「證券市場之公開收購法制」研討會

2016 年 03 月 26 日(星期六) 0830-1230

東吳大學城中校區 R5117(台北市中正區貴陽街一段 56 號)

臺灣證券交易所 TAIWAN STOCK EXCHANGE

中國信託銀行 CTBC BANK

中信金融管理學院 CTBC FINANCIAL MANAGEMENT COLLEGE

中華民國證券商業同業公會 Taiwan Securities Association

台灣國際法學會 TAIWANESE SOCIETY OF INTERNATIONAL LAW

世紀東吳 百年樹人

元照出版有限公司 Angle Publishing CO.,LTD.

目錄

議程…… 2

台灣國際法學會理事長顏教授慶章簡歷…… 5

臺灣證券交易所李董事長述德簡歷…… 7

中信金融管理學院金融法研究中心何院長曜琛簡歷…… 9

北京清華大學法學院朱教授慈韻簡歷 …… 11

北京清華大學法學院林博士振東簡歷及專文 …… 13

東吳大學法學院副院長王教授煦棋簡歷及與談資料 ……27

桃園地方法院檢察署朱檢察長兆民簡歷及與談資料 … 29

台灣大學法學院王教授文宇簡歷 …… 37

輔仁大學財經法律學系郭教授大維簡歷及專文 …… 39

建業法律事務所王律師晨桓簡歷及專文 …… 59

台北大學法律學系陳教授彥良簡歷及與談資料 …… 81

中信金融管理學院財經法律學系徐助理教授珮菱簡歷及與談資料 …… 91

議 程 Agenda	
08:30-09:00	**報到 Registration**
09:00-09:20	致歡迎詞 Welcoming Remarks **顏慶章教授**(台灣國際法學會理事長) Professor Ching-Chang Yen, Taiwanese Society of International Law **李述德董事長**(臺灣證券交易所董事長) Chairman Sush-Der Lee, Taiwan Stock Exchange **何曜琛院長**(中信金融管理學院金融法研究中心召集人及特約教授) Convener Spenser Ho, Center for Financial Law, CTBC Financial Management College
專題討論 I **Panel Discussion I**	
09:20-10:30	**主持人 Moderator：** (10 分鐘) **朱慈蘊教授**(北京清華大學法學院) Professor ZHU Ciyun, School of Law, Tsinghua University
	發表人 Presenters：(15 分鐘) **林振東博士** (北京清華大學法學博士) Dr. Chen-Dung Lin, School of Law, Tsinghua University **「企業併購的法律風險—內線交易」**
	與談人 Dicussant: (每人 15 分鐘) **王煦棋教授**(中信金融管理學院金融法研究中心、東吳大學法學院) Professor Hsu-Chi Wang, School of Law, Soochow University; Centre for Financial Law, CTBE Financial Management College **朱兆民檢察長**(桃園地方法院檢察署) Chief Prosecutor Chao-Min Chu, Taoyuan District Prosecutors Office
	問答時間 Q&A (15 分鐘)
10:30-10:50	**中場休息 Coffee Break**

專題討論Ⅱ Panel DiscussionⅡ	
10:50-12:15	**主持人 Moderator：** (10 分鐘) **王文宇教授**(台灣大學法學院) Professor Wen-Yeu Wang, School of Law, National Taiwan University
	發表人 Presenters： (每人 15 分鐘) **郭大維教授**(輔仁大學財經法律學系) Professor Ta-Wei Kuo, Department of Law, Fujen University 「論公開收購中目標公司董事之義務- 從日月光公開收購矽品案談起」 **王晨桓律師**(建業法律事務所) Attorney at Law Michael C.H. Wang, Chien Yeh Law Offices 「正義的稜線-非合意併購中目標公司之防禦措施及公司治理-以日月光公開收購矽品為例」
	與談人 Discussants： (每人 15 分鐘) **陳彥良教授**(台北大學法律學系) Professor Yen-Liang Chen , Department of Law, National Taipei University **徐珮菱助理教授**(中信金融管理學院財經法律學系) Assistant Professor Sasha Hsu, CTBE Financial Management College
	問答時間 Q&A (15 分鐘)
1215	**閉幕式 Closing Remarks** **顏慶章理事長** President Ching-Chang Yen

聯絡人：(02) 25154932 許立新

Email: tsilorg@ms78.hinet.net

www.tsil.org.tw

Facebook / Line 社團法人台灣國際法學會

顏慶章　　教授

學 歷

臺灣大學法律系學士、政治學研究所碩士

美國密西根大學法學碩士

美國威斯康辛大學法學博士(SJD)

現 職

台灣國際法學會理事長（2015 年3 月迄今）

東吳大學嚴家淦基金會法學講座教授（2013 年5 月迄今）

臺灣大學法律系兼任教授（2014 年迄今）

台灣金融服務業聯合總會諮詢顧問（2013 年5 月迄今）

台新金控首席顧問（2015 年3 月迄今）

經 歷

元大金融控股公司暨元大商業銀行董事長（2005年6月至2013年5月）

駐世界貿易組織（WTO）首任大使（2002年2 月至2005 年5 月）

財政部部長（2000 年10 月至2002 年2 月）

財政部政務次長（1996 年6 月至2000 年10 月）

總統府第一局局長（1993 年至1996 年）

臺灣、政治及東吳大學等校兼任教授（1981 年至1996 年）

其 他

（一） 2005 年5 月24 日獲頒授二等景星勳章。

（二） 1998 年10 月獲臺南一中校友會頒發「校友傑出成就獎」。

（三） 1998 年4 月12 日獲法國總統頒授騎士勳章。

（四）1995 年3 月獲選為美國艾森豪獎金會交換學人，赴美研習。

（五)行政院功績獎章(1987 年三 等、1996 年二 等、2000 年一等)。

李述德 董事長

學 歷

美國曼卡圖大學企業管理碩士

淡江大學銀行保險學系學士

現 職

臺灣證券交易所董事長

台灣金融服務業聯合總會理事長

經歷

證券櫃檯買賣中心 董事長

財政部部長

台北市政府秘書長

台北市政府財政局局長

財政部高雄市國稅局局長

財政部國庫署副署長

財政部台灣省北區國稅局副局長

財政部台北市國稅局主任秘書

財政部國庫署稽核、科長、專門委員、主任秘書

何曜琛 教授

學歷

美國南美以美大學法學院法律學博士(J.D.)

美國東伊利諾州立大學商學院企管碩士(M.B.A)

國立台灣大學法律系司法組法學士(LL.B.)

現職

中信金融管理學院金融法研究中心召集人及特約教授

文化大學法學院院長

經歷

美國紐約州、紐澤西州暨華府律師

仲裁人

中華民國國際法學會副秘書長兼財務長

中華比較法學會理事

中華民航運輸協會監事

朱慈蘊 教授

學歷

中國社會科學院研究生院民商法學博士

中國天津財經大學經濟學學士學位

現職

北京清華大學法學院教授、博士生導師

中國法學會商法學研究會副會長兼秘書長

經歷

中國天津財經大學講師、副教授、教授

天津財經大學法律系副主任

清華大學法學院商法教授，博士生導師

清華大學商法研究中心主任

中國法學會商法學研究會副會長兼秘書長

中國最高人民法院諮詢員

中國國際經濟貿易仲裁委員會仲裁員

北京仲裁委員會仲裁員

其他

中國第二屆中青年法學家提名獎

專著《公司法人格否認法理研究》獲得北京市第六屆哲學社會科學二等獎

第四屆吳玉章獎優秀獎

第三屆中國高校人文社會科學研究優秀成果三等獎

第二屆錢端升法學研究成果獎三等獎；論文《資本多數決原則與控制股東的誠信義務》獲中國法學會主辦的第一屆中國法學優秀成果獎論文類三等獎

專著《公司法人格否認理論與實踐》，獲第二屆中國法學優秀成果獎二等獎

林振東　博士

學歷

北京清華大學 商法學博士

政治大學碩士

中興大學學士

現職

臺灣證券交易所(經歷上市、交易、稽核、結算、監視、資訊服務等各業務單位)

經歷

曾先後擔任芬蘭赫爾辛基商學院、龍華科技大學管理學院、銘傳大學法學院、雲林科技大學管理學院、健行科技大學管理學院及交通大學科法所兼任講師。

企業併購的法律風險－內線交易

林振東

（北京清華大學 商法學博士）

壹、前言

貳、企業併購的內線交易

參、捷普併綠點實例探討

肆、資訊揭露與內線交易

伍、代結論

壹、前言

企業併購的法律風險是指企業進行併購過程中，行為不符合法律規定或者因為外部法律事件所導致的法律風險。法律風險的產生可能是法律環境因素，包括企業併購立法不完備，執法未到位，或者是自企業自身，如經營決策者之法律意識淡薄，對法律環境認知不夠，未認真考量法律因素，故意或疏失的違法等；二者相較，企業自身引起的風險比例較高，原因是企業法律遵循能力與法律環境變化存在差距，而企業往往輕忽此種差距。在企業併購過程中其法律風險具有一定的特殊性，必須面臨公司法、企業併購法、證券交易法、公平交易法（或反不正當競爭法）、稅法、智慧財產權法、勞動基準法等多樣法律的風險，其中最為大眾所熟悉及發生頻率極為高度，首推證券市場的內線交易[1]，違反者負有極重的民、刑事責任。

去（104）年底，12 月 21 日的新聞媒體報導，美商捷普公司合併綠點公司乙案，普訊創投董事長柯文昌涉內線交易遭法院判刑九年定讞，國泰金控董事長蔡宏圖、宏碁創辦人施振榮、台達電創辦人鄭崇華、和碩董事長童子賢等 4 位企業大老罕見地舉行記者會公開力挺，並呼籲國內法律能釐清併購消息時點，聲明指出，本案判決以「簽訂無拘束力意向書（Non-binding Letter of Intent）」時點作為重大消息明確時點，不符合跨國併購實務的認定[2]。對此，證券主管機關回應為台灣地區對內線交易成立時點，沒有比其他國家嚴，捷普合併綠點此案雖尚未做 DD（實地查核），但簽意向書中有併購價格（新台幣 92 元到 112 元），不只是初步意向書而已，國際實務上有價格通常就是認定時點[3]。

上述「簽訂無拘束力意向書是否可以作為重大消息明確時點？」的爭論點，依據最高法院 104 年度台上字第 78 號判決理由，略以：「鑒於企業併購案之進行必須經歷一連串處理程序，參考前述美國實務案例之必要之合致協議原則，並考量明確性與重大性之需要，對於企業併購流程中其重大訊息明確點之認定，宜以實地查核進行後，針對併購價格及主要併購 契約架構完成作為重大影響其股票價格

---

[1] 參台灣地區證券交易法第 157 條之 1 及第 171 條規定，大陸地區證券法第 76 條及中華人民共和國刑法第 180 條規定。另海峽二岸用語存有差異性，例如內線消息與內幕信息，內部人與內幕人，資訊揭露與信息披露，成立時點與形成時點，獲悉者與知情人等，意思都屬相同。

[2] 有關內線交易明確性規定，請參台灣地區證券交易法第 157 條之 1 第一項規定：「下列各款之人，實際知悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時， 在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，不得對該公司之上市或 在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，自行或以 他人名義買入或賣出：……」。

[3] 參工商時報 2015 年 12 月 22 日報導，柯文昌內線交易案 4 大老憂：紅線在哪裡？聯合新聞網 2015.12.22 報導，創投教父被判刑 企業大老罕見出面力挺 官民四方大論戰。

之消息已經明確之時」[4]，學者專家亦肯定上述實務見解，認為掌握時代商場動脈的務實判決[5]；惟此似與上述看法不以實地查核為必要有所差異，針對上述不同看法，以下分別就企業併購與內線交易、捷普併綠點乙案判決及資訊揭露與內線交易之關係分別提出探討，提供個人淺見，藉以拋磚引玉。

貳、企業併購的內線交易

企業併購在字義上大多數常用「Mergers and Acquisitions」，簡稱 "M&A" 來表達[6]，英國或香港則稱收購為「Take over」[7]。相關詞語包括有「Merger、Consolidation 、Acquisition、tender offer、take over」等[8]，併購的意義經濟面大於法律面，多數學者有時將併購亦稱為購併，指的是購而併之，這種說法，頗能表現出併購之實質，畢竟合併是法律終局上的一種結果，收購是重要的手段，一家上市公司能否合併另一家上市公司，往往建立在收購行為能否成功。我們在探討企業併購的流程上，股份的收購往往是前置作業的準備，伴隨著企業併購行為終止相始相隨。在證券市場的市場濫用行為，內線交易其中一半幾乎與企業併購有關，何以會產生這種法律風險，大略有下列幾種情形：

---

[4] 參台灣地區最高法院刑事判決一○四年度台上字第七八號。

[5] 參賴源河、郭土木著，《論企業併購案涉及內線交易之重大消息何時明確》，第 193 頁，月旦法學雜誌，第 244 期，2015.9。

[6] 參朱慈蘊，公司法原論第 345 頁，史建三，隋平、湯欣。「Merger」，物體之間或者權利之間的融合或相互吸收，通常融合和吸收的某一方在價值或重要性上要弱於另一方。在此種情況下，一個公司的人格為另一個公司所吸收，較不重要的一方不再存在…。「Acquisition」， 是指通過任何方式獲取特定財產實質上所有權的行為。

[7] 參香港證券及期貨事務監察委員會訂定之《The Codes on Takeovers and Mergers and Share Repurchases》, 上述守則主要系 Requiring equality of treatment of shareholders; mandating disclosure of timely and adequate information to enable shareholders to make an informed decision as to the merits of an offer; and ensuring there is a fair and informed market in the shares of companies affected by takeovers, mergers, privatisations and share buy-backs. 其中 takeover 官方譯為收購。《公司收購及合併守則》。

[8] 併參企業併購法第 4 條立法定義，「二、併購：指公司之合併、收購及分割。三、合併：指依本法或其他法律規定參與之公司全部消滅，由新成立之公司概括承受消滅公司之全部權利義務；或參與之其中一公司存續，由存續公司概括承受消滅公司之全部權利義務，並以存續或新設公司之股份、或其他公司之股份、現金或其他財產作為對價之行為。四、收購：指公司依本法、公司法、證券交易法、金融機構合併法或金融控股公司法規定取得他公司之股份、營業或財產，並以股份、現金或其他財產作為對價之行為。……五、分割：指公司依本法或其他法律規定將其得獨立營運之一部或全部之營業讓與既存或新設之他公司，而由既存公司或新設公司以股份、現金或其他財產支付予該公司或其股東作為對價之行為。」

就企業本身部分：一、企業併購消息具有高度的財產價值，併購綜效 1+1≧2 的效果，使得合併後的價值高於兩家獨立個體價值的總和。併購消息是利多或短多長空的消息，此可由併購時，併購方與被併購方之「換股比例」或者是「收購價格」常高於宣佈併購時之股價，可驗證一斑。上述的溢價即是建構於綜效、控制權、智財權及商譽等價值考慮。企業併購消息具有財產價值可分為收購溢價(Acquisition Premium)以及控制權溢價(Control Premium)二種；當併購方採取要約收購時，併購方為了製造被收購者之誘因，往往以高於市場價格收購以保證收購成功。亦即要約收購價格低於市場價格，則無法期待被收購方之股東會以低於市價之價格出售給併購方，因此在要約收購期間若市價上漲超過要約收購價格，勢必增加要約收購的困難度，甚至導致失敗一途。收購溢價一般至少為百分之二十以上，在不同的被收購的企業，基於併購策略的考慮，有些收購的溢價更是高於百分之二十以上，例如 2013 年 2 月 14 日，股神巴菲特聯同巴西投資公司 3G Capital，斥資 280 億美元買入美國老牌西紅柿醬及嬰幼兒食品生產商亨氏集團(H.J.Heinz)，收購溢價即為百分之二十。2012 年 4 月 6 日，台灣地區之開發金控公司以現金 90 億元及股票 183 億元來公開收購 50.1%的凱基證券商，若全數公開收購完成，則收購金額將達 546 億元，以 4 月 5 日凱基證券的收盤價 11.4 元來估算，收購溢價為 46%。2008 年 9 月日 3，可口可樂宣佈收購匯源的計劃未被大陸地區證監會所允許，原因之一即在於收購溢價高達百分之一百九十三。所以，要約收購經常是必須保留某種程度之溢價空間[9]。另發生於 2014 年 12 月的成飛集成重組預期一度使股價兩個月漲 4 倍，停牌前融資餘額達 13 億[10]。與此相對而言，企業併購對被併購者也有控制權溢價（control premium）的存在，亦即併購者如要取得有控制權股東之股份，在證券市場必須支付出高於少量股權交易的每股價格，以高於市場交易價格之溢價來取得控制權。上述透過合併或收購取得被併購公司達控制比例之股權，其對價大多包含有控制權溢價。上述的控制權溢價，平均控制權溢價比率為 35%~50%，中位數則為 28%~45%[11]。由於企業併

[9] 溢價的比率並無完全絕對的數字比例，在美國 Litton Industries v. Lehman Brorhers Kuhn Loeb, Inc. 967 F.2d 742 (2d Cir. 1992)乙案中，該判決引用耶魯大學法學雜誌及華爾街日報的看法，估計(拇指規則 rule of thumb)是 50%。

[10] 參財經網證券 http://stock.caijing.com.cn/20141222/3780849.shtml，造訪日期 2015.2.24，在成飛集成發佈重組預案半年多後，4.9 萬戶憧憬著「戰鬥機重組」的成飛集成股民，等到了一個壞消息。12 月 13 日，成飛集成公告稱，由於主管部門國防科工局出具「終止」意見，其與沈飛集團、成飛集團的重組告終。

[11]上述控制權溢價，有學者認為應屬全體股東所有，而不歸屬於大股東，例如美商凱雷集團收購台灣地區東森媒體科技公司股權乙案，大、小股東收購價每股差 6.5 元，政大法律系教授劉連煜也是該公司的小股東，認為收購方式和價格不合理，向法院聲請裁定。台灣台北地方法院裁定，

購存有收購溢價及控制權溢權，所以併購消息事實上是具有相當高度的財產價值。證券市場之任何一位投資人包括企業經營者若能知道要約收購之被收購方或者目標公司為何?事先以低價買進股份，等待要約收購公告後再賣出，則可以經由中間的溢價以賺取一筆利益[12]。二、企業併購過程時間冗長、過程隱蔽性及參與人數眾多等，無論是中國、印度、俄羅斯、巴西等新興市場國家，或者是美國、日本、歐盟等成熟市場國家，企業併購是內線交易最容易發生而且是最嚴重的地方。因為完成一件併購案往往需要結合許多法律、企管、會計、財務、評價等不同專業人士的協力，其中 又涉及巨大金額及眾多利害關係人，潛藏著可能違法的誘人財富重分配，而涉及的過程及信息，大多掌控在少數知情者手中，誘因過大，犯罪成本低，稽查困難，獲利容易。大陸地區學者率言直接指明，因為上市公司股權的高度集中性和不可流通性的二個特色，導致上市公司的的董監事及高管人員有機可乘，造成內線交易在中國的市場比英美成熟市場更加嚴重。因為上市公司的股權集中度和不可流通性偏高，董監事、大股東上下其手容易、機會增多，此外，上市公司高管人員或是管理階層的固定式的薪資報酬為主，水平普遍較低且薪資報酬的給付與經營業績的績效關聯性也小，高管人員或是管理階層不是挺而走險就是利之所趨，轉以內線交易作為不法取得之相對報酬。

就立法與執法的角度而言，實務作業存在著有，一、敏感期或成立時點認定困難，內線交易之價格敏感期是指從內線消息開始形成之日起，至內線消息公開或者該消息對證券的交易價格不再有顯著影響時止的一段期間。企業併購的過程具備高度機密性、專業性與不確定性，併購雙方公司內外部參與人員眾多，磋商及作業時程冗長且複雜，導致併購案內線交易之案件事實具有多變性與多元化的本質，企業併購之形成時點之判斷較諸一般內線交易案件而言，更顯困難與著重個案性[13]。因為內線消息之形成過程，從企業併購之談判、協商、內部作業程序等階段，會隨著外部因素而有變化，而其過程中可能涉及雙方當事人之保密協議，故法律並不要求其於一開始就必須公開消息，以避免商業機會之喪失。然而在消息未公開前，若要求內部人所有之交易皆應被禁止？則對參與併購作業或知悉併購

劉連煜聲請有理，東森媒體科技應以每股 32.5 元向劉連煜收購持股。參經濟日報 2007.3.19，《特股不到六張 劉連煜：股東行動主義成功》。

[12] 參張益輔著，《美國內線交易案例探討 - SEC v. Sonja Anticevic, et al.案」》，證券服務，第 623 期 (103 年 03 月出版)，該案中，上開起訴書及美國紐約州南區聯邦地方法院判決書所載，主謀 Eugene Plotkin 於案發當時任職於 Goldman Sachs 集團「固定收益研究部門」（Fixed Income Research division），另一主謀 David Pajcin 則為 Goldman Sachs 前任分析師，兩人於 2000 年因共事於 Goldman Sachs 而相識，並開始規劃一系列的內線交易犯罪計劃，他們鎖定的內線消息來源，主要包括從投資銀行取得未公開企業併購消息。

[13] 參武永生，《內線交易案件消息重大性之認定 - 股市之極限遊戲規則（二）》，銘傳大學法學論叢，第 1-52 頁，2008 年 12 月第 11 期。

消息之人員則是一項嚴苛要求，蓋因為併購過程往往是經年累月的長期間，若內線人或知情人買賣該等公司的股票均構成內線交易顯不合理。成立時點在認定上，除了併購方的策略分析之外，當決定被併購方時，往往必須歷經一連串的談判及磋商，從最初雙方表達有併購之意，到達成初步共識，簽立意向書，乃至於簽訂最終的併購契約，過程中因為有太多的變量涉入，例如被收購方不同意或中途後悔、併購消息經媒體披露外洩，或是就併購契約的內容無法達成協議等情形而中途告吹；縱使最後達成併購協議，在磋商過程中亦可能數度陷於僵局，甚至在簽立併購契約後也可能因為當時之主客觀環境之因時過變遷，而破局生變。如何判定併購消息的高度變動性的形成過程，具有高度困難性。二、企業併購消息本質不確定，軟信息諸如上市公司對於未來發生事實之預測、或是比較欠缺事實依據，或是因為數據不足、或是該信息本身主觀評價即佔主要成分者，皆包括在內。企業併購消息固然涉及到併購雙方公司實際上已否進行磋商，以及各自上市公司所為之決議等事實，但因為進行中之併購，基本上係公司未來之發展，是否順利進行尚涉及到各公司管理階層之意圖及興趣，故企業併購過程中所提供之信息，仍可歸納為軟信息[14]。學者對於軟信息應否主動披露有不同意見，但併購消息相較於其他軟信息，有下列兩點不同，多認為併購消息應有主動披露之正當性：（一）企業併購有所謂併購溢價存在，在此獲利誘因下，經營者即有不當的動機誘因從事內線交易，並因此違反股東利益，而不主動將併購消息披露；（二）一般軟信息或許對投資人只具參考作用，並不會成為判斷主要依據，但因併購消息通常會導致公司股價急劇上揚，因此消息一旦披露，將重大影響投資人之投資決定。而因為投資人對併購消息之強烈需求，就此一消息加以強制主動公開之效益，亦更為加強；因此企業併購消息對於證券市場應有主動公開之必要，殆無疑義，惟軟信息應「何時」公開？「如何」公開？公開「內容」為何？學術界及實務界迭有爭議。對市場投資人而言，考慮併購常有溢價發生應屬重大影響股價及投資決定之重要信息，若上開消息及早公開，有助於促進證券市場信息流通，提供投資人作最佳的投資評估與決策，進而杜絕內線交易及市場臆測或不實傳聞的滋長空間。三、法律規範不完備，企業併購實務上常存在的問題，即收購方為成功併購目標公司，乃由其本身或其關係企業在公開市場上收購目標公司股票，待取得一定比例股權後，再進行公開收購，此種先行佈局之股份收購行為，一般稱為「事先插旗」[15]，常因法律規範的不完整或不夠周延，觸發是否違反內線交易之嫌。按照

