易法解析，頁 190。

⁶⁰ 參閱 John Armour & David A. Skeel, Jr, *Who Writes the Rules for Hostile Takeover, and Why?—The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation*, at 65.

⁶¹ 參閱黃日燦，法律決勝負－企業併購與技術授權，天下遠見出版公司，2004 年初版，頁 114。

⁶² 參閱周芝君，非合意併購與反併購之研究，國立臺北大學法律學系碩士論文，2008 年 7 月，頁 76。

先以垃圾債券獲得大量資金，接著對大型上市公司發動敵意併購，待奪取控制權後再賣掉公司資產以償還債務，此種作法招致諸多批評。來勢洶洶的敵意併購潮喚起了企業經營階層的危機感，許多公司除了發展出自身防衛敵意併購的措施之外，亦積極遊說州政府制定反併購法，而由於各州之間素來便在「吸引公司註冊登記」一事上處於競爭關係，為了讓更多公司有意願前往該州設立登記以增加稅收，各州紛紛採取保護目標公司董事會的立場，立法對敵意併購作出限制。⁶³自 1968 年維吉尼亞州開始，陸續有 37 州通過第一代反併購法。⁶⁴

第一代反併購州法（1968—1982 年）賦予了州政府實質審查公開收購公平性之權利。⁶⁵以伊利諾州併購法（Illinois Business Take-over Act）為例，規定任何人有意併購在伊州註冊，且伊州州民持有 10% 以上股份的公司時，收購人應於公開收購前 20 天向州務卿申報收購條件，辦理登記，並通知目標公司。在 20 天的等待期中，收購人不能與目標公司的股東討論併購案，但對目標公司則無此限制。而州政府接到申請後，20 天內隨時可召開公聽會，審查併購案的實質條件是否公平；如經目標公司過半數外部董事或持股 10% 以上股東的請求，州政府即須召開公聽會。待州務卿歷經公聽會的程序後，若認為該併購案對目標公司不公平或有欺憫之情事，就必須駁回登記的申請，且關於此一決定應何時作出，州法並未設

⁶³ 參閱林俊宏，公司治理體系下控制權市場之定位，政治大學會計學系研究所碩士論文，2006 年 7 月，頁 105、106。

⁶⁴ 參閱陳麗娟，美國企業併購法防禦收購措施之研究：以德拉瓦州公司法為例，東海大學法學研究，第 25 期，2006 年 12 月，頁 128。

⁶⁵ See Aranow, Edward Ross, Einhorn, Herbert A., Tender Offers for Corporate Control, at 153 (Columbia University Press 1973).

有期限。⁶⁶

伊利諾州併購法後來在 *Edgar v. MITE Corp* 案⁶⁷ 中，被聯邦最高法院判定違憲，主要理由有三：第一，威廉斯法案是秉持中立原則，不偏袒收購者或目標公司其中一方，然而伊利諾州併購法卻規定，收購人應於公開收購前 20 日即向目標公司通知收購條件，明顯偏袒目標公司而不利於收購者；第二，州法就州政府舉辦公聽會及之後的程序，皆未設有期限，則可能使併購案被一再拖延，增加失敗的風險；第三，併購案之准駁操控於州政府的手中，由其來評判收購條件的公平性，此舉形同剝奪了投資人決定是否接受收購案之權利，與威廉斯法案的立法原則相悖。⁶⁸ 此外，伊利諾州併購法對州際貿易所施加的負擔，已逾越維護地方利益所必要之程度，依聯邦法優越原則（*Supremacy Clause*）⁶⁹ 及憲法州際商務條款（*Commerce Clause*）⁷⁰，應為無效。綜前所述，美國第一代反併購法之規定，因牴觸聯邦憲法而以失敗告終。

⁶⁶ See Loss, Louis, Seligman, Joel, *Fundamentals of Securities Regulation*, at 601 (Aspen Publishers 1983).

⁶⁷ See *Edgar v. MITE Corp.*, 457 U.S. 624 (1982).

⁶⁸ See CLark, Robert Charles, *Corporate Law* 547 (Aspen Publishers 1986), at 568-571.

⁶⁹ 「聯邦法優越原則」乃是根據美國聯邦憲法第 6 條第 2 款之規定：「本憲法與依據本憲法所制定之美國法律，及以美國之權力所締結或將締結之條約，均為全國之最高法律，縱與任何州之憲法或法律有所牴觸，各州法院之法官，均應遵守而受其拘束。」而所謂「牴觸」之意義，依本案判決，係指客觀上如遵守州法即無法同時遵守聯邦法；或州法對於貫徹執行國會的立法意旨，及實現立法目的構成妨礙。參閱賴英照，*股市遊戲規則：最新證券交易法解析*，自版，2006 年 2 月，頁 204。

⁷⁰ 「聯邦商務條款」乃是根據美國聯邦憲法第 1 條第 8 項第 3 款之規定：「國會具有規範州際貿易的權限。」由於州際貿易事務屬於聯邦之權限，州法如不當妨礙州際貿易的發展，即會因違反聯邦商務條款而違憲。參閱賴英照，*股市遊戲規則：最新證券交易法解析*，自版，2006 年 2 月，頁 204。

第二款 第二代反併購州法

自聯邦最高法院宣告第一代反併購州法違憲之後，各州開始進行修法工作，發展出第二代反併購州法（1982-1987）。⁷¹其中，關於公開收購之規定主要可分為兩類：第一類採取「絕對多數原則」，規定公開收購人取得目標公司相當比例之股份後，尚須經由目標公司股東會三分之二以上同意，才能完成併購；第二類則採取「公平價格規範」，意即當收購人與目標公司其餘股東（未於公開收購時應賣股票者）進行交易，該交易價格必須公平，不得低於公開收購之價格，否則須經股東會絕對多數之同意，方能完成強迫合併。⁷²此外，有些州法³⁷³採取「強制現金購買法」（Cash Out Statutes），規定收購人取得目標公司一定比例之股份後（通常是20%或30%），目標公司所有股東即有權請求收購人以公開收購之價格收買其股份，該規定相當於英國的強制收購制度。

第二代反併購州法中另一項特色是「其他利害關係第三人條款」（Constituency and Corporate Interest Group Statute）的制定⁷⁴，該條款允許目標公司董事面臨敵意併購時，除了衡酌股東的利益以外，尚得將股東以外之人，例如公司員工、債權人、顧客、供應商、甚至社區一般民眾等之利益一同納入考量。其立法理由在於利害關係人和公司間的關係有時比股東更加密切，蓋股東得隨時出售股票以

⁷¹ 參閱陳玲安，從敵意併購制度的比較研究看我國應有的制度建構，國立中正大學法律學研究所碩士論文，2008年6月，頁59。

⁷² 參閱賴英照，股市遊戲規則：最新證券交易法解析，自版，2006年2月，頁91。

⁷³ 如賓州（Pa. Bus. Corp. Law § 2541）、緬因州（Me. Bus. Corp. Act § 910）、猶他州（Utah Code Am. § 16-10-76.5）等。

⁷⁴ 1983年賓州率先於州法中納入「其他利害關係第三人條款」，之後陸續有四十餘州之州法亦引用此規定。

切斷與公司的聯繫，但其他利害關係人卻可能在經濟上對公司具有高度的依賴性，而無法輕易捨棄。⁷⁵此一條款使敵意併購中目標公司之董事會居於優勢地位，因為其判斷空間被賦予了高度的彈性，即便董事會拒絕公開收購之要約實際上係對股東不利，亦不易證明其違反忠實義務，故美國第二代州法仍呈現出偏袒經營者之傾向。

第二代反併購州法中曾引發違憲爭議者，如印第安納州之「控制股份取得法」（Control Share Acquisitions Chapter of the Indiana Business Corporation Law），依照該法規定，任何人取得印州公開發行公司之股份，達到一定比例的控制性股份時，應獲得目標公司除收購者以外之其餘股東股權過半數同意，收購人所取得之控制性股份始有表決權。此規定實質上賦予了目標公司股東對於收購案之同意權。1987年在CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America案⁷⁶中，美國聯邦最高法院判定印第安納州之「控制股份取得法」合憲，其理由在於授與股東同意權，可防止收購人在併購成功後以低價強制收買其餘股份，此與威廉斯法案保護投資人之意旨相符。蓋印州州法被聯邦最高法院宣布合憲之後，掀起了一陣模仿效應，各州在此背景下紛紛發展出第三代反併購州法。

第三款 第三代反併購州法

第三代反併購州法限制收購人在取得目標公司一定比例股份（15%-20%）後，於一定期間內（三年或五年內）不得進一步與目

⁷⁵ 參閱劉連煜，公司監控與公司社會責任，五南出版社，1995年9月，頁147-206。

⁷⁶ See CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America, 481 U.S. 69 (1987).

標公司合併，僅以下四種情形得例外：一、收購前目標公司董事會已同意合併案；二、收購人取得絕對多數股權（例如 85%）；三、收購人以外的股東股權過半數或三分之二以上同意該合併案；四、收購人願意以公平價格購買其他股東之股票。惟各州所訂定的例外條款並不一致，尚有寬嚴之分，例如紐約州同意上述第一、三、四種情形得作為例外⁷⁷，威斯康辛州則僅承認符合上述第一種情形者得例外⁷⁸。

紐約州之反併購法在 *Vernitron Corp. v. Kollmorgen Corp.* 案⁷⁹ 中，經聯邦地方法院判定為合憲，理由在於該法並未違背威廉斯法案保護投資人之核心原則，且該法並未將收購者區分為本州或外州，施以差別待遇，可認具有公平性，故無違憲疑慮。而威斯康辛州之反併購法在 *Amada Acquisition Corp. v. Universal Foods Corp.* 案⁸⁰ 中，雖被聯邦高等法院認定有過當、不妥之處，惟法院亦指出，對於聯邦法中威廉斯法案在併購方面所採取的中立原則，州法不必然要加以遵從，只要州法未違反威廉斯法案之明文規定，其縱然採取較為敵視敵意併購之立場，亦無不可。而該案上訴至聯邦最高法院後，法院宣判威斯康辛州法合憲⁸¹。

⁷⁷ 依 1985 年紐約州商業公司法（General Business Corporation Law）第 912 條之規定，任何人取得公司 20% 以上之股權，應先經目標公司董事會同意，否則買入股權後 5 年內不得與目標公司合併；5 年期滿後，合併案尚須目標公司非利害關係股東過半數同意，或以公平價格（Fair Price）購買少數股東所有股票。

⁷⁸ 依 1988 年威斯康辛州商業公司法（Wisconsin Statute §180.726）之規定，除非經目標公司董事會同意併購，否則公開收購後 3 年內，收購人不得將目標公司合併，不得取得目標公司逾 5% 的資產，亦不得將目標公司解散、清算，即使收購人取得目標公司 100% 之股份，亦不能免除前開限制。

⁷⁹ See *Vernitron Corp. v. Kollmorgen Corp.*, 89 Civ. 241 (JES) (S.D.N.Y. Feb. 9, 1989).

⁸⁰ See *Amada Acquisition Corp. v. Universal Foods Corp.*, 877 F. 2d 496(7th Cir. 1989).

⁸¹ See Carney, William J., *Mergers and Acquisitions: Cases and Materials* (Foundation Press 2000), at 522; Kenyon-Slade, Carney, *Mergers and Takeovers in the US and UK, Law and Practice* (Oxford University Press 2003), at 192-210.

綜前所述，美國三個世代的併購州法皆採取明顯不利於收購者，而偏袒目標公司經營階層的態度，尤其在第三代反併購州法之下，收購人除非砸下重本達成例外條款所列的嚴苛條件(例如取得目標公司 85%之股權)，否則即必須承擔收購時間延宕三到五年所帶來之風險，過高的難度使敵意併購熱潮急速減退。有些學者批評州法以犧牲股東利益為代價，過度限制敵意併購，有害商業發展⁸²。

第四項 敵意併購防禦措施之司法審查

當公司成為敵意併購的目標時，決定公司是否防禦以及採行何種防禦措施之權限，究竟屬於董事會抑或股東會，此一問題與董事會之角色定位有關。以在美國具有指標性的德拉瓦州公司法為例，其第 141(a)條規定⁸³，除該法及公司章程另有規定外，公司之營業或事務受公司董事會的管理及指示。由此可知，公司各種事務之經營管理權限幾乎皆由董事會所掌握，貫徹所有權與經營權分離的原則，以維護公司之營業效率。蓋身為公司的負責人，董事受到股東之信賴及託付，為了使其不違反這分信賴關係，美國法遂發展出董事之「受託人義務」(Fiduciary Duty)，該義務尚可細分為「注意義務」(Duty of Care)、「忠實義務」(Duty of Loyalty)與「善意義務」(Good Faith)等⁸⁴。

⁸² Lucia Arye Bebchuk & Allen Ferrell, A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition, Harvard Law and Economics Discussion Paper No.309 (2001), at 107.

⁸³ Del. GCL. §141(a): “The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter of in its certificate of incorporation...”

⁸⁴ 參閱 Justice Holland, Randy J.著，陳春山主持翻譯，美國公司法—德拉瓦州公司法經典案例選輯，新學林出版社，2011年10月，頁16。

然而，以司法審查判斷董事之行為是否合乎受託人義務的同時，亦應避免該義務被過度擴張解釋，畢竟商場上瞬息萬變，而商業行為往往是有風險才有利潤，若董事的決策受到太多限制，或被課與過重的法律責任，將使其束手束腳，反而容易錯失商業良機，傷及公司整體以及股東之利益⁸⁵。因此，美國法又發展出所謂的「經營判斷法則」（Business Judgment Rule），意即法院推定董事所為之商業決策，是建立在掌握充分資訊並已為合理調查之基礎上，且董事係出於為公司尋求最大利益之善意和誠信才作此決策。不過，若原告能證明董事有詐欺、惡意或處於自我交易的情形下，董事將不受經營判斷法則所保護⁸⁶。

在敵意併購案中，由於目標公司董事所面臨的利害衝突加劇，其極有可能不顧公司與股東之利益，僅為了保住自身的經營權而採取防禦措施，故美國德拉瓦州最高法院認為董事採行防禦敵意併購之措施時，應提高司法審查的強度；法院並於一些判例中建立了防禦措施適用經營判斷法則之先決條件，目標公司董事的決策必須符合這些先決條件，方能受到經營判斷法則的保護。以下將介紹具有代表性的 *Cheff v. Mathes* 案、*Unocal v. Mesa* 案和 *Revlon v. MacAndrews & Forbes* 案，並說明德拉瓦州最高法院於當中所建立之審查標準。

⁸⁵ 參閱戴志傑，公司法上「經營判斷法則」之研究，月旦法學雜誌，第 106 期，2004 年 3 月，頁 158。

⁸⁶ 參閱林國彬，董事忠誠義務與司法審查標準之研究—以美國德拉瓦州公司法為主要範圍，政大法學評論，第 100 期，2007 年 12 月，頁 145。

第一款 Cheff v. Mathes 案

在 Cheff v. Mathes 一案中⁸⁷，德拉瓦州最高法院確立了「主要目的審查標準」(Primary Purpose Test)，所謂主要目的審查標準，係指敵意併購中目標公司董事採取防禦措施之主要或唯一目的，如果是為了鞏固自身的經營權時，則應排除經營判斷法則之適用，認定董事違反受任人義務。蓋 1962 年 Bennett .v. Propp.一案⁸⁸中，法院便曾指出，當目標公司董事面臨敵意併購時，由於事關其自身經營權的存續，董事在是否採行防禦措施的決定上，確實有可能受利益衝突影響而失去客觀性，故目標公司之董事應負擔舉證責任，證明其發動防禦措施之主要目的是為了公司利益⁸⁹。1964 年，Cheff v. Mathes 案之目標公司董事會採取「高價買回股份」的方式作為防禦敵意併購的手段，而該公司股東認為董事會作此決策僅是出於保障自身職位之考量，遂提起股東代表訴訟，請求賠償公司損失。

德拉瓦州最高法院在本案沿用了 Bennett .v. Propp.的見解，要求董事就其採取防禦措施之目的進行舉證，法院並確立了主要目的審查標準之內涵，即董事必須證明其有「合理之根據」相信收購者的敵意併購行為，將使目標公司之政策及效率處於受威脅的狀態；且所謂「合理之根據」這項要件，必須要在董事出於善意並已為合理調查之後，方能成立。如目標公司董事能對上述內容提出證明，則法院將認定其採行敵意併購防禦措施之主要目的是為保護公司利

⁸⁷ See Cheff v. Mathes, 199 A.2d 548 (Del. 1964).

⁸⁸ See Bennett v. Propp, 187 A.2d 405 (Del. 1962).

⁸⁹ See Carney, William J., Mergers and Acquisitions: Cases and Materials (Foundation Press 2000), at 290-291.

益，而得適用經營判斷法則。

第二款 Unocal. v. Mesa 案

1985 年的 Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 案⁹⁰建立了「二階段審查標準」(Two-Prong Test)，成為後來判斷敵意併購防禦措施是否合法的重要審查標準。就本案事實而言，Unocal 公司之大股東 Mesa 公司擬透過公開收購取得 Unocal 之半數股權，Unocal 董事會為了防禦敵意併購，亦以公開收購方式買回公司之股份，同時禁止 Mesa 參與此項收購案。Mesa 遂訴請法院確認 Unocal 董事前述行為違反受任人義務，而德拉瓦州最高法院表示，目標公司董事採取防禦措施之決定能否適用經營判斷法則，取決於其是否符合下列兩個標準：第一，董事必須合理相信該敵意併購案存在危害公司政策與效率之威脅，且此「合理相信」之要件必須要在董事出於善意並為合理調查之後，方能成立；第二，董事所採取之防禦措施相對於敵意併購所造成的威脅，必須合乎比例原則。若目標公司董事會能通過上述二階段標準的檢驗，方有經營判斷法則之適用⁹¹。

1995 年 Unitrin, Inc. v. American General Corp. 案⁹²之判決，又更細緻地確認了 Unocal 案所建立的二階段審查標準，該案判決將其中之第一項審查稱為「合理性測試標準」(Reasonableness Test)，第二項審查則稱為「比例性測試標準」(Proportionality Test)。而

⁹⁰ See Unocal, 493 A.2d 946.

⁹¹ 參閱 Justice Randy J. Holland 著，陳春山主持翻譯，美國公司法—德拉瓦州公司法經典案例選輯，新學林出版社，2011 年 10 月，頁 224-226。

⁹² See Unitrin, 651 A.2d 1361, at 1385-1388.

