

## 第六章 企業併購法制之經濟分析

### 第一節 企業併購法制的經濟學基礎分析

企業併購作為一種經濟行為，首先進入的是經濟學家的學術視野。經濟學家對企業併購的理論基礎從不同角度進行了充分的論證。主要有以下理論：

#### 第一項

何謂代理成本理論，簡單地說，代理理論所關切的是：在雙方合致之契約關係(尤其是勞務契約)中，由於契約之相對人並非本人之分身，其自身利益與本人利益並非完全一致，因此在契約履行過程中，一方面不僅不容易有赴湯蹈火，在所不辭的積極態度，他方面更可能產生監守自盜或吃裡扒外之類的損人(本人)利己行為。<sup>1</sup>代理成本包括三項內容：一、股東所支出的監控成本(Monitoring expenditures)，例如防範管理階層有超常規花費的成本；二、管理階層所支出的欲令股東相信其將忠實履約的成本(Bonding expenditures)，這一成本包括金錢與非金錢成本(Non-expenditures)在內；三、因管理階層所作決策並非最佳決策，導致委託人財產上所受的損失(The residual loss)。

Jensen and Meckling認為經理人有潛在的動機將公司資源配置在對自己有利，卻不一定會為股東創造利益的地方，因而產生了代理問題。為解決代理問題而衍生許多監督機制，內部機制包括，董事會監督、經理人所有權(Ownership by Managers)與經理人的激勵或解雇；外部機制則包括，資本市場、管理階層人力市場(Labor Market for Executive)與法人投資者(Institutional Investors；或稱機構投資者)的監督。<sup>2</sup> Morck,

---

<sup>1</sup> 請參閱邵慶平，論股份有限公司(法制)中所有與經營的合一與分離，月旦法學教室 34 期，頁 89-91。

<sup>2</sup> See Jensen, M. and W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics.

Shleifer and Vishny認為，管理者與股東之間衝突的產生，主要是由於公司管理階層，通常並非公司的獨資擁有者，因此，管理者必須與股東分享經營成果，而從事過度消費時的費用，則可由其他股東分攤；所以在管理者並未擁有公司重大股權時，可能會從事一些非股價極大化的行為，例如：過度消費額外津貼（Excess Consumption of Perquisites）（如增加員工分紅及董監事酬勞等）、或從事次佳（Sub-optimal）風險的活動。管理者在公司的所有權增加時，管理者的利益便逐漸傾向與股東一致，進而導致管理者消費較低的額外津貼，並向股東報告較高額的盈餘，在從事購併決策時，也將會就其是否為一淨現值大於零的投資案的角度進行評估。<sup>3</sup>

一些學者針對管理者所有權對股東財富的影響所做的實証分析之結果顯示，管理者所有權較低的公司，在購併事件中產生負向的超額報酬，也傾向支持Jensen and Meckling 的觀點（Lewellen, Leoderer, and Rosenfeld, 1985）。因此，基於代理理論與相關的實証結果顯示，主併公司的管理者所有權與購併宣告的異常報酬間，應呈現正相關。依簡秀薇（1998）的研究歸納出，購併為解決代理問題的方式，Fama and Jensen 於1983 年主張，公司的代理問題可以藉由適當的組織設計來解決，亦即在公司的經營權與所有權分離時，則公司的決策系統亦應將決策管理（開始與執行）與決策控制（同意與監督）分離，如此可限制個別決策代理人的權力，以避免損害股東的權益，此為經由內部機制的設計以達有效控制代理問題之目的。至於購併則為控制代理問題的外部機制之一；因為，若管理當局不當決策使公司的股價被低估，就極有可能發生公司被敵意併購的情形。在敵意收購成功後，主併公司通常會解雇目標公司的管理當局，就算管理者能倖免於被解雇的威脅，也會喪失被公司購併前所享有的自主權。因此，為避免被購併時可能遭解雇或喪失自主權的威脅，管理當局將會採取行動，以符合股東利益最大化的目標。

---

<sup>3</sup> See Morck, Shleifer and Vishny, Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612。

## 一、管理者主義 (Managerialism)

相對於視收購為解決代理問題方法之一的觀點，另有部分學者則視收購為一種代理問題的表現而非解決之道。以管理者主義做為複合式收購 (Conglomerate Mergers) 的解釋變數，首先由Mueller 於1969 年提出，他假設管理者的報酬是公司規模的函數，故管理者將會傾向藉購併活動擴大公司規模；因此，管理者主義理論主張代理問題並未因收購活動而解決，事實上收購活動正是顯示出經理人無效率外部投資的代理問題。

## 二、自大假說 (Hubris Hypothesis)

Roll 於1986 年曾就購併活動進行研究，他認為在假設市場具有強勢效率性下，目標公司的現行市價將會反應其真實價值，至於主併公司認為目標公司所擁有的較高價值，根據作者本身意見，其實是因自大而來。另外，主併公司的管理者在評估目標公司時，往往會因為自大而過於樂觀，所以可能會在購併不具價值的目標公司，仍自信其判斷是正確的，因此，購併活動對主併公司並無好處。無論是法學上的法人實在說或擬制說還是經濟學上的廠商理論，都認為公司是一個不能自行活動的組織體，終究須由自然人來代表其行使權利並承擔責任。由於所有權和經營權的相互分離，作為出資者的股東和作為經營者的經理人層形成了一種委託代理關係，通過這種委託代理關係可以獲得“分工效果”和“規模經濟”，但是這種經濟效益的獲取是以經營者忠實地服務于所有者為前提的。然而在實際經濟運行中，由於管理層不僅存在對自身利益的追求，而且總是追求自身效用的最大化，是以“沒有任何理由或證據可以表明他們是無私的，或者會自然地與股東的利益保持一致”，因而管理層的偷懶、不負責任以及以種種手段攫取公司財物從而損害股東的利益等行為必然產生代理成本。代理成本主要源於三個方面，一為資訊不對稱，管理者用於關於企業經營過程中各種收支的真實資訊，但股東由於不參與經營管理，除非付出很好的監督成本，否則無法獲得相應的資訊，以檢驗管理者的忠實和誠懇；二為管理階層存在的道德風險，管理階層可能利用其經營決策等優勢，為自身利益進行掠奪

性資產轉移行為或者過度風險行為或者逆向選擇；三為管理階層是具有獨立利益行動目標的“經濟人”，而且存在著機會主義傾向，其行為目標與股東目標不可能完全一致。在規範的委託代理理論中代理成本被解釋為：“假設不存在資訊不對稱，也就是說代理人的行為（例如他的努力程度）是可以觀察到的，其他資訊也都是共用的，那麼，即使是在不確定條件下，委託人也能保證代理人得到其保留效用和努力激勵的約束下，找到使委託人效用最大化的對於代理人的支付方案，這個方案通常叫做最佳方案（First Best）。但是，如果考慮到資訊不對稱，例如代理人的努力是不能被觀察到的，那麼在不存在確定性的情況下，由於工作績效不僅取決於代理人的努力，而且取決於不同的環境條件等自然狀態，而努力又是不能被觀察到的，求解出支付方案便遇到了最佳風險分擔和最佳激勵之間的兩難選擇，即如果要使代理人有激勵採取股東合意的行為，則由於報酬是與業績掛鈎的，而業績又不完全取決於經理的努力，經理就必須承擔相當的風險，通常認為經理對待風險是採取迴避態度的，因此，這在風險分擔的安排上就不是最佳的，反之，如果要滿足最佳的風險安排，則代理人的激勵就會不足，通常這種情況下的支付方案被稱作次佳方案（Second Best）。這個方案與最佳方案的偏離就構成了代理成本。”為降低代理成本，經濟學界從企業融資、經理報酬和公司治理結構等方面進行了積極的探索。

企業併購是降低代理成本的有效途徑。代理成本產生的根本原因在於所有權和經營權的分離，使得所有者和經營者割裂為不同的利益個體，從而在資訊不對稱和道德風險的誘因下導致經營者對所有者的背棄。而企業併購作為經營者的管理階層通過收購行為，成為目標公司的股東，從而完成了經營角色和股東角色的重疊。從本質上，企業併購是對兩權分離的公司制度的一種背叛，將所有權和經營者統一到同一個體身上，從而從根本上消除了資訊不對稱以及利益不一致的道德風險問題，從這個意義上說，企業併購是降低代理成本的一種最為徹底的途徑。所以降低代理成本理論成為企業併購主要的理論依據。許多報酬安排和管理人員的人才市場可以

緩和代理問題。如企業可以通過諸如獎金和執行期權等方式，將管理者的報酬與經營業績聯繫在一起，然而股票市場和企業併購市場為解決代理問題提供了最後的解決手段，也是最嚴厲的解決手段。企業併購市場假定，公司管理效率與公司股票的市场價格之間是高度正相關的。管理不好的企業的股票價格會相對低於它所在的行業的股票價格的平均水準。如果某公司的股票價格較低，那些相信自己能夠更有效地管理該公司的人就可能會想，如果自己將該公司買下來，那麼由於自己管理水準較高，公司在自己買下後效益會好轉，那麼自己就會大賺一筆。因此，較低的股價會促使公司被接管，所以，接管市場的存在保證了公司管理者之間有效的競爭，這就為沒有控制權的小股東提供了強大的保護。

## 第二項 經營和財務綜效理論

經營綜效可以通過橫向、縱向或混合併購來獲得。建立在經營綜效基礎上的理論假設在行業中存在規模經濟，並且在合併之前，公司的經營活動水準達不到實現規模經濟的潛在要求。規模經濟產生的一個原因是不可分性，例如設備、企業的不變費用等，當其分攤到較大單位的產出中去時，就減少了單位產品的固定成本，因而相應地提高了企業的利潤率。因此，在製造業中，對廠房及設備的大量投資產生了典型的規模經濟。又如，化學和醫藥公司的研究與發展部門通常必須具有大量的有能力的研究人員，他們在一定的機會下，能夠發現和擴展許多新的產品領域。在市場行銷方面，有一個遍及全球的組織機構可能會獲得規模經濟。企業併購的一個問題是如何將兩個機構的好的東西協調和結合起來，並消除那些不好的部分。併購公告中常常有這樣的話：A公司在研究與開發方面實力很強，但是在市場行銷方面較為薄弱；B公司在市場行銷方面實力強大，但在研究與發展方面能力不足，因而兩個公司的合併具有很強的互補性。規模經濟的另外一個方面是管理方面的規模經濟，也就是說，存在管理方面的未被充分利用的要素，如戰略規劃人員和具有控制才能的人員未被充分利用。縱向併購也可以獲得規模經濟，將同行業中處於不同階段的公司結合起來可

以避免相關的聯絡費用和各種形式的交易費用。為什麼說如果不通過併購來組織企業的話，可能會導致交易成本過高呢？經濟學家威廉姆森認為，儘管在市場環境下，如果其有競爭性供給得不到滿足時，存在通過擬定契約來避免摩擦的可能性，但一些環境因素和相關的人為因素會使人們在擬定、履行和強制執行這些契約時付出高昂的代價。他還試圖確定出這些摩擦的來源，正是這些摩擦最終導致了交易是在企業內部（透過併購）而不是在市場上進行。著名經濟學家寇斯提出契約連鎖理論(Nexus of contracts)將企業視為以生產商品或提供服務為目的之各式輸入活動(inputs acting)之結合體。例如員工提供勞務，股東及債權人提供資本等，這些輸入活動皆可納入契約觀點中，而企業乃將不同之輸入活動，彼此間複雜之契約關係，以法律之概念呈現。易言之，企業體乃結合了與社會大眾之契約，並對當事人之權利義務關係加以規制。企業組織之存在意義，是為了減少市場交易機制(也就是個別契約之締結)所可能產生之諸多成本。<sup>4</sup>除了管理綜效之外，財務綜效也經常成為併購的一個動機。現金充足而投資機會較少的公司試圖通過收購，獲得所需的投資機會以維持其在世界舞臺上的競爭地位。根據這種戰略，高市場占有率而低市場成長性的部門（現金流）所產出的現金應該被再投資于高成長的“明星”部門以支援它們的市場占有率目標。這兩種企業的合併可能會得到較低的內部資金成本方面的優勢。

### 第三項 激勵機制理論

激勵理論主要從行為產生的原因出發，尋求行為激勵的方法，其代表人物和代表理論是馬斯洛的需要激勵理論和麥克萊蘭的成就激勵理論。馬斯洛在其《需要層次論》和《調動人的積極性的理論》中認為，人的最迫切的需要是激發人的行為的主要原因和動力，因此在進行激勵時，必須抓住人的核心需要和最迫切需要的滿足。而什麼是管理階層最核心最迫切的需要呢？大衛麥克萊蘭在其《成就激勵論》中認為，現代企業的管理者擁

---

<sup>4</sup> 請參閱王文宇，有關公司之經濟分析理論，公司法論，頁 23-25。

有企業控制權可滿足以下三種需要：成就需要、權力需要和歸屬需要。對企業併購而言，管理階層通過對其管理的公司的收購，從經營者轉變為所有者，將經營權和控制權融為一體，完全可以滿足其成就感和對權力及財產的控制欲望。從企業角度上，可以說，企業併購是一種強力的激勵方式，通過企業和個體利益的捆綁，充分給予管理者的積極性和機動性。“企業併購的激勵功能在於提供了一種努力與收益相對稱的激勵機制，從而找到了一條使管理階層自覺服務於公司利益的途徑。企業併購的本質就是公司管理階層通過收購公司的股份來獲得對公司的控制權，從而達到自我激勵的目的。在管理階層不持有公司股份或者是持有很少股份時，管理階層所感受的來自利益上的激勵就比較少，他們在公司中的努力程度也會是很有限的，而管理階層實施企業併購後會持有很大比例的公司股份，並因此取得對公司的控制權和利潤分享權，公司經營成功與否關係到他們的切身利益的實現...這種激勵形式會使管理層自覺改進管理的動力增大，管理階層會盡力去提高公司的盈利水平並增強公司的競爭力，被收購公司的運行素質無疑會有很大的提高。有人甚至認為，企業併購是管理階層為改變與其貢獻不相稱的報酬體系而進行自我付酬的安排，其後發生的績效改善則是管理階層得到與其貢獻接近的強大股權激勵的結果。<sup>5</sup>

#### 第四項 控制權轉移理論

隨著股權的分散，股東的核心控制地位招致了越來越多學者的質疑。1932年，美國經濟學家阿道夫貝利和米恩斯在《現代股份公司與私有財產》中提出了“貝利-米恩斯假說”，認為大公司的高速成長導致公司股權的日漸分散，從而弱化了股東權力，與此同時，經營者取得了公司的控制地位。1941年，美國制度經濟學家James Burnham出版了《經理革命：世界上正在發生什麼》一書，第一次提出了“經理革命”的概念，將公司中經理的地位提升到了社會統治階級的高度。認為，雖然從法律角度，所有權和管理是可以分開的，但從社會學的角度來看，所有權本身就意味者管理，因此

---

<sup>5</sup> 請參閱洪宏達，購併活動對主併公司經營績效之影響，頁75-82。

真正的所有者（而不是名義的所有者）必然是接近生產手段和產品分配的人，經理階級正是這樣的人，而“對大多數股票持有人來說，所有權有著非常次要的性質，因為他們很少有接近生產手段的管理權，而且沒有比較決定性的管理權”，故經理階級是社會上“最有權力的人”，既是管理者，又是實際的所有者。<sup>6</sup>新制度學派重要代表人物 John Kenneth Galbraith 的《新工業國》(The New Industrial State)一書，認為：現代公司的權力已經從資本家手裏轉到技術結構階層手裏，因為誰掌握了“最不可缺少的”或“最重要的”生產要素的供給，誰就擁有權力，而現在專業知識成為企業成功的決定性生產要素，於是權力再度轉移到專門知識的擁有者-技術結構階層的手中。原來掌權的資本家成為了“正在消失的形象”。<sup>7</sup>在上述論者看來，公司權力從股東到管理層的轉移是一種必然趨勢，所有權的弱化和經營權的強化，使得經營權實際上具備了所有權的功能，因此企業併購不過是實現了名義所有者和實際所有者的統一，由此帶來了更高的生產力和更低的成本。

#### 第五項 其他理論

此外，還有財富轉移論 (The Wealthy Transfer Theory)、共用經濟論等觀點。財富轉移論是企業併購理論中的非主流理論，該理論認為，企業併購後的企業績效上升，尤其是管理階層的股權溢價，只不過代表著財富從其他利害關係人如股東、債權人、員工、政府（稅收）等，向管理階層的轉移。企業併購不過是轉換企業的資本結構，通過高財務槓桿將企業的穩定現金流壓榨支付給新債權人、企業併購投資者和管理階層。並且管理階層本身在企業控制上占佔有優勢，他們可以採取各種手段降低企業價值、進而降低交易價格，損害利害關係人的利益。避稅理論是財富轉移說中最重要的主張。Lowenstein (1985) 認為，企業併購的目的就是獲取避稅收益，企業併購的績效，包括利息支出和管理層的股權收益，都來源於避稅所得。

---

<sup>6</sup> See James Burnham, *The Managerial Revolution*, 1941。

<sup>7</sup> See John Kenneth Galbraith, *The New Industrial State*, 1967。



## 第二節 企業併購法制的法律供需狀況分析

經濟學意義上的需求，是指消費者在各種可能的價格下，對某種商品或者勞務願意並且能夠購買的數量，是具有支付力的購買願望和購買能力兩方面的統一，即主觀需求（購買願望）和客觀需求（購買能力）的統一。法律需求也包含著主觀需求和客觀需求兩方面基本要素，就主觀方面而言，法律需求者給予利益最大化的目標追求，存在購買法律的願望。但願望是否具有實現的可能性，則受到許多客觀因素的制約。僅有購買願望，但不具備購買能力則不能形成對法律的真正需求。法律需求的支付力包括兩個方面，一是市場主體對國家機關法律活動的支付力；二是執法、司法機關對立法活動的支付力，前者表現為市場主體對守法成本（即依照法律進行市場活動的支出）或法律價格的承受能力，如果守法成本過於高昂，為市場主體所無力承擔，則謂之市場主體缺乏支付力。對法律支付力的缺乏，即表現為市場主體的違法行為或者規避法律行為。

### 第一項 企業併購法制的需求

經濟學意義上的需求，是指消費者在各種可能的價格下，對某種商品或者勞務願意並且能夠購買的數量，是具有支付力的購買願望和購買能力兩方面的合致，即主觀需求（購買願望）和客觀需求（購買能力）的統一。法律需求也包含著主觀需求和客觀需求兩方面基本要素，就主觀方面而言，法律需求者給予利益最大化的目標追求，存在購買法律的願望。但願望是否具有實現的可能性，則受到許多客觀因素的制約。僅有購買願望，但不具備購買能力則不能形成對法律的真正需求。法律需求的支付力包括兩個方面，一是市場主體對國家機關法律活動的支付力；二是執法、司法機關對立法活動的支付力，前者表現為市場主體對守法成本（即依照法律進行市場活動的支出）或法律價格的承受能力，如果守法成本過於高昂，為市場主體所無力承擔，則謂之市場主體缺乏支付力。對法律支付力的缺乏，即表現為市場主體的違法行為或者規避行為。從經濟學的需求角度上

看，首先，在主觀需求方面，企業併購蓬勃發展的態勢和巨大的市場空間，表明市場主體迫切需要一套成熟而完整的企業併購法制，這種購買意願是不容置疑的，儘管我國企業併購日漸增加活躍，但卻存著諸多制約因素，其中法律上的缺漏與障礙使得企業併購活動可謂舉步維艱。政府鑑於我國產業面業全球競爭必須整合產業資源進行企業併購，就個別組織體而言，亦必須藉由併購之法制以使其有效經營而使資金獲有效運用及發揮經營效率，乃制定金融機構合併法，促進金融機構之合併，惟成效不彰，乃仿美國金融控股公司法，擬藉由金融控股公司之成立，整合金融資源，先後十四家金控公司成立，於設立之過程中已有效整合部分銀行、證券商及保險公司之資源與資金，對我國跨業行銷有初期之助益，金融控股公司法之制定與實施，證明法制必須與市場主觀及客觀之需求相結合，該法制較易獲得有效之推動。金融控股公司法就併購設有股份轉換、營業讓與、簡易合併、非對稱式合併等機制，該等法治為後來企業併購法及公司法之修正均為典範。企業併購均可能形成公平交易法所訂之結合，為使公平交易法之規範符合市場需求，該公平交易法乃將結合之核准制改為申報異議制，並就金融機構與非金融機構必須申請結合之門檻予以提高，以促進我國產業結構之改變<sup>8</sup>。

富邦金控董事長蔡明忠曾在一場公開演講會中表示，金控透過併購壯大規模已是市場趨勢，但是現在台灣的金融整併，是「只併不購」，這與主管機關對敵意併購視為毒蛇猛獸有相當大關係。未來相關法令必須放寬，才能替金融整併創造有利環境，因為以併購為主走向國際化的思考邏輯已經成為世界潮流，也是企業再成長與發展上重要的策略手段。乃學理上來說，敵意併購是指企業收購目標公司時，並未得到目標公司同意的一種併購型態，先前開發金收購大華證即有類似情況，而中信集團入主開發金更是敵意併購的代表例子。金管會表示，將檢討金融合併法敵意併購實務窒礙難行之處，讓敵意併購更暢通可行，會與經濟部會主動檢討敵意併購的