[14] 就信息披露角度，信息種類依是否可以客觀化及標準化，可分為軟信息及硬信息，軟信息如預測性信息，硬信息如年度財報，傳統證券法上對信息披露的監管只限於硬信息，惟學者指出，信息無論何種類，只要是有重大性即應披露，參大陸學者周友蘇著，新證券法論，第 401 頁，法律出版社，2007 年 4 月 1 版。

[15] 或稱之「先購後併」乃係指併購公司或公開收購公司於併購或公開收購消息公開前，於市場上先行購買目標公司之股份提前佈局的行為，亦有以「立足點持股」或「預先持股」稱之。

常理，企業經營者依據其決策進行併購目標公司必須面對公佈消息否則禁止買賣或者執行併購決策是否有義務公開而與投資大眾共享利益？因為以收購方本身及其股東之利益而言，若事先公開，則必然使目標公司股價上揚、併購成本提高、觸動目標公司經營者進行防禦、增加併購困難度等不利結果，或因此導致併購失敗。可見以所謂消息平等理論要求收購方在執行投資決策前公開其投資決策與其他投資大眾共享利益，將欠缺合理基礎[16]。四、企業併購消息揭露時點困難，併購事件對雙方公司言，屬於公司整體經營及發展策略的最上位決策，此一消息的機密性，其進展多半掌握在極少數經營高層手上，倘若併購消息過早及過度披露，將導致競爭對手介入提高併購成本，干擾併購進行或者造成計劃夭折，反而戕害股東權益。若披露時點過晚，有可能提高參與人員從事內線交易誘因之疑慮，復因時間過長而使相關消息外洩，產生內線交易機會，對市場投資人較為不利。易言之，依據資訊揭露制度，企業併購消息公開必須遵守真實、準確、完整、及時、公平的原則等要求，方可達成資訊揭露之目的。然而，「完整、及時」和併購消息的「機密性」相衝突，「真實、準確」和併購消息的「不確定性」相矛盾，「公平性」則與併購過程具有的「專業性」相扞格。因此，究竟應於併購中何一階段進行披露，毋寧係併購消息揭露相當關鍵的問題。

參、捷普併綠點實例探討

以下謹就美商捷普公司併購綠點公司乙案[17]，一、相關事實摘略如下：1、第一次接觸：綠點公司與美商捷普公司(Jabil Circut Inc.)自 2005 年 10 月起，雙方開始接觸，探討合作之機會。首先開始，普訊公司公司總經理何正卿先後擔任綠點公司法人董事代表及獨立董事，介紹綠點公司總經理江懷海，透過台灣花旗財顧公司安排，於 2005 年 10 月間至美國捷普公司總部，與該公司高階主管會面，而美商捷普公司亦於 10 月下旬派員前來綠點公司台灣與天津等處參訪，雙方自此建立溝通之管道，美商捷普公司提出欲併購綠點公司之提案，然並無結論。2、第二次接觸：2006 年 6 月起，美商捷普公司高階主管重提欲與綠點公司併購，並與江懷海磋商併購之方案，嗣 2006 年 8 月 26 日，綠點公司接獲美商捷普公司來函，表示該公司願以美金 6.25 億元至 7 億元之總價，以現金百分之百收購綠點公司在外流通所有股票，且要求綠點公司應在 2006 年 8 月 31 日前響應。因此，綠點公司董事長李毓洲及總經理江懷海遂於 2006 年 8 月 28 日綠點公司董事會，向到場之董事告知美商捷普公司前開來函內容，美商捷普公司欲以現金收購綠點

[16] 在某些情況下，國外法律賦予涉嫌內線交易的當事人有「免責抗辯或豁免條款」。但台灣地區證券交易法尚未訂定，大陸地區則經由最高人民法院、最高人民檢察院關於辦理內幕交易、洩露內幕信息刑事案件具體應用法律若干問題的解釋第四條規定，某些情況下可以豁免。

[17] 參考台灣台北地方法院 96 年度金重訴字第 132 號判決，台灣高等法院 100 年金上重訴字第 1 號判決，台灣高等法院 102 年度金上重更(一)字第 7 號判決。最高法院 104 年度台上字第 3877 號判決。

公司百分之百在外流通股數案，並徵詢在場董監事之意見，該次與會之董監事均一致同意此案，並按美商捷普公司來函之要求，於三日內回復同意收購。綠點公司同意為美商捷普公司所收購。3、綠點公司召開董事會：綠點公司 2006 年 8 月 28 日董事會，何正卿與王榮哲均曾與會並獲悉綠點公司董事同意由美商捷普公司收購一事，會後由王榮哲將前開重大訊息於 2006 年 8 月 29 日，在普訊公司前址辦公室內口頭轉知柯文昌。何正卿藉由擔任綠點公司獨立董事可參與綠點公司董事會及與美商捷普公司委託之財務顧問團隊人員熟悉之便，知悉綠點與美商捷普公司併購案件之最新進度，適時回報柯文昌有關綠點公司與美商捷普公司間簽訂意向書與進行實地調查（due diligence)等進度，以掌握併購案之進程及兩方談判之態度，另柯文昌則指示王榮哲買進綠點股票之時間、價格區間與數量，再由王榮哲在普訊公司委託或復委託不知情之員工買賣綠點公司股票。4、公開併購消息：綠點公司於 2006 年 11 月 22 日 16 時 14 分，在公開消息觀測站公告與美商捷普公司在台灣轉投資設立之台灣捷普公司簽署合併契約，合併後以台灣捷普公司為存續公司，合併價格為每股新台幣 109 元。並於 2006 年 11 月 23 日 8 時 57 分在公開消息觀測站公告接獲台灣捷普公司通知欲公開收購綠點公司普通股股票。5、柯文昌、何正卿與王榮哲於 2006 年 8 月 29 日起至同年 10 月 30 日止，前開時期進場買賣綠點公司股票，並於購買後由台灣捷普公司公開收購全數出脫普訊集團名下持有之綠點公司股票獲利了結，共獲利 9 億 2,514 萬 1,000 元。二、內線消息成立時點認定部分，(一）檢察機關認定[18]：2006 年 8 月 28 日綠點公司董事會為重大消息成立時點。理由如下：1、本件之併購案屬善意併購，雙方均有高度意願，在被併購方之領導人與經營團隊均表支持下，亦無任何反制情形，且自始即達成「併購」共識，諸如架構、方式等，均無礙併購之合意，故則本案於 2006 年 8 月 26 日，綠點公司接獲美商捷普公司來函電子郵件，嗣後 2006 年 8 月 28 日綠點董事會後，綠點公司之董事們已就上開潛在性要約達成共識，同意證人江懷海代表綠點與美商捷普公司繼續洽談併購，且依約於 2006 年 8 月 31 日前回函捷普，足認綠點董事會後之討論，系表示併購案雙方已達成併購之共識，顯示併購案發生之高度可能性（發生機率高)，本件此時之消息系為高機率＋高影響，顯足以影響理性投資人之投資決策，而為重大消息。2、美商捷普公司於 2006 年 8 月 25 日，先由Mike Ward先以電子郵件通知證人江懷海美商捷普公司執行團隊想繼續推動與綠點公司交易，該筆交易經內部討論可能會直接採取一階段併購，而非之前渠等討論過的三階段方式等語，復由Donald Myers以電子郵件寄送內容為美商捷普公司欲以現金百分之百收購在外流通綠點公司股數，總共收購價格在美金 6 億 2,500 萬到 7 億之間，美商捷普公司在 2006 年 12 月 31 日排他期間內會提出詳盡契約，綠點公司在排他期間內則不得跟第三人進行收購，如果第三人提出收購要求，應速告知美商捷普公司，綠點公司需於 2006 年 8 月 31 日前回復美商捷普公司此初始意向書，兩公司高層應於九月中會

[18]參考台灣台北地方法院檢察署 96 年度偵字第 25790 號起訴書。

面，協商實地查核之時程、公佈交易之時間、交易之架構，並完成協議等內容之初始意向書予證人江懷海。3、證人江懷海於 2006 年 8 月 28 日綠點公司董事會結束後，向在場之董監事表示美商捷普公司有意以現金收購綠點公司一事，在場之董監事均不為反對美商捷普公司以現金併購綠點公司之意思，惟對於美商捷普公司併購綠點公司之價格有不同意見，證人江懷海於 2006 年 8 月 30 日以電子郵件回復美商捷普公司，表達綠點公司願意於 2006 年 10 月 31 日前排他期間內，在百分之二十至百分之三十三溢價率內，給予美商捷普公司二周實地查核期間，以與美商捷普公司繼續討論進一步之合作等情事。(二) 法院認定：95 年 9 月 12 日雙方簽訂意向書時，有了初步共識，才算是具體明確時點。1、2006 年 7 月 27 日綠點公司策略會議會前會中，總經理江懷海向董事長李毓洲、林欽棟及獨立董事何正卿、胡明智等人表示美商捷普公司有意投資綠點公司事宜。茲因江懷海並未提及美商捷普公司將如何併購綠點公司，且綠點公司欲成為獨立經營團隊，與美商捷普公司合作方式將由江懷海再繼續與美商捷普公司洽談，故被告何正卿等，斯時並未實際知悉美商捷普公司併購綠點公司之具體內容。2、2006 年 8 月 28 日綠點公司董事會後，該公司董事已就美商捷普公司所提之潛在性要約達成共識，同意由總經理江懷海代表綠點公司與美商捷普公司繼續洽談併購，且依約於 95 年 8 月 31 日前函復美商捷普公司。此時美商捷普公司與綠點公司對於併購一事雖均有洽談之意願，惟雙方對於併購條件、價格區間等均未為初步討論，故本件併購消息固已開始成形，惟尚難謂已具體明確。3、2006 年 9 月 6 日綠點公司召開董事會，就 2006 年 9 月 3 日美商捷普公司Donald Myers以電子郵件回復之意向書版本有關併購金額及條件等具體內容進行討論，嗣後決議通過與美商捷普公司簽訂不具約束力之意向書。惟此僅系單方面所為之決議，參酌江懷海於 2006 年 9 月 12 日下午 1 時 45 分發給Donald Myers的電子郵件內容，美商捷普公司當時尚未同意綠點公司提出之溢價率範圍。故截至 2006 年 9 月 6 日止，本案併購消息固已開始成形，並有具體內容，惟在美商捷普公司尚未與綠點公司，達成初步共識前，實難謂已明確。

綜上小結，由事實及判決的理由來看，法院係以綠點公司召開董事會為企業併購消息形成之日，並以捷普公司與綠點公司雙方簽訂意向書，有了初步共識才算是具體明確，此與檢察機關以綠點公司董事會共識作為成立時點自有差距[19]，惟無論企業併購消息在上述二時點何時成立，普訊公司都有買進綠點股票之事實，普訊公司之經營決策者及高管人員都忽略了此一外在事件所衍生的法律風險，就投資角度而言，普訊公司早期即已介入雙方的併購事宜，以當時手機行業併購條件及背景來看，買入綠點公司股票應是正確的投資決策，但是由判決相關資料，普訊公司似未有徵詢法務遵循部門或法律顧問意見，所以本來可以避免的內線交易法律風險，轉而必須承擔嚴苛的法律責任，誠為創投業者之一大憾事。

[19] 若依前述之最高法院 104 年度台上字第 78 號判決，係以實地查核進行後，針對併購價格及主要併購契約架構完成作為重大影響其股票價格之消息已經明確之時。

肆、資訊揭露與內線交易

台灣證券交易所（以下稱台交所）之「資訊揭露」，相對於內地之「信息披露」，係基於公開原則下的資訊揭露。台交所「對有價證券上市公司重大息之查證暨公開處理程序」第 4 條第 1 項規定 ，重大訊息揭露內容計有 49 款(其中 1 款刪除)，性質大致可歸類為財務及投資、法律事件、生產及營運、人員異動、股利分派及股東會事宜及其他等六大類別[20]。由台交所資訊揭露發展階段來看，自 2002 年 8 月 1 日起公開發行公司(含上市、櫃公司)向證券主管機關指定之資訊申報網站(「公開資訊觀測站」)完成相關資訊之傳輸後，即視為已依規定完成公告申報，無須再辦理書面申報及抄送相關單位。資訊揭露的機制及管道在電子數位化下、對一般投資人而言相當方便，多已肯定，無所謂資訊太多造成陽光太刺眼的情形。

台交所於今年1月15日正式實施暫停交易機制，下列重大訊息的資訊揭露適用：一、發生嚴重減產或全部停工。二、公司法第 185 條所訂各款情事。三、向法院聲請破產或重整。四、合併、分割、收購、股份交換、轉換或受讓，或復為撤銷。五、完成新產品開發、試驗之產品已開發成功且正式進入量產階段、新產品或新技術之重要開發進度。六、其他對股東權益或證券價格有重大影響之情事。企業併購消息屬於重大訊息適用於新制之暫停交易機制，企業併購訊息須等待參與公司董事會決議通過後，始可對外公開揭露，惟對於進行中之併購案在董事會決議之前，同時符合一些情形者，得採自願性揭露方式對外公開[21]。

資訊揭露及內線交易，此二者在訊息的性質上固有重疊，但在監管的角度宜予區隔作不同考量，按重大訊息的揭露屬於公開發行公司資訊必須透明的行政義務，違反行政義務的資訊未公開會有行政處罰，重大訊息屬於不定期之公開，要不要公開，公開發行公司須行評估考量，在未公開前屬於內線消息，任何人在未公開前獲悉內線消息而買賣交易，即成立內線交易有刑事責任。台灣地區和大陸地區二者，對內線交易監管有微微差異，證券主管機關介入監管時，台灣地區無行政處罰可以使力及行政和解可以緩衝，所以在法律用語不確定、實務作業不周延及規範不完整情形下，證券市場之企業負責人多有不安，如前所述去(2015)年 12 月 21 日新聞媒體報導，企業經營者所引起的寒蟬效應。

台灣地區內線消息有成立時點之定義，如「證券交易法第一百五十七條之一第五項及第六項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」第五條：「前三條所定(內線)

---

[20] 參台交所「對有價證券上市公司重大息之查證暨公開處理程序」第 4 條第 1 項規定。

[21] 台交所訂有「○○股份有限公司併購資訊揭露自律規範」，作為上市公司之參考範例，參依該範例第 8 條及第 9 條規定，併購訊息須待參與公司董事會決議通過後，始可對外公開揭露。對外界傳聞或查詢，應以不予置評回應。對於進行中之併購案在董事會決議之前，同時符合一些情形者，得採自願性揭露方式對外公開，惟應審慎考量資訊揭露之必要性且揭露之內容必需與事實相符並負法律責任。

消息之成立時點，為事實發生日、協議日、簽約日、付款日、委託日、成交日、過戶日、審計委員會或董事會決議日或其他依具體事證可得明確之日，以日期在前者為準。」，大陸地區亦有敏感期之定義，如最近出台的《最高人民法院、最高人民檢察院關於辦理內幕交易、洩露內幕資訊刑事案件具體應用法律若干問題的解釋》第 5 條第 2 款及第 3 款，指明證券法第六十七條第二款所列“重大事件”的發生時間，第七十五條規定的“計畫”、“方案”以及期貨交易管理條例第八十五條第十一項規定的“政策”、“決定”等的形成時間，應當認定為內幕信息的形成之時。上述內線消息形成之日或成立時點，在於方便證券市場的監管作業，用以明確那些內部人有無在價格敏感期間買賣有價證券。

大陸地區將內線消息重大性分為主觀及客觀的判斷標準，台灣學者少採如此分類；依大陸地區證券法第七十五條第一款及台灣地區證券交易法第一百五十七條之一第五項規定觀察[22]，台灣地區兼而採取了主觀及客觀標準，例如台灣地區證券交易法第一百五十七條之一第五項規定 ，除「重大影響其股票價格」外，復加上「或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息」；補充說明，一、正當投資人英譯指的是「 a reasonably prudent investor」，非單指理性投資人。二、台灣地區條文增加內線消息必須「明確」。大陸地區採取的是客觀說，例如大陸地區中國證券監督管理委員會的指導性文件，「證券市場內線交易行為認定指引(試行)」第九條規定，所稱的對證券交易價格有顯著影響，是指通常情況 下，有關資訊一旦公開，公司證券的交易價格在一段時期內與市場指數或相關分類指數發生顯著偏離，或者致使大盤指數發生顯著波動。至於英、美及歐盟一路走來，始終如一，都採取理性投資人決策的判斷標準。個人看法，用主觀判斷標準是較允當的作法，畢竟影響股價的因素太多，其次在內線交易及操縱市場，二者影響股價的定義應該分開，內線交易大多是對大盤指數或同類股之走勢有無偏離作判斷，但這種判斷，除非財務工程能夠成熟支撐，否則作為對內線交易行為人涉及刑罰責任的判定是不夠嚴謹。

伍、代結論

企業併購的法律風險內線交易，就企業本身而言，宜作好內部控制制度，當公司有企業併購行為，宜就法律風險作好評估、分析及應對。嚴謹地說，企業併購違反內線交易的法律風險，是可以事先避免及減少的，例如要求參與企業併購的外部機構或人員及其他知悉相關訊息之人員簽署保密協定 ，公司內部人員出具書面保密承諾嚴守保密原則。 所有參與公司併購計畫之機構及人員，在併購消息公開前，不得對外洩露 任何有關併購之訊息，亦不得自行或利用他人名義買賣與併購案相關所有公司之股票及其他具有股權性質之有價證券。

法律規範部分，本文認為重大消息成立時點以及敏感期之認定，在於協助司法實證技術上不得不突破的瓶頸，內線消息何時成立或形成，往往成為當事人檢察機關及被告雙方爭辯論點。證券市場的消息往往存在著不對稱、不充分、不準確、

[22] 大陸地區及台灣地區之「款、項」用法略有不同，同指「條」以下的編次。

不適當披露及干擾的情況，如何確認內線消息對內幕交易人是已成立或已形成的。亦即被告於內線消息成立後之價格敏感期間買賣證券，進而構成內線交易，確實有相當難度的考驗，在現行監管作業，多以上市公司公告重大消息後，由股價反應去驗證該消息是否對股價造成影響，若有，再進而查核分析內線消息知情人是否在重大消息公開前有買賣股票，此時先行界定何時成立內線消息或者何時形成為首要之務。然而，本文認為，消息本身沒有形成之日，內線消息亦不脫離這種本質，其主要仍是在重大性之探討，無論是善意的併購案或者惡意的併購案，其重大性應該是相對，而不是絕對的。同理，內線消息的形成日也是相對的，而不是絕對的。由企業併購的流程觀察，由準備階段至運行時間，其消息內容只要是具有重大性都有可能成為內線消息。

王煦棋　教授

學歷

中國北京大學國際法學博士

美國波士頓大學銀行法學碩士

現職

台灣東吳大學法學院教授兼副院長

東吳大學 WTO 研究中心主任

中華民國仲裁協會　仲裁委員

臺北市政府採購申訴審議委員會委員

華南國際經濟貿易仲裁委員會委員（深圳國際仲裁院）

台北市市政府勞資爭議仲裁委員會委員

臺灣證券交易所『有價證券上市審議委員會』外部審議委員、證券櫃臺買賣中心

外部審議委員

全國工業總會賦稅與金融政策委員會顧問

實質

最高法院刑事判決一O四年度台上字第七二O號

原判決就檢察官起訴據以認定辜仲瑩、吳春臺、劉紹樑共同涉犯內線交易罪；辜仲瑩、吳春臺、劉紹樑、陳木在共同涉犯金控背信罪之各項證據，已本於調查所得結果，逐一剖析、參互審酌，而為綜合判斷、取捨，說明如何認定：□開發國際於九十四年四月間買進金鼎證股票，是開發國際經理部門為配合開發金控併購金鼎證，並與開發金控共同取得金鼎證之目的而為。開發金控執行其併購金鼎證決策前，並不需公開相關訊息即得買進金鼎證股票，是開發國際經理部門於九十四年四月間買進金鼎證股票，並未違反證券交易法第一百五十七條之一第一項之規定，開發金控經理高層辜仲瑩、吳春臺自無內線交易犯行（見原判決第九三至一0八頁）。□開發國際經理部門買進金鼎證股票後，係因開發國際常務董事汪國華、劉泰英要求出售，乃決定參與開發金控進行之公開收購而應賣金鼎證股票。吳春臺、陳木在雖未告知開發金控董事會關於開發國際常董會決議委請經理部門伺機以合理價格出售金鼎證股票，但不能因此即認有背信之意，彼等所為與金融控股公司法第五十七條第一項所定要件並不相符。而辜仲瑩並未兼任開發國際任何職務，且無證據證明辜仲瑩於開發金控董事會決議前，已知開發國際常務董事會達成委請開發國際經理部門伺機出售金鼎證股票之情，亦難認渠有何金控背信之犯行及意圖（見原判決第一0八至一一七頁）。□劉紹樑並未在開發國際擔任職務，且未參與開發國際買進及應賣金鼎證股票之事，至渠於九十五年三月十七日所撰文稿，僅能顯示當時之主觀認知，尚無法推認渠於九十四年四月間，有共同策劃如何買進金鼎證股票，亦無法推認渠於九十五年二月十七日前，已得悉開發國際有出售金鼎證股票並參與應賣金鼎證股票之計畫（見原判決第一一七至一一八頁）。□檢察官之第二審上訴意旨並未舉證說明開發金控併購金鼎證乙節，如何於開發國際九十四年四月間購買金鼎證股票時即屬「消息明確」，足以重大影響金鼎證股票價格，亦未說明吳春臺及陳木在有何依據及義務，須在開發金控董事會討論公開收購金鼎證股票時，將開發國際常務董事會所為決議出售金鼎證股票乙事提出說明及報告，是難認為有理由（見原判決第一一八至一二六頁）各旨。因認本件無從獲得辜仲瑩、吳春臺、劉紹樑有共同犯內線交易罪，以及辜仲瑩、吳春臺、劉紹樑、陳木在有共同犯金控背信罪心證等理由。

（二） 最高法院刑事判決一〇四年度台上字第三八七七號

每件企業（公司）併購之實際考量因素、進行情形與簽署文件內容，原本各

自不同，本難以彼此比較、引用。杜俊雄、施振榮於第一審、原審有關一般性「無拘束力意向書」之陳述，係就其等所見情形所為，與本件併購案所簽署「無拘束力意向書」，難認必有直接關聯。原判決不予採取，已經斟酌本件併購案之實際情況，敘明所憑理由（見原判決第七三至七五頁），自屬有據。