針對合理性測試標準，法院列出了數個用以判斷「敵意併購是否對目標公司造成威脅」的具體事項，經學者歸納整理後，大致可分為三類：(1)機會之損失（Opportunity Loss），即該敵意併購案將剝奪目標公司股東選擇其他更佳收購方案之機會；(2)結構性壓迫（Structural Coercion），即併購者對於拒絕出售股份之目標公司股東為差別待遇，而扭曲該股東是否應賣之決定；(3)實質性壓迫（Substantive Coercion），即股東因不相信經營者對公司價值之評估，而錯誤接受了低於股份真正價值的收購要約。蓋目標公司董事只要能證明該敵意併購案中確實存在上述任何一種威脅，即可通過第一階段的合理性測試。

而 Unitrin 案中，法院亦對第二階段的「比例性測試標準」作出說明，即必須先審查目標公司董事所採取的防禦措施是否過於嚴苛，而造成壓迫或排除之效果，所謂「過於嚴苛」的意義，舉例而言，包括董事會採取實質上迫使股東必須選擇或服從目標公司經營者的防禦措施，或董事啟用具決定性因素使敵意併購不可能成功之防衛措施等。若法院確認該防禦措施並無過於嚴苛，則將進一步審查該措施是否屬於合理範圍之內，如係在合理範圍內，則目標公司董事將得就其防禦行為適用經營判斷法則。

第三款 Revlon v. MacAndrews & Forbes. 案

敵意併購案時常會涉及目標公司控制權的移轉，1986 年的

Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. 案⁹³中，德拉瓦州最高法院認為，當目標公司之控制權無可避免地一定會易手時，目標公司董事會的主要義務，即應轉為如何為股東獲取最佳價格，而非如何防禦該敵意併購案。就本案事實部分，Revlon 公司董事會面對 Pantry Pride 公司的敵意併購，決定引進白馬騎士 Forstmann Little 公司，又為了使白馬騎士順利完成與併購者之公開競價，Revlon 董事會與 Forstmann Little 簽訂數項不利於公司的條款，Pantry Pride 遂訴請法院確認 Revlon 之董事會違反受任人義務。法院於判決中首先重申 Unocal 之二階段審查標準，接著指出當情勢演變成目標公司被收購後必然會解體時，由於防禦措施已無實益，董事的角色即應從防禦者(Defender)轉為拍賣者(Auctioneer)，負有為股東尋求最佳出售價格之義務。換言之，於此情形下只要有更高的收購價格出現，董事會即不得選擇較低價格之收購要約，否則無法受經營判斷法則之保護。

而 1994 年 Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc. 一案⁹⁴中，法院再度引用了 Revlon 案之見解，並強調當敵意併購案涉及控制權變動時，由於股東可藉由控制權變動所獲得之控制權溢價，一經交易即無法回復原狀，故應加強司法審查的強度，目標公司之董事須證明其決策係基於充分的資訊基礎，且具有合理性，方可認其未違反受任人義務。

⁹³ See Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

⁹⁴ See Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34 (Del. 1993).

第三節 英國

第一項 英國敵意併購之發展與規範背景

英國是最早針對敵意併購進行規範的國家。英國的首波敵意併購浪潮始於 1950 年代早期，第二次世界大戰後，國內的經濟制度產生巨變，當時為了資產套利(Asset Arbitrage)促使敵意併購興起。由於敵意併購在實務運作上出現許多問題，1959 年便出現「The Notes of Amalgamations of British Business」(以下簡稱為 The Notes)，針對公開收購提供了基本的規範。The Notes 的條款中宣示了優先保護股東利益的精神，具體來說包括不應干擾股票於自由市場中的交易、僅股東自身得決定買賣股票與否，以及必須確保股東擁有充足的資訊和時間來判斷是否買賣股票等；換言之，The Notes 確立了敵意併購中股東為決策者，而董事會應保持中立的原則⁹⁵。

然而，由於 The Notes 並無強制規範效力，實務上仍有許多人鑽法律漏洞，且收購人以不同的價格收購股份，使股東受到不平等的待遇。英國於是成立了公開收購暨合併委員會(The Panel on Takeovers and Mergers)，並在同年頒布公開收購暨合併規則(The City Code on Takeovers and Mergers)，對公開收購建立一套完整的自律規範⁹⁶。以下將對該規則進行介紹。

⁹⁵ See John Armour & David A. Skeel Jr, Who Writes the Rules for Hostile Takeover, and Why? - The Peculiar Divergence of US and UK Takeover, at 38.

⁹⁶ 參閱王文字，非合意併購的政策與法制－以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，第 125 期，2005 年 10 月，頁 163。

第二項 公開收購暨合併規則

公開收購暨合併規則主要是由「一般原則」(General Principles)和「規則」(Rules)所構成，其最主要的精神，係確保所有股東能得到公平及相同之待遇，並認為公開收購是否有利於公司，是公司和股東應自行考量的，故對公開收購採取中立之立場⁹⁷。

公開收購暨合併規則共提出了十個重要的原則⁹⁸，茲分述如下：

1. 收購者對於持有同種類股票之股東應為相同之待遇。
2. 公開收購過程當中，收購者和目標公司均不得僅將資訊提供給部分股東，而不揭露予其他股東。
3. 收購者在為公開收購之聲明前，必須慎重考慮其是否確實有意願且有完成公開收購。
4. 應確保股東有充足的資訊及時間來決定是否應賣股票。
5. 收購者和目標公司之董事會提供文件及廣告給股東時，應盡最佳之注意義務並確保文件內容之正確性。
6. 所有公開收購的當事人，皆應竭力防止收購者及目標公司產生誤導證券市場之情形。
7. 對於公開收購，目標公司的董事會不得採取任何可能阻礙其發生的措施，或提起訴訟使股東無法考慮是否接受該要約⁹⁹。

⁹⁷ 參閱林黎華，英國強制收購制度之研究，證券暨期貨月刊，第 23 卷第 2 期，2005 年 2 月，頁 31。

⁹⁸ 參閱曾宛如，英國公開收購制度之架構，萬國法律，第 105 期，1999 年 6 月，頁 41。

⁹⁹ 此點規定向來被認為是公開收購暨合併規則的核心精神，蓋董事會在面對敵意收購時所作出的任何決定，均可能與股東之利益有潛在衝突，故英國法嚴格限制目標公司之董事會採取防禦措施，呈現與美國截然不同的處理方式。

8. 控制權的行使應秉持誠信原則，不得有任何迫害少數股東之行為。

9. 收購者及目標公司之董事應克盡忠實義務，給予股東建議時，須拋卻個人或家族之私益，而就股東、公司受僱人及債權人之利益進行考量。

10. 當一人或數人合意共同取得公司之控制權時，原則上應對其他股東完成公開收購。

第三項 強制收購制度

英國法中，「強制收購制度」(Mandatory Offers)為一大特色，其主要目的是為了防止經營權交替之際，目標公司的控制股東枉顧少數股東之權益，在不揭露資訊的情形下，私自以甚高之控制權溢價和收購人達成讓售股份的協議。故強制收購制度要求收購者取得目標公司股份達一定比例，或掌握目標公司之實質控制權時，須向目標公司的其餘股東發出全面之收購要約¹⁰⁰。

依公開收購暨合併規則中第 9 號規則之規定，強制收購義務產生之情形有二：(一)任何人自行或與他人共同取得 30% 以上有表決權之股份；(二)任何人自行或與他人共同持有 35% 以上但未超過 50% 的有表決權之股份，而於 12 個月內擬再增加有表決權之股份比例者。一旦符合上述兩者之一，原則上收購人即有義務對目標公司之任何種類權益證券及非權益證券進行全面性收購。惟在某些

¹⁰⁰ 參閱紀佳良，控股公司架構下少數股東保護之研究，臺灣大學法律研究所碩士論文，2003 年 6 月，頁 97。

情形下，收購人得例外免除強制收購義務，蓋收購人若經目標公司多數股東同意、經公開收購暨合併委員會評估後同意，又或者如果有另一人單獨持股 50%、公司重整、債權人行使擔保權、公司發行新股取得現金或股份交換並得到獨立股東同意等狀況發生時，則收購人縱然取得目標公司 30% 以上有表決權之股份，亦不會觸發強制收購義務¹⁰¹

當強制收購義務產生時，收購人應立即宣布強制收購之意圖，宣布內容則須包含收購人的財務顧問或其他適當獨立人選之確認，以保證收購人有足夠的財務能力可完成全部收購；收購人並應就收購後是否會對目標公司的員工或營運狀況帶來重大改變等事項作出說明¹⁰²。

除了收購人之外，目標公司董事會亦有向股東提出說明的義務。依公開收購暨合併規則中第 25 號規則之規定，董事會須向股東明確揭示收購者及目標公司間彼此持股之情形，以及目標公司董事會成員中對自身公司及收購公司之持股狀態（包括因此所受有的利益），並對收購者擬定收購成功後之計劃作出回應；另外，董事會的說明中亦可包含財務顧問之建議，作為股東接受或拒絕收購要約的參考。此項規定之目的係為避免董事謀求自身利益而犧牲股東權益，故透過資訊的揭露，令股東得以判斷董事在公開收購中所持有的利益以及可能的心態。蓋公開收購的過程中，資訊對於目標公司股東而言極為重要，因此公開收購暨合併規則中第 2 號規則特別規

¹⁰¹ 參閱徐洪濤，公司反收購法律制度研究，深圳證券交易所綜合研究所研究報告，2006 年 3 月。

¹⁰² 參閱王文宇，非合意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，第 125 期，2005 年 10 月，頁 163、164。

定，不論收購方或目標公司，均必須公平對所有股東提供資訊，故對任何媒體發布消息時，須確保股東已提前獲得該訊息，或至少要同步得知¹⁰³。

第四節 德國

第一項 德國企業傳統背景概述

不同於擁有成熟控制權市場的美國和英國，在德國，控制權市場的重要性較低，而銀行、控制股東和利害關係人才是對於公司治理具有關鍵影響力的角色¹⁰⁴。傳統上而言，德國的併購活動並不盛行，無論在數量或金額方面都遠少於英、美兩國，敵意併購則更是極為罕見，其主要原因可歸結於以下幾點：

1. 股權結構高度集中

德國長期對於社會民主的追求，間接導致股權結構高度集中的現象。以 1998 年為例，德國前一百大企業當中，絕大多數的公司皆是掌握在大股東手中，這些大股東包括家族、外國公司和政府，而股權較為分散、較可能被視為敵意併購目標之公司，僅有區區二十三家。有學者認為，若說英、美兩國公司治理的主要課題是如何在強勢的經營階層下，保障弱勢的股東，德國則是應考量如何在強

¹⁰³ 參閱曾宛如，英國公開收購制度之架構，萬國法律，第 105 期，1999 年 6 月，頁 44。

¹⁰⁴ See Alexander Ljungqvist & Tim Jenkinson, *Hostile Stakes and the Role of Banks in German Corporate Governance* (1997), at 2.

勢的控制股東下，維護弱勢之少數股東的權益¹⁰⁵。

2. 銀行之反對

德國的經濟體系以銀行著稱，銀行向來在財政界和公司治理上擔綱重要的調節角色，然而傳統上德國的銀行極度反對敵意併購，時常藉由委託書徵求以及取得監察人席次等方式來控制公司的行動，抑或修改公司章程使其中納入反併購條款，令敵意併購困難重重¹⁰⁶。

3. 員工參與反敵意併購之企業經營決策

德國一向重視員工的權益並給予其高度尊重，而 1951 年之「員工參加企業經營決策法案」（Termination Act of 1951；Montanmitbestimmung）更規定，當監察人會中對於「是否採取敵意併購防禦措施」之投票呈現平局時，員工代表將有資格投下關鍵性的一票，以決定最終結果。由此可見員工立場之重要性，然而，由於無法確保併購後絕對不會為員工帶來不利影響，故員工代表通常持保守態度，傾向支持經營階層所欲採取的防禦手段，增添敵意併購實行時的障礙¹⁰⁷。

4. 不利於敵意併購之公司法規定

¹⁰⁵ See Martin Höpner and Gregory Jackson, An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, at 15.

¹⁰⁶ See Alexander Ljungqvist & Tim Jenkinson, Hostile Stakes and the Role of Banks in German Corporate Governance (1997), at 19.

¹⁰⁷ See Alexander Ljungqvist & Tim Jenkinson, Hostile Stakes and the Role of Banks in German Corporate Governance (1997), at 22.

德國之公司法並不鼓勵敵意收購，此點可藉由其分開投票權與事實上之控制而得知。又，許多德國之大型公司甚至在章程中限制單一股東的表決權不能超過 5% 或 10%，使銀行的控制地位更加強化，故敵意併購確實窒礙難行¹⁰⁸。

然而，到了 1990 年代晚期，德國面臨諸如外國機構投資人大量進駐等一連串新的變化，促使傳統之公司治理開始改革，許多大公司逐漸傾向幫助大股東及資本市場，且銀行處於轉型成投資銀行的壓力中，對待敵意併購的態度亦轉為支持，蓋近年來銀行在敵意併購當中，往往是作為併購方重要的助力，而非阻力。基於這些原因，德國的敵意併購案件有了增加的趨勢。

第二項 公開收購有價證券暨併購法

2001 年，德國通過了公開收購有價證券暨併購法（Wertpapiererwerbs-und Übernahmegesetz），並於 2002 年開始實施。其立法目的是對公開收購作出較為完整的規範，並維護目標公司少數股東之權益以及員工利益。

公開收購有價證券暨併購法規定，敵意併購案中目標公司是否採取防禦措施之決定權屬於股東會，董事會原則上應持中立態度，不得擅自阻礙公開收購的進行，然而有兩種情形得作為例外：（一）董事會所為之行為係屬正常業務行為；（二）董事會在併購程序開

¹⁰⁸ See Martin Höpner and Gregory Jackson, An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, MPIFG Discussion Paper(2001), at 20.

始前，已事先獲得股東大會授權；（三）董事會事先獲得監察人會之同意。蓋於前述這些情形下，董事會無須經股東會決議，即可採取防禦措施¹⁰⁹。

由此觀之，德國法就敵意併購防禦措施之決定權，賦予了監察人會極大的權力，這可能與德國重視員工利益的企業傳統有關，希望監察人會中之員工代表亦能參與防禦措施之決議¹¹⁰。然而，此種法律規定亦有其負面影響，因為在員工代表的積極運作下，監察人會往往是將員工利益作為優先考量，故縱使該併購案實際上係對股東有利，但只要員工擔憂併購所伴隨的大量裁撤組織風險，以員工為重之監察人會便很可能支持公司採取防禦措施。若目標公司屢次拒絕具有高效益的併購行為，則長期下來將阻礙德國的經濟發展¹¹¹。

至於防禦措施之內容部分，許多美國允許目標公司經營者所採許的手段，像是毒藥丸及黃金降落傘等，卻受到德國法的限制。然而，德國仍有其他可行之防禦方式，例如在 2000 年以前，許多公司設有無投票權之股票，或在有投票權之股票上限制其利率，甚至目標公司之董事會可以拒絕或延遲收購者的股票登記，以阻礙敵意併購的進程¹¹²。而 2002 年公開收購有價證券暨併購法實施後，目標公司董事會在股東會授權或監察人會同意下得採行之防禦措施，

¹⁰⁹ See Richard W. Painter & Christian Kirchner, Takeover Defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform, *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 50, No. 3(2002), at 1.

¹¹⁰ 參閱陳彥良，防禦措施法制之研析（上）－德國法啟示兼論金鼎案之實證，*台灣本土法學雜誌*第 86 期，2006 年 9 月，頁 10。

¹¹¹ 參閱王文宇，*公司與企業法制*（二），元照出版有限公司，2000 年，頁 61。

¹¹² See Martin Höpner and Gregory Jackson, An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, *MPIFG Discussion Paper*(2001), at 15-20.

則包括出售公司財產與向第三人發行股份等。

第五節 歐盟

第一項 歐盟公開收購規範背景概述

在歐洲有一個不成文的傳統，就是當身兼股東身分的併購者與目標公司之董事會有爭議時，政府通常會介入。主要原因是歐洲國家對於「司法自主」方面的觀念並不那麼重視，況且併購者與目標公司董事會之間若循訴訟途徑，將付出漫長的時間、金錢與精力，基於效率考量，政府便習慣主動干預以化解紛爭¹¹³。

然而自 1989 年起，歐盟為了促成單一資本市場之整合，消弭因各會員國對於企業收購問題處理方式不一，所造成的歐盟內跨國併購障礙，遂提出公司法第十三號指令草案（Amended Proposal for a Thirteenth council directive on Company Law Concerning Takeover and other General Bids），規範企業的公開收購活動¹¹⁴。該指令之內容深受英國公開收購暨合併規則的影響，其所確立的重要原則包括：

（一）指令之適用範圍，涵蓋各會員國國內證券交易市場上掛牌公司所發行之有價證券，而該有價證券係指「附表決權之可轉讓股份或得取得表決權之可轉讓有價證券」；（二）股東平等待遇原則，意即公開收購人就相同種類股份所提出之要約價格應維持一致；

¹¹³ See Ernesto Hernandezlope, Bag Wars and Bank Wars, the Gucci and Banque National de Paris Hostile Bids: European Corporate Culture Responds to Active Shareholders (2003), at 6.

¹¹⁴ See Geoffery Owen, Tom Kirchmaier and Jeremy Grant, Corporate Governance in the US and Europe: Where Are We Now? Palgrave Macmillan (2006), at 68.

(三) 董事中立原則，意即為了保障股東之權益，規定目標公司之董事會自接獲收購通知起，至公開收購之結果公告為止，均不得為任何阻礙公開收購之行為¹¹⁵。

蓋公司法第十三號指令草案共歷經三次修正，直到 2004 年 4 月 21 日方以「公開收購指令」(Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids)之名稱通過，並於 2006 年開始施行¹¹⁶。

第二項 公開收購指令

歐盟公開收購指令所揭示之主要原則¹¹⁷，可分為以下六點：

一、落實股東待遇平等，意即公開收購人就相同種類之股份，應提出一致的要約價格。

二、公開收購人應給予目標公司之股東充分的資訊和時間，以作成是否應賣股份之決定，而目標公司之董事會亦應就該併購將帶來的影響，為股東進行說明與建議。

三、目標公司之董事會應貫徹忠實義務，就併購案作出相關決策時，必須是基於股東以及公司的整體利益而行動。

四、禁止操縱主併公司、目標公司或其他與併購有關公司之股價。

¹¹⁵ See Erik Berglöf & Mike Burkart, *European Takeover Regulation*, *Economic Policy*, Vol. 36 (2003), at 189.

¹¹⁶ 參閱李顯峰，*歐盟產經政策與發展*，主要國家產經政策動態季刊，第 2 期，2001 年 6 月，頁 2。

¹¹⁷ 參閱黃銘傑，*我國公司法制關於敵意併購與防禦措施規範之現狀與未來*，*月旦法學雜誌*，第 129 期，2006 年 2 月，頁 142-144；黃慧嫻，*公開收購活動涉及之法律問題淺析——以美國及歐盟對於敵意收購之制約為例*，*科技法律透析*，第 15 卷第 1 期，2003 年 1 月，頁 22。

五、公開收購人對外發表公開收購計畫前，應確保其有足以支付收購所需價金之能力。

六、公開收購人不得以其行動，使目標公司的一般事業活動受到不當妨礙。

而公開收購指令亦對敵意併購之防禦行為設有規範。依其第 9 條之規定，目標公司是否採取防禦措施之決定權屬於股東會，董事會則應保持中立，不得擅自加以阻攔¹¹⁸；又由於歐陸國家允許公司發行無表決權股、限制表決權股、多數表決權股及擁有絕對多數表決權的黃金股，如此一來將造成股東會決議是否採行敵意併購之防禦措施時，有部分股東處於特別優勢或特別不利的地位，與股份多數決以及風險分擔之原理相悖，故公開收購指令第 11 條規定，目標公司股東對於公開收購案進行相關決議時，特別股份原則上亦應僅享有一股一表決權之權利¹¹⁹。

另外，公開收購指令採取如同英國之強制收購制度，其第 16 條規定，當公開收購後大股東取得公司 90% 以上之有表決權股份時，少數股東可要求大股東以公平價格收購其股份。而指令之第 5 條有謂，「公平價格」係指收購者或與其共同行為之人，於公開收購前一定期間內（此「一定期間」可為 6 至 12 個月，由各會員國自行定之），就相同種類股份所支付之最高價格，但若在公開收購程序結束前，公開收購者復以高於上開之價格購入股份時，則應以此價

¹¹⁸ See Peter O. Mubert, *Make It or Break It: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?* ECGI - Law Working Paper No. 13 (2003), at 13.