---

<sup>8</sup>請參閱陳春山，企業併購及控股公司法實務問題，頁 15-16。

法制面規定，並邀請金控負責人座談，若法制面有需要修正就會著手進行。因此完善企業併購法制，充滿熱情的經理人，無疑都期待著立法機關能在確立企業併購合法性的基礎上提供一套包括定價、主體、融資、程序、資訊揭露等方面完整且便利的法律制度，以最大程度地降低其法律風險和交易成本，以保障我國企業併購活動有秩序進行，成為實務界和法律界的最高呼聲。

## 第二項 企業併購法制的供給

從企業併購法制看，長期以來處於供給不足的狀態，表現為企業併購法制在質量、數量、體系化方面都不能滿足經濟發展的要求，不能滿足企業併購實踐的需要，體系不完善，司法解釋壓過條文，立法內容有缺漏，落後於社會實踐；從法規看，法規過於泛化，強調涉及領域廣、干預力度大，有些進入了它不應介入的領域，構成市場經濟和法治的障礙，成為法律不均衡的主要根源。從當前市場經濟需要的基本法律框架看，企業併購法、公司法、公平交易法、證券交易法及公司治理制度所要求的有關企業法律、適應市場經濟對政府要求的與市場經濟相應的法律法規都有待改善。法律經濟學的應用和發展，將推進這種適應市場經濟的法律體系的建立。在市場經濟下，企業收購合併為一法律上饒富興味之課題，這不只因為合併具有多種的形態，更因為合併涉及企業間複雜的權利義務關係，使得多種面向的法律領域都與之產生牽連。購併行為之規範在國外已相當完備，尤其以美國為最。而台灣由於產業發展及社會背景之差異，企業之合併風氣不盛，故在法規、司法判例與行政解釋上都頗為缺乏。就美國情況而言，由於其公司併購行為相當頻繁，故其公司法或其他法規對於併購行為之規範就詳盡得多。相較之下，我國之公司併購正在起步階段，鑑於我國企業國際化之程度將隨著政策和世界趨勢不斷加深，關於公司併購之行為勢必將有增無減，國際性的購併也將逐漸增多，故研究法律因素對併購行為所產生之影響會逐漸顯現其必要性。

企業併購相關的法律制度並不完備，如果大規模實行企業併購容易給企業帶來五大風險：一是定價環節中的風險；二是資訊不對稱，黑箱操作的風險，例如先做虧公司再低價購進；三是收購者融資管道不明確的風險；四是運作風險；五是收購合法性不能保證的風險。例如二次金融改革諸多問題，產生圖利財團的疑慮、內線交易頻傳以致外資觀望宣告失敗。由於這些風險的存在，公股民營化資產的流失在所難免，大有方興未艾之勢的金融整併甚至被財政部緊急叫停。

### 第三項 企業併購法制的供需均衡狀況

有效率的法律制度是努力使法律供需趨向均衡。法律改革的目標就是要使法律制度和市場經濟的供需之間從不均衡過渡到均衡，即我們要充分保證避免市場經濟中法律服務嚴重短缺。這種均衡應當體現在立法、司法、執法、守法各個方面。法律改革的實質是重新配置公權力和私權利資源，是一種制度的重新安排。當前，企業併購法制存在著的不均衡狀態直接影響企業併購進行。

法律供需均衡的基本含義是，經濟法律的價值能夠通過立法和實施過程順利的實現，經濟法律需求都得以滿足，法律供給適應法律需求，即不存在法律過剩，也不存在法律短缺。人們對既定法律的內容和結構安排十分滿意，因而無意也無力改變現行制度。而法律的非均衡是指人們對現存法律的一種不滿意或不滿足，欲改變而尚未改變的狀態。從上述企業併購法律供需分析可見，現行的企業併購法律規範處於非均衡狀態。法律的不均衡是法律變動和發展的動機，法律總是在供給不均衡-均衡-不均衡的循環過程中，走向未來，因此修訂企業併購法制供需的不均衡局面，是一種必然要求。

立法和法律的執行是利益相關各方的博弈，立法和法律執行的過程就是利益均衡的過程，其結果是達到法律及其執行的動態平衡，進而實現效率目標。公司制度供給的不足，使博弈各方權利界限模糊，法律的激勵功

能萎縮。如果行政執法部門權力膨脹，缺乏有效的制衡，造成權力濫用，嚴重影響其他參與者的積極性；股東和公司守法的成本高於違法成本時，受自利性動機的驅動很容易越過法律的界限；司法機關在法律依據不明確時，選擇不受理或審而不結的做法，影響到審判效率的提高。鑒於現行的企業併購法制使得公司運行和經濟運行處於非均衡的狀態，因此，修訂企業併購法制促成制度供給與經濟發展的均衡是值得思考的一項重要課題。

### 第三節 企業併購法制經濟分析之參考點

經濟學在分析方法上，所採取的基本架構，是一般人都能朗朗上口的理性選擇(rational choice framework)。理性選擇，是指人憑著自己所擁有的資源，在面對環境裡的條件和限制下，根據自己的自由意志，選擇自己最有利的舉止。理性選擇隱含一種比較的過程，而在比較時，人總是有意無意的，直接間接的，找一些相關的參考座標，作為比較的參考點(benchmark)<sup>9</sup>。經濟學分析方法中的「參考點」(benchmark)以及「相對」(relativity)的觀念，於分析法律時提供客觀的座標。例如於制訂契約法時，若我們以外部性為參考點，隨著外部性的高低我們可以更清楚瞭解哪些項目適合採取強行規定的方式(外部性越高者)，那些項目適合採取任意規定的方式(外部性低者)。當然影響法律規範內容的參考點絕不僅只一種，但是在釐清不同參考點相對應所造成的影響時，法律的內容更能精確的掌握規範課題並達到規範目的。而相對的觀念與參考點的觀念是一致的，因為於設定參考點的同時，相對的觀念便已經出現了。<sup>10</sup>

傳統法學研究所強調和重視的是“公平”、“正義”，而這一類概念本身的含義往往是模糊不清的，同時，在非常多的情形下，經濟學的分析都可以得出與法律分析相同的結論，所以，可以用“經濟效率”去取代“正義”之類的傳統法律概念。從具體的效率標準來看，法律經濟學在研究中所運用

---

9 熊秉元，經濟分析的深層意義，經濟學者的十四堂法學課，頁 183-188。

10 熊秉元，「經濟學的世界觀：大範圍和小範圍的正義問題」，行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告，頁 8 (1997)。

的經濟效率標準，主要的並不是“Pareto 最優”，而是 Kaldor — Hicks efficiency 效率標準。按照這一效率標準，在社會的資源配置過程中，如果那些從資源重新配置過程中獲得利益的人，只要其所增加的利益足以補償（並不要求必須實際補償）在同一資源重新配置過程中受到損失的人的利益，那麼，這種資源配置就是有效率的。

在企業併購法改革的討論中，降低公司設立、變更和運營成本，提高公司設立和運營效率，已有共識。但在企業公司自由和社會公正問題上存在一些過於絕對的傾向。現代市場經濟在制度上確定了政府與企業或個人之間的保持距離型關係，是現代經濟發展有活力、有創新，而又可持續的制度基礎。絕對的自由和絕對的公正都是政府與公司的距離太遠和太近的結果，所謂公司自治過度和政府過分強制，其失衡勢必造成公司運營乃至市場效率低下。企業併購的目標除了要實現股東利益特別是小股東利益的最大化之外，同時也要實現公司利益的最大化。但當公司利益和股東利益其中特別是小股東利益發生衝突時，如何平衡公司和股東之間的利益是公司併購中必須予以解決的問題。對這一問題的解決有賴於對效率和公平的平衡考量。

### 第一項 經濟效率

效率的含義，兩種效率觀：經濟效率和社會效率。經濟效率指從一個給定的投入量中獲得最大的產出，即以最少的資源消耗取得同樣多的效果，或以同樣的資源消耗取得最大的效果。社會效率指社會生產提高社會全體成員生活質量、促進社會發展的能力。效率既是經濟學研究的一個中心問題，也應當是法律改革的主要目標。它的價值不僅僅因為它為我們認識和評價法律提供了新的觀念、新的視角，更重要的是它使法律成為一種活生生的社會工程，把法律和當代社會發展所面臨的某些最基本方面聯繫在一起，並提供了一把新的打開法律社會工程之門的鑰匙。根據個體經濟學理論，最佳效率是邊際成本與邊際效益處在相等的均衡點上。所以，效率目標的實現不能一味追求節省法律改革成本，導致成本投入不足，也不

能一味加大投入法律改革成本，導致成本浪費。在經濟學的規範研究中，其最大的特點就是確立和突出法律的經濟分析中的“效率”標準，即以效率為標準來研究在一定社會制度中法律的制定和實施問題，在一些經濟學家看來，為權利而鬥爭說到底還是利益驅動的結果。所謂經濟效率，則以資源利用所生效益與所生成成本的差額為測試標準，其差額則為資源利用產生的總和福利(aggregate welfare)。追求經濟效率是企業併購的首要考慮因素。經濟學家以理性、自利來探討人的行為，故理性經濟人在作成決策時必以成本效益為衡量標準，效益大於成本才會行動。換言之經濟分析注重兩種假設：財富最大化(wealth maximization)和理性選擇(rational choice)<sup>11</sup>。因此當公司的經營控制權通過轉移給更有效率的併購公司，可以實現財富最大化的目標時，即是法律應給予鼓勵和促進。也就是說，企業併購法制的目標在於排除決策形成的規範障礙，確保公司資源的控制者得以追求財富最大化。企業併購對經濟效率的追求主要有賴於以下幾個經濟概念和經濟理論的有效適用：<sup>12</sup>

1· 理性選擇。理性所有者所關注的是其財產權可能取得的最高可能報酬。當股東在協商財產交易時，股東僅會選擇與出價最高者進行交易，通過這種選擇可以保證經營控制權能夠轉移給較有效率的相對人<sup>13</sup>。另一方面，股票價格要由未受政府干預的市場力量自然決定其價格時才能充分反映市場訊息，因此，若不存在有效率的資本市場，股東雖期望以最高價出售股份，但實際成交價卻可能低於市場價格，甚至根本無從交易。此外，理性股東雖會尋求極度擴張預期效益，但因其認知有限，而會導致實際上無法做出可獲得最大效益的決定，而產生了新機制經濟學派(New institutional Economics)所稱有限理性(bounded rationality)的問題。<sup>14</sup>鑒於資訊公開的質

---

11 See Stephen M. Bainbridge, CORPORATION LAW AND ECONOMIC 20(Foundations Press, 2002).

12請參閱王志誠，優質企業併購法：效率與公平之間，企業組織再造法制，頁4-13。

13 See Yedidia Z. Stern, A General Model for Corporate Acquisition Law, 26 IOWA J. CORP. L. 675, 682(2001).

14See Herbert A Simon, Rational Choice and the Structure of the Environment, in models of

和量是決定資本市場是否具有效率的基本前提，所以併購法律應確保併購資訊的公開使股東在充分完全的資訊環境下基於理性自由決定。其次，公司併購應該由理性當事人在常規交易下自主進行。根據股份轉讓自由的原則，股東雖可以自由決定是否交易，但若有股東書面形式存在則可能導致股份轉讓自由受到限制，而成為目標公司股東自由決定出售股份的阻礙。就股份轉讓受限制之閉鎖性公司而言，由於其所有與經營未分離，股東個人屬性與公司營運間具有密切關連，因此可能會透過股東書面協議限制股東自由轉讓其股份，以達到篩選其合作對象或工作伙伴，進而避免公司最佳利益有害之人(如公司之競爭對手)，介入公司之經營決策。此外，透過股東書面協議限制股份轉讓之自由，亦可避免公司權力之分配狀況受到影響<sup>15</sup>。事實上，在企業併購之實務上，交易當事人如藉由股東書面協議之安排，以限制股份轉讓自由或對象，反而將可能致使股東無法自由決定股份之出售價格；尤其如股份轉讓受到長期限限制，將使有效率之併購公司無從取得目標公司的經營控制權，無從更換無效率公司的經營管理者，而可能減損經濟效益。再者，公司資源的運用是由其控制性股東或經營者所決定的，且由於其能掌握有關評估公司價值的公開的或公開的資訊而處於最有能力判斷是否應進行企業併購交易的地位。特別是在股權分散的公開公司，由於所有權與經營權的分離，公司資源表面雖由公司所有，但公司資源的運用實際上操縱于公司經營者之手。由於企業併購將直接影響控制股東的經營權或決定經營者的去留，從而導致經營者在併購交易過程中因具有重大個人利害關係而產生嚴重的代理問題。因此併購法律應設法降低代理成本所生之負面效果，避免控制性股東或經營者為謀己利所生之道德風險及逆向選擇的問題，在公司法、證券交易法或其他金融業法中建構完善之公司治理機制，始為正本清源之道。

2· 財富最大化。實現財富最大化是一切經濟人所為一切行為的主要目標。

---

man:Social & Rational 261,271。

15 See Jesse H. Choper, Jhon C. Coffee, JR. & C. Robert Morris, CASES AND MATERIALS ON CORPORATES 687(1989)。



為了實現財富最大化，主要應考慮以下幾個問題：

(1) 機會成本。經濟學上的成本概指機會成本(opportunity costs)和交易成本(transaction costs)。機會成本又包括外顯成本(explicit cost)和隱藏成本(implicit cost)，因此機會成本係指人類運用資源或行為取捨時所因而承擔之物。就效率資本市場而言，在公司經營控制權轉移前，股票價格會率先反應公司經濟價值，基本上公司資源由更有效率的公司取得時，雖可能產生潛在附加經濟價值，但由於原始股東可能不會自始至終持股份，而致使其無法完全享有經營控制權轉移全過程中所生的價差，而必須承擔喪失股票潛在價值的機會成本。另外，由於公司經營者和控制權股東無疑會以自利為前提進行決策，而未必以公司利益最大化為出發，因此可能增加很多隱藏成本。

(2) 交易成本。交易成本的概念最早由寇斯(Ronald H. Coase)提出。他認為交易成本指為進行市場交易，人們必須發現交易對象，告知對方交易條件，進行協商和談判，簽定契約，採取必要措施，以確保契約之履行和遵守。換言之，寇斯所描述的交易成本，是指採購成本以外的隱含成本，包括搜尋成本，雙方協商，議價及簽定契約的成本，事後監督交易進行的成本，違約成本等。由於在市場準則下公司經營控制權必須歷經無數次交易後，始能由最有效率的資源運用者取得，因此將產生循環和重複的交易成本，從而減損財富最大化的目標。因此企業併購應儘量簡化那些不會產生外部成本的公司併購程序，排除企業併購市場的活動障礙，降低交易成本的發生。

(3) 效益。經濟學所稱效益(efficiency)的概念不僅包括所有直接效益，即增加生產物及所得，還包括間接效益在內，諸如精神上、道德上和良知上的效益。至於經濟學判斷效益的標準，通常為帕雷托效率(Pareto efficiency)

和凱爾德·西克斯效率(Kaldor-Hicks efficiency)。帕雷托效率指資源運用到一種境界，無論如何分配都無法在不損害某些個體利益的情形下而使另一些個體獲利。也就是說，在帕雷托效率下，某些個體的利益增加，必須以犧牲其他個體利益為代價。所謂凱爾德·西克斯效率，是指在帕雷托效率下，只要獲益者的所得大於損失者的所得，而獲益者於對損失者補償損失後仍有剩餘，仍允許改變資源分配。一般來說，在損失得以補償的條件下，應追求凱爾德·西克斯效率，以獲得更大效益；而在損失無法補償的條件下，則應追求帕雷托效率。

## 第二項 公平正義

公平分為市場公平和社會公平。市場公平即給同樣的市場參與者以同樣的待遇，適用同一規則。社會公平是在承認現實經濟生活中各人能力及財產存在差別的基礎上，要求對不同情況區別對待，以求最大程度接近平等要求。公平正義也是法學和經濟學的重要範疇。在現代市場經濟下，雖然現貨交易和私人交易仍然在相當的範圍內進行，“公開交易”(impersonal transaction)成為重要的交易方式。在這種交易中買賣雙方不一定熟悉對方，甚至都不認識對方。因此僅靠雙方信任而完成交易往往是行不通的。這就需要第三方(通常是政府)來公平地執行契約。同時，雖然政治與經濟仍然密切相關，政府與經濟人的關係發生了重大變化，使得政治與經濟的關係變成了“保持距離型”(arm's length type)。現代市場經濟體制不同于傳統市場經濟體制的制度基礎最根本的一條就是法治。這裏法治的含義超出經濟範疇，其本身也有獨立的平等、正義和公正等價值標準。法治在市場經濟條件下有兩個作用：一是約束政府，即約束政府對經濟活動的任意干預；二是約束經濟人行為，其中包括產權界定和保護，契約和法律的執行，公平裁判，維護市場競爭。這通常要靠政府在不直接干預經濟的情況下以經濟交易中第三方的角色來操作。<sup>16</sup>企業併購法制必須兼顧效率與

---

<sup>16</sup>請參閱朱煥強，社會轉型與中國公司法改革。

公平的平衡。雖然追求經濟效率以達到財富最大化是企業併購法制的最高政策目標，但這並不能因此而作為忽視以人道主義考量作為分配基礎的正當理由。換言之，在企業併購過程中，不能絕對將財富最大化作為政策決定的最高指導原則，而應在考慮財富最大化的同時充分注意是否符合公平正義的要求。

所謂“公平與效率的均衡”，主要含義是：（1）既不過分強調效率，適當追求較高的效率，也不過分強調公平，要保障相對的社會公平。這樣的公平與效率是相互結合而不是相互排斥的。（2）效率是實現公平的前提和條件，而不以犧牲公平為條件；同樣，公平也是保持和提高效率的前提和條件，而不以損失效率為條件。這樣的公平與效率是互為條件和前提的。（3）進一步說，公平水準的提高會帶來和促進效率水準的提高；同樣，效率水準的提高也會帶來和促進公平水準的提高。二者不但不相互抵消，而且相互促進、共同提高。

#### 第四節 企業併購法制之經濟分析

企業進行併購活動，所可能涉及的法律層面甚廣，除了公司法、證券交易法、公平交易法、稅法及民法外，還包括環保法令、勞工法及投資保護法令等等。企業在考慮是否合併及採取何種合併形態時，除了經濟因素外，更應顧及法律相關規定。對於相關法規必須通盤檢討，是否因法令限制而使得併購為法所不許，在法規所增加的成本納入計算後是否使併購變得不划算。若對相關法規之各個檢視有所疏漏，往往會使得整個併購計畫失敗，甚至蒙受鉅額之損失。

企業所考慮之主要法律因素包括：是否違反政府法令限制，包括競爭法等；若採公司法上之合併，則公司法上對小股東之保障方式及消滅公司股東之權益規定是否可能使存續或新設公司之組成，無法遂其當初合併之目的；被合併公司依法令有無不得讓與之權利（當然此在某些合併形態不成

問題，例如合資經營)；關於勞工法上規定是否使被合併公司員工所得主張之權利，成為存續公司之重大負擔；因併購行為所可能必須承擔的稅款，以及其他的或有負債(例如不確定的侵權行為責任)等等。併購行為牽涉多種法律、經濟因素，而探討此等因素對併購決策行為影響的目的，在於衡量併購之利弊得失。其切入角度可以從併購對企業結合之影響，及併購對社會經濟之作用這二個方向分別來分析。就前者而言，併購行為涉及多方面的利益衝突，不只就合併公司與被合併公司而言，如在敵意併購之情形下，基本上兩方是處於對立之地位。而就所涉及企業之股東、債權人亦對其權益產生重大影響。就企業本身及相關人員而言，法律著重的應是如何在併購的過程中，給予弱勢的一方適度的保護。而從併購對社會經濟之作用來看，併購對整個產業結構及企業競爭力之影響相當重大。從經濟學的角度來看，併購行為是否應受允許，應取決於併購行為在經濟效率之增進上是值得肯定的，或是其有益於財富分配的平均等等。

## 第一項 企業併購實證研究

企業從事併購活動最主要的目的在於追求併購之後所產生的經濟利益，因此研究公司控制權市場的關鍵課題在於探究併購是否能夠能為雙方創造價值。效率市場假說認為投資人對於接管利益的預期能夠反映在宣告期間的雙方股價之上。因此，傳統上通常利用併購宣告期間主、被併雙方股價報酬來決定收購動機是否受到潛在綜效的影響。

### 第一款 國外的實證研究

Dodd 採用日股價資料，以美國 1971-1977 年間，NYSE 掛牌上市且有交易行為之公司為研究對象，其研究結果顯示在購併宣告日前，主、被併公司皆有正向累積異常報酬；在購併宣告日當天，主併公司有負向異常報酬，而被併公司則有正向異常報酬，因此認為購併對主併公司不利。<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> See Dodd, P., (1980), "Mergers Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth",

Bradley , Desai and Kim 採用市場模式，探討美國 1963-1984 年間成功購併的案例，並以主、被併公司皆於 NYSE 或 AMEX 掛牌上市為研究對象，其研究結果顯示：

1. 成功的購併確實能產生顯著的綜效利益，使公司資源做更有效率的配置。
2. 被併公司股東比主併公司股東產生較大正向異常報酬，且被併公司股東財富的增加是建立在主併公司股東財富的減少上。另外，當遇有第三者競爭收購被併公司股票時，主併公司將付出超額的成本。<sup>18</sup>

Sudarsanam , Holl And Salami 採用市場模式與複迴歸分析，以美國 1980-1990 年間 429 個成功購併案件為研究對象，其研究結果顯示：