原判決不採柯文昌等三人有關重大消息認定時點之各項抗辯，認定綠點公司與美商捷普公司於九十五年九月十二日簽署「無拘束力意向書」，係本件併購案之重大消息成立時點，已於理由欄說明：一般而言，重大消息於達到最後依法應公開或適合公開階段前，往往須經一連串處理程序或時間上之發展，之後該消息所涵蓋之內容或所指之事件才成為事實，其發展及經過情形因具體個案不同而異。倘就客觀上觀察，重大消息所指內涵於一定期間必然發生之情形已經明確，或有事實足資認定事實已經發生（客觀），而內部人已實際上知悉此消息（主觀），自不能因公司或其內部人主觀上不願意成為事實，即謂消息尚不明確，或事實尚未發生，或未實際知悉消息之發生，否則內部人即可能蓄意拖延應進行之法定程序，或利用該消息先行買賣股票，導致資訊流通受影響，阻礙證券市場公平競爭，而與資訊平等取得原則之立法意旨相違。就併購契約之成立，通常須歷經數個階段，包括初步磋商、達成協議、簽訂契約、董事會決議等。在雙方初步磋商過程中，因屬意見交換，若未達成共識，尚難認已有合併之雛形，惟若雙方已針對重要之點達成協議，意謂雙方已對合併達成共識，則其後續之簽訂契約及經董事會決議之過程，僅係逐步完成合併之程序，亦即此重大消息在達到最後依法應公開或適合公開階段前，既須經過一連串處理程序或時間上之發展，之後該消息所涵蓋之內容或所指之事件才成為事實，而應認為符合前揭「成立」或「具體明確」之判斷標準，於有多種時點存在時，依上揭規定，應以消息最早成立之時點為準等語（見原判決第七０頁），進而審酌本件併購案關於緣起、經過、進行情形及「無拘束力意向書」內容（包括購買綠點公司股票價格區間及雙方併購意願）等具體特性，據以詳細論斷說明（見原判決第六五至八０頁）。而依原判決認定之事實：美商捷普公司於九十五年九月十一日之「無拘束力意向書」內容，係與綠點公司同年九月六日董事會決議內容大致相同，並經江懷海於同年九月十二日代表綠點公司簽署「無拘束力意向書」回傳予美商捷普公司等情。則原判決認為雙方已就本件併購案之併購價格、架構有共識，尚非無據。參以所謂「初步意向書」、「意向書」或「無拘束力意向書」並非偏重在所使用之名稱，而應著重於個別併購案

所簽署文件之具體內容，且所簽署文件有無約定法律上之拘束力，亦非絕對判斷標準。是以，其他併購案所簽署「意向書」或「無拘束力意向書」，縱認欠缺認定重大消息成立時點之要素，亦不能因此即認本件併購案所簽署「無拘束力意向書」即具備同樣情形。上訴意旨指稱原判決所為認定，有判決適用法則不當之違法云云，自非可取。

（三） 最高法院刑事判決一〇三年度台上字第三二二〇號

是以，關於公司間併購案之重大消息之明確，固不以雙方簽訂契約及經董事會決議時為必要，於雙方初步達成協議之時，亦得為明確之認定時點，惟此初步協議，仍須雙方已針對具體重要之事項達成協議為要件，否則難認該時為重大消息之成立時點。

原判決詳為說明證券交易法第一百五十七條之一第一項修正前、後之條文內容差異為：□內部人主觀認知程度由「獲悉」改為「實際知悉」發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時。□延長禁止內部人利用內線消息交易股票的時間。由「在該消息未公開或公開後『十二』小時內」，修正為「在『該消息明確後』，未公開前或公開後『十八』小時內」。□限制內部人買賣公司股票之帳戶或名義。由「未規定是否不得以自己或他人名義買賣」修正為「內部人不得自行或以他人名義買入或賣出」。因此就修正□部分，涉及構成要件之擴張（擴大內線交易禁止交易期間）、限縮（「獲悉」改為「實際知悉」、重大消息必須「明確」等）。實務上就修正前條文所規定之「獲悉」，係採取內部人對於公司重大消息須「實際知悉」，且該消息亦應「具體成形」之見解；亦即須達「明確」之程度，並非空洞之傳聞即足當之。是修正後之法律規定係將實務見解納入讓法條語意更清楚。本件上訴人對於香港上市台泥國際集團公司（英文簡稱 TCCIH，下稱台泥國際公司）與香港上市嘉新水泥（中國）控股股份有限公司（英文簡稱： CHCGC，下稱嘉泥中國公司）間以股權交換之方式合併之消息已實際知悉，且該重大消息亦於民國九十六年六月二日業已具體成形，即達明確之程度，無論依據修正前後之條文，其於九十六年六月四日、七日、八日等時點購入嘉新水泥股份有限公司（下稱嘉泥公司）股票之行為，均構成內線交易犯罪，修正後之規定對上訴人並無較有利。□沉澱期自十二小時延長至十八小時，此部分對上訴人應屬較為不利。□部分，增加「自行或以他人名義」買賣，然修正前，行為人以他人名義為違法

內線交易行為，解釋上亦包括在限制範圍內，因此修正前之規定，對上訴人亦無較不利之情形。是修正後之現行條文規定對上訴人較為不利，自應適用上訴人行為時即九十九年六月二日修正公布施行前之規定論處。上訴意旨仍認應適用修正後之新法，執此指摘，顯屬誤會。

（四） 最高法院刑事判決一〇二年度台上字第一四二〇號

惟查：(一)民國九十一年二月六日修正公布之證券交易法第一百五十七條之一禁止內線交易之規定，旨在使證券交易雙方平等取得資訊，防止發行股票公司內部人憑藉其特殊地位，於「獲悉」有重大影響公司股票價格之消息後，在「該消息未公開前」（九十五年一月十一日修正為「該消息未公開或公開後十二小時內」，九十九年六月二日再修正為內部人「實際知悉」發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在「該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內」)，即先行買賣股票，造成一般投資大眾不可預期之交易風險，以維護證券市場交易之公平。是以此項內線交易之禁止，僅須內部人具備「獲悉（或實際知悉）發行股票公司有重大影響其股票價格之消息」及「在該消息未公開前(或該消息明確後，未公開前或公開後一定沉澱時間內)，對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出」此二形式要件即足當之。又所謂「獲悉」發行股票公司有重大影響股票價格之消息，係指獲悉在某特定時間內必成為事實之重大影響股票價格之消息而言，並不限於獲悉時，該消息已確定成立或為確定事實為必要。蓋重大消息於達到最後依法應公開或適合公開階段前，往往須經一連串處理程序或時間上之發展，之後該消息所涵蓋之內容或所指涉之事件始成為事實，其發展及經過情形因具體個案不同而異。易言之，認定行為人是否獲悉發行股票公司內部消息，應綜合相關事件發生經過及其結果等各項因素，從客觀上作整體觀察，以為判斷，不得拘泥於某特定、具體確定之時點。原判決認美商捷普公司（Jabil Circuit,Inc.）於九十五年八月間有意併購綠點高新科技股份有限公司（下稱綠點公司)，對綠點公司、股東及投資大眾而言，係屬重大消息，雙方亦均有洽談之意願，惟因對於併購條件、價格區間等仍未初步討論，僅屬消息成形階段，迨同年九月十二日簽訂 LOI （意向書）時，因就收購價格區間已有初步協議，並達成共識，堪認此時為重大消息成立之明確時點。

（五） 最高法院刑事判決一〇〇年度台上字第三八〇〇號

一般而言，重大消息於達到最後依法應公開或適合公開階段前，往往須經一連串處理程序或時間上之發展，之後該消息所涵蓋之內容或所指之事件才成為事實，其發展及經過情形因具體個案不同而異。以公司與他人業務合作之策略聯盟而言，可能有雙方之磋商（協議）、訂約、董事會通過、實際變更合作內容或停止合作、對外公布合作或停止合作等多種事實發生之時點。於有多種時點存在時，依上揭規定，為促進資料取得平等，以維護市場交易之公平，應以消息最早成立之時點為準。故認定重大消息發生之時點，及內部人何時獲悉此消息，自應綜合相關事件之發生經過及其結果，為客觀上之整體觀察，以為判斷。倘就客觀上觀察，重大消息所指內涵於一定期間必然發生之情形已經明確，或有事實足資認定事實已經發生，而內部人已實際上知悉此消息，自不能因公司或其內部人主觀上不願意成為事實，即謂消息尚不明確，或事實尚未發生，否則內部人即可能蓄意拖延應進行之法定程序，或利用該消息先行買賣股票，導致資訊流通受影響，阻礙證券市場公平競爭，而與資訊平等取得原則之立法意旨相違。本件依原判決理由欄說明：品佳公司與世平公司共同以股份轉換方式新設大聯大公司之消息，係品佳公司與世平公司兩家股票上市公司，依企業併購法收購規定，共同以股份轉換方式，新設控股公司收購持股整合，擴大營運規模，以增強全球市場競爭力，事涉兩家股票上市公司業務營運之合併、收購等重大事項；證人即品佳公司董事長陳國源復證稱：世平公司、品佳公司分別為半導體通路最大及第三大公司；兩家公司合併的目的是產業大者恆大，著眼大陸市場，減少競爭等；前端可以合作，後端倉庫可以減少成本，其覺得對公司有好處；這個合併在產業界屬於重大消息等語，故「兩家公司合併」，對品佳公司股票價格自有重大之影響，應屬證券交易法第一百五十七條之一第一項、第四項規定所稱之「重大影響其股票價格之消息」等語（見原判決第十二頁第十五行至第二十七行）。可知原審已認品佳公司與世平公司共同以股份轉換方式新設大聯大公司之消息，係屬「重大影響其股票價格之消息」無訛。原判決又認：品佳公司與世平公司共同透過股份轉換方式，設立大聯大公司之重大影響其股票價格之消息，其設立大聯大公司過程中，各有關品佳公司尋求合作對象、與世平公司初步協調合作事宜、經經濟部函釋確認「得以數家上市公司同時以百分之百股份轉換方式新設投資控股公司」、雙方決定合作方式、胡正陽簽署「保密協議書」、雙方代表討論換股比例之評價機制、雙方

代表協商並確定換股比例及相關條件、兩家公司同時召開董事會決議、在公開資訊觀測站公告等時點如下：１、九十三年十月間：品佳公司開始尋覓合作對象，與世平公司有關人員初步協商，欲以產業整合方式，擴大營運規模，以增強公司全球市場競爭力。２、九十四年一月二十一日：品佳公司收受九十四年一月十三日經濟部經商字 00000000000 函，確認得以數家上市公司同時以百分之百股份轉換方式新設投資控股公司。３、九十四年二月十五日：雙方代表協商人員於九十四年二月十五日，決定「依企業併購法收購規定，共同以股份轉換方式，新設控股公司收購持股整合，並各自成立專案作業小組進行實質查核，經委由會計師、專家提出評估、分析報告」。４、九十四年二月十八日：陳國源個別告知胡正陽等人，並要求簽署「保密協議書」。５、九十四年二月二十一日：雙方代表討論換股比例之評價機制。６、九十四年三月二十一日至同年月二十五日間：雙方代表協商並確定換股比例及相關條件後，決定各自召開董事會討論共同以上開股份轉換方式新設「大聯大投資控股公司」案。７、九十四年三月二十七日上午十一時許：兩家公司同時召開董事會決議通過。８、九十四年三月二十七日下午四時許：雙方在公開資訊觀測站公告等語（見原判決第十四頁第二十五行至第十五頁第二十二行）。如果俱屬非虛，品佳公司與世平公司共同以股份轉換方式，新設控股公司收購持股整合，於九十三年十月間，不但已完成初步磋商階段，且於九十四年一月二十一日收到經濟部同年月十三日經商字 00000000000 號函，確認得以數家上市公司同時以百分之百股份轉換方式新設投資控股公司時，即將初期預估法令上之困難排除，雙方代表協商人員於九十四年二月十五日，乃決定依企業併購法收購規定，共同以股份轉換方式，新設控股公司收購持股整合，並各自成立專案作業小組進行實質查核，委由會計師、專家提出評估、分析報告等後續商談的細節及程序。因此，九十四年二月十五日似為最早能確認品佳公司與世平公司合組意願（即交易對象確定），且以控股方式合組（即交易內容確定），並安排後續商談的細節及程序（即確實交易履行之必然性），此等有關交易對象、交易內容之確定及確實履行之必然性的事實，實質已有可能改變投資人對原股票投資價格之判斷，似可認定為「重大影響其股票價格之消息」最早成立之時點。原判決徒以此日離雙方正式決定「合併」，尚有一段距離，認尚未達於「重大影響其股票價格之消息」之程度（見原判決第十七頁第五行至第八行），自有可議

朱兆民 檢察長

學歷

國立海洋大學海洋法律研究所 碩士

現職

臺灣桃園地方法院檢察署 檢察長(103.5.27-迄今)

臺灣婦產科醫學會 顧問

臺灣美容醫學會 顧問

財團法人醫院評鑑及醫療品質策進會 監察人

經歷

財政部臺北關稅局 關務員

臺北地檢署 書記官

律師

澎湖、臺東、屏東、士林、臺北地檢署 檢察官

桃園、士林、臺北地檢署 主任檢察官

臺灣高等法院檢察署 檢察官

法務部司法官訓練所 教務組長

臺灣花蓮、南投、嘉義地方法院檢察署 檢察長

法務部保護司 司長(102.3.11-103.5.26)

歷任教職

法務部司法官訓練所 講座

司法院司法人員研習所 講座

台灣金融研訓院 講座

馬偕護理專科學校 兼任講師

與談題目：企業併購之法律風險—內線交易

朱兆民 檢察長

壹、 前言

企業為提昇國際競爭力，以併購方式，提高效能，促進規模經濟，已成風潮。

貳、 企業併購之過程

企業併購是一個複雜性、繁鎖性、動態性的法律行為，其過程需透過要約、磋商、談判、合意，更需踐行法律程序方能完成。

參、 企業併購與內線交易

企業併購有其多變性及多元性，是其消息重大性較一般內線交易認定更為困難，參與人員眾多、時間冗長，其併購價格換股比例，往往有高度溢價，而給予參與人員構成內線交易極大誘因。

肆、 企業併購重大消息範疇之認定

一.證券交易法第 157 條之 1 第 5 項規定:「第 1 項所稱有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，其具體內容對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息；其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。」

二.金管會於 99 年 12 月 22 日發布之證券交易法第 157 條之 1 第 5 項及第 6 項重大消息範圍及其公開方式管理辦法。依該辦法第 2 條規定「本法第 157 條之 1 第 5 項所稱涉及公司之財務、業務，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息，指下列消息之一：(1)本法施行細則第 7 條所定之事項。(2)公司辦理重大之募集發行或私募具股權性質之有價證券、減資、合併、收購、分割、股份交換、轉換或受讓、直接或間接進行之投資計畫，或前開事項有重大變更者。

三.證券交易法施行細則第 7 條第 8 款規定，對於重要備忘錄、策略聯

盟或其他業務合作計畫或重要契約之簽訂、變更、終止或解除、改變業務計畫之重要內容完成新產品開發、試驗之產品已開發成功且正式進入量產階段、收購他人企業、取得或出讓專利權、商標專用權、著作權或其他智慧財產權之交易，對公司財務或業務有重大影響者，明定為對股東權益或證券價格有重大影響之事項。

四.依證交法第 43 條之 1 第 2 項規定:「不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人為公開收購公開發行公司之有價證券者，除左列情形外，應先向主管機關申報並公告後，始得為之：……」。

依據前述與企業併購有關公司之辦理重大合併、收購、分割、股份交換、轉換或受讓、直接或間接進行之投資計畫、收購他人企業及公開收購等訊息規定。

伍、重大消息成立時點

依證券交易法第 157 條之 1 第 5 項及第 6 項重大消息範圍及其公開方式管理辦法第 5 條規定，為事實發生日、協議日、簽約日、付款日、委託日、成交日、過戶日、審計委員會或董事會決議日或其他依具體事證可得明確之日，以日期在前者為準。

陸、美商捷普併購綠點的過程

一.2005 年 10 月捷普與綠點提出欲併購綠點之提案，但無結論。

二.2006 年 6 月捷普重提併購綠點，雙方磋商。

三.2006 年 8 月 26 日捷普來函，願以 6.25 億至 7 億美金，百分之百收購綠點股票，需於 8 月 31 日前同意。

四.2006 年 8 月 28 日綠點總經理在綠點董事會對到場董事宣布，併購消息，在場董事、監察人，一致同意。

五.2006 年 8 月 29 日何正卿告知柯文昌捷普併購綠點之消息及進行實地調查。

六.2006 年 9 月 12 日捷普與綠點簽定意向書。

七.2006 年 11 月 23 日綠點公開觀測站公告合併契約，每股價格 109 元。

註：內部人柯○○獲悉消息於 2006 年 8 月 29 日至 10 月 30 日購買綠點股票。

柒、意見評析

一.美國 Basic Inc. v. Levinson 判決可資參考

巡迴法院見解：

採取「重要原則已達成合意」此一判斷標準，理由如下

1. 為避免初期磋商階段若公開過多資訊，使投資人無法吸收，且可能誤導，導致過度樂觀期待。
2. 過早公開亦可能導致合併計畫夭折，故應等收購價格與合併基本條件確定後再公開。
3. 合併雙方對於收購價格、合併基本架構已經達成合意時，方構成重大消息應予公開，此項明確界定之標準有助於經理人遵循。

聯邦最高法院：

否定巡迴法院見解，理由如下

1. 認為資訊揭露為一貫政策，目的使投資人在資訊充分公開之環境中自負投資風險，進而為證券市場建立高度道德標準。
2. 重大消息規定在過濾與投資人無關之非重要資訊，上開「重要原則已達成合意」此判斷標準，低估投資人理解合併之風險，並不合理。
3. 重大消息之認定，是為評估該資訊是否對理性投資人之決策有重大影響，跟資訊保密無關。
4. 重大消息之認定應以個案為之，以機械而沒有彈性之標準

界定不是有效的標準。

採取<u>機率/影響程度此一判斷標準</u>理由：

1. 合併可能決定公司存續與否，應被視為最重大事件。因此有關合併之內線消息相對於其他交易，應該在磋商初期即被認定為重大消息，縱使在當時破局可能性極高，亦應如此認定。
2. 故在合併磋商過程中重大消息之認定，應遵循機率/影響程度此一標準，依個案作認定。
3. 一般而言，為評估特定交易事件發生機率，事實調查者有必要去探究公司最高層對於該交易興趣如何、包括董事會決議、公司對投資銀行之指示、雙方公司間或與仲介機構之協商內容等，都可用以評估判斷事件發生可能性。至於評估特定交易事件對於公司整體影響程度，可以參酌雙方規模、該事件對於公司發行有價證券可能產生之溢價等。如果只就單一特定事實或因素認定重大消息，無必要且不充分。

二. 美商捷普併購綠點一案之分析

起訴檢察官之意見：

檢察官之所以採取 2006/8/28 此一時點，係斟酌當時綠點公司向來有強烈意願與捷普合作、用以擴展公司業務，而捷普公司係正式提出提案，並列出具體收購方案與價格區間，且當時董事長即為大股東，可控制股數至少 25%、董事會成員均與董事長友好，對於併購案件並無異議，況在該次董事會前之 2006 年 7 月 27 日綠點內部已經開過高階主管會議，對於併購案公司主管亦樂見其成等因素，而認定綠點高層對於此併購案興趣極高、董事會成員或公司高階主管對此案亦高度認可、且併購案可獲得大股東支持、又與公司一向欲拓展方向一致，考量併購案對於綠點公司存續與業務拓展之影響甚為重大，且綠點董事會與高階主管對併購

案認可度極高、續行推動意願強烈，併購案發生機率亦高，而認為該次董事會中與會董監事同意美商捷普公司來函要求於期限內回覆同意收購此一消息，當屬重大消息。

高等法院判決

較為偏向上述美國 Basic Inc. v. Levinson 一案中巡迴法院之意見，而採取與「重要原則已達成合意」此判斷標準較為接近之見解。認為至 2006/9/12 綠點與捷普公司簽訂意向書，雙方有初步共識才是具體明確之時點。

捌、 結論

一. 重大訊息的重大性認定，應係相對的，即較具彈性。而不是絕對的，否則會僵化其認定。

二. 重大消息之判斷標準以客觀要件為依據，由主觀判斷標準來認定較允當。

王文宇 教授

學歷

美國史丹福大學法學博士

哥倫比亞大學法學碩士

國立臺灣大學法學碩士、法學士

現職

台灣大學法律學院專任教授，並兼任企業暨金融法制研究中心主任，及公共政策與法律研究中心副主任

「國際比較法學會」臺灣分會召集人

「亞洲法經濟學學會」會長

「中國比較法學刊」編輯諮詢委員

經歷

行政院公平交易委員會委員，在職期間代表參加 OECD

美國史丹福大學法學院客座副教授、哥倫比亞大學法學院客座教授；並曾受邀於香港城市大學、新加坡大學法學院等講授財經法課程。

理律法律事務所商務律師

紐約華爾街 Sullivan & Cromwell 律師事務所商務律師

郭大維 教授

學歷

倫敦大學法學博士

現職

輔仁大學財經法律教授

輔仁大學法務室主任

論公開收購中目標公司董事之義務-

從日月光公開收購矽品案談起

郭大維 *

壹、問題的提出

我國自一九八八年修正證交法引進公開收購(“tender offer” or “takeover bid”)制度以來，國內企業透過公開收購方式取得企業經營權之案件日益增加。公開收購在我國逐漸成為企業購併的主要手段之一。由於企業併購行為對公司及股東有極大的影響，而身為公司負責人的董事在企業併購的過程中係居於重要的角色，惟其在此一過程中總是存在直接或間接的切身利害關係。在合意併購下，董事往往代表公司進行併購案之磋商並為決定；在敵意併購(或稱「非合意併購」)下，由於併購完成後常導致目標公司經營權之更迭，所以目標公司董事為主的經營團隊常採取各種防禦措施(defensive tactics)，來阻礙或對抗此類敵意併購。而目標公司董事之所以採取防禦措施，或有為公司之利益、或為董事自身利益，不一而足。

近來，國內日月光半導體製造股份有限公司(以下簡稱「日月光」)於二〇一五年八月二十一日宣布以每股四十五元公開收購全球第三大封測廠矽品精密工業股份有限公司(以下簡稱「矽品」)百分之五至百分之二十五股權，而矽品為反制日月光之公開收購，乃尋求鴻海精密工業股份有限公司(以下簡稱「鴻海」)透過換股策略結盟，以稀釋日月光對矽品之持股比例。惟矽品與鴻海之換股策略結盟終告失敗，日月光順利完成公開收購。其後，矽品亦擬尋求中國清華紫光集團之協助，對抗日月光之敵意併購。而日月光於同年十二月二十九日再度以每股五十五元對矽品進行公開收購，然因收購期間屆滿前未取得公平交易委員會結合核准，致使此次收購因條件未達成而無法完成，但日月光仍不排除未來對矽品進行第三次公開收購[23]。日月光公開收購矽品案引發諸多法律爭議，其中之一就是目標公司董事在面臨敵意併購時，其履行義務與否之判斷標準為何?

