

# 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

朱 德 芳\*

### 要 目

- |  |                               |
|--|-------------------------------|
| 壹、問題之提出  | 四、對公司本身之影響                    |
| 貳、公司法近年修法趨勢——增加公<br>司籌資之便利性與擴大董事會發<br>行新股之決策權限 | 五、對債權人之影響                     |
| 一、以發行價格而言                                      | 肆、公司法第一五六條第五項股份交<br>換制度之評析    |
| 二、以新股發行之對象而言                                   | 一、本條項之缺漏，以及與其他規<br>範之扞格       |
| 三、以發行股數而言                                      | 二、【類型一】涉及公司控制權移<br>轉之股份交換     |
| 參、股份發行對公司利害關係人之影響                              | (一)【類型一】涉及公司控制權移<br>轉之股份交換之內涵 |
| 一、對原有股東之影響                                     | (二)控制權變動之分析                   |
| 二、對經營團隊之影響                                     |                               |
| 三、對新股東之影響                                      |                               |

\* 政治大學法律系助理教授，柏克萊大學法學博士。

投稿日期：九十八年五月十九日；接受刊登日期：九十八年十一月二十七日

責任校對：許俊鴻

|   |                                 |
|---|---------------------------------|
| (三)法規範設計重點  | (一)日常營運決策之股份交換分析                |
| (四)小 結  | (二)法規範設計                        |
| 三、【類型二】經營團隊用以作為<br>敵意併購防禦措施的股份交換                          | 伍、閉鎖型公司與公開型公司於新股<br>發行法規範密度上之區別 |
| (一)敵意併購防禦措施之分析  | 陸、修法建議——代結論                     |
| (二)法規範之設計   | 一、建議修正公司法第一五六條第<br>五項           |
| 四、【類型三】交易相對人為公司<br>關係人之股份交換                               | 二、增訂防禦措施之採行應經股東<br>會特別決議之規定     |
| (一)交易相對人為公司關係人之股<br>份交換分析                                 |                                 |
| (二)法規範設計  |                                 |
| 五、【類型四】日常營運決策 (Or-<br>dinary Business Decision) 之股<br>份交換 |                                 |

## 摘 要

二〇〇一年增訂公司法第一五六條第五項所涉及的問題極為複雜，包括股東出資種類、董事會與股東會之分權、經營團隊與股東間之利益衝突、公司控制權移轉、股東優先認股權之存廢，以及公司負責人受託義務等面向。本文研究發現，股份交換制度排除了許多規範之適用，法規密度之不一致卻將破壞現行規範架構體系。本文從董事會發行新股之動機出發，將股份交換依可能涉及之利益衝突態樣，區分為四種類型：【類型一】涉及公司控制權移轉之股份交換、【類型二】經營團隊用以作為敵意併購防禦措施之股份交換、【類型三】交易相對人為公司關係人之股份交換，以及【類型四】日常營運決策（ordinary business decision）之股份交換。本文針對不同類型之股份交換，逐一分析可能的規範模式，並提出修法建議，同時對於閉鎖型公司與開放型公司下董事於新股發行時之受託義務是否應為不同密度之法規範設計進行思考。本文重新思索與安排經營團隊於發行新股時之行為標準，以及董事會與股東會之分權設計，期能達到法規範促進有效率新股發行，遏止無效率新股發行之目的。

**關鍵詞：**股份交換、優先認股權、敵意併購防禦措施、控制權之移轉、私募、發行新股、員工認股權憑證、員工庫藏股、股份轉換、閉鎖公司、受託義務、利益衝突

## 壹、問題之提出

觀察這幾年公司法與證券交易法等相關法規的修正可知，我國立法趨勢傾向擴大董事會經營決策權限。其中最為明顯者，即為公司法第二〇二條之修訂。此外，法規於公司「股份發行」等事項上亦逐漸鬆綁。二〇〇一年修正公司法的重點之一即在於「便利公司資金之募集」，相關規範的修正與增訂如允許公開發行公司得折價發行股份（第一四〇條）、放寬股東出資種類之限制，經董事會決議即可以現金以外之方式出資（第一五六條第四項）、允許董事會經特別決議得以股份交換方式發行新股予特定人，從而排除公司員工與股東依第二六七條優先認股權之適用（第一五六條第五項）、允許非公開發行之公司得不受公司財務狀況之限制而私募公司債（第二四八條第二項）、公司因進行合併、分割、重整、或因發行員工認股權憑證、可轉換公司債、附認股權之公司債，與認股權憑證或附認股權特別股而有發行新股之必要時，得排除員工與股東優先認股權之適用（第二六七條第七項）<sup>1</sup>等。除此之外，二〇〇二年增訂證券交易法第四十三條之六到第四十三條之八，允許公開發行公司得因股東會特別決議私募具股權性質之有價證券。

本文認為，公司籌集資金相關規範之鬆綁，以及董事會於發行新股事項權限之放寬等修法方向應值贊同，但相關配套措施是否完善，各規範之間有無矛盾衝突之處，董事會是否真能本於公司價值

---

<sup>1</sup> 2006年2月3日修正公司法第267條第7項，增訂公司重整時之新股發行得排除員工、股東之優先認股權，其立法理由為「增列公司依重整計畫發行新股時，也可以排除員工及原有股東的優先承購權。因此，未來法院裁定准予公司重整，而重整公司關係人會議通過重整計畫發行新股，重整人即可依計畫內容逕行尋求認購者，無需再費時探詢公司員工及原有股東是否優先承購，藉以彰顯社會正義，同時也提高債權人及投資者的投資意願，俾利重整程序的進行。」

極大化之目的進行新股之發行等問題，均值吾人進一步思考。

以我國近年公司發行股份的實務運作情況來看，確實出現不少爭議問題。首先，自證券交易法第四十三條之六允許公開發行公司私募股份後，出現了多件私募價格遠低於公司股份市價、股東會資訊揭露不足的私募案件<sup>2</sup>。此外，二〇〇七年台灣航業股份有限公司（下稱「台灣航業」）經營權爭奪一案中，台灣航業公司派為防禦中國航運股份有限公司（以下稱「中國航運」）爭奪公司經營權，遂以公司法第一五六條第五項股份交換方式發行新股予白衣騎士——陽明海運股份有限公司（下稱「陽明海運」）<sup>3</sup>，此一操作股份交換制度之作法，實遠遠超乎立法者當初訂定股份交換制度之預想。本文認為，發行新股之相關規範中，又以公司法第一五六條第五項股份交換制度所生之缺漏最為嚴重，其並與現行規定產生極大的扞格之處，故本文第肆部分將以股份交換制度為研究核心，從公司經營團隊進行股份交換之動機與目的著手，進一步分析不同動機下所進行之股份交換類型，以及可能產生之利益衝突態樣與防免之道，並提出修法建議。同時對於與股份交換可能產生相同或近似效果之行為與相關法規範進行分析，以便瞭解法規範對於相同或近似效果行為之規範是否一致，倘不一致是否會造成行為人規避特定規範之結果。

其次，本文研究發現，目前法規範對於非公開發行之閉鎖型股份有限公司在發行新股事項上之規範密度，較公開發行公司寬鬆。以公司法第一六七條之二員工認股權憑證為例，公開發行公司除應

---

<sup>2</sup> 關於近年我國私募案件之研究與法規範修正，請參閱朱德芳，論公開發行公司之資本結構重組與公司治理：以形式減資與私募增資為核心，臺灣大學法學論叢，37卷2期，頁81-150，2008年6月。

<sup>3</sup> 本案分析請見本文第肆部分【類型二】之分析。

依公司法之規定外，尚應遵循「發行人募集與發行有價證券處理準則」，處理準則對於員工認股權憑證所得認購股數之上限，以及股份發行價格之下限均有規定<sup>4</sup>，目的係在避免公司因此所發行之股數過於龐大，或者發行價格過低，從而產生稀釋股東權益之不良效果。反觀公司法第一六七條之二對於員工認股權憑證所得發行股份之數量與價格均未設規定，經濟部函釋僅謂發行價格依公司法第一四〇條不得低於每股面額即可，致使非公開發行公司之董事會於員工認購權下之股份發行有極大之權限，法規於此對閉鎖型與開放型公司在規範密度上所為之區別是否妥適，值得進一步研究。

本文雖贊同多數學者對於「大公司」與「小公司」應區別規範，且非公開發行等小公司之規範模式原則上應尊重股東間之契約自由的基本規範哲學，但本文同時認為閉鎖型公司之人合特性，將使股東對於持股比例之增減變動較開放型公司更為敏感。觀察美國經驗可知，閉鎖型公司常以股份發行作為稀釋股東權益或壓迫少數股東（oppression）之手段<sup>5</sup>。是以本文第伍部分將從公司之閉鎖或開放性質，分析股份發行之規範密度與模式。

從公司股東等公司內部利害關係人之利益言，自然期望公司透過股份發行以極大化公司價值，使公司得以較低的成本換取對公司較有利之資產，從而增加其持股之價值。股東所關注者為股份是否

<sup>4</sup> 參見「發行人募集與發行有價證券處理準則」第51條、第53條與第56條之1。

<sup>5</sup> See The Late HODGE O'NEAL & ROBERT B. THOMPSON, O'NEAL AND THOMPSON'S OPPRESSION OF MINORITY SHAREHOLDERS AND LLC MEMBERS § 3.20 (2008) (“...Those in control of the board of directors may desire to issue the new shares to maintain control after the upcoming end of a voting trust or to head off creation of a new majority among existing shareholders, or to obtain necessary votes for approval of a merger or other fundamental change. The issuance of new shares may also be an effort to dilute a minority shareholder beyond a particular threshold.”)詳見本文註99至註124內文之分析。

會因股份發行而被稀釋、公司經營權是否因此移轉、股份發行是否成為經營團隊不當擴張控制權之工具等問題；另一方面，從欲認購股份的投資人而言，則是希望發行公司能充分揭露評價股份的重要因素，使得投資人能正確評估股份價值，以決定是否投資，避免因出價過高而造成投資損失，故其所關注者，為公司發行股份時，資訊揭露是否充足與正確、有無證券詐欺等情事。從部門法分工的角度言，前者屬於股東會與董事會權力劃分以及經營團隊受託義務與責任等公司法之規範議題，後者屬於證券法下之公開原則與反詐欺等市場交易秩序之維護。然而，無論部門法間如何分類，本文認為法規應在不侵害個體利益的情況下，促進資源配置的優化，使股份以及與股份發行密切相關的公司控制權能獲得較有價值之運用。

本文限於篇幅，僅從股份發行涉及公司內部利害關係人之衝突調整為研究核心。期待透過本文之研究，能協助投資人與市場以較低的交易成本（transaction costs），鑑別出有效率與無效率的股份發行，以促進有效率的新股發行、並遏止無效率之新股發行，從而增進整體資本市場運作的效率，使得資金供給者——投資人與資金需求者——發行人，均願意透過直接金融市場進行資源交換。

## 貳、公司法近年修法趨勢——增加公司籌資之便利性 與擴大董事會發行新股之決策權限

二〇〇一年修正公司法第二〇二條關於股東會與董事會於經營公司事項上之權限劃分，應有擴大董事會權限的指標性意義。

倘從股份發行事項之角度論述股東會與董事會之權限劃分，近年修法也是符合董事會權限擴大的立法趨勢。首先，公司資本制度下，「法定資本制」係將發行新股之決定權限交由股東會，而「授權資本制」則是交由公司董事會決策行之。縱觀世界主要資本國家

在股份有限公司資本制度的規範設計上，除英美法系國家向來有授權資本制的傳統外，大陸法系國家亦有逐步朝向折衷式授權資本制，乃至於完全採行授權資本制的發展趨勢。我國原屬折衷式授權資本制，二〇〇五年修正公司法時，刪除第一五六條第二項但書「但第一次應發行之股份，不得少於股份總數四分之一」之規定<sup>6</sup>，配合公司法第二六六條規定，確立了我國股份有限公司之資本制度為授權資本制。

法定資本制與授權資本制之優劣與制度選擇上之考量，相關論著甚多，本文在此不擬贅述。本文欲指出的是，由法定資本制轉向授權資本制，代表著股份發行之決策機關，由股東會轉向董事會。配合公司法其他條文之修正，董事會除能決定發行新股的時間點外，亦能相當程度上決定股份發行價格、發行股數，乃至於發行對象。以下分別論述之。

### 一、以發行價格而言

我國二〇〇一年修正公司法第一四〇條，允許公開發行公司得以低於票面金額（par value）折價發行股份<sup>7</sup>，更進一步地擴大了

<sup>6</sup> 本條項修正之立法理由謂：「……二、授權資本制之最大優點，在使公司易於迅速成立，公司資金之籌措趨於方便，公司亦無須閒置超過其營運所需之巨額資金，爰自現行折衷式之授權資本制改採授權資本制。又實務上，為因應新金融商品之發行，避免企業計算股份總數四分之一之不便，爰刪除現行條文第二項但書之規定。」

<sup>7</sup> 傳統上，公司會計以每股票面金額計算公司資本之理由，除吾人所熟知係為保護公司債權人之設計外，尚有確保股東出資公平、避免股權稀釋之用意。每股面額（par value）中「par」一詞之拉丁文原意為「equal」，亦即「平等」之意。舉例來說，投資人A為避免其他投資人購買一股所支付的價金少於其購買一股所支付的價金，從而造成出資被其他投資人稀釋之情況，故藉由每股面額以及發行價格不能低於面額之要求，某程度緩解當事人之疑慮，以便利於公司



董事會在發行價格上之權限。而與發行價格有密切相關的出資種類限制亦於二〇〇一年修正時放寬至現金以外之出資種類，包括對公司所有之貨幣債權、公司所需之技術、或商譽等，只要抵充之數額經董事會決議即可。

## 二、以新股發行之對象而言

我國公司法第二六七條第三項雖設有股東之優先認股權規定，但本條第七項規定有不適用本條的六種情況，包括公司因合併他公司、分割、公司重整，或者依第一六七條之二發行員工認股權、第二六二條發行可轉換公司債、第二六八條之一發行認股權憑證或附認股權特別股而發行新股時，均無股東優先認股權規定之適用；此外，尚有二〇〇一年增訂之第一五六條第五項股份交換、二〇〇二年增訂之證券交易法第四十三條之六私募與股權有關之有價證券，以及證券交易法第二十八條之一股權分散之規定，均為股東優先認股權之除外規定；另外，公司庫藏股之再次流通，其對於公司與原股東所可能產生之影響，也與公司發行新股極為類似，故公司依公司法第一六七條之一將庫藏股發給員工，亦係與排除股東認股權有相同之效果。縱上分析可知，在股份發行之對象上，現行規範設計有許多排除股東優先認股權，而由董事會決定新股發行對象之規定。

---

資金之籌集。當然，仔細探究後即可瞭解，董事會以不低於每股面額之價格發行股份未必即能確保股東權益不被稀釋，蓋只要股份發行價格低於股份真實價值，且原股東未按持股比例認購，股權即被稀釋（diluted），而股份之真實價值係隨著公司營運情況時時有所變動，與固定不變的每股面額無關。也就是說，縱使股份發行價格高於每股面額，但倘低於股份真實價值，仍生股份稀釋的問題。最初設計股份面額之想法或許僅期望採取一個在操作上較具簡便性的客觀標準，特別是在我國過去對於經營團隊受託義務內涵的發展尚不成熟的時候，但時至今日應思考者為有無其他更佳之方案，可以解決股份稀釋的問題。  
*See* ROBERT CLARK, CORPORATE LAW 707-09 (1985).

### 三、以發行股數而言

在授權資本制下，董事會發行新股之股數，只要在章程所定股份總數之範圍內，原則上並無限制。對於排除股東優先認股權之新股發行，雖然可能涉及股權之稀釋，公司法並未加以限制，例如公司法第一五六條第五項股份交換之發行新股，原修正草案建議股份交換發行新股之上限為已發行股份總數的40%，但後遭刪除；再如，為因應依公司法第一六七條之二員工認股權憑證而為之新股發行，公司法本身亦無發行股數上限之規定。為解決股權稀釋問題，「發行人募集與發行有價證券處理準則」第五十條規定，公開發行公司為發行員工認股權憑證所發行之新股，每次不得超過已發行股份總數的10%，加計前次不得超過15%。也就是說，非公開發行公司因員工認股權而發行新股時無發行股數上限之規定，而公開發行公司則受有前述15%之上限規範<sup>8</sup>。

至於公開發行公司排除股東優先認股權而發行與股權有關之有價證券予特定人之私募，證券交易法第四十三條之六雖未規定發行股數之上限，但規定此時之新股發行須經股東會特別決議，或可某一程度緩解可能涉及的股權稀釋問題<sup>9</sup>。

另外，對於股東而言，可能發生與發行新股相同股權稀釋效果的員工庫藏股，在非公開發行公司，董事會應依公司法第一六七條之一之規定，收買之股份不得超過公司已發行股份總數的5%，倘為公開發行公司，依證券交易法第二十八條之二第二項之規定，收買之股數不能超過公司已發行股份總數的10%。

---

<sup>8</sup> 此一情況是否合理，請見本文第肆部分之論述。

<sup>9</sup> 非公開發行公司能否私募與股權有關之有價證券，根據主管機關函釋與學者見解，認為應採否定說，本文贊同之。參見劉連煜，現代公司法，頁510，2008年9月4版；王文宇，公司法論，頁419，2006年8月3版。

綜言之，董事會在發行新股之對象、發行價格與發行股數等事項決策權限上之逐步擴大，一方面增加董事會籌集資金之便利性與時效性，另一方面也造成經營團隊與股東間利益衝突之激化。

### 參、股份發行對公司利害關係人之影響

公司股份發行可能影響之利害關係人，主要包括原股東、新股東、發行公司、經營團隊與發行公司之債權人等。

#### 一、對原有股東之影響

先論發行新股對於原股東的正面影響，公司以發行新股方式籌集公司所需之現金或其他財產等資源，可能具有增加公司規模、擴大公司收益的好處，從而使每股價值增加，促進股份價值極大化；但卻也可能造成股東權益之稀釋。

本文將發行新股所造成的股東權益稀釋之態樣區分為兩類：一是「股份價值之稀釋」（the economic or price-based dilution），一是「持股比例之稀釋」（the dilution of ownership）。

所謂「股份價值之稀釋」，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」，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的情況下，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」。

也就是說，造成「股份價值之稀釋」或「持股比例之稀釋」之主要因素：一為股份發行對象；一為股份發行價格。而如前所述，

在我國現行法規之架構下，股份發行對象與價格相當程度操縱於經營團隊之手。

本文區別此兩種類型之稀釋主要原因有二。

第一，開放與閉鎖程度不同公司之股東，對於兩種不同類型之稀釋，其敏感度不同。閉鎖型公司之股東不僅關注「股份價值之稀釋」，亦同樣關注「持股比例之稀釋」；而開放型公司之股東則主要關注公司發行新股時「股份價值之稀釋」，除非公司發生公司派與市場派爭奪經營權或公司控制權移轉，否則股東對於僅會造成「持股比例之稀釋」而不生「股份價值之稀釋」之新股發行，亦即原股東未能按持股比例認購但發行價格不低於股份真實價值之發行，多不會表示反對。

究其原因，閉鎖型之股份有限公司，由於資訊取得成本與股份變現成本均較高，在欠缺流動性下，所謂「股份自由轉讓」往往只是理論與抽象上的存在；市場監控等外部機制之欠缺，致使股東必須藉由如表決權或少數股東權之行使以保障自身利益。是故，對於閉鎖型公司之股東而言，維持與少數股東權益密切相關的持股比例即十分重要。從國外案件分析可知，閉鎖型公司之經營團隊透過股份發行以壓迫少數股東的情況頗為常見<sup>10</sup>，且往往造成公司運作上之僵局（deadlock）與資源浪費。

反之，就開放型公司而言，除了涉及公司控制權移轉與敵意併購防禦措施的發行新股外，股東所關注者為股份價值是否被稀釋而非持股比例是否被稀釋的問題，則保障股東權益之方式就不僅僅是股東優先認股權一途了。事實上由本文下述分析可知，賦予股東優先認股權反而未必是防止股東股份價值被稀釋之最佳方法。

---

<sup>10</sup> THE LATE HODGE O'NEAL & ROBERT B. THOMPSON，同註5。

第二，此兩種稀釋類型所涉及之利益衝突與解決方案不同。股東持股比例之高低將涉及公司控制權之移轉與敵意併購防禦措施之採行。而無論是公司控制權移轉或敵意併購防禦措施是否採行，均涉及公司經營權能否歸屬於較有效率的經營者，均會產生現任經營團隊與股東間利益衝突加劇的情況，也與公司價值極大化是否得以實現密切相關。倘就公司類型而言，無論是開放型或閉鎖型公司均可能因為發行新股導致控制權移轉之結果。至於以發行新股作為敵意併購防禦手段一節，則由於敵意併購僅可能發生於開放型公司，閉鎖型公司股東則應無此疑慮。本文第肆部分將分析，單純股東股份權益被稀釋的發行新股與涉及控制權移轉與敵意併購防禦措施的發行新股，其利益衝突劇烈程度與防免措施不甚相同。