1. 購併宣告對被併公司有顯著的正向累積異常報酬，對主併公司則有顯著的負向累積異常報酬。
2. 財務綜效、營運綜效與市場綜效皆可為雙方創造更大之價值。
3. 多重價格與否及支付方式對購併參與雙方之股東財富亦有重大影響。<sup>19</sup>

Healy 為進一步瞭解購併後年度與宣告當期股價報酬間之關連性，及確認企業購併後的績效改善程度，並提供適切解釋的答案，開始嘗試以購併前、後的營運現金流量報酬率作為衡量企業實質績效的指標。他們利用 1979-1984 年間，美國前 50 大購併案例進行研究，發現企業購併後所產生的績效改善情況顯著高於同業，也支持企業進行購併活動是受到價值創造效果驅動的假設。在該研究中有一項重要發現，即它與本文先前所歸納的

---

Journal of Financial Economics , PP 105 - 138 。

18 See Bradley, M., A. Desai and E. Kim (1988), "Synergistic Gains From Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stock-holders of Target and Acquiring Firm" , Journal of Financial Economics , May , PP 3 - 40 。

19 See Sudarsanam, S., P. Holl and A. Salami (1996), "Shareholder wealth gains in mergers: effects of synergy and ownership structure" , Journal of Business Finance and Accounting 23 , PP 673 - 698 。

幾個研究報告所計算出來的股價異常報酬具有關聯性。企業的股價異常報酬與購併後的營運績效具有顯著的正相關。Healy 發現經產業因素調整的購併後績效是正報酬，但 Agrawal 卻發現經產業因素或市場經濟體的調整將帶來負報酬。其綜合結論是，購併活動易發生於其績效較整個市場或經濟體之表現為差的產業中。<sup>20</sup>

Jensen & Ruback 的研究發現在宣告期間，對於成功的購併案件，採用收購方式進行者，主併公司僅享有 4%、被併公司則享有 30% 的異常報酬，採用合併方式進行者，主併公司並無法享有顯著超額報酬，被併公司則享有 20% 的超額報酬。Bradley, Kim & Desai 的實證指出，宣告期間被併公司的高額報酬來自於預期綜效，而非源自於對於被併公司的價值重估。Switzer 利用 1967 到 1987 年間美國 324 件合併案做深入瞭解，發現 Healy 等人的實證結果並不受時間、金額大小的影響而穩定存在。

Jensen 以代理成本理論 (agency cost theory) 說明缺乏競爭力或績效較差的經理人會保留更多閒置資金 (free cash flow) 在公司內，除了減少未來舉債時的需要，更可以規避市場的監督。該研究更進而認為越是缺乏競爭力或是績效不佳的企業，越會保留自由資金在公司之中而不回饋給投資人。Mitchell & Lehn 則以實證支持 Jensen 的理論，發現購併宣告的超額報酬顯著與自由資金比率呈現負相關。另外，Powell 指出由於經理人的工作報酬通常取決於公司成長與績效，為避免經理人個人的工作風險，在公司閒置資本增加的情形下，經理人寧願浪費或投資在淨現值為負的投資計畫中，也不願意回饋給股東。因此，我們認為當公司握有更多的閒置資金時，經理人對於投資以及投資目標的選擇會相對較不謹慎，對於未來營運改善的成功與否具有不利的效果。

## 第二款 國內的實證研究

---

<sup>20</sup> See Healy, P. M., K. G. Palepu and R. S. Ruback (1992), "Does Corporate Performance Improve after Mergers?", *Journal of Financial Economics* 31, PP 135 - 175.

楊維君研究 1985-1990 年間，48 家主併公司採用不同的購併支付方式對股東財富的影響與其財務特質的關係，其研究結果顯示：

1. 就全體併購樣本而言，主要影響支付方式因素為企業規模、營運收入成長性與購併對象等因素。當主併公司規模愈小，成長性愈低，併購對象為國外企業時，則偏向採用現金收購。

2. 就國內購併樣本而言，主要影響支付方式因素為企業規模、財務槓桿程度與是否為關係企業等因素。當主併公司規模愈大，財務槓桿度愈高且被併對象非為關係企業購併時，則愈偏向採用股票交換的方式。<sup>21</sup>

顏錫銘及彭一正研究 1977-1991 年間，29 家臺灣企業進行國際購併宣告對股東財富的影響，其研究結果顯示：

1. 在整體國際購併的事件窗口中，主併公司有 5.42% 顯著且為正向累積異常報酬。
2. 非相關購併對股東財富有顯著且為正的增加效果，而相關購併並無顯著的變化。<sup>22</sup>

謝劍平及張竣傑以市場模式研究 1987-1993 年間，51 家上市主併公司購併宣告對股東財富的影響並以橫斷面複迴歸分析探討 Tobin's Q 比率<sup>23</sup>、財務槓桿程度、所有權結構以及主併公司規模四項變數與累積異常報酬間

---

21 請參閱楊維君 (1993)，「臺灣企業購併支式與財務特質關係之實證研究」，中央大學企業管理研究所未出版碩士論文。

22 請參閱顏錫銘、彭一正 (1993)，「臺灣企業國際併購對股東財富影響之實證研究」，臺灣銀行季刊第 44 卷第 2 期。

23 Tobin's Q 比率投資理論，由 Tobin's Q & Brainard (1968) 首先提出，利用 Q 比率解釋企業之投資決策情形，Tobin's Q 認為一個自有資金比率高的經濟社會，股票市場的股價，正是代表投資大眾對公司資本財的價值所作之客觀評估。計算公式如下：Tobin's Q 值 = (期末股價 \* 期末股數 + 長期負債 + 短期負債 - 流動資產) / 總資產。參閱曹瓊方，使用者導向的企業評價選股模型之研究。

的關係，其研究結果顯示：

1. 主併公司的股東財富會因購併宣告而微幅增加。
2. 低 Tobin's Q 比率之主併公司對購併宣告反應出顯著的正異常報酬，而高 Tobin's Q 比率之主併公司卻無顯著異常報酬。
3. 在橫斷面複迴歸分析中，僅有財務槓桿程度為解釋兩日(-1,0)累積異常報酬的顯著變數。<sup>24</sup>

觀諸企業併購法之立法目的，在於便利企業進行組織調整，發揮企業經營效率(企業併購法第一條)，惟上述有關企業併購之研究，由於根據各研究者分析影響，無法獲得較為一致之共識，並非所有企業併購活動皆能提升經營效率。公司法修訂後賦予董事會及經理人較大的職權，也課以較重的責任，公司法 202 條中明確規定“公司業務之執行，除本法或公司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。”以前大部分的公司組織圖將股東會置於公司組織之最上，視為公司最高權力機構。在新的公司法中，股東會的權利受到限制，而部分權力移轉到董事會。一般公司法或公司章程中規定應由股東會決議之事項，大致是公司存續、新股發行等與所有權相關一類的議題。新的公司法限制股東會對其他議題置喙的權利，甚至是像不影響重大股東權益的合併如不對等合併、簡易合併等，也授權董事會逕行決定。這個變更背後的想法是對公司經營最適方式想法的改變。由經濟學來看法律的制定，兩個基本原則是合理及有效率。原先將公司經營決策的最高權力機構設置於股東會的原因是認為所有者對公司營運成敗結果有最大的牽涉，因此將公司重要決策交予股東會為最有效率的方式。但是現代的公司營運極為複雜，將所有權及經營權分離而將此二種權力置於不同的權力機構是現代公司營運上的一般想法。公司法 202 條確立此一原則。在公司法、企業併購法及證券交易法中對企業併購之程序、

---

24 請參閱謝劍平、張竣傑 (1996)，「臺灣企業購併決策與 Tobin's Q 比率之相關性研究」，臺灣銀行季刊第 47 卷第 3 期。



義務有更明確的詳細規範。由於伴之而訂法為金融控股公司法，而政策上也鼓勵併購之進行，因此整體法規傾向於便利併購之進行。由上述實證研究分析並非所有企業併購活動皆能提升經營效率，增加股東財富，完整的企業併購法制，應包括公司利害關係人之利益調整，乃至於投資人或消費者之權益保護，而在經濟效率與公平正義間取得平衡，就代理成本理論而言，管理者與股東之間利益衝突的產生，主要是由於公司管理階層，通常並非公司的獨資擁有着，在從事企業併購決策時是否為公司最大利益的角度進行評估值得研究，公司治理問題更顯得其重要性。

## 第二項 事業結合管制之經濟分析

企業併購行為之所以能夠引起經濟學界的廣泛關注，主要在於這種行為所會導致的負面影響——壟斷。每個學科都有一個固定的研究物件，經濟學也不例外，在經濟學界，一般的觀點認為，市場通常是組織經濟活動的一種好方法。經濟學家亞當·斯密在他 1776 年出版的著作《國民財富的性質和原因的研究》中提出了全部經濟學中最有名的觀察結果：家庭和企業在市場上相互交易，他們仿佛被一隻“看不見的手”所指引，引起了合意的市場結果。結果，“這隻看不見的手”指引這些個別決策者在大多數情況下實現了整個社會福利最大化的結果。而通過企業併購這種方式，特別是當通過政府的行政手段促成企業併購時，極易導致壟斷，這就違背了經濟學的基本原則，將會導致社會福利的損失。

### 第一款 結合之概念

所謂事業之結合，一般學理將其結合型態區分為三種，即(一)水平結合(horizontal combination)：指相同種類之競爭事業之結合。(二)垂直結合(vertical combination)：係指產業相關聯的上下游廠商之結合，也就是產銷的整合。(三)多角化結合(conglomerate)：此種型態之結合又可區分為同族結合與複合結合，前者係指同類產業中的事業彼此不具水

平關係與垂直關係的結合，後者則指不同產業的事業彼此結合<sup>25</sup>。事業結合的動機甚多，例如有可能是考量到擴大生產規模而結合，藉以提高經濟效率，或者考量到原料來源的穩定，而結合上游產業，也有可能結合競爭產業而降低市場競爭或結合下游銷售商，增加價格競爭力，或者多角化經營而結合，藉以分散經營風險，或促進資源更有效率利用，或移轉商譽、技術等利益考量。有係以稅負、國際策略或特殊產業經營構面等<sup>26</sup>，原因甚多，結合情況亦多所不同。

## 第二款 事業結合的經濟層面影響

事業結合所產生經濟面影響，除了對結合事業本身經營績效影響外，其次可從市場競爭層面是否受影響來探討，有關事業本身經營績效影響，除結合動機不同，考慮之管理層面亦有所不同，本文主要針對事業本身擴大經濟規模來討論，另對市場競爭影響，由於結合不一定都會對市場支配力量有明顯影響，下述多數討論假設其事業結合規模足已影響到市場競爭程度所帶來之經濟效果。

### 第一目 對經營績效的影響

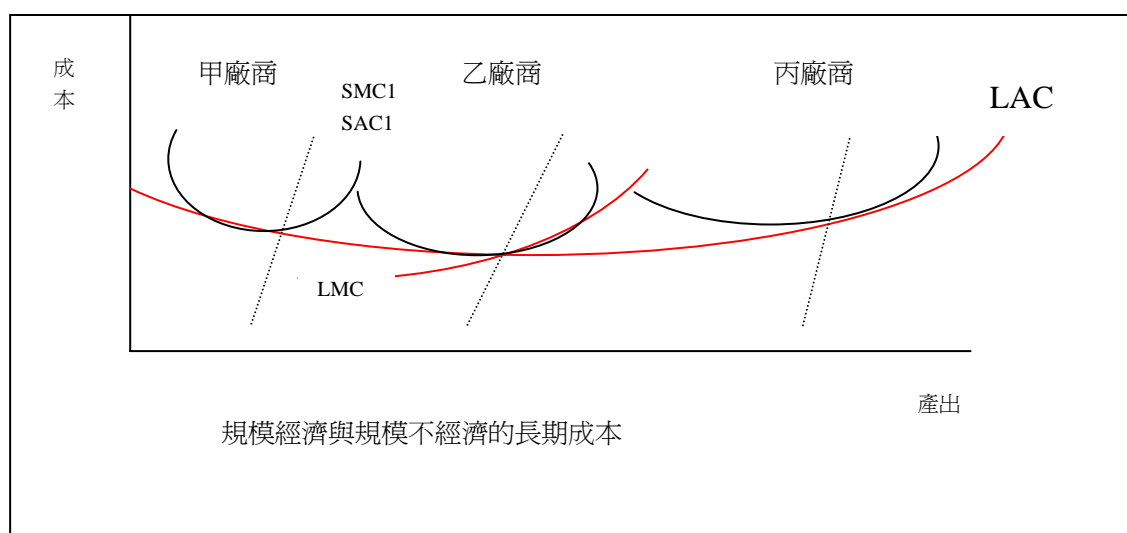
#### 1、擴大經濟規模效率

如果事業結只是擴大生產經濟規模效率，經濟分析可得知廠商的生產規模，就長期而言，廠商之投入與產出均可改變，因此有規模經濟與規模不經濟之存在，因此理性的廠商應不致擴充至規模不經濟之情況，廠商只會擴充至最低平均成本(即  $LAC=LMC$ )來生產，除非廠商正掌握市場獨占力(當然此時它似不可能擴大生產)，因此在結合管制下，政府對於一些非為影響競爭之結合案件，並非要全然管制，若事業結合只是擴大生產規模經濟，其本身既會有自我設定擴充最適規模點，就廠商長期產生規模而言，

25 請參閱湯明輝，公平交易法評析之四結合行為，臺灣經濟研究月刊 14 卷 9 期，1991，P101。

26 請參閱陳櫻琴，新公平交易法介紹，月旦法學，第 82 期，2002，p231-237。

當結合而擴大規模時，廠商之投入與報酬均會改變，當廠商以兩倍成本生產兩倍以上產品時，我們認為有規模經濟(economies of scale)，若兩倍產量要超過兩倍成本時，則為規模不經濟(diseconomies of scale)，意即在規模經濟情況下成本增加比例小於產量增加，邊際成本小於平均成本，當規模不經濟時則邊際成本大於平均成本，在存有規模經濟與規模不經濟之下，不同大小的事業廠商在長期成本曲線的包絡線(envelope)之下，不同規模廠商各有不同成本結構(如下圖)，規模適當的廠商在一定的產量下，其長短期平均成本最低，如果是一個小廠商(如甲廠商)以其最低平均成本來生產是不太有效率，同為較大規模的廠商是可利用遞增的規模報酬來以較低的平均成本生產。



## 2、多角化生產效率

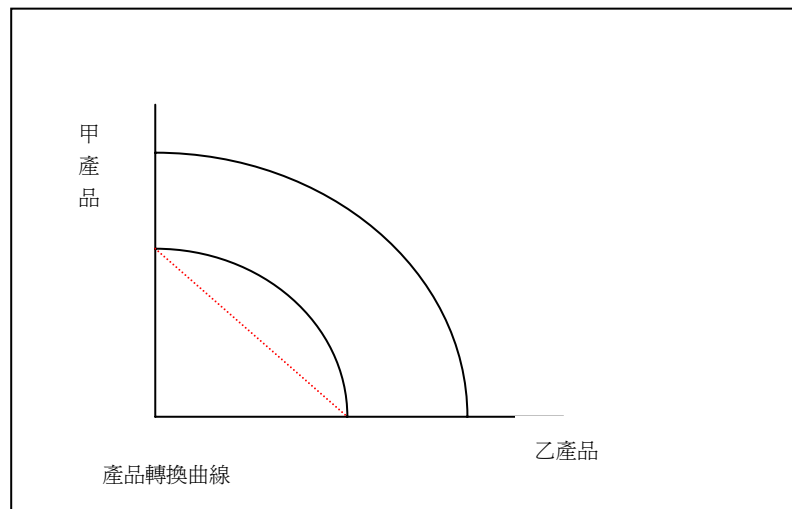
一家公司多角化生產可能利用相同的管理資源，所產生不同組合產品，可能涉及所謂範疇經濟 (economies of scope)，即一家公司的聯合產量大於兩家不同公司各自生產單一產品的產量，當然也有可能產生範疇不經濟 (diseconomies of scope) 這時通常發生在產品間互有衝突時，當將轉換曲線是外凸曲線時 (如下圖)，聯合生產有優勢，結合公司可相互利用共通資源來生產，例如共通的會計財務、統一的管理制度等，但如果轉換曲線是直線，則聯合生產將不會有任何效益，甚至損失，(因為分別生產和一起生產是相同的，甚或異質性而增加成本)。

多角化經營的成本效率  $SC = C(Q1+Q2) - C(Q1, Q2) / C(Q1, Q2)$

(CQ1) 代表生產 Q1 的成本      (CQ2) 代表生產 Q2 的成本

(CQ1Q2) 代表結合之生產成本

$SC > 0$  時結合生產利益       $SC \leq 0$  則無結合利益



## 第二目 對市場競爭的影響

### 1、從產業競爭到結合的獨占力來源

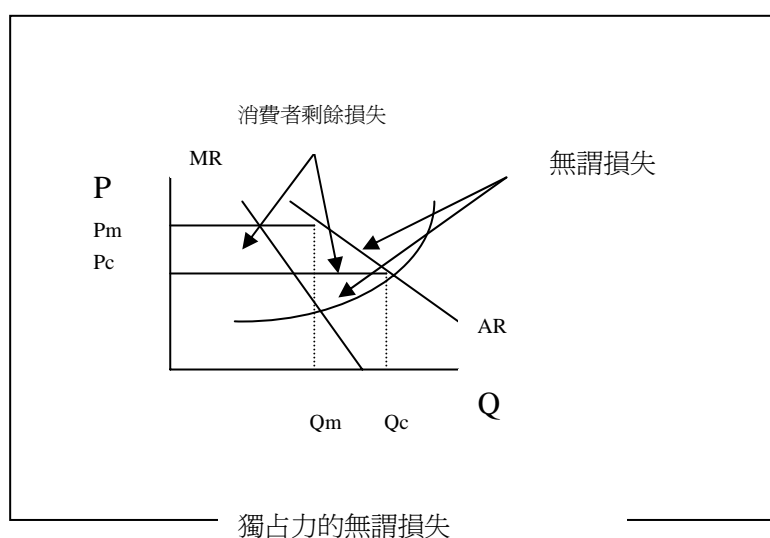
在一個完全競爭的市場裡，個別廠商並無法左右價格力量，對競爭廠商而言，利潤最大時價格等於邊際成本（ $P=MC$ ），但對獨占力的市場而言，價格往往超過邊際成本，衡量獨占力的方法，即是評估在最大利潤之下價格超過邊際成本的程度，也就是獨占力使訂價高於邊際成本的能力，而此差額與廠商需求彈性成反向變動，當需求曲線越缺乏彈性，廠商獨占力越大，也就是廠商的需求彈性決定獨占力的大小，至於廠商需求彈性之決定，有三種因素，第一是市場的需求彈性，第二是市場中廠商的數目，第三是廠商的互動<sup>27</sup>。所謂市場的需求彈性，如果是純粹獨占，則它的需求彈性即是市場的需求曲線，在多家競爭的場合中，個別廠商的彈性，則視廠商彼此競爭的程度，競爭激烈的產品市場，需求較具彈性，獨占力相對較小；其次廠商數目係決定獨占力的第二因素，在其他條件不變下，廠商數目增加，每一廠商的獨占力就下降，當越多廠商加入競爭，每一廠商都會發現，很難抬高價格而能避免銷售量的流失，當然所謂廠商數目，不只是廠商的總數，更是主要影響力的廠商，當少數廠商擁有大部分市場占有率時，我們可說市場高度集中，如果一定規模廠商結合，則更可能使市場傾向高度集中，當然廠商的管理者在面對競爭時，有一個共同的重要競爭策略，即是找出方法產生進入市場障礙，障礙有很多種，主要是透過各種限制競爭或不公平競爭來達成，規模經濟的追求也是一種方法，但它可能最有效率的情況下由一家或少數廠商供應，形成自然獨占或獨占性競爭。第三，有關廠商的互動關係，在其他條件不變下，廠商間競爭越激烈獨占力越小，反之相互合作時獨占力較大，而這種合作方式甚多，除聯合行為外，廠商亦可能透過結合、控制他公司等方式來達成降低競爭。

---

<sup>27</sup> 請參閱 Robert S. Pindyck, Daniel L. Rubinfeld, *Microeconomics*, 1995, 劉純之、游慧光、林恭正等翻譯，華泰書局，1997，頁 385-390。

## 2、結合可能產生的社會成本

事業結合如從經濟效率來看，往往有其實效性，透過結合可能降低成本、分散風險、提高獲利等優點，但如果結合規模大到足以產生獨占力或限制競爭時，如果將消費者福利亦納入考量，當價格較高，消費者購買減少，縱有生產者剩餘，比較之下仍有無謂損失 (deadweight loss)，也因為產出低於競爭市場下之水準，縱然獨占利潤會因課稅而重分配，仍有無效率情形存在，雖然經濟分析者均提出政府管制會造成無謂損失，但廠商有獨占力時，管制有時反而可消除獨占力之無謂損失。對於壟斷企業來說，其需求曲線等於整個市場的需求曲線，如果它減少了商品的供給，價格就會上升，其利潤可能並不會減少。但是，對於整個社會卻造成了有效需求不足，全社會的福利損失增加，如著名的“福利三角形”。近年來，實證研究傾向於採用生產函數方法來估計壟斷對生產率的影響。這一方法的典型代表是帕倫特和帕倫斯高特（1999）的實證研究，在同等條件下，自由競爭市場的經濟增長率高於壟斷市場 2.72%；壟斷市場的相對工資水準比自由競爭市場高出 60%；自由競爭市場的勞動生產率相當於壟斷市場的 4.6 倍；壟斷市場上消費品的相對購買價格相當於自由競爭市場的 4.3 倍。