雖然各國公司法規均課予公司董事一定之義務，但公司併購事務畢竟不同於公司一般經營業務，併購之結果常會改變公司現有經營模式，甚至消滅公司，從而目標公司董事於處理併購事務時，自然必須更加謹慎，以避免傷害公司及股東之利益。雖然我國於二〇〇二年制定企業併購法，但該法僅針對公司董事處理併購事宜之義務做簡略性的原則規範，但在判斷董事是否

---

*輔仁大學財經法律學系教授，英國倫敦大學法學博士。

[23] 簡永祥報導，日月光併矽品 將發動三度收購，聯合財經網，2016年3月14日 <http://money.udn.com/money/story/5612/1561432-%e6%97%a5%e6%9c%88%e5%85%89%e4%bd%b5%e7%9f%bd%e5%93%81-%e5%b0%87%e7%99%bc%e5%8b%95%e4%b8%89%e5%ba%a6%e6%94%b6%e8%b3%bc> (最後瀏覽日期:2016年3月15日)

履行其義務，進而定其違反義務之效果上，似乎仍欠缺一套客觀具體的標準。特別是在敵意併購方面，國內現行法對於敵意併購之規範似乎較合意併購更為缺乏。當目標公司董事在面對敵意併購而採行防禦措施時，其履行義務與否之判斷標準為何，並不明確。相較於我國，美國是各國企業併購活動中最興盛的國家。自一八九〇年代以來，美國前後共發生數次的併購風潮[24]，在實務上累積相當多的案例。就敵意併購而言，美國不但發展出各式各樣的防禦措施，其中以德拉瓦州(Delaware)為主的美國法院亦建立一系列的司法審查標準來檢視目標公司董事在面對敵意併購時之行為是否違反其義務。因此，本文首先將探討我國有關公開收購中目標公司董事義務之規範，進而透過對美國法的比較研究，檢視我國現行制度之缺失，並提出個人淺見，以供我國未來改進之參考。

貳、我國公開收購中目標公司董事之義務

一、現行公開收購制度對目標公司之規範

我國現行有關公開收購之規定主要為證券交易法(以下稱「證交法」)第四十三條之一至第四十三條之五以及金融監督管理委員會(以下簡稱「金管會」)依據證交法第四十三條之一的授權，所頒布之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」(以下簡稱「公開收購辦法」)。

在目標公司之規範方面，由於公開收購大量股權可能造成目標公司經營權的移轉，目標公司經營管理階層之態度及目前經營狀況將影響其股東決定是否應賣。所以公開收購辦法第十四條規定，目標公司於接獲公開收購人依規定申報及公告之相關書件後十日內，應就下列事項公告、作成書面申報金管會備查及抄送證券相關機構：一、現任董事、監察人及持有本公司已發行股份超過百分之十之股東目前持有之股份種類、數量。二、就本次收購對其公司股東之建議，並應載明任何持反對意見之董事姓名及其所持理由。三、公司財務狀況於最近期財務報告提出後有無重大變化及其變化內容。四、現任董事、監察人或持股超過百分之十之大股東持有公開收購人或其符合公司法第六章之一所定關係企業之股份種類、數量及其金額。五、其他相關重大訊息。目標公司於接獲公開收購人依規定重行申報及公告之書件後，致須變更對其公司股東之建議者，應於十日內將該款所規定事項重行公告、作成書面申報金管會備查及抄送證券相關機構。

由於目標公司董事對公開收購存在利害關係，同辦法第十四條之一復規定，目標公司於接獲公開收購人依規定申報及公告之公開收購相關書件後，應即設置審議委員會。審議委員會委員之人數不得少於三人，目標公司設有獨立董事者，應由獨立董事組成；獨立董事人數不足或無獨立董事者，由董事會遴選之成員組成。審議委員會委員之資格條件，應符合公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法第二條第一項及第三條第一項規定[25]。審議委員會應審議公開

---

[24] *See* Bernard S. Black, *The First International Merger Wave (and the Fifth and Last U.S. Wave)*, 54 U. Miami. L. Rev. 799, 800 (2000).

[25] 公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法第二條第一項規定：「公開發行公司之獨立董事，應取得下列專業資格條件之一，並具備五年以上工作經驗：一、商務、法務、財務、會計或公司業務所需相關科系之公私立大專院校講師以上。二、法官、檢察官、律師、會計師或其他與公司業務所需

收購條件之公平性、合理性及就本次收購對其公司股東提供建議。審議委員會之審議結果應經全體委員二分之一以上同意，並將審議委員同意或反對之明確意見及反對之理由列入。目標公司並應於十日內公告審議結果。如目標公司接獲公開收購人重行申報及公告之書件後，應即通知審議委員會進行審議，並於十日內重行公告審議結果。透過具獨立性的審議委員會之設置，提供目標公司股東較為客觀之意見，以保障目標公司股東之權益。

雖然我國現行公開收購要求目標公司在面臨公開收購時應揭露相關資訊，並提供公司股東建議。然而，現行法對於目標公司之防禦措施並無明文規定，當目標公司董事會面對敵意併購時，英美兩國對目標公司防禦措施之規範採取不同的規範模式。英國法認為董事採取防禦措施往往係基於自身利益而非追求公司及股東之利益，因而採取「董事會中立原則」，要求目標公司董事會在未經股東會同意前，不得採取任何防禦措施阻礙公開收購的完成。而美國法則係採取「董事會優先原則」，將防禦措施之發動與否交由董事會依其專業知識判斷之。由於我國法並未如英國法要求董事會對敵意併購應持中立主義，故我國似較傾向美國法，將防禦措施之決定交由董事會依其專業經營知識判斷之。

二、目標公司董事之義務

在我國現行法下，公司董事依公司法第二十三條第一項之規定，對公司負有忠實義務與注意義務。同時，企業併購法第五條規定：「公司進行併購時，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(第一項)。公司董事會違反法令、章程或股東會決議處理併購事宜，致公司受有損害時，參與決議之董事，對公司應負賠償之責。但經表示異議之董事，有紀錄或書面聲明可證者，免其責任(第二項)。公司進行併購時，公司董事就併購交易有自身利害關係時，應向董事會及股東會說明其自身利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由(第三項)。」準此，董事於公司併購時，應基於公司最大利益為之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜。如就併購交易有自身利害關係，應向董事會及股東會說明其自身利害關係之重要內容，否則將可能違反忠實義務與注意義務。

又企業併購涉及公司經營權變動、組織重大改變及重要資產交易，影響股東權益甚鉅，而

之國家考試及格領有證書之專門職業及技術人員。三、具有商務、法務、財務、會計或公司業務所需之工作經驗。」公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法第三條第一項則規定：「公開發行公司之獨立董事應於選任前二年及任職期間無下列情事之一：一、公司或其關係企業之受僱人。二、公司或其關係企業之董事、監察人。但如為公司或其母公司、子公司依本法或當地國法令設置之獨立董事者，不在此限。三、本人及其配偶、未成年子女或以他人名義持有公司已發行股份總額百分之一以上或持股前十名之自然人股東。四、前三款所列人員之配偶、二親等以內親屬或三親等以內直系血親親屬。五、直接持有公司已發行股份總額百分之五以上法人股東之董事、監察人或受僱人，或持股前五名法人股東之董事、監察人或受僱人。六、與公司有財務或業務往來之特定公司或機構之董事(理事）、監察人（監事）、經理人或持股百分之五以上股東。七、為公司或關係企業提供商務、法務、財務、會計等服務或諮詢之專業人士、獨資、合夥、公司或機構之企業主、合夥人、董事（理事）、監察人（監事）、經理人及其配偶。但依股票上市或於證券商營業處所買賣公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法第七條履行職權之薪資報酬委員會成員，不在此限。」

公開發行公司股東由於人數眾多，影響層面更廣，為使股東在進行併購決議時獲得充足之資訊與相關評估建議，企業併購法第六條進一步規定：「公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，應設置特別委員會，就本次併購計畫與交易之公平性、合理性進行審議，並將審議結果提報董事會及股東會。但本法規定無須召開股東會決議併購事項者，得不提報股東會(第一項)。前項規定，於公司依證券交易法設有審計委員會者，由審計委員會行之；其辦理本條之審議事項，依證券交易法有關審計委員會決議事項之規定辦理(第二項)。特別委員會或審計委員會進行審議時，應委請獨立專家協助就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性提供意見(第三項)。特別委員會之組成、資格、審議方法與獨立專家之資格條件、獨立性之認定、選任方式及其他相關事項之辦法，由證券主管機關定之(第四項)。」依本條第四項之授權，金管會訂定「公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法」要求特別委員會成員之人數不得少於三人，公開發行公司設有獨立董事者，應由獨立董事組成；無獨立董事或獨立董事人數不足之部分，由董事會遴選之具獨立性與專業性之成員組成。同時，特別委員會之成員不得與併購交易相對人為關係人或有利害關係而足以影響獨立性[26]。而特別委員會進行審議時，應委請獨立專家協助提供意見[27]。換言之，由具獨立性與專業性人士組成的特別委員會，為股東就併購計畫與交易之整體公平性、合理性進行審議，並提報於董事會及股東會，以避免董事利益衝突之發生，進而減少違反受託義務之可能性。

觀諸公司法與企業併購法之規定，目標公司董事對公司負有忠實義務與注意義務，且其行為應以公司最大利益為依歸。然而，目標公司經營者在面臨敵意收購時，其行為是否違反相關義務，在現行法下似乎尚欠缺一明確的認定標準。

參、美國法關於敵意併購目標公司董事之義務

一、董事受託義務之內涵與司法審查標準

早期美國法認為公司董事因掌控公司財產(他人財產)，處於如同信託之受託人(trustee)地位，對委託人負有受託義務。其後，基於代理理論不再將公司董事視為受託人，而認為是公司所有者之代理人(agent)，並將信託關係中的受託義務轉化為代理人對公司所負之義務[28]。基本上，受託義務之內涵主要包括忠實義務(duty of loyalty)與注意義務(duty of care)[29]。

---

[26] 公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法第四條。

[27] 公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法第六條。

[28] 王文宇，公司法論，元照出版，三版，2006年8月，頁29；陳俊仁，由企業併購法第五條與第六條論我國忠實義務規範的缺失，華岡法粹，第33期，2005年6月，頁218-221。*See also* Dalia Tsuk Mitchell, *Status Bound: The Twentieth Century Evolution of Directors' Liability*, 5 N.Y.U.J.L. & Bus. 63, 67-68 (2009).

[29] 雖然傳統上美國通說見解將董事受託義務主要分為忠實義務與注意義務兩大類型(二分法)，認為善意義務(duty of good faith)並非受託義務的獨立內涵，而係忠實義務或注意義務之下位概念。但晚近美國實務上亦有將善意義務視為受託義務的獨立內涵之一者(三分法)。不過，目前美國學界大多仍以將受託義務分為忠實義務與注意義務之二分法為主。請參閱邵慶平，董事受託義務內涵與類型的再思考-

由於董事忠實義務往往涉及利益衝突問題，而法院於審理此等案件常面臨董事之行為對公司與股東是否公平的問題。以董事與其公司進行交易行為為例，由於此等行為利益衝突之可能性十分顯著，故法院要求利害關係董事必須證明系爭交易符合公平性。而美國實務上對公平性之司法審查，主要採取所謂「整體公平性測試標準」(entire fairness test)[30]。在*Weinberger v. UOP, Inc.*[31]乙案中，德拉瓦州最高法院針對「整體公平性測試標準」之內涵予以詳細闡述。本案中，Signal Companies, Inc.持有目標公司UOP, Inc.百分之五十點五的股份，並控制該公司過半數的董事。Signal Companies, Inc.欲採取現金逐出合併(cash-out merger)之方式，收購目標公司剩餘股份。德拉瓦州最高法院指出公平之概念包括公平交易(fair dealing)與公平價格(fair price)兩方面。前者係一程序上或交易過程之審查，包含該交易之時機、交易之開啟、交易架構、協商過程、對董事之揭露程度、董事批准該交易之程序以及取得股東同意之過程等；後者則關於該提議合併案的經濟與財務考量，包括資產價值、市場價值、營收表現、未來預估及其他可能影響公司股票價值之因素。公平交易與公平價格並非各自獨立，所有爭點都必須以整體觀之，因此稱為「整體公平」[32]。而在非詐欺的交易中，價格可能是最主要的考量要素[33]。

此外，在*Weinberger*乙案中法院亦提及，若公司係由外部董事所組成的獨立協商委員會(independent negotiating committee)來處理此一合併案，母公司便較無法影響子公司的決定，則該合併案便有較強的證據顯示其符合整體公平之標準[34]。換言之，如公司有外部董事組成之獨立協商委員會參與磋商，而該委員會能發揮保護股東利益且其決定未受到任何威脅，則可避免董事利益衝突之發生。因此董事若能妥善安排交易模式及決策過程，便可減少違反忠實義務之可能性。

美國公司法有關董事受託義務之內涵，除前述忠實義務外，尚包括注意義務。所謂注意義務係指公司董事在執行職務時，應盡到相當程度的注意力，且須以符合公司最佳利益的方式為之。若董事未盡該程度之注意時，將因違反注意義務而須承擔損害賠償責任[35]。而注意義務之標準，依美國通說見解係指董事於履行其職責時，必須以處於相當職位之人合理確信在類似情況下係為適當之注意程度來履行其職務[36]。

從監督義務與守法義務的比較研究出發，台北大學法學論叢，第66期，2008年6月，頁30以下；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。

[30] *See* Julian Velasco, *Structural Bias and the Need for Substantive Review*, 82 Wash. U. L.Q. 821, 823 (2004).

[31] 457 A.2d 701 (Del. 1983).

[32] *Id*. at 711.

[33] *Id*.

[34] *Id*. at 709 n.7.

[35] *See* STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATE LAW 96 (2nd ed. 2009).

[36] 基本上，董事注意義務之內涵與適用標準可以美國模範商業公司法(Model Business Corporation Act)第八·三○條第a項與第b項作為代表。該條第a項規定，董事會成員於履行董事義務時，其行為應(1)本於善意，且(2)以其合理確信之方式為公司最佳利益為之。同條第b項復規定，董事會成員或董事會所屬

由於商業環境瞬息萬變，公司董事之商業決策經常伴隨著風險與不確定性。即使董事已確實履行受託義務，某些商業決定仍可能無法達到預期目標，若董事決策係以公司利益為出發點，並未考量自身利益，此時要求董事承擔全部責任並不合理。同時，過重的責任可能會使董事以保守的態度執行職務或拒絕接受公司董事之職務，對公司未必有利。再加上公司董事所為之商業決策往往具有高度專業性，法院以旁觀者之立場，亦不適合介入處理。且若股東可經常輕易請求法院審查董事會之經營決策，將導致股東透過訴訟影響董事決策或公司事務最終決定權經由訴訟移轉至法院之情形。有鑒於此，美國法院經過長期的司法實踐發展出所謂「商業判斷原則」(或稱「經營判斷原則」(business judgment rule))[37]。原則上，商業判斷原則係推定公司董事於從事商業決定時，是在充分獲知資訊的基礎上，以善意且誠實的確信其所為之行為是符合公司的最佳利益下為之。若事後因此一決定之實行對公司造成損害，法院不能以事後之判斷而認為董事當時的判斷錯誤，令其就該判斷所造成的損害負賠償之責[38]。

一般而言，美國法院在引用商業判斷原則時，必須符合下列要件：(1)限於商業決定(a business decision)；(2)基於公正且獨立之立場所為的商業判斷(disinterestedness and independence)；(3)須盡合理適當的注意(due care)；(4)須為善意(good faith)；(5)未濫用裁量權(no abuse of discretion)[39]。此外，美國實務上認為董事之行為如具有詐欺(fraud)、不合法(illegal)與越權(ultra vires)及浪費(waste)公司資源等情形，縱使其商業決策符合公司最佳利益，仍不受商業判斷原則之保護[40]。在商業判斷原則之下，如公司董事的商業判斷符合前述要件，法院便不能對該商業判斷之妥當性進行事後審查，從而股東若要對董事提起訴訟，必須承擔舉證董事違反商業判斷原則要件的責任。一旦原告成功舉證推翻商業判斷原則之推定，則被告董事便負有證明其行為並無違反受託義務之責。

委員會成員，於完全瞭解公司事務後行使決策職能或竭力監督業務執行時，應以處於類似情況下之人，所合理確信係為適當之注意履行其職務。

[37] *See* STEPHEN KENYON-SLADE, MERGERS AND TAKEOVERS IN THE US AND UK: LAW AND PRACTICE 220-22 (2004).

[38] *See id.* at 222.

[39] 有關商業判斷原則之介紹，國內文獻可參閱李維心，從實務觀點談商業判斷法則之引進，中原財經法學，第22期，2009年6月，頁129以下；劉連煜，董事責任與經營判斷法則之運用，收錄於氏著「公司法理論與判決研究(五)」，元照出版，2009年4月，頁28以下；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12以下。

[40] 事實上，美國法學界對於是否應將商業判斷原則予以法典化存在不同意見。例如美國律師協會(American Bar Association)認為商業判斷原則無須法典化，應維持由法院依個案適用。相反地，美國法律協會(American Law Institute)所公布的「公司治理原則：分析與建議」(Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendation)則將商業判斷原則於第四·○一條第c項明訂：「董事或經理人基於善意所為之商業判斷如符合下列情形，則認為已履行其義務:(1)對於該商業判斷事項無利害關係；(2)關於該商業判斷事項所知悉之資訊在當時情況下為其合理相信之適當程度；(3)合理相信其商業判斷係為公司最佳利益。」同條第d項復規定，主張董事或經理人不符合本條所定商業判斷原則之人，必須負證明董事或經理人違反注意義務之責。請參閱劉連煜，同前註，頁36-37；戴志傑，同前註，頁165-166。*See also* BAINBRIDGE, *supra* note 13, at 109-24.

從董事之職務包括決策與監督公司業務執行來看，董事之注意義務會依董事係為經營決策或監督公司業務執行而有所不同。由於董事決策之作成是在特定時間及時做出決定，故會有商業判斷原則之適用。相反地，董事對於公司業務之監督乃是持續一段期間對公司業務與事務的監控，原則上商業判斷原則並不適用，法院通常會以結果論斷董事是否盡其義務[41]。

早期美國法院針對董事忠實義務與注意義務基本上係分別採取不同的標準加以檢視，但在一九九三年的*Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*[42]乙案中，德拉瓦州最高法院將商業判斷原則與整體公平性測試標準進行連結[43]。在本案中，原告Cinerama , Inc.係Technicolor Incorporated（“Technicolor”）的少數股東。在一九八二年至一九八三年間，MacAndrews & Forbes Group, Incorporated（“MAF”）與Technicolor之董事針對取得該公司股權進行協議，並於雙方達成共識後隨即以每股二十三元的價格公開收購Technicolor之股份。在取得該公司百分之八十二股權後，召開股東會通過將Technicolor與MAF旗下子公司合併之決議。原告認為董事會對該合併案之決策不當，在股東會上提出異議未果後，因而向法院提起收購價格異議之訴，並主張董事違反受託義務[44]。德拉瓦州最高法院認為商業判斷原則的適用係避免法院不合理的介入公司營運與事務，該原則推定公司董事為商業決定時，是在充分獲知資訊的基礎上，以善意且誠實的確信其所為之行為是符合公司的最佳利益下為之。若欲推翻商業判斷原則所為之推定，原告必須舉證證明董事違反商業判斷原則之要件。如原告無法負擔此一舉證責任，則商業判斷原則將保護公司董事所為之決策，法院不會以事後之判斷對董事之決策進行審查。但當商業判斷原則之推定遭原告舉證推翻時，舉證責任將移轉至被告董事，此時被告董事應證明系爭交易係屬整體公平。而在整體公平性測試標準下，被告董事必須使法院相信系爭交易為公平交易與公平價格之產物[45]。其後，在*Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc*[46]乙案，德拉瓦州最高法院再次重申董事之決策受商業判斷原則之保護，原告必須舉證推翻商業判斷原則之推定。一旦原告舉證推翻商業判斷原則之推定，則舉證責任將移轉至被告董事，此時被告董事應證明系爭交易符合整體公平[47]。

二、敵意併購下的特殊考量--強化之司法審查

在一般案件中，法院對公司董事的商業決定通常採取商業判斷原則或整體公平性測試標準作為司法審查標準。然而，在敵意併購下，雖然目標公司董事評估併購案對公司與股東是否有利以及是否採取防禦措施係屬於典型的商業判斷，法院對於公司董事會之商業判斷，理應予以

---

[41] *See* Melvin Aaron Eisenberg, *The Duty of Care of Corporate Directors and Officers*, 51 U. Pitt. L. Rev. 945, 949 & 965 (1990).

[42] 634 A.2d 345 (Del. 1993).

[43] *See* William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine, Jr., *Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, 26 Del. J. Corp. L. 859, 874-75 (2001).

[44] 634 A.2d at 349-58.

[45] *Id*. at 360-61.

[46] 663 A.2d 1156 (Del. 1995).

[47] *Id*. at 1162-63.

尊重，而有商業判斷原則之適用。但董事採取防禦措施可能係基於維護自身對公司的控制權或既有利益，若直接適用商業判斷原則，將導致該商業決定不受法院事後審理。另一方面，對面臨敵意併購的目標公司董事而言，由於董事採取防禦措施對抗敵意併購，可能係為確保其職位。同樣地，若其最後接受併購亦可能係受有交易利益，從而董事與公司及股東間可能有利益衝突存在，因而目標公司董事採取防禦措施之行為似乎應接受整體公平性測試標準之檢視。惟整體公平性測試標準過於嚴苛，可能造成大部分防禦措施無法通過檢視，且過度審查董事之決定將會侵蝕董事作為公司決策者之權力[48]。有鑒於此，以德拉瓦州法院為首的美國法院乃發展出一系列的司法審查標準，來檢視目標公司董事所採取之防禦措施是否違反其義務。

(一)早期：主要目的測試標準

早期德拉瓦州最高法院針對敵意併購目標公司董事所為之防禦措施係採取所謂的「主要目的測試標準」(primary purpose test)來檢視目標公司董事是否違反其義務[49]。在一九六二年的*Bennett v. Propp.*[50]乙案中，德拉瓦州最高法院明確指出，當目標公司董事面對敵意併購利用公司資金買回公司股份以排除公司控制權移轉的威脅時，董事將面臨利益衝突，從而欲為一客觀的決定十分困難，故董事負有證明其行為之主要目的係為公司利益之責[51]。換言之，由於在敵意併購中目標公司董事於決定採取防禦措施時，存在利益衝突而難以做出一客觀的決定，因此法院訴訟上的舉證責任由原告轉為被告，要求董事必須承擔舉證責任，證明其所為之主要目的係為公司利益[52]。

而在二年後的*Cheff v. Mathes*[53]乙案，德拉瓦州最高法院進一步確立「主要目的測試標準」。在本案中，Motor Products Corporation董事長Arnold H. Maremont在與Holland Furnace Company董事兼執行長Cheff討論兩家公司合併案破局後，便開始自市場大量買進Holland Furnace Company股票，並對Holland Furnace Company提出給予其董事職位之要求，否則將於取得公司控制權後，將公司清算或出售公司資產，而此一提案遭到Cheff拒絕。為因應此一情勢發展，Holland Furnace Company董事會決議動用公司資金以高於市價買回Motor Products Corporation所持有之股份。對此，Holland Furnace Company股東因而提起股東代表訴訟，主張公司董事會通過決議高價自Motor Products Corporation買回公司股票係為保障其董事職位，而該決議不當使用公司資金，故應賠償公司之損失[54]。德拉瓦州最高法院針對本案首先指

---

[48] *See* Ronald J. Gilson, *Unocal Fifteen Years Later (and What We Can Do about It)*, 26 Del. J. Corp. L. 491, 495 (2001); Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?*, 44 Bus. Law. 247, 247-48 (1989).

[49] *See* Stephen M. Bainbridge, *Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*, 31 Del. J. Corp. L. 769, 791-92 (2006).

[50] 187 A.2d 405 (Del. 1962).

[51] *Id*. at 409.

[52] *See* KENYON-SLADE, *supra* note15, at 246.

[53] 199 A.2d 548 (Del. 1964).

[54] *Id*. at 550-53.