本文此處先提出開放閉鎖程度不同之公司股東，對於股份發行稀釋態樣的關注焦點不同，至於公司之閉鎖或開放程度究竟對法規設計應產生何種影響，將於本文第伍部分詳盡分析。

## 二、對經營團隊之影響

根據學者研究指出，我國上市公司約有70.1%存在控制股東<sup>11</sup>，也就是說公司控制股東就是經營團隊，或者說，公司控制股東實質控制著經營團隊。既然如此，有無可能因為經營決策者也是公司股東，致使經營團隊不可能做出不利於公司原股東的新股發行為？本文認為，在公司經營團隊同時兼具有股東身分的情況下，或有助於代理成本的降低，但只要公司非百分之百為經營團隊所持

---

<sup>11</sup> See Yeh Y.H. & T. Woidtke, *Commitment or Entrenchment? Controlling Shareholders and Board Composition*, 7 JOURNAL OF BANKING AND FINANCE 29, 1857-85 (2005). 轉引自王文宇，從股權結構論公司治理法制，月旦民商法雜誌，10期，頁17，2005年12月。

有，即存有本人與代理人利益分歧的可能性。另外，對於非經營團隊的少數股東而言，其投資公司之獲利來源僅公司分配盈餘或轉讓持股之價差所得兩項，但經營團隊作為股東所可獲得之利益範圍，則遠大於此，例如經營團隊薪酬、利用公司資源與自己之資源結合、與公司進行關係人交易等等；在我國上市公司經營團隊慣以金字塔型結構、交叉持股來增加投票權的情況下，經營團隊持有少量股份即可掌握公司控制權<sup>12</sup>，經營團隊從控制權所獲得之利益實遠大於其因股東身分所獲得之利益。也就是說，經營團隊的利益與公司本身與其他股東間並不完全一致，所以當公司發行新股可能使原股東之股份價值或持股比例受稀釋時，經營團隊作為決策之發動者與執行者，勢必能夠安排並進行對自己有利之交易架構。

### 三、對新股東之影響

倘以資源配置優化的角度出發，則吾人不僅應關注公司發行新股時，原股東權益可能因發行價格低於股份真實價值而受損，亦應關注新股東是否因發行公司資訊之誤導而以超過股份價值之價格認購新股，蓋此亦將造成資源配置的無效率。在募集有價證券時，係以證交法有關於公開說明書製作、交付等資訊揭露，以及證券詐欺規範；在非募集有價證券的情況下，則依一般民法規定，例如意思表示是否一致，有無因錯誤、受詐欺等而有意思表示瑕疵之情況，或刑事責任如詐欺等規定處理之。

### 四、對公司本身之影響

公司是所有利害關係人所投入公司所需資源之綜合體。公司作

---

<sup>12</sup> 葉銀華、李存修，健全台灣之公司法治理機制——從台灣出發，中華公司治理協會準則委員會研究計畫報告，頁10，2003年4月。

為具有獨立人格的市場參與者，有其自身之利益取向。即便是對於公司有剩餘財產分配請求權之股東，其利害關係雖與公司最為緊密，然其利益亦未必與公司完全一致<sup>13</sup>。如此即涉及當利害關係人利益取向發生衝突時，應首先滿足何人之期待，以及應由何人決定公司之決策方向的問題。

本文認為應以公司價值極大化之追求為目的，並以柏雷托效率（Pareto Efficiency）——在無個體受損的情況下，追求整體的最大利益——作為公司決策之依據；而在手段上應採取董事優位原則，亦即由董事負責經營公司之決策制定與實施，同時承擔相應的責任。但本文亦認為，在利益衝突較為劇烈的情況下，尚必須輔以股東會作為決策機構，藉以加入市場監控機制。同時，由於股東會與市場機制監控之侷限性，本文尚期待司法機關的適度介入，在諸如公司董事責任之判定、少數股東權益之保障等事項上，能夠發揮一定之功能。

故倘以公司發行新股論，本文對於近年修法趨勢擴大董事於公司發行新股之權限，基本表示贊同，但同時認為現行法規對於涉及利益衝突較為巨大的發行新股並未予以區別處理，從而可能產生無效率之發行新股行為之情況。倘專就公司法第一五六條第五項之股份交換制度評析，參酌二〇〇二年增訂本項之理由為，「增列第六項係參考美、日有關股份交換之規定，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，故須經董事會特別決議並限制可交換發行新股之比例<sup>14</sup>，以保障原股東之權

<sup>13</sup> 關於公司股東、債權人與公司間之利益取向與衝突，請見朱德芳，重整公司中之公司治理，東吳法律學報，17卷2期，頁193-248，2005年12月。

<sup>14</sup> 廖大穎，論股份轉換法制程序與股東權之保護，政大法學評論，83期，頁205，2005年2月。關於林忠正立委等31人所提原草案「受讓股份不得超過發行股份百分之四十」，朝野協商刪除，見立法院第四屆第六會期第五次會議議案

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。」由此可知，股份交換運用得當，除了可收籌資迅速之效外<sup>15</sup>，也可使公司向特定人取得一般股東所無，但有利於公司整體發展之資源。然另一方面也可能因股份發行使股份價值與持股比例受到稀釋，減損股東權益，甚或影響公司價值。本文第肆部分將分析，僅依目前董事會特別決議行之之股份交換制度，實不足以確保股份發行之效率，本文建議應依利害衝突強弱等不同之情狀，協調董事會、股東會與司法機關於此之權限與角色。

## 五、對債權人之影響

至於公司債權人是否亦會因公司發行新股而受有影響？公司發行新股籌措公司所需資源，一般而言將使公司股本所有增加，使得公司償債能力增加，對債權人而言應屬正面，縱或因股份發行價格低於股份價值，也僅生新舊股東間之利益衝突問題，不至影響債權人之權益。但倘發行新股係造成公司經營權之變動，或者作為敵意併購之防禦措施時，確係牽動公司價值之增減，從而影響公司之清償能力。然基於股東作為騰餘財產分配請求權人（the residual claimant）與債權人作為固定收益請求權人（the fixed-income claimant）之權利內容與風險分擔安排，致使債權人雖對於公司經營權變動與否有利害關係但無表決權，然債權人仍能透過契約之協商預先安排可能之風險<sup>16</sup>。

---

關係文書院總第六一八號。

<sup>15</sup> 參見賴源河，論優先認股權，載：公司法問題研究(一)，頁89-93，1982年2月。賴源河教授分析，股東優先認股權有危害籌措資本機動性之虞，從而未必利於公司整體發展。

<sup>16</sup> 廖大穎，公司債發行之三角關係——發行公司、公司債債權人與股東間之利益調整，月旦民商法雜誌，創刊號，頁64、80-85，2003年9月。廖教授指出，倘



以上分析股份發行可能對於發行公司本身、原股東、新股東、公司債權人所生之利益衝突。如前所述，依目前之法規範架構，係以董事會作為公司發行新股之主要決策機關，故本文以下將以董事會發行新股之動機為經，以公司、原股東與公司經營團隊的利益衝突與調和為緯，進行公司法第一五六條第五項股份交換制度之分析。本文研究後發現現行之股份交換制度可以說是董事會於發行新股上權限極大化者，實有予以詳細分析之必要。至於認購股份之新股東與債權人之保護則不在本文研究範圍內。

## 肆、公司法第一五六條第五項股份交換制度之評析

### 一、本條項之缺漏，以及與其他規範之扞格

公司法二〇〇一年增訂第一五六條第五項規定，「公司設立後得發行新股作為受讓他公司股份之對價，以出席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<sup>17</sup>。」其立法理由為：「增列第六項係參考美、日有關股份交換之規定，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，故須經董事會特別決

---

公司債權人與發行公司的利益衝突，損及公司債權人者，除公司法第23條第2項得為主張之基礎外，亦應思考債權人得否對發行公司之企業經營者主張受託義務（the fiduciary duty）。本文對此深表贊同，本文進一步認為，公司經營者之受託義務使其必須以公司價值極大化為決策之標準，同時，除股東得提起受託義務違反之訴外，似亦應允許債權人作為公司之利害關係人提出訴訟；惟，無論何利害關係人所提違反受託義務之訴，法院均應依公司價值極大化為判斷標準，而非個別利害關係人之利益為斷。

<sup>17</sup> 現行條文於2001年增訂後，曾於2005年6月22日為配合刪除公司法第156條第2項但書「但第一次應發行之股份，不得少於股份總數四分之一」與第278條第2項之折衷式授權資本制規定時，酌作文字修正。

議並限制可交換發行新股之比例<sup>18</sup>，以保障原股東之權益，又因股份交換取的新股東之有利資源，對公司整體之營運將有助益。」

本項立法理由雖表明係參酌國外關於股份交換之規定，但根據本文研究，由於本條之實質內容與國外相關規定出入甚大，且本條經實務運作後，實已超出立法者原本預期的效果。學者為文討論者不在少數，有從企業重組之角度出發者，有從出資種類之擴大與資本三原則之維持進行研究者<sup>19</sup>，亦有學者認為本條之規範目的未臻明確<sup>20</sup>。

而主管機關又是如何看待本項呢？原財政部證管會（現為金融監督管理委員會證期局）為配合本項之修正，於二〇〇二年一月二十二日頒布「公開發行公司發行新股受讓公司股份應注意事項」以茲規範，然前述應注意事項於同年十二月十日即宣告廢止，相關規範經部分調整後，併入「公開發行公司取得或處分資產處理準則（下稱「取得或處分資產處理準則」）」。<sup>21</sup>觀「取得或處分資產處理準則」第四條之規定，「依公司法第一五六條第六項規定發行新股受讓公司股份」簡稱為「股份受讓」，或可推知，主管機關係

---

<sup>18</sup> 應注意者，本條增訂時，立委林忠正等31人所提修正草案有「受讓股份不得超過發行股份百分之四十」之文字，惟此一發行新股比例之限制規定，後經朝野協商刪除，但立法理由部分則未予修改。參見立法院第四屆第六會期第五次會議議案關係文書院總第六一八號；廖大穎，同註14，頁205。

<sup>19</sup> 參見王志誠，股份轉換法制之基礎構造——兼評「企業併購法」之股份轉換法制，政大法學評論，71期，頁79、83，2002年9月；廖大穎，同註14，頁204-206。廖教授除認為股份交換論其本質，實為公司法上股東出資標的之新型種類外，實有「私下募集新股之效益，而遂行其企業結合之目的」。其同時指出，如此的發行新股「不僅是使原有股東權益發生稀釋效果，且其亦是公司原有股權結構發生變化的要因之一」，其並對修法後僅保留董事會特別決議機制一項，是否足以保障股東權益存疑。廖教授的觀察，本文深表贊同。

<sup>20</sup> 王文宇，同註9，頁434。

從「資產取得」之角度規範公開發行公司之股份交換行為：一公司以他公司股份作為本公司發行新股之對價，由於涉及他公司股份之鑑價，故如同本公司取得或處分其他如不動產等鑑價不易的資產一樣，應以「取得或處分資產處理準則」規範之。然經本文研究後發現，主管機關目前雖以「資產取得」之邏輯來架構公開發行公司股份交換制度，以期能填補公司法下股份交換僅需董事會決議此一過於寬鬆的規定，但比較「取得或處分資產處理準則」對於公司取得其他資產之規範，處理準則對於公司以股份交換的方式取得他公司之股份之規範，顯然寬鬆許多，此規範上的區別處理是否有其道理，實有深究之必要。

本文認為，此一股份交換制度可以說是相當大程度地放寬董事會在發行新股上之權限：董事會在本條項下之發行新股，沒有發行對象、股數、發行價格與發行時間點上之限制，除了公開發行公司應遵循前述「取得或處分資產處理準則」某些十分寬鬆的程序規範外，可以說是並無任何限制。董事會的權限如此之大，而其責任又如何呢？權責是否相符，亦值深入探討。

進一步研究亦可發現，公司法下之股份交換制度為許多法規範之特別規定，亦即股份交換制度排除許多規範之適用。而各個相關聯規範間之關係為何？是否可以妥當地調整當事人間之權利義務情況，值得探究。以下茲舉數個與股份交換具關聯性之法規範說明之：

第一，股份交換為公司法第一五六條第四項出資種類之特別法，現金以外之出資，例如對公司之貨幣債權、公司所需技術、商譽，只要經董事會普通決議即可，而以他公司股份作為出資之股份交換卻必須經董事會的特別決議。此一差別規範是否妥適，值得探究。

第二，股份交換下之發行新股，排除公司法第二六七條員工與

股東之優先認股權，股份交換在無須經股東會同意的情況下，其發行股數與發行價格均由董事會決議之情況下，是否會破壞第二六七條規範目的——防止股東權益被稀釋、防免新舊股東利益衝突。

第三，股份交換與證券交易法第四十三條之六私募制度有相當程度之類似性，然法規範的密度強弱明顯不同。股份交換與私募兩者均排除公司法第二六七條員工與股東之優先認股權，而係對特定人所為之新股發行。從公司經營團隊的角度，均可以透過私募與股份交換達到稀釋股東權益、鞏固其經營權，或者用以作為經營權移轉之工具；所不同的僅在於對價之種類：股份交換下，公司發行新股之對價必須為他公司之股份，而私募時所發行新股之對價，可以是現金，亦可以為現金以外之出資種類<sup>21</sup>，例如公司股份等<sup>22</sup>。然證交法卻規定私募必須經股東會特別決議通過後始得為之，而公司法股份交換卻僅須經董事會同意即可；股份交換與私募在本質上有極大類似性，但在規範上卻如此鬆緊不一，如此是否將導致某些私募案件透過包裝，以股份交換之方式呈現，從而規避比較嚴格的私募規定，致使私募規範形同具文<sup>23</sup>？

<sup>21</sup> 經濟部92年3月12日經商字第09202047660號函與原財政部證期會92年3月21日台財證一字第0920109346號函謂：「公開發行股票公司私募股票之應募人，得依公司法第一百五十六條第五項或第二百七十二條但書規定，以非現金之方式出資；其抵充數額及合理性，應提經股東會討論通過。」另參閱金管會證期局有價證券私募制度疑義問答第26題說明；劉連煜，同註9，頁205；王文宇，同註9，頁23。

<sup>22</sup> 依實務見解，公司法第131條與第272條之「公司事業所需之財產」應包括股份，亦即股份為出資種類之一種。參酌經濟部66年1月10日經商字第00632號函釋：「查股票為有價證券，屬『財產』之一種，股份有限公司發起人如以股票抵繳股款時，參照公司法第一三一條第三項規定，該股票應為公司事業所需之財產方可，並先由公司提出說明及其估價後再予認定。」

<sup>23</sup> 關於我國私募制度與股份交換制度的比較，請見朱德芳，同註2，頁81、141-143。

第四，股份交換排除證券交易法第四十三條之一強制公開收購之適用<sup>24</sup>。證券交易法第四十三條之一第三項規定，「任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，除符合一定條件外，應採公開收購方式為之。」依「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第十一條規定，「任何人單獨或與他人共同預定於五十日內取得公開發行公司已發行股份總額百分之二十以上股份者，應採公開收購方式為之。符合下列條件者，不適用前項應採公開收購之規定：……五、依公司法第一百五十六條第六項（按：2009年4月29日公司法修正刪除本條第2項，致使股份交換規定移為本條第5項）或企業併購法實施股份交換<sup>25</sup>，以發行新股作為受讓其他公開發行公司股份之對價。」也就是說，他人或他公司欲取得目標公司20%以上之股權時，倘係目標公司發行新股以為對價時，則無須以公開收購方式為之。參照本條項之立法理由謂係「為避免大量收購有價證券致影響個股市場之價格，納入強制公開收購之規定」外，亦有學者認為本條係為使小股東有機會在公司進行控制權移轉時得以分享「控制權溢價」（control premium）而設<sup>26</sup>。如今，股份交換不適用強制公開收購之規定，是否會破壞強制公開收購的規範目的？是否會產生控制股東與小股東間之利益衝突？

<sup>24</sup> 公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第11條規定：「任何人單獨或與他人共同預定於五十日內取得公開發行公司已發行股份總額百分之二十以上股份者，應採公開收購方式為之。符合下列條件者，不適用前項應採公開收購之規定：……五、依公司法第一五六條第六項或企業併購法實施股份交換，以發行新股作為受讓其他公開發行公司股份之對價。」

<sup>25</sup> 此處所稱之「股份交換」應係指企業併購法所規定之「股份轉換」，應係文字之誤植。

<sup>26</sup> 參見劉連煜，新證券交易法實例研習，頁149，2008年9月6版。

第五，股份交換與企業併購法第二十九條之「股份轉換」在操作結果上可以十分近似，但法規密度卻相當不同。企業併購法下之「股份轉換」係指一公司經股東會之特別決議，得將公司全部股份讓與他公司作為公司股東承購他公司發行新股或發起設立時所需股款之對價；股份轉換之結果係使公司成為他公司百分之百持股之子公司，而公司股東則取得他公司發行之股份，成為他公司之股東<sup>27</sup>。股份轉換可以是為創造控股公司的目的，也可以是為了達成如同合併、經營權移轉之目的；前者可能係公司經營團隊透過「法人格多層化」而架空原股東會對於公司業務之決策權<sup>28</sup>；後者則可能產生股東權是否被稀釋的問題，無論何者，均涉及當事人間強烈之利益衝突，故須經股東會之特別決議始得為之，同時企業併購法也賦予不同意股份轉換之股東有股份收買請求權（the appraisal right）<sup>29</sup>。而由於公司法增訂股份交換制度時，將原草案中對於得發行股份之限制移除<sup>30</sup>，所以在實際操作上，公司在進行股份交換時可以發行比例相當高的新股給予特定之他公司，從而產生如同公司併購、經營權變動之效果，但依現行規定僅須董事會之同意，如

---

<sup>27</sup> 參見企業併購法第4條第1項第5款。

<sup>28</sup> 蓋原屬於公司之財務、業務，經股份轉換後，均屬於子公司之財務業務範圍，依我國現行公司法之架構，關於子公司之經營管理，包括全部或重要部分資產之處分，均屬於公司業務之執行，股東無置喙之權。控股公司結構下可能產生股東權稀釋的問題，詳見高啓瑄，論我國公司法引進穿越投票原則可行性之研究，東吳大學法律學系碩士論文，頁3-26，2007年7月。

<sup>29</sup> 參見企業併購法第12條。

<sup>30</sup> 參見註14。另經濟部經商字第09402014500號（94年2月3日）函釋謂：「公司法第156條第5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予公司業務有關，公司法亦無限制規定。」

此恐無法妥適調整經營權變動時所造成當事人間強烈之利益衝突問題。法規對於股份交換與股份轉換密度鬆緊不一從而產生的弊端，由此可見一斑。

本文認為，股份交換制度之實施可以涵蓋公司營運過程中最基本、最單純之一般日常決策行為，如單純的公司理財行為，到代理成本最高、利益衝突最大、影響公司價值增減最深的公司控制權移轉交易，實施之目的實遠遠超過立法者初訂本制度之預想——「本項在於使公司因股份交換而相互持股，從而取得他企業之有利資源」，從而所可能涉及的利益衝突態樣就不僅僅在於「原股東股東權稀釋」的問題而已了。

既然依現行公司法第一五六條第五項股份交換實施係屬董事會權限，即應從董事會之角度思考，其進行股份交換之動機為何，並分析不同動機下可能涉及之股東與經營團隊間之利益衝突態樣，進而重新檢視現行法對於董事會與股東會於發行新股上之權限劃分是否妥適。

本文以董事會發行新股之目的與當事人間之利益衝突態樣，將公司法第一五六條第五項之股份交換區別為以下四大類型：

- (一)【類型一】涉及公司控制權移轉之股份交換；
- (二)【類型二】經營團隊用以作為敵意併購防禦措施的股份交換；
- (三)【類型三】交易相對人為公司關係人之股份交換；
- (四)【類型四】日常營運決策（ordinary business decision）之股份交換。

本文認為，前述四種類型所涉及之利益衝突程度不同，市場機制與法規所應扮演之角色與所應採取的防免措施亦應有所不同，實應仔細予以區別分析。

應先敘明者，這四種類型均可能涉及原股東權益稀釋的問題。

而【類型一】與【類型二】除了可能涉及股東權稀釋的問題外，尚涉及公司控制權移轉（the change of control）時，少數股東權益保護與公司控制權移轉是否有效率的問題。

## 二、【類型一】涉及公司控制權移轉之股份交換

【例一】A公司發行新股與B公司進行股份交換，致使B公司持有A公司51%之股份或已達具有控制性之股份比例，從而使B取得A公司之控制權。

### （一）【類型一】涉及公司控制權移轉之股份交換之內涵

本類型之重點在於，A公司之控制權因股份交換而從現任經營團隊移轉至B公司經營團隊，倘B公司因股份交換持有A公司51%以上之股份，則很顯然的，B公司成為A公司之控制股東，A公司之控制權移轉至B公司；但倘A公司之股權較為分散，則往往無須取得過半之股權，即可控制公司；亦即，A公司股權越分散，控制A公司所需之股數就越少。至於A公司因股份交換取得多少B公司之股份，則不是重點，但一般而言，雙方為避免公司法第三六九條之十規定相互投資公司行使表決權之限制，在設計上應會使A公司持有B公司股份少於三分之一。