### 3、完全競爭產業與事業結合的經濟效率之比較

在完全競爭市場下，價格等於邊際成本，廠商會進入市場直到利潤為零才停止，完全競爭廠商所面對的需求曲線是水平的，當零利潤時也是最低成本下的生產點，反觀，當結合廠商如果規模大到形成獨占或限制競爭時，其價格往往超過邊際成本，所產生無謂損失就是無效率，致於這種無效率是否需要政府來管制呢？並不一定，其原因在於1. 結合案件不一定都會影響到獨占或限制競爭，縱然有產生獨占力，可能也是很小的，產生的無謂損失也相對的小，2. 結合也可能帶來正面的利益，所謂的無效率可能和結合的利益相抵消，因此整體利益和限制之不利益需作衡量<sup>28</sup>。

### 4、限制結合的必要性和策略

當結合規模大到形成相當獨占力時，它將犧牲消費者福利或影響市場競爭機制，例如，在水平結合事業方面，使原本存有關係之事業，因結合後，使市場行為趨於一致而不再競爭，在垂直結合事業方面，則事業可藉由整合上下游事業集團，對同業產生拒賣或拒買，阻礙同業之競爭，在異質結合的事業，則可利用別一產業支援盈餘，交叉補貼，在價格上作低價傾銷，形成不公平競爭<sup>29</sup>。獨占力所產生盈餘雖然可經由課稅來重分配，但這種分配是不實際，因為要決定多少利潤是由獨占力而來是很困難，於是如何避免市場力量過度集中，雖可由事後政府各種管制工具來干預，但其影響及困難度都增加，更好的方式是一開始就避免讓廠商有市場力量的集中，透過反托拉斯法或競爭法來管制。

## 第三款 事業結合管制之理論與立法原則

### 一、結合定義

---

<sup>28</sup> 在結合案件中效率的分析，有學者認為可能只是將案件效率擴大為社會效率假象。參見莊春發、范建得，公平交易法，本人發行，1992，頁179。

<sup>29</sup> 請參閱廖義男，事業結合四則實務之檢討，臺大法學論叢第25卷第1期，頁2。

關於事業結合之定義，立法例上主要有列舉及例示二種方式，我國公平法第六條對於結合之定義，以列舉及概括方式予以併列，第六條第一項第一款至第四款為列舉規定，而第五款則具有概括之功能。依我國公平交易法第六條第一項之規定，事業結合係指以下所列五種型態：一、與他事業合併者。二、持有或取得他事業之股份或出資額，達到他事業有表決權股份或資本總額三分之一以上者。三、受讓或承租他事業全部或主要部分之營業或財產者。四、與他事業經常共同經營或受他事業委託經營者。五、直接或間接控制他事業之業務經營或人事任免者<sup>30</sup>。

## 二、結合管制法律界定的經濟分析

競爭法的實體規範研究中，首先要解決的一個問題是壟斷的法律界定，壟斷具有積極和消極雙重性質，這雙重性質在法律上就表現為壟斷所具有的合理和非法之分，目前對壟斷的法律界定標準主要採取兩種方法：結構主義方法、行為主義方法。<sup>31</sup>

### （一）結構主義方法及其經濟分析

所謂結構主義的方法(The Structure Approach)是指以市場份額來判斷一個特定的市場是否達到了壟斷狀態。在這裡，特定的市場是指企業所從事的一定的商品或服務的區域或範圍。當一個企業或幾個企業在特定的市場上所佔的市場份額達到或超過一定百分比，就可斷定其在該市場上獲得了壟斷地位。根據市場經濟學的基本原理，相關市場分為兩類：相關地區市場和相關產品市場，在司法實踐中相關市場的確定極為重要。結構主義立法的理論基礎是自由競爭和完全競爭的經濟理論。通過競爭，經營者的個人利益被引導到有利於社會整體利益的軌道上，其結果是社會整體利益的協調。自由競爭的經濟理論證實了競爭在經濟生活中的重要性，完全競爭的經濟理論告訴人們用結構主義的方法去維護競爭。《謝爾曼法》依

---

30 有學者主張：人事任免之範圍極廣，有加以限縮必要，參見劉孔中，公平交易季刊，第6卷第二期，1998，p1-38。

31 請參閱包錫妹，反壟斷法的經濟分析，頁135-156。



據的前提是，不受限制的競爭將產生最經濟的資源配置，最低的價格，最高的質量和最大的物質進步。

## (二)行為主義方法及其經濟分析

行為主義是人們尋找到的維護有效競爭的第二種方法。所謂行為主義方法就是以競爭者的壟斷行為作為調整對象。這種界定壟斷的方法認為，企業在市場中的支配地位，即在市場中佔有一定的市場份額的企業本身並不構成違法。行為主義方法並不針對企業規模大小，而對動態的指向那些有害於競爭秩序的行為。諸如，企業間旨在限制競爭的橫向和縱向協議；固定價格；分割市場；濫用市場優勢地位；價格歧視；德國法律對企業的優勢本身並不禁止，只有優勢的濫用才屬違法。行為主義方法不管是在立法中，還是在司法實踐中，所針對的都是壟斷行為。行為主義方法主張的是有行為就有責任的原則。這一方法避免的結構主義方法所帶來的一些弊端。它對於大企業的合法競爭和規模經濟的發展起到了一定保護作用。首先，市場經濟條件下，要求經濟民主化、自由化。但是，由於企業在現代科學技術的驅使下，力圖擴大規模，市場上必然出現集中的傾向，其結果是競爭法要想維持自由、民主的經濟秩序就必須進行規制，而反壟斷法行為主義所推崇的有行為才有責任的規制主義並不對其加以規範，這無疑是進入了一種進退維谷的境地，對企業和企業集團的行為所提出指控的根據只能具體情況下的具體事實，這不僅為立法對壟斷行為的認定標準的界定帶來了難度，也給司法帶來了困擾。美國通過確定“本身違法原則”和“理性原則”來解決這一矛盾。所謂“本身違法原則”是指某些事實上損害競爭的協議和行為，本身即違反了《謝爾曼法》。被視為“本身違法”的協議主要是指各種類型的卡特爾協議，如固定價格協議、限制生產數量協議、瓜分市場的協議、聯合抵制競爭者的協議，以及阻止新企業進入市場的協議等。“理性原則”規定，非法壟斷是指那些“不合理”的行為，所謂“不合理”是指行為對公眾有害，或限制的私人權利。

壟斷的法律界定是實施結構主義方法還是行為主義方法，各有利弊。結構方法能夠及時調整市場的結構，確保公平、有效的競爭。而行為主義在一定程度上能夠保護企業的規模經濟、規模效益。

### 三、結合管制制度

事業結合從上述經濟層面分析，有其經濟效益之實效性，但另一方面也可能因結合而產生強大的力量，足以影響市場公平競爭的運作或影響市場運作機能，故各國競爭法多數對事業結合有一定層次的管制措施，只是管制措施的程度及做法有所不同。我們可從管制的形態、管制的原則、管制的量（門檻）及管制的時間點來看結合管制的不同。

類別	立法例		
結合定義	列舉式	概括式	並列式
管制原則	<p>原則禁止：</p> <p>此立法所持理由乃基於保護中小企業之觀點認為事業資本及產業過於集中時將造成小企業經營之困難，而不論結合後是否實際減少競爭，或對市場產生其他不良影響。</p>	<p>弊害規制：</p> <p>採此立法例者認為，市場經濟力量之集中乃為當然，如資本累積與市場集中尚不至於過大，原則上鼓勵事業進行結合，惟事業結合之結果反而產生規模不經濟，且不當之市場行為控制而造成弊害時，則應</p>	<p>折衷規制：</p> <p>採此立法學說認為，事業結合如已達到或客觀上可能達到控制市場地位時，即應加以規範，惟如其結合之結果，經濟利益顯然大於其不利益時，則應准許之。</p>

		予禁止。	
管制量（門檻）	市場占有率	銷售金額	多重管制（包含 雙重管制；分級 審核制、產業特 別門檻制）
管制點	事前監督制（又 分為許可制與 申報異議制）	事後監督制	分別制：（依獨 占力型態不同 而管制，如屬自 然獨占則採事 後管制）

### （一）我國立法規範

我國 91 年 2 月 6 日修正將公平法施行十年以來對於結合管制所採取之「事前許可制」改為「事前申報異議制」，而全面改寫我國公平法對於結合管制之監督制度。

#### 1、門檻規定

結合門檻之修正為本次重要變革之核心之一，參諸現行條文第十一條規定，事業結合時，有下列情形之一者，應先向中央主管機關提出申報：

- （1）事業因結合而使其市場占有率達三分之一者。
- （2）參與結合之一事業，其市場占有率達四分之一者。
- （3）參與結合之事業，其上一會計年度之銷售金額，超過中央主管機關所公告之金額者。（第一項）

前項第三款之銷售金額，得由中央主管機關就金融機構事業與非金融機構事業分別公告之。（第二項）

修正條文雖仍維持市場占有率與銷售金額併列之標準，惟因採取門檻

制，並區分金融機構與非金融機構適用不同之銷售金額標準，而使得其門檻標準適用上較為細緻，但相對亦顯得複雜。

上開所謂「市場占有率」，係指一個事業在特定市場上所銷售之商品或提供之服務，占該特定市場所有銷售之商品或提供之服務的比例而言。其可藉由一定期間內，某事業在特定市場之銷售量或銷售額等變數(輸出部分除外)，占該特定市場所有供應廠商總銷售量(或其他變數總量)之百分率，加以估算，並須考量特定市場範圍、貿易因素、市場占有率之衡量變數(如銷售量、銷售額、生產量、生產值、產能、員工人數、營收金額及資本額等輔助認定資料)。至於銷售金額之計算，根據公平交易法施行細則第六條規定，係指事業之總銷售金額而言(第一項)；而總銷售金額之計算，以公平會調查所得資料或其他政府機關記載資料為標準(第二項)。

本次公平法修正後，為配合第十一條第二項之規定，公平會已於91年2月重新公告銷售金額門檻為：金融機構之最高結合門檻為二百億元，非金融機構則為一百億元，至於參與結合事業之最低門檻，則一概為十億元。事業結合符合上開門之一者，即須於結合前檢具申報。

## 2、申報制度

依「事前異議申報制度」之制度內涵，中央主管機關逾三十日之等待期間而未為延長期間之通知，或已將等待期間延長而未於該延長期限內作成禁止或不禁止之決定者，應許該申報事業得逕行結合，以避免事業主管機關審查之延宕而延誤商機，故現行條文第十一條第五項規定：「中央主管機關屆期未為第三項但書之延長通知或前項之決定者，事業得逕行結合。」此外，同項但書規定：「但有下列情形之一者，不得逕行結合：一、經申報之事業同意再延長期間者。二、事業之申報事項有虛偽不實者。」

## 3、審理程序

結合申報案件審查標準，依公平法第十二條規定，中央主管機關應就

申報事業之結合結果所可能造成之「整體經濟利益」與「限制競爭之不利益」兩者進行衡量。如衡量結果，前者之利益大於後者時，在等待期間內，中央主管機關得不提出異議，或直接通知申報事業縮短等待期間，俾使其得提早進行結合；反之，倘衡量結果為「整體經濟利益」小於「限制競爭之不利益」時，中央主管機關即須在等待期間或延長期間內作成正式決議寄發，以禁止該事業之結合。惟「整體經濟利益」與「限制競爭之不利益」此二標準本身即為不確之法律概念。另由於結合涉及情況萬端，公平會為確保對結合處分之彈性，於第十二條第二項明訂：中央主管機關對於第十一條第四項申報案件所為決定，得為附加條件或負擔，以確保整體經濟利益大於限制競爭之不利益。有關附款在法理上必須與市場結構有關，並且符合比例原則之適用<sup>32</sup>。

#### 4、違反申報義務之效果

事業之結合倘符合公平法第十一條規定，應事前申報而未申報，或雖申報但未獲主管機關同意而為結合者，公平會除得處新台幣 10 萬元以上，5000 萬元以下罰鍰外，並得為下列處分：1 禁止其結合；2 限制命其分設事業；3 處分全部或部分股份；4 轉讓部份事業；5 免除擔任職務；6 其他必要之處分。違反前開處分者，依同法第十三條第二項規定，公平會並得進一步為 1 命令解散；2 停止營業或勒令歇業之處分<sup>33</sup>。

### (二) 其它國家立法規範

#### 1、美國的立法規範

美國反托拉斯法規定對於事業結合之管制方式，係採「事前申報異議制」依依克萊登法第七 A 條之規定，符合一定門檻規定之結合須經過申報 (notification)、等待期間 (waiting periods) 及審核 (clearance) 之

<sup>32</sup> 請參閱劉孔中、莊春發，結合管制個案之研究，新世紀經濟法制之建構與挑戰－廖義男教授六序誕辰祝壽論文集，2002，頁 1113-1138。

<sup>33</sup> 對於未經申請而結合，是否仍然有效，郭土木認為考慮法律安定性，應儘可能該民事行為有效，參見，賴源河編審，公平交易法新論，2002 年，元照出版。

程序。

## 2、德國的立法規範

德國 1998 年採「事前申請制」，規定事業應於實施結合前，應檢具資料向主管機關聯邦卡特爾署提出申請，而由該署為准駁之決定(第三十九條)，在法定期限前原則上不得進行結合，在實際運作上偏向美國之「異議制」<sup>34</sup>。在主管機關未為任何調查決定前，或法定審理期限(一個月)未屆滿前，事業不得進行結合，否則其所為之法律行為無效。再者，修正後德國營業競爭限制，防治法第三十五條第四項明文規定：「依歐洲共同體 1989 年 12 月 21 日決議之「歐體 4064/89 號」規則所定，專屬於歐洲共同體執行委員會所管轄之企業結合案件，不適用本法規定。」蓋德國亦屬歐洲共同體之一員，依歐體結合管制規定之規定。

## 3、歐體的立法規範

歐體競爭法之結合管制，主要係以第 4064/89 號及 1310/97 號規則作為規範依據，其管制方式採事前許可制，至於結合管制規則之執行，係由歐體執委會負責事業結合及受理申報業務案件之處理。其管制範圍將事業結合分為二個層級，即「共同體層級」及「會員國層級」，前者規範達到共同體規模之結合案件，由歐體之結合管制規則 (NO4064/89 及 NO1310/97) 管轄；後者則指歐體結合管制規則規範以外之結合，由會員國之國內法予以規範<sup>35</sup>。

前述對於美國、德國、歐體對於結合之監督制度說明可知，各國立法例對於事業之結合行為，多採事前監督之方式，至於事前監督之具體管制作法，各國則略有差異<sup>36</sup>。至於「事後異議」制度，其最大弊即在於無前述

---

34 請參閱劉美華，論結合管制，月旦法學，第 69 期，2001，頁 81-100。

35 沈麗玉，事業結合之管制與變革—兼論公平交易法之最新修正，公平交易季刊，第 11 卷第 1 期，2003，頁 43-94。

36 請參閱劉連煜，符合世界潮流趨勢之公平交易法有關結合規範之修正，月旦法學，第 83 期，2002，頁 267-271。

確定之效力。除監督度之取捨外各國對於結合管制門檻之設計，除我國尚採市場占有率與銷售金額二者併行外，近年來各國不約而同之修正結果，多朝單一種管制門檻設計，亦即廢除市場占有率之門檻標準，改採以銷售金額或資產總值作為門檻測試之初步標準<sup>37</sup>。

2004年歐盟併購法制的改革，從多角度促進了歐盟併購規範的執行，尤其體現了歐盟委員會對併購反競爭問題中經濟分析的重視。自1997年歐盟委員會關於競爭法的市場界定的通告放棄了歐盟一直採用的功能市場界定法，採用1982美國《併購指南》中所提出的SSNIP市場界定法<sup>38</sup>以來，歐盟委員會不僅在市場界定方面轉向經濟分析，在實體分析方面也開始大量使用經濟分析，高水準的產業迫使委員會在併購法制領域中所做出的合理決定必須包含有成熟的經濟分析，而且那些決定要經得起歐洲法院不斷增加的仔細檢查。此次改革，歐盟首次承認效率主張，堅持多元化、全方位評價併購，並專門委任Lars -Hendrix Roller教授作為首席經濟學家，以及一個經濟學團隊，主要協助歐盟競爭總司的官員明確地闡述他們在併購決策中的經濟論點，對具體案件提供指導，並密切監控他們的結果在經濟學分析上是公正的。目前，經濟分析方法在歐盟和美國企業併購法制中已經居於主導地位。

另分級審核制度為國外競爭主管機關所普遍採用之審查方式，其目的在進行初步檢視的工作，以篩選可能有影響市場競爭之虞的案件，用以進行主要之競爭調查工作；另外，就是減輕主管機關的審查負擔和降低行政手續對結合事業所造成的困擾。例如美國水平結合指導原則，以HHI值判斷結合對市場影響之程度。我國公平交易委員會亦有意就市場集中度之分

---

37 請參閱沈麗玉，事業結合之管制與變革—兼論公平交易法之最新修正，公平交易季刊，第11卷第1期，2003，頁77-78。

38即所謂「假設性獨占者檢測」(hypothetical monopolist test)方式，先從假設市場上僅有一個獨占業者開始，檢驗該假設性獨占者是否有能力在不減損利潤下，進行「微幅但顯著且非暫時性的價格調漲」(small but significant non-transitory increase in price; SSNIP)，倘若價格調漲將使該假設性獨占者利潤減少，則表示原先認定之市場範圍過於狹隘，而須將其他具替代性的產品納入，或將市場的地理範圍放大，然後再重複進行SSNIP的檢驗，直到市場參與者有能力將價格調漲卻不減損利潤為止，即完成市場界定。

析方式採賀芬達－賀西曼指數 (Herfindahl-Hirschman Index, 下稱 HHI) 衡量相關市場之市場結構。<sup>39</sup>

美國聯邦貿易委員會與司法部共同制定的「一九九二年水平結合指導原則」建立了一套客觀化的標準。其是以相關市場上全體事業之個別市場占有率平方後加總的賀芬達－賀西曼指數 (Herfindal-Hirschman Index, HHI) 加以認定。

HHI 值(Herfindahl-Hirschman Index)衡量公司面臨的產品市場競爭程度。HHI 衡量產業集中度，是受到廣泛採用的一項產業競爭指標。每個產業的 HHI 值為該產業各公司市場佔有率的平方和；為排除 HHI 值各年度的變異，每家樣本公司所給予的 HHI 值等於其產業前五年的移動平均值。HHI 值之計算公式列示如下：<sup>40</sup>

$$HHI_t = \frac{\sum_{i=1}^{t-1} \sum_{i=1}^n \alpha_{it}^2}{5}$$

$$\alpha_{it} = q_{it} / Q_t,$$

$$Q_t = \sum_{i=1}^n q_{it},$$

其中，

$i = 1, \dots, n$  代表某產業中第  $i$  家公司

$t =$  當年度

$q_{it} =$  產業內第  $i$  家公司第  $t$  年的銷貨收入

$Q_t =$  產業內所有公司第  $t$  年銷貨收入總額

若 HHI 指數低於 1000 點，則市場並不集中；HHI 指數在 1000-1800 點間者，市場集中度中，HHI 指數在 1800 點以上者，則市場屬於高度集中。

39 請參閱公平交易委員會結合申報案件處理原則(草案)。

40 請參閱楊朝旭，產品市場競爭可否降低公司內部治理機制不佳所導致的代理成本，管理學報，93 年，21 卷，2 期，頁 153 - 173。



在中度集中市場之結合須 HHI 指數提高 100 點(增幅)以上，在市場高度集中之結合須 HHI 指數提高 50 點以上，主管機關才會介入。

歐盟亦有簡易申報制度，對於營業額或資產轉售讓未達一億歐元者，採簡易結合申報。總的來說，也就是對於沒有限制競爭之虞的案件快速的排除，而對於有限制競爭之虞者詳細的審查。

我國過去在事前申報許可制下搭配簡化作業的實施結果，實質上亦具有分級制度的優點，對業者或公平會在時間及行政程序上均有很大的簡省。修正後公平法第十一條第三項之規定，公平會對於結合案件顯無競爭限制疑慮者，得於三十日內發縮短通知，令其提早結合；或至三十日期滿，不異議，令其逕行結合；或認為有限制競爭疑慮而延長期限，通知延長審查期限。此種立法顯然寓有分級制度的概念，因此如可以將對競爭限制疑慮較低之案件予以提早排除，將可使我國結合審查更有效率。因此首先應訂出分級審核的標準，何種案件只需初步審查，即可以得到對市場競爭影響較小的結果；何種案件則需進一步加以審查，公平會使得據以對結合案做出准駁，使結合案件的審查得以更有效率，達成立法意旨。如前所述，各國競爭主管機關關於結合大都訂有一套縝密的經濟分析工具，例如美國的「水平結合指導原則」，加拿大的「合併執行指導原則」。此類指導原則大致上包括如何界定市場、如何計算市場占有率、合併後市場結構如何變化將引發主管機關進行整體經濟利益與限制競爭不利益的經濟分析等，提供了相當的輔助參考。我國公平法中僅就審查提供了「整體經濟利益」與「限制競爭不利益」的衡量標準。而公平會亦未據此訂出一般性的審查原則，進一步闡明「整體經濟利益」與「限制競爭不利益」的考量因素。較具體的標準僅見於特定產業的審查標準，例如「公平交易法對有線電視相關事業規範說明」、「公平交易法對電子市集之規範說明」、「公平交易法對四C事業跨業經營行為之規範說明」等。不過針對一般產業卻無明確審查標準，此情況國際上並不多見，為了提升公平會結合案件的審查效率與深度，公平會藉結合審查應制定一套細緻的審查原則。其中應包含結