出德拉瓦州法律允許公司買回自家股票，惟必須考量買回公司股票之真實動機。若公司董事會是真誠認為自異議股東買回公司股票係屬維護其所確信之適當商業行為，則董事毋庸為此決定負法律責任(即使事後顯示該決定並不明智)。然而，若董事會決定之唯一或主要目的係為確保董事職位，而運用公司資金從事此行為即屬不當[55]。法院進一步認為由於目標公司董事在抵禦敵意併購時，存在著與生俱來的利益衝突，從而法院無法立即給予董事商業判斷原則之保護，推定其行為係符合善意。董事必須先證明其所為防禦措施之主要目的，並非為求確保董事職位，而且有合理的理由相信該併購將危害公司政策與效率。如董事能證明其決定係基於善意且經合理調查，則其將不會因該善意錯誤之決定而受懲罰[56]。具體而言，如公司董事欲享有商業判斷原則之保護，應先負舉證之責，證明其行為之主要目的是為追求公司利益而非鞏固董事職位，且有合理原因相信該併購會危害公司政策與效率。若董事能滿足此一舉證責任，方有商業判斷原則之適用[57]。

基本上，主要目的測試標準所關注者在於目標公司董事採取防禦措施所要達到之目的是否正當，並以董事行為的主觀動機來評價其行為之妥當性。同時，在此一測試標準之下，董事對防禦措施之主要目的是否正當負有舉證責任，其必須證明採取防禦措施之主要目的是合理相信該併購會危害公司政策與效率，且在經合理審慎的調查後基於公司利益(而非為個人利益)所為之。倘若董事能夠滿足此一舉證責任，則即使事後發現當初之決定並不明智，亦不會因該善意錯誤之決定而受罰[58]。

(二)兩階段測試標準

德拉瓦州最高法院於一九八五年在著名的*Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*[59]乙案中參酌*Cheff*乙案之審查標準後，建立所謂「兩階段測試標準」(two-prong test)或稱Unocal測試標準。在本案中，Mesa是持有Unocal Corp.約百分之十三股權之股東，其以公開收購方式欲取得Unocal Corp.另外百分之三十七的股權。為因應此一公開收購，Unocal Corp.董事會亦決定公司透過公開收購買回自家股票之方式來抵禦Mesa的公開收購，並以差別待遇方式為之。對此，Mesa向德拉瓦州衡平法院提起訴訟。最後，本案上訴至最高法院[60]。而德拉瓦州最高法院表示公司董事會行為之權利來自於其保護公司及股東免於遭受傷害之基本責任與義務。因在公司治理(corporate governance)的背景下，包括根本性的公司變革議題，董事會並非僅是一消極被動的機關。當公司面對一公開收購時，董事會即有義務判斷該公開收購是否為公司及其股東之最佳利益，而此一判斷本身亦應享有商業判斷原則之保護。但由於目標公司董事會之行為可能會有為其自身利益而非公司及股東利益之疑慮，所以法院對董事義務之審查，不同於傳統的商業判斷原則，董事此時有一加強義務(enhanced duty)，作為其享有商業判斷原則保護之前提，

[55] *Id*. at 554.

[56] *Id*. at 554-55.

[57] *See* Bainbridge, *supra* note 27, at 791-92.

[58] *See id*.

[59] 493 A.2d 946 (Del. 1985).

[60] *Id*. at 949-53.

並先經法院予以審查[61]。

同時，德拉瓦州最高法院亦指出目標公司董事負有受託義務，在其運用權限抵禦敵意收購時，應以公司股東之最佳利益為考量。而董事的注意義務擴及至保護公司及股東免於第三人或其他股東之侵害。惟此一權限並非毫無限制去對抗任何威脅，其採取防禦措施必須係出於善意為公司及股東之利益，則在此情況下可免於被認定為詐欺或其他不當行為[62]。其次，若目標公司董事所採取之防禦措施欲受到商業判斷原則之保護，則對該威脅(threat)所為之防禦措施必須係屬合理。而董事應分析該公開收購之性質及其對公司之影響(包括收購價格是否適當、收購之性質與時點、違法性問題、對公司其他利害關係人之影響以及收購未完成之風險等)[63]。換言之，目標公司董事在採取防禦措施因應敵意併購時，若欲尋求商業判斷原則之適用，必須符合兩個前提要件：一是董事必須合理相信有危害公司政策與效率之威脅存在(即「合理性測試標準(reasonableness test)」)；二是董事對此威脅所採取的防禦措施必須適當(即「比例性測試標準(proportionality test)」)[64]。關於第一個要件，目標公司董事必須證明在經過合理的調查後，基於善意相信該敵意併購對於公司政策與效率造成威脅。且若該決議係由多數外部獨立董事組成之董事會決議通過，則更能符合此項證明義務[65]。就第二個要件而言，目標公司董事會並不具有無限制的裁量權，可採用任何嚴苛的防禦措施來抵抗敵意併購之威脅。目標公司董事必須證明所採取之防禦措施合理地與敵意併購所造成之威脅具有相當關係，且施行效果亦合乎比例[66]。唯有在符合此兩項前提要件時，董事之決策始受到商業判斷原則之保護，由原告舉證證明被告董事違反受託義務。而德拉瓦州最高法院在本案所建立的兩階段測試標準並陸續為其他法院所採納[67]。

雖然*Unocal*乙案建立的兩階段測試標準被美國法院廣為運用於敵意併購目標公司董事所採取防禦措施之審查，但此一測試標準之部分內涵似乎並不明確。因此，在*Unocal*乙案十年後的*Unitrin, Inc. v. American General Corp.*[68]乙案中，德拉瓦州最高法院進一步釐清*Unocal*乙案兩階段測試標準中比例性測試標準之內涵。首先，德拉瓦州最高法院指出在股東對公司董事所提起之訴訟通常以商業判斷原則、Unocal測試標準或整體公平性測試標準三種標準中的其中一種進行司法審查。由於商業判斷原則適用之效果過於強大，而整體公平性測試標準過於嚴苛，

---

[61] *Id*. at 954.

[62] *Id*. at 955.

[63] *Id*.

[64] 雖然在*Unocal*乙案中德拉瓦州最高法院並未賦予此兩項前提要件正式的名稱，但第一項要件常被稱為「合理性測試標準」(reasonableness test)，第二項要件則被稱為「比例性測試標準」(proportionality test)。

[65] 493 A.2d at 955.

[66] *Id*.

[67] 值得一提者，在*Unocal*乙案中美國法院雖然承認目標公司以差別待遇的方式透過公開收購買回公司股份作為防禦措施之合法性，但美國聯邦證管會(SEC)於本案判決後修訂Rule 13e-4和Rule 14d-10要求發行公司以公開收購方式買回公司股份時，應符合股東平等對待原則，以同一條件對持有同種類有價證券者進行收購後，*Unocal*乙案有關允許目標公司採取對股東差別待遇的方式透過公開收購買回公司股份之見解已無法繼續援用，惟本案針對目標公司防禦措施所建立的司法審查標準仍繼續被援用。

[68] 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

且本案並無董事與其公司進行交易行為，故法院認為以Unocal測試標準的強化之司法審查作為訴訟審查標準較為適當[69]。同時，法院重申由於公司發生經營權爭奪時，董事存在著與生俱來的利益衝突，其行為往往主要係基於個人利益而非公司或股東利益。在此情況下，當董事尋求商業判斷原則之保護前，其必須先通過下列兩項測試：(1)合理性測試標準：董事必須有合理的理由相信有危害公司政策與效率之威脅存在；(2)比例性測試標準：董事所採取之防禦措施係合理的對前述威脅作出回應[70]。依據德拉瓦州最高法院之見解，關於合理性測試標準，董事必須證明在經過合理的調查後，基於善意相信該敵意併購對於公司政策與效率造成威脅。且若該決議係由多數外部獨立董事組成之董事會決議通過，則更能符合此項證明義務[71]。至於比例性測試標準，法院認為防禦措施是否係屬合理對威脅作出回應，必須先判斷威脅之性質。而德拉瓦州最高法院並將威脅之種類細分為(1)機會的損失(opportunity loss)：敵意併購將剝奪目標公司股東選擇更好的收購機會；(2)結構性的壓迫(structural coercion)：對未接受敵意收購股東之差別待遇將扭曲股東決定應賣與否之風險；(3)實質性的壓迫(substantive coercion)：股東因不相信公司經營者所陳述的公司真正價值，而有接受低於公司價值之要約價格的風險[72]。同時，在決定目標公司董事所採取之防禦措施是否符合比例性測試標準時，必須先判斷該防禦措施是否過於嚴苛(draconian)，而造成壓迫(coercive)或預先排除(preclusive)之效果。若該防禦措施不會造成壓迫或預先排除之效果，則應進一步檢視該防禦措施是否在合理範圍內。如目標公司董事所採取的防禦措施不致過於嚴苛(無壓迫或預先排除之效果)，且在合理範圍內，則法院將不會以其判斷取代董事之決策[73]。此外，法院亦指出目標公司董事會之防禦措施如符合兩階段測試標準之要求，董事將受到商業判斷原則之保護。倘若董事之行為無法通過兩階段測試標準之檢視，則必須證明其行為符合整體公平[74]。

詳言之，兩階段測試標準要求目標公司董事所採取之防禦措施必須通過合理性測試標準與比例性測試標準之檢視。關於合理性測試標準，目標公司董事會必須證明在採取防禦措施前有經過合理調查且善意相信該敵意併購將威脅公司的政策與效率。而若目標公司董事會成員大部分為外部獨立董事，則將更能夠證明董事會行為滿足合理性測試標準之要求。至於比例性測試標準，目標公司董事會所採取之防禦措施必須合理地與該敵意併購所造成之威脅有相當關係，且該防禦措施必須合乎比例。因此，目標公司董事會並不具有無限制的裁量權，其必須分析敵意併購之本質以及該敵意併購成功後對目標公司之影響等。若董事會認定該敵意併購對目標公司之經營造成不利影響時，方能採取適當的防禦措施，以消除該敵意併購對公司所造成之威脅。一旦目標公司董事會所採取之防禦措施具有壓迫性或排除性時，法院將會認為董事會所採取之防禦措施係屬於嚴苛的防禦措施，與敵意併購所造成之威脅不成比例，而無法符合比例性測試標準之要求。如目標公司董事會採取防禦措施通過合理性測試標準與比例性測試標準之檢視，

---

[69] *Id*. at 1371-72.

[70] *Id*. at 1373.

[71] *Id*. at 1375.

[72] *Id*. at 1384.

[73] *Id*. at 1387-88.

[74] *Id*. at 1377 n.18 & 1390.

則董事之行為將可受到商業判斷原則之保護[75]。

(三)兩階段測試標準之變型

雖然美國法院通常採取*Unocal*乙案所建立的兩階段測試標準來審查敵意併購目標公司董事所採取的防禦措施是否違反其義務，但當敵意併購導致公司消滅已無可避免或涉及股東投票表決事務之情況時，德拉瓦州法院進一步發展出所謂的「Revlon 測試標準」以及「Blasius 測試標準」。

(1)公司控制權變動時：Revlon 測試標準

在*Unocal*乙案的隔年，德拉瓦州最高法院於*Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*[76]乙案進一步提出Revlon測試標準(或稱Revlon義務)。在本案中，Revlon, Inc.為抵禦Pantry Pride, Inc.的敵意併購而引進白馬騎士(white knight)，並與其訂定對公司不利之契約條款，以促使白馬騎士能與敵意併購者從事競爭公開收購[77]。德拉瓦州最高法院首先指出商業判斷原則係推定公司董事是在獲悉一定資訊的基礎下，善意且真誠的相信其行為符合公司最佳利益。但是當目標公司董事會採取防禦措施抵抗他公司的敵意併購時，可能會有該防禦措施係為董事自身利益，而非公司及其股東利益之疑慮。因此董事必須證明該敵意併購危及公司的政策與效率，並證明其所為係屬善意且經合理調查。此外，董事必須分析該併購之性質及對公司之影響，以確保其所採取之防禦措施係屬合理[78]。同時，法院進一步表示當公司面對敵意併購時，若目標公司董事認為併購者之收購價格不足以反映公司真實的股價，並合理相信併購者之收購行為對公司存在有害的威脅，則目標公司董事為維護公司與股東之權益可採取適當的防禦措施，以抵抗該敵意併購，此即*Unocal*乙案中德拉瓦州最高法院所設立之測試標準[79]。惟若情勢發展顯示公司的消滅已無可避免時，董事之角色便從公司防禦者(defender)轉變成為尋求股東最佳利益而求取公司最高賣價的拍賣者角色(auctioneer)。而在此情況下，董事的責任明顯與*Unocal*乙案所建立的審查標準不同，公司不再存在面對來自不適當的收購行為而威脅到公司政策與效率或股東利益之問題，故繼續檢視董事對此所為的防禦措施已無實際意義，董事應為股東利益著想，盡量使公司能以最佳價格賣出[80]。因此，當目標公司被併購已不可避免時，目標公司董事不得藉由商業判斷原則之保護而獨厚特定併購者，此時其負有為股東尋找最高價收買者之義務。若有較高價之收購條件出現，就不得選擇一個較低價的條件出售公司，如違反此一義務，則不受商業判斷原則之保護。

此外，在*Unocal*乙案中，德拉瓦州最高法院認為董事在面對敵意併購時，是否採取防禦措

---

[75] *See* Bainbridge, *supra* note 27, at 799-800; KENYON-SLADE, *supra* note 15, at 252-54.

[76] 506 A.2d 173 (Del. 1986).

[77] 506 A.2d at 176-79.

[78] *Id*. at 180.

[79] *Id*. at 181.

[80] *Id*. at 182.

施，除考量股東利益外，亦應考慮其他利害關係人之利益。惟在*Revlon*乙案中法院則認為目標公司董事執行職務固然應考慮利害關係人之利益，然此僅在有利於股東的情形下始得為之。當公司進行拍賣時，董事考量其他利害關係人利益並不適當，此時其義務不再是保護或維持公司整體，而是將公司賣給出價最高的收購者[81]。因此，不同於*Unocal*乙案，德拉瓦州最高法院在*Revlon*乙案中限制目標公司董事於公司拍賣時考量股東以外其他利害關係人之利益。

由於在Revlon測試標準下，董事於公司拍賣時僅能考慮股東之利益，股東以外的利害關係人權益只在有利於股東的情形下始得為之，否則董事之行為將違反受託義務[82]。然而，德拉瓦州最高法院於*Revlon*乙案之判決引起許多公司董事的不安，害怕動輒得咎。為提供公司董事較大的決策空間，再加上公司社會責任(corporate social responsibility)議題日漸受到重視，美國大多數州法自一九八〇年代起陸續於各州公司法規中增訂「利害關係人條款」(corporate constituency statutes)允許董事於決策過程中得考量股東以外的利害關係人之利益，而非僅重視股東利益[83]。而利害關係人條款之增訂使得目標公司董事面對敵意併購而採取防禦措施時，不但必須考慮股東之利益，亦得考量其他利害關係人之利益[84]。

另一方面，美國法院亦於其後相關的案件中限縮Revlon測試標準之適用。在一九九〇年*Paramount Communications Inc. v. Time Inc.*[85]乙案中，德拉瓦州最高法院指出只有在下列兩種情況進行公司拍賣時，將會適用Revlon測試標準。第一，當公司欲尋求收購程序出售或以分割達到組織再造；第二，當公司面對收購時，欲放棄繼續經營，並尋找其他可能的收購者(惟若目標公司董事對敵意收購僅採取防禦措施，而無放棄繼續經營時，Revlon測試標準將不適用，但仍有兩階段測試標準之適用)[86]。而在*Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*[87]乙案中，德拉瓦州最高法院亦明確說明董事於出售公司或控制權移轉下應盡之義務以及加強司法審查之特徵。德拉瓦州最高法院認為在一般情況下法院與股東均不得干擾董事的經營決策，而商業判斷原則即隱含尊重公司董事之經營決定權。惟在出售或改變公司控制權之交易以及目標公司採取防禦措施抵抗敵意併購時，法院得對目標公司董事之行為加強司法之審查，以確保其行為具備合理性[88]。德拉瓦州最高法院進一步指出加強司法審查之主要特徵在於：(a)法院決

---

[81] *Id*. at 182.

[82] *See* KENYON-SLADE, *supra* note 15, at 283-304.

[83] 美國早期關於公司經營者是否應承擔社會責任之問題曾有柏雷(Berle)與杜德(Dodd)兩位教授之爭辯。其後，並有股東利益優先論(shareholder primacy)與公司社會責任論之論辯。而隨著公司社會責任議題日益受到重視，賓州(Pennsylvania)首先於一九八三年訂定利害關係人條款，使公司經營者於決策時，得考量股東以外的利害關係人之利益。其後，美國各州陸續於其公司法規增訂利害關係人條款，其中康乃狄克州(Connecticut)之利害關係人條款更要求董事決策應考量利害關係人之利益。目前美國大多數州均有相關的利害關係人條款。*See* Lisa M. Fairfax, *The Rhetoric of Corporate Law: The Impact of Stakeholder Rhetoric on Corporate Norms*, 31 J. Corp. L. 675, 685-87 (2006).

[84] *See* BAINBRIDGE, *supra* note 13, at 223-26.

[85] 571 A.2d 1140 (Del. 1990)

[86] *Id*. at 1150-51.

[87] 637 A.2d 34 (Del. 1994)

[88] *Id*. at 42.

定董事決策過程之適當性(包括董事決策所依據之資訊);(b)法院審查董事行為於當時情況下之合理性，而董事應證明其行為已盡調查之能事並具備合理性[89]。

由於Revlon測試標準要求在敵意併購時目標公司董事欲出售公司或控制權移轉，必須將公司以最佳價格出售。因此在適用此一測試標準前，應先判斷目標公司董事是否出售公司或控制權移轉。惟對於公司構成出售或控制權移轉之認定有時並不明確，所以容易產生爭議，且出售公司之過程往往十分複雜，董事常有廣泛的磋商空間，只要其能夠符合最佳價格出售公司之要求，仍有可能偏好特定併購者。

(2)防禦措施涉及股東表決權之行使時：Blasius測試標準+兩階段測試標準

在一九八八年的*Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*[90]乙案中，Atlas Corp.最大股東Blasius Industries提議增加公司董事人數自七名增加至十五名，企圖取得公司控制權並達到改變公司資本結構之目的。對此，Atlas Corp.董事會立刻搶先修改公司內部細則(bylaws)，新增兩名董事，並直接指定兩名新董事之人選。如此一來，即使當全體董事人數增加至十五名，而Blasius Industries取得剩下六名董事席次，亦無法取得公司經營權。Blasius Industries因而向法院提起訴訟[91]。德拉瓦州衡平法院表示目標公司董事會所採取之防禦措施如涉及須由股東投票表決之事務者，因商業判斷原則所欲解決之問題完全與股東投票內容無關，故保護董事決策的商業判斷原則將不適用於股東投票權議題[92]。若董事行為之主要目的係妨礙股東參與公司之投票權利時，必須證明其行為具有令人不得不同意的正當理由(compelling justification)存在[93]。在本案中，法院認為公司董事會並非面對由強勢股東所採取的壓迫性行為，而是持股百分之九的股東所提出勸誘股東同意之行為。公司具有充足的時間通知股東，使其瞭解該提議之不合理，並說服其拒絕該提議。儘管董事會比股東瞭解何者對公司最為有利，但此與由何人組成公司董事會之問題無關。董事之行為雖係基於善意，但構成非故意違反忠實義務[94]。換言之，當涉及股東投票表決之事務時，雖然董事會比股東知悉公司事務，但其僅能充分告知股東，由股東自行決定，董事會不得限制股東表決權之行使。若董事會行為之主要目的係為阻礙股東表決權之行使，則董事會即負有責任去證明該行為具有令人信服之正當理由[95]。

其後，德拉瓦州最高法院在*Stroud v. Grace*[96]乙案中嘗試將Blasius測試標準與兩階段測試標準進行結合。本案係公司少數股東對董事提起訴訟，主張股東會開會通知無效且公司章程與內部細則之修改亦屬無效。德拉瓦州最高法院認為*Unocal*乙案所建立的兩階段測試標準係適用

---

[89] *Id*. at 45.

[90] 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988)

[91] *Id*. at 653-57.

[92] *Id*. at 659-60.

[93] *Id*. at 661.

[94] *Id*. at 662-63.

[95] *See* Bradley R. Aronstam, *The Interplay of Blasius and Unocal- A Compelling Problem Justifying the Call for Substantial Change*, 81 Or. L. Rev. 429, 458-59 (2002).

[96] 606 A.2d 75 (Del. 1992).

於公司面臨經營權爭奪時，目標公司董事會採取之防禦措施，因董事可能存在利益衝突，而做出不利於公司與股東但有利於自身之行為，故必須採取強化之司法審查，由董事依合理性測試標準與比例性測試標準證明所採取之防禦措施係為公司利益，如董事能夠通過兩階段測試標準之檢視，則其決策即受商業判斷原則之保護。而兩階段測試標準之適用並不限於目標公司採取防禦措施對抗敵意併購，亦包括公司在無遭受立即性攻擊下所採取先發制人的防禦措施(a preemptive defensive measure)[97]。同時，法院指出在面對敵意併購的情形下，董事會之行為如有涉及妨礙股東表決權者，將有兩階段測試標準與Blasius測試標準之適用。兩測試標準並非相互排斥，當目標公司董事會片面決定採取防禦措施而妨礙股東表決權時，除該防禦措施必須通過合理性測試標準與比例性測試標準之檢視外，亦應證明該行為具有令人信服之正當理由[98]。由於本案並無證據顯示有公司經營權爭奪之威脅存在，蓋被告董事持有超過半數的公司股份，絕對掌握公司控制權，其他人無法也不會進行敵意併購，且本案亦無防禦措施之採行，且股東是在獲知充分資訊的情況下進行表決，所以兩階段測試標準與Blasius測試標準便無適用之餘地，故本案關於董事是否違反其義務應以商業判斷原則進行審查[99]。換言之，因目標公司並無面對公司控制權改變之威脅，且董事會之行為並未干涉控制股東對公司事務表決之權利，故董事會行為之主要目的不能被認為是干涉股東表決權之行使。此外，德拉瓦州最高法院亦表示倘若系爭行為須經股東會決議通過始得為之時，董事會本於受託義務，應充分且公平揭露所有重要資訊。除非股東會之決議係在董事會充分揭露所有重要資訊的情況下所為，否則將無法矯正董事會違反受託義務之行為。而此時應由原告舉證證明資訊揭露有誤導或不足，或董事會之行為涉及詐欺、浪費公司資產或其他不當行為[100]。

在二〇〇三年的*MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.*[101]乙案中，德拉瓦州最高法院進一步闡釋Blasius測試標準與兩階段測試標準之適用。在本案Liquid Audio, Inc.拒絕其股東MM Companies, Inc.要求召開臨時股東會補選董事之請求以及現金收購Liquid Audio, Inc.之建議。對此，MM Companies, Inc.提議於隔年股東常會修改公司內部細則，並擴增董事人數由現行五名增加至九名。為避免公司控制權落入MM Companies, Inc.手中，Liquid Audio, Inc.董事會宣布與Alliance Entertainment Corp.合併，並延期召開股東常會。MM Companies, Inc.因而對Liquid Audio, Inc.及其董事提起訴訟，主張其行為違反*Blasius*乙案與*Unocal*乙案所建立的原則[102]。德拉瓦州最高法院表示Blasius測試標準所要求董事行為應具有令人信服的正當理由係適用於董事行為之主要目的是為妨礙股東表決權之行使，致使股東無充分公平的機會行使表決權，而本案係Blasius測試標準與兩階段測試標準皆適用的典型案例。由於Liquid Audio, Inc.董事會之行為係為因應危害公司政策與效率之威脅所採取的防禦措施，從而兩階段測試標準適用於本案。又董事會行為之主要目的係為妨礙董事選舉時股東表決權之行使，故Blasius測

[97] 606 A.2d at 82.

[98] *Id*. at 92 n.3.

[99] *Id*. at 83 & 92.

[100] *Id*. at 84.

[101] 813 A.2d 1118 (Del. 2003).

[102] *Id*. at 1121-25.