另應注意者，依經濟部函釋<sup>31</sup>，本例中的B公司也可以是自然人，或者B公司以其他公司之股份為對價，交換A公司之股份，均無不可。此外，A公司發行新股所得之對價，可否部分為他公司之股份、部分為現金呢？相關函釋未見說明，然本文認為，在本條規範甚為不足的情況下，應採「限縮解釋」，即公司發行新股所得之對價僅能是他公司之股份。

---

<sup>31</sup> 經濟部經商字94年3月23日第09402405770號。



此外，倘B公司在為本項股份交換之前，即為A公司之大股東與實質經營者，則進行股份交換亦不會導致公司控制權之移轉，則此一股份交換不在本類型之內，而應歸類為【類型三】交易相對人為公司關係人之股份交換。簡言之，【類型一】之重點在於，發行公司A公司之控制權因股份交換而移轉。

當然，從本項修正時之立法理由中，並未論及本條增訂有促進公司控制權交易達成之目的，然從本項規範與經濟部之函釋來看，由於本項並未限制股份交換與發行新股之數額，故在實務操作上，藉股份交換達成控制權之移轉確實可行<sup>32</sup>。

## (二)控制權變動之分析

如前所述【類型一】的基本特徵，在於發行公司的控制權產生變動。公司控制權變動向為公司法之規範重點，故本文以下將介紹公司控制權變動的意義與其所造成之影響，以及公司控制權變動所產生的利益衝突問題，同時評析目前僅以董事會特別決議即得行之之規範不足問題。

### 1. 公司控制權變動（change of control transactions）之意義與其重要性

從經濟學效率的角度觀察，所謂「公司控制權變動」就是決定公司資源應如何配置、使用的經營決策者之變更。其重要性在於倘公司資產經營決策者變動，即會產生公司資產運用所生價值（value）之變動，即會產生運用資源效率增加或減少之結果，從而造成公司所有利害關係人與社會整體財富增減結果。

倘從法規範面的角度來觀察公司控制權變動，則往往以「併

---

<sup>32</sup> 王文宇教授也質疑本條規範目的究為企業經營權之轉換，或者基於策略聯盟所為之股權交換行為。參見王文宇，同註9，頁434。

購」之概念涵蓋。倘從變動之標的觀察，公司控制權變動亦可區別為：

(1)公司資產經營權之變動

公司資產經營權之變動不限於公司資產所有權之變動，其包括了公司資產使用權之變動，前者如資產之買賣，後者包括資產之出租與他人，或委託他人經營之形態<sup>33</sup>。我國公司法第一八五條將公司「資產」區分為「財產」與「營業」<sup>34</sup>。公司將全部或主要部分資產之所有權或使用權，以買賣、出租或委任經營的方式移轉他人者，自然會使公司資產之經營權發生變動，從而產生公司價值增減之效果。

<sup>33</sup> 出租營業係指出租人（目標公司）與承租人間訂立租賃契約，目標公司之營業由承租人利用，承租人以自己之名義為自己計算經營，目標公司僅收取租金。委託經營係指委託人（目標公司）與受託人間訂立委任契約，目標公司之營業委託受託人經營，受託人以委託人之名義為委託人計算經營，經營上所生之損益均歸委託人；委託人對於目標公司之經營，亦有監督指揮之權，委託人對於受託人之支付一定之報酬。

<sup>34</sup> 所謂「財產」，依經商字第093020679760號函釋：「公司法第一八五條第一項第二、三款規定所稱財產，會計上，包括有形資產及無形資產，而無形資產係指無實體存在而具經濟價值之資產，商業會計處理準則第十九條定有明文。」至於常與「財產」一詞併用的「營業」，卻少見有討論其明確定義者。有認為「營業」係指公司因經營事業「所生之權利義務，即基於有效契約對第三人之債權債務」，參見楊偉文、楊德庸，商事法——公司法篇，頁293，2002年12月；實務亦有採相同見解者，如79年台上字第2247號判決：「……民法第三百零五條第一項規定就他人之財產或營業概括承受其資產或負債，與公司法第一八五條第一項第二款所定股份有限公司讓與全部或主要部分之營業或財產，二者同其範疇。」亦有採不同見解者，如曾宛如教授：「……一般而言，除非契約另有約定，否則『讓與全部或主要部分之營業或財產』並未使取得公司因此負擔或承受出售公司之負債」，參氏著，「讓與全部或主要部分營業或財產」之探討——兼論董事會與股東會權限劃分之議題，國立臺灣大學法學論叢，35卷1期，頁267、274-275，2006年1月。

## (2)公司經營權之變動

此種變動可分為「公司層面」與「股東層面」兩類。「公司層面」的經營權變動，例如公司之合併、分割<sup>35</sup>，與「股份轉換」<sup>36</sup>；「股東層面」的經營權變動，係指具有控制性股權之移轉，而控制性股權取得方式，則包括透過市場買入、公開收購、私募、控制股東移轉控制性持股，以及透過本項股份交換而造成他人持有發行公司具有控制性持股等均屬之。

公司資產經營決策權之變動，即會產生公司資產運用所生價值（value）之變動，即會產生運用資源效率增減之結果。從促進資源運用極大化與累積社會財富的角度來說，吾人理當希望公司的資產能夠由更有效率運用資源的經營團隊使用之，也就是說公司法應有「鼓勵公司價值增加之控制權交易，抑制公司價值減損之控制權交易」之功能。因此，公司控制權變動此一直接影響公司價值增減之交易，自應是公司法關注之焦點。

然事實上，公司任何一項財產配置運用的決定，小如公司購買電腦等辦公用品，大到購買土地或進行合併，都會影響到公司價值之增減，經營者或者因決策錯誤、或者為了圖利自己，也都可能作出損害公司之行為。但顯然地，吾人不可能也不需要對公司所有的決策與交易進行全面審查。然，究竟何種類型之交易始值得吾人關注、也才符合監控的成本與效益呢？

---

<sup>35</sup> 應注意者，倘以目標公司之控制股東為存續公司之合併與分割，則實際上不涉及資產經營權實質之變動。

<sup>36</sup> 我國企業併購法第4條第1項第5款：「股份轉換：指公司經股東會決議，讓與全部已發行股份予他公司作為對價，以繳足公司股東承購他公司所發行之新股或發起設立所需股款之行為。」同法第29條第1項：「公司經股東會決議，得以股份轉換之方式，被他既存或新設公司收購為其百分之百持股之子公司……。」故股份轉換有可能產生經營權變動與不變動的兩種結果。

## 2. 法規應介入規範的交易

本文認為，在專業分工、代理制度、股東有限責任與股份自由轉讓原則，以及考量監控成本與效益等公司法基本設計架構下，原則上公司資源之配置應由董事會決定，但符合以下特點之交易，由於涉及董事與公司及股東間之強烈利益衝突，故除應特別強化董事會之責任外，或可思考由股東會參與交易之決策：

(1) 金額較大、交易標的評價不易之交易；

(2) 公司代理人——即經營團隊涉有利益之交易；

(3) 公司經營團隊面臨「終局階段」(the final-period problem/the end-game theory) 之交易。

本文認為，符合前述三要件之交易，將使經營團隊作為代理人，有極大之動機違背公司與股東之託付，從而從事有利於己但不利於公司與股東之交易。此等交易包括有合併、公司處分全部或主要部分資產、分割、股份轉換，以及依公司法第一五六條第五項股份交換達成公司控制權移轉者等，均屬之。茲就前述特點逐一分析如下：

(1) 金額較大、交易標的評價不易之交易

造成控制權變動的股份交換，其交易之複雜程度不下於公司間進行公司法第三一六條之合併，或第一八五條全部或主要部分資產之買賣。

試想，在合併的情況下，由於涉及的是目標公司資產組合之評價，包括目標公司的各種固定資產、流動資產、無形資產、應收帳款、應負帳款等等。同時，營運中的公司 (going concern) 合併並不單純以公司淨值作為合併對價，尚須考量到公司未來獲利等因素。又倘係以換股為對價方式之合併，則評價的對象除了目標公司以外，尚包括存續公司的價值。而股份交換也是如此，必須同時評價發行公司與他公司之股份價值。

交易標的越複雜，估價難度愈高，經營團隊誤判，甚或是為了獲取自己利益而損害公司利益的可能性也就愈高。

#### (2) 利益衝突之交易

任何一項交易，其交易的雙方當事人，都存在有潛在的利益衝突。買方希望買的便宜些，賣方希望賣的貴一些。然在當事人間，雖具有潛在利益衝突的可能性，但仍有創造雙贏局面的可能性，連帶亦將使社會財富獲得提升。

例如，倘甲公司為一人公司，在A經營下，甲公司之價值為一千元，A為甲公司之所有者與經營者，其深知甲公司現在的價值，同時，為追求其個人財富的極大化，A將不會以少於一千元之價格將甲公司出售與他人。倘今B估計若其取得甲公司之經營權，甲公司之價值將增加為一千五百元，則倘甲公司之經營權可以由A手中移轉至B，則此為一公司價值增加之交易。同時，A、B間之成交价格（price）勢介於一千元與一千五百元之間，對於A、B兩人而言，亦為價值（value）增加之交易。亦即，此一交易為A、B，及社會整體價值增加之效率結局。

也就是說，在交易雙方均為一人的情況下，此種一對一交易，可以透過磋商，在當事人自由意志未受扭曲的情況下，實無須法規範或法院的介入，當事人間自然會透過契約與市場之運作，達成有效率之交易。

然，此一當事人間自發性達成效率結果的情況，在目標公司與存續公司股東為多人時，則面臨挑戰<sup>37</sup>。在一般的情況下，合併在控制股東與非控制股東間，為一具有利害衝突性質之交易。合併之利害衝突，係發生目標公司控制股東與非控制股東間，以及併購公

---

<sup>37</sup> 相關分析請參閱朱德芳，Modernizing the Dissenting Shareholder's Appraisal Right in Taiwan，中原財經法學，10期，頁334-340，2003年6月。

司控制股東與非控制股東間之利益衝突。至於目標公司控制股東與併購公司控制股東間，由於雙方有實質決定合併契約內容之能力，故其間之利益衝突最後將會以契約方式加以調整，也就是說，倘一合併並非為目標公司與併購公司控制股東均可接受之條件——也就是他們都會因此交易獲得更大之利益（better off），則此一合併不會發生。但重要的是，這樣的調整，亦極有可能是建築在使合併後目標公司與存續公司之非控制股東之股份價值少於合併前之股份價值的基礎上，從而可能使無效率的經營者取得公司之經營權，亦即僅為一財富移轉（wealth transfer），而非財富創造（wealth creating），甚或是財富減損（wealth decreasing）之合併<sup>38</sup>。倘目標公司與存續公司之非控制股東，無法透過己力確保自己取得不少於交易前股份之價值時，法規範則有介入之必要性。

至於在股份交換的情況下，亦是如此。如本文第參部分所述，身兼控制股東之經營團隊於股份發行時，其利益極有可能與公司以及其他股東不一致，而發行數量與以股份作為對價之股份發行，更加深了代理人——經營團隊，與本人——股東間之利益衝突關係。

(3) 目標公司經營團隊面臨「終局階段」（the final-period problem/end-game theory）之交易

如前所述，由於代理人與本人之利益不一致，致使經營團隊時時刻刻都有為自己利益謀畫、以自己利益為優先之動機。而當經營團隊面臨「終局階段」時，此一本人與代理人間之利益衝突更有加劇之可能。

根據法律經濟學者之分析，一般而言，長期性契約或具有重複履約性質（repeat transactions）之契約，對於契約雙方當事人而

---

<sup>38</sup> 詳細內容參見朱德芳，同註2，頁81、118-121。

言，相較於一次性契約（one-shot deals）或終局契約（end-game/final period deal）有較強的履約動機。也就是說，當事人在一次性契約或終局契約中，將會有較強之違約動機。此乃係對當事人而言，在一個長期性契約或具有重複履約性質之契約關係下，現在違約對其所產生之利益，可能遠小於現在履約以繼續維持契約關係以獲得未來交易的利益<sup>39</sup>。

美國Easterbrook & Fischel教授同時指出，在一般情況下，公司經營團隊與公司、股東與債權人間，係處於一個具有重複交易性質的關係中。主要原因有三<sup>40</sup>：首先，公司在營運過程中，不時會有資金需求，當公司營運狀況不好時，公司經營團隊就必須以較高之成本在市場上進行籌資，籌資成本愈高，公司經營之壓力就愈大，面臨重整或破產的可能性愈高，愈會損害經營團隊自身之利益；再者，經營團隊中之成員表現如何，也會影響他們未來於勞動市場中之發展；最後，許多公司將經營團隊之酬勞與公司之表現與以連結，例如發給股票紅利或簽訂認股權契約，也就是公司營運狀況愈好，經營團隊所獲之利益愈高。

但是，上述長期契約促進經營團隊忠實履約之誘因，在公司面臨合併時將不存在。合併時，目標公司之控制股東有強烈之動機，以犧牲包括非控制股東在內之其他利害關係人之利益，為自己打

---

<sup>39</sup> See FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 94-95 (1991) (“Many torts and breaches of contracts are one-shot deals. Unless the legal system requires the parties to bear the costs they create, there will be too much negligence and too many broken contracts. Long-term relations of the sort that corporations create also provide opportunities to return costs to their creators without the aid of the legal system...The higher the probability of repeat transactions, the greater the incentive to perform well.”)

<sup>40</sup> *Id.*

算；目標公司之經營團隊往往以接受併購公司之好處（brides，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），作為同意併購公司併購之交換條件，而不論此一併購是否對公司價值極大化有所助益<sup>41</sup>。而在造成控制權移轉的股份交換中，由於目標公司的經營團隊也面臨終局階段，此一因終局階段所產生加劇目標公司經營團隊與公司利益衝突之情況，也會在股份交換中發生。

總結來說，造成控制權移轉的股份交換，其所產生的交易複雜程度、利益衝突加劇，以及對於公司價值增減所產生的重要性與影響，均不亞於公司以合併、讓與全部或主要部分資產、私募等其他公司控制權交易。然而吾人發現，許多用以促進有效率公司控制權交易、遏阻無效率交易的規範設計，於股份交換中均付之闕如。也就是說，目標公司經營團隊以股份交換的方式達成公司控制權移轉之目的，相較其他的方式，例如合併、私募等方式，成本更低，從事價值減損的控制權交易的機會更大<sup>42</sup>。

本文認為，前述要件符合愈多項的交易，吾人愈可以預見其他監控機制（如契約、市場）將無法發揮功效，法規範介入之必要性與強度勢必隨之增加。

### （三）法規範設計重點

如前所述，產生控制權變動的股份交換屬於典型的公司控制權

---

<sup>41</sup> 參閱朱德芳，同註37，頁336。

<sup>42</sup> 另應注意者，我國法規範對於實質會造成公司控制權移轉的併購交易規範並不完善。我國「企業併購法」第4條將併購區分為公司之合併、收購及分割。然，公司經營權之變動不一定伴隨公司資產所有權之變動。企業併購法所規範的併購為狹義的公司控制權交易，其他實際上也產生公司資產決策變更之交易，並未被包括在企併法所規範之三種形態內。



交易，這也就是為何有學者將發行新股的公司資本改變（*alterations of capital*），視為如同公司併購、處分公司重大資產一樣的公司重大變動（*significant corporate actions*）<sup>43</sup>，本文亦從之。

面對公司控制權變動之公司重大行為，一般而言，法規範多有以下設計：

#### 1. 公司控制權交易下董事會與股東會之分權設計

##### (1) 股東會決議於重大公司變動之意義

各國公司法規在面對公司控制權等重大變動時，多規定應經股東會決議使得為之，即使是在相當強調公司董事會權限的美國德拉瓦州，也不例外。我國公司法雖然在二〇〇二年修正第二〇二條，且有學者解讀此係擴大董事會而縮小股東會權限。然即使如此，公司法中涉及重大變動之行為，如公司法第一八五條處分公司全部或主要部分資產、公司法三一六條公司之合併或分割，證券交易法私募有價證券，企業併購法下公司進行合併、收購、股份轉換或分割等行為，均須經過股東會特別決議後始得為之。

股東會之運作有其成本，也可能遲延公司營運的時效性，特別是在公司股權較為分散的情況下，股東集體行動困難與搭便車問題，更有可能進一步弱化股東會決策之功能。然股東會決議之存在仍有其價值，特別是在公司控制權移轉等公司重大變動。此時，由於交易標的複雜，估價難度高，經營團隊從事獲取自己利益而損害公司行為之可能性也愈高，相反的，由於涉及金額龐大，採取股東會決議等監控手段，每一個市場參與者所支付的單位監控成本也相對較低。同時，透過股份自由流通機制與委託書徵求機制，可以使表決權流向更能評估此一交易良窳的市場參與者手中，包括機構投

---

<sup>43</sup> See EDWARD ROCK, HIDEKI KANDA & REINIER KRAAKMAN, *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* 131 (2004).

資人與潛在的敵意併購者在內，從而強化股東會的實質意義與降低股東搭便車之情況。也就是說，在控制權移轉此一公司經營團隊與股東間利益衝突加劇的時候，賦予股東會決議權，可以透過股東本人與市場監控機制，降低代理成本。

在目前本項的規範下，股份交換僅需董事會的特別決議即可，相較於其他亦屬公司重大變動如合併、分割等情況均須經股東會決議權之規定，本項之規定似乎過於寬鬆。

#### (2) 控制權移轉之定義

當然，要賦予股東會於涉及控制權移轉的股份交換行使表決權時，必然涉及應如何認定與區別涉及控制權移轉與不涉及控制權移轉的股份交換問題。如前所述，併購公司要取得多少股份始造成控制權移轉，實為一事實問題，應依個案情況判斷之。然基於法規範執行成本，在設計上以取得一定比例之持股，作為界定發生控制權移轉之股份交換，應是較佳（desirable）且較具可行性的規範模式。此一標準雖不易確定，但縱觀我國目前法規架構與國外相關立法例，吾人亦可找到可茲參考的依據。

##### ① 我國法規體系下之觀察

首先，我國證券交易法第四十三條之一規定，倘一公司欲在五十天內取得他公司20%之股份時，該公司應採取公開收購方式為之。此一「強制公開收購」之規定，有學者認為，係為使小股東有機會透過參與公開收購之應賣，得以分享「控制權溢價」（control premium）<sup>44</sup>。

又如公平交易法第六條第一項規定，所謂「事業之結合」，包括事業間之合併、受讓或承租他事業全部或主要部分之營業或財產、與他事業經常共同經營或受他事業委託經營、直接或間接控制

---

<sup>44</sup> 劉連煜，同註26，頁181。

他事業之業務經營或人事任免者，均屬於公司法概念下公司控制權移轉之範疇，其中第二款「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」，於前述情況同列為事業結合。

另外，公司法第三六九條之九規定，公司與他公司相互投資各達對方有表決權股份總數或資本總額三分之一以上者，為相互投資公司，而依第三六九條之十規定，相互投資公司所得行使之表決權，不得超過被投資公司已發行股份總數或資本總額之三分之一。有學者認為，股東持股超過三分之一時，即可透過不出席應經特別決議之股東會，從而達到使其流會的效果<sup>45</sup>。倘在股權較為分散之公司，持股超過三分之一的股東，透過委託書之運用也可以相當程度控制股東會普通決議之結果。

最後，有學者等分析我國二〇〇〇年的上市公司資料發現，最大股東所擁有的投票權平均為26.53%，現金流量權平均為20.56%，投票權偏離現金流量權幅度平均為5.97%<sup>46</sup>。由此調查可以發現，上市公司最大股東持股比例大約是20%。

由此可知，我國規範關於控制型持股的定義，大約是介於20%至三分之一之間。

## ②美國法下之觀察

另值參考的是，紐約證券交易所上市公司手冊（NYSE Listed Company Manual）§ 312.03<sup>47</sup>規定四種情況下之公司發行新股或發

<sup>45</sup> 劉連煜，同註9，頁502。

<sup>46</sup> 葉銀華、李存修，同註12，頁8-11。葉教授等計算最大股東之投票權，係以最終控制觀念出發，所以其包括最大股東應直接控制與間接控制所取得之股份，而投票權偏離現金流量權則係指，大股東透過金字塔型結構與交叉持股等方式所可間接控制之股份。

<sup>47</sup> Available at <http://www.nyse.com/regulation/listed/1182508124422.html> (last vis-

行與股權有關之有價證券，應經股東會決議，其中(c)項規定，「公司發行新股之股數超過有表決權之已發行股份總數的20%時，應經股東會同意始得為之，除非係以現金為對價之公開發行新股，或以現金為對價之私募，且發行價格不得少於公司的帳面價值與市場價值<sup>48</sup>。」同時，該條(d)項規定，「發行新股涉及控制權移轉時，應經股東會決議後為之<sup>49</sup>。」

於評析紐約證券交易所前述規範前應予說明的是，美國約有三分二以上的州公司法規定，股東於公司發行新股時，並無優先認股權（the preemptive right），除非公司章程另有規定。此一股東優先認股權之「選入式規範模式」（the option-in rule），使得美國公

---

ited: 2009.03.17). 另外，美國證券交易所上市公司指引（American Stock Exchange Company Guide）§ 712 與§ 713，亦有類似規定。

<sup>48</sup> NYSE Listed Company Manual § 312.03 (c): “Shareholder approval is required prior to the issuance of common stock, or of securities convertible into or exercisable for common stock, in any transaction or series of related transactions if: (1) the common stock has, or will have upon issuance, voting power equal to or in excess of 20 percent of the voting power outstanding before the issuance of such stock or of securities convertible into or exercisable for common stock; or (2) the number of shares of common stock to be issued is, or will be upon issuance, equal to or in excess of 20 percent of the number of shares of common stock outstanding before the issuance of the common stock or of securities convertible into or exercisable for common stock. However, shareholder approval will not be required for any such issuance involving: any public offering for cash; any bona fide private financing, if such financing involves a sale of common stock, for cash, at a price at least as great as each of the book and market value of the issuer’s common stock; or securities convertible into or exercisable for common stock, for cash, if the conversion or exercise price is at least as great as each of the book and market value of the issuer’s common stock.”