合適用的範圍、業者應提交的文件、及公平會內部的審查程序，市場界定的考量因素、市占率的計算方法、公平會較關心的結合類型或規模、以及何者屬於整體利益的範疇、何者屬於限制競爭不利益的考量因素。此將有助於執法人員之操作，也將使企業更明確了解公平會的執法態度。

對於為什麼美國經歷了跨世紀的併購浪潮，而德國沒有經歷，假定關於效率的考慮並不足以提供充分的解釋，那麼關於限制競爭行為的法律規制的不同，至少可以部分地回答這個問題。德國缺乏一個像謝爾曼法案那樣的專門的法律規範，用以禁止限制競爭的行為。同樣的，德國也沒有一個和普通法基本原則相對應的法律，來限制當事方通過協議建立反對競爭的聯盟。相反地，通過 1897 年國家最高法院頒佈的一項規則，卡特爾的組織形式以及其他競爭者之間的聯盟在原則上成為有效並且可以實施。這樣，存在於美國的對水平整合的偏好完全消失了，不同的觀察家們基於此種模式，來考慮美國式併購浪潮在德國缺失的原因。

這種針對限制競爭聯盟的寬鬆的法律環境，當然可以為發生在德國的發展提供一些有道理的考慮。回想在美國的企業主所面臨的緊張的競爭壓力，這些壓力極大地破壞了個人控制的利益，並導致了出售股權的願望。獨立企業間限制競爭的聯盟的確可以是一項潛在的防禦戰略，但是謝爾曼法案以及普通法的規則關於限制競爭聯盟的規定，很大程度上降低了這種戰略的可能性。在德國，情況是不一樣的。與美國的公司一樣，生產企業為了從產品市場的競爭中解脫出來，進行了限制競爭的聯盟，這些聯盟控制價格，規範產量，並且分配市場。然而，由於這些安排是合法可行的，它們的力量就顯著增強。競爭壓力由此緩解，確保了參與的企業主對生產能力的穩定利用和更為穩定的收益率，從而減少了通過併購尋找出路的動機。

### 第三項 立法考量分析

企業併購之基本考量，除了租稅考量及多角化目標外，最關鍵者為綜效（synergy）之創造。我國在研議企業併購法之初，對究竟應採「專案立法」，還是在「修正促進產業升級條例」增列條文，或以「個別立法，整體推動」方式進行，引發許多爭議。為求立法效益，制定法規或政策與工具，目的乃在能夠在立法院產生立法效益，依「法律經濟分析」理論中被引用最多的「寇斯定理」，以追求社會財富極大化及製造一個有效率的立法程序為其主要理論基礎，採用專案立法是可以被認同，惟有學者認為，以專案立法之方式，排除公司法、證券交易法、稅法、勞動基準法等相關法規，自法制的觀點而言並不妥適，應以送個別法律主管機關個別修法為當。<sup>41</sup>企業併購法在立法技術上，以專法取代證券交易法及公平交易法部份功能尚為不妥，因此乃以制定企業併購法，並修正證券交易法及公平交易法的方式作為折衷，成為所謂之「企業併購三法」。企業併購法所規範之事項較相關之公司法、金融控股公司法更為廣泛，為我國企業併購之基本機制。然而，企業併購法畢竟仍在原有的公司法、勞動基準法、所得稅法、促進產業升級條例外，所採的一個替代性法律，其引起法律衝突在所難免，例如促進產業升級條例主要針對合併其相關租稅優惠為規定，唯公司法、企業併購法及促進產業升級條例均對租稅有所規定，反而造成該三法治之衝突及問題<sup>42</sup>。企業併購法制定公布後，雖無具體證據顯示已提昇整體經濟效益，但鑑於其具有特別法之特色，且擘劃引進新種企業併購類型，促進企業組織再造之彈性化，已成為我國企業併購之主要法典，特別是由於設有公司合併、概括承受、營業受讓、股份轉換及公司分割等法定企業併購類型(企業併購法第十八條至第三三條)，有助於降低交易成本，台灣憲法在經濟體制上，採取的是自由市場經濟，市場經濟的基本精神，就是讓資源的生產、分配和利用，都分散由私人自己去計劃，基本假設就是經由私人

41請參閱政治大學劉連煜教授於民國九十年五月二十五日『公司法制有關企業併購、換股機制調整與修正研究』專案記劃其中報告會議紀錄。

42 請參閱陳春山，企業併購及控股公司法實務問題，頁17。

的自由競爭和交易，可以使資源達到最有效率的分配和利用。企業併購法的任務，就是經由適當的制度設計，以最小的成本使這樣的自由得到最大的實現，所以私法自治、契約自由就成了最高指導原則。從法定和自由各有其成本出發，認為合理的制度必然是適度的標準化（standardization），選擇法定主義，原因就在權衡之下成本最小，自由的制度會製造相當大的估量成本（measurement costs），並非都能內化於企業併購交易，相對於法定主義限制契約自由，對交易者無法完全達到交易目的的挫折成本（frustration costs），通常會較高，而且差距趨於增大。所謂的估量成本，指的是企業併購交易者創設內容以滿足其需要，因為會終局的存在於企業併購上，而使所有可能的交易者都必須正確認知企業併購上法律關係，所生的成本。企業併購法的基本功能，即在於將各種可能之併購類型予以定型，明定各種法定類型之程序及實體效力，乃至於簡化較不會產生外部成本之企業併購程序，排除企業併購活動障礙，以降低交易成本之發生。<sup>43</sup>

企業併購法制定未久，經濟部即對其適用做出一項限縮解釋，認為其僅適用於企業併購法第二章所明文列舉之法定類型，始得適用企業併購法第一章總則、第三章租稅措施、第四章金融措施、第五章公司重整之組織再造等規定，故在法律上具有重大意義，此即實務上所稱之一體適用原則<sup>44</sup>。股東及公司與股東間股份轉讓限制的約定(第十一條)，以及員工留用及退休準備金移撥(第十五條至第十七條)等。依照主管機關見解，企業併購法總則編的規定，原則上僅適用於企業併購法第二章所列明的併購類型，至於其他不屬於第二章的併購活動則仍無法適用總則編規定。企業體結合了與社會大眾之契約，並對當事人間之權利義務關係加以規範。而公司等企業組織之存在意義，是為了減省市場交易機制(也就是個別契約之締結)所可能產生之諸多成本。

43 請參閱王志誠，優質企業併購法之建構，企業組織再造法制，頁9。

44請參閱劉紹樑，強化企業併購法制，企業併購法制學術研討會論文集，韓忠謨教授法學基金會，經濟部民國91年8月22日經商字第09102168750號函：按企業為進行組織調整，發揮企業經營效率所為之併購，始得以適用企業併購法之優惠相關規定及排除其他法律之適用。是以，符合本法第二章規定之類型，始適用優惠規定。

前文提及在二年內，金融機構合併法、金融控股公司法、公司法與企業併購法陸續制定或增修，是十分密集的立法活動。如以電腦軟體之比喻來敘述，或許金融機構合併法可稱為 1.0 版之產品；金融控股公司法則為 2.0 版產品，而企業併購法可稱為 3.0 版之產品。但是三者之間，因適用範圍不一致、併購方式及法律效果也未盡相同，所以允宜於未來再加強其相互之協調與整合，使得我國的企業併購法制在金融業與非金融業之間，有更高的相容性，也可藉相互比較的工作，共同提升各自之功能性。

企業併購法制無非是公司法治的一環，而綜觀金融機構合併法、金融控股公司法與企業併購法，其中許多規定其實是排除公司法之傳統規定，如多人公司、員工優先認購權、股東優先認購權、資本登記、股份轉讓之限制、公開發行、股權行使協議效力疑義等<sup>45</sup>。2001 年修定之公司法有相當程度的改革色彩，甚至證券交易法之中許多規定本應訂入公司法，亦同其旨。所以，在企業併購法制較完善的先進國家，或許不需制訂如我國金併法、金控法與企併法中有關併購的繁複法規，實因其公司法治的便利性與任意性(enabling function)皆較堅強，所以對千變萬化的併購交易，已足資因應。<sup>46</sup>準此，整體公司法制應予配合調整。

現行企業併購法及公司法所建置之企業組織再造法制，因未全盤性整合公司法之規定，且體例並不完整，導致在法律適用上錯綜複雜，企業界不易掌握組織再造之基本程序。按企業併購活動應踐行程序頗為繁複，稍有不慎，恐導致決議無效或有瑕疵，徒增公司進行組織再造之成本，宜明確規定各種基本程序、法律效力、瑕疵處理及員工權益之保護等規範，以降低公司遵法經營之成本。<sup>47</sup>

企業併購法制也包括競爭政策，因為大型併購案會涉及企業結合審查等反托拉斯法的問題。在 2002 年修訂企併三法之時，也附帶修訂公平法，

---

45 見劉紹樑，「我國公司法治的迷思與挑戰：以公司法與金融法規修正為中心」，月旦法學第 84 期，頁 203-240(2002 年)。

46 見劉紹樑，「我國併購法制的蛻變與前瞻」，頁 28-30(併購交易類型案件分類一覽表)。

47 請參閱萬國法律基金會，公司法制全盤修正計劃研究案，頁 3-26-3-29。

大幅放寬結合管制的程序規定，即為一例。此外，在被管制產業的領域之內，競爭政策也和併購法制息息相關。第一，譬如管制法令往往設定進入市場障礙，如銀行法第 26 條授權主管機關視國內經濟、金融情形，於一定區域內限制銀行或其分支機構之增設，第 57 條規定增設分支機構之具體要件及核准，主管機關並據以制訂「金融機構增設遷移或裁撤國內分支機構管理辦法」；反觀在先進國家，主管機關未必有這種限制競爭的法定權限。目前因為金融機構過多，其實已有凍結新銀行設立與限制增設或遷移分行之政策，以致在同業併購時，增加併購對價。這種政策有兩種成本，其一為優勢業者(及其股東)與劣勢業者間之財富移轉，其二則為因為管制政策扭曲併購對價，以致無法加速整併，而造成整體資源配置欠缺效益的社會淨損失。但這種政策也可能有利，就是短期內減少金融重建基金之支付義務(以及納稅人的負擔)，因為強者必須依弱者所願意接受之價格促其退出市場(而無法採內部成長之模式)，所以就等於在一定程度之內，幫忙 RTC 解決不良金融機構之問題。

企業組織之特徵在於「階層化」，由上而下、層層控制、環環相扣等特性，一方面可以協調複雜之經濟活動，另一方面又可以發揮指揮監督、集中事權之經濟功能。透過市場機制個別締結契約，將會產生內容因人而異，無法統一規劃等諸多不便，若將契約相對人納入企業體系中，可減少與之個別磋商之成本；意即企業得用「組織權威」來取代「市場價格機能」達到降低交易成本之目的。因之，公司組織不僅僅具有生產功能，更因為製造活動效率化與精簡組織之結果，這種精緻之管理機制(governance mechanism)，事實上更係為了節省交易成本所為之安排。此限適用範圍的解釋，實在無法符合併購實務的需求，舉例而言，一般常見的以現金收購股權，或依公司法第一五六條第六項所為的以股換股，或是合資行為(joint venture)，絕大多數係為取得一定控制力，故股東相互間或公司與股東間往往會針對表決權行使(如分配董事席位)或股權轉讓限制進行約定，藉以確定能達成併購目的。然而因限縮解釋之果，因不屬企業併購法第二章所列類

型，不適用企業併購法總則編規定，故類此股東間表決權行使或公司與股東間關於限制股權移轉約定，其法律效力依向來法院實務見解，恐仍有相當爭議及不確定性。實則，併購活動是非常多元且多變的，不可能完全予以類型化，例如為符合當事人間特定併購目的，併購可能是分階段性的(例如先分割再移轉股權)，或者併購對價可能是混合的(例如一部分現金與一部分股份)。因此，企業併購法總則中的一般規範實應積極擴大適用範圍及於所有併購活動，而不應侷限於特定類型，以排除不必要的併購障礙，因應併購實務需求。<sup>48</sup>

#### 第四項 公司治理分析

投資與經濟成長是有相當密切的關係。在經濟發展的三階段，即聚集資本、分配資本，以及監督資本的使用等三過程中，公司治理的議題於焉而生。公司治理在我國日趨重要，不僅因其係世界性主要議題，更重要的是優良的公司治理對企業本身助益甚大，因此，公司治理之主要目標在健全公司營運及追求最大利益。優良公司治理的公司，能妥善規劃經營策略、有效監督策略執行、維護股東權益、適時公開相關資訊，此對公司爭取投資者的信任，增強投資人之信心，吸引長期資金及國際投資人之青睞。2003年行政院鑒於世界各國都正積極推動公司治理改革，為強化企業競爭力，因此成立改革公司治理專案小組，加速推動國內公司治理的改革工作。此外，行政院院會特別通過「強化公司治理政策綱領暨行動方案」，以作為未來政府部門結合民間力量推動公司治理之依據，並廣為宣導，使改革觀念能深入全國企業。

透過公司治理，我們可以建立一個穩定且有效率的資本市場，而且這是公共政策中相當重要的一個中心環節。此外，公司治理各國或各公司作

---

48 請參閱王文宇，有關公司之經濟分析理論公司之併購，公司法論，頁151。

法不同，這也表示公司治理的原則是具有彈性的。關於主要及擁有控制權之股東之公司治理議題是否有效率處理。很多國家都有制定相關法律，可惜的是，很多法律並未具有強制力，很多國家倚賴業界的自律，如美國即是如此，我們應更加強法律的執行力，或更新法律程序使公共之強制力與業界之自律機制達到平衡，以更有效率處理公司治理之議題。我國公司治理相關法令及規章，主要包括公司法、證券交易法，以及證券交易所上市審查準則及櫃檯買賣中心上櫃審查準則，公司法主要係規範公司實質上之運作，例如對董監事運作之規範，證券交易法有關公司治理的法令，即在對企業資訊揭露方面之規範。上市（櫃）審查準則係透過上市或上櫃的契約關係，補強現行法令對公司治理不足的部分<sup>49</sup>。

公司治理內容主要分為內部與外部機制<sup>50</sup>，內部機制是指公司透過內部自治之方式來管理與監督公司業務而設計的制度；外部機制是指透過外部壓力，迫使經營者放棄私利，全心追求公司利益，例如政府對公司所為之控制、市場機制中的購併等所訂立的法令。我國現行股份有限公司的監控模式，主要設有董事會、監察人及股東會等三個機構，其公司治理內部機制係以董事會為業務執行機關，而由監察人監督董事會業務執行，股東會為最高意思機關，此外，並可藉由股東代位訴訟、團體訴訟、歸入權等制度的行使運作，同時監控董事會及監察人二個機構，達成公司治理之目的。

現代企業併購法及公司法對於營業讓與究由股東會或董事會為最終決定，係以是否構成全部或主要部分之營業或財產為標準，實具有分配治理權限之意義。一旦公司讓與其重要資產，在預期公司可能走向解散之心理下，經營者自然不願意將出售資產之對價或收益分配給股東<sup>51</sup>，而有出現道德危險及逆向選擇之可能性，因此即使公司僅是讓與主要部分資產，為確

---

49參閱陳茵琦，我國公司治理制度之推動，證券暨期貨管理雜誌第21卷第4期，2003年4月，頁33。

112參閱陳茵琦，前揭註，頁33。

51 See Edward Rock, Hideki Kanda and Reinier Kraakman, Significant Corporate Action, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW, 2004



保股東權益，要求應經股東會決議同意，在理論上似可理解。

由於大規模公司召開股東會之成本相當高昂，如勢必由股東會決議，決策形成之成本過高，因此從大規模公司之角度出發而言，就效率考量法律上所建構之決策機制，通常偏重在董事會身上，而僅由股東會針對重大行為進行同意<sup>52</sup>，故公司規模大小似為權限分配之重要因素。單從公司規模大小之角度，顯然無法正當化現行權限分配之區分標準。理論上，似可從董事會之專家特性出發，用以詮釋重大投資及為負擔債務而設定擔保等重大決策，得由董事會全權決定。蓋在專家特性之考量下，股東、法院或任何人並無法在新內部計劃(a new internal project)中，有系統地改善投資之管理決策；且如不將內部計劃之規模納入考量，外部人顯然不會比董事會或高階經理人更瞭解投資案之實情，而對於新內部計劃作成之最具有效率之決策。經營者如刻意避開董事會之決議，則可採取分批出售、概括授受權、先進行脫殼法之營業讓與後再由子公司出售資產、設定讓與擔保等方式，以掌控營業讓與之溢酬。相對地，如採取質的標準，因應完全依具體個案判定，難免必須將具有高度專業性之經營決策，交由法院判斷。營業讓與契約成立及生效後，其權利義務事項之移轉及變更登記，準用企業併購法第二五條有關合併規定，因此營業讓與與契約本質上雖為債權契約，但因企業併購法第二七條第三項之特別規定，其權利義務事項之移轉，似亦具有物權效力。惟民法上所訂買賣契約之標的者，僅限於物、權利、債權或其他權利<sup>53</sup>，負債不得成為買賣之標的。由於企業併購法第二七條第一項特別規定讓與或受讓營業或財產者，其債權讓與之通知，得以公告方式代之，承擔債務時，免經債權人之承認。公司為營業讓與時，經營者與股東間之利益衝突程度，相對於公司合併或公開收購應比較低，關鍵在於，由於代理問題及價格資訊之不對稱，股東並無充足能力評價營業讓與與價格之合

52 See Stephen M. Bainbridge, *Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance*, (2002)

53 參閱最高法院 86 年台上字第 3623 號民事判決：「得為民法上所訂買賣契約之標的者，限於物、權利、債權或其他權利，此觀同法第三百四十八條及第三百五十條之規定自明。而所有人依同法第七百六十五條所訂之使用、收益及處分其所有物，均僅位所有權之權能，尚非權利，得否做為買賣之標的，非無進一步研求之餘地。」

理性，而決定是否繼續與公司交易或選擇退出。因此，要求董事會應盡善管意義、忠實義務及資訊提供義務，以追求全體股東之最大利益，並借重獨立專家評估營業讓與交易價格之合理性，對股東權益之保障，殊為重要。營業無法繼續或營業大幅減縮。而仍然存在高度不確定性，增加經營者與股東間之緊張關係。相對地，營業讓與是否應經股東會之特別決議，現行企業併購法及公司法是以「對公司營運有重大影響者」為認定標準，亦為不確定性之法律概念，仍易引發經營者與股東間之爭議。

日本「社會法」對於具有高度控制與從屬關係之母子公司間所為之營業讓與、營業受讓、出租全部營業、委託經營或共同經營，引進略式營業變更制度，為簡易營業受讓之通知或公告後二週內，對公司通知其反對受讓他公司全部事業之行為時，則於其效力發生日前，應經股東會之承認。僅以公告即得「山河變色」，發生債務人易主之結果，顯然對於公司債權人顯然過於不公平。因此，企業併購法第二七條第一項以簡化營業讓與之程序為由，規定公司為概括承受、概括讓與、營業讓與或營業受讓時，其為承擔債務時，免經債權人之承認，不適用民法第二九七條及第三〇一條規定，明顯違反憲法第十五條有關財產權保障之規定，又從民事關係而言，讓與公司如以營業讓與進行脫產，則該營業或財產之買賣，應屬通謀虛偽意思表示而無效(民法第八七條第一項本文)<sup>54</sup>，公司債權人仍得依法主張。

在公司為營業讓與之決定後，員工能否以反對企業併購為由，向行政主管機關提出調整爭議事項之調解申請，企業併購對於勞工影響層極深，可能會導致勞動條件變更，故應解為屬於勞資爭議之範圍<sup>55</sup>，公司是否進行企業併購雖非權利事項或調整事項，而為任意事項(permissive subjects)，但如資方自願調解，則任何事項皆得進行爭議<sup>56</sup>。關於員工要求簽訂團體協約之爭議，依主管機關之解釋，應以雇主拒絕簽訂團體協約，故其性質上為調整事項之爭議。企業併購法為求勞資雙方之和諧，避免因勞資衝突而產

54 參閱最高法院 85 年度台上字第 2407 號民事判決。

55 參閱王佳蒂，企業併購勞資爭議問題之研究——國立中正大學勞務研究所碩士論文，2004 年 10 月，頁 65。

56 See Jill R. Whitelaw, Duties to Employees Affected by a Transfer of the Enterprise(1988)

生高額之社會成本，就公司為營業讓與之決定後，則設有書面告知留用勞工，保障留用勞工、未留用勞工及不同意留用勞工之相關規定(企業併購法第十五條第二項、第十六條、第十七條)，以保障員工之權益。