試標準亦有適用[103]。法院進一步認為當董事會所採取之防禦措施阻礙董事選舉股東表決權之有效行使時，其必須先證明董事會之行為具有令人信服之正當理由，而此係兩階段測試標準中合理性與比例性司法審查之先行條件[104]。值得注意者，有學者認為在*MM Companies*乙案中德拉瓦州最高法院建立一套「四階段測試標準」(four-prong test)來檢視董事會因應敵意併購所採取涉及股東表決權行使之防禦措施。首先，董事必須證明有合理原因相信有危害公司政策與效率之威脅存在。其次，法院應認定該防禦措施是否過於嚴苛，而造成壓迫或預先排除之效果。若無過於嚴苛之情形，第三階段必須由董事證明採取該涉及股東表決權行使之防禦措施具有令人信服的正當理由。如董事能夠證明，則法院最後將檢視該防禦措施是否在合理範圍內[105]。

簡言之，依據 Blasius 測試標準，若董事會的行為涉及股東表決權之事務時，除非董事會能證明其行為具有令人信服的正當理由，否則董事會無權代表股東行使該權利，其必須召開股東會，徵求股東之同意。而 Blasius 測試標準與兩階段測試標準係各自獨立且並非相互排斥，在敵意併購的情況下，目標公司董事會之防禦措施如妨礙股東表決權之行使，則兩者皆有適用。

肆、結論與建議

有關目標公司董事防禦措施是否違反其義務之判斷，我國目前尚無一套客觀具體的審查標準。如前所述，美國法將董事義務予以細緻化，並依其可能涉及之利益衝突程度，區分為不同的司法審查標準之作法，實值得作為我國之借鏡，故本文認為我國可參酌美國法院所建立的一系列審查標準，以作為目標公司董事於敵意併購下可遵循之依據。

目前我國關於目標公司防禦措施之採行根據防禦措施之類型，有依公司法或章程規定應專屬於股東會決議事項者，亦有屬於董事會決定者。若該防禦措施是專屬於股東會決議事項者(如變更章程增訂「排除敵意併購者條款」[106]或縮減董事席次[107]等)，一般而言，關於防禦措施大多是由董事會提案而經股東會表決。在此情況下，董事會欲提案請求股東會同意為防禦措施時，必須合理相信有危害公司之威脅存在，並徵詢相關獨立專家之意見。同時，股東會決議時，公司董事會必須充分且公平地向股東揭露所有重大資訊且不得妨礙股東表決權之行使。惟有疑義者，若敵意併購之防禦措施由董事會提交股東會表決，並經股東會決議通過，可否矯正董事會違反受託義務之決策行為？由前述德拉瓦州最高法院於*Stroud*乙案中之見解，可知除非股東會之決議是在董事會充分揭露所有重要資訊的情況下所為之，否則股東會之決議將無法矯正董事會違反受託義務之行為。另一方面，如該防禦措施係專屬於股東會決議事項，而董事會未經股

---

[103] *Id*. at 1130-31.

[104] *Id*. at 1132.

[105] *See* Annette Simon, *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.: An Attempt to Clarify the Blasius-Unocal Framework*, 52 U. Kan. L. Rev. 1153, 1174-75 (2004).

[106] 例如二〇〇七年所發生的旺宏電子經營權爭奪戰中，旺宏透過股東提案權提出變更章程增訂「排力晶條款」，並獲股東會決議通過。同樣地，大毅公司亦於同年於股東會通過修改章程增訂「排國巨條款」。

[107] 例如台新金於二〇〇八年以彰銀特別股股東身分，依公司法第一七二條之二股東提案權制度之規定，提案變更章程縮減彰銀董事席次，為合併預做準備，而該章程修正案並獲股東會決議通過。

東會之同意而逕自採取防禦措施，依公司法第一九三條董事會執行業務應依照法令、章程及股東會決議。董事會之決議違反此一規定導致公司受損害時，該執行業務及參與該董事會決議之董事應對公司負損害賠償責任。進一步言，在取得股東會同意後，董事會採取之防禦措施是否適當，有無違反其義務，本文認為可參考前述美國實務上所採的兩階段測試標準中的比例性測試標準，要求董事會必須證明該防禦措施在程度上是合理的對該敵意併購所造成的威脅作出適當回應。換句話說，目標公司董事會於股東會前應證明進行防禦之合理性，而在經股東會同意後應證明採取該防禦措施符合比例性。然而，在防禦過程中，若目標公司控制權之變動已不可避免時，本文認為在參酌Revlon測試標準以及兼顧公司社會責任兩項要素下，董事應為公司最大利益行之，不得偏向特定併購者或一味阻礙敵意併購。

若防禦措施係屬於董事會可自行決定而無須經股東會同意者(如更改股東會開會時間、採取股份交換制度等)，由於目標公司董事會於面對敵意併購時，往往存在利益衝突之情形，本文認為此時可採取兩階段測試標準，作為審查董事行為是否違反其義務之標準。首先，目標公司董事必須證明在經過合理的調查後，基於善意相信該敵意併購對於公司造成威脅。而為促使董事決策係在獲悉充足的資訊下所為，可參考企業併購法第六條第一項之規定，要求目標公司董事會於決定是否採行防禦措施前，在程序上應設置特別委員會，並徵詢獨立專家之意見，以強化其行為之正當性。其次，目標公司董事亦應證明該防禦措施與敵意併購所造成之威脅間有合理關聯性，且該防禦措施必須合乎比例，不至過於嚴苛而造成壓迫性或排除性之效果。當然，如最後目標公司控制權之變動已不可避免時，董事則應為公司最大利益行之，不得一味阻礙敵意併購。另若目標公司董事會所採取之防禦措施涉及股東表決權之行使時，參酌前述美國德拉瓦州法院 Blasius 測試標準，此時董事亦必須證明該行為具有令人信服的正當理由存在。

再者，誠如前述，美國法對敵意併購下目標公司董事之行為是否違反其義務係採取「加強之司法審查」。目標公司董事在尋求商業判斷原則之保護前必須先通過相關的測試標準，而一旦通過相關測試標準之檢驗，則可享有商業判斷原則之保護。惟目前我國法院對是否引進商業判斷原則並無一致的共識。站在保護董事及鼓勵董事勇於任事的角度思考，本文認為我國宜引進商業判斷原則，允許董事在符合一定要件下，得受商業判斷原則之保護，以適度緩和董事過重之責任。透過前述要求目標公司董事承擔一定的舉證責任以符合相關測試標準後，再配合商業判斷原則之保護，如此應可建構出一套較為完整的司法審查機制。

王晨桓　律師

學歷

國立台灣大學法律學研究所法學碩士（LL.M.）

國立台灣大學法律學系法學士（LL.B.）

中華民國律師高考及格

中華民國專利代理人

現職

建業法律事務所合夥律師

經歷

台大法學論叢執行編輯

中研院法學期刊編輯

臺大法律學系助教

中央研究院法律學研究所籌備處

正義的稜線-非合意併購中目標公司之防禦措施及公司治理-以日月光公開收購矽品為例

王晨桓

目錄

壹、前言.....62
貳、緣起—日月光公開收購矽品案.....62
參、公司治理角度下目標公司之防禦措施.....63
一、制度本旨.....64
二、董事會優先或董事會中立？.....64
（一）非合意併購下目標公司經營階層與股東之利益衝突.....64
（二）董事會中立原則與董事會優先原則.....64
（三）現行法下採行董事會優先原則或董事會中立原則？.....65
三、目標公司採行防禦措施之適法性及其界線.....67
(一)國外立法例之參照.....68
(二)德國法部分.....69
(三)我國現制下對敵意併購防禦措施可能之合法性判斷標準.....70
肆、案例評析.....73
一、白馬騎士之引進：股份交換及私募.....73
（一）股份交換及私募對公司原股東之影響.....73
（二）股份交換之程序要求相較於私募或其他類似規定顯屬寬鬆.....74
（三）防禦手段之適法性？.....75
二、以閉鎖期間阻礙收購人參與目標公司股東會.....76
（一）閉鎖期間之立法目的.....76
（二）閉鎖手段是否有違公司治理？.....77
三、主管機關於敵意併購時之角色扮演.....77
伍、結論.....78

壹、前言

自民國 99 年起，金融機構合併法、金融控股公司法、企業併購法（下稱企併法）與相關法規(如公司法、公平交易法、證券交易法)對於併購議題多所著墨，併購法制儼然成形，加以大環境等主客觀因素影響，自 90 年起之中華開發收購大華證券案以來，敵意併購案件層出，包括 92 年致達資訊收購台灣慧智、94 年著名之開發金控併金鼎證案、98 年炎洲公司入主亞洲化學案等；而近期日月光收購矽品一案，亦引發諸多敵意併購法律問題，容待省思。去歲（104 年），立法院通過企併法修正案，針對：一、簡化併購程序、增加併購彈性與效率；二、健全法制，修正股東、債權人及員工權益之規定；以及三、檢討租稅措施之規定等三大改善內容，為增補修訂，其中第 27 條第 10 項強調為併購目的而取得任一公開發行公司已發行股份總額百分之十以下之股份者，得以不公開方式先行單獨或與他人共同為之，或將有助於非合意併購之進行，也可窺出立法者對於非合意併購之立場與想望。不過，併購法制雖逐步完善，但有關敵意併購之相關規範，諸如：敵意併購時目標公司董事會可否採行防禦措施？發動防禦措施時是傾向董事會中立原則或是董事會優先原則？採行敵意併購防禦措施時，適法性之判斷基準又為何？類此問題，皆尚未具體明見於條文及實務判決中，故矚目案件一出，例如本件提及之日月光公開收購矽品股權案，爭議及討論均未曾稍減。值此議題尚處熱區之際，本文擬以日月光公開收購矽品案為楔，探討非合意併購中目標公司之防禦措施與公司治理之關係，期能找出公司與 Barbarians at the Gate(門口的野蠻人)互動時之法規界線。

貳、緣起—日月光公開收購矽品案

104 年 8 月 21 日，日月光半導體製造股份有限公司（下稱日月光）宣布將自同年 8 月 24 日起自 9 月 22 日止，以每普通股新台幣（下同）45 元作為對價，公開收購矽品精密工業股份有限公司（下稱矽品）已發行之普通股，並以每單位美國存託憑證（表彰矽品普通股 5 股）225 元之美元現金作為對價，公開收購矽品流通在外之美國存託憑證（此為日月光發動之第一次公開收購)。預定最高收購數量總計約當於矽品已發行普通股股份總數 25%，為半導體產業投下一記震撼彈。

面對日月光突如其來的收購，矽品旋即於 8 月 28 日公告審議委員會對本次收購之審議結果，表示[108]：「…（略）…以本公司於 104 年 8 月 21 日（含）最近 90 個營業日之每日成交均價 44.87 元為設算基礎，本次收購價格之溢價僅約為 0.29%。參酌本公司經營狀況、股票市價、每股盈

[108]公開資訊觀測站，矽品104/08/28「本公司審議委員會對日月光半導體製造股份有限公司公開收購本公司普通股股份及美國存託憑證之審議結果」之重大訊息。

餘、每股淨值、公司展望、最近年度之盈餘分配、獨立專家對本次收購價格合理性意見書等因素，本次收購價格之合理性尚有疑義。…（略）…參酌鼎碩聯合會計師事務所許富傑會計師提出之合理性意見書，認為合理交易價格區間為 48.91 元～60.58 元…（略）…而本次日月光之公開收購價格為每普通股 45 元，低於前述會計師建議之合理交易價格區間下緣，故其收購價格不夠合理。…（略）…本審議委員會無法瞭解日月光之此次公開收購之真實目的，亦憂慮日月光此舉未必有利於本公司及股東之權益。…（略）…日月光此次公開收購，事前完全未與本公司進行溝通以致本公司毫不知情，形同利用國內股市震盪之際對同業競爭者進行突襲，此為國內企業鮮見之行徑，與本公司之企業文化有所迴異，加上其公開收購之目的矛盾不明，其公開說明書之內容亦相當空洞，關於未來日月光與本公司之間的同業競爭、客戶關係、業務影響、員工安排等問題皆充滿高度不確定性。」故建議全體股東不參與本件公開收購應賣。

在此同時，矽品宣布與鴻海簽訂意向書，擬依公司法第 156 條第 8 項等規定，以股份交換方式取得對方新發行之普通股股份，換股比例為鴻海普通股 1 股換發矽品普通股 2.34 股。換股完成後，鴻海將取得矽品共 840,600,000 股普通股，佔矽品增資後約 21.24%之股權；而矽品將取得鴻海共 359,230,769 股普通股，佔鴻海無償配股及本次增資發行新股後約 2.20%之股權。

惟因公司資本額等限制，矽品須召開股東會修改公司章程及取得或處分資產處理程序之相關規定，始得順利與鴻海進行股份交換，矽品遂宣布將於 104 年 10 月 15 日召開股東臨時會，並訂同年 9 月 16 日為股份停止過戶日之起始日。此舉致日月光因公開收購而取得之矽品股份無法趕上股票過戶截止日，於股東臨時會召開時，雖已取得股份，卻無法行使表決權。

對此，日月光雖於 104 年 10 月 3 日向法院聲請禁止矽品於 10 月 15 日召開股東臨時會，惟經台中地方法院以 104 年度裁全字第 134 號民事裁定駁回。其後矽品召開臨時股東會時，修改章程及修改取得或處分資產處理程序之二項議案均未通過，矽品引進鴻海換股的策略正式宣告破局。

隨後，矽品董事會於 104 年 12 月 11 日再度祭出引進紫光集團有限公司（下稱紫光）之策略聯盟提案，欲藉由私募方式發行不超過 1,033 百萬股之普通股予紫光（約佔矽品已發行股份總數之 33%），並暫訂私募價格為 55 元[109]。時隔三日，日月光即宣布願與矽品於雙方合意的基礎下，以現金為對價進行股份轉換收購矽品公司 100%股權，惟此提案仍遲未獲矽品首肯。現階段，日月光正進行對矽品的第二次公開收購，以 55 元為對價收購矽品 779,000,000 股，如公開收購條件成就（除達最低應賣股數外，尚需公平交易委員會依公平交易法第 13 條規定不禁止其結合[110]），日月光對矽品之持股比例將提高至約 49.71%。

參、公司治理角度下目標公司之防禦措施

[109]「矽品表示，該公司配合新政府政策，因此關於紫光入股案，目前仍為擱置狀態，未來將配合新政府上任後所明確決定的半導體產業政策。同時，矽品也並未把紫光入股案，排入5月16日的股東常會議程當中，會中不會討論此案。」詳見中時電子報，http://www.chinatimes.com/newspapers/20160307000089-260204，最後瀏覽日期：105年3月9日。

[110]基於立法院經濟委員會105年3月15日決議，要求公平會於召開公聽會前，暫緩作出是否禁止結合之判斷，公平會於隔(16)日表示，延長審議期限至5月1日。

一、制度本旨

非合意併購(有稱為「敵意併購」、「惡意併購」)係指未經目標公司經營團隊同意而進行之併購，可能係透過公開收購目標公司股份以取得控制權，亦可能是藉由徵求委託書等方式，與目標公司現任經營者進行角力。由於未與目標公司經營階層達成合意，收購人與目標公司經營階層往往採取一系列激烈攻防戰，力求出奇制勝，過程中經常衍生爭議。東方企業文化向來保守，對於「無禮之」敵意併購亦多抱持敵視態度。

然而，非合意併購存在正面意義，從事後（ex post）角度而言，敵意併購者可能為更有效率的經營者，可引進新資源與管理技術，可增加目標公司的價值；由事前（ex ante）觀點，由於敵意併購之存在，也較能促使目標公司現任經營團隊戰戰兢兢，勇於任事[111]。於非合意併購發動期間，短期來看，目標公司之股價將價量俱揚，同時亦賦予目標公司脫胎換骨的契機，屬經營權之合法競爭，對於資本市場之良性發展亦有助益。

二、董事會優先或董事會中立？

（一）非合意併購下目標公司經營階層與股東之利益衝突

當公司面臨併購時，無論係善意或是惡意併購，對於公司經營團隊而言，即是接近其喪失經營權、工作與薪資之終局階段（end-game/ final period deal)，經營團隊越有動機從事對自己有利卻有害公司整體利益—也就是有害股東與債權人利益—之行為。蓋此時，長期契約所產生之履約誘因，已經消失。例如，善意併購中，被併購公司之經營團隊往往以接受併購公司之好處（bribes，可能包括私下的金錢報酬，或者爭取自己在併購後公司之重要經營職位)，作為同意併購之交換條件。惡意併購中，由於被併購公司之經營團隊多半即將失業，以及喪失擁有經營權所帶來的種種好處，所以當然有較強之動機在利用其他利害關係人之資源下，採取一切手段進行反併購之防禦措施（defensive tactics)，而不論此一併購是否對公司價值極大化有所助益[112]。

因此，董事會面臨非合意併購中，所採行之防禦措施，究竟係為公司整體之利益考量，或為公司派之經營地位，即致生疑慮。面臨此一利益衝突，究竟是否仍賦予目標公司董事會有反擊非合意併購之權利，涉及「董事會中立原則」與「董事會優先原則」。

（二）董事會中立原則與董事會優先原則

[111]朱德芳，論公司法下董事會發行新股之權限與責任—以公司法第一五六條第五項股份交換制度為核心，兼論股東優先認股權之存廢，政大法學評論，99年6月，第115期，頁193-194。

[112]朱德芳，Modernizingthe Dissenting Shareholder’ sAppraisal Right inTaiwan，中原財經法學，第十期，頁336（2003）。

面對非合意併購時，目標公司防禦措施之採行應採取「董事會中立」或「董事會優先」，涉及經營團隊與股東間之權限範圍，以及處理併購中，目標公司經營團隊與股東、目標公司股東與併購者間之利害關係衝突所致[113]。

按所謂「董事會中立原則」之立法政策，係對董事等經營階層，基於其掌握公司資源，於面對非合意併購作為時，容易基於自身利益考量，優先於股東利益或公司整體利益考量之等，因此主張應交由股東會決定是否採行防禦措施或採行何種防禦措施；而「董事會優先原則」則認為董事會基於公司經營高度，對於防禦措施是否採行，較有充分資訊可予判斷，是將防禦措施之決定，交由董事會依其專業經營知識判斷之[114]。

（三）現行法下採行董事會優先原則或董事會中立原則？

我國上市櫃公司股權集中之現象明顯，惟近年來亦多有董監持股不足，而致經營權受挑戰之個案，以日月光公開收購矽品一案為例，矽品經營團隊之持股即明顯偏低，因此當股價呈現低檔時，即予挑戰者可乘之機。加以我國以中小企業為主，企業文化較為排他閉鎖、加上敵意併購法規範尚未健全的情況之下，論者對於應採取董事會優先或董事會中立原則之觀點，有下列數端：

1、肯定董事會優先原則之觀點

A. 有論者認為由我國公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第十四條第一項[115]之規定，認為我國法並未採取如部分國家一般，以法律要求董事會對敵意併購應持中立立場，且民國九十年我國新修正公司法第 202 條[116]之規定，亦賦予董事會固有權限以管理公司之營業和事務，此兩規定皆提供「董事會優先原則」堅實之基礎[117]。

且若面對敵意併購時，如目標公司現有經營者無論如何只能綑綁雙手，眼睜睜看著他人可能強取豪奪經營權或公司資產，甚至傷害公司利益，恐也不符董事應為保護公司財產(包括股東在內)所須負之重大義務和責任。只是董事會防禦措施，應符合比例原則、合理及誠信等遊戲原則之制約而已。

B. 另有論者指出，我國現行法就目標公司面對敵意併購時，防禦措施之採行及啟動程序並未設有明文，僅能依各該防禦措施於公司法中尋求可能適用之相關條文。由公司法第 202

[113] 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，頁201，2006年12月。

[114] 劉連煜，敵意併購下目標公司董事的受任人(受託)義務--以開發金控敵意併購金鼎證券為例，政大法學評論，第125期，頁36-37，2012年2月。

[115] 公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第14條第1項規定：「被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購……後十日內，應就下列事項公告……二、就本次收購對其公司股東之建議，並應載明任何持反對意見之董事姓名及其所持理由。」

[116] 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。」

[117] 劉連煜，前揭註114文，頁37-38。

條規定可探尋出，目標公司在面對敵意併購時，除該防禦措施屬於公司法或章程規定應由股東會決議之事項外，董事會對防禦措施之採行應有決定之權限[118]。

2、肯定董事會中立原則之觀點

A. 採此說者指出，敵意併購為公司控制權市場中有效的監督手段，如允許經營階層享有決定防禦措施之權利，不啻強化了控制股東的經營地位，增加其利用公司資源牟取私利的機會。

況且，我國董事之注意與忠實義務內涵未發展成熟，無以為審查經營階層措施適法性之依據。故宜透過立法明文揭示董事會未經股東允許，不得採取防禦措施之原則，以防止控制性股東濫用控制地位，侵害其他股東之利益[119]。

B. 另有論點認為 2001 年公司法修正時，方於第 23 條第 1 項增訂受託人義務規範，其內涵尚未發展成熟，相關法規之規範內容亦非清晰可斷，為避免適用上徒滋疑義，現階段的作法應係董事會不宜介入防禦措施之發動與實施，而責由股東會決定。日後亦可配合相關制度發展之成熟度，與實際案例之適用結果，再考量有無調整必要及調整方向[120]。

C. 亦有論者指出，由公司股權結構分析，認為我國公司多數係屬少數控制且散戶投資人居多的股權結構，於此情況下，個別股東在決定是否採行防禦措施之決議上，雖不會產生股東面臨是否應募公開收購要約時之壓迫效果，但個別股東是否有足夠資訊與能力判斷採行防禦措施之與否對其個人財富與公司整體價值之影響尚存疑問。

因此認為應借鑑英國以股東會做為是否採行防禦措施之決策機關，並建議規定相關配套措施諸如：放寬不合理增加併購成本之相關規定、強化個別股東權限與強化股東會權能予以調整[121]。

D. 目前於企併法制中雖並未對反併購措施有所規範，但是由我國公司法及資本市場法制一般原則中，似可導出目標公司董事會之中立義務，對於採行反併購措施之目標企業，也必須依公司法及企併法之一般原則，而有一定之限制，並不得恣意而行，而必須有正當性之判斷基準，也就是對反併購措施之採行目的、啟動程序及手段目的間之關連性與比例原則等，詳加檢驗[122]。

3、小結

總括而言，肯認董事會優先原則者，多認為雖現行法制並無明文規定，但仍可於法規範中

---

[118]郭大維，論敵意併購下目標公司董事之義務與司法審查標準—我國法與美國法之比較研究，輔仁法學，第39期，頁82，2010年6月。

[119] 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，頁175，2005年10月。

[120] 李智仁，敵意防禦課題之探析—從日本Livedoorvs.NBS一案談起，全國律師，頁93，2006年12月。

[121] 朱德芳，前揭註113文，頁247-251。

[122]陳彥良，反併購措施法制之研析(下)—德國法啟示兼論金鼎案之實證，台灣本土法學，第87期，頁33，2006年10月。

探尋相關實定法規定，作為董事非不得採行防禦措施之依據，而認為我國應如同美國般，屬於賦予經營者較多自由空間之類型。至於肯認董事會中立原則者，有由經濟面向觀察我國股權結構與資本市場一般原則，而認董事會中立原則較佳者；亦有由法制面向觀察，認為我國注意義務與忠實義務發展未臻成熟，於法未明文規定之下，應趨向較為保守之態度，故而採董事會中立原則。

本文認為，實定法目前對此問題並無明文，無論係刻意模糊或立法疏漏，至少容留予解釋適用法律者有因應現行法制及企業環境之調整空間。，而以現今之主客觀情勢，究竟以何種解釋方向，較為妥適？