<sup>49</sup> NYSE Listed Company Manual § 312.03 (d): “Shareholder approval is required prior to an issuance that will result in a change of control of the issuer.”

司發行新股的決策權原則上專屬於董事會所有。前述紐約證券交易所上市公司手冊§ 312.03(c)與(d)項之規定，即屬例外應經股東會同意使得發行新股之情況。其規範目的顯然係為防止董事會在未經股東會同意下進行公司控制權移轉交易<sup>50</sup>。

紐約證券交易所上市公司手冊係以新股發行達到已發行股份總數20%以上為認定屬於控制權移轉並應經股東會決議之門檻，但同時又於(d)項以概括方式規定，無論發行股數多少，只要「發行新股涉及控制權移轉時」，均應經股東會決議後為之。前者20%為一明確之形式標準，後者為一實質標準，應由主張發行新股涉及控制權移轉的當事人負舉證責任。紐約證券交易所透過此一形式輔以實質控制權認定標準的立法模式，一方面保留董事會發行新股的基本權限範圍，一方面也考量到利益衝突交易下的防弊、舉證責任之分配，與股東會開會成本與效率的作法，值得參考。

此外，紐約證券交易所也考量到股東會之決議所可能造成發行新股之遲延，倘因此將嚴重影響公司之財務狀況，則經公司審計委員會（the Audit Committee of the Board）同意後，得向證交所申請免經股東會決議，但此一豁免情況亦必須在公司發行新股十日前通知股東<sup>51</sup>。

---

<sup>50</sup> See ROCK, *supra* note 43, at 147 (“The principal exception occurs under U.S. listing requirements for exchange-traded firms, which require a shareholder vote when there is a new issue of shares large enough to shift voting control over a listed company’ board of directors, unless the new issue takes the form of an offering to dispersed public shareholders.”)

<sup>51</sup> NYSE Listed Company Manual § 312.05: “Exceptions may be made to the shareholder approval policy in Para. 312.03 upon application to the Exchange when (1) the delay in securing stockholder approval would seriously jeopardize the financial viability of the enterprise and (2) reliance by the company on this exception is expressly approved by the Audit Committee of the Board. A company relying on this

美國模範公司法（Revised Model Business Corporation Act, RMBCA）§ 6.21(a)項規定，發行新股屬於董事會權限，但得於章程中規定保留予股東行使<sup>52</sup>。本條(f)項則規定，倘發行新股股數超過已發行股份總數20%以上，且係以現金以外之財產為對價時，則應經股東會之特別決議<sup>53</sup>。

RMBCA § 6.21 OFFICIAL COMMENT 3 首先指出，本條項關於20%發行門檻應經股東會之決議係參考紐約證交所、美國證券交易所與那斯達克的相關規定<sup>54</sup>，其同時指出，本條(f)項所規定之新股發行，係包含公司為了進行任何種類之企業併購（a business combination of any kind）所發行之新股在內<sup>55</sup>。

---

exception must mail to all shareholders not later than 10 days before issuance of the securities a letter alerting them to its omission to seek the shareholder approval that would otherwise be required under the policy of the Exchange and indicating that the Audit Committee of the Board has expressly approved the exception.”

<sup>52</sup> RMBCA § 6.21 (a): “The power granted in this section to the board of directors may be reserved to the shareholders by the articles of incorporation.”

<sup>53</sup> RMBCA § 6.21 (f)(1): “An issuance of shares or other securities convertible into or rights exercisable for shares, in a transaction, required approval of the shareholders, at a meeting at which a quorum consisting of at least a majority of the votes entitled to be cast on the matter exists, if: (i) the shares, other securities, or rights are issued for consideration other than cash or cash equivalents, and (ii) the voting power of shares that are issued and issuable as a result of the transaction or series of integrated transactions will comprise more than 20 percent of the voting power of the shares of the corporation that were outstanding immediately before the transaction.”

<sup>54</sup> RMBCA § 6.21 OFFICIAL COMMENT 3: “...Section 6.21(f) is generally patterned on New York Stock Exchange Listed Company Manual Rule 312.03, American Stock Exchange Company Guide Rule 712(b), and NASDAQ Stock Market Rule 4310(c)(25)(H)(i)...”

<sup>55</sup> RMBCA § 6.21 OFFICIAL COMMENT 3: “In making the 20 percent determination under this subsection, shares that are issuable in a business combination of any kind, including a merger, share exchange, acquisition of assets, or otherwise, on a

## 2. 公司控制權交易下資訊揭露之設計

### (1) 揭露制度之重要性

如前所述，涉及控制權移轉的發行新股，如同合併、分割、收購一樣，涉及公司價值增減、面臨經營團隊與公司利益衝突加劇的終局階段，所以應透過股東會決議機制，使市場監督機制得以加入，以補充僅以公司負責人受託義務與良知為規範之不足。而揭露制度之設計將使得股東會之決策與監督具有實質意義，又縱或在沒有賦予股東會表決權的規範設計下，相關訊息之揭露才能使得市場、主管機關或司法監督等外部監控機制，得以發揮功效。

### (2) 現行法目前關於股份交換之揭露規範與實施情況

倘係非公開發行公司依公司法第一五六條第五項進行股份交換時，依現行法之規定僅須經董事會特別決議即可，相關資訊無須揭露亦無須報告股東會，相較其他公司法規定經董事會決議行之但應報告股東會之事項顯然過於寬鬆，例如公司法第二四六條「公司經董事會決議後，得募集公司債，但須將募及公司債之原因及有關事項報告股東會」，或者公司法第二四〇條第四項公開發行公司得經董事會決議為盈餘轉增資，但應報告股東會等之規定。股份交換對於公司股東之影響，顯然不亞於公司發行公司債或者進行盈餘轉增資，但卻無相關資訊揭露之規定，實有不足。

倘係公開發行公司進行股份交換，依目前「公開發行公司取得或處分資產處理準則」第三十條之規定，公司應依規定格式，於事實發生之日（即董事會決議日）起二日內將相關資訊於公開資訊觀測站進行公告申報。依主管機關所頒布的格式，其應公告之內容，應包括以下事項：

---

contingent basis are counted as shares ore securities to be issued as a result of the transaction.”

- ①事實發生日。
- ②受讓股份標的公司之名稱。
- ③交易相對人。
- ④交易相對人與公司之關係；選定受讓他公司股份之對象為關係企業或關係人之原因；是否不影響股東權益。
- ⑤股份受讓後預計產生之效益。
- ⑥股份受讓對每股淨值及每股盈餘之影響。
- ⑦換股比例及其計算依據。
- ⑧預定完成日程。
- ⑨其他重要約定事項。
- ⑩本次交易，董事有無異議。
- ⑪其他敘明事項。

然觀察二〇〇一年增訂本項以來，公開發行公司實施股份交換後於公開資訊觀測站所揭露的相關訊息來看，各公司對於股份交換之資訊揭露內容程度十分不一致，僅有少數公司係依「台灣證券交易所股份有限公司對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序（下稱「重大訊息之查證暨公開處理程序」）」第二條第一項第十一款之規定為「董事會決議為股份交換」之重大訊息公開<sup>56</sup>，並依金管

---

<sup>56</sup> 「台灣證券交易所股份有限公司對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序」第2條第1項第11款之規定：「董事會決議減資、合併、分割、收購、股份交換、轉換或受讓、解散、增資發行新股、發行公司債、發行員工認股權憑證、發行其他有價證券、私募有價證券、參與設立或轉換為金融控股公司或投資控股公司或其子公司，或前開事項有重大變更者；或參與合併、分割、收購或股份受讓公司之董事會或股東會未於同一日召開、決議或參與合併、分割、收購或股份受讓公司嗣後召開之股東會因故無法召開或任一方否決合併、分割、收購或股份受讓議案者；或董事會決議合併後於合併案進行中復為撤銷合併決議者。」



會前揭公告格式予以公告<sup>57</sup>；而仍有相當比例之公司對於股份交換

<sup>57</sup> 例如上市公司華碩電腦股份有限公司於2007年7月24日公告之股份交換內容如下：「1. 併購種類（如合併、分割、收購或股份受讓）：股份受讓；2. 事實發生：96年7月24日；3. 參與合併公司名稱（如合併另一方公司、分割新設公司、收購或受讓股份標的公司之名稱）：佳能企業股份有限公司；4. 交易相對人（如合併另一方公司、分割讓與他公司、收購或受讓股份之交易對象）：能率投資股份有限公司；5. 交易相對人為關係人：否；6. 交易相對人與公司之關係（本公司轉投資持股達XX%之被投資公司），並說明選定收購、受讓他公司股份之對象為關係企業或關係人之原因及是否不影響股東權益：不適用；是；7. 併購目的：本公司看好佳能在數位相機領域優秀的技術研發團隊與業務能力，藉由此策略聯盟，拓展光學相關消費性產品線，跨足數位相機產品代工領域，更能藉助佳能與日本客戶的長期關係與人脈，提高本公司於日本市場的成長動能。整體而言，此策略聯盟案，將使本公司在數位相機與其他光學相關領域的整合布局有重大突破；8. 併購後預計產生之效益：本公司與佳能公司不論就客戶、產品線都具有互補性，佳能在數位相機的設計與製造、相機鏡頭模組、影像處理及其他光學產品之專長，可為華碩集團拓展產品線，創造整合的綜效，而本公司也提供一資源強大之平台，供佳能繼續致力於光學相關領域的產品、技術與市場開發。此一股份交換案，不僅有利雙方長期的營運發展，關產品與市場，替雙方股東、員工及客戶創造共贏之新局面；9. 併購對每股淨值及每股盈餘之影響：此策略聯盟案不僅有利雙方長期的營運發展，也將結合彼此互補的核心能力，開發極具潛力的光學相關產品與市場，故對策略聯盟後每股淨值及每股盈餘均有正面之助益；10. 換股比例及其計算依據：(1) 換股比例：換股比例訂定為1.71股佳能普通股對一股本公司普通股（雙方皆以除權息後計算）。由本公司一次發行新股29,824,561股予能率投資股份有限公司以換取佳能企業股份有限公司普通股51,000,000股；(2) 計算依據：換股比例之訂定係依據雙方公司近期股價並擬制調整除權息為主要參考基礎，並考量雙方、淨值、獲利能力暨預估未來經營之綜合效益與發展條件等關鍵因素。已委請獨立財務專家就股份交換之換股比例合理性出具意見書；11. 預定完成日程：暫訂於96年9月13日；12. 既存或新設公司承受消滅（或分割）公司權利義務相關事項（註一）：不適用；13. 參與合併公司之基本資料（註二）：(1) 華碩電腦股份有限公司，主要營業內容為主機板、繪圖卡、筆記型電腦自有品牌與代工、其他電腦相關產品等之製造與銷售；(2) 佳能企業股份有限公司，主要營業內容為辦公事務設備、數位相機之製造與銷售；14. 分割之相關事項（含預定讓與既存公司或

之揭露十分簡略<sup>58</sup>。

(3) 本文評析與建議

本文認為，涉及控制權移轉之股份交換應經股東會特別決議通過，故應於股東會召集事由中說明其重要內容，並於股東會中揭露之。本文認為，為協助市場投資人判斷此一涉及控制權移轉之股份交換是否有效率，揭露重點應包括以下幾項：

① 發行股數與發行股數占公司已發行股份總數之比例。

---

新設公司之營業、資產之評價價值；被分割公司或其股東所取得股份之總數、種類及數量；被分割公司資本減少時，其資本減少有關事項）（註：若非分割公告時，則不適用）：不適用；15. 併購股份未來移轉之條件及限制：無；16. 其他重要約定事：無；17. 本次交易，董事有無異議：否；18. 其他敘明事項：無。）參見公開資訊觀測站（<http://mops.tse.com.tw>，最後瀏覽日：2009年3月23日）。

<sup>58</sup> 例如上市公司譚裕實業股份有限公司於2006年12月11日公告之股份交換內容如下：「1. 事實發生日：95年12月11日；2. 公司名稱：譚裕實業股份有限公司；3. 與公司關係（請輸入本公司或聯屬公司）：本公司；4. 相互持股比例：不適用；5. 發生緣由：本公司依公司法第一五六條第六項規定發行新股2,953,846股以受讓弘晶科技股份有限公司股份9,600,000股，訂定民國95年12月14日為增資發行新股暨股份交換之基準日；6. 因應措施：不適用；7. 其他應敘明事項：(1) 上述增資發行新股暨股份交換，業經行政院金融監督管理委員會95年12月7日金管證一字第0950155802號函核准在案；(2) 與弘晶科技股份有限公司股東完成受讓暨增資發行新股後，弘晶科技股份有限公司將成為本公司96.00% 持股之子公司。」又如鼎天國際股份有限公司於2006年4月25日公告之股份交換內容如下：「1. 事實發生日：95年4月25日；2. 公司名稱：鼎天國際；3. 與公司關係（請輸入本公司或聯屬公司）：無；4. 相互持股比例：廣達預計持有鼎天國際股份28.58%，鼎天預計持有廣達 0.44%；5. 發生緣由：本公司增資發行新股受讓鼎天國際（股）公司股份交換基準日訂為95年4月26日。其他相關未盡事宜，擬授權董事長全權處理之；6. 因應措施：如期完成受讓程序；7. 其他應敘明事項：第二階段受讓鼎天國際股份有限公司股東倚天資訊等人所持有之普通股案，預計於6月底7月初向主管機關辦理。」參見公開資訊觀測站（<http://mops.tse.com.tw>，最後瀏覽日：2009年3月23日）。

②交易相對人與公司以及公司經營團隊之關係；選擇交易相對人之理由。

③換股比例與參與公司（包括本公司與他公司在內）於帳面價值、市場價值，及其他已經專家廣泛使用的評價方式所得出之公司價值間之比較，與訂定換股比例之依據。

④交易相對人於交易前與交易後持有公司股份之比例。

⑤倘公司設有獨立董事或審計委員會時，該等成員是否有異議<sup>59</sup>。

⑥倘經獨立專家進行估價或就合理性表示意見者，該等專家之姓名與名稱。

⑦交易相對人之背景資料、取得公司股份之目的與預訂計畫。

對照我國證券交易法第四十三條之一第一項關於任何人單獨與他人共同預定於五十日內取得目標公司20%之股份時，應採公開收購之規定，其立法目的係在規範涉及控制權移轉的股份買賣行為。如前所述，強制公開收購與涉及經營權變動之股份交換的情況極為類似，但股份交換對於股東之影響比強制公開收購來得更為強烈。在強制公開收購的情況下，公開收購人均會以一高於當時目標公司股份市價的收購價格進行收購，對於目標公司的股東而言，僅所需要比較的是公司目前價值、公開收購價格，以及倘公開收購人取得經營權後公司之價值如何，股東有機會選擇以一個高於市價之價格離開公司；而於股份交換，目標公司股東在未被提供一個以高於市價處分所持有股份的機會下，經營權可能變更至新經營團隊之手，倘新經營團隊之經營績效不如預期，則目標公司之股份將隨之下跌，是故瞭解新經營團隊之背景，以及其對於目標公司之規劃為何，對於目標公司股東而言至為重要。

---

<sup>59</sup> 本文認為在現行法下股份交換應屬證券交易法第14條之3與第14條之5所稱之「募集、發行或私募具有股權性之有價證券」。

是故本文認為，涉及控制權移轉的股份交換相關揭露規範，應可參照證券主管機關所頒布的「公開收購說明書應行記載事項準則」之規定，相關重要事項如下：

- ①公開收購人之職業（營業項目）及其關係人。
- ②公開收購人之董事、監察人及大股東持股情形。
- ③公開收購人（含其關係人）及其董事、監察人持有被收購公司有價證券情形。
- ④公開收購人之股東有擔任被收購有價證券之公開發行公司之董事、監察人或係持股超過該公司已發行股份總額10%股東情事者，該股東姓名或名稱及持股情形。
- ⑤公開收購人為公司者應備置下列資料：a.公司最近二會計年度之財務報告；b.公司最近期公布並經會計師查核簽證或核閱之財務報告；c.公司自所檢附最近期財務報告資產負債表日至提出申報前，有任何財務、業務之重大改變情形。
- ⑥收購完成後使被收購公司發生下列情況之計畫及內容：例如是否解散、變動組織、變動資本、變動業務計畫、變動財務狀況、停頓生產。
- ⑦收購完成後使被收購公司發生下列人事異動之計畫及內容：例如董事、監察人或總經理是否變動。
- ⑧收購完成後是否將持有被收購公司股份達已發行股份總額50%以上。
- ⑨被收購有價證券之公司於最近期財務報告資產負債日後，財務業務發生重大變化。

#### （四）小 結

縱上所述，本文認為，涉及控制權移轉之股份交換，由於涉及強烈之利益衝突與公司價值增減之重大影響，故應以股份交換發行

新股達已發行股份總數20%為標準，經股東會特別決議後始得為之，並應有相關資訊揭露制度之設計。

### 三、【類型二】經營團隊用以作為敵意併購防禦措施的股份交換

【例二】中國航運股份有限公司（下稱「中國航運」）於二〇〇七年年年初開始，一路買進台灣航業股份有限公司（下稱「台灣航業」）之股權，引起台灣航業官股注意，隨後在官股的指示下，陽明海運股份有限公司（下稱「陽明海運」）與台灣航業於二〇〇七年二月九日宣布以公司法第一五六條第五項股份交換方式進行策略聯盟，換股比例為一股台灣航業換一點三五股陽明海運。若股份交換案順利執行，則台灣航業之泛官股包括交通部、陽明海運之持股將提高至41.13%，且將稀釋中國航運持股至25.63%，因而引起中國航運提告，主張董事會決議違法，並取得法院假處分裁定<sup>60</sup>。

#### (一)敵意併購防禦措施之分析

如前例所示，現行法下的股份交換，可以十分迅速有效地作為敵意併購的防禦手段。然敵意併購作為公司控制權非合意移轉的原因，有其存在的價值。從事後（ex post）的角度來說，敵意併購者可能為更有效率的經營者，引進新資源與管理技術，可以增加目標公司的價值，從事前（ex ante）的角度來說，由於敵意併購的存

<sup>60</sup> 本案後來因2007年11月15日台灣航業舉行股東常會，並選舉董監事，在經變更章程採行「全額連記法」投票方式下，由於台灣航業公司派握有超過50%以上股權，故董監選舉結果，台灣航業、官股大獲全勝，中航則一席未得。台灣航業與陽明海運遂於2007年12月13日宣布雙方董事會決議終止股份交換案，也一併向法院及金管會申請撤銷中航提出的假處分及換股一案。參見張佩芬、呂俊儀，時機已過 陽明、台灣航業終止換股，工商時報，2007年12月13日；陳俊任，陽明台灣航業 終止換股，聯合報，2007年12月13日。

在，也促使目標公司的現任經營團隊戰戰兢兢、勇於任事。

然而，敵意併購亦存在諸多問題。目標公司股東面對敵意併購時，能否鑑別出可以增加公司價值的併購者與不良敵意併購者？敵意併購者為取得控制性持股，無論是藉由市場上收購股份，或者係透過公開收購方式，所為之出價是否合理？股東是否有足夠之理性與資訊能夠做出判斷？目標公司股東的集體行動問題（the collective action problem）能否抵抗敵意併購者於公開收購時所提出之低於公司真實價值但高於當時公司股票市價的出價，致使公司之控制權免於流向較無效率的經營者？

針對前述問題，採「公司價值隱藏理論」（the hidden value model）者認為，公司現任經營團隊與顧問才能判斷公司真實價值，其他如股東、併購市場或法院均無法判斷；因之，法規應賦予目標公司經營團隊為抵抗無效率之敵意併購而採行防禦措施之權力；贊同「公司價值隱藏理論」者並且認為，此時雖然目標公司經營團隊與公司或股東間之利益衝突將會加劇，但此一利益衝突可藉由獨立董事之參與而獲得緩解；最後其認為，法院無論如何皆不適宜對於是否採行防禦措施此一商業上之決定做出判斷<sup>61</sup>。

然另有主張「公司價值可知理論」（the visible value model）者認為，目標公司股東、併購者知悉公司價值，或者透過目標公司經營團隊之揭露而知悉公司真實價值，並且認為倘任由目標公司經營團隊任意決定是否可以採行防禦措施，則可能扼殺有效率之敵意併購的產生<sup>62</sup>。

<sup>61</sup> See Bernard Black & Reinier Kraakman, *Symposium: Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*, 96 NW. U.L. REV. 521, 528 (2002).