公司如未經股東會之特別決議，則董事長代表公司締結營業讓與契約之效力為何，則有效力未定說無效說之爭論。應以效力未定說為妥當。至於營業讓與如未經股東會之特別決議，究為決議得撤銷或決議不成立，股東會決議如得撤銷之事由，因在法院尚未判決確定前，該決議仍有效，對於信賴股東會決議外觀而為交易之善意第三人，應從外觀優越原則之法理出發，類推適用公司法第五八條及第二〇八條第五項等規定，解為公司不得以其股東會決議經撤銷對抗之，以保護交易安全。應綜合考量法律規定應經股東會決議之規範目的、交易安全、法律關係之安定性、交易成本利害關係人之保護等因素，以解釋其法律效力。<sup>57</sup>

正如賴源河教授所言，公司本質上乃由股東所組成之營利性社團，必須隨時調整組織戰略及經營策略，以因應源源不斷之國內外競爭壓力，因此就公司法之立法政策而言，本不宜過度介入公司之經營事項，而應容許公司享有相當程度之自治空間，以追求其本身經營之效率。但鑑於公司經營之良窳，除與股東利益息息相關外，亦牽涉公司員工、債權人、消費者及往來廠商等利害關係人之利益，從而從公共利益之角度，則必須加以適度之監控，以確保其適正經營。因此公司法之中心課題，應定位為如何公平調整各方之利益，並尋求公司自治與公司監控之競爭性平衡，實為公司法根本之目的所在。為使公司得以享有較廣之自治空間，使公司得以追求經營效率，在立法政策上，自應鬆綁公司法之強行性規定，期使公司法更具彈性，避免因法律規範之僵化，而阻礙公司之發展。惟如一味追求公司自治，放任公司經營者擅斷妄為，則恐滋生弊端，而損及公司股東、債權人及員工之權益，甚至於造成嚴重社會問題。故相對採取強化公司監控之

---

57 請參閱王志誠，營業讓與法治公司治理觀點，企業組織再造法制，頁 245-260。

有效措施，才能免於破壞公司法之核心價值<sup>58</sup>。

為成功推行公司治理，賴源河教授認為引進外部董事、外部監察人或員工參與經營等制度，才是能讓投資人信賴之經營體制。而劉連煜教授則認為以公司法立法方式強制上市上櫃設立獨立董事，同時在短期內同時與監察人制度並行，待獨立董事制度經實證有助於我國公司治理後，逐漸廢除監察人制度，採一元制之公司治理架構，亦即採用美國之獨立董事制度。無論公司採取一元制或二元制，公司治理所應強調的精神是一公司屬於全體股東，依法董事會的組成雖以具有股東身分為主，但公司經營為了透明化，及決策的專業化與經營的適正性，選任獨立董事有其必要，獨立董事可以監督內部董事、管理階層，並對董事會的決策作出重大貢獻與提出評價績效，在公司治理結構中占有非常重要地位。<sup>59</sup>

公司治理問題，兆豐金控的經營權大戰暫時落幕，高潮迭起的協商、拉鋸、推演過程，當為政府要員上了寶貴的一課；另一方面，此役也留下諸多未解課題，有待政府繼續努力，而外資的角色正是其中之一。在兆豐金官民對壘之際，持有 23% 股權的外資直到最後關頭才以獨立董事、民股董事辭職扭轉乾坤。外資此舉初始曾受議論，主因外資投資上市櫃公司，通常是追求投資績效的財務性投資，不介入經營權之爭，故而懷疑其有特殊動機。然而，從當前資本市場及公司治理發展趨勢而言，這才是外資所應有的態度及作為。1980 年代以來，歐美的退休基金、共同基金等快速發展，機構投資人已成為資本市場的主要參與者，目前持有台股三成以上市值的外資，絕大多數都是這類資金。這些外資接受委託、來台投資股票，管理者對其所管理的資產，負有謀取投資人最大利益的責任；因而他們行使投票等股東權是正當而必要的，且在強化股東會功能及公司治理上，外資也比散戶股東更能發揮力量。

---

58請參閱賴源河，總評(一)從法規鬆綁與公司監控論公司法之修正動向，月旦法學第 80 期，2002 年 1 月，頁 86 至 87。

59請參閱劉連煜，健全獨立董監事與公司治理之法制研究—公司自治、外部監控與政府規制之交錯，月旦法學第 94 期，2003 年 3 月，頁 139-140。

以往機構投資者多奉行「用腳投票」的華爾街法則，在對公司有疑慮時直接售股，鮮少行使股東權。但如今，此一情勢已在轉變，隨著機構投資者的持股升高及出脫不易、長短期投資績效的兼籌並顧，及國際間要求機構投資者負起公司治理責任的潮流，愈來愈多的機構投資者開始重視股東權的行使，以強化市場監督機制，而兆豐金控裡的外資行動正是此一轉變下的結果。因此，公股應正視外資此舉所發出的訊息，更須反省在兆豐金控的所作所為。遺憾的是，外資支持的獨立董事竟成為官民相爭之下的犧牲品，實為公司治理做了最壞的示範，公股宜設法彌補。此外，國內企業亦應警惕於此一監督力量的興起，而須以強化公司治理積極回應。例如金控事業與台塑、台積電等製造業不同。製造業的流動資產很少，財務槓桿有限；但金控事業對外吸收存款，不但財務槓桿空間大，流動資產也多，相對而言很容易就有併購其他事業的能力。此外，由於金控業的財務槓桿很大，財團家族遂能用很少的自有資金，去控制不成比例的龐大資產。以中信金為例，即使該公司斥資百億去買兆豐金的股票，其中卻只有極少數是出自中信集團董事的自有資金。於是在民眾眼中，金控的併購等於是用社會大眾的錢，去購買上兆的資產。而一旦併購成功，真正能夠運用龐大資產呼風喚雨的，卻是金控的少數董事家族成員。如果將來金控公司再利用旗下創投不斷涉足其他產業，則整個社會的資產就不斷地往少數家族集中，這樣的併吞過程當然不符合一般民眾對公平正義的期待。

#### 第五項 代理問題分析

企業併購作為一種特殊的公司股權變更方式，目的是為了尋求股東利益的最大化，解決委託代理問題，以減少管理階層的道德風險，降低公司監督成本。<sup>60</sup> Adolf A. Berle, and Gardner C. Means首先提出公司所有權與經營權分離的觀點，認為在一般股權分散（widely held）的企業中，小股東雖握有股權卻無法對公司營運政策產生影響，相對地，經營權是由管理者所

---

<sup>60</sup> See Mike Wright, *Entrepreneurial Growth Through Privatization :The Upside of Management Buyouts*, *Academy of Management Review*, 2000.

掌握。在此情況下管理者因為本身持有的股權比例不高，無須承擔經營失敗的全部後果，又須與外部投資人共享經營成果，故不會站在小股東的立場去極大化公司的價值。又小股東因為持股過於分散，使得制衡機能薄弱，而產生代理問題。後來一些學者即致力於研究企業經營者不可見的利己動機與行為，以及如何激勵不具股東身份的企業決策代理人，使其有誘因追求「股東財富的極大」。早在1932年就提出了代理成本問題。他們認為，代理成本是股份公司所有權與經營權相分離的必然產物，股東對經理階層進行監督管理的交易成本大於其可能獲得的利益，在所有權分散和集體行動成本很高的情況下尤其如此，從理論而非實證的角度看，股份公司的經理階層多半是股東無法控制的代理人。<sup>61</sup> 對於代理成本問題，Michael C. Jensen, and William H. Mecking進一步分析證明，一位與不參與管理的股東（外部股東）共同享有股權的經理，不能以實現公司最大價值的精神經營公司；相較之下，在公司由唯一所有者兼經理決策時，以及在外部股東的監督成本為零的假想世界中，卻都會以實現公司價值最大化的精神進行經營。<sup>62</sup> 錢德勒對美國企業的研究發現，現代美國公司多是經理式的公司。經理式的公司和業主式的公司不同之處在於：前者的高階層管理和中階層管理全由專職的支薪主管所掌握。公司的所有者不再管理公司，廣泛持有股票的、分散的所有者很少有機會參與任何一級的管理決策；而經理當中也只有少數幾位擁有大量具有投票權的股份。<sup>63</sup> 在這樣的背景下，通過企業併購，使得企業的經營者同時成為企業的所有者，實現了經營權和所有權的統一，從而最大限度的降低代理成本。

關於所有權結構與公司價值間的研究，最早由Berle and Means 提出

「股權分散假設」，假設公司股權分散於各小股東間，而控制權集中在經理

---

61 See Adolf A. Berle, and Gardner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, The Macmillan Company, 1991, p. 25.

62 See Michael C. Jensen, and William H. Mecking, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3 (No. 4, October 1976):p. 305-360.

63 看得見的手—美國企業的管理革命，重武譯，王鐵生校，商務印書館1987年版，頁487—488。

人手中，因而造成了經營權與所有權分離的現象，而Jensen and Meckling將這個觀念進一步延伸，正式提出代理理論（agency theory）認為當公司為股權分散時，管理者可能會基於自利的動機採取違背公司利益極大的行為，使公司的價值降低。然而，自1980年以來，不過許多股權結構研究質疑這個股權分散假設的有效性，Shleifer and Vishny 與Morck, Shleifer and Vishny 根據實證結果發現，即使在公開市場較成熟的美國企業中，股權分散的情形亦不常見，股權和控制權某種程度仍集中於少數家族和富有的投資者手中。 Claessens et al. 也進一步發現，有許多上市公司的控制股東往往透過金字塔結構、交叉持股與參與管理等方式來造成控制權與現金流量請求權偏離一股一權的不合理現象，以達到控制公司的目的，當控制股東的現金投入與控制程度明顯偏離時，即控制股東以少量的現金流量獲取了絕對的控制權，那麼控制股東將有誘因從事個人效用的極大行為，在此情況下，控制股東即可能透過利益輸送和掏空公司資產等方式，剝奪小股東的財富，並衍生道德危機與逆選擇的相關代理成本。<sup>64</sup>

公司治理是一結構及權力的形式，以企業觀點而言，即指公司運作的方式及管理者和董事全體應負之責任。公司治理的問題與股權分散程度有密切的關係。在公司股權非常分散的情況下，由於缺乏明確的大股東，公司基本上負責經營的經理人掌握，此時，公司治理的重點在於如何設計一套制度，使得外部股東能夠監督公司的經理人，另一方面，在股權集中的

---

64 See Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. H. P. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporation," *Journal of Financial Economics* 58: 81-112.

情況下，由於股權集中在有控制權的主要股東手中，公司高階管理者可能由主要股東擔任或由其聘任的經理人擔任，在此種情形下，公司監理機制設計的重點在於如何防止主要股東只顧自己的利益，或甚至利用職權進行利益輸送而侵害到一般小股東的權益。<sup>65</sup>而根據 La Porta 和 Lins 的研究，亦指出在有較差少數股東保護的國家，會顯示有較高的股權集中度和較嚴重的剝削少數股東的情形。<sup>66</sup>從經濟效率之觀點，董事會為併購決議或採取防禦措施時，如僅考慮到全體股東之最大利益，就傳統公司法下之董事責任法制而言，雖可能符合經營判斷法則，但卻可能將企業併購之交易成本外部化，而不當轉由公司之其他利害關係人承擔，若我們以外部性為參考點，隨著外部性的高低我們可以更清楚瞭解有些項目例如維持競爭秩序、保護債權人及員工之權益適合採取強行規定的方式（外部性越高者），有些項目適合採取任意規定的方式（外部性低者）。

#### 第六項 保護少數股東利益的法律制度分析

企業併購股東保護特別是中小股東保護應以公司法等基本法律制度構建的股東保護制度為基礎：首先是關於事前預防手段的規定，即中小股東在其權益尚未受到侵害前可採取的預防手段，如併購前股東大會的召集請求權、提案權、資訊權等；其次是關於事後救濟手段的規定，即收購過程中股東在其權益直接或者間接受到侵害的情況下，可以向主管機關請求救濟或者向法院提起訴訟；最後是在公司法、證券法等相關法律中的有關規定，如獨立董事制度、累積投票權制度。在企業併購中，雖然股東對公司併購的提案可基於本人的理性判斷決定是否進行交易，但要使各個股東的決議完全歸於一致，將付出過高的交易成本，因此運用多數決原理促使各股東鄙棄個人立場而形成集體意志可以提升決策的效率。但運用多數決的結果，異議股東的意見顯然完全被忽視，違反公平正義的社會價值。特別

---

<sup>65</sup> 請參閱柯承恩，我國公司監理體系之問題與改進建議，會計研究月刊，第 173 期，75-81 與第 174 期，79-83。

<sup>66</sup> See La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54: 471-517.



是閉鎖性公司，因無次級流通市場其股份轉讓受到現實限制，因此如將多數決原理及董事會中心主義等制度設計完全適用於閉鎖性公司，極可能對少數股東造成嚴重不合理的結果。相對的，如果企業併購法制無法提供少數股東的適當保障，將促使少數股東必須藉由股東書面協定方式調整股東經營決策的同意權分配，或設定其他類型尋求救濟的方法，以提高其參與經營決策的影響力，避免其可能遭受多數股東的壓迫，其結果，反而可能降低公司經營決策的效率，因此，所有的企業併購法制為了取得經濟效益和公平正義的平衡都必須要合理界定少數股東的權利邊界，以及應採取何種保護機制，才能在實質上實現股東平等原則的要求。這裏的股東平等原則應包括資訊平等和待遇平等兩個方面。前者指所有股東皆應在取得相同資訊的條件下為決策，後者指所有股東應享有出售股份的共同機會。具體而言，如為確保少數股東的權益，在法律制度設計上，則可賦予反對的少數股東主張財產上的請求權，請保全處分，防止損害的發生；二則可從損害賠償法理出發，賦予少數股東行使股份收買請求權或損害賠償請求權，以確保其股份的公平價值。所以公司併購的基本要求是在追求經濟效益的同時必須兼顧公平正義，在效率與公平之間取得競爭性平衡。一味以降低併購成本為理由蠶食鯨吞利害關係人基於公平原則所應有的權利，有違基於人類社會價值所應堅守的基本社會準則；而一味囿于所謂公平正義對少數股東進行過度保護，則會不適當增加社會成本，導致併購案件減少，最終造成社會資源無法有效配置，並形成無效率的情形。

企業併購活動中，少數股東利益的保護一直是立法與實踐中的難題，關於保護少數股東的規定相當缺乏和薄弱，對少數股東缺乏充分保護的現狀易造成少數股東只關心股票投機，而忽視公司經營業績，他們在很大程度上成為投機股東。美國各州公司法對併購過程中，少數股東之保護，除了反對股東有股份收買請求權外，<sup>67</sup>基本上歸納起來有三種類型<sup>68</sup>，控制股

---

67 See MBCA §13.02。

68 請參閱劉澄清，公司併購法律實務，法律出版社(北京)，一九九八年五月第一版，頁 24。

份收購立法、公平價格+絕對多數立法、禁止合併立法。所謂控制股份收購，一般定為對目標公司 15%至 20%有表決權股份之收購，法律要求在此情形之收購完成前，或者在行使表決權前，應由目標公司內未被收購股份之股東同意，此類型之特點是將通過收買股份要約收購股份的權利和行使這些股份表決權的權利分離；而公平價格+絕對數立法是為了防止「雙層出價」<sup>69</sup>的情形發生，而使得在收買股份要約有效期間內不出售股份的股東受到保護。此類型的法律一般包括絕對多數的規定，即要求取得目標公司 10%以上股份的一方，必須取得目標公司董事會、及持有目標公司股份 80%以上的股東，包括持有收購公司以外的股份的三分之二的股東的同意，才能與目標公司進行合併或其他業務聯合行為。但如果收購公司所持有的目標公司的股份達到法定界限以前，交易就得到目標公司董事會的決議通過，或者收購公司意向目標公司所有股東，包括未在要約期承諾的股東支付一「公平的價格」，那麼上述有關絕對多數的法律就可以不予適用。至於所謂的公平價格可能是收購方對目標公司股份所曾支付的最高價格，或者是公司如被解散，可能支付給股東的價格；禁止合併法律的特點是，不直接影響收購方取得目標公司股份並行使表決權的能力，而是將重點放在收購取得目標公司控制權後對於目標公司資產的使用方面。例如有的禁止合併法律規定，持有一家公司 10%到 20%股份的股東，自達到該百分比的一段時間以內，不得與該家公司進行業務聯合行為，除非在達到上述百分比以前，該家公司董事會對達到該百分比界限後的業務聯合行為曾經決議通過許可。<sup>70</sup>

現代的併購方式，在法規的鬆綁下，層出不窮，最為常見的即是所謂的驅逐合併(freeze out merger)。最典型的方式為併購公司對目標公司全部或部分已發行股份，進行公開收購(tender offer)，等到成為多數股東，再透過雙方公司進行現金合併，由於併購公司成為目標公司的多數股東時，合併

---

69 所謂的雙層出價，是指在公開收買股份期間經過後，原先選擇不出售股份的股東礙於情勢而必須以較低價格出售其持有股份之情形。

70 請參閱王文宇，世界各主要國家與購併有關之法規之比較，經濟部經濟論叢，頁 13。

案即得依併購公司決定的價格通過，也由於合併的對價為現金，被收購公司即合併後消滅公司的股東，非取得存續公司的股票，而是現金，結果，收購公司透過現金合併，一方面收回其公開收購時的現金，一方面將目標公司的剩餘股東逐出存續公司。<sup>71</sup>這種方式在敵意併購時，最為常見。因可迴避目標公司經營階層的反對。<sup>72</sup>

公司經營者或有控制權的股東，可能利用併購的機會，對小股東給與不公平待遇，收買請求權是為了防止此種不公平待遇的救濟，現代大型的營利公司，多數股東均係被動的投資人(passive investors)，對於公司的重大決策，資訊顯然不對稱，當公司有重大交易時，往往承受更高的風險，除了不可能有應變的避險方法外，真正有權安排進行交易的經理人可能為了自己的利益，犧牲一般股東的利益。例如，在合併中，被合併公司的經理人同意較低的價格，換取合併後公司給與較高的報酬。這類資訊在股東會決議時，不易發現。更由於大眾股東的集體行動問題(collective action problem)，個別股東不可避免的搭便車(free rider)的心理，<sup>73</sup>使得股東行使決議權更加困難。

因此，Fischel 教授嘗試從囚犯兩難(prisoner's dilemma)的理論來說明，收買請求權足以減少控制股東不當的交易的功​​能。例如，收購公司(acquiring bidder)宣布對目標公司(target)進行公開收購。目標公司的市價為 50 元，收購價格定為 60 元，收購 51%，收購公司同時宣佈日後將以每股 30 元合併目標公司。換句話說，收購公司最終的價格為每股 45 元，低於市場價格。當然，如果股東可以互相協議，則所有的股東都不會出售，因為股東的平均出售價格只有 45 元。但是因為每一股東都擔心其他股東在公開收購時會趁高價(60 元)出售，為免自己日後只能以 30 元出售，因此，競相出售，收購公司乃可以得逞，如果允許股東在日後合併時，得以行使股份收買請求

---

71 See Ronald J. Gilson & Bernard Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions* 1253(2ed. 1995)

72 See Alexander Khutorsky, Note: *Coming from the Cold : Reforming Shareholders' Appraisal Right in Freeze-out Transactions*, 1997 *Colum. Bus L. Rev.* 134

73 See Clark, *supra* note 14, at 445.

權，如核定價格高於 40 元，則收購公司即不會進行該交易。在此情形，利用股份收買請求權，確保交易的公正，即有必要。少數股東即不會因為控制股東利用多數決通過不利的交易，而受損害。因此，在母子公司合併，或涉及控制股東利害關係交易，股份收買請求權在股票在公開市場交易的公司合併時，有其功能。<sup>74</sup>相較於主張董事會違反忠實義務，行使異議權對股東而言，可能較容易。

此外，股份收買請求權有助於股東發現經營者不當行為，並有效阻止。股東可能擔心經營者竊用公司機會、遲延有益的投資，以便其先行獲利。在合併等交易時，經營者所協議的條件，或許不是對股東最有利的。因為，有可能交纏著經營者在合併後公司的地位、待遇等等。或許是經營者掌握公司的重要利多訊息，隱匿不發，以便併購者得因併購獲利，而給與經營者額外報償，尤其是當交易又牽涉關係人時，情形可能更加嚴重。<sup>75</sup>當然，經營者的忠實義務(fiduciary duty)，可能嚇阻不法行為，但此類訴訟成本高昂，程序繁雜，門檻過高，如前所述，眾多小股東有所謂的集體行動問題，起訴誘因不大。但股份收買請求權的程序，相較主張經營者違反忠實義務的損害賠償請求程序，必然較為簡便。最重要的是股東根本無需證明經營者有何不法行為，且在核定價格的程序中，必須就公司的各項資訊評估，如果估價者取得資訊越詳細，則經營者隱匿的資訊，越容易被公開，不法行為越容易被發現，當然，有人可能主張，如果交易本身對股東不公，則股東可以請求法院禁止，甚至在事後請求判決合併無效。然而，相對的，收買請求權可能是成本較低的方式。<sup>76</sup>

我國股市上的投資人大多數屬於少數股東的範圍。如此龐大的投機隊伍的存在，註定了我國股票市場具有濃厚的投機性質，這種現象嚴重阻礙

---

74 See William T. Allen & Reinier Kraakman, Commentaries and Cases on the Law of Business Organization, 454(2003); Daniel R. Fischel, The Appraisal Remedy in Corporate Law, 1983 Am. B. Found Reserch J. 878-79.