¹¹⁹ See Marco Ventrizzo, *The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, Not so Different (Political and Economic) Ends?*, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 06-07 (2005), at 63.

格為公平價格。

第六節 日本

第一項 日本的傳統背景介紹及現今的變革

相對於歐美國家，地處亞洲的日本，擁有與我國較為相似的企業環境，其股權結構集中，且公司之間往往綿密的交叉持股，形成盤根錯節、相互依存的關係。而受到講求「和諧」的傳統文化所影響，日本認為敵意併購係侵吞他人公司之行為，故對其接受程度極低。在法律制訂方面，日本有關企業併購的規範原本即非常閉鎖，具有負面形象之敵意併購則受有更多限制，因此實務上發生的敵意併購案件少之又少¹²⁰。

然而自 1990 年代起，日本的產業競爭日趨激烈，經濟環境的變遷使企業界逐漸接受併購的觀念，且有鑑於美日貿易結構障礙會議上，日本保守的法令政策受到嚴厲批評，日本遂修改證券交易法中有關公開收購之規定，並陸續頒布許多鼓勵外商併購日本企業的政策，日本的企業併購活動因而顯著增加。

另外可觀察到，日本企業之股權結構亦產生了重大的變化，本國法人的持股比例有減少之跡象，外資持股比例則以銳不可擋之勢一路攀升¹²¹；而就持股型態方面，原本呈現高交叉持股率且長期股

¹²⁰ See Curtis J. Milhaupt, In the Shadow of Delaware? The Rise of Hostile Takeovers in Japan, The University of Michigan Law School, The Law and Economics Workshop (2005), at 2.

¹²¹ See Tokyo Stock Exchange Fact book (2005), at 60.

東持有率相當穩定的日本，在短短幾年間，交叉持股率下降超過 10%，長期股東持有率亦下降將近 20%，顯示日本的股權結構已不若以往集中¹²²，此提供了敵意併購發生的可能性。

其次，日本法律傾向繼受越來越多美國的制度規範，例如允許企業在公司治理上得選擇退出國內傳統的董事會架構，即「法定審計委員系統」，而建立美國會議體模式之董事會。且受到美國德拉瓦州最高法院判決的影響，日本對董事義務採取比過去更為嚴格的標準，董事會所為之決策不得係為了追求自身利益，而必須是出於對公司及全體股東利益的最佳考量¹²³。

在強調董事受託義務的趨勢之下，日本為避免敵意併購中目標公司之董事會濫行防禦，2005 年時經濟產業省即發布「企業價值報告書」和「併購防禦措施指導方針」，雖不具備法律強制力，惟其包含許多具體的建議，可供企業作為面臨敵意併購時之重要參考。

第二項 企業價值報告書¹²⁴

在敵意併購防禦措施相關議題上，日本的企業價值研究會於考察各國制度，並審酌國內企業環境各項因素之後，提出「企業價值報告書」，並由經濟產業省發布，強調經營者對敵意併購採取防禦

¹²² 參閱葉銀華、李存修、柯承恩，公司治理與評等系統，商智文化事業股份有限公司，2002 年第一版，頁 68。

¹²³ See Ronald J. Gilson & Curtis J. Milhaupt, Choice as Regulatory Reform: The Case of Japanese Corporate Governance, Columbia Law and Economics Working Paper, No. 25 (2004), at 7-9.

¹²⁴ See Ministry of Economy, Trade and Industry Ministry of Justice, Guidelines Regarding Takeover Defense for the Purposes of Protection and Enhancement of Corporate Value and Shareholders' Common Interests, May 27, 2005.

措施必須以「有助於企業價值的提升」為前提。

依據企業價值報告書，目標公司採取敵意併購防禦措施除了不得違反股東平等原則之外，尚應從「企業價值」的角度進行考量，唯有敵意併購將對企業價值產生威脅時，經營者方能採取防禦措施；而所謂的「威脅」，可能是對目標公司經營效率的不利影響，亦可能是損害股東權益或阻礙股東為正確判斷之情形。

又，縱然經營者對於敵意併購案之防禦有理，其所採行的防禦措施亦不得違反比例原則，且該措施須是參考律師或財務顧問等外部專家，以及如外部董監之第三人的建議，充分討論過後認為有助於提升企業價值所為的決策；若非時間緊迫，則更應交付股東會確認是否同意，以加強防禦措施之正當性。

第三項 併購防禦措施指導方針¹²⁵

除了企業價值報告書，日本經濟產業省也公布了「併購防禦措施指導方針」，雖不具法律強制拘束力，然該指導方針提出了許多具體的建議，以利企業判斷其防禦措施的合法性及適當性。

一、 確保與提升企業價值及股東利益

此原則係指目標公司決定是否發動防禦，以及採取何種防禦措

¹²⁵ See Ministry of Economy, Trade and Industry Ministry of Justice, Guidelines Regarding Takeover Defense for the Purposes of Protection and Enhancement of Corporate Value and Shareholders' Common Interests, May 27, 2005.

施時，必須以企業價值和股東利益為最大考量。針對得加以防禦的情形，舉例而言，如併購者取得多數股份，利用多數派股東身分而濫用公司資源或任意更改營運方針時，極有可能造成企業價值的貶損並傷及股東利益，此時目標公司採取防禦措施即為合理之舉。

二、 事前資訊揭露

為了強化防禦措施的合法性與適當性，經營者在決定加以防禦之際，即應向股東詳細說明其目的、防禦措施的具體內容及效果，提高股東的預見可能性，並使其有機會反應自身意見。且除了依公司法、證券交易法等最低限度的法定標準予以揭露，更應活用營業報告書或有價證券報告書，積極取得股東與其他利害關係人的理解。

三、 股東意思原則之貫徹

目標公司決定採取防禦措施的機關可為股東會或董事會，惟縱然是交由董事會決議，仍應遵循股東意思原則來進行，賦予股東否定導入該項防禦措施的機會，以落實對股東權益之保障。

三、 必要性與相當性原則

日本公司法對於股東財產權之保護，是以股份轉讓自由原則、股份轉讓限制下的優先權人指定制度與股份收買請求權等加以落實。因此，當防禦措施可能侵害特定股東的財產權時，為了確保防禦措施具有必要性和相當性，必須遵循一定程序。指導方針中所舉

出的第一種情形，是對股東以外之人發行特別有利條件的新股或新股預約權時，由於稀釋股權將導致股份價值下降，故應經股東會同意始得為之。第二種情形，是發行新股預約權並限制收購者以外之人方得行使權利，雖然如係對股東發行僅須董事會決議通過，然若此舉對收購者產生鉅大之財產上損害時，該次發行即有違法之虞。故針對這種狀況應設置能夠提高適法性的方式，以確保其相當性。



我國敵意併購實務與法律問題評析

第一節 國巨敵意併購大毅案

第一項 本案事實

國巨股份有限公司（以下簡稱「國巨」）成立於 1977 年，是國內被動元件產業的龍頭，亦為全球最大的晶片電阻製造商，而 1986 年成立的大毅科技股份有限公司（以下簡稱「大毅」），則是國內第二大晶片電阻廠，亦具有相當的實力。由於國巨若成功收編大毅，將掌握全球過半產能，穩居世界第一，故自 2005 年 6 月起，國巨悄然揭開敵意併購大毅的序幕¹²⁶。

2006 年 7 月，國巨陸續透過數家私人投資公司分別取得大毅的股份。由於大毅股價不斷上升，經營團隊有所警覺，開始祭出反制措施，宣布將發行十二億之可轉換公司債，以稀釋國巨的持股比例；然而國巨不甘示弱，決心提高大毅的發債成本，以打亂可轉債發行的計畫，2007 年 5 月時，大毅股價一路飛漲到 224.5 元，而國巨亦已直接或間接持有大毅總股數將近四成，甚至超過大毅公司派¹²⁷。

兩家公司間的大戰越演越烈，大毅指控國巨大量收購其股份，卻未依法申報並公告股權變化情況，國巨則檢舉大毅股東會召集程

¹²⁶ 參閱黃日燦，「國巨敵意併大毅出師不利」，2012/4/5 經濟日報，網址：http://www.mapect.com/media_show.php?the_no=czoZOil2NTEiOw==&mother_class_the_no=czoXOilyljs=&class_the_no=czoYOilONy17

¹²⁷ 參閱「大毅大股東砸錢坑國巨 積極回補股票：與國巨不可能合作」，2007/5/14 蘋果日報，網址：<http://www.appledaily.com.tw/appledaily/article/finance/20070314/3315437/>

序違法，未於股東會召開 30 日前通知股東（遲了兩天），大毅乃順水推舟向經濟部提出申請，欲將原本定於 6 月 13 日的股東會延至 8 月 22 日，經濟部以其理由不正當，駁回申請，惟大毅一意孤行，堅決推遲股東會的召開。由於大毅未遵守規定，證交所於 7 月 3 日對大毅施以全額交割之處分，使其股價受到重挫，反而形成對國巨不利的局面，正中大毅下懷¹²⁸。

2007 年 8 月 22 日股東會當天，國巨來勢洶洶，未料大毅卻展開突襲，以臨時動議修改公司章程，將原為累積投票制的的董監選舉改為全額連記法，再進行董監改選，一舉囊括所有席次，大獲全勝，而國巨則一席未得¹²⁹。

第二項 法律問題評析

本案例中，在大毅察覺其股份不斷被國巨所收購之後，即決定發行十二億之可轉換公司債以抵禦對方的敵意併購行動。由於我國公司法第 246 條對於發行公司債之規定，僅要求須經董事會特別決議通過，無須交由股東會決議¹³⁰，故大毅所採取的防禦措施似為合法，惟該行為是否適當並合乎董事之受託義務，則容有爭議。以客觀角度而論，國巨和大毅皆為國內數一數二的晶片電阻製造商，縱使放

¹²⁸ 參閱林詩茵，「證交所：大毅延遲股東會理由遭經濟部不准，7 月 3 日起打入全額交割」，2007/7/2 精實新聞，網址：

<https://www.moneydj.com/KMDJ/News/NewsViewer.aspx?a=afd55b3e-52dc-4c9d-a5f1-b4db0a10eaf2>

¹²⁹ 參閱魏鑫陽，「大毅董監改選，國巨全軍覆沒」，2007/8/23 蘋果日報，網址：

<http://www.appledaily.com.tw/appledaily/article/finance/20070823/3754701/>

¹³⁰ 公司法第 246 條規定：「公司經董事會決議後，得募集公司債。但須將募集公司債之原因及有關事項報告股東會。前項決議，應由三分之二以上董事之出席，及出席董事過半數之同意行之。」

眼全球亦居於領先地位，兩者若成功合併，作為被併購方之大毅未必會吃虧，甚至強強聯手下，也許能為公司帶來更好的發展空間；無論如何，大毅董事會理應審慎評估該併購案之利弊得失，提出具體理由，再作出防禦與否之決定。然而，因為我國法並未針對敵意併購中防禦措施之發動設下任何標準，故大毅董事會完全無須說明國巨之併購案，將對公司和股東帶來何等威脅或損失，即得逕行採取強力防禦措施。事實上，從大毅董事會後續所為之一連串行動可看出，其採行防禦措施的動機，並非出於對公司及股東利益之維護，而是為了捍衛自身對公司之經營權。

蓋兩家公司的交鋒過程中，國巨為阻撓大毅發行可轉債之計畫，在市場上動作頻頻，令大毅股價飆漲，涉及操縱股價之問題；而大毅為降低股價，不惜公告公司虧損，甚至故意違反規定，堅持延期召開股東會，以求證交所將其打入全額交割股，股價連挫七根跌停板。雙方皆陷入惡性競爭的循環，不僅損及股東之利益，亦對公司營運招致負面影響。而 8 月 22 日股東會上，大毅臨時修訂章程將董監選舉改為全額連記法，最終大獲全勝的作法，更是為人所詬病。

雖然國巨和大毅之敵意併購案曾受法院審判，惟爭訟焦點係大毅未於股東會議事手冊中載明擬變更之章程內容，而以臨時動議提出，是否違反公司法第 172 條第 5 條之規定¹³¹。最高法院認為，公司法該條文僅規定應將變更章程一事在股東會召集事由中「列舉」，

¹³¹ 公司法第 172 條第 5 項規定：「選任或解任董事、監察人、變更章程、公司解散、合併、分割或第一百八十五條第一項各款之事項，應在召集事由中列舉，不得以臨時動議提出。」

並無要求須將擬變更之章程內容詳細載明，此與證券交易法第 26 條之 1 明文規定應「列舉並說明」主要內容，以及同法第 43 條之 6 第 6 項明文規定應「列舉並說明」重要事項之情形不同。大毅股東會的召集事由既已列入變更章程案，且亦將其載於議事手冊中，則非臨時動議，不構成公司法第 206 條之違反¹³²。

在法院的判決下，大毅對於股東會議事之操作以合法作結，然而，輿論大都質疑「全額連記法」的合理性與正當性，此種董監選舉方式也在 2011 公司法的修正下正式退場。又，持有大毅股權 44% 的國巨之所以在股東會上全盤皆輸，正是因為其事先不知章程內容會有如此顛覆性的改動，蓋公司章程之變更對於公司治理以及股東權益影響甚鉅，似不宜僅於召集事由中含糊列舉，而宜就其內容詳加說明，以確保股東享有充分之資訊權。

如前所述，大毅董事會所採取之防禦措施，極可能係不利於公司整體以及股東利益的，何以相關訴訟卻僅聚焦於程序問題，而未就董事之受託義務加以爭執？此與公司法之規定有關¹³³。我國對於董事義務之規範為公司法第 23 條，就請求權主體而言，國巨為大毅的股東，其身分不符合本條第 1 項所稱之「公司」本身；又國巨能否以本條第 2 項所稱之「他人」身分加以請求，亦有疑義。另外，

¹³² 最高法院 98 年度台上字第 923 號判決。

¹³³ 本案所適用者乃 2012 年 1 月修正前之公司法，當時第 23 條之規定如下：

「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。

公司負責人對於公司業務之執行，如有違反法令致他人受有損害時，對他人應與公司負連帶賠償之責。」；又 2012 年 1 月，公司法第 23 條增訂了第 3 項：「公司負責人對於違反第一項之規定，為自己或他人為該行為時，股東會得以決議，將該行為之所得視為公司之所得。但自所得產生逾一年者，不在此限。」

縱使國巨得作為請求權主體，由於本案當時所適用者乃 2012 年 1 月修正前之公司法，尚未增訂 23 條第 3 項，國巨僅能就公司受有之損害，請求董事負賠償責任，卻不得主張受益返還¹³⁴。種種原因皆造成本敵意併購案中最為重要之董事義務問題，反而缺少應有之關注。

第二節 力晶敵意併購旺宏案

第一項 本案事實

力晶科技股份有限公司（以下簡稱「力晶」）成立於 1994 年 12 月，主要業務為動態隨機存取記憶體（DRAM）產品的研發和產銷。2006 年初，力晶以 53 億元買下旺宏電子股份有限公司（以下簡稱「旺宏」）的 12 吋晶圓廠房，與此同時，力晶也開始大量買進旺宏的股票¹³⁵。2007 年 3 月時，力晶已成為旺宏最大的法人股東，持有其超過 5% 之股權。儘管力晶否認敵意併購，表示其陸續買進旺宏股僅係出於投資考量，然而旺宏董監改選之前，力晶卻推出董監候選人名單，展現其想要拿下旺宏過半董監席次的野心。旺宏公司派激烈反對力晶入主，雙方於是展開了委託書徵求大戰¹³⁶。

2007 年 6 月 29 日，旺宏召開股東會改選董監，力晶僅取得二

¹³⁴ 參閱曾宛如，公司管理與資本市場法治專論(一)，2002 年 10 月，頁 35。

¹³⁵ 參閱黃日燦，「力晶從叱吒風雲到黯然落幕」，2013/5/2 經濟日報，網址：<http://www.jonesday.com/zh-CHT/---05-02-2013/>

¹³⁶ 參閱周志恆、何易霖，「力晶夢幻聯軍，強攻旺宏董事會」，2007/5/21 聯合新聞網，網址：<http://blog.xuite.net/syhsong/JETPard/11692951-%E5%8A%9B%E6%99%B6%E5%A4%A2%E5%B9%BB%E8%81%AF%E8%BB%8D+%E5%BC%B7%E6%94%BB%E6%97%BA%E5%AE%8F%E8%91%A3%E4%BA%8B%E6%9C%83+>

董事、一監察人之席次，旺宏公司派大獲全勝。旺宏並修改章程增訂了特別決議條款，即所謂「排力晶條款」，要求力晶及其董事在自行或指派他人擔任旺宏董事期間，不得將旺宏資訊用於公司營運以外之事項，亦不得洩露之；且旺宏與力晶各企業如有任何交易，皆應先取得力晶以外其他出席股東過半數同意，方能為之¹³⁷。

2007年7月2日，力晶針對旺宏於章程中訂定的「排力晶條款」向法院聲請假處分，並提起確認董事會決議無效之訴，惟法院以其欠缺權利保護要件為由駁回，未進行實體審查。而力晶不願纏戰，故沒有上訴，選擇出售旺宏持股退場。

第二項 法律問題評析

在國巨敵意併購大毅的案件中，大毅經營階層未說明該併購行動對於公司和股東有何威脅，即逕行採取防禦措施，故其正當性令人質疑。與此不同，旺宏董事會面對來自力晶的強勁攻勢時，曾公開表示其評估結果，指出若該敵意併購案成功，旺宏原本已成型之精密製程及產品開發將面臨變數，且有流失客源並使公司蒙受損失的風險¹³⁸，由此可知，旺宏董事會發動防禦措施並非無據，惟該防禦措施按理而言亦應符合比例原則，方具有妥適性。

本案中旺宏所採取的防禦對策，係於章程中增訂特別決議條款，

¹³⁷ 參閱洪友芳，「徵委託書 力晶擬告旺宏偷跑」，2007/05/31 自由時報，網址：
<http://news.ltn.com.tw/news/business/paper/133050>

¹³⁸ 旺宏曾公開說明其防禦力晶敵意併購之理由，詳細內容參考其官網上於2007年5月23日所發表的「旺宏電子之嚴正聲明—旺宏電子及其經營團隊將全力捍衛全體股東權益」，網址：
<http://www.macronix.com/zh-tw/about/news/Pages/2010040911.aspx>

也就是所謂的「排力晶條款」，要求力晶任職旺宏董事期間，不得將旺宏資訊用於公司營運以外之事項，亦不得洩漏之，以此限制原本屬於力晶之董事職權；該條款復規定，旺宏與力晶各企業如有任何交易，皆應事先取得力晶以外其他出席股東過半數同意，此不僅使力晶與旺宏間之交易變得非常困難，亦限制了力晶本應享有之股東表決權。