<sup>62</sup> *Id.* at 528. 關於「公司價值隱藏理論」與「公司價值可知理論」之介紹與分析，請參閱朱德芳，效率、併購與公司治理——以敵意併購法規範為核心，中原財經法學，17期，頁195，293-243，2006年12月。

## (二)法規範之設計

如前所述敵意併購與防禦措施，均有其存在之價值與意義，則法規範應如何設計呢？

### 1. 可能的規範模式

倘從目標公司面臨敵意併購時是否採行防禦措施之決策機關應為董事會或者股東會，以及法院應否介入調整當事人間之利益衝突等面向觀察，世界各國法規範與學說對此並無一致看法。

一般而言，美國法律經濟分析學者多認為，由於公司面臨敵意併購時，目標公司經營團隊與股東間有嚴重之利益衝突，故關於目標公司是否採行防禦措施，應交由股東會決議之，經營團隊應完全被動<sup>63</sup>。在立法例上，歐陸國家亦多規定由股東會決議之，歐盟公司法第十三號指令即屬適例<sup>64</sup>。而美國州公司法與法院則多認為基於董事優位主義，董事會仍應為公司經營決策之核心，但考量到公司面臨敵意併購時，利益衝突有如幽靈般無所不在，故往往要求董事會應先舉證其所採行之敵意併購防禦措施亦為公司最大利益而為之，以符合受託義務之標準<sup>65</sup>。

### 2. 本文建議——股東會決議搭配受託義務規範

以上法規範模式可謂南轅北轍，從光譜的最左端至最右端，在董事會與股東會間擺盪。本文認為，前述美國州法與法院判決之所以偏向由經營團隊決定，除係各州公司法競爭致使州公司法不得不採取較為傾向公司經營團隊的規範模式外，尚因為美國法院對於以

<sup>63</sup> 美國法律經濟分析學者中，應屬Bebchuk教授主張提升股東權最力。See Lucian Arye Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 U. CHI. L. REV. 973 (2002); Lucian Arye Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARVARD L. REV. 833 (2005).

<sup>64</sup> See ROCK, *supra* note 43, at 153-55.

<sup>65</sup> See CLARK, *supra* note 7, at 582.

受託義務作為審查經營團隊行為之審查標準，有著判決累積的眾多經驗，對於經營團對面臨何種敵意併購之威脅，可採行何種防禦措施，有著十分細緻的案例類型可資參考。

美國以法院採取個案實質判斷故有其優點，然在我國，受託義務內涵與類型發展，仍在初始階段，全面地以賦予經營團隊採行敵意併購防禦措施的權限，而僅以事後之受託義務為規範，恐怕實施成本過高，且在我國機構投資人持股比例不若美國的情況下，股東提出受託義務的代位訴訟之可能性也較低。

基於我國主、客觀因素之影響，本文認為應可參酌歐盟關於公司法第十三號指令——「公開收購指令」（Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids）<sup>66</sup>中，關於經營團隊面臨敵意之公開收購倘採取任何防禦措施時，應經股東會決議之相關規定。

第十三號指令第九條係規範公開收購下目標公司董事會的義務，其中第二項第一段為「董事會在公司遭遇公開收購期間，未經股東會之事前決議，不得採取任何妨礙公開收購要約的行為，特別是可能妨礙公開收購者取得目標公司控制權的發行新股行為，但董事會之行為係在鼓勵競爭收購出現者，不在此限<sup>67</sup>。」

至於前述限制董事會任意為防禦措施之時期起迄為何呢？依同

---

<sup>66</sup> Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids (available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0025:EN:NOT>) (last visited: 2009.03.17).

<sup>67</sup> Directive 2004/25/EC Article 9, paragraph 2: “During the period referred to in the second subparagraph, the board of the offeree company shall obtain the prior authorisation of the general meeting of shareholders given for this purpose before taking any action, other than seeking alternative bids, which may result in the frustration of the bid and in particular before issuing any shares which may result in a lasting impediment to the offeror’s acquiring control of the offeree company.”



項第二段規定，係開始於目標公司依相關法定程序收到敵意併購公司之公開收購公告的通知，直至公開收購程序結束為止。第十三號指令同時授權歐盟各會員國，得將前述期限提前至目標公司經董事會知悉公開收購即開始起算<sup>68</sup>。此外，本條第三項亦規定，董事會在前述時間點之前所作成之決議而尚未開始執行，或未完成執行者，如果可能造成公開收購的阻礙時，非經股東會之同意，公司亦不得為之<sup>69</sup>。同時，為了加速股東會的召開時間，本條第四項亦規定，會員國可以縮短於此情況下股東會開會通知的時間點<sup>70</sup>。

本文認同歐盟將敵意併購防禦措施之採行與否交由股東會決議之規範模式<sup>71</sup>。至於何時為啟動股東會決議權之時間點，確實為一

---

<sup>68</sup> Directive 2004/25/EC Article 9, second subparagraph of paragraph 2: “Such authorisation shall be mandatory at least from the time the board of the offeree company receives the information referred to in the first sentence of Article 6 (1) concerning the bid and until the result of the bid is made public or the bid lapses. Member States may require that such authorisation be obtained at an earlier stage, for example as soon as the board of the offeree company becomes aware that the bid is imminent.”

<sup>69</sup> Directive 2004/25/EC Article 9, paragraph 3: “As regards decisions taken before the beginning of the period referred to in the second subparagraph of paragraph 2 and not yet partly or fully implemented, the general meeting of shareholders shall approve or confirm any decision which does not form part of the normal course of the company’s business and the implementation of which may result in the frustration of the bid.”

<sup>70</sup> Directive 2004/25/EC Article 9, paragraph 4: “For the purpose of obtaining the prior authorisation, approval or confirmation of the holders of securities referred to in paragraphs 2 and 3, Member States may adopt rules allowing a general meeting of shareholders to be called at short notice, provided that the meeting does not take place within two weeks of notification’s being given.”

<sup>71</sup> 國內學者採相同見解者：王文宇，非合意併購之政策與法制——以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，125期，頁175，2005年10月；黃銘傑，我國公司法制關於敵意併購與防禦措施之現狀與未來，月旦法學雜誌，129期，頁

難點。本文認為，可參酌前述歐盟公司法第十三號指令之規定，搭配我國現行規範，以「併購者依相關規定為公開收購而向主管機關為申報之日<sup>72</sup>，以及併購者於該次有選舉董監事議案之股東會有進行委託書之徵求而將相關資料送達公司之日<sup>73</sup>」，為基準。

本文之所以建議以明確的時間點，作為此時發行新股是否應經股東會之決議的判別標準，主要是希望能藉此一明確標準，排除某些惡意的市場參與者，假借敵意併購者名，行打擊競爭對手、擾亂公司正常營運活動之實，期能藉前揭標準鑑別出真實與非真實的敵意併購。當然，此一標準仍有可能造成某些潛在的敵意併購胎死腹中，例如公司經營團隊在潛在敵意併購者開始在市場中買進公司股份之初，即尚未構成法定應經股東會決議得時間點之前，即以董事會的決議，以股份交換的方式發行新股引進白衣騎士，以稀釋潛在敵意併購者之持股，從而扼殺了有價值的敵意併購的產生。故應如何降低公司經營團隊在利益衝突下，所可能作成不利於公司的股份交換行為呢？本文認為，前述歐盟第十三號指令第九條第二項第三段，「董事會在前述時間點之前所作成之決議如尚未開始執行，或未完成執行，而可能造成公開收購的阻礙者，非經股東會之同意，公司亦不得為之」之規定，可以部分緩和此一時間點可能產生的問題。除此之外，董事會在任何時候所為之決策，均應受受託義務之檢驗，藉由法院事實認定之功能，由具體個案中確認公司是否面臨敵意併購，以及面對不同程度的威脅時，是否能基於公司利益而依比例原則採行對公司最佳的防禦措施。此一事前的股東會決議與事後受託義務的規範，互相建構，應是一個比較符合成本與效率的法

---

143，2006年2月。

<sup>72</sup> 參閱「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第9條。

<sup>73</sup> 參閱「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」第7條。

規範模式。

另應說明者，關於目標公司採行敵意併購防禦措施應經股東會的決議的修法建議，並非針對股份交換此一類型之防禦措施而為，而是應適用於所有可能造成敵意併購阻礙的防禦措施。以發行新股作為防禦措施為例說明，在公司敵意併購的情況下，縱或經營團隊不採取可以最大程度稀釋市場派的持股比例之股份交換或私募方式，而仍依公司法第二六七條方式發行新股，也能相當程度稀釋市場派之股份。蓋依公司法第二六七條之規定，首先是員工有10%至15%之優先認股權，而經營團隊往往因具有員工身分而有認購新股之權利，在原股東依持股比例認購的情況下，市場派股東也僅能在其持股比例的範圍內認購新股，而經營團隊尚有在股東認購不足的情況下，就剩餘之股數洽特定人認購之權利。是以本文建議，在敵意併購發生時，防禦措施之決策權應置於股東會之手，而無論是否以股份交換制度作為防禦手段。

【類型一】與【類型二】之區別點在於，兩者啟動股東會決議機制的時間點不同；【類型一】涉及控制權移轉之股份交換，以發行新股達20%為應經股東會決議之要件，而後者則無論發行股數多寡，只要公司進入敵意併購的時間點之內，公司欲進行股份交換時，即應經股東會之決議始得為之。

#### 四、【類型三】交易相對人為公司關係人之股份交換

【例三】C公司董事長甲，因考量到自己所設立的D公司，除作一些進出口貿易代理外，尚投資未上市櫃公司股票，惟近年來獲利均不甚理想，故以D公司之股份作為對價，與C公司進行股份交換。又C公司法人大股東E公司在獲悉C公司簽訂一筆大訂單將大賺一筆後，立即安排與C公司進行兩家公司的股份交換。

### (一)交易相對人為公司關係人之股份交換分析

前述【例三】中，C公司董事長甲顯然係將公司作為其「倒貨」的對象，以其自己所持有流動性較差、獲利不佳的資產——D公司之股份，換取公司股份，而由C公司整體與所有股東共同承擔此一不利益。而C公司的大股東E公司，則利用此一股份交換，提高持股比例，藉此獲取較高比例的盈餘分配權利。而C公司是否可藉取得D、E兩家公司之股份，從而增加公司價值呢？公司股票價值之判定與他公司之業務是否可與本公司為策略聯盟，本屬不易，特別是在公司內部人參與其中的自我交易下，內部人更有操作空間與動機。

### (二)法規範設計

#### 1. 現行法之規範

按目前法規，關於公司經營團隊與公司之自我交易行為應依公司法第二〇六條準用第一七八條表決權迴避之適用，以及第二二三條董事為自己或他人為公司為買賣、借貸或其他法律行為時，由監察人為公司之代表的規定；另外，依證券交易法第十四條之三規定，涉及董事或監察人自身利害關係之事項，以及募集、發行或私募具有股權性質之有價證券時，除應經董事會決議外，獨立董事如有反對意見或保留意見，應於董事會議事錄載明。

公司法關於表決權之迴避設計與監察人代表公司進行交易之規定，是否真能抑制利益衝突交易之發生，學界批評聲浪不斷；至於獨立董事制度的加入，是否能發揮制衡功能，也有待時間的檢驗。

不過，比較「公開發行公司取得或處分資產處理準則」之規定可以發現，主管機關對於涉及關係人交易之股份交換所可能產生利益衝突之防免，似較公司向關係人取得不動產之規範來的寬鬆許多。「取得或處分資產處理準則」第十四條規定，公開發行公司向

關係人取得不動產除應提交董事會通過外，尚應經監察人承認後始得為之；同法第十五條至第十七條，亦詳細規定應採行之不動產估價方式，以及倘交易價格高於前述估價結果時，則公司應就其間之差額，依證券交易法第四十一條第一項之規定提列特別盈餘公積，而不得予以分派或轉增資配股，同時監察人亦應實施公司法第二一八條檢查業務權，將相關情況提報股東會，並將交易詳細內容揭露於公司年報及公開說明書中。

前述「取得或處分資產處理準則」之所以特別針對公司向關係人取得不動產有如此詳細之規定，當然是從過往許多案例中取得經驗，公司內部人往往利用評價不易的不動產，作為掏空公司之工具。股份交換下的情況下，公司雖係以發行股票而非現金方式取得公司所需資產，雖不會導致公司現實財產的流出，但也會造成股東權益的稀釋，不利於公司日後之籌資，增加公司資金成本，其所產生的影響，並不小於公司支付現金以取得不動產。

## 2. 其他相類似的制度與配套措施

另外，透過我國現行法下相類似制度的觀察，也可以發現現行法對於關係人之股份交換過於寬鬆。我國現行法下，基於所有與經營合一、降低代理成本之需要，有不少使內部人取得公司股份的規定。以下以配合員工分紅費用化制度的實施而於近期修正之「發行人募集與發行有價證券處理準則」為例說明<sup>74</sup>。

首先，「發行人募集與發行有價證券處理準則」第五十一條規定，發行人申報發行員工認股權憑證，其每次發行的認購股份數額，不得超過已發行股份總數的10%，同時加計之前各次員工認股權憑證流通在外之餘額，不得超過公司已發行股份總數15%。同法第五十三條規定，上市櫃公司發行員工認股權憑證之認股價格不得

---

<sup>74</sup> 「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」之相關規定與修正亦同。

低於發行日標的股票之收盤價，倘為未上市櫃股票，則其認股價格不得低於每股淨值。本條之立法理由為「為避免所訂認股價格過低，有賤售公司股份之虞」。

其後，為因應員工費用化對於員工薪酬之影響，從而影響到我國科技產業之競爭力，主管機關金管會於二〇〇七年三月六日增訂「發行人募集與發行有價證券處理準則」第五十六條之一，亦即公司僅得於經股東會特別決議同意的情況下，以低於市價（未上市櫃公司則為每股淨值）之價格發行員工認股權憑證；本條同時規定此一決議必須於股東會召集事由中列舉重要事項，不得以臨時動議提出<sup>75</sup>；另外，本條第三項規定，公司依本條以低於市價（未上市櫃公司則為每股淨值）之價格發行員工認股權憑證得認購之股份數額，總計不得超過公司已發行股份總數5%。

從修正目的來看，係為降低員工分紅費用化對於企業所造成之影響，使「企業能彈性運用獎酬工具，達到激勵員工目的，爰放寬員工認股權憑證認股價格得低於市價（未上市櫃公司則為每股淨值）」之規定，但「因涉影響股東權益，爰規定前揭員工認股權憑證發行之決議程序須提報股東會決議及發行額度不得逾已發行股份百分之五之限制等<sup>76</sup>。」此外修正總說明中亦特別提及「依據公司法第二百零二條規定，應由股東會決議之事項限於依公司法或章程有規定者，爰規範公司應於章程中明定，公司如擬以低於市價（未上市櫃公司則為每股淨值）之認股價格發行員工認股權憑證，應經股東會決議後，始得發行。」

<sup>75</sup> 應於股東會召集事由中列舉並說明之事項，請參閱「發行人募集與發行有價證券處理準則」第56條之1第2項。

<sup>76</sup> 參見發行人募集與發行有價證券處理準則第56條之1、第76條修正總說明（96年3月6日修正）。

由前述規定可知，由於公司發行員工認股權憑證，確有其必要性與價值，但倘價格偏低則會造成股東「股份價值之稀釋」，是故相關規定從發行數量、發行價格與決策機關、揭露措施等方向，調整其中可能涉及的利害衝突，實值贊同。

### 3. 外國法之借鏡

「紐約證交所上市公司指引（NYSE Listed Company Manual）」第312.03條規定，倘公司發行新股予內部人達一定比例且發行價格未達一定標準者，應經股東會決議始得為之<sup>77</sup>。

依第312.03條第一項規定，以下情況之發行新股，應經股東會事前同意<sup>78</sup>：

---

<sup>77</sup> AMEX Company Guide第712條與第713條也有相類似之規定，但較為寬鬆。

<sup>78</sup> NYSE Listed Company Manual § 312.03 Shareholder Approval: “Shareholder approval is a prerequisite to issuing securities in the following situations: (a) Shareholder approval is required for equity compensation plans. See Section 303A.08. (b) Shareholder approval is required prior to the issuance of common stock, or of securities convertible into or exercisable for common stock, in any transaction or series of related transactions, to: (1) a director, officer or substantial security holder of the company (each a “Related Party”); (2) a subsidiary, affiliate or other closely-related person of a Related Party; or (3) any company or entity in which a Related Party has a substantial direct or indirect interest; if the number of shares of common stock to be issued, or if the number of shares of common stock into which the securities may be convertible or exercisable, exceeds either one percent of the number of shares of common stock or one percent of the voting power outstanding before the issuance. However, if the Related Party involved in the transaction is classified as such solely because such person is a substantial security holder, and if the issuance relates to a sale of stock for cash at a price at least as great as each of the book and market value of the issuer’s common stock, then shareholder approval will not be required unless the number of shares of common stock to be issued, or unless the number of shares of common stock into which the securities may be convertible or exercisable, exceeds either five percent of the number of shares of common stock or five percent of the voting power outstanding before the issuance.”

(1) 股份作為董事、員工之報酬時 (equity compensation plans<sup>79</sup>)

(2) 倘公司發行新股之對象為以下之人，且發行之股數超過公司已發行股份總數的1%時：

- ① 公司董事、經理人、大股東（關係人，the related party）；
- ② 前述關係人之子公司、關係企業或親屬；
- ③ 與關係人有重大直接或間接利害關係之公司或企業。

同條第二項與第三項則規定有以下兩種發行新股給關係人，但無需經股東會同意之例外情況：

(1) 倘發行對象僅具大股東身分，且該次發行價格不少於公司帳面價值與市場價值，則發行新股之數量未達已發行股份總數的5%時。

(2) 以現金為對價之私募，且發行價格不少於公司帳面價值與市場價值。

分析紐約證交所的規定可以發現，其對於公司發行股份給公司董事、經理人、大股東等關係人或與前述人士有關係者時，基本上係採相當嚴格之態度；只要發行股份數超過公司已發行股份總數的1%，均應經股東會之同意。至於兩種排除股東會決議之例外情況，一是考量到倘發行對象僅為大股東，而不具董事或經理人身分者，其利益衝突可能較不劇烈，公司與其仍可維持某一程度的對等磋商——常規交易（the arm's length transaction），故只有在發行股數達到已發行股份總數的5%且發行價格偏低時，始需經股東會

---

<sup>79</sup> NYSE Listed Company Manual § 303A.08 “Shareholders must be given the opportunity to vote on all equity-compensation plans and material revisions thereto, with limited exemptions explained below...An ‘equity-compensation plan’ is a plan or other arrangement that provides for the delivery of equity securities (either newly issued or treasury shares) of the listed company to any employee, director or other service provider as compensation for services.”