75 See Ibid at 444.

76 請參閱游啟璋，異議股東的退場機制，企業併購法制學術研究會論文集，韓忠謨教授法學基金會，頁 10-4-406。

了我國證券市場的健康發展及現代企業制度的建立。此外，當少數股東面對大股東的侵權行為得不到應有的法律保護時，必然會影響到他們的投資熱情和信心，致使他們對證券市場和國家法制失去信心，這對整個社會而言也是非常不利的。為此，我們需要進一步探索公司法在完善相關制度時應採取的措施，要做到對於少數股東利益的保護，必須在以下幾個方面作出努力：

1、推行外部董事制度或獨立董事制度，並對外部董事或獨立董事適當定位。外部董事制度主要是英、美等發達國家在上市公司中實行的制度。按照這一制度，公司的董事會由兩部分成員組成，一部分為內部董事，一部分為外部董事，經理人員由內部董事擔任。外部董事創設的本意，在於強化對經理人員的監督與制衡，使其按股東的最大利益行事，由此保護股東、尤其是廣大中小股東的利益，同時彌補內部董事在專業知識上的缺乏。但是，由於外部董事大都由社會賢達擔任，故其在客觀上又對維護非股東利益，促使企業履行社會責任發揮了一定作用。近年來，為實行外部董事制度，英、美等發達國家公司中董事會的成員和外部董事在董事會成員中所占比例呈不斷上升的趨勢。在我國上市公司的實務中外部董事或獨立董事的建立也日益受到重視。

2、建立小股東利益補償制度。在企業的併購過程中，小股東的利益易受到損害，因此應給予小股東補償，在國際慣例上一般採用優先認股權。即新公司首次增發新股時，小股東可以按一定比例，按照約定的比例購買發行的新股。

3、建立異議股東股份收買請求權制度。在公司收購行為開始時，董事會應就有關收購事項，做成收購協議，提交股東會，如股東在集會前或集會中，以書面形式表示異議，或以口頭形式表示異議經記錄者，得放棄表決權，而請求公司按當時公平價格，購買其持有的股份。

企業併購實質上是公司之間所作的一種契約安排，參與收購公司的意思表示均是其股東意見的集中體現。在公司收購中，如何保護反對收購的

少數股東的合法權益，是公司法應予關注的問題。從公司法原則來看，當公司進行重大交易時，如少數股東認為該類交易對他們有重大不利影響時，這些不同意進行交易的股東應當有權請求公司購買其所持有的股份，而購買股份的價格應當反映這些股份的真實價值。在立法上規定異議股東股份回購請求權的目的，就是為了有效保護少數股東的合法權益，平衡大股東和少數股東之間的利益。公司法第一百八十五條第一項各款所列之行為，以及第三百十六條與他公司合併之行為時，反對該等行為之股東依法定程序為反對之意思表示者，得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。所謂法定程序為：1. 書面通知反對之意思表示。股東反對公司從事上述結合行為時，須於股東會就上述事項為決議之前，以書面通知公司反對該項行為之意思表示。依公司法三百十七條之規定，反對股東得於股東會集會前或集會中，以書面表示反對之意思，亦得於集會中於該事項決議前，以口頭表示反對之意思而經紀錄之方式行之。美商卡萊爾集團大手筆收購東森媒體科技(EMC)公司股權，以每股 32.5 元向大股東收購九成股權，卻僅以每股 26 元收購其餘 10% 的小股東股權但有數位具有法律背景的 EMC 股東卻發現，東森向小股東收購股票的價格低並不合理。即向卡萊爾代表公司及 EMC 提出不同意請求權，爭取小股東權益。

股份收買請求權行使之前提要件，乃公司所欲從事之結合行為，已經股東會決議通過之情形。若該項結合行為未為股東會決議所採行時，則公司之結構與營業政策未改變，雖股東於股東會為反對之表示，自無股份收買請求權可言。又於公司讓與全部或主要部分之營業或財產之情形，若股東會於決議採行該項行為，同時決議解散公司時，則反對股東無權行使股份收買請求權。因公司若決議解散，自須依解散之程序進行清算，於清償公司債務後，若尚有剩餘財產，則應依各股東所持有股份比例予以分派，各股東所獲待遇相同。依美國模範公司法典之規定，公司轉讓與公司全部或絕大部分財產，同時決議解散之情形，反對股東仍得行使股份收買請求權。其目的乃在防杜公司運用公司解散之手段來延遲對反對股東為給付，

因公司解散及清算程序通常較為冗長。我國公司法之規定及學者之見解均認為於此情形，反對股東無權行使股份收買請求權，認為若允其行使股份之買請求權，則將使一部份股東(反對股東)，於清償公司債務之前，先取得出資之返還，有害公司債權人之權利，為公司法所不許。<sup>77</sup>

## 第七項 公開收購制度分析

公開收購所具有的公司控制權轉移功能，就是重新調配資源，對於我國的經濟結構調整、產業結構整合意義的十分重大。爭奪公司經營權最直接的方法就是取得公司股份。有意取得控制權的人，公開向目標公司股東發出購買股份的要約，一般稱為“tender offer”。公開收購的方式，在國際的企業併購案中，大多是被用在敵意併購上，此時有意收購的企業，多半已經手中買到相當比例的股份，但要達到成功併購，可能就只缺那麼一點點，為了快速完成併購，收購企業就會向市場直接叫陣，提一個遠高於市場交易價格，且要求持有人在幾天或更短的時間內，回應併購企業的要約。由於收購的價格高，持有人在能考量的時間短，才能讓持有人在「不賣可能再也賣不到一個更高價格」的壓力下，倒向收購的企業。證交法於1988年增訂條文，除明定買入股份達一定比率者，應辦理申報外（第43條之1第1項），並規定如在集中市場或店頭市場以外，向投資大眾公開收購股份者，應履行一定的程序，並遵守相關的規範，現階段有關公開收購之運作，主要係由證券交易法第43條之1至第43條之5、「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」（以下簡稱「公開收購管理辦法」）及「公開收購說明書應行記載事項準則」（以下簡稱「公開收購說明書準則」）所規範。我國法相關規定，係仿自美國1968年威廉斯法（Williams Act，即1934年證交法§13(d)、(e)、§14(d)、(e)、(f)；及1977年、1993年分別增訂的§13(g)與§14(h)），及證管會依該法授權所訂定的行政命令。公開收購究竟產生何種經濟效

---

<sup>77</sup>請參閱王文宇，世界各主要國家與購併有關之法規之比較，經濟部經濟論壇，頁35。

應？學者看法分歧。有認為併購行為可以淘汰效率較差的經營者，發揮市場監督力量，藉以提昇經營績效，保護股東權益，因此不應施加嚴格的管制，以免產生壓抑的效果。但也有認為，併購的動機只是為擴張集團勢力，抬高公司在業界的地位，並使董監酬勞水漲船高，既非為股東利益，亦未必有益於經營績效的提昇；敵意併購更可能導致經營權的動盪，甚至侵害小股東利益，弊多於利，因此施加嚴格的管理以防流弊，誠有必要。<sup>78</sup>威廉斯法採中性立場，對於公開收購股份的行為，既非鼓勵，亦非嚇阻，並力求公平對待收購公司（tender offeror）與目標公司（target company）<sup>79</sup>；其目的在於使股東獲得公開收購的相關資訊，以貫徹公開原則，並確保投資人公平出售股票的機會，促進股權收購的公平性。此外，在敵意併購的情形（hostile takeover），經營者為保住自身權位，往往採行犧牲股東利益的防衛措施，威廉斯法亦可能發生一定程度的節制作用。綜合而言，規範公開收購的法令，應兼顧保護投資人權益及促進市場健全發展的功能<sup>80</sup>。

嚴格限制董事會採取反收購措施，有利於通過公開收購，發揮併購在資源配置中的作用，使資產從低效率的經營者轉移到高效率的經營者手中。完善強制性公開收購制度是指當一股東的持股比例達到法定數額時，必須向目標公司同類股票的全體股東發出公開收購要約的法律制度。該制度的理論基礎是，持有一個上市公司 20% 以上股權的股東，已基本上取得

---

78 有關討論請參閱：Bratton, *Corporate Finance, Cases and Materials*, (Foundation Press, 5th ed. 2003) at 911-925. 歐盟諸國對非合意併購的分歧看法，參閱：Moloney, *EC Securities Regulation*, (Oxford University Press, 2002) at 805 et. seq. 另參閱易建明，美國、日本與我國「公開出價收購法制」之比較研究，翰蘆圖書出版公司，1999年8月。

79 提出法案的威廉斯參議員（Senator Williams）特別強調法案的中立性格：“We have taken extreme care to avoid tipping the scales either in favor of management or in favor of the person making the takeover bid. [The bill] is designed solely to require full and fair disclosure for the benefit of the investors. The bill will at the same time provide the offeror and management equal opportunity to present their case.” 引自 *Schreiber v. Burlington Northern, Inc.* 472 U.S. 1, 8 (1985); 參閱 Kenyon-Slade, *Mergers and Takeovers in the US and UK*, Law and Practice, (Oxford University Press, 2003) at 89.

80 Loss & Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, (Aspen Law & Business, 2001) at 562 et. seq.; Kenyon-Slade, *id.*, at 87 et. seq.; 羅怡德，美國聯邦證券交易法規對於「公開收購股份要約」（Tender Offer）相關規定之介紹與討論，輔仁法學，第11期（1992年6月），頁147至202。



了該公司的實際控制權，該股東不僅可以依據公司章程自由選派高級管理人員，對公司的日常經營管理做出決策，而且在市場上進一步購買該公司的股票以達到絕對控股地位也不是一件難事，少數股東因此被剝奪了應享有的權利，實際上處於任人支配的地位。從公平的角度來說，少數股東因失去了經營管理的權利，至少應享有將其股票以合理價格賣給大股東的權利。確立強制性公開收購制度的國家原則上都以對股東的平等保護和賦予股東以撤回投資的權利為立法理由。

收購、反收購過程中的董事責任問題，客觀上需要對損失數額、董事重大過失、因果關係等問題進行認定，而認定這些問題的難點又集中體現在收購揭露後的收購公司的股價下跌不能單獨作為收購公司股東損失的證明，鑒於收購的複雜性，從過程上看，大致由準備階段、收購階段、整合階段等多個前後銜接的階段組成。現行的上市公司公開收購法律制度主要對收購階段進行規範，然而對於收購活動的成敗而言，收購的準備階段和整合階段同樣有著極其重要的作用，特別是整合階段是上市公司收購的最後階段，如果說在收購階段以是否獲得目標公司的足夠股份而取得控制權為判斷收購是否成功的標準，那麼進入收購整合階段，如何實現收購的預期目的（綜效、擴大市場等），決定了收購的成敗。所以說，整合階段是決定收購對收購公司是產生價值損失或價值增值的關鍵過程。而且收購階段完成後，整合階段的週期具有不確定性，從收購階段結束到整合階段完成之間可能存在一個較長的時間長度，這對綜合客觀的評價收購對收購公司的影響帶來很大的難度。單純以股價作為判斷收購公司損失的依據，在較長的時間區間，系統風險與非系統風險都可能造成收購公司的股價波動，股價具有較強的不確定性，難以區分正常商業風險和董事過失對股價的影響。

收購活動中構建董事究責機制還應當兼顧收購中的公平與效率問題，借鏡商業判斷法則中對收購公司董事的義務和責任的規範和限制。一定意義上說，商業判斷法則是一項司法原則。從美國司法實踐對收購中商業判

斷原則的解釋和運用看，德拉瓦州將這一普遍適用於評判司法是否干預公司董事商業決策自由的原則拓展適用於收購個案，將這一標準發展為Unocal 原則<sup>81</sup>、Revlon 原則，並在 Time 一案的判決中進一步發展了以上兩個原則。雖然司法實踐針對的是收購中目標公司董事反收購決策的問題，但是對於收購公司董事義務也有借鏡意義。收購案件審判中得到發展的商業判斷原則在保護收購公司股東利益方面的拓展適用的可能性。一方面，董事的利己動機和嚴重過失導致的收購失敗可能構成對收購公司股東利益的嚴重侵害；另一方面，客觀存在的不可預期的風險因素決定了董事收購決策的固有風險。商業判斷原則的優勢在於不是“唯結果論”，作為一項司法原則，附前提的干預的司法審查模式平衡了股東利益保護的公平和董事決策的效率之間的關係，我國應在公司法修改的過程中在完善董事究責機制的同時引入董事責任的限制和免除制度。

商業判斷法則（Business Judgment Rule）<sup>82</sup>作為一個判例法理，是在美國最先形成的。然而至今為止還沒有在任何一个成文法中見到相關的具體規定。在美國，甚至各個州對商業判斷法則的見解也各不相同。而法院對其具體內容所作的解釋更是多樣。長期以來，美國的立法界以及理論界一直試圖對商業判斷法則作一個統一的定義。現在，關於商業判斷法則的概念，主要由三個見解所予以詮釋，分別是一、各州法院的判例；二、商業公司示範法草案（The Revised Model Business Corporation Act）的示範規定；以及三、美國法律協會（American Law Institute, ALI）在公司治理原則中的建議。依美國 Black' s Law Dictionary 對商業判斷法則之定義，商業判斷法則係一種推定，推定公司董事所為之商業決策乃是不存在利害關係下所做成的，且該商業決策係於一定資訊基礎下，董事善意的相信該行為符合公司最大利益。對於董事於其權限內基於善意與合理注意所為之交易行為如造成公司損害，董事得免其責任。

---

81 See Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946(1985)。

82 請參閱王文宇，美國金融機構之管理與監控，收錄於財經法論集—柯芳枝教授六秩華誕賀文集，頁347，1997年4月；或稱「經營判斷原則」，參見劉連煜，公司監控與社會責任，1995年初版。

在美國，股東就董事決策失誤而提起訴訟時，審判法官會援引「商業經營判斷法則」對董事決策是否失誤做出判斷的標準，我國也應儘快制定類似的「商業經營判斷法則」，如此博達案、順大裕等掏空案，就有法律上判斷的依據。有關商業經營判斷法則，在英、美是用判例補足。國內雖在公司法第 23 條有規定董事對公司之經營應「善盡忠實義務與善良管理人之義務」，但內容尚待補實。為此、國內應盡速責令行政主管機關與立法機關對商業經營判斷法則訂出準則，其中，規範未上市公司得由公司法來補足，對上市櫃公司則可藉由證交法來補足。美國法院為不使商業經營判斷法則會淪為董事免除過失責任的免死金牌，美國法院根據判例做出商業經營判斷法則適用要件：一、限於商業經營判斷決策事項；二、與個人無利害關係且獨立判斷，換句話說，不能圖利董事私人公司；三、合理注意；四、善意；五、未濫用裁量權。<sup>83</sup>

公開收購制度的優點表現為以下幾個方面：1、對於目標公司原控股股東非常有利。由於強制性公開收購制度使收購人不能僅限於獲得目標公司的控股權，還要收購目標公司的全部或大部分的股份。這無形中增加了收購人的財務負擔。此外，公司控股權轉移之後，目標公司原控股股東又可以根據公開收購制度在相當有利的條件下撤出公司。2、可以解除目標公司股東的心理負擔。它使目標公司的股東能夠集中精力考慮收購人提出的條件是否對自己最為有利，而不必擔心如果自己最後出售股票可能面臨最壞的收購條件。

儘管我國證券交易法及公開收購公開發行公司有價證券管理辦法有規範到任何人欲在十日至五十日內取得任一公開發行公司百分之二十以上股權時原則上必須採用公開收購之方式。在西方發達國家，例如德國、荷蘭等，沒有確立該項制度乃是因為在這些國家很少發生公開的公司收購（一般都以協議收購的方式進行），因此，沒有確立這種制度的必要。而對於世界上公司收購活動最為頻繁的國家——美國，也沒有制定該項制度，並且

---

83 See Black's Law Dictionary, West Group, Mini., 7th ed., p.192, (1999)。

人們也未抱怨在美國的公司收購中受到不公正的待遇，這似乎讓人難以理解。但是，稍做思考便可以發現，美國沒有確立強制性公開收購制度是與其保護股東權益的立法傳統相聯繫的。在美國，對目標公司股東的平等保護主要是通過規定公司董事及控股股東對公司及其他股東的嚴格忠實義務來實現的。並且，美國公司收購實踐中最突出的特點是控股股東隨時處於非控股股東的訴訟威脅之下，以致收購人在取得目標公司控股權之後，往往傾向於向剩餘股東發出全面的收購要約。這與強制性公開收購制度所起的作用大致相同。而我國缺乏像美國那般嚴格的司法審查制度，因此在公司收購方面建立強制性公開收購制度有著不可忽視的價值。我國公開收購公開發行公司有價證券管理辦法雖已確立了強制性公開收購制度，但是，在該制度的內容與結構的設置上，仍然存在不少問題：1、收購者持有的20%股份是否包括通過協議方式取得的股份，在這樣的情形下是否還存在發出公開收購要約的義務。如果是這樣，收購者就可以通過協定轉讓的方式取得部分股票，一方面可以規避發出公開收購要約的義務；另一方面，還可以降低收購成本。2、我國的證券市場上存在著散戶、公股和法人股三種不同性質的股票，而且他們的交易形式、價格完全不同，可是立法對通過證券交易所的證券交易收購上市公司與協定收購採取了不同的規範方式，這在實踐中面臨這樣一個問題：當收購者發出公開收購要約以後，其取得的公開發行股與非公開發行是否應該區別對待。

在以上存在的問題的基礎上，應在以下幾個方面對我國的強制性公開收購制度予以修正：1、明確可以免除強制性公開收購義務的情況。收購者可以免除發出要約的義務。而對收購者來說，則在發起全面收購要約之前，無法根據法律的規定，預知其收購行為是否可以獲得豁免。2、通過相關立法明確公開收購與協議收購的關係。3、規範間接持股的強制性公開收購義務。比如，甲公司持有乙公司30%的股份，而丙公司又取得了甲公司的控制權，這時，如果甲公司所持有的乙公司的股份構成了甲公司財產的主要部分，並且丙公司控制甲公司的目的是為了控制乙公司，那麼，丙公司作

為間接持股人應該承擔強制性公開收購義務。以『股權收購』來說，究竟需要在多少時間內取得多少比率之股份才算是所謂收購，法律上似乎應該要加以明確定義規範。目前僅有證券交易法及公開收購公開發行公司有價證券管理辦法有規範到任何人欲在十日至五十日內取得任一公開發行公司百分之二十以上股權時原則上必須採用公開收購之方式，其他之法律條文皆無明確定義時間及比率。但公開收購及『股權收購』實為二個不同定義之法律行為，公開收購主要是向未特定之人士購買其股權，但是『股權收購』卻是基於策略聯盟而向事先約定好之特定人以收購股權的一種行為。因此在何種情形下適用公開收購之規定，何時適企業併購法中所謂『股權收購』之規定，這些都必須加以釐清。前已述及在企業併購法第二節中第 27 條及 28 條為規範營業及財產之收購，29 至 31 條為規範股份轉換，並沒有對於股權收購作明確定義，因此實務上便有人認為企業併購法中僅規範必須以股份轉換之方式來進行股權收購，而不得收購未達百分之百之股權，同時僅能以股票作為收購對價，但這又與第 4 條之規範有所矛盾。就精神上來說，企業收購對方公司之資產或股權時，其收購之對價應允許以現金、股票及其他任何資產作為對價，只要雙方之股東會予以通過即可，這樣才能符合企業併購之需求。但是顯然在企業併購法之立法中並沒有明確地加以規範，以致於 27 條及 28 條的資產收購及 29-31 條的股份轉換和第 4 條反而有矛盾之處。<sup>84</sup>

#### 第八項 定價問題分析

本來企業間對於價格之決定，只要雙方坐下來，談出一個雙方都能接受的價格，即可成交，而用不著去嚴格分析被併購之企業客觀價值為何，只要一個願打，一個願挨，一翻兩瞪眼，大家談好即可。但就現今之企業併購環境，買方極力壓低價錢，希望買個便宜，而賣方則極力

---

<sup>84</sup> 請參閱吳林，證券櫃檯 101 期，頁 61-65。

膨脹自身企業之價值，希望賣個好價錢，這些本是人性之一環，無可厚非，但要知，就公司資訊之取得上，買方並不如賣方清楚，甚至有主張資訊之取得需要成本<sup>85</sup>，因此為避免在併購價格決定的過程中，遇到可能被灌水或詐欺之情事<sup>86</sup>，也真需要在企業資訊充分的揭露，就併購目標公司之價值做一番客觀之分析，如此方可兼顧雙方企業股東之權益，而公司負責人才可免責<sup>87</sup>。在企業併購的場合，企業之價格和價值是有很大的不同，就通俗的語言理解，價格應該是指買賣雙方所同意成交之金額，而價值則是指該企業原本所應該值得價錢<sup>88</sup>。舉例來說，上市公司大華金屬股份有限公司，它在民國 91 年二月六日收盤價為 8.4 元，也就是說大華金屬在當時之價格為每股 8.4 元，但它的價值卻是須經精算，有以為以其每股淨值為主，亦有認為以總資產扣掉負債總額之股東權益加權為標準，亦有以為採盈餘或未來現金流量之方法來加以決定其價值<sup>89</sup>。雖然國內隨著企業併購法之通過，企業間之併購日益頻繁，但從每日所見之報章雜誌中，我們可以得知併購價格之決定，事關併購行為是否成功，馬虎不得<sup>90</sup>。