首先，採董事會優先原則者，係基於公司法第 202 條規定，認為董事會享有廣泛之營運決策權，並無禁止董事會採行防禦措施之法律依據。惟公司法第 202 條規定，是否當然可導出現行制度採取董事會優先原則？按該條規定：「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。」基本上將股東會之權限限於依公司法或公司章程須由股東會決議之事項，其餘部分「應由董事會行之」，該規定之立法意旨，在於「明確劃分股東會與董事會之職權」，惟當董事會與股東會間有利害衝突之情形，是否仍允宜依該條規定，即當然論斷仍由董事會行使職權，恐有疑義。但由企業經營實態而言，董事會對於公司營運及面臨之競爭環境，以及公司內部及外部之資訊掌握程度，其應變能力自然優於股東會，因此，於角色功能上，殊難想像於面臨敵意公開收購時，綁縛董事會手腳及掩蓋其雙眼，加以董事會對於公司仍負有忠實義務，在此原則設定下，原則上應採董事會優先原則。其次，雖現行法制之下董事之受任人義務內涵發展未臻成熟，然於此情況之下，似可對目標公司防禦措施適法性的界線予以強化，以促進公司在合理的範圍內採行防禦手段，尚且毋庸因此採行董事會中立原則，畢竟企業間競爭仍屬私經濟領域範疇，基於私法自治、契約自由，如防禦措施屬於合理，無損害公司及股東利益之虞，並且無其他重大公益考量時，法律制度似不應過度介入；加以敵意併購時雙方之攻防講求快速且產生的影響極大，曠日廢時的股東會，可能不符企業環境需求。採取董事會中立者，另有認為若採董事會優先，將強化控制股東的經營地位，增加其利用公司資源牟取私利的機會。然而，參照修法後增訂之公司法第 8 條第 3 項規定，事實上董事或影子董事，利用其地位主導董事會業務的決定與執行，將同負董事注意義務與忠實義務之責。在此規範增訂後，使控制股東同負受託人義務責任，將有助減低其利用公司資源牟取私利的可能，故對董事會優先所可能引致的憂慮，或許可謂已有控制之道。

三、目標公司採行防禦措施之適法性及其界線

(一)國外立法例之參照[123]

1、重要案例回顧

敵意併購頻繁的美國，於1960年代併購之熱潮造就了大規模之企業集團。敵意併購下，目標公司經營者很自然地對敵意併購採取防禦措施。惟經營者所採取之手段是否合法？是否會因此損及股東之利益？長久以來皆有廣泛討論。以下介紹若干經典的美國法院審查標準，此等標準乃為避免經營者為維持自己的利益而忽略股東及公司的最大利益。

(1) Unocal Corporation v. Mesa Petroleum[124]

Unocal 為一家成立於1890年的石油公司，Mesa 為持有 Unocal13%股權之股東，於1985年對 Unocal 發出兩階段收購要約，擬以每股 54 美元現金收購 Unocal37%之已發行股份，其餘未能出售股份的股東將以等額之債權來交換。Unocal 公司董事會(有十四名董事，其中八名為獨立董事)認為 Mesa 所採取的收購要約，不僅具壓迫性(coercive)，並將損害 Unocal 之股東權益，因 Mesa 擬用來作為收購對價之債權實屬垃圾債券，遂採行防禦措施加以回應。

法院認為 Unocal 公司董事會面臨敵意併購時，得採行防禦措施，且此防禦措施亦應與其他領域的經營決定同受尊重。惟因董事會所採取的防禦措施究竟是為了保住經營權或保護公司之利益有所不明，故此時董事負有強化義務(enhanced duty)，於受經營判斷法則(business judgement rule)之保護前，須先通過加強之司法審查測試。

所謂加強的司法審查測試，係要求董事會所採行之防禦措施，需符合合理性，包括：①有合理理由相信該敵意併購將傷害公司利益；且②防禦措施與威脅之間須具合理關係。若董事會作出決策時，是基於充足的資訊，且多數董事中具獨立性資格，則系爭防禦措施被認為屬合理的可能性將提升。

(2) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.[125]

Revlon 一案中，法院將防禦措施採行的合法性為時間上之劃分，亦即，當目標公司經營階層認定公司之拆解或出售屬不可避免時，則董事之角色由防禦者轉變為拍賣者，有義務為股東爭取最好價格，此時，任何之防禦措施均不被允許；反之，當公司拆解或出售非屬不可避免時，採行合理防禦措施方受允許。

(3)Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corporation[126]

Blasius 為 Atlas 股東，控制其 9.1%股權，於 Blasius 向美國證管會揭露 Schedule 13D 中，Blasius 表示其取得 Atlas 之股權係有意促成 Atlas 進行重組或採行其他得促

[123]此部分以德拉瓦州公司法之觀點分析。

[124] Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946(Del. 1985).

[125] Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d at 173. (Del. 1986)

[126] Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corporation, 564 A2d 651(Del. 1988) .

進股東權益之交易，並欲將 Atlas 公司董事會之成員由 7 人增加到章程最高上限 15 人，並由 Blasius 提名該 8 名董事。同時，Blasius 亦表示，其正在評估取得 Atlas 控制權之可行性，包括採行公開收購或尋求「合適」之人作為董事會成員。惟因 Blasius 取得股權的資金來源為垃圾債券，故 Atlas 公司董事率先將董事會成員由 7 人增加為 9 人作為防禦，以避免 Atlas 公司多數股東贊同 Blasius 的提議。

本案法院認為，若涉及須經股東會表決之事務，除非董事得證明其行為有「不得已之正當理由」，否則無權代為決定原屬股東會權限之事項，因此屬限制股東行使表決權。如董事無法證明有不得已之正當理由，將無法通過合理性之測試。

(4) Unitrin v. American General[127]

法院於 Unitrin 案中認為，防禦措施具備預先排除(preclusive)或強制性質(coercive)，如防禦措施完全阻斷公開收購案，則屬嚴苛之防禦措施，於德拉瓦州法律下不被允許。但若非屬此類嚴苛的防禦措施，則審查重點會轉換為防禦措施是否在合理的範圍內，即是否屬適當且合比例而可被允許。

(5)小結

依照德拉瓦州最高法院的判決見解，在 Unocal 和 Revlon 案建立一個明顯的適用區分線：對敵意併購的防禦措施只被允許在當公司非出售或公司的拆解非不可避免之情形；當公司要出售或公司的拆解是不可避免的情形時，防禦措施未被允許，因為當一個公司被出售時，防衛措施的問題顯然是無意義的，此時董事們的角色由公司事業之防衛者轉變成須為股東賣得最好價格的拍賣者。

而在防禦措施被允許的情況下，是否董事會的防禦措施受經營判斷法則的保護，則由於董事主要是追求其自身利益而非追求公司及公司之股東們的利益的質疑是無所不在，因此最高法院認為此時董事們有一個「加強的義務」，即需要在開始時先受司法審查，以做為受經營判斷法則效力保護之適用前提。

而此處「加強的司法審查」標準的特色是：一、董事須有合理理由相信該敵意併購將傷害公司利益；二、由法院決定關於董事決議過程的完足性，包括董事會決策所依據之資訊，以及依當時存在的情況，判斷防禦措施與威脅之間的合理關係。如董事的行為能通過加強的司法審查，則此時舉證將轉由原告負擔，原告需證明董事們違反受任人義務，以推翻董事受經營判斷法則保護的推定。

(二)德國法部分

德國於其公開收購有價證券及併購法(Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz，簡寫 WpÜG)中，明確提及目標公司防禦措施之行使主體。該法第 33 條第 1 項規定：「於公

[127] Unitrin v. American General, 651 A.2d 1361(Del. 1995).

開收購意思決定公布後至依本法第 23 條第 1 項第 1 句第 2 款公告收購之結果前，目標公司之董事會不得為任何妨害公開收購結果之行為。上開行為不包含通常謹慎之公司領導人所為非為收購意思所為行為，及尋找匹敵性要約之行為，也不包含經目標公司監事會所同意之行為。(NachVeröffentlichung der EntscheidungzurAbgabeeinesAngebotsbiszurVeröffentlichung des Ergebnissesnach § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 darf der Vorstand der ZielgesellschaftkeineHandlungenvornehmen, durch die der Erfolg des Angebotsverhindertwerdenkönnte. Dies gilt nichtfürHandlungen, die aucheinordentlicher und gewissenhafterGeschäftsleitereinerGesellschaft, die nicht von einemÜbernahmeangebotbetroffenist, vorgenommenhätte, für die SuchenacheinemkonkurrierendenAngebotsowiefürHandlungen, denen der Aufsichtsrat der Zielgesellschaftzugestimmt hat.)，於德國之立法方面，可明顯看出其係以禁止目標公司採取防禦手段為原則，其著眼點在於股東權利之保護，讓股東可以得到較公開市場更優厚之股份轉讓價格。因此，於同法第 2 項中，亦規定股東會得授權公司經營團隊為反併購措施。

(三)我國現制下對敵意併購防禦措施可能之合法性判斷標準

1、相關法規對目標公司經營階層行為義務的規制

（1）董事之受任人義務—公司法第 23 條[128]

公司負責人依公司法第 23 條應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，此項義務於敵意併購時是否得作為目標公司負責人之行為界線，涉及「執行職務」範圍廣狹之認定。

或有狹義見解認執行業務應僅包括公司所營事業而已，不包括併購等非經常性公司業務活動；惟本文採廣義見解，自現代公司併購已是企業業務茁壯的不二法門來看，併購應可說是現代公司業務的重要一環，故董事會於採取反併購措施時，當然應受公司法忠實義務與善良管理人義務之規範。

（2）董事會之責任、特別委員會與獨立專家意見—企業併購法第 5 條[129]、第 6 條[130]

[128]公司法第23條第1項：「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。」

[129]企業併購法第5條：「公司進行併購時，**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**。公司董事會違反法令、章程或股東會決議處理併購事宜，致公司受有損害時，參與決議之董事，對公司應負賠償之責。但經表示異議之董事，有紀錄或書面聲明可證者，免其責任。公司進行併購時，公司董事就併購交易有自身利害關係時，應向董事會及股東會說明其自身利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由。」

[130] 企業併購法第6條：「公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，**應設置特別委員會，就本次併購計畫與交易之公平性、合理性進行審議，並將審議結果提報董事會及股東會**。但本法規定無須召開股東會決議併購事項者，得不提報股東會。前項規定，於公司依證券交易法設有審計委員會者，由審計委員會行之；其辦理本條之審議事項，依證券交易法有關審計委員會決議事項之規定辦

按民國 91 年 02 月 06 日企併法第 5 條之立法理由謂：「股份有限公司之董事係由股東會選出，董事執行業務自應以全體股東之最大利益行之，故第一項明定董事於進行併購決議時，應為全體股東最大利益行之，不得為董事本人之利益或公司之大股東或指派其擔任董事之法人股東等其他人之利益作為決議併購行為之考量……」，明確揭示董事在為併購決議時，應以全體股東之最大利益為依歸。

企併法第 5 條規定於 104 年修正時，雖將「全體股東之最大利益」修改為「公司之最大利益」，惟乃係為求與公司法第 23 條體例上之一致，董事為併購決策時，仍不得以董事本人之利益或公司之大股東或指派其擔任董事之法人股東等其他人之利益，作為決議併購行為之考量。至於企併法第 5 條第 3 項更明文規定董事於有自身利害關係時所應盡的說明義務，以強化受任人義務之規範。

復按企併法第 6 條第 1 項，明確要求公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，設置特別委員會，且特別委員會亦應將審議結果提報予董事會及股東會，俾使股東可得知特別委員會之意見。同條第 3 項規定特別委員會或審計委員會進行審議時，應委請獨立專家協助就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性提供意見，目的在使董事就合併事項獲悉充足之資訊，藉以提升決策之品質，降低誤判之可能。

（3）目標公司應就本次收購對其公司股東提出建議並設置審議委員會—公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 14 條[131]、第 14 條之 1[132]

目標公司於接獲收購人之收購通知時，依照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），應於十日內公告對於本次收購對其公司股東之建議；同時，應設置審議委員會，就公開收購條件之公平性、合理性及就本次收購對其公司股東提供建議。

（4）上市上櫃公司治理實務守則第 4 條[133]、第 37 條第 2 項[134]

理。**特別委員會或審計委員會進行審議時，應委請獨立專家協助就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性提供意見**。特別委員會之組成、資格、審議方法與獨立專家之資格條件、獨立性之認定、選任方式及其他相關事項之辦法，由證券主管機關定之。」

[131] 同註115。

[132] 公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第14條之1規定：「被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購人依第九條第三項規定申報及公告之公開收購申報書副本、公開收購說明書及其他書件後，**應即設置審議委員會**，並於十日內公告審議結果。前項之審議委員會**應審議公開收購條件之公平性、合理性及就本次收購對其公司股東提供建議**。審議委員會委員之人數不得少於三人，被收購有價證券之公開發行公司設有獨立董事者，應由獨立董事組成；獨立董事人數不足或無獨立董事者，由董事會遴選之成員組成。審議委員會委員之資格條件，應符合公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法第二條第一項及第三條第一項規定。審議委員會之審議結果應經全體委員二分之一以上同意，並將審議委員同意或反對之明確意見及反對之理由列入。被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購人重行申報及公告之書件後，應即通知審議委員會進行審議，並於十日內重行公告審議結果。

[133] 上市上櫃公司治理實務守則第4條：「上市上櫃公司執行公司治理制度應以保障股東權益為最大目標，並公平對待所有股東。**上市上櫃公司應建立能確保股東對公司重大事項享有充分知悉、參與及決定等權利之公司治理制度**。」

[134] 上市上櫃公司治理實務守則第37條第2項：「董事會決議涉及公司之經營發展與重大決策方向者，須審慎考量，並不得影響公司治理之推動與運作。」

OECD（國際經濟合作暨發展組織）於 1998 年 4 月 27 日至 28 日召開部長級會議時，提出下列五項公司治理原則，作為企業體執行及落實公司治理制度之參考基準[135]：①公司治理架構應保護股東的基本權利和決策參與權；②公司治理架構應確保公平對待所有的大小股東及外國股東；③公司治理架構應鼓勵公司，就利害關係人之法定權益與角色在創造財富、工作及健全財務等方面積極合作；④公司治理架構應能確保有關公司財務狀況、績效、所有權及其他重大資訊之正確揭露及透明性；⑤公司治理架構應確保公司董事會的策略性指導及有效性監督。

為協助上市上櫃公司建立良好之公司治理制度，並促進證券市場健全發展，臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心爰公告「上市上櫃公司治理實務守則」，作為企業執行公司治理之參考。其中不乏關於董事會成員行為義務的規制，強調董事應本著忠誠、謹慎及高度注意的態度以公司利益為前提，對於評估公司經營策略、風險管理、年度預算、業務績效及監督主要資本支出、併購與投資處分等重大事項須善盡職責，並避免有董事會成員損及公司之行為或與股東間發生利益衝突之情事。當然，臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心之公告或規定，其法律性質究屬於附合契約亦或基於授權行使公權力主體地位，所發布之行政命令，猶待探究，不過無論如何，均不失其實質上之具有拘束力之結論。

2、目標公司經營階層行為之適法性標準

由於我國法並未針對非合意併購時目標公司經營階層之行為，提供明確之適法性判斷基準，故於非合意併購時，目標公司經營階層之義務散見於各該相關法規中，並將因併購方所採行之併購手段，或目標公司所採行之防禦手段之不同而有異。

公司法第 23 條賦予董事之受任人義務，廣泛的規制公司負責人執行業務時各層面之行為，故無論目標公司董事會面臨之敵意併購係透過何種手段進行，董事對於公司而言，無論採取何種手段，均負有忠實及善良管理人注意義務。

企併法第 5 條及第 6 條規定於 104 年修正後，雖對董事會之責任及目標公司之義務有所強調。然企併法定義之「併購」，係指「公司之合併、收購及分割」，而依企併法第 4 條之定義性規定，將「收購」定義為「指公司依本法、公司法、證券交易法、金融機構合併法或金融控股公司法規定取得他公司之股份、營業或財產，並以股份、現金或其他財產作為對價之行為。」，自企併法之規範文義上，其適用時機似限於較典型之合併、收購及分割等併購案。

然而，如將「非合意併購」定義為「未經目標公司董事會同意而欲取得目標公司之控制權」，則非合意併購之概念顯然較企併法所定義之「併購」來得廣泛，因透過集中交易市場買進目標公司股份、透過委託書徵求競逐目標公司經營權，或對目標公司股份發動公開收購，均屬廣義之併購行為，均可能觸發目標公司經營者採行防禦措施。此時，是否目標公司董事會所採行之防禦措施，仍應受企併法賦予之較高度行為義務所規制，即有疑問。

[135]台灣證券交易所，公司治理簡介，http://www.twse.com.tw/ch/listed/governance/cg_01.php，最後瀏覽日期：105年3月12日。

再者，縱使企併法第 6 條要求公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，應設置特別委員會並委請獨立專家表示意見，惟因特別委員會之審議結果，對於董事會及股東會僅具參考及建議性質，並不實質拘束董事會之決議，此一「無實權」之特別委員會，於併購過程中所得期待發揮之功能，仍屬相當有限。雖然特別委員會之審議結果不具拘束力，但特別委員會之審議結果及獨立專家之意見，或許得作為目標公司董事會是否有為公司之最大利益為決策之判斷，如董事會之決議與委員會之審議結果及獨立專家之意見相左，則董事須提出更具有說服力之理由及客觀資訊，始得證明其行為符合受任人義務。

至於公開收購管理辦法要求被收購有價證券之公開發行公司，應就收購對其公司股東給予建議，並應載明任何持反對意見之董事姓名及其所持理由，以及要求被收購公司應設置審議委員會，但因公司對股東之建議及審議委員之建議，均僅為參考性質，亦難以董事之實質建議內容追究其責任，至多僅得作為董事是否盡受任人義務之輔助參考標準或判斷依據而已。最後，關於上市上櫃公司治理實務守則，雖然立意良善，惟因違反時並無獨立且明確之法律效果，於個案中恐難發揮原所期待之作用。

綜上所述，於我國法下，目標公司董事會所採行之防禦措施適法性，依所採行之防禦手段，應回歸各該規定加以判斷，除該防禦措施屬於法律或章程規定應由股東會決議之事項外，董事會對防禦措施之採行應有決定之權限。惟縱使董事會之行為決定被認為無程序瑕疵，仍無法排除受公司法第 23 條及企併法第 5 條受任人義務之檢視。且因目標公司董事會面臨敵意併購時，其決策究竟是為公司之利益或個人之經營權利益容有疑義，故董事於決策過程中須履行更高度的忠實與注意義務，如董事會之決策顯然偏頗卻未提出合理說明、未於資訊充分之情況下進行決策、未為充足之資訊揭露、審計委員及特別委員之獨立性遭受質疑、未為合理之交易條件評估、顯然與比例原則相違，都仍屬不適法之防禦措施。

如董事會欲提升其決策之適法性，參酌中立客觀之專家意見或建構獨立的決策組織，固然有助於認定董事之行為符合受任人義務，惟此時功能委員會即應盡其職責，以公司最大利益為依歸，不應淪為為董事行為背書之橡皮圖章，否則董事之系爭防禦措施，仍屬違背受任人義務。

肆、案例評析

一、白馬騎士之引進：股份交換及私募

（一）股份交換及私募對公司原股東之影響

發行新股對於公司原股東所可能產生之負面影響，即為股份價值之稀釋。所謂「股份價值之稀釋」(the economic or price-based dilution)，係指公司股份之發行同時符合以下兩個條件：一、原股東未按持股比例認購之，且二、股份發行價格低於股份真實價值。所謂「持股比例之稀釋」(the dilution of ownership)，只要原股東未按比例認購新股即足當之，無論發行價格是否高於或低於股份真實價值。詳言之，在原股東未按比例認購新股之情況下，倘股份發行價格低於真實價值，則同時產生「股份價值之稀釋」與「持股比例之稀釋」的問題；倘股份發行價格不低於真實價值，則僅生「持股比例之稀釋」問題，而無「股份價值之稀釋」[136]。

一般而言，由於股份交換及證交法第 43 條之 6 私募之規定均排除公司法第 267 條第 1 項至第 3 項員工及原股東優先認股權規定之適用，故對於公司原股東而言，將因股份交換或進行私募導致股權稀釋，產生所謂「持股比例之稀釋」；若股份發行之價格低於公司股份真實價值，並將導致「股份價值之稀釋」。於此前提之下，股份交換及私募之數量及價格如何訂定，牽動目標公司股東權益是否受到侵害。

（二）股份交換之程序要求相較於私募或其他類似規定顯屬寬鬆

按公司法第 156 條第 8 項規定：「公司設立後得發行新股作為受讓他公司股份之對價，需經董事會三分之二以上董事出席，以出席董事過半數決議行之，不受第二百六十七條第一項至第三項之限制。」，於授權資本制之下，股份之發行僅需董事會特別決議即得行之，若發行股數未逾越章定資本額，董事會對於股份交換採行與否、發行股數、交換對象及價格具有完全之權限，股東顯然立於被動之地位，完全無置喙餘地。

涉及公司發行新股或讓與股份與特定人之類似規定，尚包括證券交易法第 43 條之 6 私募之規定及企併法第 29 條股份轉換之規定。依證交法所定股份之私募需經股東會特別決議同意，且私募之對象亦有所限制，而依企併法之規定，股份轉換亦須經過股東會特別決議通過。相形之下，股份交換之程序要求顯然屬於寬鬆，參照本項規定之立法理由：「於股份交換時，受讓公司發行新股時造成原股東股權稀釋，股東權益減少之情形，故需經董事會特別決議並限制可交換發行股之比例，以保障原股東之權益，又因股份交換取得新股東之有利資源，對公司整體之營運將有助益。」此或許是因立法者立法當時，係著眼於透過股份交換取得新股東之有利資源，協助公司之營運事務，未慮及股份交換可能作為敵意併購之防禦手段，故僅以董事會特別決議作為採行股份交換之門檻。

按民國 94 年 02 月 03 日經濟部經商字第 09402014500 號函釋：「公司法第 156 條第 6 項規定：『公司設立後得發行新股作為受讓他公司股份之對價…』，所詢發行新股股數是否須占發行公司已發行股份一定百分比，公司法尚無限制規定。又他公司股份是否應與公司業務有關，公司法亦無限制規定。」，及民國 92 年 07 月 25 日經濟部經商字第 09202146940 號函釋：「為利企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效率，為企業併購法之立法目的。有關公司法第一百五十六條之規定，係指部份股份進行交換，倘為未達讓與已發行股份百分之百之情形，自無企業併購法之適用。」，對於股份交換時發行新股股數之股數並無限制，且如發行股數未達 100%，

[136]朱德芳，前揭註111文，頁159。

即毋須適用企併法之表決門檻規定，換言之，縱使發行新股之股數占發行公司已發行股份之比例相當高，仍得僅以董事會特別決議通過後即採行之，不需適用企併法要求之股東會特別決議門檻。此時，如任令目標公司董事會以股份交換作為敵意併購之防禦手段，恐有侵害目標公司股東權益之可能。有學者即認為，股東應得透過股東會決議限制董事會於特定期間內不得採行股份交換之策略[137]。

（三）防禦手段之適法性？

依照矽品審議委員會針對第一次公開收購作出之審議結果，認定收購價格之溢價僅約為 0.29%，且收購之價格僅為 45 元，低於會計師建議之合理交易價格區間（48.91 元～60.58 元）下緣，並建議股東於本次收購條件及價格之公平、合理性有疑慮之情況下，不參與本件公開收購的應賣。

然而，矽品董事會所通過與鴻海之換股交易中，換股比例為鴻海普通股 1 股換發矽品普通股 2.34 股，而換股後鴻海將佔矽品增資後約 21.24%之股權，此換股比例換算後價格僅為 37.86 元，相較於日月光提出之 45 元收購對價來的低。矽品董事會一方面以股價過低建議股東不參與公開收購之應賣，另一方面卻欲以更低的價格引進白馬騎士鴻海，董事會此一決策，是否符合受任人義務？若換股交易通過後，日月光所持有之矽品股份比例將下降為 19.68%，董事會此一換股決策，究係基於公司之最大利益考量，或為稀釋股權以維持經營權為目的，即有非常大的挑戰空間。