同意；至於第二種例外情況，由於發行新股的對價為現金，同時明確規定發行價格不得少於公司帳面價值與市場價值，在此種情況下，關係人操縱交易條件的可能性極低，故亦無需股東會之決議。也就是說，在公司與關係人股份交換的情況下，原則上只要發行股份數超過公司已發行股份總數的1%，就必須經股東會同意，除非其發行價格達到一定最低標準。

#### 4. 本文建議

本文認為，在涉及關係人之交易中，最為關鍵者即為對價是否公允。而在關係人股份交換中，同時涉及到本公司與他公司股份評價問題，較為複雜，關係人可操作之空間較大，故或可考慮NYSE的規定，只要發行股數超過一定比例，即應經股東會同意，至於此一比例為何，是否如NYSE之規定為已發行股份總數的1%，則必須在考察我國資本市場之情況與公司規模後再作決定。

又或可參考我國類似規範而採取比較折衷的方案。如仿照「公開發行公司取得或處分資產管理準則」中關於公司向關係人取得不動產之處理，以及「發行人募集與發行有價證券處理準則」中關於公司發行員工認股權憑證之規定，以上相關規定均涉及現行法上如何處理公司發行新股予關係人者。亦即倘公司與關係人間進行股份交換時，必須依照一定評價模式計算新股發行價格，倘發行價格低於前揭評價結果，則必須經股東會特別決議同意，且應於該次股東會召集事由中列舉並說明關於股份交換之重要事項，不得以臨時動議提出。

至於「關係人」之定義，建議可以參酌「發行人募集與發行有價證券處理準則」第四條第三項之規定。又關於評價模式應如何確定問題，紐約證交所係以公司帳面價值與市場價值（book value and market value）為評價基準（必須不低於任一指標），而我國「公開發行公司取得或處分資產處理準則」第十條規定，「公開發

行公司取得或處分有價證券，應先取標的公司最近其經會計師查核簽證或核閱之財務報表作為評估交易價格之參考，另交易金額達公司實收資本20%或新台幣三億元以上者，應洽請會計師就交易價格之合理性表示意見。但該有價證券具活絡市場的公開報價或行政院金融監督管理委員會另有規定者，不在此限。」又我國「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」中關於私募有價證券之參考價格，於上市櫃公司係以定價日前一、三或五個營業日擇一計算普通股收盤價簡單算術平均數扣除無償配股除權，並加回減資反除權後之股價，於未上市櫃公司則以經會計師查核簽證之財務報表顯示之每股淨值為基準。另「發行人募集與發行有價證券處理準則」中，關於上市櫃公司發行員工認股權憑證，其認股價格不得低於發行日標的股票之收盤價。此外，異議股東於公司進行如合併、分割、全部或主要部分資產處分等重大事項時，得請求公司以當時公平價格買回自己股份的公平價格之裁定標準，亦可作為參考。

以上何者標準較能貼近公司真實價值，同時可避免關係人之操作而造成股東「股份價值之稀釋」結果，例如倘經營團隊刻意選擇公司股份市價低點時，進行股份交換，甚或是為了創造股份交換較低的發行價格，刻意安排有利於公司股價消息的事件延後發生，相關問題有待進一步釐清。

## 五、【類型四】日常營運決策（Ordinary Business Decision）之股份交換

【例四】F公司與G公司兩家為上下游廠商，雙方簽訂長期供應契約，F公司長期供應原料予G公司。近期由於能源短缺，原物料價格節節上漲，G公司為了鞏固原料來源，避免F公司違約，故欲入股F公司，強化雙方合作關係，但G公司由於流動現金不足，無法以現金入股，故提議雙方以股份交換的方式為之，F公司也有

意藉此確保銷售管道，雙方一拍即合。

#### (一)日常營運決策之股份交換分析

【例四】之情況實為立法者增訂本條時之最初設想。經營團隊透過發行新股作為對價以取得他公司之股份，從而與他公司形成相互持股的投資關係，可為策略聯盟或關係企業形成之基礎，或者也可以只是單純作為公司理財的手段。公司以換股方式形相互持股關係，相較以現金或其他資產取得他公司股份的方式，在公司無現金需求之情況下，確係可收降低交易成本、減化交易流程之效。

#### (二)法規範設計

在此類型下進行之股份交換，惟一需要考慮的是，交換之對價是否充足（adequate），否則即生股東「股份價值稀釋」的問題。當然，以現金為出資種類雖亦可能產生前述問題，例如以較低之發行價格發行新股予特定人，只是在股份交換下，由於對價為他公司股份，在評價上更為不易，對價不足的情況更有可能發生。

一般來說，為解決發行新股所可能產生股東「股份價值之稀釋」問題，可能有以下幾種解決方法。

##### 1. 股東優先認股權（the preemptive right）

###### (1) 美國法下之觀察

###### ① 股東優先認股權於美國公司法下之發展歷史——優先認股權之光與影

股東優先認股權在美國公司法上有其沿革歷史。十八世紀初期時，麻塞諸塞州法院首先以判例法之法理（the common law）確立優先認股權為股東之固有權利（an inherent right）<sup>80</sup>，並且在十八

<sup>80</sup> Andrew L. Nichols, *Shareholder Preemptive Rights*, 39 B.B.J. 4 (1995). 其後為各州所援引。

世紀後期，各州逐漸將其成文法化，並以強行規定（the mandatory rule）或至少是預設規定（the default rule）的方式為之。當時由於仍處於工業革命之初期，公司等企業組織規模仍小，股東人數少，且多任職於公司，屬於閉鎖型的企業組織型態，故為防止公司發行新股而稀釋股東權所設置的優先認股權，對於股東而言至為重要<sup>81</sup>。

然後來因考量以優先認股權作為防止股東權被稀釋的方式，往往僅能對於股東產生極為有限的保障，例如倘股東於公司發行新股時，並無足夠之資金可依原持股比例認購新股時，股東之股份價值仍有被稀釋之可能<sup>82</sup>。此外，股東行使優先認股權亦有其他成本，有學者指出，股東是否會行使優先認股權不單單因新股發行價格高低之影響，其他如股東為本國人或外國投資人、其持股股數的多寡、風險分散需求之高低、專業性之高低等多重因素，均會影響股東是否行使優先認股權，故即便是股東認為發行價格極低，不購買即會構成股東權之稀釋，其也可能在綜合考慮所有因素後決定不予認購，而被迫忍受股東權益被稀釋所產生之不利益<sup>83</sup>。

此外，公司逐漸大型化，股東人數多，公開發行公司之一般股東原本對於公司即不具控制性持股，發行新股導致「持股比例之稀釋」並不會使股東喪失控制權，股東所關注的並非投票權或財產上

---

<sup>81</sup> *Id.*

<sup>82</sup> STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATION LAW AND ECONOMICS 80 (2002); Vladimir Atanasov et al., *Preemptive Rights and Anti-Dilution Protections around the World* 22, available at <http://www.utexas.edu/law/academicscenters/clbe/assets/Atanasov.pdf> (last visited: 2009.01.22).

<sup>83</sup> Atanasov et al., *id.* at 22-23 (“Besides the direct financing costs of purchasing shares, there may be transaction and information costs for investors to file the paperwork and subscribe for new issues.”)

請求權之比例增減問題；股東更在乎的是，公司經營團隊是否能夠有效率地籌集資金，而使其投資效益極大化；同時，股東優先認股權之存在往往會降低公司經營團隊發行新股以籌集資金的靈活度與機動性。

是故，現今美國各州早已廢棄原先視優先認股權為股東之固有權利之判例法（the common law），而係以各州公司法明文規定股東是否享有優先認股權，僅在某些例外的情況下，例如公司僅係為了強化經營團隊的控制力而發行新股，或者公司以顯不公平的低價發行新股時，法院才會給予股東所謂「準優先認股權」（the quasi-preemptive right）以為救濟<sup>84</sup>。

#### ②目前美國法之規範

美國各州公司法對於股東優先認股權之規範或有不同，但大致可分為兩種規範模式。相較於我國，現行美國公司法對於股東優先認股權之規定，多數的州並非以強制規定賦予，也就是說股東並不當然享有優先認股權，而係倘公司章程明文規定時股東始有優先認股權之「選入式規定」（the opt-in rule），如美國模範公司法（RMBCA）<sup>85</sup>，與德拉瓦州公司法等<sup>86</sup>，目前約有三分之二的州採取此一規範模式<sup>87</sup>；或者公司法規定股東原則上享有優先認股

<sup>84</sup> BAINBRIDGE, *supra* note 82, at 79. See *Condec Corp. v. Lunkenheimer Co.*, 43 Del.Ch. 353, 230 A.2d 769 (1967).

<sup>85</sup> See RMBCA § 6.30. Shareholders' Preemptive Rights (a) ("The shareholders of a corporation do not have a preemptive right to acquire the corporation's unissued shares except to the extent the articles of incorporation so provide.")

<sup>86</sup> See 8 Del.C. § 102 (b) (3) ("...No stockholder shall have any preemptive right to subscribe to an additional issue of stock or to any security convertible into such stock unless, and except to the extent that, such right is expressly granted to such stockholder in the certificate of incorporation...").

<sup>87</sup> BAINBRIDGE, *supra* note 82, at 79.

權，但公司得以章程排除之「預設規定或選出式規定」（the default rule/the opt-out rule），如阿拉巴馬州公司法等<sup>88</sup>。此外，由實證分析來看，絕大部分的公開發行股票之公司多排除股東優先認股權之適用<sup>89</sup>。

其中值得注意的是紐約州公司法之發展。紐約州公司法於一九九七年修正公司法第六二二條後規定，公司於一九九七年前成立者採用「選出式規定」——亦即，股東享有優先認股權，除非公司以章程加以排除，倘公司係於本條修正後成立者，則採「選入式規定」——亦即，股東並無優先認股權，除非公司章程另有規定<sup>90</sup>。

---

<sup>88</sup> See Ala. Code 1975 § 10-2B-6.30 (a) (“The shareholders of a corporation have a preemptive right to acquire the corporation’s unissued shares except to the extent the articles of incorporation otherwise provide.”)

<sup>89</sup> BAINBRIDGE, *supra* note 82, at 79.

<sup>90</sup> See N.Y. BCL § 622 (b) (1) (“With respect to any corporation incorporated prior to the effective date of subparagraph (2) of this paragraph, except as otherwise provided in the certificate of incorporation, and except as provided in this section, the holders of equity shares of any class, in case of the proposed issuance by the corporation of, or the proposed granting by the corporation of rights or options to purchase, its equity shares of any class or any shares or other securities convertible into or carrying rights or options to purchase its equity shares of any class, shall, if the issuance of the equity shares proposed to be issued or issuable upon exercise of such rights or options or upon conversion of such other securities would adversely affect the unlimited dividend rights of such holders, have the right during a reasonable time and on reasonable conditions, both to be fixed by the board, to purchase such shares or other securities in such proportions as shall be determined as provided in this section.); (2) With respect to any corporation incorporated on or after the effective date of this subparagraph, the holders of such shares shall not have any preemptive right, except as otherwise expressly provided in the certificate of incorporation.”)

紐約州公司法的變革，也可以看出美國公司法於此一議題上的立法趨勢。

另應注意的是，無論在過去判例法時代，或者現在公司法的選出式或選入式規範，美國法均有規定公司於某些情況下的發行新股，股東並無優先認股權之特殊情況。以RMBCA § 6.30 (b) (3)為例，即規定有以下四種情況的發行新股，股東無優先認股權<sup>91</sup>：

A. 公司股份發行予公司或子公司或關係企業之董事、經理人、代理人或員工，作為報酬之用（“shares issued as compensation to directors, officers, agents, or employees of the corporation, its subsidiaries, or affiliates”）；

B. 公司發行股份以供公司或子公司或關係企業之董事、經理人、代理人或員工為選擇權轉換之用，以作為報酬（“shares issued to satisfy conversion or option rights created to provide compensation to directors, officers, agents, or employees of the corporation, its subsidiaries, or affiliates”）；

C. 在公司章程授權下於公司設立後六個月內之所發行之新股（“shares authorized in articles of incorporation that are issued within six months from the effective date of incorporation”）；

D. 公司發行股份作為取得現金以外財產之對價（“shares sold otherwise than for money”）。

前述第一種與第二種情況處理的都是以公司股份作為董事、經

---

<sup>91</sup> See RMBCA § 6.30. (b) (“A statement included in the articles of incorporation that ‘the corporation elects to have preemptive rights’ (or words of similar import) means that the following principles apply except to the extent the articles of incorporation expressly provide otherwise:...(3) There is no preemptive right with respect to:...”) 阿拉巴馬州公司法雖係採選出式規範，然亦有類似RMBCA例外無優先認股權之規定。See Ala. Code 1975 § 10-2B-6.30.

理人、員工等人之報酬，以尋求所有與經營的相對合一，降低代理成本；第三種情況則是在章程授權、股東知悉的情況下，便利於新設公司得以迅速籌集資金；第四種情況則是便於公司取得非現金的公司所需財產，蓋此時公司所需要的未必是現金，而是一般股東所無的其他財產。最後一種情況亦與美國公司法關於出資種類原則上並未加以限制的基本規範有關<sup>92</sup>。應注意者，前述四種例外股東無優先認股權之情況，亦得以章程排除之。

又例如紐約州公司法於一九九七年後採取選入式規定，其§ 622 (e)亦規定有幾種股東無優先認股權之發行新股情況，除非公司章程另有規定<sup>93</sup>。其中與RMBCA規定相同的包括有：公司股份發行董事、經理人及員工、發行股份作為取得現金以外財產之對價、在公司章程授權下於公司設立後一定期間內之發行新股（紐約州規定為兩年內）之外，尚包括發行新股供公司作為與股權有關之有價證券轉換之用（to be issued to satisfy conversion or option rights theretofore granted by the corporation）、用以實施吸收合併或新設合併（to be issued by the board to effect a merger or consolidation）、公司處分庫藏股（treasury shares），以及基於重整計畫所為之發行股份（to be issued under a plan of reorganization approved in a proceeding under any applicable act of congress relating to reorganization of corporations）<sup>94</sup>。

### ③可能產生之弊端

也就是說，美國公司法下，經營團隊對於何時發行新股、對價高低、對價種類、對象為誰，均有極大的決策權，當然可能產生以

<sup>92</sup> 例如RMBCA § 6.21 (b)與(c)，詳後述。

<sup>93</sup> See N.Y. BCL § 622 (e).

<sup>94</sup> *Id.*



下之弊端：

A. 發行新股成為控制權移轉之工具（如本文分析之【類型一】）。

B. 於公司面臨敵意併購時，發行新股給白衣騎士，作為敵意併購之防禦措施（如【類型二】）。

C. 發行新股給經營團隊，成為其強化控制權之工具（如【類型三】）。

D. 對價不足，造成股東「股份價值之稀釋」（如【類型四】）。

#### ④救濟措施

A. 應經股東會同意或給予股東優先認股權

如前述分析，紐約證交所的相關規則要求，在一定情況下的發行新股必須經股東會同意，用以解決【類型一】與【類型三】之問題。

此外，在聯邦法規範中，美國一九四〇年投資公司法（the Investment Company Act of 1940）中關於閉鎖型投資公司（the closed-end investment companies）有類似股東優先認股權之規定以防止股權稀釋。美國一九四〇年投資公司法第二十三條b項規定，公司不能以低於公司淨資產價值（Net Asset Value, NAV）之價格發行新股，除非有以下情況之一<sup>95</sup>：(1) 股東可參與認購；(2) 應經股

---

<sup>95</sup> 15 USC § 80a-23b (“Sale of common stock at price below current net asset value. No registered closed-end company shall sell any common stock of which it is the issuer at a price below the current net asset value of such stock, exclusive of any distributing commission or discount (which net asset value shall be determined as of a time within forty-eight hours, excluding Sundays and holidays, next preceding the time of such determination), except (1) in connection with an offering to the holders of one or more classes of its capital stock; (2) with the consent of a majority of its

東多數決同意；(3)發行新股係供公司依轉換條件作為公司所發行其他有價證券轉換為股份之用；(4)公司係為履行於本法實施時即發行在外，或者公司係依本法第十八條之規定的認購權證而發行新股<sup>96</sup>；(5)經主管機關許可者。

同時，也可以發現此一規定將股東之新股認股權作為防止稀釋的方式之一。

B.以受託義務（the fiduciary duty）為經營團隊行為之審查標準

RMBCA於其OFFICIAL COMMENT中指出，在其針對股東優先認股權係採「選入式規範」的情況下，無論公司股東是否享有優先認股權，公司董事於發行股份之決策上，均負有受託義務；例如當公司以較低（favorable）的價格發行股票於董事，或是公司發行新股之目的並非在籌集資金，而係在影響公司經營權之變動，此時即有可能違反受託義務<sup>97</sup>。各州公司法亦基本上採取相同態度，在

---

common stockholders; (3) upon conversion of a convertible security in accordance with its terms; (4) upon the exercise of any warrant outstanding on the date of enactment of this Act [enacted Aug. 22, 1940] or issued in accordance with the provisions of section 18(d) [15 USCS § 80a-18(d)]; or (5) under such other circumstances as the Commission may permit by rules and regulations or orders for the protection of investors.”).

<sup>96</sup> 15 USCU § 80a-18(d) (“Warrants and rights to subscription. It shall be unlawful for any registered management company to issue any warrant or right to subscribe to or purchase a security of which such company is the issuer, except in the form of warrants or rights to subscribe expiring not later than one hundred and twenty days after their issuance and issued exclusively and ratably to a class or classes of such company’s security holders; except that any warrant may be issued in exchange for outstanding warrants in connection with a plan of reorganization.”)

<sup>97</sup> See Rmbca Official Comment 6-51 (“Whether or not preemptive rights are elected, however, the directors’ fiduciary duties extend to the issuance of shares. Issuance of shares at favorable prices to directors (but excluding other shareholders) or the issuance of shares on a nonproportional basis for the purpose of affecting control rather

公司何時發行新股、對價高低、對價種類與對象為誰等，屬於公司經營團隊固有經營決策範圍的情況下，亦係以受託義務作為決策之審查依據。

美國州法院並將受託義務予以類型化，不同情況下之發行新股予以不同之對待。以德拉瓦州為例，倘於公司面臨敵意併購時，經營團隊以發行新股給與經營團隊友好之白衣騎士作為敵意併購防禦措施時，依Unocal一案所建立起來的原則<sup>98</sup>，由於此時經營團隊面臨潛在的利益衝突，故首先應由董事會舉證其有合理之事由相信此一敵意併購對公司價值維持或增加將構成威脅（合理性原則，the reasonableness test），以及以發行新股作為防禦措施合乎比例性原則（比例性原則，the proportionality test），亦即此一防禦措施既可阻卻不佳的敵意併購，又不至阻卻所有的敵意併購行為；倘經營團隊能夠合理證明敵意併購對公司（而非對經營團隊）的威脅確係存在，且證明所採取之防禦措施亦屬適當，則經營團隊所為發行新股之決策即有經營判斷法則之適用，即舉證責任轉向由股東證明經營團隊的行為違反注意義務。Unocal確立了經營團隊在面對敵意併購是否應採防禦措施與應採取何種防禦措施之考慮上，必然與公司及股東之利益產生潛在之利益衝突，是故透過加重經營團隊的舉證責任，強化司法審查與法院於此時之功能，採取較一般經營判斷法則為重的「強化司法審查標準」（the enhanced judicial scrutiny），用以衡平當事人間之利益衝突。

而公司在無敵意併購威脅時之發行新股，董事行為是否符合受託義務之規範又該如何判定呢？倘在公司賦予股東優先認股權時，此一認股權與董事之受託義務間有何互動關係？法院會不會因為股

---

than raising capital may violate that duty.”)

<sup>98</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (1985).

東已有新股認購權而認為股東權益保障已經充足，從而對於公司發行新股事項採取不涉入之立場？各州法院透過董事受託義務介入公司發行新股決策到何種程度？以上問題，各州法院意見未見一致，其中之論理與考量點，對於尚未發展出董事會發行新股事項上之受託義務內涵的我國而言，實深具參考之價值。

特別是對閉鎖型公司而言，股東間對於新股發行所可能產生的股份價值與持股比例稀釋的問題最為敏感，又由於閉鎖型公司之股份並無流動市場，往往無法藉由當事人間之協議與市場的參與化解僵局與衝突，此時法院透過受託義務之操作應扮演何種角色，則至關重要。故以下主要針對閉鎖型公司董事發行新股時受託義務內涵相關案例評析之。

觀察美國法院對於司法審查於公司股份發行應介入到何種程度，法院見解大別為以下兩類：a.股東優先認股權已可充分保障股東權益，法院應儘少涉入相關議題；b.倘股東優先認股權保障股東成效有限時，法院應透過加重董事之舉證責任，衡平當事人之利害衝突。茲分述如下：

a.股東優先認股權已可充分保障股東權益，法院應儘少涉入相關議題

(A)*Tallant v. Executive Equities*

本案例中<sup>99</sup>，被告Executive Equities公司依章程之規定將公司股份劃分為Class A 與Class B，Class A之股東可以選出二席董事，Class B之股東則可選出三席；章程授權Class B可發行二百萬股，最初僅十萬股發行在外，分別由公司的創立人Fred Tallant持有六萬股，公司總裁Tom Sanson持有四萬股。公司董事會於一九七二年三月八日決議將以每股三元之價格發行其餘尚未發行的Class B，共

---

<sup>99</sup> 209 S.E. 2d 159, 160-61 (1974).

計一百九十萬股，以因應公司現金之需求。公司通知Tallant應於四月十七日行使其優先認股權，否則視同放棄；四月十四日Sanson行使其優先認股權，認購二萬一千股；四月十九日Tallant即向喬治亞州法院提起訴訟，請求法院禁止（enjoin）此一新股之發行。

原告Tallant主張董事會此一新股發行之主張應為無效，蓋此一發行並非為公司之利益，而係董事會為維持其控制權而為<sup>100</sup>。被告Sanson則主張，此一發行新股之主張乃係基於公司利益最大化所為之判斷，同時為公司多數股東之最佳利益計，公司不宜繼續維持Tallant控制權獨大之狀態<sup>101</sup>，故新股發行除有籌集所需資金之目的外，尚有擴大公司股東人數之意<sup>102</sup>。

本案法院認為，被告公司發行新股有其經營上之目的，且原告股東因自願放棄認購新股，致使此一發行新股將可能造成原告股東控制權喪失之結果，亦不能做為法院判斷本案之重要考量，除非有明確證據顯示此一發行涉及詐欺（fraudulent）<sup>103</sup>；法院同時認為

---

<sup>100</sup> *Id.* at 160 (“Appellant contented that the issuance of the Class B shares was void, and that said issuance was not for a corporate purpose but solely for the benefit of the board of directors who desired to perpetuate themselves in office.”)

<sup>101</sup> *Id.* at 160 (“...the Board of Directors of Executive Equities, Inc., determined that in the exercise of their best judgment, the best interest of the corporation and the best interest of the majority of its stockholders were not being served by the continued unilateral control of Fred Tallant, Sr.”)

<sup>102</sup> *Id.* at 161 (“Appellee presented evidence to show two corporate purposes for this issue: to raise much needed capital, and to effect a broader base of shareholders in the corporation.”)

<sup>103</sup> *Id.* at 161 (“In our view of the case, a valid corporate purpose was attempted to be served by issuing Class B shares. The fact that such issuance also would have the effect of removing Fred Tallant, Sr., from control, if he voluntarily close not to exercise his pre-emptive rights, is not material to our decision without some firm evidence hat the transaction was fraudulent.”)