85 請參閱王澤鑑 債法原理第一冊 基本理論債之發生 1999 年 10 月增訂版，頁 273。

86 美國投資專家 Warren Buffett 曾舉出一個有趣的故事：有個人的馬生病了，他問獸醫說：你能不能幫我？我的馬有時候走得好好的，有時候卻一拐一拐的，獸醫的回答一針見血：沒問題——當牠走得好好時，把牠賣了。在併購的世界裡，那匹馬可能被當成名駒來叫賣；也因此，併購所面臨的基本問題是：賣方永遠比買方了解即將被收購的企業，而且會挑選出售的時機——也就是該企業[走得好好]的時候。參見 Warren Buffett, Lawrence Cunningham 著，張淑芳譯，巴菲特寫給股東的信，財訊出版公司（2000 年 3 月初版一刷），頁 263。

87 請參閱企業併購法第五條。

88 由此吾人可得知企業價值之認定係涉及一連串專業知識之認定，和價格有所不同，簡要說明，可參閱見史綱李志宏 陳璟村 鄭漢鐔主編，企業購併之理論與實務 樂觀文化出版（90 年 8 月初版），頁 145。有人將企業價格和企業內在價值之偏離，以生動的市場先生作為比喻，認為市場先生是一個極端情緒化的人，他每天都會在市場出現兜售它所持有的股票，有時它樂觀到擔心你會從他手中買得股票，因此他會開一個非常高的價格，才肯成交；但有時，大環境很糟，它會悲觀到擔心你不肯購買他的股票，因此縱算出價低於企業的價值甚多，它也樂意成交，有關市場先生之詳細說明參見前揭書註 138，頁 112 以下。

89 以一顆蘋果樹為例，它每年所結的果實所帶來之收益約為 5000 元新台幣，但當柴燒則僅價值 500 塊，因此在估算該蘋果樹之價值時，首先就不應以其殘餘價值，即 500 元為準，但也不能以預設該蘋果樹之結果時間為 10 年得出價值為 50000 塊，因為現金是有其基本之無風險報酬的，正確的估算有以為採現金法，亦有以為採盈餘法，詳見 羅倫斯 康寧漢著，羅耀宗譯，葛拉漢的左腦 巴菲特的右手，麥格羅 希爾出版公司（2001 年 10 月初版一刷），第 101 頁至第 109 頁。

90 如國泰金控和群益證券即因為換股比例談不攏而耽擱組成金融控股公司之時程，參見 91 年 1 月 6 日工商時報 2 版。又如上市公司和桐化學股份有限公司本擬出售和鑫光電股票予英商渣打銀行，但最後因交易條件未能談攏而作罷，參見工商時報 91 年 1 月 25 日 19 版。

一般而言，企業併購價格之決定並沒有一套嚴格的標準，只要企業雙方坐下來談出一個價格即可<sup>91</sup>，但隨著企業併購法之通過，加重董事在為併購行為時之法律責任(企業併購法第五條參照)，同時在公開發行股票之公司還要求在召開董事會決議併購事項前，應委請獨立專家就換股比例或配發股東之現金或其他財產上之合理性表示意見，並分別提報董事會及股東會(企業併購法第六條參照)，以避免私相授受，侵害公司債權人及股東之權益。因此企業併購價格之決定不但在實務上決定併購行為之成功與否之關鍵，同時在法律上亦關係者董事是否忠實履行其應盡之義務<sup>92</sup>。雖然在客觀上無法百分百精確掌握一間公司之價值<sup>93</sup>，然而在企業併購實務上卻已發展如下之方法估算公司之價值：

一、**資產評價法**：亦即會計基礎評價法，以公司淨資產為參考，例如，帳面價值法、清算價值法，及重置法。基本上，買方應委託會計師審查賣方提供的資產負債表之真實性。此項審查過的報表，可反映當時真實的財務狀況，但若欲估算目標公司的真正價值，仍須對各項資產負債作必要的調整。

二、**市場比較法**，有稱為比較倍數法(Comparative multiple)：指透過選取數個可供評價比較的企業，一般是先找出產品、市場、目前獲利能力，未來業績成長等方面與目標公司類似的上市公司，將這些公司的淨利等各種經營績效與股價的比率做參考，計算目標公司大約的市場價值。

---

91 以投資專家巴菲特為例，他通常會先開出其想要併購企業的條件和價格，然後就等電話響——等賣方打電話來，參見 安迪·基爾派翠克著 魯燕萍譯 永恆的價值 巴菲特傳，財訊出版社（2000 年 9 月初版一刷），頁 145-146。

92 請參閱公司法第二三條規定了董事之忠實義務；然而在美國法院判例中，對於董事在併購決策則有所謂的商業判斷法則(The Business Judgement Rule)、注意義務(Duty of Care)、忠誠義務(Duty of Loyalty)等，參閱張朝棟，企業跨國併購法律規範之研究，83 年東吳大學法律研究所碩士論文，頁 62。

93 價值的認定，本身是一項藝術，含有主觀的判斷，若雙方差距太大，即難以達成妥協。事實上影響價格的因素，不只是價值而已，雙方的談判力量，往往是影響雙方價格訂定及是否成交的主要關鍵因素。然而，詳盡的價值分析卻有助於強化買方(或賣方)的談判力量，參見王泰允著 企業併購實用，遠流出版(80 年版)，頁 273。

三、未來獲利還原法，有稱為現金流量折現法(Discounted free cash flow):本項評價公司之方法，並不十分重視公司目前帳上的價值，而是著重在目標公司未來的獲利能力，亦即本法所需評價者乃目標公司未來帶來多少現金流量，本法除了須預估目標公司未來現金流量(free cash flow)外，還須考量預估期末值(Terminal value)。但值得注意的是，未來現金之流量，本是不確定<sup>94</sup>，因此在實務上之做法，常將估算值打上一個折扣，當成買方的風險報酬<sup>95</sup>。

企業併購中存在問題多的是定價問題，而定價問題卻是保護少數股東、避免國家金融資產已遭特定財團侵吞的關鍵要素，對於定價質疑根本來源於對定價機制的不信任，因為正如前述，在一個合理的價格下，國家金融資產向私有產權的轉化只是國有資產價值形式的轉變，而不是流失，但在不合理的價格下，卻會出現私人利用價格差距對國家金融資產的侵吞。因此，對企業併購中定價的法律規制是重中之重。對企業併購實踐中的定價問題，應該從兩方面來看待：

第一，應看到定價中存在的消極面。由於我國規範財務問題的法律不健全，一些實施企業併購的公司管理階層會利用收購過程中資訊高度不對稱的狀況，通過調整或隱藏利潤的辦法擴大帳面虧損，然後利用帳面虧損獲得較低的收購價格，或甚至逼迫公股低價轉讓股份至管理層控股的公司，一旦完成企業併購，管理層人員再通過調整帳目等方式恢復帳面利潤，使隱藏的利潤合法地出現，從而實現年底大量現金分紅以緩解實施企業併購帶來的巨大財務壓力。在實施企業併購的過程中，還有可能會伴隨著大量的關係企業交易，致使上市公司的資金嚴重外流。第二，應檢討關

---

94 就投資實務上而言，對於未來企業獲利之可預測性或不可預測性，本有爭論，而有所謂的定性理論和定量理論，定性理論著重在未來之可預測性，著名之投資家以飛利浦·費雪(Philip A. Fisher)為主；而定量理論則著重在未來不可預測性，著名投資家以班哲明·葛漢(Benjamin Graham)為主，他同時提出所謂安全邊際理論(safety margin)以規避市場之風險，此觀念深深影響其弟子巴菲特之投資理念，堪稱為價值投資法之父。有關定性、定量之投資法之粗略介紹可參閱 陳信得，觀念致富——80 個投資必勝法則，方智出版(2000 年四版三刷)，頁 207 以下。

95 請參閱王泰允著，前揭書，頁 281，該書亦於頁 283-288 討論到使用未來獲利還原法應注意事項，如殘值計算之方法、計劃年限、折現率等等，頗值參考。



於定價法律制度的合理性。公司股份轉讓的價格作出底線規定：協議收購的非流通股價格不低於每股淨資產，公開收購的價格參照市場價格。但由於每股淨資產是從會計角度對企業歷史的紀錄，並不代表資產的優劣和企業未來的盈利能力，因此質地優良的國家金融資產即使按照略高於每股淨資產的價格出售也可能是一種“流失”，這種單一的以淨資產為標準的定價模式顯然存在弊端。底價的確定主要依據資產評估的結果，同時要考慮股票交易市場的供需狀況、同類資產的市場價格、員工權益、引進先進技術等因素。上市公司公股轉讓價格在不低於每股淨資產的基礎上，參考上市公司盈利能力和市場表現合理定價。”應該說，如何構建一個合理科學，能夠真實地反映資產價值的定價技術模型，完全是一個經濟學的範疇。法律規範的任務，不是指導技術層面的具體操作，而是建立一種機制，使之能夠有效地抑制道德風險，從而保證技術模型的應用，不致於受到任何人為的刻意扭曲。企業併購是一種交易，是一種博弈，交易價格最終是由市場來決定的。但是與普通交易不同的是，在普通交易中，買賣雙方的利益是對立的，雙方作為理性經濟人，都會竭力實現自身利益的最大化。在不涉及企業併購交易中，經過談判，私人股東即使以遠低於市場價值的價格將股權讓渡於管理階層，也屬契約自由。對此，法律沒有干預的必要，因為按照產權經濟學派的觀點，價格本身是產權所有者的一種權利，是產權所有者在市場機制的驅使下，保護自己利益、實現自己意志的一種權利。<sup>96</sup>法律也沒有辦法通過干預試圖達到結果上的共贏，正如寇斯認為，試圖取代價格機制功能的行政機構將會遇到兩大難題，首先是缺乏本應由市場決定的收益和成本的精確貨幣化標準。其次，實質上，行政機構不可能擁有每一個商品經營者使用或可能使用商品的所有資訊，也不可能瞭解消費者對產品或者勞務的偏好。<sup>97</sup>一定意義上，可以說，法律保護的不是盈利結果的公平，而僅僅是一種談判機會的公平。

---

96 請參閱周林彬，物權法新論一種法律經濟分析的觀點，北京大學出版社 2002 年 3 月第 1 版，頁 500。

97 請參閱寇斯，企業、市場與法律，中譯本，上海三聯書店 1990 年版，頁 41。

在涉及企業併購中，管理階層處於一種類似雙方代理或者自己代理的地位，由於利益上的衝突，使得管理階層會傾向於自身利益的最大化，而非委託人利益的最大化。正如學者指出：“交易者雙方在合作的大前提下，又是一種競爭關係。交易者本質上具有經濟人的自利傾向，經濟人參與到交易中的目的，絕大多數都不是為了利他，而是為了實現自身的效用最大化。因此，交易雙方在博弈過程中，都會盡可能地選擇自己的最優策略，盡可能地獲得有利於自身的交易結果。在缺乏約束的情況下，交易者的投機心理甚至會採取隱瞞事實、欺詐、脅迫等手段干擾和扭曲合作的交易過程，來獲取收益。”因此，管理層可能會通過資訊和管理優勢，損害交易對方的利益，從而剝奪了一種公平談判的機會，也人為地扭曲市場的價格原理，是以法律應該予以規範，以恢復雙方談判機會的平衡。所以定價的法律規範問題，重點在於對管理層的約束和監督。這種約束有兩種方式：一是內在約束，限制管理層在企業併購收購中的有些同意權。二是外在約束，通過財務審計制度和公開競價制度，防止管理階層黑箱操作。正如有學者指出：“公開競價方式不僅有利於收購程序的公開化，而且可以通過市場競爭機制來發現上市公司的價值，管理階層幫助股東判斷公司價值的重要性也得以降低。上市公司管理階層實施企業併購，應當按照公開競價機制，使其他潛在的收購人可以參與競爭出價，價高者得。”<sup>98</sup>只要資訊揭露達到了法律設置的標準，市場的選擇應該得到尊重。若在此過程中存在價格操縱，那時才有法律追究的問題。

台北市政府在出售台北銀行時，以固定價格方式讓收購者出價競標，以最高者得標。但由於買方未訂定換股價格，任由富邦集團訂定其最有利的轉換股價，造成台北市政府的巨額損失。另外，在第一金控併購明台產務時，當時上市產物保險公司股價均在 11 元以下，但，其時併購價格卻是 42.6 元；併購吉祥證券，也以此方式引起圖利企業財團疑慮。

---

<sup>98</sup>請參閱周林彬，法律經濟學論綱-中國經濟法律構成和運行的經濟分析，北京大學出版社 1998 年 7 月第 1 版，頁 412。

## 第九項 資訊公開問題分析

資訊公開乃是監督公司並防止舞弊的最佳手段。若資訊不公開，不僅可能使投資人失去信心，更可能導致投資人蒙受重大損害。只要公開、透明地提供投資者或社會大眾適當的資訊，將可有效避免公司管理人舞弊，並提升投資者的信心，這對公司的長遠發展、公司治理的落實，以及投資者利益的保護，都有正面的助益。公司經營係為追求獲利，投資人的主要目的也是為了得到經濟上之滿足，故如何做好公司治理，已成為政府、業界、投資人等關注的焦點。然而，上述關係人各有自身的利益考量，政府身為求取最大社會利益的立法者，必須在業界與投資人之間取得平衡，以公權力制定法律保護相對弱勢的投資人。

我國係透過以下方式加強對公司治理之揭露及管控，例如：一、要求年報及公開說明書之揭露內容須包含公司治理運作、董事及監察人具備之專業知識、獨立性及進修情形等；二、設置公開資訊觀測站，在公司治理專區揭示獨立董監事兼任情形、董事及監察人出（列）席董事會情形等資訊項目；三、建立資訊揭露評鑑系統，期透過上市（櫃）公司資訊揭露評鑑系統之評鑑結果，使投資人更清楚瞭解哪些公司致力於資訊公開透明化，以區分公司治理之良劣。在法規部分，公司法係公司治理之規範主軸，有關股東會、董事會及監察人之公司法制有如三權分立之政治體制，期藉由彼此的相互制衡，達到公司治理之目的。另證券交易法第 36 條及證券交易法施行細則第 7 條對公司治理的規範，著重於財務資訊之揭露及對股東權益之影響，因為財務資訊的傳遞往往可以顯現公司治理的成果與效益，使股東對公司的狀況更加瞭解，進而減少可能之損害及弊端。不論是公開發行公司還是非公開發行公司的企業併購活動，都存在資訊揭露問題。對於非公開發行公司，雖然公司法並無公司股權轉讓方面的資訊揭露的專門規定，但由於股權轉讓涉及到其他股東的優先購買權問題並且轉讓價格的公平與否敏感問題，因此，在一定範圍內，對有關企業併購的資訊

進行揭露是公正、公平、公開原則的體現，這有利於企業併購運作的透明化和規範化。對於上市公司，證券交易法第一百五十七條之一第四項及證券交易法施行細則第七條第四款，第八款或第九款等法律法規對上市公司的主要股東變動和實際控制人的變動的資訊揭露做出了具體的規定。為強化資訊透明度，並配合公司法、證券交易法、金融控股公司法、企業併購法、發行人募集與發行有價證券處理準則修正，研議修正「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」、「金融業募集發行有價證券公開說明書應行記載事項」及「公開發行公司年報應行記載事項準則」。這是在企業併購中必須強化資訊披露的法律依據。我國經營體系向來以中小企業為主，且多半屬於家族式管理企業，即使係為上市（櫃）公司，亦透過交叉持股、或關係人等握有控制權。此種公司結構長期處於經營者與所有權不分的局面仍時有所聞，在這種「球員兼裁判」的運作下，公司重要決策掌握在少數人手中，而公司實際經營者的專業更非一般股東所能及，一旦發生弊端，極易使小股東權益遭受損害。是以，以資訊公開做為監督防弊的手段，能確保公司管理者為股東謀取最大利益，並達到制衡公司管理人、防止脫法行為，及健全公司運作之目的。然而，要確實做到資訊公開，往往須透過法律的約束力來促使公司管理人正確且透明地揭露公司財務狀況、績效、所有權及其它重大相關資訊。

美國在陸續爆發安隆、全錄及默克等財務弊案後，於 2002 年 7 月簽署沙賓法案，寄望透過該法案加重主管機關的職能、積極強化公司治理、會計師獨立性、公司及主管之責任，並保護舉發不法情事者等，以期恢復投資大眾的信心。其中，又以沙賓法案 404 條款係為了強化資訊揭露、監管責任、內部控制和外部審計等制度。該法案要求公開上市公司需定期公佈準確、詳細的財務報告，並由會計師審查內部控制自評報告，目的即是為了改革企業財務制度，進而落實公司治理。99 所採取的手段仍以「資訊公開」與「資訊透明」為原則，「陽光是最好的消毒劑」，正是這個道理。鑑

---

99 請參閱葉冠姣，從公司治理角度論資訊公開，資誠通訊 193 期，頁 17。

於資訊公開之質與量為決定資本市場是否具有效率之基本前提，因此企業併購法應確保企業併購資訊之公開，使股東得以在充分、完全及正確之資訊環境下，基於理性選擇而為自由決定。就資本市場之資訊公開程度而言，主要取決於證券交易法及公司法所建立之資訊公開制度。

按照法律經濟學的觀點，產權交易是一種博弈，而權利的博弈是一個互動的決策過程，交易雙方在所處的交易環境中，每一方的最佳決策都不僅僅是自身的選擇，而是要受環境和交易對方的影響。這一過程中，資訊的交流是至關重要的。對於一個合作博弈，資訊將會得到充分的共用。但道德風險的存在，交易又可能趨向非合作，此時交易者出於自利的動機，會干擾或扭曲資訊交流，隱藏甚至提供虛假資訊。資訊障礙是造成非合作博弈的重要原因。對於所有權交易中的資訊障礙，應該說，一部分是源於客觀原因，掌握有些資訊的技術條件尚未達到，另一部分則是源于道德風險，這一類資訊障礙是人為造成的。因此，法律要阻止非合作博弈，重要的環節就是阻止人為的資訊障礙。<sup>100</sup> 另外，市場主體在情勢複雜和資訊不完全的環境中為獲取真實、充分、有效的資訊，作出正確行為選擇需要耗費一定的資源，這種資源的耗費就是發現成本，其實質就是資訊成本，為此，法律必須作出彌補當事人資訊不足的安排，防止資訊污染，通過固定的資訊公開制度使法律關係當事人的預期收益得以實現，最終促進當事人獲得最佳和最適宜的資訊（成本）價格。<sup>101</sup>這是在企業併購中必須強化資訊公開制度的經濟學依據。

在實踐中，許多公司的企業併購是在暗中進行的，企業併購成了只說不說的事情。雖然有些公司對股權變動做了一些揭露，但也多是含含糊糊，能省則省，甚至只可意會，不可言傳。更有甚者，隱藏利潤擴大帳面虧損

---

100 請參閱周林彬，物權法新論一種法律經濟分析的觀點，北京大學出版社 2002 年 3 月第 1 版，頁 503—505。

101 請參閱周林彬，法律經濟學論綱—中國經濟法律構成和運行的經濟分析，北京大學出版社 1998 年 7 月第 1 版，頁 412。

低價轉讓股權，黑箱操作，通過關係企業交易隱瞞企業真實財務狀況，侵犯小股東利益。這是在企業併購中必須強化資訊公開的現實依據。

值得注意的是，鑒於上述的法律經濟學理由和現實需要，資訊公開制度應作為一種強制性規定，而且如果對資訊公開的違法成本不高的話，即使法律強行要求充分的資訊揭露，也無法有效地阻止人為的資訊障礙。因此為減少資訊成本，以增加市場主體的違法成本，應加大對違反資訊公開制度行為的懲罰力度，正如學者所言：雖然《證券交易法》規定對揭露虛假資訊的上市公司的罰款，但這個數目對上市公司來說，無疑是九牛一毛。事實上，處罰數額偏小客觀上鼓勵了違規，故建議《公司法》、《證券交易法》等法律法規採用對違規數額處以三至五倍罰款的懲罰手段，唯有這樣才能增加法律威懾力，使違規者不敢以身試法。

至於揭露的內容，建議要擴大公開資訊的範圍，如要求經營者提供收購原因、收購價格、收購價格的確定依據及收購資金的來源、收購的目的與後續計畫如何等資訊。其中被收購股份的定價依據關係到資產是否流失，應當作為強制性公開資訊揭露的內容之一。不少上市公司經營管理階層實施企業併購時的收購價格低於淨資產價格，但並未對定價的依據進行揭露。證券交易法及公司法必須規定，經營管理層在併購中必須揭露取得股份的時間與定價依據。這一規定將有助於遏制一些上市公司經營管理層利用各種方法降低收購價格，損害小股東利益的行為。與收購價格同樣敏感的問題，是管理層收購資金的來源。我國中信金控併購兆豐金控公司案例中，經營管理層對收購資金的來源一直諱莫如深。對上市公司實施的企業併購，收購資金基本上不少於上億元。除個人直接出資外，收購資金的主要來源是企業併購私募基金和金融機構的貸款等等，而收購資金的獲得方式在一定程度上決定了經營管理階層在收購上市公司後可能的表現。因此，經營管理階層在實施企業併購時必須詳細揭露支付方式、資金來源、融資協定等內容。此外，對於上市公司企業併購而言，收購目的的揭露也非常重要，因為儘管多數經營管理階層收購的目的是為了改善結構或合法

的自我激勵，但需要提防一些上市公司的管理階層利用資訊不對稱，打著股權激勵的幌子，掏空上市公司。