上述條款自然引發力晶的強烈不滿，惟旺宏在章程中增訂「排力晶條款」究竟是否合法，應回歸公司法的規定加以判斷。蓋我國公司法第 193 條第 1 項規定，董事會執行業務，應依照法令章程及股東會之決議。第 202 條則規定，公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之。觀諸前開法條文字，可知判斷公司業務應如何執行之權限，原則上歸屬於董事會，惟若章程中對於特定事項設有限制，則董事會即不能就該事項作出違反章程規定之決議。因此本案中，旺宏於章程增訂「排力晶條款」，限制力晶作為董事之職權，在現行公司法下，似無不可。

然而，旺宏對於力晶董事職權之限制是否過當？此牽涉到公司究竟得以章程限縮董事會職權至何種程度。對於此問題，主管機關並未設下明確的標準，而學界亦存在不同的聲音，有學者傾向給予各公司較大的彈性空間，主張章程中對於董事會職權的限縮，只要其未違反法律強行規定和公序良俗，皆應被允許¹³⁹；有學者則持更為謹慎之態度，指出公司雖非不得以章程限縮董事會職權，惟亦應

¹³⁹ 參閱廖大穎，股東會與董事會(二)—企業自治與章程調整董事會權限，台灣法學雜誌，第 168 期，2011 年 1 月，頁 93。

釐清我國公司法之基本政策，以定出較為合理之界線¹⁴⁰。

本案中，力晶曾針對內容包含「排力晶條款」的董事會決議，向法院提起確認董事會決議無效之訴。惟法院認為，依公司法第 277 條第 1 項規定，變更章程為股東會之權限¹⁴¹，因此，只要同意於章程中增訂「排力晶條款」之股東會決議已存在，縱使法院依力晶請求，確認董事會決議為無效，亦對章程變更案的效力不生影響，而無從解除力晶於法律上之不安狀態，法院遂以該訴訟無權利保護必要加以駁回。由於本案未進入實體審查階段，故無法得知法院對於「排力晶條款」本身之見解為何。

本文認為，公司以章程限縮董事會之職權，固為法所容許，惟該限制並非漫無邊際，否則董事之權利被過度侵蝕，其經營公司業務時將窒礙難行，此亦有違公司治理的精神。雖然本案中旺宏原本即是為了防禦力晶的敵意併購行動，方於章程中增訂「排力晶條款」加以掣肘，惟若從比例性的角度檢視之，該條款針對力晶所設下的董事職權限制，使其執行業務時，無法享有與其他董事相同的資訊使用權，則此是否會造成力晶難以順利履行董事之受託義務，不無疑問；又該條款復規定，旺宏與力晶各企業如有任何交易，皆應事先取得力晶以外其他出席股東過半數同意，這不僅使力晶在交易上處於極度不利的地位，亦限制了力晶作為旺宏股東之表決權，而可能違反公司法第 179 條第 1 項之「股東平等原則」。綜上所述，本文認為旺宏採取在章程中增訂「排力晶條款」的方式以防禦敵意併

¹⁴⁰ 參閱曾宛如，股東會與公司治理，臺大法學論叢，第 39 卷第 3 期，2010 年 9 月，頁 159。

¹⁴¹ 公司法第 277 條第 1 項規定：「公司非經股東會決議，不得變更章程。」

購，有過當之疑慮。

第三節 中航敵意併購台航案

第一項 本案事實

台灣航業股份有限公司（以下簡稱「台航」）本為公營事業，1998年民營化釋出57%之股權，並掛牌上市，惟交通部仍為其第一大股東，包攬含董事長在內共三席的董事席次，掌握台航之主要經營權。2006年，中國航運股份有限公司（以下簡稱「中航」）看好台航的獲利能力，開始買進台航股份，為敵意併購作準備，引發各方關注。對此，交通部曾於2007年1月時對外表示，其對台航的持股有朝一日若被中航所超越，只要台航仍能繼續妥善經營，交通部將樂觀其成¹⁴²。

然而2007年2月初，中航累計取得台航25.8%之股權，與官股實力已不相上下，交通部便開始出招，授意其持股35%的陽明海運股份有限公司（以下簡稱「陽明海運」）買入台航股份，並使台航與陽明海運之董事會分別決議通過發行新股，與對方進行股份交換，外界均認為此舉真正目的是要稀釋中航對台航的股權¹⁴³。隨後，陽明海運又於農曆年價前之台股封關日，以盤後交易方式，從受到官股「曉以大義」而願意配合出售持股的股東手中，買進台航8%的

¹⁴² 參閱黃日燦，「台航經營權爭奪戰，官民大門法」，2012/4/13 經濟日報，網址：http://www.mapect.com/media_show.php?the_no=czoZOil2NTQiOw==&mother_class...

¹⁴³ 參閱李錫銘，「陽明台航進行股份交換，建立產業策略夥伴關係」，2007/2/12 中華日報航運電子報，網址：<http://www.cdns.com.tw/news/newsold/96/9602/nw0212/03.HTM>

股權。此時，泛公股於台航的持股已突破半數，交通部在這場經營權爭奪戰中，取得致勝先機¹⁴⁴。

惟中航不甘示弱，於 2007 年 2 月 15 日提起民事訴訟，以交通部法人董事於前開換股決議中有利害衝突為由，主張該決議無效；同時，中航亦就台航增資換股案向法院聲請暫時停止執行之假處分，並獲法院裁准¹⁴⁵。由於股份交換的計畫受到阻礙，台航遂向經濟部申請，將原定於 6 月 27 日召開的股東會，兩度延期到年底前召開，以時間換取空間¹⁴⁶。

終於來到 2007 年 11 月 15 日台航股東會當日，議程進行中，忽有小股東提出臨時動議，要求修改公司章程內容，將董監選舉由原本的「累積投票制」改為「全額連記法」，經立即表決通過後，又有另一位小股東當場提議配合修訂董監選舉辦法，亦立即表決通過並馬上實施。最後董監改選時，以交通部為首的泛公股集團原本即掌握台航過半數之股權，又有了全額連記法的護航，便順利囊括所有董監席次，而中航雖持有台航 37% 之股權，實力相當雄厚，卻在台航公司派的突襲下，落得一席未得的下場¹⁴⁷。

¹⁴⁴ 參閱王憶紅，「捍衛台航，陽明加碼十億元買股」，2007/2/15 自由時報，網址：
<http://news.ltn.com.tw/news/business/paper/116684>

¹⁴⁵ 參閱陳懋蔚，「中航告陽明台航換股無效」，2007/3/23 蘋果日報，網址：
<http://www.appledaily.com.tw/appledaily/article/finance/20070323/3339982/>

¹⁴⁶ 參閱王憶紅，「台航股東會延後，中航聲請無效」，2007/5/12 自由時報，網址：
<http://m.ltn.com.tw/news/business/paper/130028>

¹⁴⁷ 參閱郭維邦，「台航改選：公股要奧步，中航落空」，2007/11/16 經濟日報，網址：
<http://city.udn.com/54543/2507608>

第二項 法律問題評析

在中航展開敵意併購行動之後，台航與陽明海運之董事會即分別決議通過發行新股，與對方進行股份交換，雖然作為台航主要經營者的交通部，早前曾對外宣稱其不反對中航入主，並表示台航和陽明海運兩家公司策略聯盟進行股份交換，是為發展國家重大航運政策，而非有意針對中航，但外界均認此舉真正目的顯然是要稀釋中航對台航的股權，以保住交通部對台航的掌控地位，事實上，當台航董監選舉塵埃落定，由以交通部為首的泛公股集團囊括所有席次，大獲全勝之後，台航和陽明海運便又決議中止換股，足見該項股份交換之決策，確實是台航為了抵禦中航敵意併購所採取的防禦措施。

蓋兩家公司發行新股再交換股份之行為，若其過程符合法定程序，在我國現行法下並無不可，惟該決策既然係台航防禦敵意併購之手段，則其亦應建立在中航敵意併購將威脅到台航公司整體及股東利益的前提之上，方具有合理性，台航董事會卻未對外具體說明過該敵意併購案將帶來何種不利影響，即強勢採取防禦措施，其真正動機不免令人質疑。對此，中航即提起民事訴訟，以台航之幾位交通部董事代表在前開換股決議中有利害衝突為由，主張該董事會決議違反公司法第 178 條利益迴避之規定，應為無效；且如不停止執行該換股決議，中航將蒙受不可回復的損害。蓋法院雖裁准中航所聲請之假處分¹⁴⁸，惟關於中航提起之確認董事會決議無效之訴，嗣後在當事人的協商下撤回，未作成實體判決，故無從得知法院對

¹⁴⁸ 參閱台北地方法院 96 年度全字第 13 號裁定。

於該決議之確切看法。

按我國公司法第 206 條準用第 178 條之規定，董事對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他董事行使其表決權。最高法院曾認：董事參與有自身利害關係議案表決，董事理應迴避該議案，若仍行使其表決權，自應解為董事會之決議方法有瑕疵，該決議自屬無效¹⁴⁹。又所謂「自身利害關係」之認定，實務見解不一，有傾向限縮解釋者，認為必須是立即且直接導致該特定董事發生權利義務變動之情形，始足當之¹⁵⁰；惟亦有認為只要特定董事參與表決時，可能因此負擔義務或取得權利，而有損害公司利益之嫌，即應視其有自身利害關係。另外，所謂「致有害於公司利益之虞」之認定，若依實務見解，則其泛指所有可能對公司利益造成損害的情形¹⁵¹；惟亦有學者主張，為避免本條規定無限上綱，其應僅限於具體之利害情形，而不包含抽象的臆測¹⁵²。

綜前所述，台航之交通部法人董事是否在該增資換股決議中有「自身利害關係」，若依採取較嚴格認定要件之實務見解，交換股份後雖會提升交通部對台航的持股比例，而達到穩固其經營權之效果，但並不會立即、直接導致交通部發生權利義務變動的情形，故交通部所推派的幾位董事代表無須迴避該議案之表決；然而，若依採取較寬鬆認定要件之實務見解，交通部則會被認定有自身利害關

¹⁴⁹ 參閱最高法院 100 年度台上字第 2235 號判決。

¹⁵⁰ 參閱臺灣高等法院 93 年上字第 928 號民事判決。

¹⁵¹ 參閱經濟部 91 年 12 月 16 日經商字第 09102287950 號解釋。

¹⁵² 參閱劉連煜，現代公司法，增訂十版，新學林，2014 年 9 月，頁 361。

係。至於其參與決策是否有危害公司利益之虞，就具體事實觀之，自台航公布將與陽明海運交互股份的消息以來，坊間便不乏質疑之聲，認為換股比率有待商榷，亦有認為，台航主要營運項目為散裝船運業務，而陽明海運以貨櫃業務為主，散裝業務比重極低，兩家公司客戶結構差異大，不容易有經營上的綜效。據資深法人及研究員表示，無論從產業前景、每股稅後純益或者經營綜效來看，台航股東皆為吃虧的一方¹⁵³。如以上分析屬實，則無法排除台航之交通部法人董事，係為了維護自身經營權而決議與陽明海運交換股份，並有損害公司及股東利益之虞，該決議應為無效。

本案另一項爭議為台航於股東會上所發動的突襲。蓋台航股東會召開之前，市場上即傳聞台航將效法「大毅模式」祭出包裹式的全額連記法，通吃全部董監席次，台航則矢口否認，表示中航可以放心。然而股東會當日，台航卻透過小股東臨時提案的方式，立即通過並實施全額連記法，使以交通部為首的泛公股集團在本次董監選舉大獲全勝，原本頗具實力的中航則一席未得。台航出爾反爾的行徑，使輿論一片譁然。事實上，早在國巨敵意併購大毅案時，「全額連記法」便備受批評，多數意見皆認為其不具合理性與正當性，投資人保護中心便曾提起民事訴訟要求撤銷大毅股東會的相關決議，雖然敗訴，但其態度立場至明，而經濟部亦宣布將提案修正公司法，改回行之有年的作法，規定董監選舉一律採累積投票制，至於修法完成之前，則道德勸說國內公司避免採用全額連記法。本案例中，作為台航掌舵者的交通部，卻為了捍衛自身經營權，無視經濟

¹⁵³ 參閱郭庭昱，台航股東權益抵不過政治正確？交通部主導陽明、台航交換股權，被指衝著中航而來，今周刊，第 530 期，2007 年 2 月 15 日，頁 56。

部的呼籲，執意採用全額連記法，其妥適性令人質疑。

第四節 開發金融敵意併購金鼎證案

第一項 本案事實

中華開發金融控股股份有限公司（以下簡稱「開發金」）是以產業金融為主的金融控股公司，2004年4月辜氏家族主導的中信證券入主開發金後，亟欲擴大子公司大華證券的營運規模，發展投資銀行業務，建構完整的金融版圖，故2005年初開發金試圖推動大華證券、中信證券和統一證券的三合一合併案，但併購價格遭到公股董事的反對，使該提案以失敗告終。

開發金並未就此放棄打造大華證券為最大券商的野心，其觀察到金鼎證券股份有限公司（以下簡稱「金鼎證」）在證券業務具有相當的市場佔有率，且股權分散、股價偏低，遂開始佈局併購金鼎證。開發金自2005年6月起開始透過子公司開發工銀以及轉投資之開發國際陸續買進金鼎證的股份，並於同年7月5日向金管會提申請一年內要投金鼎證股份達25%，取得控制性持股，並獲金管會核准。

2005年8月，金鼎證公開表示不歡迎開發金之敵意併購，並積極採取防禦措施，推動與第一證券、遠東證券和環華證金之四合一合併案，擴大股本至172億元，以稀釋開發金之持股比例，提高其併購難度。然而開發金亦迅速反制，透過旗下之開發國際收購、大

華證券、中信證券等公司收購環華證金之股份，意圖使股本超過 70 億元之環華證金退出四合一合併案。另外，由於金鼎證券之子公司金鼎期貨股份有限公司爆出違法事件，金管會否決了四合一合併案。隨後，環華證金亦終止其與金鼎證的合併契約，倒戈支持開發金，故金鼎證欲稀釋開發金持股之計畫，效果不如預期。

備感威脅的金鼎證，積極向新光金控拋出合併的想法，期盼能扭轉情勢，惟新光金控並未同意，金鼎證遂另謀出路，與美國雷格斯集團（Legacy Partners Group）策略聯盟，讓對方以財務顧問的名義協助其對抗開發金之敵意併購，同時亦繼續進行與第一證券和遠東證券之三合一合併案。

2006 年 2 月 17 日，開發金召開臨時董事會決定對金鼎證公開收購，期間為 2 月 19 日至 3 月 1 日，每股收購價為 14 元。收購結束後，開發金已持有金鼎證多達 32% 之股份。惟事後爆出該次公開收購中，多數股份都是購自開發金的孫公司開發國際，蓋開發國際以遠高於成本之價格將股份售予開發金，並因此賺進 1 億 4 千萬元，獲利率高達 43%，開發金之總經理遂遭台北地檢署以涉嫌內線交易及背信罪而起訴。

繼公開收購之後，開發金又成功策反遠東證券之大股東，使其將手中持有之七成遠東證券股份皆售予開發金，金鼎證隨即以遠東證券違反契約為由，終止與其之合併案。事態演變至此，金鼎證之合併對象僅剩下第一證券，兩者合併後資本額 104 億元，不但與最初之目標相去甚遠，亦僅稀釋開發金兩成之持股比例。

2006年5月2日，金鼎證召開股東會改選董監，公司派取得五席董事和一席監察人，開發金則取得四席董事和一席監察人，第一回合的敵意併購攻防戰，金鼎證公司派在驚險中取得了勝利；而雷格斯集團入股金鼎證60億元之公司章程修正議案，則於本次股東會經開發金控與金鼎證經營階層協商後，決議撤案。

時光飛逝，2009年6月30日金鼎證之董監事改選再次到來，歷經三年，此時開發金已取得金鼎證約六成之股權，加上委託書，可謂勝券在握。孰料股東會當日有小股東發言，指出開發金2006年公開收購金鼎證股票時涉嫌不法，該案尚在法院審理中，且行政院所提出之「二次金改報告」中亦對該投資事項有所質疑，其投資效力未定，故搬出公司法第178條利益迴避之規定，將開發金所持有占42.9%的選票全數封存，緊接著改選董監，金鼎證公司派取得七董二監之席次，主席即宣布散會。開發金氣憤難平，當下聚集逾57%之出席股權，繼續開會並重新選出董監事，因而發生金鼎證董監鬧雙胞的情況。

面對兩套版本的董監事名單，經濟部決定不接受任何一方之董監變更登記。於是開發金和金鼎證公司派均向法院提訴，而為了避免經營真空，金管會駐會檢察官亦向法院聲請派任臨時管理人，並獲法院裁定准許。2010年6月4日，法院判決開發金勝訴，亦即開發金控版本之董監事合法¹⁵⁴。惟歷經長達五年的爭鬥，開發金和金鼎證均感到倦怠不已，且金管會強勢介入，要求雙方將股權賣給第

¹⁵⁴ 參閱臺北地方法院98年度訴字第1086號民事判決。

三者，故最終由群益證券公開收購金鼎證 89%之股份，完成合併，並以群益證券為存續公司，金鼎證券為消滅公司，跌宕起伏的經營權爭奪戰至此宣告落幕。

第二項 法律問題評析

開發金敵意併購金鼎證案歷時五年，開發金雖已拿下金鼎證過半股權，金鼎證公司派仍頑強抵抗，甚至祭出封存對手全數選票的奇招，雙方僵持不下，導致員工人心惶惶，業績也不斷下滑，金管會於是強勢介入，要求雙方將股權賣給第三者，最後由群益證券接手，使激烈的經營權爭奪戰畫下句點，而群益證券也一舉成為國內第四大券商，可謂典型的鷸蚌相爭，漁翁得利。而在這起敵意併購案中，開發金陸續採取了公開收購和委託書徵求等手段，金鼎證的防禦措施則包括推動合併案、策略聯盟以及控制股東會等，蓋雙方董事會的種種決策是否合乎董事之受託義務，不無討論空間。

以作為併購方之開發金而言，其爭議性最大的行為，乃是 2006 年 2 月 19 日至 3 月 1 日間對於金鼎證之公開收購。早在 2005 年 11 月，開發國際便於常務董事會中決議未來將審酌市價及報酬之合理性，尋找適當機會處分其所持有之金鼎證股份，而作成此決議時，有多位開發金的董事在場。然而 2006 年 2 月開發金董事會決定公開收購金鼎證時，卻對前述資訊隻字未提，待公開收購結束後，開發金之孫公司開發國際賺進 1.4 億元，獲得極高之利益，檢察官遂以開發金之總經理涉嫌違反刑法背信罪而將其起訴。

本案判決結果是開發金總經理不構成刑法上之背信罪。蓋背信罪之構成要件，強調當事人必須意圖為自己或第三人不法之利益，而為違背其任務之行為，查證券交易法第 43 條之 1 至第 43 條之 5，以及公開收購公開發行公司有價證券管理辦法之規定，均未要求此情形下開發國際不得應賣，抑或開發金不得向開發國際收購股份，故對於開發國際所獲之利益，法院認為其並非「不法利益」，而不該當背信罪之構成要件¹⁵⁵。惟若從董事義務的角度思考之，董事理當在充分的資訊基礎上，秉持善意做出其所確信能為公司及股東帶來最大利益之決策；而本案中開發金董事早在公開收購之前，便已知開發國際有出售手中金鼎證股份之意願及具體詳情，卻隱瞞此訊息，並以高出成本價甚多之價格向開發國際收購股份（開發國際取得金鼎證股份之平均成本僅 9.8 元，卻以每股 14 元賣給開發金控），其行為是否出於為公司及股東著想之善意，不無疑問。