本案被告公司董事會係依法定程序發行新股，並無任何違法之處，法院應尊重現行法規下董事會為公司決策機關的基本規範架構，司法不應任意介入，從而判決本案原告敗訴。

(B)*Hyman v. Velsicol Corp.*

在*Hyman v. Velsicol Corp.*一案中<sup>104</sup>，原告Hyman與被告Arvey以及Traso兩家公司於一九三一年共同出資成立Velsicol公司，其中，原告以兩項專利技術作價取得四十股，Arvey以及Traso則各出資八千元各取得八十股；公司設立之初已發行股份總數為二百股，原告為Velsicol之副總裁與董事。公司成立初期營收狀況不甚理想，為維持Velsicol之營運，Arvey與Traso於一九三九年以前總計各借出二十六萬四千元予Velsicol，而Velsicol直至一九四〇年始有盈餘。正當公司營運逐漸上軌道後，雙方對於公司營運卻產生極大的歧見，原告遂於一九四六年九月與十月分別辭去副總裁與董事職務。

一九四六年年初，Velsicol擬向the First National Bank融資時，銀行即認為由於Velsicol對於大股東Arvey與Traso之借款尚未清償，此將增加銀行借款予Velsicol之風險，銀行即要求公司應將Arvey與Traso之借款設定為次順位債權（subordinated）或將債權資本化（capitalized）。為取得銀行融資，Arvey與Traso即同意將其對於Velsicol之債權劣後於銀行債權受償。

此一情況凸顯了Velsicol財務結構急需調整的問題，故Velsicol董事會於一九四六年十二月十六日決議通過實施「資本重組計畫」（the plan of recapitalization），並提交股東會決議。此資本重組計畫中，首先將進行股份分割（the stock split），即使公司的每股面額（par value）由一百元降低為十元，同時增加公司已發行股份由

---

<sup>104</sup> 209 S.E. 2d 159, 160-61 (1974).

二百股為二千股，使原有股東之持股數分別增加為原告四百股，Arvey以及Tranzo各八百股；同時將增加公司章程授權資本額至十萬股，並且決議將依每股面額十元價格增資發行六萬八千股，且可以現金或對公司之債權作為對價（by cash or by credit against sums owing by this corporation on outstanding notes）。原告並未出席股東會，並且透過委託書表達反對此一資本重組計畫之立場，但此計畫仍獲多數決同意。

Arvey以及Tranzo均實施其優先認股權，除各出資八千元外，尚以其對於Velsicol之債權出資，故各取得二萬七千二百股。原告雖亦有權以每股十元之價格購買一萬三千六百股，但其並未實施優先認股權，反而起訴請求法院禁止此一資本重組計畫之實施。

原告主張，此一資本重組計畫並非為了公司之利益，而係大股東與董事用以稀釋其在Velsicol利益的手段，違反大股東對其之受託義務<sup>105</sup>；原告同時主張，其無足夠現金認購新股，而被告知悉此一情形，又認購新股的時間過短，且發行價格顯然遠低於股份真實價值，故此一發行新股，顯然係為壓迫（oppress）他之手段<sup>106</sup>。

本案一審法院認為，本資本重組計畫並不公允（inequitable）且係基於壓迫原告之目的而為，因此被告應舉證其係基於善意（in good faith）與公平（fair），然本案被告不能證明前述事項，故判決原告勝訴<sup>107</sup>。被告不服一審判決，提起上訴，二審法院卻做出截然不同之判決。

---

<sup>105</sup> *Id.* at 123-24.

<sup>106</sup> *Id.* at 125.

<sup>107</sup> *Id.* at 124 (“...the chancellor found that the plan of recapitalization inequitable and motivates by the desire only to oppress and defraud plaintiff; and the burden of proving the transaction was in good faith and fair rested on defendants, and they had failed to make that proof.”)

二審法院認為，公司法之基本原則為多數決原則，當原告成為公司股東時，即表示其同意此項多數決原則；倘公司有資本重組之需要，且計畫為合法且公允，則被告究竟基於何種動機發動此一計畫，或者此一計畫對於原告之利益有何影響，則在所非問<sup>108</sup>。

此外，法院認為，董事並無義務以公司股份真實價值為股份之發行價格<sup>109</sup>；法院認為，本案原告原可行使其優先認股權，以保障其在公司之利益，被告實不應原告未能取得必要資金而被究責<sup>110</sup>，故改判原告敗訴。

以上兩案例均顯示，美國部分法院認為在股份發行上應尊重公司多數決之決議與董事會之決策權，在股東有優先認股權的保護下，法院不宜涉入。

b.倘股東優先認股權保障股東成效有限時，法院應透過加重董事之舉證責任，衡平當事人之利害衝突

(A)*Katzowitz v. Sidler*

*Katzowitz v. Sidler*一案中<sup>111</sup>，紐約州最高法院則做出不同前述兩法院之判決。本案中，原告Katzowitz與被告Sidler與Lasker三人

<sup>108</sup> *Id.* at 124 (“It is not disputed that the majority shareholders were entitled to control the policy of the corporation, that when plaintiff became a stockholder he agreed to the majority’s ruling,... We think that, if the circumstances justified the recapitalization and if the plan was legal and fair, the questions of defendants’ state of mind with respect to plaintiff and as to the effect of the plan on his interest are immaterial.”)

<sup>109</sup> *Id.* at 125 (“The directors were not required to recommend the stock at a price equivalent to the ‘true value.’”)

<sup>110</sup> *Id.* at 125-26 (“By the issuance of the additional and the preemptive rights to plaintiff he was given the opportunity to protect his pro-rata interest in the corporation. The defendants were not to blame for his failure to obtain the money necessary for him to avail himself of his preemptive rights.”)

<sup>111</sup> 249 N.E.2d 359(1969, NY).



為閉鎖公司 Sulburn Holding Corp. 之股東及董事。Sulburn 章程授權之股份總數為一千股，公司股份係採無面額制（no par value stock），公司於一九五五年設立時每一股東均以一百元一股各認購五股。開始時三人合作無間，並且一同投資設立多間公司，但分歧逐漸顯現，被告 Sidler 與 Lasker 開始合作並且排斥 Katzowitz 對公司經營之參與。一九五九年間，三人達成協議，Katzowitz 同意退出公司日常業務之經營，協議中同時約定 Katzowitz 仍保持公司董事席位，公司董事維持三席不增加，由三名股東或其指定之人擔任之；協議中同時保證 Katzowitz 將獲得與 Sidler 與 Lasker 相同之報酬與利益。

截至一九六一年九月時，Sulburn 累積積欠三名股東之的費用與報酬已達每人二千五百元。Sidler 與 Lasker 提議以債作股，公司以每股一百元之發行價格發行股份，每位股東二十五股。Katzowitz 明確表示其將不再增加對於 Sulburn 之投資，故該次董事會做成公司應支付每位股東二萬五千元之決議。

Sidler 與 Lasker 兩人在知悉 Katzowitz 無意再為增資的想法後，隨即於同年十二月召開第二次董事會，會中討論將以每股一百元增資發行七十五股，原股東均有優先認股權，而此一發行價格實際上僅為公司帳面價值的十八分之一；此次董事會僅 Sidler 與 Lasker 兩人出席，於是通過發行新股議案。Katzowitz 並未行使優先認股權，而 Sidler 與 Lasker 兩人則分別以每股一百元認購各二十五股。一九六二年八月二十五日，公司重要資產毀損，八月三十一日董事即無異議通過進行公司解散，股東依持股比例分配剩餘財產，Sidler 與 Lasker 兩人由於持股較多，故取得一萬八千八百八十五點五二元，而 Katzowitz 僅取得三千一百四十七點五九元。

Katzowitz 提起訴訟主張其於解散清算時，所得分配之剩餘財產，應係公司資產減去 Sidler 與 Lasker 先前各以二萬五千元認購新

股所繳納之股款後由三人平均分配。

一、二審法院均認定公司發行新股時之股份真實價值為每股一千八百元，雖然僅一百元之發行價格實遠低於此一股份真實價值，但除非原告尚能證明本案存有詐欺（fraud）或控制股東濫用權力（overreaching）之情況，否則股份發行價格與真實價值間之差異本身，尚不足以支持原告之主張；法院同時認為，原告於發行新股時不行使其優先認股權已使其喪失主張在公司解散時應分配三分之一剩餘財產的權利<sup>112</sup>。原告不服上訴至紐約最高法院，最高法院則做成與一、二審不同之判決。

最高法院首先闡明股東優先認股權之目的，在於保護股東免於股權稀釋以及表決權稀釋<sup>113</sup>。法院認為，董事作為公司之受託人，其有義務於公司發行新股時，使原有股東受到公平之對待。故儘管法律對於發行新股之價格並未多作規範，但董事會於決定新股發行價格時，仍必須基於公司與股東之利益為之<sup>114</sup>。法院同時認

---

<sup>112</sup> *Id.* at 363 (“The majority agreed that the book value of the corporation’s stock at the time of the stock offering was \$1,800. The Appellate Division reasoned, however, that showing a disparity between book value and offering price was insufficient without also showing fraud or overreaching. Disparity in price by itself was not enough to prove fraud. The Appellate Division also found that the plaintiff had waived his right to object to his recovery in dissolution by failing to either exercise her pre-emptive rights or take steps to prevent the sale of the stock.”)

<sup>113</sup> *Id.* at 363 (“The concept of pre-emptive rights was fashioned by the judiciary to safeguard two distinct interests of stockholders—the rights to protection against dilution of their equity in the corporation and protection against dilution of their proportionate voting control.”)

<sup>114</sup> *Id.* at 363 (“Directors, being fiduciaries of the corporation, must, in issuing new stock, treat existing shareholders fairly... Though there is very little statutory control over the price which a corporation must receive for new shares the power to determine price must be exercised for the benefit of the corporation and in the in-

為，公司極難正當化其以低於股份真實價值之價格發行新股；僅於少數情況下，例如公開發行公司為確保股份數量較大時之發行案成功，也同時為了減緩應募人對於發行新股可能會產生如同公司分配盈餘時稀釋股權利益的疑慮，故有時必須以低於股份真實價值之價格發行新股。然而，殊難想像地是，公司為何以低於股份帳面價值（book value）之價格發行新股，除非該公司係在一江河日下的夕陽產業，此時為了吸引新資金進入公司，不得不以低於帳面價值之價格發行股份<sup>115</sup>。

法院同時認為，當閉鎖性公司或公司股份流通有限的情況下，公司以低於股份真實價值之價格發行時，不願意或沒有資力認購新股之原股東，其股權勢必遭到稀釋。此時，原股東雖可將其認購新股之權利予以處分以獲取部分補償，但對於閉鎖性公司之股東而言，要找到願意認購新股之買方並非易事。縱或有人願意向原股東購買此一認購新股之權利，成交價格往往極低<sup>116</sup>；蓋閉鎖性公司

---

terest of all the stockholders.”)

<sup>115</sup> *Id.* at 363 (“There is little justification for issuing stock for far below its fair value. The only reason for issuing stock below fair value exists in public held corporation where the problem of floating new issues through subscription is concerned. The reasons advanced in this situation is that it insures the success of the issue or that it has the some psychological effect as a dividend. On rare occasions stock will be issued below book value because this indicia of value is not reflective of the actual worth of the corporation. The book value of the corporation’s assets may be inflated or the company may not be glamorous to the public because it is in a declining industry or the company may be under the direction of poor management. In these circumstances there may be a business justification for a major disparity in issuing price and book value in order to inject new capital into the corporation.”)

<sup>116</sup> *Id.* at 364 (“When new shares are issued, however, at prices far below fair value in a close corporation or a corporation with only a limited market for its shares, existing stockholders, who do not want to invest or do not have the capacity to invest

由於股份流動性不足，故投資風險相對來說較高，優先認股權之價格勢必將反映此一風險貼損（risk premium）。

紐約最高法院同時指出，雖然如何判定股份之發行價格是否公允並非易事，因此法院多不願涉入此類爭議，但倘發行價格遠低於公司帳面價值，同時公司經營團隊將因新股之發行而獲有利益時，法院則應適度介入，提供少數股東救濟管道；此時董事應舉證證明此一新股發行係基於合理之公司經營目的，倘董事無法舉證，則法院斷不應使發行新股成為經營團隊進行財富移轉與壓迫少數股東之工具<sup>117</sup>。

優先認股權之本質在於防止股東權益稀釋，故即便股東不行使其認購權益，股份之發行亦不應使原股東之權益遭受稀釋，除非存有不得不稀釋股東權之正當理由，此始為優先認股權之真諦<sup>118</sup>。

---

addition funds, can have their equity interest in the corporation diluted to the vanishing point. The protection afforded by stock rights is illusory in close corporations. Even if a buyer could be found for the rights, they would have to be at an inadequately price because of the nature of a close corporation. Outsiders are normally discouraged from acquiring minority interests after a close corporation has been organized.”)

<sup>117</sup> *Id.* at 364 (“Though it is difficult to determine fair value for a corporation’s securities and courts are therefore reluctant to get into the thicker, when the issuing price is shown to be markedly below book value in a close corporation and when the remaining shareholder-directors benefit from the issuing, a case for judicial relief has been established. In that instance, the corporation’s directors must show that the issuing price falls within some range which can be justified on the basis of valid business reasons....If no such showing is made by the directors, there is no reason for judiciary to abdicate its function to a majority of the board or stockholders who have not seem fit to com forward and justify the propriety of diverting property from the corporation and allow the issuance of securities to become an oppressive device permitting the dilution of the equity of dissident stockholders.”)

<sup>118</sup> *Id.* at 364 (“The corollary of a stockholder’s right to maintain his proportionate

無論股東是否行使其優先認股權，其均有權要求公司發行股份時應符合法令之規定；股東雖不能單憑其不同意公司經營團隊發行新股之決策即要求禁止公司新股發行，但其有權要求公司發行新股時關於發行價格之訂立，必須符合法律之標準。而法院於審酌發行價格是否符合法律規定時，應綜合考量所有因素，包括發行價格與股份真實價值之差異、公司開放與閉鎖之性質、公司必須較低的發行價格以籌集資金之必要性，以及股東轉售優先認股權利之可能性。此外，當董事未考量公司財務情況而訂立發行價格，例如以遠低於帳面價值之價格發行新股時，縱或股東有優先認股權，法院亦應體認此一權利對於股東保障之效果實屬有限<sup>119</sup>。

本案中，被告董事無法提出發行價格為何遠低於公司股份真實價格之合理說明，同時新股發行顯然僅有利於兩名被告董事，是故法院認為原告股東得依公司於一九六一年十二月發行新股以前所持有公司已發行股份總數三分之一的比例，獲得剩餘財產之分配。

---

equity in a corporation by purchasing additional shares in the right not to purchase additional shares without being confronted with dilution of his existing equity if no valid business justification exists for the dilution.”)

<sup>119</sup> *Id.* at 365 (“A corporation is not permitted to sell its stock for a legally inadequate price at least where there is objection. Plaintiff has a right to insist upon compliance with the law whether or not he cares to exercise his option. He cannot block a sale for a fair price merely because he disagrees with the wisdom of the plan but he can insist that the sale price be fixed accordance with legal requirements. Judicial review in this case is limited to whether under all circumstances, including the disparity between issuing price of the stock and its true value, the nature of the corporation, the business necessity for establishing an offering price at a certain amount to facilitate raising new capital and the ability of stockholders to sell rights, the additional offering of securities should be condemned because the directors in establishing the sale price do not fix it with reference to financial considerations with respect to the ready disposition of securities.”)

(B) *Schwartz V. Marien*

紐約州最高法院於一九七五年 *Schwartz V. Marien* 一案中<sup>120</sup>，更進一步闡釋紐約州法院關於閉鎖型公司董事於新股發行時之責任的立場。

本案例中，Smith、Marien與Dietrich三人成立Superior Engraving Co., Inc.，每人各持五十股。一九五九年Smith身故，其所持有之五十股由公司買回成為庫藏股；一九六一年Marien身故，其所持有五十股則分別由其遺孀Clara繼承二十六股，三個兒子Robert、Edward與August分別持有八股。此時公司的四名董事分別為Dietrich、他的女兒Schwartz、Robert Marien與August Marien。其後，Dietrich亦身故，Robert與Edward即請求召開董事會，董事會中除選任Edward Marien為新任董事以填補Dietrich所留下的空缺外，並授權經理人協商由公司買回Dietrich所持有的五十股，同時做成處分五股公司庫藏股之決議，該五股庫藏股分別售予Marien家三兄弟一人一股，以及公司兩名資深經理人Kasprzak與Zimmerman。至此，公司共有一〇五股發行在外：五十股屬於Dietrich遺產、五十三股屬於Marien家族，兩個經理人一人各一股。此一股權結構使得Marien確定將掌握公司經營權，縱或兩名經理人轉向與Dietrich家族合作。

Schwartz作為Dietrich之遺產管理人，其不滿持股比例被稀釋，故要求以同一價格購買五股庫藏股，董事會拒絕，其理由為此舉將不符合公司利益。Schwartz遂提起訴訟，主張Robert、August與Edward三人處分庫藏股的行為，稀釋Dietrich之持股比例，故違反董事受託義務。

一、二審法院均駁回原告之主張，紐約最高法院則採取不同看法。

---

<sup>120</sup> 335 N.E.2d 334 (NY, 1975).

紐約最高法院首先認為，雖然依紐約州公司法之規定，公司處分庫藏股時股東並無認購權，除非公司章程另有規定，但公司董事仍對全體與個別股東負有受託義務，亦即必須公平（fair）且平等地（evenly）對待所有股東<sup>121</sup>。亦即，即便在法規或者公司章程未賦予股東優先認股權的情況下，公司董事仍對股東負有受託義務<sup>122</sup>。

董事應對所有股東平等對待為受託義務之內涵，董事僅能在有善意且真實經營目的（a bona fide business purpose）的情況下，始得給予特定股東特殊對待（preferential treatment）。然此時應由董事負舉證責任，特別是當董事因此一特殊對待受有利益時。此外，法院也特別指出，當董事之行為將破壞閉鎖性公司股東間長期維持的持股比例均衡時，董事更應提出有力之理由（special justification）證明其所為之行為不僅僅係基於善意真實的公司經營目的，同時此一目的尚無法以其他不會稀釋股東持股比例的方式為之<sup>123</sup>。

---

<sup>121</sup> *Id.* at 337 (“While it is conceded that pre-emptive rights as such do not attach to treasury stock in the absence of specific provision in the certification of incorporation (Business Corporations Law, s 622, subbd. (e)), par. (4)), members of a corporation board of directors nevertheless, owe a fiduciary responsibility to the shareholders in general and to individual shareholders in particular to treat all shareholders fairly and evenly.”)

<sup>122</sup> *Id.* at 338 (“In other words, even where statutes or articles of incorporation have abolished the stockholders’ preemptive right there is still a fiduciary principle which protects the stockholders.”)

<sup>123</sup> *Id.* at 338 (“Departure from precisely uniform treatment of stockholders may be justified, of course, where a bona fide business purpose indicates that the best interests of the corporation would be served by such departure. The burden of coming forward with proof of such justification shifts to the directors where, as here, a *pram facie* case of unequal stockholder treatment is made out. Particularly is this so

法院最後指出，原告股東無須證明被告董事具有詐欺或共謀，本案原告是否得受救濟的主要判斷因素為被告董事是否違反其受託義務，而董事是否出於善意且係為公司利益所為之獨立判斷則為法院審查之重點，紐約州最高法院進一步指出，審酌董事是否善意除應分析客觀事實（the objective facts）外，尚應評估董事之主觀動機，此屬於事實認定之部分，從而判決本案發回事實審法院審理<sup>124</sup>。

由前述兩種截然不同的法院見解來看，本文較贊同紐約州最高法院的判決意見。其從受託義務之本質論述，主張無論股東是否有優先認股權，董事對於股東與公司都負有受託義務，都應以公司與股東價值極大化經營公司。是故倘董事以低於股份真實價值之價格發行股份或處分庫藏股，除非能證明存在有善意且真實的公司經營目的（a bona fide business purpose），否則即屬受託義務之違反。而此一受託義務之內涵，在閉鎖性公司中更進一步獲得強化。紐約州最高法院體認閉鎖型公司與開放性公司在本質上之差異性，從而強調閉鎖型公司下，董事負有更高之責任以採行有利於公司但不稀釋股東權益的公司策略，除非董事能證明實無其他可資替代之方案能減低對股東權益稀釋的影響，而董事此一舉證責任也會因為其股份發行價格過低以及董事自己因新股發行受有利益而加重。

---

when it appears that members of the board of directors favored themselves individually over the complaining shareholder. Additionally, disturbance do equity of stock ownership in a corporation closely held for several years by the members of two families calls for special justification in the corporate interest; not only must it be shown that is was sought to achieve a bona fide independent business objective, but as well that such objective could not have been accomplished substantially as effectively by other means which would not have disturbed proportionate stock ownership.”)

<sup>124</sup> *Id.* at 339.