尤其，據外資圈指出，Glass Lewis 及外資法人股東會投票服務機構（Institutional Investors Service, ISS）出具的報告，建議所有法人「反對」矽品這次股東會要提高額定資本額到 500 億的案子，因矽品股東會的提案「有公司治理的風險」，且大幅稀釋股東權益，亦無足夠的證明有與鴻海換股的必要性，及換股為何沒有溢價[138]。如此更彰顯矽品董事會應給予更充分之說明，始能合法化其所採行之交易決策。

此外，矽品於 104 年 12 月 11 日公告董事會私募發行普通股予紫光之決議時，曾表示所訂定之每股 55 元交易價格，係依據主管機關法令，考量證交法對私募有價證券轉售期間之限制，並經會計師就訂價之依據及合理性出具意見書，尚不致影響股東權益，應屬合理[139]。然而，面對日月光所發出以 55 元價格進行第二次公開收購之要約時，矽品審委員會之審議結果卻表示：「本次收購價格未達合理交易價格區間：獨立專家鼎碩聯合會計師事務所陳維林會計師提出之合理性意見書，認為合理交易價格區間為 56.33 元～68.6 元。另致遠聯合會計師事務所呂瑞文會計師提出之合理性意見書，認為合理交易價格區間為 58.32 元～63.44 元。」及「對照日月光本次公開收購價格與本公司私募案應募人之出價日月光本次收購之價格每股 55 元，私募應募人入股本公司之訂價亦為每股 55 元，比較兩案之控制權取得性及取得股份流通性，日月光應出較高之溢

[137]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，頁45，2011年5月。

[138]風傳媒，http://www.storm.mg/article/68143，最後瀏覽日期：105年3月12日。

[139]公開資訊觀測站，矽品104年12月11日重大訊息，主旨：「公告本公司董事會決議私募發行普通股」。

價，提出更高的收購價格才是合理」[140]。然而，私募將造成股權之稀釋，其餘股東之股份價值將有所減損，然公開收購時，應賣之股東卻得均享控制權溢價，此是否影響價格之合理性評估，似值得進一步討論及說明。

固然，收購條件是否合理，價格並非唯一之判斷因素，惟如 Unocal 案中法院之見解，敵意併購或經營權爭奪之情境下，董事面臨著固有的潛在利益衝突，如何證明其交易決策不違反受任人義務之規定，仰賴董事於決策過程中履行更高度的忠實與注意義務。雖然我國法下是否有經營判斷法則之適用未有定論，但董事若為加強其行為之適法性以避免受任人義務之違背，充分的資訊揭露、合法的決策過程、合理的交易條件評估、中立客觀之專家意見、獨立的決策組織，將有助於提升系爭防禦措施之合理性。於本案中，目標公司經營者之防禦措施，恐仰賴目標公司董事履行更高度之揭露及說明義務，始得合理說明其行為之實質合法性。

二、以閉鎖期間阻礙收購人參與目標公司股東會

（一）閉鎖期間之立法目的

按公司法第 165 條第 3 項規定：「公開發行股票之公司辦理第一項股東名簿記載之變更，於股東常會開會前六十日內，股東臨時會開會前三十日內，不得為之。」準此，過戶手續，原則上可隨時為之，但股東名簿之變更，於公開發行公司股東常會開會前 60 日內，股東臨時會開會前 30 日內不得為之，此即過戶之閉鎖期間，目的在於確定行使表決權或盈餘分配請求權等股東權之股東。

本項之立法理由表示：「建立委託書徵求資訊之公開制度，由公司隨同開會通知附寄委託書徵求資料予股東，俾股東得有完整資訊，以評估是否授予徵求人委託書。惟因公司如配合停止過戶日規定作業，則因日期過短，勢所不能。基於實務作業考量及管理必要性，增訂第三項。」，自立法意旨推敲，閉鎖期間之存在乃係為實務作業之考量及管理上所需，惟因股東會之召集通知，係依停止過戶前股東名簿上所載股東之住址發送召集開會之通知，故閉鎖期間規定之適用結果，將導致股份的實際所有權人，因無法辦理股東名簿記載之變更而不得出席股東會行使表決權。

然而，表決權實屬共益權，尤其對股權分散之上市公司股東而言，因經營權與所有權分離，如不滿意公司之營運狀況，多僅得透過轉讓持股，或於股東會行使表決權汰換現任經營者而已。如因閉鎖期間限制而無法出席股東會行使表決權所占之股份比例不高，於利益衡量之下，為實務運作之需要，應仍有限制股東參與權之正當性基礎存在。惟若所占股份比例極高，將導致公司事務之決定權，交由已出脫持股之股東作成，此種「虛空投票」之結果，顯與公司治理所揭諸的「公司治理架構應保護股東的基本權利和決策參與權」意旨相違背，亦非公司之福。

[140]公開資訊觀測站，矽品105年1月7日重大訊息，主旨：「本公司對日月光半導體製造股份有限公司第二次公開收購本公司普通股股份及美國存託憑證之相關事宜說明」。

甚且，於一般情形之下，基於股份自由轉讓原則，受讓人與讓與人得自由決定股份轉讓之期間，受讓人得以預期其所持有之股份，是否會落入閉鎖期間而無法於股東會行使股東權，若仍願意於閉鎖期間內受讓股份，或不於閉鎖期間前進行股東名簿記載之變更，致無法出席股東會行使表決權，法規範上似得不予以保護；但於公開收購之情況下，收購人須事先公告收購期間，此時，股東會之召開及閉鎖期間之規定，即有操作為敵意併購防禦措施之可能。如收購期間及交割期間嗣後落入閉鎖期間，致收購人取得之股份無法進行股東名簿記載之變更而不得行使股東權時，運用此一規範之正當合理性，即有進一步探討的空間。

（二）閉鎖手段是否有違公司治理？

誠如前述，閉鎖期間之規定係為便利實務運作，於利益衡量之下，對於閉鎖期間內受讓股份，或不於閉鎖期間前進行股東名簿記載變更之股東，不予其出席股東會之權利。然而，若閉鎖期間之規定，刻意被用來作為阻止收購人進入股東會行使表決權之防禦工具，縱使合於閉鎖期間之規定，仍可能屬於權利濫用或違反公司治理。

依照民國 95 年 06 月 02 日經濟部經商字第 09502078440 號函釋，公司法第 165 條第 2、3 項關於過戶閉鎖期間係強制規定，固然不得延長或縮短，然而目標公司董事會對於股東會之開會日卻有決定之權利。若目標公司董事會未能合理說明其是否有重大、緊急、攸關公司而非經營者個人利益之事由，致有必要即時召開股東會，則目標公司董事會訂定之股東會開會日期，將導致實質擁有公司近四分之一股份之股東無法行使表決權時，即屬權利濫用並違反公司治理及受任人義務。因此時顯係將公司未來之重大事務決策權，極大比例的交由實質已非公司股東之人加以行使，顯難認定屬於為公司之利益。

三、主管機關於敵意併購時之角色扮演

證交法第 38 條規定：「主管機關為有價證券募集或發行之核准，因保護公益或投資人利益，對發行人、證券承銷商或其他關係人，得命令其提出參考或報告資料，並得直接檢查其有關書表、帳冊。有價證券發行後，主管機關得隨時命令發行人提出財務、業務報告或直接檢查財務、業務狀況。」、同法第 38 條之 1 第 1 項規定：「主管機關認為必要時，得隨時指定會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，檢查發行人、證券承銷商或其他關係人之財務、業務狀況及有關書表、帳冊，並向主管機關提出報告或表示意見，其費用由被檢查人負擔。」同法第 39 條規定：「主管機關於審查發行人所申報之財務報告、其他參考或報告資料時，或於檢查其財務、業務狀況時，發現發行人有不符合法令規定之事項，除得以命令糾正外，並得依本法處罰。」面對公司經營權爭奪事件，主管機關固不應任意介入，以免過度介入私經濟活動。惟於現行法制之下，本件併購案看似無形式上不合法之情事，卻強烈凸顯出國內「法制不全」之問題。於此情況下，除期盼推動企業法制改革，建構相關法律機制俾保障公司及股東之權益外，尚可期待主管機關於併購雙方董事會採行之攻防手段有高度可能違反公司治理或受任人義務時，透過

前述證交法規予以檢查及調查，此或能促進公司經營者更妥善謹慎的行使權力。

此外，證交法第 38 條之 1　第 2 項規定：「繼續一年以上，持有股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司已發行股份總數百分之三以上股份之股東，對特定事項認有重大損害公司股東權益時，得檢附理由、事證及說明其必要性，申請主管機關就發行人之特定事項或有關書表、帳冊進行檢查，主管機關認有必要時，依前項規定辦理。」，賦予股東申請檢查之權，惟因法律規定之「持股期間」及「持股比例」之要求，對股權分散之上市公司而言，尚屬偏高。為使少數股東得有效落實其股東權益，令其於類似本案之非合意併購中，亦有維護權益之管道，似得考慮放寬相關要件之限制，且因依本規定申請檢查須經主管機關審酌，應可防免少數股東濫用本項規定干擾公司之正常營運。

而本件日月光收購矽品股份，因另涉及公平交易法第 10 條之結合問題，依該法第 11 條規定，應先向主管機關公平交易委員會進行申報，且「主管機關受理其提出完整申報資料之日起算三十日內，不得為結合。但主管機關認為必要時，得將該期間縮短或延長，並以書面通知申報事業。主管機關依前項但書延長之期間，不得逾六十日；對於延長期間之申報案件，應依第十三條規定作成決定。」惟本案經立法院經濟委員會「決議」要求「公平會在做出決議前，須於 105 年 4 月 15 日前召開 2 次公聽會」，但本案公開收購期限僅至 105 年 3 月 17 日，如公平會延長審議期限而未及於 3 月 17 日前作出決定，將導致日月光之第二次公開收購失敗，且日月光依證交法第 43 條之 5 第 3 項[141]之規定，除有正當理由並經主管機關核准外，於一年內不得再對矽品進行公開收購。嗣後，如公平會作成不反對矽品及日月光進行結合之決定，則公平會因立法院經濟委員會之「決議」而延長審議期間致第二次公開收購條件未成就，是否得作為證交法第 43 條之 5 第 3 項所定之「正當理由」，允許日月光得於近期內再次發起公開收購？仍待主管機關釐清。如認此非正當理由，則日月光於一年內不得再對矽品發動公開收購，即形同矽品成功防禦日月光取得近過半股權，但依行政院組織法第 9 條規定，「行政院設下列相當中央二級獨立機關：一、中央選舉委員會。二、公平交易委員會。三、國家通訊傳播委員會。」，立法院介入獨立機關公平會之決策作成程序，是否合憲適法，亦容有疑問，由公平會於此類併購案件所扮演之關鍵性角色，亦可見一斑，有關此部分之討論，另待來文。

伍、結論

我國併購法制雖逐步完善，然對於非合意併購之規範卻付之闕如，現行法下，依公司法第 202 條規定，是否當然可導出我國係採取董事會優先原則，如著眼於董事與股東間之利害衝突情境，似仍有斟酌之空間。然而，由企業經營實態而言，董事會之應變能力優於股東會，於董事對於公司仍負有忠實義務之原則下，應肯認董事會優先原則有其必要性。

依據現行法，目標公司董事會採行防禦措施時，其適法性須按所採行之防禦手段，回歸各該規

[141]證券交易法第 43-5 條第 3 項：「公開收購人未於收購期間完成預定收購數量或經主管機關核准停止公開收購之進行者，除有正當理由並經主管機關核准者外，公開收購人於一年內不得就同一被收購公司進行公開收購。」

定加以判斷，惟誠如美國德拉瓦州判例法於判斷防禦措施適法性時所採之觀點：「不當之行為不得僅因非違法而受允許」，故縱使董事會之行為決定被認為無程序瑕疵，仍無法排除受公司法第 23 條及企併法第 5 條受任人義務之檢視。

依照我國法對於目標公司及其董事之行為義務，並參酌外國法所設立之防禦措施合法性判斷標準，如董事會之決策顯然偏頗卻未提出合理說明、未於資訊充分之情況下進行決策、未為充足之資訊揭露、審計委員及特別委員之獨立性遭受質疑、未為合理之交易條件評估、顯然與比例原則相違，董事都將違反受任人義務，而該防禦措施亦非適法。

有關主管機關面對此類遊走於合法與非法界線之敵意併購攻防措施，於法制完整建構或發展前，似得適時予以糾正或依有關法規行使檢查權，並賦予少數股東更廣泛的權限，以完善公司治理及落實股東權之保護；然而，主管機關之權限猶如一把雙面刃，如何妥適行使權力卻不因此主導經營權爭奪之走向，亦為建構非合意併購法制時不得不思考之重要環節。

陳彥良 教授

學歷

德國梅茵茲大學法學博士

現職

國立臺北大學法律學系 系主任

經歷：

國立臺北大學法律學院比較法資料中心主任

國立東華大學財經法律研究所 所長

中華民國證券櫃檯買賣中心 上櫃審議委員

中華公司治理協會 公司治理制度評量執行委員

台灣財產法暨經濟法研究協會 理事

消費者文教基金會花東分會 委員兼副總召集人

花蓮縣政府訴願審議委員會 委員

中德技術合作研究會 (Carl Duisberg Association, Taiwan) 理事

台灣公共治理中心 公共治理績效評鑒委員

公開收購中目標公司董事義務與防禦措施與談

公開收購中目標公司董事義務與防禦措施與談

陳彥良
德國Mainz大學法學博士
國立台北大學法律系
教授兼系主任

1

日月光 鴻海 紫光

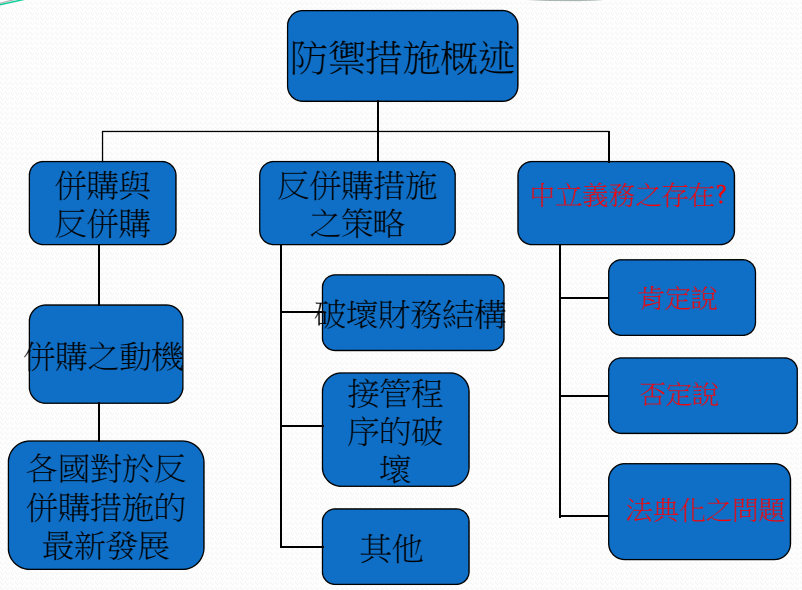
- 目標公司對於非合意併購之併購要約者以及以本身所找到的「白馬騎士」的合意併購者採取不同的差別待遇，特別是在資訊揭露及意見評論之部分???
- 企業併購之前階段基礎協議 (Business Combination Agreement)，其中有所謂之限制排除條款，且亦明訂了**中止協議費用(Break fee)**條款(分手費條款)

2

公開收購制健全化之必要

- 關係企業的相關法制發展仍有不備—形成控制關係的股份公開收購之併購方式
- 對於要取得控制權的企業而言，若能一次性的取得大量股份的話，對併購者的一方是最有利的措施。
- 目標公司有何義務存在？
- 1999年歐元的使用，歐洲經濟體內部合併、收購可能超過國界而激烈發展。
- 調和在公開收購過程中的各方角力的矛盾

3



4

非合意併購董事會之義務

- 德國企併暨公開收購法第33條之規定，允許經營階層於獲得**監事會**之同意後，方可採取反併購措施，無須獲得股東會之同意。
- 二元制公司機關組織，故有利勞工保障，此係企業利益思考(資本、勞動、社會福址)
- 我國無明文規定，以及工會與勞動者之角色？

5

董事中立義務之討論

- (一) 肯定說
- 股份法制
- 資本市場法制
- (二) 否定說
- (三) 中立義務折衷式立法—二元公司機關組織
- (四) 適用期間

6

立法政策討論—股東會中心

- 股份法說：中立義務係源自董事會「對他人利益之保護」(fremdnützigen Interessewahrung) 之義務，應禁止董事會以主動之行為去影響股東決策可能性
- 資本市場法說：董事會無權去阻撓破壞股東以最高價格於資本市場中賣出其股份。且應尊重資本市場之自然運作。(通說)
- 我國企併法中特別委會或公開收購審議委員會功能強化之可能性？

7

董事會中心之論點

- 董事會之中立原則不等同企業利益
- 武器平等原則不復存在
- 將決定權限抽離公司經營機關有違經營所有分離之制度設計

8

公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第14條

- 被收購有價證券之公開發行公司.....應就下列事項公告、作成書面申報本會備查及抄送證券相關機構: .... 二、**就本次收購對其公司股東之建議，並應載明任何持反對意見之董事姓 名及其所持理由。**

9

公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第14-1條

被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購人依第九條第三項規定申 報及公告之公開收購申報書副本、公開收購說明書及其他書件後，應即設 置審議委員會，並於十日內公告審議結果。 前項之審議委員會應審議公開收購**條件之公平性、合理性**及就本次收購對 其公司股東提供建議。

10

德國企併暨公開收購法第27條評論意見說明義務

- 董事會和監事會有義務對於要約併購者所提出之要約加以發表具體理由的評論意見，而此評論意見必須是基於公司利益而為之。
- 內容包括；1.對價的種類和額度；2.完成併購後，對於目標公司**所預見之後果**；3.併購者所**想要達成之目的**；4.如果目標公司的董監事也是目標公司之股東，亦必須表明其意願；最後此評論意見必須包括對勞工利益和勞動條件的考量，不得將之排除於其外

11

違反效果

- 違反受任人義務且視為保護第三人之法律
- 評論意見提供義務，董監事並不得援引BJR加以防衛。

12

結論

1. 合意併購時，董事會有利益衝突可能性，不得有不當利益，對各個要約者之要約有公平評論義務
2. **非合意**時，因利益衝突情形最嚴重，德國董事會有法明定之中立不作為義務，監事會則無。(我國特委會之強化?)
3. 評論意見義務之強化

13

徐珮菱 助理教授

學歷

中國人民大學民商法學博士

現職

中信金融管理學院財經法律學系專任助理教授

中信金融管理學院國際與大陸業務中心主任

銘傳大學財金法律學系兼任助理教授

與談

徐珮菱助理教授(中信金融管理學院財經法律學系)

Entire Fairness Test 整體公平性測試標準

交易過程公平

- 交易啟動、方式、結構、董事角色、股東會決議

交易價格公平

- 公司資產、收益、營利預測等綜合因素

交易不確定性較大?

- 兩階段測試標準→舉證責任轉換
- 複雜?控制股東和小股東之利益衡平機制?

中信金融管理學院
CTBC FINANCIAL MANAGEMENT COLLEGE

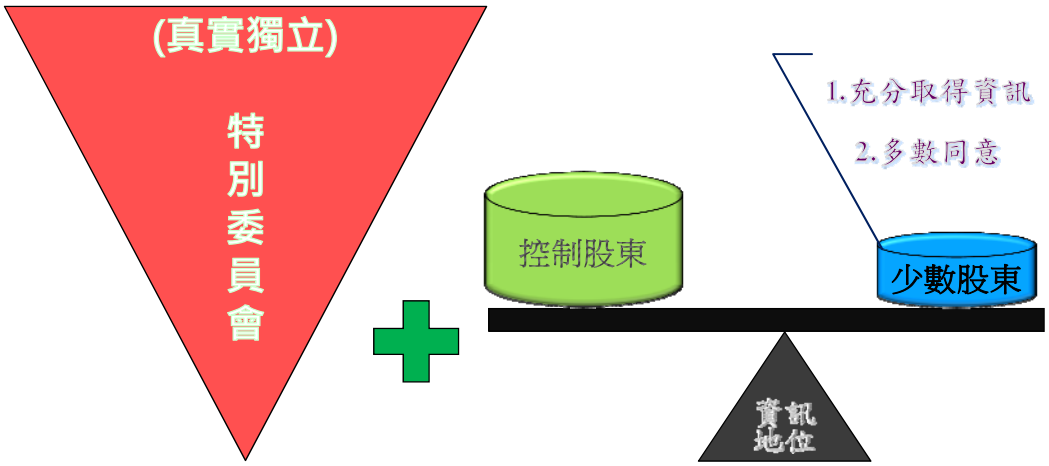
Kahn v. M&F Worldwide (2014)

交易真正獨立、獲得充分授權且審慎進行議價，特別委員會是在充分取得專家諮詢意見後同意

併購交易取得充分取得資訊的小股東自願同意

商業判斷原則

2



併購流程持續滿足

3

判斷公平價格可參考之標準

一、收購要約價格與每股收益等稅前現金流指標比例，明顯低於近期的類似交易

二、最終收購價格比兩個月前的股價低兩美元以上

三、短期性的因素抑制收購邀約發出時的公司股價

四、業內人士認為成交價格太低

中信金融管理學院
CTBC FINANCIAL MANAGEMENT COLLEGE

4

In re Dole Food Co., Inc. Stockholder Litigation. (2015)

Dole Food(都樂食品公司)股東對CEO兼董事長莫道克(David Murdock)及財務長卡特以違反忠實義務提起訴訟。因兩人在收購過程中操縱股價及對特別委員會及財務顧問提出虛假財務預測，並對特別委員會隱瞞購買農場交易的利多消息，導致特別委員會低估股價。法院認為特別委員會及得到少數股東的多數同意過程，是虛有其表，不能適用*Kahn v. M&F*規則的保護，加上涉及詐欺的交易僅能僅能適用整體公平性測試標準，不能適用商業判斷原則。法院運用公平價格的判斷標準，認為如果特別委員會獲得完整而真實的消息，按照現金流量折現法(Discounted Cash Flow，DCF)，都樂股東每股收購價應該較售出的13.5美元高2.74美元，被告最終遭德拉瓦州法院判決應賠償被收購的都樂股東每股2.74美元，總計1.48億元。

5

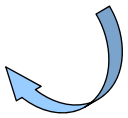
- 亞洲和西方文化差異? — 主觀因素排除
- 水平合併 — 消除競爭 — 動機與雙方未來價值總體
- 併購必然提高收益?動機和雙方未來價值總體正或負面?
- 董事會決議與董事責任轉換

中信金融管理學院
CTBC FINANCIAL MANAGEMENT COLLEGE

6

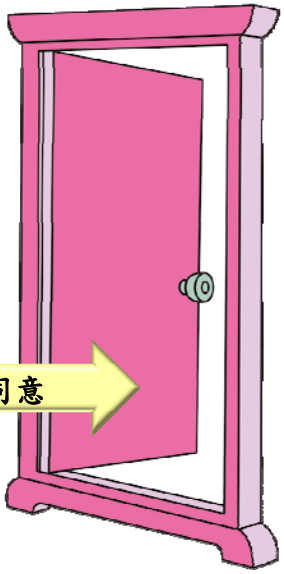
任意門?

主管機關審核
同意結合之日
在公開收購期
間屆滿後



不同意

同意



審議期間與公開收購期間屆滿日衝突排除?

合理延長?

7

一、及早因應、先行介入

二、加強司法審查標準

三、責任標準具體化

四、名實相符的強制收購制度

中信金融管理學院
CTBC FINANCIAL MANAGEMENT COLLEGE

8

感謝您的聆聽!

中信金融管理學院
CTBC FINANCIAL MANAGEMENT COLLEGE

9

TSIL Taiwanese Society of International Law
社團法人 台灣國際法學會