另外，就作為目標公司之金鼎證而言，其董事會採行防禦措施前，理論上應以該敵意併購案將對公司及股東帶來不利影響為前提，然而，金鼎證之董事會對此未有任何具體說明，僅公開表示不歡迎開發金之敵意併購，隨即推動與第一證券、遠東證券和環華證金之四合一合併案作為防禦對策，其行為是否已逸脫董事之職責，而僅係為固守自身經營權，有待進一步釐清。蓋開發金與金鼎證間之攻防戰耗時多年，雙方均付出巨大的成本，而在這起併購案中，也可以窺見台灣社會對於敵意併購之態度，輿論多半對金鼎證抱以同情，而將開發金視為貪得無厭的掠奪者，甚至許多立委亦介入，痛批開發金之行為。

¹⁵⁵ 參閱台北地方法院 98 年度金重訴字第 12 號判決，

由於社會輿論普遍傾向支持金鼎證，其防禦敵意併購之行動即更加無所忌憚。在改選董監事之股東會上，金鼎證公司派竟將開發金選舉權全數封存，強行以自身所推派的人馬取得七董二監之席次，開發金不服此結果，聚集逾 57% 之出席股權重新表決，導致董事會鬧雙胞的荒謬局面。縱然嗣後法院判決開發金版本的董事名單合法，惟冗長的訴訟程序已達到金鼎證公司派之目的，成功拖延了開發金之敵意併購案，增添許多變數。

有學者指出，若特定股東已可獲得多數股權支持，而讓自己支持的議案於股東會通過，則應儘速讓該股東取得經營權¹⁵⁶。本案中金鼎證 2009 年 6 月 30 日改選董監事之際，開發金已取得金鼎證約六成之股權，可謂大勢底定，惟金鼎證公司派仍執意不肯讓出經營權，使出違法手段加以阻撓，而這場惡鬥所造成的後果是金鼎證員工人心浮動，公司正常業務之執行也受到負面影響。蓋敵意併購中之主併公司與目標公司，其所採取之攻防策略，皆應恪守合理、誠信和比例原則，方不致犧牲公司整體和股東之利益，落得如開發金、金鼎證這般兩敗俱傷之下場。

¹⁵⁶ 參閱方嘉麟，論股東會與董事會權限之劃分——對經營權爭奪之影響，載：財經法新課題與新趨勢，2011 年 5 月，頁 44。

第五節 日月光敵意併購矽品案

第一項 本案事實

日月光半導體製造股份有限公司（Advanced Semiconductor Engineering Inc.，以下簡稱「日月光」），成立於1984年，是以半導體封裝與測試製造服務為主的公司，2016年其實收資本額約827.3億元，營業額約2748.8億元，全球員工人數超過6.5萬人，穩居全球最大封測廠的地位¹⁵⁷。

2015年8月21日，日月光突然宣佈從8月24日起至9月22日將以每股45元、溢價達34.32%，公開收購第三大封測廠矽品精密工業股份有限公司（以下簡稱「矽品」）25%之股權，此一消息震撼封測業界，若收購成功，日月光將成為矽品最大股東，可掌控矽品經營權。日月光雖表示本次公開收購取得矽品股權純屬財務性投資，其無意介入矽品經營，惟外界盛傳日月光之真實目的是要敵意併購矽品。矽品董事會遂發布聲明，首先表示矽品每股合理交易價格應在48.91至60.58元間，日月光所提出之公開收購要約低估了矽品的價值¹⁵⁸；接著指出日月光並未提供兩家公司未來合作方式之相關說明，充滿不確定性，且根據國際採購準則，客戶對單一供應商之訂單不會超過50%，這是為避免將全部雞蛋放在同一個籃子裡的風險，故均為封測大廠之日月光和矽品合併為一體後，可能導

¹⁵⁷ 參閱 Atkinson，「日月光全年營收創歷史次高，每股 EPS 達到 2.83 元」，2017/1/26 財經新報，網址：<https://finance.technews.tw/2017/01/26/ase-15/>

¹⁵⁸ 參閱「矽品董事長林文伯致股東的一封信」，2015年9月10日，網址：http://www.spil.com.tw/news/file/1037/News%20release%20Sep%2010-Chi_final.pdf

致客戶轉單的問題，而損及公司和股東之利益¹⁵⁹。

儘管矽品之董事會極力反對，日月光之公開收購依然非常成功，矽品遂宣布將與鴻海精密工業股份有限公司（Foxconn Technology Group，以下簡稱「鴻海」）發行新股，進行股份交換，使鴻海取得矽品 21.24%之股權，並將日月光之持股稀釋到 19.69%。由於矽品章程授權資本額度不足，矽品須召開臨時股東會就相關事項進行表決，其亦故意將過戶截止日訂於日月光公開收購完成日以前，使日月光因股票過戶日技術上之問題，無法列入股東名冊成為矽品股東，而不得參與該次臨時股東會以表達意見¹⁶⁰。

日月光斥資 352 元收購矽品 25%股份，自不樂見將剛到手的第一大股東位置讓給鴻海，遂以維護股東權益為由向法院聲請假處分，要求禁止矽品召開臨時股東會，惟遭法院駁回。2015 年 10 月 15 日矽品臨時股東會當天，「修訂公司章程以提高核定資本額」以及「修訂取得或處分資產處理程序」兩項重要議案皆因贊成權數未達出席股東表決權過半數而未通過，矽鴻結盟就此破局¹⁶¹。

在與鴻海之增資換股計畫失敗後，2015 年 12 月 11 日，矽品丟出震撼彈，宣布將以私募引資中國大陸紫光集團，紫光擬以每股 55 元參與矽品私募案，總計投資 568 億元，取得矽品 24.9%股權，則紫光將超越日月光成為矽品第一大股東，矽品並預計於 2016 年 1

¹⁵⁹ 參閱蘇嘉維，「日矽合併恐掉單！矽品：轉單損失 300 億」，2016/1/27 蘋果日報，網址：<http://www.appledaily.com.tw/realtimenews/article/new/20160127/784809/>

¹⁶⁰ 參閱鍾榮峰，「矽品股臨會電子投票，鴻海日月光拚勝出」，2015/10/11 中央通訊社，網址：<http://www.taiwannews.com.tw/ch/news/2818026>

¹⁶¹ 參閱鍾榮峰，「矽品鴻海換股案，矽品股臨會表決未過」，2015/10/15 中央通訊社，網址：<http://www.cna.com.tw/news/firstnews/201510155010-1.aspx>

月 28 日召開股東臨時會，修改章程並通過此私募增資案。而日月光為抗拒紫光入股矽品，遂正式向矽品提出合意併購要約，願以每股 55 元之價格，以現金收購矽品 100% 股權，總收購價估計高達新台幣 1313 億元。日月光並承諾將維持矽品全部既有之人事規章、員工薪酬及福利保障等，期望矽品能於 12 月 21 日前以書面回覆¹⁶²。

惟矽品董事會未如期給出回覆，日月光即發動新一波的攻勢，宣布將自 2015 年 12 月 29 日至 2016 年 2 月 16 日，以每股 55 元公開收購矽品 24.71% 股份，將持股比例提高至 49.71%；之後日月光又於公開收購截止前，將期間延長至 3 月 17 日。惟日月光及矽品分別為世界第一大和第三大封測廠，兩者合併後之全球市佔率將來到 29%，可能涉及反托拉斯之問題，公平會於是召開委員會議審查此併購案是否符合相關規範。而由於公平會未能在 3 月 17 日前完成審議，日月光第二次公開收購矽品之計畫便以失敗告終¹⁶³。

日月光未就此放棄併購矽品，陸續以向法人或基金透過盤後鉅額交易之方式，購入矽品股份，2016 年 4 月初，日月光以持有矽品 33.29% 之股份。又日月光亦向矽品提議，以成立控股公司分管之方式，維持矽品營運的獨立性，並將邀請矽品之董事長與總經理一同進入該控股公司之董事會共治。終於，此項提議獲得矽品董事會之

¹⁶² 參閱陳懿勝，「抗紫光，日月光宣布 1313 億併矽品」，2015/12/14 大紀元新聞網，網址：<http://www.epochtimes.com.tw/n151148/%E6%8A%97%E7%B4%AB%E5%85%89-%E6%97%A5%E6%9C%88%E5%85%89%E5%AE%A3%E5%B8%831313%E5%84%84%E4%BD%B5%E7%9F%BD%E5%93%81.html>

¹⁶³ 參閱，鍾榮峰「日月光二次收購矽品失敗，退還應賣股票」，2016/3/17 中央通訊社，網址：<http://www.cna.com.tw/news/firstnews/201603175012-1.aspx>

首肯，其遂決定終止中國紫光集團參與私募案¹⁶⁴。

2016年5月26日，日月光與矽品共同宣布，將合意推動籌組產業控股公司之計畫。新設控股公司將同時100%持有日月光及矽品股權，而雙方均存續現有名稱，組織架構、人事規章制度、薪酬、福利等均予維持，亦不會進行裁員。共同轉換股部分，日月光以每1股普通股換新設控股公司0.5股；矽品每1股普通股換發現金55元。未來日月光和矽品將同時下市，並以控股公司在台灣掛牌上市，確切日期則尚未確定。這起台灣半導體業有史以來金額最多之敵意併購案，在歷經10個月的攻防後，雙方最終化干戈為玉帛，以合意併購的形式迎來結局¹⁶⁵。

第二項 法律問題評析

日月光敵意併購矽品堪稱是台灣史上最激烈的科技業敵意併購攻防戰，蓋日月光併購矽品最主要之目的，係由於全球競爭日益激烈，而國際半導體產業之水平整合也成為趨勢，故日月光希望透過與矽品之整併以提高市佔率，以穩固其作為封測產業龍頭的地位。惟日月光之敵意併購行動令矽品極為反感，矽品董事長接受財經雜誌專訪時便曾言：「他等於插了一把刀在我的心臟，只差一點點就刺進去，然後說，你要不要跟我合作？」以表達其對日月光無預警公開收購矽品25%股權的不滿，一時間也出現許多同情矽品的聲音，

¹⁶⁴ 參閱涂志豪，「紫光投資矽品…喊卡」，2016/4/28 中時電子報，網址：<http://www.chinatimes.com/newspapers/20160428000049-260202>

¹⁶⁵ 參閱，鍾榮峰「日月光矽品合設產業控股，在台美上市」，2016/5/26 中央通訊社，網址：<http://www.cna.com.tw/news/firstnews/201605265018-1.aspx>

報章媒體將其形容為「受害者」，反應了社會對於敵意併購的負面觀感。

矽品董事會曾發表聲明，指出日月光所提出之公開收購價格過低，且兩家公司合併後，有影響原本營運模式以及引發客戶轉單之顧慮，恐造成巨大損失，故其決定對該敵意併購加以防禦可謂理由正當，然而，其所採取之防禦措施，亦應以公司整體及股東之利益為考量，方不辱其作為董事之使命。矽品所祭出的第一招是引進鴻海作為「白馬騎士」，透過兩家公司間增資換股的方式，以稀釋日月光之持股，而此項決策的合理性具有極大爭議，因為矽品及鴻海的換股比例為 2.34 比 1，當雙方完成股份交換，鴻海將持有矽品增資後 21.24% 股權，矽品則將持有增資後 2.2% 股權，換算 1 股約 37.86 元，低於宣布與鴻海策略聯盟當日的收盤價 39.5 元，更遠低於日月光所提出的每股 45 元公開收購價格，是以輿論多質疑矽品賤賣股權，兩大國際研究機構 Glass Lewis 和 ISS 亦出具報告，建議矽品股東投票反對鴻矽換股案。另外，有論者認為，矽品引入鴻海或許能解決燃眉之急，惟鴻海向來野心勃勃，以業界領導者自居，其日後是否能只滿足於「策略性合作關係」，則尚屬未知¹⁶⁶。由於矽品董事會所作的換股決策，有諸多草率之處，不禁讓人質疑其是否枉顧股東權益，只為保護經營團隊自己的私利？

又，矽品為了與鴻海增資換股，召開臨時股東會就相關事項進行表決，並將將過戶截止日訂於日月光公開收購完成日以前，使其

¹⁶⁶ 參閱許杏宜，敵意併購之防禦：從日月光敵意併購矽品談起，會計研究月刊，第 360 期，2015 年 11 月，頁 91-92。

因股票過戶日技術上之問題，無法列入矽品股東名冊，而被排除於該次臨時股東會之外。日月光遂向法院聲請禁止矽品召開臨時股東會之假處分，主張若該臨時股東會通過發行新股，其將受有 71 億元以上之損害。法院駁回是項聲請，理由是依日月光先前的公告記載，其公開收購矽品 25% 股權之目的為「財務性投資」，則盈虧本難以短期股價表現作評斷，故日月光不得僅因短期股價不如預期，即認為蒙受重大損害而有阻止召開股東臨時會之必要¹⁶⁷。

縱然法院見解如此，矽品董事會明知日月光將於 2015 年 9 月 30 日正式取得其 25% 之股權，且當時並無急迫事由須盡速召開臨時股東會，矽品董事會卻故意將過戶截止日訂在日月光取得股份之前，使其無法與會表達意見，且由於實際握有股權的日月光無法出席投票，而部分已將股份讓與日月光之股東卻尚保有投票權，致使該次臨時股東會至多只有 75% 股權之股東能進行表決，當中並有 25% 為不具效力的虛空投票，則議案之表決結果無法真實反應股東的真意¹⁶⁸。綜前所述，本文認為矽品董事會之行為，似有違反誠信原則以及公司治理原則之疑慮。

在與鴻海增資換股之計畫失敗後，矽品董事會又決議與中國紫光集團簽署策略結盟及認股協議書，使其成為矽品第一大股東，而原股東之股權則被大幅稀釋 33%，且矽品引入中資以對抗日月光的作法，引起輿論譁然，紛紛譏諷其係「引清兵入關」，立法院和經濟部也都設下層層關卡，反對態度相當鮮明。蓋矽品與紫光結盟之

¹⁶⁷ 參閱臺灣臺中地方法院 104 年度裁全字第 134 號民事裁定。

¹⁶⁸ 參閱蔡瑞麟，日月光聲請禁止矽品於特定日期召開臨時股東會之假處分合理嗎？臺灣本土法學雜誌，第 280 期，2015 年 9 月，頁 21-25。

防禦措施，對原股東權益影響甚鉅，亦為公司招致負面形象，其妥適性令人質疑。

本次敵意併購案最終能轉為合意併購，達成雙贏的局面，固然可喜，惟日月光所拋出「成立產業控股公司」之提議，係讓矽品每一普通股換發現金 55 元，且維持其原先之營運模式、人事規章制度、員工薪酬及福利等，此部分與先前日月光向矽品提出第二次公開收購要約時所提供之條件別無二致，使矽品改變態度接受合併的關鍵，乃是控股公司上市後，「矽品」之名稱仍能保留，且日月光亦邀請矽品原來之經營團隊，共同成為控股公司董事會的成員。蓋矽品董事長即明確表示，矽品一直以來堅決反對者乃是敵意併購，對合意併購則不排除考慮，由此可見我國社會氛圍下，合意併購皆可商量，敵意併購則受到強烈排斥，企業經營者將公司視為自身的領地，但凡有人伺機掠奪，其將不計代價，捍衛經營權到底。

第六節 敵意併購之相關訪談

第一項 從主管機關之觀點看我國敵意併購

敵意併購於台灣是否能順利實行，主管機關的態度至關重要，惟其甚少在公開場合表明其立場，故本文於 2017 年 4 月 18 日訪談曾擔任金融監督管理委員會專任委員之 A 先生，以瞭解主管機關對於敵意併購之相關看法。

根據本文以我國上市、上櫃公司為樣本所做之問卷調查結果顯

示，在多數企業的認知當中，主管機關並不支持敵意併購，而 A 先生就此點的回應是：「主管機關實際上對敵意併購本身是採取中性的態度，既不反對也不鼓勵，業界之所以會有主管機關不贊成敵意併購這種猜測，應該是少數特殊案例所帶來的印象，比如說 2012 年韓國遊戲大廠納克森很積極買進我們本土企業遊戲橘子的股權，想要敵意併購，那當時我們經濟部長就在媒體前面公開表態說他支持『合作但不合併』；那國內也曾發生過某間在它所屬產業裡面市值佔到 1% 的大公司面臨敵意併購的情況，當時主管機關也就很強烈暗示出反對的立場。」

又主管機關何以會針對某些敵意併購案例明確表達反對之意，A 先生的回應是：「主管機關會反對這些案例的真正理由也不難想像，主要就是考量到併購後會對市場帶來太多不利的影響，例如像前面講到市值佔產業 1% 的公司，如果它被人家敵意併購，一定造成很大的震盪，所以主管機關就跳出來反對，其他案例也是類似的情形，那多幾次就造成企業的誤解了，其實主管機關並沒有對敵意併購特別苛刻，要看個案會不會衝擊到產業界、擾亂市場平衡，這才是主管機關最關心的問題。」

至於對被判定有引發負面效應之疑慮的併購案，主管機關具體會採取的行動為何，A 先生的回應是：「主管機關會去阻擋，通常是用投審會的審查把它駁回，又或者說如果敵意併購案發生在金融業，金管會有時就會道德勸說，因為金融業是高度監理的行業，公司都不想故意得罪主管機關，所以被勸說之後，想去發起敵意併購的公司通常就打退堂鼓了。」

另外，何以台灣曾發生過的敵意併購案件幾乎都以失敗告終？又主管機關在這些案例中扮演什麼樣的角色？對於這些問題，A先生的回應是：「在台灣目前的社會氛圍下，敵意併購確實是很難成功，併購者一來會受到目標公司的激烈抵抗，二來是輿論壓力非常可怕。主管機關對於每個個案都有很堅定的判斷，不會被輿論風向給左右，但發動敵意併購的企業不可能不顧及形象問題，所以在群眾的影響下也許就會改變決定。那更棘手的問題是目標公司誓死防禦的態度，好幾個有名的敵意併購案，像力晶併購旺宏還有開發金併購金鼎證，它們的防禦手段其實很多爭議，但主管機關的職責是依法行政，所以只能對明確違反現行法律的行為採取行動，其他部分則就不能恣意去干預。」

最後，關於我國敵意併購法制方面之建議，A先生表示：「現在看起來，董事會優先原則是大勢所趨啦，但董事為了自己著想一定會要採用防禦措施啊，這是人之常情，所以我想法上會更謹慎一點，覺得說董事會中立，讓股東來決定要不要防禦敵意併購可能比較保險。那至於現在的法律可以做些什麼？我認為不應該用法律去界定出企業具體可以採行的攻擊或防禦方法，因為只要是對特定行為的要求，都很容易造成法律偏向併購者或目標公司其中一方，這樣是很不公平的，所以如果說法律可以在什麼地方加強，我會說是資訊揭露，只要資訊揭露做得更加充分，股東就比較能做出正確的判斷。」

第二項 從主併公司之觀點看我國敵意併購

除了主管機關之看法，本文認為敵意併購中當事人的觀點亦十分重要，故於 2017 年 4 月 25 日訪談作為主併公司之副總暨法務部門主管的 B 先生，以進一步瞭解敵意併購於實務操作上所面臨之問題。