總結來說，大部分美國州公司法於防止公司發行新股可能會產生的稀釋措施上，係採「選入式」(the opt-in rule)的優先認股權，倘為閉鎖性公司則多採「強制規定」(the mandatory rule)或「選出式規定」(the opt-out-rule)。但即便是採取股東優先認股權，對於防止股份稀釋的效果也不完全，特別是對閉鎖型公司之股東而言。蓋在股東享有優先認股權的情況下，股東尚必須有足夠之資金用以認購股份，倘股東無足夠資力認購，或者不願意認購時，雖然可以出售認購新股之權利給其他人以獲取一些報償，但對於閉鎖型公司而言，由於欠缺股份流通市場，持股之成本較高，故認購新股之權利往往極難賣出，即便是可以找到買家，其處分價格往往會呈現極大的折價，實不足以填補無法自己認購股份之股東所產生之股權稀釋結果。

本文認為紐約州最高法院之見解，一方面確保董事裁量權與維護公司有效率之運作，一方面維護股東之期待與權益之保護，同時在體認以股東優先認股權作為防止股權稀釋措施有其局限性的情況下，配合董事受託義務之適用，實值吾人參考。

#### (2)其他國家關於優先認股權之規範

事實上，各國關於股東優先認股權之規範並不一致，也會因公司種類而有所不同；於閉鎖公司下(closed held companies)，德國與日本均以法規強制賦予股東優先認股權，英國公司法第八十九條與第九十一條則規定股東擁有優先認股權，但公司得以章程排除的選出式規定(the opt-out rule)，至於法國則採取章程明文規定股東始有優先認股權之選入式規定(the opt-in provision)<sup>125</sup>。而在公開公司的情況下(public company)，歐洲國家多以強制賦予股東優先認股權，或者選出式規範，例如歐盟公司法第二號指令第

---

<sup>125</sup> See ROCK, *supra* note 43, at 148.

二十九條規定，在對價為現金的情況下，股東之優先認股權不得以法律限制之，除非股東會另有決議<sup>126</sup>。

### (3)我國法之觀察

如前所述股東優先認股權有其優缺點，是故在強制賦予股東優先認股權與任意規範的規範選擇間，並無必然之優劣，重點在於相關規範與配套措施是否能夠與之配搭。美國在多數州採行選入式規定下，主要係以利益衝突不同的情況區別不同舉證責任之董事受託義務進行規範。而我國公司法第二六七條第三項原則上係以法規強制賦予股東優先認股權為基本架構，同時不得以章程或股東會決議排除之。有學者即對此一規定提出鬆綁之建議<sup>127</sup>。本文認為，此一規定看似十分嚴格，但從整體法規架構觀察，事實上存有許多例外規定，除了第二六七條第七項規定，「對於因合併他公司、分割、公司重整或依第一百六十七條之二、第二百六十二條、第二百六十八條之一第一項而增發新股者，不適用之」之外，尚包括公司法第一五六條第五項股份交換之情況、證交法第二十八條之一強制股權分散、證券交易法第四十三條之六私募等均屬之。與前述美國法較為不同的是，我國法下所規範的股東優先認股權之原則與例外，似均不能得以章程或股東會之決議排除適用之。

## 2. 出資種類

### (1)美國法之規定

美國各州公司法對於出資種類的規定雖各有不同，但基本上至少都規定可以財產（property）與已提供予公司之勞務（past

<sup>126</sup> RMBCA § 6.30 (b) (3): “Shareholders must be offered shares on a preemptive basis when capital is increased by consideration in cash, a right that cannot be restricted by the statutes but only by ad hoc decisions of the general meeting.”

<sup>127</sup> 王文宇，同註9，頁438-443。

services) 作為出資。

德拉瓦州公司法第一五二條則規定，可以現金、有形與無形的財產或利益為出資 (cash, any tangible or intangible property or any benefit to the corporation, or any combination thereof)<sup>128</sup>，同法第一五七條規定在無詐欺的情況下，應對董事會關於出資對價價值之認定予以尊重<sup>129</sup>。

相較之下，RMBCA對於出資種類則較德拉瓦州規範為寬鬆。RMBCA § 6.21 (b)規定，出資的種類可以是有形與無形的財產或利益 (any tangible or intangible property or benefit to the corporation)，包括現金、本票、已提供之勞務、未來之勞務，或其他公司發行之有價證券 (cash, promissory note, services performed, contracts for services to be performed, or other securities of the corporation)<sup>130</sup>。同時，RMBCA § 6.21 (c)亦規定，應由公司董事會決定發行股份之對價是否充足 (adequate)，且此一決定應予尊重。

RMBCA於其OFFICIAL COMMENT中強調，從公司發展的需要而言，無形財產、未來之勞務等，對於公司的重要性不亞於有形財產與已對公司提供之勞務，這也是為何RMBCA修正以擴大出資種類之原因；RMBCA同時指出，當公司發行新股之對價不足時，確實將造成股東權益的稀釋，特別是在以現金以外之財產或勞務為出資，且出資者為公司的發起人或董事時（此即為利益衝突交

---

<sup>128</sup> See 8 Del.C. § 152 (“The board of directors may authorize capital stock to be issued for consideration consisting of cash, any tangible or intangible property or any benefit to the corporation, or any combination thereof.”)

<sup>129</sup> See 8 Del.C. § 157 (“In the absence of actual fraud in the transaction, the judgment of the directors as to the value of such consideration shall be conclusive.”)

<sup>130</sup> See RMBCA § 6.21 (b).

易)，然只要董事會依照RMBCA § 8.30所確立之董事行為標準（standards of conduct for directors）所做成的決定均應予以尊重<sup>131</sup>。

也就是說，美國法之基本規範架構為，出資的種類與對價之認定，屬於董事會之權限範圍，同時董事會為決策時，自應受受託義務（the fiduciary duty）之規範。

#### (2)我國法之規定

相較於美國，我國法係將股份作為發行新股之對價的情況，視為一種公司所需財產中的特殊類型，而有別於其他以財產為出資之運作。也就是說，是否可以考慮公司所需之其他財產，也可以作為公司發行新股之對價，而排除公司法第二六七條股東優先認股權之適用？蓋從出資標的評價的困難度而言，如前所述股份之評價不小於貨幣債權、公司所需之技術、機器設備等；從公司需要來說，也應給予公司經營團隊在無控制權移轉之虞、利害衝突之虞等情況下（即單純的【類型四】），考慮除股份以外其他公司所需財產，也可以以公司發行新股的方式取得，將有助於公司資金的有效運用。

本文認為似可考慮仿照RMBCA § 6.30 (b) (3)之規定，擴張本項股份交換的規定為：「公司發行股份作為取得現金以外公司所需之財產之對價時，不受公司法第二六七條第一項至第三項之限制。」也就是說，在現行股份交換排除股東優先認股權的情況下，進一步將發行新股對價之種類，由目前的他公司股份，擴張至公司所需之其他財產。同時，本文對於股份交換相關配套措施之設計，例如一定條件下應經股東會特別決議、資訊揭露之規範等規定，於此均有適用。

---

<sup>131</sup> See RMBCA OFFICIAL COMMENT 6-27, 28.

## 伍、閉鎖型公司與公開型公司於新股發行法規範密度上之區別

從近年來公司法修正之軌跡可以看出，修法係朝鬆綁的方向往前邁進，修法理由中多係以「企業自治」一詞表達此一立法趨勢之精神，本文基本表示贊同。但強調企業自治的同時，尚不能忘卻公司法所應發揮的當事人權利義務關係之契約範本功能。亦即立法者必須配合不同屬性下企業組織之需求，設計出一模範契約範本，並在此一範圍內，留有容或當事人可以依各自情況調整之空間，以發揮法規範促進當事人交易、降低交易成本之功能。

本文亦贊同多數學者對於「大公司」與「小公司」應區別規範，且同意非公開發行等小公司之規範模式更應尊重股東間之契約自由、企業自治的基本規範哲學。但本文同時認為閉鎖型公司之人合特性，將使股東對於股份價值與持股比例之增減變動較開放型公司更為敏感。因此，公司法於閉鎖型小公司之新股發行上之規範——或至少是預設規範，應較開放型之大型公司更為嚴格。

然觀察我國現行法規，對於非公開發行之閉鎖型股份有限公司在發行新股事項上之規範密度，卻較公開發行以上公司來的寬鬆。以公司法第一六七條之二員工認股權憑證為例，公開發行公司依「發行人募集與發行有價證券處理準則」，對於員工認股權憑證所得認購股數之上限，以及股份發行價格之下限均有規定<sup>132</sup>，依「發行人募集與發行有價證券處理準則」第五十三條之規定，「上市櫃公司發行員工認股權憑證，其認股價格不得低於發行日標的股票之收盤價；興櫃或未上市櫃之公開發行公司，其認股價格不得低於發行日最近期經會計師查核簽證之財務報告每股淨值。」前述處

<sup>132</sup> 參見「發行人募集與發行有價證券處理準則」第51條、第53條與第56條之1的規定。

理準則為配合員工分紅費用化制度實施的影響，於二〇〇七年三月增訂第五十六條之一，「經股東會特別決議者，得不受前述發行認股價格之限制。」相關規範訂定發行股數上限與最低發行價格之目的，目的均在避免公司因此所發行之股數過於龐大，或者發行價格過低，從而產生稀釋股東權益之不良效果。

反觀非公開發行公司依公司法第一六七條之二對於員工認股權憑證所得發行股份之數量與價格卻未設規定，依經濟部經商字第〇九一〇二〇〇四四七〇號函釋，「……又約定價格如何訂定乙節，公司法尚無限制規定，由公司自行決定，惟不得違反公司法第一百四十條規定。」也就是說，非公開發行公司發行股份予員工時，只要在發行價格在票面金額以上即可。從員工倘以低於公司股份真實價值之價格認購股份，從而有稀釋股東權益之虞以及違背員工認股權制度設計目的的角度觀之，即便是公開發行公司所應遵行之「發行人募集與發行有價證券處理準則」所訂定的最低發行價格：收盤價或每股淨值，亦未必能真正反映公司股份之真實價值，但相較於非公開發行公司仍是以抽象會計上計算資本的票面金額作為新股發行價格之基準，公開發行公司之「收盤價或每股淨值」已經是比較具有參考價值的評價標準了。此一最低發行價格之規範設計，在我國公司負責人受託義務尚未完備的情況下，是一個必要且可行的機制。兩相比較之下，我國法規範對於非公開發行公司之董事會於股份發行之權限似乎遠大於公開發行公司，如此之權限劃分是否妥適？

此外，觀察公司法第一五六條第五項股份交換制度於公開與非公開發行公司下之運作亦可發現，公開發行公司於股份交換時尚必須遵守「公開發行公司取得或處分資產處理準則」之規範，即便規範內容雖如本文評析或有其不足，但至少尚有防免利益衝突的資訊揭露設計與如會計師等獨立專業人士的參與。而在非公開發行公司

則此等規範皆付之闕如。

或者有論者認為，閉鎖型公司之股東間關係較為緊密、所有與經營較為合一，股東間可以透過協商解決衝突。但倘觀從比較法的角度觀察美國經驗，其閉鎖型公司發生控制股東壓迫（**oppression**）少數股東的情況較公開公司更為嚴重，而控制股東透過股份發行方式稀釋少數股東權益更是常見的壓迫方式。在我國，實務上也時常發生有限公司與閉鎖型股份有限公司的經營陷入僵局（**deadlock**），卻無法藉由當事人之協商處理衝突與糾紛。倘對照我國有限公司與非公開發行股份有限公司之設立家數占所有公司家數的比例甚高，經營僵局所消耗的社會成本，實不可小覷。除此之外，我國非公開發行公司之組成情況，是否真如法規設計架構下之預想：非公開發行公司由於股份流動性低，股東人數少、彼此關係緊密、所有與經營相對合一？其實未必。依經濟部目前對於公司法第一五六條第三項之解釋，公開發行公司轉成非公開發行公司，僅須董事會決議即可，完全不考慮股東人數多寡與股東屬性問題，公司經營團隊即可能因為公開發行公司與非公開發行公司法規範密度之不一，藉由操縱公司是否公開的狀態，達到控制法規適用之結果。也就是說，現行法下公司公開或非公開之狀態，與吾人對於大公司與小公司基本本質差異的區別並無必然之關聯性。在這種情況下，實無法期待非公開發行公司之股東能夠自治地與經營團隊協商解決發行新股可能產生的權益稀釋問題，又由於非公開發行公司股份流動性不足，更無法藉由市場力量調整此一衝突。當契約與市場均無法發揮其調整當事人衝突之功能時，法規之適度介入實有必要。

## 陸、修法建議——代結論

公司法第一五六條第五項所涉及的問題極為複雜，從出資種類、董事會與股東會之分權、經營團隊與股東間之利益衝突、公司控制權移轉、股東優先認股權等面向，實無法以單一手段——董事會特別決議規範之。本文針對不同之情況，重新安排與界定經營團隊之行為標準（standard of review）與董事會與股東會之分權設計，期法規範能促進有效率之發行新股行為，並遏止無效率者。

本文認為股份交換制度實應結合股東優先認股權之存廢問題一併討論之。有主張股東優先認股權可採「選出式立法」（the opt-out rule），萬國法律基金會受行政院經建會委託進行之二〇〇三年「公司法全盤修正計畫研究案」即建議修正現行公司法第二六七條第三項第二項為「公司發行新股時，除章程另有規定或經股東會以三分之二以上出席，出席股東表決權過半數同意之另為決議外，應公告及通知原有股東，按照原有股份比例儘先分認……（以下同現行規定）。」其修法理由為「參酌證券交易法第二十八條之一，公開發行公司股東會得決議提撥發行新股總額之較高比率對外公開發行，不受公司法第二百六十七條第三項關於原股東僅先分認規定之限制，故為利籌資，建議得以章程或股東會特別決議排除發行新股之原有股東優先認股權。」

此一修法建議係以章程概括排除股東之優先認股權，倘章程並未排除優先認股權之適用，亦得以股東會特別決議排除股東優先認股權於某特定一次發行新股時之適用。

本文認為，審酌我國證券交易法第四十三條之六修法後開放私募有價證券所呈現的種種亂象<sup>133</sup>，以及我國公司負責人受託義務

---

<sup>133</sup> 參閱朱德芳，同註2，頁81以下。



之發展仍在初始階段，本文認為股東之優先認股權不宜由目前的強制規定修改為得經公司章程排除的選出式規定。同時考量公開發行公司所需資源多，故建議似可修法將目前可排除股東優先認股權之股份交換制度，其發行新股之對價由股份擴展至現金以外之財產出資，但同時必須進一步完善相關的揭露措施與加重獨立董事、審計委員會與其他專業人士的角色與責任，並且在發行股數與發行對象上作出尚應經股東會決議之防弊設計。

### 一、建議修正公司法第一五六條第五項

建議修正本條第五項為：

「除本法或公司章程另有規定者外，公開發行公司得經董事會三分之二以上董事出席，以出席董事過半數決議，發行新股作為受讓他公司股份之對價，不受公司法第二六七條第一項至第三項之限制，並應於董事會決議之日起兩日內公告並向主管機關申報之。但公開發行公司依本條前段發行新股有下列情況之一者，應經股東會特別決議，且應於該次股東會召集事由中列舉並說明關於發行新股之重要事項，不得以臨時動議提出。

(一)發行新股達公司已發行股份總數的20%；

(二)發行新股之受讓人為公司或關係企業之董事、監察人、經理人或持股超過股份總額10%之股東本人或其配偶、未成年子女或利用他人名義者，且發行價格低於法定評價模式者。

此外，董事會之發行新股行為，應屬「募集、發行或私募具有股權性質之有價證券」之行為，故有證券交易法第十四條之二至第十四條之五之適用；同時尚應就「公開發行公司取得或處分資產處理準則」為相應之修正，使其能包括公司以所需財產為發行新股對價之情況，其修訂重點應包括資訊之揭露與專業人士的角色與責任。

至於非公開發行公司的部分，有鑑於非公開發行公司股東對於持股比例的敏感度，以及公司監控機制不足，故建議仍回歸第二六七條，股東保留優先認股權。同時應仿照公開發行公司之相關規定，對於非公開發行公司之員工因第一六七條之一或第一六七條之二取得公司股份之價格與公司因此所發行之股份總數，應有相應之規定，以免非公開發行公司之經營團隊，透過此一方式稀釋股東權益。

然如本文分析可知，以優先認股權作為防止股權稀釋的手段亦有其侷限性，尚必須搭配董事之受託義務始能克盡其功，本文介紹紐約州最高法院數則法院判決，值得我國借鑑。

## 二、增訂防禦措施之採行應經股東會特別決議之規定

建議增訂「公開發行公司董事會於公開收購者向主管機關為公開收購申報之日起至公開收購期間屆滿之日止，或委託書徵求人於該次有選舉董監事議案之股東會進行委託書之徵求，而將相關資料送達公司之日起至股東會結束之日止，未經股東會特別決議，不得採取任何妨礙公開收購或影響董監事選舉之行為（立法理由可補充說明，特別是可能妨礙公開收購者或徵求人取得公司控制權的發行新股行為）。董事會於前述時間點前已作成決議而尚未開始執行，或未完成執行者，倘可能造成公開收購之阻礙或影響董監事選舉者，非經股東會特別決議，不得為之。」

## 參考文獻

### 一、中 文

1. 王文字，從股權結構論公司治理法制，月旦民商法雜誌，10期，頁5-24，2005。
2. 王文字，非合意併購之政策與法制——以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，125期，頁155-175，2005。
3. 王文字，公司法論，3版，2006。
4. 王志誠，股份轉換法制之基礎構造——兼評「企業併購法」之股份轉換法制，政大法學評論，71期，頁79-129，2002。
5. 朱德芳，Modernizing the Dissenting Shareholder's Appraisal Right in Taiwan，中原財經法學，10期，頁328-416，2003。
6. 朱德芳，重整公司中之公司治理，東吳法律學報，17卷2期，頁193-248，2005。
7. 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，17期，頁195-259，2006。
8. 朱德芳，論公開發行公司之資本結構重組與公司治理：以形式減資與私募增資為核心，國立臺灣大學法學論叢，37卷2期，頁81-150，2008。
9. 高啓瑄，論我國公司法引進穿越投票原則可行性之研究，東吳大學法律學系碩士論文，2007。
10. 黃銘傑，我國公司法制關於敵意併購與防禦措施之現狀與未來，月旦法學雜誌，129期，頁143-160，2006。
11. 曾宛如，「讓與全部或主要部分營業或財產」之探討——兼論董事會與股東會權限劃分之議題，國立臺灣大學法學論叢，35卷1期，頁267-310，2006。
12. 楊偉文、楊德庸，商事法——公司法篇，2002。
13. 葉銀華、李存修，健全台灣之公司法治理機制——從台灣出發，中華公司治理協會準則委員會研究計畫報告，2003。
14. 廖大穎，公司債發行之三角關係——發行公司、公司債債權人與股東間之利益調整，月旦民商法雜誌，創刊號，頁64-85，2003。

15. 廖大穎，論股份轉換法制程序與股東權之保護，政大法學評論，83期，頁197-258，2005。
16. 劉連煜，現代公司法，4版，2008。
17. 劉連煜，新證券交易法實例研習，6版，2008。
18. 賴源河，論優先認股權，載：公司法問題研究(一)，頁89-93，1982。

## 二、外 文

1. BAINBRIDGE, STEPHEN M., CORPORATION LAW AND ECONOMICS (2002).
2. Bebchuk, Lucian Arye, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 U. CHI. L. REV. (2002).
3. Bebchuk, Lucian Arye, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARVARD L. REV. (2005).
4. Black, Bernard & Kraakman, Reinier, *Symposium: Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*, 96 NW. U.L. REV. (2002).
5. CLARK, ROBERT, CORPORATION LAW (1985).
6. EASTERBROOK, FRANK H. & FISCHEL, DANIEL R., THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATION LAW (1991).
7. Nichols, Andrew L., *Shareholder Preemptive Rights*, 39 B.B.J. (1995).
8. O'NEAL, HODGE & ROBERT B. THOMPSON, O'NEAL AND THOMPSON'S OPPRESSION OF MINORITY SHAREHOLDERS AND LLC MEMBERS (2008).
9. ROCK, EDWARD, KANDA, HIDEKI & KRAAKMAN, REINIER, THE ANATOMY OF CORPORATION LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH (2004).
10. Y.H., Yeh & Woidtke, T., *Commitment or Entrenchment? Controlling Shareholders and Board Composition*, 7 JOURNAL OF BANKING AND FINANCE 29 (2005).

# Shareholders' Preemptive Right and the Share Exchange Mechanism in Taiwan Company Law

Te-Fang Chu<sup>\*</sup>

## Abstract

First introduced in 2001, Section 156 (5) of the Taiwan Company Law, also called the share exchange mechanism, presents complex issues. The share exchange mechanism involves the fundamental issue in a company law: the conflict of interests between controlling shareholders and minority shareholders. It also engages in the policy debate between the shareholder primacy and the director primacy, the change of control transactions, the role of preemptive rights in protecting shareholders against dilution, and the directors' fiduciary duty in the context of issuing stock. This paper first classifies the share exchange into four models with respect to the motives that directors carry in each particular model. These four models are: Model I share exchange involving change of control transactions; Model II share exchange as a defensive tactic; Model III share exchange with insiders of the company; Model IV share exchange classified as an ordinary business decision.

---

<sup>\*</sup> Assistant Professor of Law, College of Law, National Chengchi University, J.S.D., University of California, Berkeley.

Received: May 19, 2009; accepted: November 27, 2009

This paper then proposes a comprehensive statutory reform. The purpose of this paper is to reconsider the role of statutes and the judiciary in the matter of stock issuing, and to establish a framework to encourage value-increasing stock issuing while preventing value-decreasing stock issuing.

**Keywords:** Share Exchange, Preemptive Right, Anti-takeover Mechanism, Change of Control, Private Placement, Issue of Shares, Employees' Stock Option, Treasury Stock, Close Company, Fiduciary Duty, Conflict of Interest