B 先生表示：「我們討論敵意併購時，應該先區分涉及到的企業是金融機構還是非金融機構，如果是非金融機構，它的主管機關是經濟部，經濟部在併購上向來都比較尊重市場機制的自由運作，不太會去阻擋；那如果是金融機構，它的主管機關是金管會，金管會從監理的角度來看，會認為敵意併購沒辦法一次到位解決所有問題，假設企業雙方爭執不休，一直用訴訟的手段來拖時間延誤併購的進度，或者假設併購方取得目標公司的股權數量不夠，沒能完全掌握住控制權，導致兩家公司之間無法好好整合，這些情形都會衍生出很多困擾，所以金管會通常都會用行政指導的方式來發揮影響力，阻止企業去做敵意併購。」

關於金管會在實務上對敵意併購所展現的態度，B 先生補充說明：「金管會在早期的時候，對敵意併購還沒有採取這麼堅定的反對立場，但它觀察到一些案例的進展過程，例如台新金併購彰銀跟新光金併購元富證的案件，因為併購方沒有一次到位取得目標公司絕對的控制權，之後就像新聞所寫的那樣風波不斷，金管會在管理上也變得非常麻煩；甚至曾經有案例是併購方已經跟目標公司某個大股東談好了要把他手中的股票都買過去，也對金管會給出了雙方

的協議書來做證明，完全勢在必得要拿下目標公司的經營權，沒想到後來有其他股東跳出來堅決反對，還不惜代價一直加碼硬是跟你鬥到底，併購方最後就搞得很狼狽。那金管會在反覆看到很多次敵意併購失敗的情形，還有企業之間的惡鬥之後，自然就越來越保守，對敵意併購變成是不贊成了。」

關於金融業之敵意併購是否有實施的可能性，B 先生透露：「現在如果要用公開收購的方式取得金融事業的控制權，金管會提出了兩個要件，達不到的話，金管會根本不會跟你談後續。這兩個要件一是併購方必須要一次性取得目標公司過半數的股權，而且未來兩年內要完成第二階段的換股，取得 100% 的控制權；二是併購方必須事先取得目標公司董事會的同意，而且除了被收購公司原本就該走的流程，像是找財務顧問或成立特別委員會處理相關事務之外，金管會還要求併購方拿出其他具體的證明，確認說目標公司董事會並沒有太多保留意見，不會在之後突然採取防禦行動去阻礙併購進程。」

就前述金管會對於併購方取得金融事業控制權所提出之先決條件，B 先生進一步解釋：「我們換句話說，金管會雖然不曾在公開場合明確說它禁止敵意併購，但從實務操作上來看，以金融機構為目標公司的敵意併購根本沒有出手的機會，因為金融機構公開收購別家金融機構的轉投資行為，必須事先取得金管會的核准；那非金融機構如果要收購金融機構的股權，它的大股東適格性也必須先經過金管會審核，所以在金管會要求併購方要事先取得目標公司董事會同意才能談後續的情形下，代表它只允許企業合意併購，至於想

去敵意併購的企業，金管會根本不會讓它通過。」

然而，對於金管會的反對態度，B 先生表示理解：「其實金管會禁止金融業敵意併購，我覺得也不能說它太苛，畢竟大多數發生過的敵意併購案例都失敗了，在這點上我感觸特別深，想當年我們敵意併購的時候，雖然本來就有料到目標公司不會乖乖等我們動作，但對方實際採取的手段還是超乎我們想像非常多，中間一些爭議的點先不說，最後他們在股東會上演的那齣很明顯就是違法！我們都很傻眼，但他們目的就是要打訴訟來拖時間，不讓併購繼續進行，總之他們的目的是達到了，這也是我們實務現況下最大的問題，因為目標公司董事會不管採取什麼樣的防禦措施，幾乎都不用面臨任何法律上的負面後果。」

關於法制建議之部分，B 先生的回應是：「我覺得我們要尊重市場機制，所以如果用法規去對敵意併購裡面可以採用的防禦方式作出太多限制，這絕對不是好事，但因為實務上目標公司董事會濫用防禦措施的誇張例子不勝枚舉，所以我認為建立一套標準用來檢驗防禦措施的合法性跟適當性是有必要的。」

我國敵意併購法制之省思

第一節 敵意併購防禦措施之檢討

第一項 現行法制之問題

第一款 目標公司採行防禦措施之權限劃分

我國公司法第 202 條規定：「公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之。」而公司法第 193 條第 1 項規定：「董事會執行業務，應依照法令章程及股東會之決議。」此二條文似有矛盾之處，惟多數學者均認為，股東會與董事會之權職劃分應以第 202 條之規定為基準，至於第 193 條第 1 項所稱，「應依股東會決議」之事項，則係以法令或章程規定得由股東會決議者為限，蓋除該情形以外，董事會就公司業務之執行，無須受制於股東會之意思，而得秉其專業自為判斷¹⁶⁹。故依我國現行法制，目標公司採行敵意併購防禦措施似乎屬於董事會之權限範圍，惟此是否恰當，學界存在不同的觀點，本文整理如下：

傾向支持董事會優先原則之學者認為，股東會的召開曠日廢時，加上股東在專業性判斷上力有未逮，可能難以即時、正確地因應對手奇招百出之併購行為，故宜由董事會決定是否採取敵意併購之防禦措施，且依我國企業併購法第 5 條第 1 項之規定：「公司進行併

¹⁶⁹ 參閱劉連煜，現代公司法，增訂十版，新學林，2014 年 9 月，頁 476、477。

購時，董事會應為公司之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜。」因此，董事會決議採取防禦措施不得僅是出於鞏固自身經營權之目的，而須就股東利益乃至其他利害關係人之利益進行綜合考量，以追求公司整體最大利益¹⁷⁰。蓋敵意併購立法政策之關注焦點，應係檢討公司經營者究竟可以採取何種防禦措施，且如目標公司為上市櫃公司，而其董事會之防禦措施不合理、有違比例原則時，除可追究相關負責人違反董事受託義務之責任外，應可考慮在情節嚴重下停止股票交易¹⁷¹。

傾向支持董事會中立原則之學者則認為，我國上市公司股權型態為股權集中與家族控股之典型，且將近半數的最大股東多透過金字塔結構或交叉持股，增加自身之表決權，蓋表決權與現金流量權偏離的情形下，控制股東之自利行為十分猖獗，因此透過敵意併購創造公司控制權市場實屬必要，亦即以市場力量間接監督公司經營者之表現；惟若經營者得動輒加以防禦，則前述敵意併購對於公司治理之監督效果將會明顯降低，故建議我國應明訂董事會如未經股東會允許，不得任意採行阻礙敵意併購之防禦措施¹⁷²。另外，有學者傾向支持董事會中立原則，惟其指出亦應就相關配套法規進行調整，包括放寬不合理增加併購成本之規定，例如修改公司法第 173 條關於少數股東請求董事會召集股東臨時會之門檻；強化個別股東權限，例如異議股東收買請求權；以及加強資訊揭露義務，給予股

¹⁷⁰ 參閱黃銘傑，我國公司法制關於敵意併購與防衛措施規範之現狀與未來，月旦法學雜誌，第 129 期，2006 年 2 月，頁 154-156。

¹⁷¹ 參閱劉連煜，敵意併購下目標公司董事的受任人義務(受託)義務—以開發金控敵意併購金鼎證券為例，政大法學論叢，第 125 期，2012 年 2 月，頁 37、42。

¹⁷² 參閱王文字，非合意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，第 125 期，2005 年 10 月，頁 172、173。

東充足之資訊，以利其作成是否採行防禦措施之判斷¹⁷³。

蓋支持董事會中立原則的學者，主要是考量到目標公司經營者可能為了自身利益而濫行防禦，侵害股東權益，此一顧慮確實有其道理，然而觀察我國實務現況，加上參考本文對於國內上市櫃公司進行的問卷調查結果（詳見第一章第五節），有高達 76% 之上市櫃公司認為面臨敵意併購時，目標公司採行防禦措施之決定權應交予董事會，顯示出董事優先原則顯然是我國的趨勢，故本文淺見以為，以董事優先原則為前提建構敵意併購法制，將討論焦點放在如何避免董事會違反受託義務，濫用防禦措施，似乎更有助於現實問題的解決。

第二款 目標公司董事之受託義務

公司法第 202 條就經營事項賦予了董事會極大的裁量空間，惟公司法第 23 條第 1 項亦規定：「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。」蓋本條揭示了董事之受託義務包含忠實義務與注意義務，所謂善良管理人之注意義務，係以抽象輕過失為判斷標準；而忠實義務乃是 2001 年我國公司法修正時所引進，然其內涵至今尚不明確，實務上亦缺乏代表性之判決可供依循，學者有謂忠實義務係指公司負責人於處理公司業務時，必須出自為公司之最佳利益之目的而為，不得圖謀自己或第三人之利益，亦即執行公司業務時，應作

¹⁷³ 參閱朱德芳，效率、併購與公司治理——以敵意併購法規範圍為核心，中原財經法學，第 17 期，頁 248-250，2006 年 12 月。

出公正且誠實的判斷，以防止負責人追求公司外之利益¹⁷⁴。惟僅以此基本定義來判斷目標公司董事會所採取之防禦措施是否構成義務違反，似有困難，實務上仍有賴更具體之審查標準。

從公司法第 23 條第 1 項的修正理由可知，我國增訂董事之忠實義務和注意義務係參考英美法之規定，然而美國尚有「經營判斷法則」作為衡量董事義務之標準，我國法則未引進相關規定，實務上能否適用此一法則也存在諸多不確定性。蓋美國對於敵意併購中目標公司之防禦行為採取董事優位主義，認為董事有權決定是否防禦以及啟用何種防禦措施，惟就該決策是否能受到商業判斷法則之保護，考量到目標公司董事可能為了捍衛自身地位而濫行防禦，故美國司法實務提出董事須先通過若干要件之審查，方能適用商業判斷法則，例如德拉瓦州最高法院在 Unocal 案中建立了「合理性」與「比例性」之二階段審查標準，而面對目標公司五花八門的防禦手段，法院也逐漸累積出更多細緻的審查標準，使敵意併購中目標公司董事義務之內涵得到成熟的發展。

又，與台灣同為亞洲國家之日本，雖未以法律對於目標公司董事之防禦行為加以管制，為經濟產業省發布之「企業價值報告書」中表明防禦措施之發動應係在敵意併購對於目標公司企業價值產生威脅時；而「併購防禦措施指導方針」中亦揭示了董事應說明採取防禦措施之目的與相關內容，給予股東充分之判斷資訊，且防禦措施須符合必要性與相當性原則，該指導方針並列出數種可行之防

¹⁷⁴ 參閱許慶源，淺論公司負責人之忠實及注意義務，證券服務月刊，第 645 期，2016 年 1 月，頁 113。

禦措施類型，供目標公司參考。蓋日本當局所發布之報告書與指導方針雖缺少法律強制力，惟其所提出之建議可謂相當具體，對於企業的行為有引導作用，亦能作為司法實務判斷目標公司董事義務之輔助標準。

反觀我國敵意併購實行之現況，目標公司董事往往是到對手已兵臨城下之際，才慌忙加以應對，且在台灣不歡迎敵意併購的社會氛圍下，目標公司採取防禦行動似乎順理成章，甚少有董事詳述其作成防禦決策之理由，而企業雙方攻防之間也時常失控，演變為經營權的惡鬥，傷及公司以及投資人之利益。蓋不論是國巨大毅案、力晶旺宏案、中航台航案、開發金金鼎證案或日月光矽品案中，目標公司董事所採取之防禦措施均備受爭議，存在構成董事義務違反之疑慮，惟這些重要問題卻未成為相關訴訟中的焦點，以致實務上亦無累積出可供日後敵意併購參考之行為準則。

第二項 我國法宜建立敵意併購防禦措施之判斷標準

如前所述，目前我國法下董事義務之內涵尚不明確，以致實務上經常出現目標公司董事會濫用防禦措施的現象，使公司及股東蒙受損害，故建構敵意併購防禦措施相關法制，是極為迫切且重要的議題。

然而，本文對於國內上市櫃公司所進行的問卷調查結果（詳見第一章第五節）顯示，高達 80.1% 之上市櫃公司不贊成我國立法政策檢討目標公司具體上可以採取何種敵意併購之防禦措施；又從本

文與金管會前任委員的訪談內容中，可知主管機關亦不建議以法律界定出具體可行的防禦方式，理由是這些事前限制很容易造成法制偏向併購方，而使目標公司陷於極度不利的處境，本文亦同此見解。

本文認為，建立敵意併購防禦措施合法性與適當性之判斷標準，似乎是我國法制較可以努力的方向，依照問卷調查結果，高達 89.2% 之上市櫃公司均表示贊成此建議。蓋觀察實務現況，目標公司董事濫行防禦的情形層出不窮，主要是因為其多半無須承擔任何法律上的負面後果，惟若國內建立起明確的判斷標準，具體化敵意併購中目標公司董事義務的內涵，則將對董事之行為產生約束作用，使其懼於被追究法律責任而不敢濫用防禦措施。

本文以下擬就我國宜建立之敵意併購防禦措施判斷標準，做出進一步的討論。

第一款 採行防禦措施之目的

限制採取防禦措施之目的，為檢視敵意併購防禦措施合法性的第一步，蓋目標公司進行防禦之目的，不應是出於維護現任經營者既得利益之考量，而須審酌敵意併購案對於公司整體、股東和其他利害關係人之影響，以作出適當之決策。

透過比較法研究，可知各國對於採行防禦措施之目的均相當重視，並發展出若干判斷標準，以美國為例，在 Unocal 案中，德拉

瓦州最高法院確立了目標公司董事為防禦之決策，必須建立在「合理相信該敵意併購案存在危害公司政策與效率之威脅」的前提下，且此「合理相信」的要件須在董事出於善意並為合理調查之後，方能成立；英國公開收購暨合併規則以及歐盟公開收購指令中，則是強調目標公司董事應克盡忠實義務，給予股東關於採行防禦措施之建議時，須拋卻個人或家族之私益，而就股東、公司受僱人及債權人之利益進行考量；日本經濟產業省所發布之「併購防禦措施指導方針」則指出，防禦措施之導入須以維護或提升企業價值為原則，同時考慮利害關係人的權益保障，並以實現股東全體利益為最終目的。

本文認為，判斷敵意併購防禦措施之合法性時，應確保該防禦決策係為對抗不當敵意併購並維護公司與股東之整體利益所為，故限制採取防禦措施之目的，使其細緻化、類型化，應為我國敵意併購法制未來首先應確立之方向。

第二款 防禦措施合法性與適當性之審查標準

我國敵意併購法制未來應確立的方向，除了前述防禦措施之目的以及發動防禦措施應踐行之程序以外，本文認為建立防禦措施合法性與適當性之審查標準亦十分重要。在比較法研究上，美國透過 Unocal 案提出防禦措施的二階段審查標準，而其後 Unitrin 案判決中復對二階段審查標準之「合理性測試標準」和「比例性測試標準」作出更進一步的解釋，使其內涵具體化；又美國司法實務對於其他特殊類型之防禦措施，亦設有各種細緻的審查標準。

不僅美國，日本於「併購防禦措施指導方針」中亦揭示了防禦措施之「必要性」與「相當性」審查原則，要求須在敵意併購案對於目標公司股東之共同利益有所威脅時，方可認定目標公司有發動防禦措施之必要性；且目標公司所採行之防禦手段與其面臨的威脅之間必須具有相當性，蓋此「相當性」之有無，應係經過外部專家之分析，審慎檢討後所為的合理判斷。

相對於美國及日本，我國法目前仍欠缺類似之防禦措施審查標準，故觀察國內曾發生之敵意併購案例，可發現目標公司董事往往不計代價地抵抗敵意併購，其所採取之許多手段均有過當的疑慮。例如國巨併購大毅案中，大毅為了降低股價，不惜公告公司虧損，甚至故意違反規定，堅持延期召開股東會，以求證交所將其打入全額交割股，股價連挫七根跌停板，不僅損及股東之利益，亦對公司營運招致負面影響；中航併購台航案中，台航為稀釋中航股權，決定與陽明海運實行增資換股計畫，惟兩家公司間之換股比率一直備受質疑，專家亦表示無論從產業前景、每股稅後純益或者經營綜效來看，台航股東皆為吃虧之一方；力晶併購旺宏案中，旺宏為了抵制力晶，於章程中訂定「排力晶條款」，不僅過度限制力晶作為旺宏董事之職權，亦剝奪其身為旺宏股東之表決權；開發金併購金鼎證案中，開發金原已取得金鼎證約六成之股權，惟金鼎證公司派為了守住自身經營權，使出封存對手全數選票的違法手段，事後不僅造成員工人心惶惶，亦影響公司正常業務之執行；又日月光併購矽品案中，矽品欲引進鴻海作為「白馬騎士」，惟矽品與鴻海進行股權交換之價格，竟遠低於日月光所提出之公開收購價格，足見經營

者為了抵抗敵意併購，不惜賤賣公司股權。

上述這些案例中目標公司董事之行為，若置於美國法或日本法之審查標準下，應無法通過檢驗，惟在我國現行法制下，卻難以給予其違法的評價。蓋為了避免類似的情形一再發生，損害股東之利益，並影響公司整體價值與營運效率，本文認為我國宜盡早建立敵意併購防禦措施合法性與適當性之審查標準。

第二節 強化資訊揭露

資訊揭露是將公司內部的資訊提供給外部人的一種行為，可促成公司資訊之透明。在企業經營與所有分離之制度下，所有者與管理者間即會因利益衝突、資訊不對稱、責任不對等等原因而發生代理問題，透過資訊的揭露，可降低資訊不對稱，緩解代理問題，外部投資人經過資訊揭露始能對公司進行監督，因此資訊揭露為公司外部監控機制中之一環。又由於所有權及經營權分離，股東對於公司營運狀況及管理者適任程度，係處於無資訊之地位，在缺乏公司營運的內部資訊下，股東無法藉由投票權更換不適任之管理者，因此從股東權利行使之角度而言，資訊揭露亦為公司內部監控機制中，股東行使股東權相當重要之權利。

蓋股東資訊取得來源主要有二，一為公司，一為董事。而股東與公司間之關係，主要是基於公司章程而成立契約關係，然觀察實務所見之公司章程，似乎不會就股東資訊權之行使作相關約定。故公司對股東所負之提供資訊義務，僅得依據相關法規，而在一般傳

統公司法下，股東依公司法得行使之資訊取得權主要為公司法規定公司應備置之年度報表；至於董事之資訊提供義務主要是源自於其對公司之忠實及注意義務，然董事僅對「公司」負忠實及注意義務，對股東個人不負該等責任，因而個別股東似無權限要求董事提供資訊。

在股東僅有權查閱章程、簿冊以及董事會編置之股東會議事手冊的情形下，面臨敵意併購時，目標公司股東是否能從這些有限的途徑中獲取足夠資訊，以判斷其應如何行動，著實令人懷疑。縱然遷就國內實務現況，本文認為宜將是否採行敵意併購防禦措施之決策權交予董事會，然而為了確保防禦措施的合法性與適當性，董事會在決定防禦時，即應具體對股東揭露防禦措施之目的與具體內容等，提高股東的預見可能性，並在合理範圍內依股東意思為之。

在我國現行之法規範下，除了公開收購管理辦法第 14 條第 1 項第 2 款，有針對公開收購之情形，特別規定董事應揭露其建議，若反對並應載明理由之揭露規定外，對於敵意併購中目標公司採行防禦措施之相關重要訊息，則付之闕如，故本文建議法律宜強化資訊揭露義務，要求目標公司董事應向股東告知其決定防禦的原因，例如說明公司股份之價值為何，為何併購者所提出之價格不足以反映公司真實價值，以及哪些因素使公司價值被隱藏等；且董事亦應就防禦措施所欲達成之目的與具體內容，包含可能對股東造成的影響，均一併予以揭露。倘若董事為保自身之經營權，而為不實之說明，將負擔賠償責任，如此一來，才不至於使目標公司股東與經營者間之利益衝突擴大。

第三節 引進英國強制收購制度之可能性

第一項 我國現行之強制收購制度

在我國股權集中的企業環境下，如何防止控制性股東利用其特有之控制地位謀取私利，犧牲其他股東之利益，為立法者必須面對的難題。蓋敵意併購中，主併公司為了奪取目標公司經營權，容易選擇與目標公司控制性股東私下磋商的方式進行收購，此時即可能使少數股東蒙受不利影響，故本文認為應討論我國是否有必要引進英國之強制收購制度，所謂「強制收購制度」，係指公開收購人取得目標公司發行股份達一定控制之比例時，公開收購人負有向目標公司全體股東為要約收購其股份的義務。

民國 91 年我國證券交易法修法時，於第 43 條之 1 第 3 項規定：「任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，除符合一定條件外，應採公開收購方式為之。」觀其立法理由，可知我國是為避免大量收購有價證券，以致影響個股市場價格，故參酌英國立法例，導入強制收購制度之規定。又，實務見解有認，我國強制收購制度之目的在於確保全體股東均有公平出售股票的權利，並能分享控制股份之溢價利益，同時讓股東在公司經營權發生變動時，得選擇退出公司¹⁷⁵。104 年 6 月 15 日證券交易法修法時，上開條文修正為：「任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額或不動產證券化條例之不動產

¹⁷⁵ 參閱參照台北地院 95 年度司字第 1073 號民事裁定。

投資信託受益證券達一定比例者，除符合一定條件外，應採公開收購方式為之。」將不動產投資信託受益證券亦納入強制公開收購的適用範圍。

由於證交法引進強制收購制度，故主管機關亦配合對公開收購公開發行公司有價證券管理辦法（下稱「公開收購管理辦法」）進行修正，該辦法第 11 條第 1 項規定：「任何人單獨或與他人共同預定於五十日內取得公開發行公司已發行股份總額百分之二十以上股份者，應採公開收購方式為之。」此規定以持股 20% 為門檻，較英國制度來得低，惟其並未要求收購人承諾收購所有其他股東之剩餘持股，又五十日的期間亦非一般強制收購制度所常見；另外，為避免過分採用強制收購會使正常投資活動增加不必要的成本，公開收購管理辦法第 11 條第 2 項將某些較不影響股東權益的股份取得行為，排除強制收購之適用。故有學者認為就實際上而言，我國仍未真正引進類似於英國的強制收購制度¹⁷⁶。

本文以下將更為詳細地比較我國與英國強制收購制度間之差異，並介紹該制度支持者與反對者之論點，末則探討我國引進強制公開收購制度的必要性，以作為未來法制之參考。

¹⁷⁶ 參閱王文宇，非合意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，第 125 期，2005 年 10 月，頁 161。

第二項 我國與英國強制收購制度之比較

第一款 適用強制公開收購之基準

我國證券交易法第 43 條之 1 第 3 項規定：「任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額或不動產證券化條例之不動產投資信託受益證券達一定比例者，除符合一定條件外，應採公開收購方式為之。」同條第 2 項規定：「依第二項規定收購有價證券之範圍、條件、期間、關係人及申報公告事項與前項有關取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例及條件，由主管機關定之。」在前開法條的授權下，公開收購管理辦法第 11 條第 1 項將強制收購之基準定為：「任何人單獨或與他人共同預定於五十日內取得公開發行公司已發行股份總額百分之二十以上股份者。」

而英國的公開收購暨合併規則中規定，應適用強制收購之情形有二：(一)任何人單獨或共同取得超過 30% 有表決權之股份；(二)任何人單獨或共同取得超過 30% 以上但未達 50% 之有表決權股份，並擬於 12 個月內再取得超過 1% 之有表決權股份。除了英國，其他採取強制公開收購制度之國家亦是著眼於「控制權移轉」的問題，而以持股 30% 或三分之一作為強制收購之門檻¹⁷⁷。

我國以取得目標公司 20% 之股份作為適用強制收購之門檻，有

¹⁷⁷ 參閱見易建明，兩岸及日本「公開收購制度」之比較研究：以公開收購程序、強制公開收購為中心，台北大學法學論叢，第 51 期，2002 年 12 月，頁 134；林黎華，強制收購制度之研究，兼論我國公司控制權移轉時對少數股東之保護，銘傳大學法律研究所碩士論文，2004 年 6 月，頁 21。

學者即對 20% 是否足以產生控制權之變動提出質疑¹⁷⁸。蓋以我國現行之強制收購規範而言，似乎並非本於控制權移轉之考量。

第二款 豁免強制收購之事由

我國公開收購管理辦法第 11 條第 2 項規定：「符合下列條件者，不適用前項應採公開收購之規定：

- 一、與第三條關係人間進行股份轉讓。
- 二、依臺灣證券交易所股份有限公司受託辦理上市證券拍賣辦法取得股份。
- 三、依臺灣證券交易所股份有限公司辦理上市證券標購辦法或依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心辦理上櫃證券標購辦法取得股份。
- 四、依本法第二十二條之二第一項第三款規定取得股份。
- 五、依公司法第一百五十六條第六項或企業併購法實施股份交換，以發行新股作為受讓其他公開發行公司股份之對價。
- 六、其他符合本會規定。」

上開條文所規定之豁免強制收購事由中，第一款「與關係人進行股份轉讓」、第四款「內部人轉讓股份予特定人」以及第五款「企業間之股份交換」是將無關乎控制權移轉，抑或已就控制權移轉另有規範之情形排除強制收購的適用；第二款「拍賣」和第三款「標購」則是因其屬於大額交易，已另有規定，而不問其是否有造成控

¹⁷⁸ 參閱張心悌，從企業併購論我國公開收購法制，月旦法學教室，第 60 期，2007 年 10 月，頁 94。

制權移轉的可能性，直接排除適用強制收購¹⁷⁹。

反觀英國法制中之豁免強制收購事由，包括超過 50% 股份之股東表示拒絕出售其持股、因新股發行而達到強制收購的門檻、以證券擔保提供貸款、為拯救財務嚴重困難的公司而發行新股或取得已發行之股份等。由此可再次印證我國與英國立法目的上之不同，由於英國採用強制收購制度本係著眼於「控制權移轉」的問題，故其比起我國更加明顯針對「不涉及控制權移轉」之情形排除適用強制收購。

第三款 強制公開收購之標的

依公開收購管理辦法第 11 條第 1 項之規定，我國適用強制公開收購之標的限「股份」，惟若本於控制權移轉之觀點，則強制公開收購之標應限於有行使表決權之可能性的權益證券，蓋英國公開收購暨合併規則中，即認定所有具表決權及不具表決權的權益資本持有人，以及收購人與其共同取得人所持有之具投票權的非權益資本持有人，皆應適用強制收購之規範¹⁸⁰。

因此，現行法就適用強制公開收購之標的，亦排除債權性質之有價證券。惟現行法並未排除無表決權股份，且就新股認購權利證書、認股權憑證、附認股權特別股、轉換公司債、附認股權公司債，如預期可認購或轉換期日距離公開收購甚遠，短期內並無法影響控

¹⁷⁹ 參閱請詳見證期會 91 年 10 月 31 日台財證三字第 0910005506 號、證期會 92 年 8 月 26 日台財證三字第 0920003441 號。

¹⁸⁰ 參閱曾宛如，英國公開收購制度之架構，萬國法律，第 105 期，1999 年 6 月，頁 43。

制權取得，如以控制權移轉之規範為目的，是否有必要將之納入強制公開收購規範，應值斟酌¹⁸¹。

第四款 強制公開收購之效果

依證券交易法第 43 條之 1 第 3 項規定適用強制公開收購之效果，學者認為有兩種可能的解釋，由於本條之立法理由中述及我國係參考英國立法例，故第一種解釋認為我國係採「雙階段強制收購制度」，意即任何人於第一階段取得目標公司超過 20% 之股份時，即必須於第二階段對所有股東提出收購要約；惟另一種解釋則認為我國強制收購制度僅規範單階之行為，意即任何人一開始預定於五十日內取得被收購公司已發行股份總數 20% 以上之股份時，就必須以公開收購方式為之¹⁸²。本文認為，證交法第 43 條之 1 第 3 項已明示強制收購之效果為「採公開收購方式為之」，法條中並無收購要約之規定，更未提及所謂二階段的制度設計，故第二種解釋較為可採。

又，依公開收購管理辦法第 23 條第 1 項之規定，當收購人符合強制收購之要件，而必須以公開收購的方式收購股份時，如應賣有價證券之數量超過預定收購數量，則公開收購人應依同一比例向所有應賣人購買，並將已交存但未成交之股票退還原應賣人。由此可知，我國強制收購制度雖是參考英國之立法例，但實際上並未要求公開收購人負擔向目標公司全體股東為要約收購其股份的義務，此

¹⁸¹ 參閱紀天昌，併購三法通過後我國公開收購法制之分析，法令月刊，第 53 卷第 4 期，2002 年 4 月，頁 62。

¹⁸² 參閱張心愷，從法律經濟分析觀點探討強制公開收購制度，公司證券法制學術研討會論文集，2004 年 5 月，頁 149-150。

與英國的制度極為不同，故有學者認為我國仍未真正引進類似英國的強制收購制度¹⁸³。

第三項 贊成與反對強制收購制度之見解

第一款 贊成之見解

贊成強制收購制度者，其理由主要可歸納為以下三點：

第一，基於股東機會平等原則，認為應確保控制權溢價係由目標公司全體股東共同享有，而不應只由某些股東獨享

第二，公司經營權變動時，強制收購制度將對股東發揮保護作用。有認為敵意併購通常會伴隨公司經營權的變動，故此時應提供少數股東一個退場機制，以避免將來新經營者利用控制地位危害少數股東之權益，而採用強制收購制度即能確保所有股東之股份得以同一溢價被收購。

第三，避免「兩層收購」對股東決定形成壓迫之結果。在收購實務上，收購人可以利用「兩層收購」已完成較低成本之收購，意即先以優惠價格收購被收購公司部分股票，取得對目標公司之控制權，隨後利用其管理被收購公司的權利排除其他非控制股東對公司事務之參與，再提出一個較低的價格收購公司流通在外之其餘股份，而這種作法將使個別股東應賣之決策遭到扭曲。因此，透過強制收

¹⁸³ 參閱王文宇，非合意併購的政策與法制——以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，第125期，2005年10月，頁161。

購制度，要求公開收購人必須對所有股東提出收購之要約，則個別股東無須擔心其可能淪為價值較低之少數股東而競相應賣，也就達到保護股東之目的¹⁸⁴。

第二款 反對之見解

反對強制收購，其理由主要可歸納為以下三點：

第一，就控制權溢價之歸屬而言，控制性股東所負擔之風險，顯然高於少數股東，故縱使其享有溢價，亦符合高風險高收益之原則。又，大股東與小股東持有之股份價值並不相同，蓋收購者向大股東所購買的，不僅是股票本身之利益，更是對於公司之控制力，一旦享有控制權，則其即可依照己意經營公司，因此，即便收購者給予大股東溢價收入亦屬合理，不應要求其對大股東和小股東均提出相同之交易價格¹⁸⁵。

第二，就收購成本而言，強制收購制度使收購者必須購買超過其取得目標公司控制權所需要之股份，形成龐大的收購成本，甚至已凌駕可期待之利益，則此即非有效率之公開收購交易¹⁸⁶。

第三，就小股東之保護作用而言，由於強制收購制度會增加收購成本，故可能造成公開收購交易減少的現象，則公司控制權市場

¹⁸⁴ 參閱王文宇，非合意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，第125期，2005年10月，頁161。

¹⁸⁵ 參閱寧金成、趙麗麗，論公司收購中強制收購制度，鄭州大學學報，第35卷第2期，2002年3月，頁44。

¹⁸⁶ 參閱張心悌，從法律經濟分析觀點探討強制公開收購制度，公司證券法制學術研討會論文集，2004年5月，頁166、167。

之監督功能將因此降低，目標公司無效率的經營者無法適時遭到淘汰，反而損及目標公司小股東之權益¹⁸⁷。

第四項 我國引進英國強制收購制度之必要性

如前所述，支持及反對引進強制收購制度者，各有不同的論點。本文認為，就保護少數股東之立場而言，由於公開收購結果往往涉及經營權或控制權的移轉，故其對全體股東之權益影響重大，惟少數股東在持股比例低且資訊透明程度不足的情形下，處境可謂十分弱勢與被動。而引進強制收購制度，則可讓這些小股東取得控制權市場之資訊，以利其對於是否應賣股份作出正確之判斷。

就控制權溢價的歸屬而言，收購人於公開收購前，即會對目標公司價值以及收購後可獲得之綜效進行評估，據以定出收購價格，而此一價格應為目標公司全體股東所共享，方屬合理。蓋控制性股東持有較多股份，原本即可獲得較高的利潤，不應再使其獨享控制權溢價，否則形同鼓勵收購人投機取巧，透過和控制性股東秘密商談的方式，以與目標公司價值顯不相當之代價獲取經營權。

就收購成本而言，強制公開收購制度固然會提高收購成本，從而可能導致併購案件數量下降的情形發生，惟從案件質量的角度思考，正因為強制收購制度帶來的成本負擔問題，將促使收購人再決議是否收購目標公司時，更加謹慎、實際地評估，惟有收購完成後

¹⁸⁷ 參閱張心悌，同上註，頁 166。

可期待利益確實超越成本的有價值交易，才會被付諸行動，故整體而言有助於提升併購案件之質量。

有些反對強制收購制度的學者主張，我國已具備異議股東之股份收買請求權可作為替代的保障方式，故本文擬對此稍作討論。蓋我國異議股東行使股份收買請求權，主要是依據公司法及企業併購法之規定，而在企業併購法民國 104 年修正前，股東行使該項權利的程序如下：（一）反對股東在股東會前以書面表示異議，或在股東會中以口頭表示異議經記錄；（二）在股東會時放棄表決；（三）反對股東在股東會為決議日起 20 日內，以書面記載股份種類及數量，向公司提出；（四）公司應於股東會決議日起 60 日內與股東協議價格，如協議達成，公司應於決議日起 90 日內支付價金；如協議不成，股東則應於該 90 日內聲請法院核定價格。

除了程序複雜、行使不易之外，當股東與公司協議價格不成時，尚須由股東來聲請法院裁定，自行負擔提出的成本並承受失權的風險，則在此情況下，小股東一般而言不會選擇行使股份收買請求權。惟民國 104 年 7 月 8 日修正公布最新版本之企業併購法後，其第 12 條有關異議股東行使股份收買請求權之規定作出了調整，要求當股東與公司在價格上未能達成協議時，公司仍應自決議日起 90 日內，依其所認為的公平價格支付價款予未達成協議之股東；若未支付者，則視為同意股東請求收買的價格。又，關於價格協議不成時，聲請法院裁定的責任、相關程序費用及檢查人之報酬，均改由公司負擔。

較諸於原先的規定，修正後之企業併購法對於小股東的保障有了顯著的提升，然而，異議股東之股份收買請求權畢竟必須由小股東在充分瞭解自身權利後主動行使，且程序可謂相當繁瑣；強制收購制度則是直接要求公開收購人向目標公司全體股東為要約收購其股份，就維護小股東權益的觀點而言，不僅使保障更加確實，過程亦更為便利。

綜上所述，本文認為我國宜引進英國之強制收購制度，以健全股票市場的公平遊戲規則，並貫徹對於少數股東權益之保障。



結論

敵意併購本身為中性行為，不應一概肯定或否定之。有時敵意併購之提案可能威脅目標公司、其股東及利害關係人的權益，此情形下即應採取防禦措施以阻止損害發生；惟敵意併購有時可發揮監控企業經營之功能，以世界知名的迪士尼公司為例，其自 1984 起由董事長艾斯納掌權將近 20 年，期間公司治理方面的表現備受批評，卻遲遲未見改善，直到 2004 年康卡斯特公司對迪士尼發動敵意併購，強烈的「棒喝」效果促使迪士尼重整經營團隊，並積極針對各項由來已久的陋習進行改革，公司的整體績效亦因此提升，足見敵意併購亦有其積極意義。

然而，在我國當前的社會環境下，欲客觀看待敵意併購的優點委實不易。蓋未經目標公司董事會同意，即發起併購爭奪公司經營權的行為，原本即有違華人「以和為貴」的傳統文化，加上由敵意併購在台灣的發展歷程可知，早期敵意併購大多充作個人或家族擴張企業版圖的手段，其中不乏巧取暗奪與玩弄法令，故不見容於金融相關規制，也讓大眾對於其正當性存有疑慮。而我國家族企業觀念濃厚，敵意併購多與「掠奪他人家產」的負面印象掛勾，併購方不僅會遭受目標公司經營團隊的激烈抵抗，亦必須承擔龐大的輿論壓力，種種情況均大幅增加敵意併購之難度。

在前述的社會氛圍下，敵意併購中目標公司的董事會採取防禦措施彷彿順理成章，甚少人會質疑該敵意併購案是否確有防禦之必要？董事會作此決策是否僅係為了維護自身的經營權？蓋研究顯

示，我國企業屬於「少數控制股東結構」，公司控制權與現金流量權有所偏離，容易導致控制股東貪圖私利而罔顧公司整體及小股東利益的亂象發生；事實上，觀察國內曾發生過的敵意併購案例，不論國巨併購大毅案、力晶併購旺宏案、中航併購台航案、開發金敵意併購金鼎證案或日月光併購矽品案，目標公司董事會為捍衛自身地位，均數次採取過當甚至違法的防禦措施，卻造成公司以及股東利益受損的結果，且由於現行法下欠缺對於敵意併購與防禦措施之完整規範，類似的情形只會一再重演，亂象無法得到消弭，顯示我國建構敵意併購法制是真實且必須即刻面對的議題。

關於目標公司面臨敵意併購時，其接受或拒絕併購之決定權，究應落在董事會或股東會之權限範疇內，本文參酌公司法第 202 條之規定、實務現況以及對上市櫃公司問卷調查之結果，認為「董事優位主義」似乎是國內的趨勢，惟董事會濫行防禦的例子不勝枚舉，故建立敵意併購防禦措施的判斷標準實屬必要，本文透過對美國、英國、德國、歐盟及日本的比較法研究，建議我國應限制採取防禦措施之目的，以確保目標公司董事會採取防禦措施，不是出於維護自身既得利益之考量，而係審酌敵意併購案對於公司整體、股東和其他利害關係人之影響，所作出之適當決策；且亦應確立防禦措施合法性與適當性的審查標準，具體化敵意併購中目標公司董事義務之內涵，以避免經營者濫用防禦措施，對公司和股東造成損害。

另外，基於對目標公司股東權益的保障，本文亦建議我國應強化資訊揭露及考慮引進英國之強制收購制度。前者係透過對於目標公司股東的充分揭露，以解決經營者與股東間資訊不對稱的問題，

使股東對於董事會採行防禦措施的詳情有所瞭解，因而能適時表達意見；後者則係確保敵意併購成功後，目標公司所有股東之股份得以同一溢價被收購，以達成保護少數股東權益之目的。



參考文獻

一、中文書籍

1. 千春暉，併購經濟學，清華大學出版，2004年4月。
2. 王文字，公司與企業法制(二)，元照出版有限公司，2000年。
3. 李開遠，證券管理法規新論，五南書局，2006年修訂四版。
4. 邵萬欽，美國企業併購浪潮，中國商務出版社，2005年1月。
5. 曾宛如，公司管理與資本市場法治專論(一)，2002年10月。
6. 黃日燦，法律決勝負—企業併購與技術授權，天下遠見出版公司，2004年初版。
7. 楊佳璋、張子，經營權爭霸：企業敵意購併攻防戰，商周出版，2001年11月。
8. 葉銀華、李存修、柯承恩，公司治理與評等系統，商智文化事業股份有限公司，2002年第一版。
9. 劉連煜，公司監控與公司社會責任，五南出版社，1995年9月。
10. 劉連煜，現代公司法，增訂十版，新學林，2014年9月。
11. 劉連煜、林國全、洪秀芬、曾宛如合著，股東會委託書之管理，元照，2007年5月。
12. 賴英照，股市遊戲規則：最新證券交易法解析，自版，2006年2月。
13. Justice Holland, Randy J. 著，陳春山主持翻譯，美國公司法—德拉瓦州公司法經典案例選輯，新學林出版社，2011年10月。

二、期刊與研究報告

1. 方俊儒、李秀英、龍春伶，獨立董監事對公司績效與盈餘品質之影響—控制股東之調節效果，會計與公司治理，第 5 卷第 1 期，2008 年 6 月。
2. 方嘉麟，論股東會與董事會權限之劃分——對經營權爭奪之影響，載：財經法新課題與新趨勢，2011 年 5 月。
3. 王元章、張椿柏，核心代理問題對盈餘管理之影響，會計審計論叢，第 2 卷第 2 期，2012 年 12 月。
4. 王文宇，非合意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，第 125 期，2005 年 10 月。
5. 王文宇，資產證券化法治之基本問題研析，月旦法學雜誌，第 88 期，2002 年 9 月。
6. 朱德芳，效率、併購與公司治理—以敵意併購法規為核心，中原財經法學，第 17 期，2006 年 12 月。
7. 江義平、郭崑模，台灣中小企業策略聯盟發展方向之探討~以配合亞太營運中心計畫為例，管理評論，第 17 卷第 2 期，1998 年 7 月。
8. 李宗榮，臺灣企業集團間親屬網路的影響因素，臺灣社會學刊，第 46 期。
9. 李振宇、蘇威傑，研發承諾與營運績效：以台灣家族企業為例，組織與管理，第 2 卷第 2 期，2009 年 8 月。
10. 李顯峰，歐盟產經政策與發展，主要國家產經政策動態季刊，第 2 期，2001 年 6 月。
11. 易建明，兩岸及日本「公開收購制度」之比較研究：以公開收購程序、強制公開收購為中心，台北大學法學論叢，第 51 期，2002 年 12 月。
12. 林國彬，董事忠誠義務與司法審查標準之研究—以美國德拉瓦州公司法為主要範圍，政大法學評論，第 100 期，2007 年 12 月。

13. 林國彬，敵意併購防禦措施之研究—黃金降落傘(Golden Parachute)，萬國法律，第 152 期，2007 年 4 月。
14. 林翠蓉、張力、侯啟嫻、曾韻如，家族所有權、公司治理與公司績效關係之實證研究，績效與策略研究，第 8 卷第 1 期，2011 年 3 月。
15. 林嬋娟、張哲嘉，董監事異常變動、家族企業與企業舞弊之關聯性，會計評論，第 48 期，頁 33，2009 年 1 月。
16. 林黎華，英國強制收購制度之研究，證券暨期貨月刊，第 23 卷第 2 期，2005 年 2 月。
17. 林穎芬、洪晨桓、陳羽甄，家族與非家族企業之總經理替換與相對績效的關聯—以台灣上市公司為例，管理評論，第 30 卷第 3 期，2011 年 7 月。
18. 洪榮華，陳怡珮、許凱婷，從代理理論觀點探討家族企業之股票買回行為，台大管理論叢，第 21 卷第 1 期，2010 年 12 月。
19. 洪榮華、蔡盈如、郭怡萍、江佳妮，經理人樂觀傾項、家族企業特性對投資現金流量敏感度之研究，管理與系統，第 20 卷第 1 期，2013 年 1 月。
20. 紀天昌，併購三法通過後我國公開收購法制之分析，法令月刊，第 53 卷第 4 期，2002 年 4 月。
21. 徐洪濤，公司反收購法律制度研究，深圳證券交易所綜合研究所研究報告，2006 年 3 月。
22. 高蘭芬、陳振遠、李焮慈，資訊透明度及席次控制權與現金流量權偏離對公司績效之影響—以台灣電子業為例，台灣管理學刊，第 6 卷第 2 期，2006 年 8 月。
23. 張心悌，從法律經濟分析觀點探討強制公開收購制度，公司證券法制學術研討會論文集，2004 年 5 月。
24. 曹壽民、金成隆、呂學典，股權結構與多角化，台大管理論叢，第 22 卷第 1 期，頁，2011 年 12 月。
25. 許士軍，家族主義專業主義與創業—以華人企業為背景的探討，管理評論，第 16 卷第 1 期，1997 年 1 月。
26. 許杏宜，敵意併購之防禦：從日月光敵意併購矽品談起，會計

- 研究月刊，第 360 期，2015 年 11 月。
27. 許家銘，敵意併購在我國法制之問題與攻防策略實例，康寧學報，第 9 期，2007 年 6 月。
 28. 許慶源，淺論公司負責人之忠實及注意義務，證券服務月刊，第 645 期，2016 年 1 月。
 29. 郭大維，我國公開收購制度之探討—兼論英美相關立法例，臺北大學法學論叢，第 65 期，2008 年 3 月。
 30. 郭庭昱，台航股東權益抵不過政治正確？交通部主導陽明、台航交換股權，被指衝著中航而來，今周刊，第 530 期，2007 年 2 月 15 日。
 31. 陳彥良，防禦措施法制之研析（上）—德國法啟示兼論金鼎案之實證，台灣本土法學雜誌，第 86 期，2006 年 9 月。
 32. 陳麗娟，美國企業併購法防禦收購措施之研究：以德拉瓦州公司法為例，東海大學法學研究，第 25 期，2006 年 12 月。
 33. 曾宛如，股東會與公司治理，臺大法學論叢，第 39 卷第 3 期，2010 年 9 月。
 34. 曾宛如，英國公開收購制度之架構，萬國法律，第 105 期，1999 年 6 月。
 35. 黃仟文、朱斌好，評估政府資助中小企業技術創新之效果—以「小型企業創新研發計畫」為例，中山管理評論，第 17 卷第 4 期，2009 年 12 月。
 36. 黃光國，華人的企業文化與生產力，應用心理研究，第 1 期，1999 年 3 月。
 37. 黃銘傑，我國公司法制關於敵意併購與防禦措施規範之現狀與未來，月旦法學雜誌，第 129 期，2006 年 2 月。
 38. 黃慧嫻，公開收購活動涉及之法律問題淺析—以美國及歐盟對於敵意收購之制約為例，科技法律透析，第 15 卷第 1 期，2003 年 1 月。
 39. 葉銀華，台灣公司治理的問題與改革之道，證券暨期貨管理月刊，第 20 卷 11 期，2002 年 11 月。

40. 葉銀華、李存修，健全台灣之公司法制機制—從台灣出發，中華公司治理協會準則委員會研究計畫報告，2003年4月。
41. 虞邦祥、林月雲、張小鳳，傳承或變革：臺灣企業接班歷程之質性研究，組織與管理，第2卷第1期，2009年8月。
42. 廖大穎，股東會與董事會(二)—企業自治與章程調整董事會權限，台灣法學雜誌，第168期，2011年1月。
43. 廖大穎、谷湘儀、葉仕國、蔡振宏，企業籌資法務與個案分析，元照出版，2011年第2版，頁269。
44. 劉連煜，健全獨立董監事與公司治理之法制研究—公司自治、外部監控與政府管制之交錯，月旦法學雜誌，第94期，2003年2月。
45. 劉連煜，現行上市上櫃公司獨立董事制度之檢討暨改進方案—從實證面出發，政大法學評論，第114期，2010年4月。
46. 劉連煜，敵意併購下目標公司董事的受任人義務(受託)義務—以開發金控敵意併購金鼎證券為例，政大法學論叢，第125期，2012年2月。
47. 蔡瑞麟，日月光聲請禁止矽品於特定日期召開臨時股東會之假處分合理嗎？臺灣本土法學雜誌，第280期，2015年9月。
48. 戴志傑，公司法上「經營判斷法則」之研究，月旦法學雜誌，第106期，2004年3月。

三、論文

1. 李星翰，敵意併購下防衛措施適法性之研究—以美國法為中心，國立成功大學法律學系碩士班碩士論文，2016年6月。
2. 周芝君，非合意併購與反併購之研究，國立臺北大學法律學系碩士論文，2008年7月。
3. 林明謙，股權結構、董事組成對大股東介入股市行為影響之研究，輔仁大學金融研究所碩士論文，2001年7月。
4. 林俊宏，公司治理體系下控制權市場之定位，政治大學會計學系研究所碩士論文，2006年7月。
5. 林黎華，強制收購制度之研究，兼論我國公司控制權移轉時對少數股東之保護，銘傳大學法律研究所碩士論文，2004年6月。
6. 紀佳良，控股公司架構下少數股東保護之研究，臺灣大學法律研究所碩士論文，2003年6月。
7. 莊哲鳴，敵意併購法規範之研究，國立政治大學法律學院法律學系碩士論文，2007年1月。
8. 陳怡靜，股東權利保護之研究—以敵意併購之目標公司股東為核心，國立臺北大學法學系碩士論文，2007年8月。
9. 陳玲安，從敵意併購制度的比較研究看我國應有的制度建構，國立中正大學法律學研究所碩士論文，2008年6月。
10. 楊惠茵，比較法上敵意併購防禦措施於我國適用之可行性，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文，2014年6月。

四、英文書籍

1. Adolf Berle, Means Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property* (1938).
2. Aranow, Edward Ross, Einhorn, Herbert A., *Tender Offers for Corporate Control* (Columbia University Press 1973).
3. Carney, William J., *Mergers and Acquisitions: Cases and Materials* (Foundation Press 2000).
4. Clark, Robert Charles, *Corporate Law 547*(Aspen Publishers 1986).
5. Geoffery Owen, Tom Kirchmaier and Jeremy Grant, *Corporate Governance in the US and Europe : Where Are We Now?* Palgrave Macmillan (2006).
6. Loss, Louis, Seligman, Joel, *Fundamentals of Securities Regulation* (Aspen Publishers 1983).

五、英文期刊

1. Alexander Ljungqvist & Tim Jenkinson, *Hostile Stakes and the Role of Banks in German Corporate Governance* (1997).
2. Curtis J. Milhaupt, *In the Shadow of Delaware? The Rise of Hostile Takeovers in Japan*, *The University of Michigan Law School, The Law and Economics Workshop* (2005).
3. Erik Berglöf & Mike Burkart, *European Takeover Regulation*, *Economic Policy*, Vol. 36 (2003).
4. Ernesto Hernandez Lopez, *Bag Wars and Bank Wars, the Gucci and Banque National de Paris Hostile Bids : European Corporate Culture Responds to Active Shareholders*, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. 9, No. 1 (2003).
5. John Armour and David A. Skeel, Jr, *Who Writes the Rules for Hostile Takeover, and Why?-The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation*. *Law Working Paper N.73* (2006).
6. Kenyon-Slade, Stephen, *Mergers and Takeovers in the US and UK*,

Law and Practice (Oxford University Press 2003).

7. Lucia Arye Bebchuk & Allen Ferrell , A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition, Harvard Law and Economics Discussion Paper No.309 (2001).
8. Lucia Arye Bebchuk & Allen Ferrell , A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition, Harvard Law and Economics Discussion Paper No.309 (2001).
9. Martin Höpner and Gregory Jackson, An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate overnance, MPIFG Discussion Paper (2001).
10. Ministry of Economy, Trade and Industry Ministry of Justice, Guidelines Regarding Takeover Defense for the Purposes of Protection and Enhancement of Corporate Value and Shareholders' Common Interests , May 27, 2005.
11. Morck, Randall, Andrei Shleifer, Robert W Vishny, Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, Journal of Financial Economics, Vol. 20 (1987).
12. Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, Corporate Ownership Around the World, Vol. 54, No. 2 (1999).
13. Richard W. Painter & Christian Kirchner , Takeover Defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform, The American Journal of Comparative Law, Vol. 50, No. 3 (2002).
14. Ronald J. Gilson & Curtis J. Milhaupt, Choice as Regulatory Reform: The Case of Japanese Corporate Governance, Columbia Law and Economics Working Paper, No. 25 (2004).
15. Ronald J. Gilson, Controlling Shareholders And Corporate Governance: Complicating The Comparative Taxonomy, Harvard Law Review, Vol. 119, No. 6 (2006).
16. Yin-Hua Yeh & Tracie Woidtke, Commitment or entrenchment?: Controlling shareholders and board composition, Journal of Banking & Finance, Vol. 29, No. 7 (2005).

六、網路資源

1. 張雅惠，「辜家大勝！拿下八席董事，官股只拿四席」，2007/6/16 大紀元新聞網，網址：
<http://www.epochtimes.com/b5/7/6/15/n1745179.htm>
2. 「全球並購再掀熱潮，數量及總額均創歷史新高」，2016/12/9 中國財經報網，網址：
http://www.cfen.com.cn/sjd/xw/gj_7270/201611/t20161109_2454411.html
3. 藍弋丰，「2015 購併案發燒年，總金額規模創紀錄」，2015/12/10 財經新報，網址：
<https://finance.technews.tw/2015/12/10/2015-is-the-year-of-the-deal/>
4. 黃日燦，「國巨敵意併大毅出師不利」，2012/4/5 經濟日報，網址：
http://www.mapect.com/media_show.php?the_no=czoZOiI2NTEiOw==&mother_class_the_no=czoXOiIyIjs=&class_the_no=czoYOiI0NyI7
5. 「大毅大股東砸錢坑國巨 積極回補股票：與國巨不可能合作」，2007/5/14 蘋果日報，網址：
<http://www.appledaily.com.tw/appledaily/article/finance/20070314/3315437/>
6. 魏鑫陽，「大毅董監改選，國巨全軍覆沒」，2007/8/23 蘋果日報，網址：
<http://www.appledaily.com.tw/appledaily/article/finance/20070823/3754701/>
7. 林詩茵，「證交所：大毅延遲股東會理由遭經濟部不准，7月3日起打入全額交割」，2007/7/2 精實新聞，網址：
<https://www.moneydj.com/KMDJ/News/NewsViewer.aspx?a=afd55b3e-52dc-4c9d-a5f1-b4db0a10eaf2>
8. 黃日燦，「力晶從叱吒風雲到黯然落幕」，2013/5/2 經濟日報，網址：
<http://www.jonesday.com/zh-CHT/----05-02-2013/>
9. 周志恆、何易霖，「力晶夢幻聯軍，強攻旺宏董事會」，2007/5/21 聯合新聞網，網址：

<http://blog.xuite.net/syhsong/JETPard/11692951-%E5%8A%9B%E6%99%B6%E5%A4%A2%E5%B9%BB%E8%81%AF%E8%BB%8D+%E5%BC%B7%E6%94%BB%E6%97%BA%E5%AE%8F%E8%91%A3%E4%BA%8B%E6%9C%83+>

10. 洪友芳，「徵委託書 力晶擬告旺宏偷跑」，2007/05/31 自由時報，網址：<http://news.ltn.com.tw/news/business/paper/133050>
11. 黃日燦，「台航經營權爭奪戰，官民大門法」，2012/4/13 經濟日報，網址：
http://www.mapect.com/media_show.php?the_no=czozOiI2NTQiOw==&mother_class...
12. 李錫銘，「陽明台航進行股份交換，建立產業策略夥伴關係」，2007/2/12 中華日報航運電子報，網址：
<http://www.cdnsnsp.com.tw/news/newsold/96/9602/nw0212/03.HTM>
13. 王憶紅，「捍衛台航，陽明加碼十億元買股」，2007/2/15 自由時報，網址：<http://news.ltn.com.tw/news/business/paper/116684>
14. 陳懋蔚，「中航告陽明台航換股無效」，2007/3/23 蘋果日報，網址：
<http://www.appledaily.com.tw/appledaily/article/finance/20070323/3339982/>
15. 王憶紅，「台航股東會延後，中航聲請無效」，2007/5/12 自由時報，網址：<http://m.ltn.com.tw/news/business/paper/130028>
16. 郭維邦，「台航改選：公股要奧步，中航落空」，2007/11/16 經濟日報，網址：<http://city.udn.com/54543/2507608>
17. 鍾榮峰，「矽品股臨會電子投票，鴻海日月光拚勝出」，2015/10/11 中央通訊社，網址：
<http://www.taiwannews.com.tw/ch/news/2818026>
18. 鍾榮峰，「矽品鴻海換股案，矽品股臨會表決未過」，2015/10/15 中央通訊社，網址：
<http://www.cna.com.tw/news/firstnews/201510155010-1.aspx>
19. 陳懿勝，「抗紫光，日月光宣布 1313 億併矽品」，2015/12/14 大紀元新聞網，網址：
<http://www.epochtimes.com.tw/n151148/%E6%8A%97%E7%B4%AB%E5%85%89--%E6%97%A5%E6%9C%88%E5%85%89%E5%AE%A3%E5%B8%831313%E5%84%84%E4%BD%B5%E7%>

9F%BD%E5%93%81.html

20. 鍾榮峰「日月光二次收購矽品失敗，退還應賣股票」，2016/3/17
中央通訊社，網址：
<http://www.cna.com.tw/news/firstnews/201603175012-1.aspx>
21. 涂志豪，「紫光投資矽品…喊卡」，2016/4/28 中時電子報，網
址：
<http://www.chinatimes.com/newspapers/20160428000049-260202>
22. 鍾榮峰「日月光矽品合設產業控股，在台美上市」，2016/5/26
中央通訊社，網址：
<http://www.cna.com.tw/news/firstnews/201605265018-1.aspx>



附錄一：

我國上市櫃公司對敵意併購之態度調查問卷

編號	判斷項目	非常同意	同意	無意見	不同意	非常不同意
1	敵意併購這種商業手段有其存在之必要性。					
2	我國之企業普遍能接受敵意併購。					
3	我國主管機關不反對企業進行敵意併購。					
4	面臨敵意併購時，目標公司採行防禦措施之決定權應交予董事會。					
5	面臨敵意併購時，目標公司採行之防禦措施，應受合理、誠信及比例原則所制約。					
6	我國目前發生過的敵意併購案中，目標公司所採取之防禦措施多半無過當的傾向。					
7	我國立法政策宜檢討目標公司具體上可以採取何種敵意併購之防禦措施。					
8	我國宜建立敵意併購防禦措施合法性與適當性之審查標準。					
9	我國法制宜加強敵意併購中對於股東之資訊揭露。					
10	我國宜引進類似英國之強制收購制度，以保障少數股東之權益。					