

行政院國家科學委員會專題研究計畫 成果報告

敵意併購之防禦措施政策的立法新趨勢分析 研究成果報告(精簡版)

計畫類別：個別型
計畫編號：NSC 97-2410-H-004-064-
執行期間：97年08月01日至98年07月31日
執行單位：國立政治大學法律學系

計畫主持人：劉連煜

報告附件：出席國際會議研究心得報告及發表論文

處理方式：本計畫涉及專利或其他智慧財產權，2年後可公開查詢

中華民國 98年11月18日

敵意併購之防禦措施政策的立法新趨勢分析

研究成果報告書

計畫編號	NSC 97-2410-H-004-064
計畫名稱	敵意併購之防禦措施政策的立法新趨勢分析
研究人員	劉連煜(國立政治大學法學院教授)
執行期間	2008/08/01 ~ 2009/07/31

※ 關鍵字：敵意併購、防禦措施、目標公司、公開收購、經營判斷原則、董事中立。

一、計畫緣由及研究課題

近來我國資本市場頻傳公司敵意併購事件，目標公司也有相應地採取防禦措施，例如開發金控敵意併購金鼎證券，及國巨與大毅公司間董事席次爭奪的事例。雙方你來我往，引起各界矚目。惟資本市場究竟可否敵意併購？如可，其功能何在？有無產業別之限制（如金融機構與非金融機構適用不同規範）？再者，目標公司可否相應地採取防禦措施？如可，何種情況下允許？由誰決定採取防禦措施？有無限制所採取之防禦措施種類及程度？又，各國面對不同的政經環境，所採取的態度也不同。我國究應採取何種立法政策？在在均是值得研究的重要課題。

二、本議題之現行規範及本研究之重要性分析

按我國企業併購法第五條規定：「公司依本法為併購決議時，董事會應為全體股東之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜。」然則，何謂「董事會應為全體股東之最大利益行之」？依我國目前有關法令，並不十分清楚。此外，我國公司法、證交法對於目標公司董事會的防衛措施並未設有任何明文。惟依「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第十四條規定，反對公開收購之董事，應公開說明其理由。從此一規定觀察，似又隱含有持公開收購之意。

按美國規範公開收購之 1968 年威廉斯法 (Williams Act)，基本上係持中立立場，力求公平對待收購者與目標公司。而州法則有偏袒目標公司之傾向。至於美國實務判決中有關併購與經營判斷原則 (business judgment rule) 之問題，依美國企業併購之發展過程觀察，在 1980 年代之前，若公司董事在併購過程中係基於善意且無利害衝突之情形時，則董事會因應併購之要約，係受到經營判斷原則之保護，且法院對董事會之決定將有所尊重。然而，自 1980 年代中期開始，此一情況即有所不同。以德拉瓦州為例，德拉瓦州法院那時即開始對於企業併購進行較為嚴密之司法審查 (經典判決，例如 *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.*¹ 及 *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*²)，以避免小股東權利受到損害，並監督董事會對於有利益衝突之併購交易是否有所迴避或遵守其忠實

¹ *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

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

義務。再者，為因應併購之防禦措施越來越複雜，而該防禦手段之本質究竟係為加強確保董事之寶座或係為維護股東權益之最大化，也越來越難從表面觀察即可判斷，故關於企業併購之判決便大量增加，並發展出與傳統司法對董事會受任人義務之不同審查標準。故其間之標準何在？有無足供我國觀摩之處？亦值得深入探究。

另外，歐盟公司法第十三號指令也認為，除非目標公司之經營階層先經股東會之同意，否則不得採取反收購措施。而實際上歐盟會員國（如德、英）如何實踐之，也是值得進一步觀察的課題。

總之，此一併購課題，在現代資本市場上，極具重要性。展望未來，我國敵意併購活動有日益興盛之勢，我國宜採何種立法對策？相關問題也應未雨綢繆，儘早立法因應，始為正辦。否則，我國目標公司當可隨意採取防禦措施，犧牲其他股東之利益，剝奪股東對公開收購案應有之決定權，阻礙我國資本市場之進步發展。

三、國內外相關文獻之概述

至於本研究計畫相關參考文獻方面，截至目前，我國學者雖已有一些基礎研究（例如賴英照教授著，「最新證券交易法解析」對公開收購之分析），但本研究涵蓋美國及歐盟法之最新發展（含立法及法院判決、行政解釋），作比較深入、徹底之分析。

四、研究結論摘要

在美國，對於目標公司董事會是否可以採行敵意併購措施，學界與實務界對此一問題之看法，基本上存在有相當程度之分歧。簡言之，美國學界一般對於美國法律與法院判決偏向目標公司現任經營團隊之做法，深不以為然，並基本上建議應多朝向擴大股東會權限方向修正之³。

按 2004 年 4 月底生效之歐盟指令於其規定前言中，明白指出歐盟併購規範（the Directive）之政策目標有重要之下列數點：1. 保護併購目標公司證券持有者之利益（to protect the interests of holders of the securities of companies）⁴；

³ 參閱朱德芳，效率、併購與公司治理—以敵意併購法規為核心，中原財經法學二〇〇六年六月，頁 36。

⁴ 參閱前言說明二。有謂：而且隱含保護資本市場之聲譽，參閱前言說明二及十二。

2. 強制要約，以保護被取得控制權公司之少數股東的利益⁵；3. 有收購要約時，除非先取得股東大會之授權或為尋求另一可能之要約，否則禁止目標公司董事會有干擾之行為（the board of the offeree company shall obtain the prior authorization 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.）⁶；4. 限制任何設計安排以排除成功出價人取得公司控制權之行為（restrictions on arrangements designed to deny control to a successful bidder）⁷。

上述目標中之第三點，在敵意併購時，最為醒目而重要，一般稱為「董事中立」（board neutrality）之原則。亦即，除非獲得股東大會之批准，否則目標公司之董事會只能採取守勢之被動規則，不可隨意採取特定之防禦措施。這樣之原則，可謂是受到英國法規範模式之影響。蓋英國城市法典總則第七條（the City Code's General Principle 7）對此早有明白而清楚之規定可稽。換言之，這樣之立法例，容許由股東會決定抵抗或接納外來之併購要約，目標公司董事會無法置喙。這是因為基於目標公司董事會或許為自身之董事寶座，而犧牲具有最大化價值之敵意併購要約，從而自不容許董事會恣意而為。

至於德國法制，由於其董事會係由監察人會（the Aufsichtsrat）所選派，而在大公司之監察人會又由其股東及公司勞工團體所選出，故基於監察人會有一定之獨立性，德國在此方面與其他國家稍有不同，特別規定此一抵抗敵意併購措施之批准可由監察人會為之（荷蘭亦採此制）。

綜上可之，敵意併購之防禦措施是否採取應取決於目標公司之股東會而非董事會，我國法制應依循先進國家之立法趨勢，作適度修正調整，才能發揮保護投資人之功能。

⁵ 參閱前言說明九。

⁶ 參閱第九條。

⁷ 參閱第十一條。

出席國際學術會議心得報告

計畫編號	NSC 97-2410-H-004-064
計畫名稱	敵意併購之防禦措施政策的立法新趨勢分析
出國人員姓名 服務機關及職稱	劉連煜(國立政治大學法律學院教授)
會議時間地點	民國 97 年 10 月 25~29 日
會議名稱	「公司法研討會」及「兩岸銀行法學術研討會」
發表論文題目	股東及董事因自身利害關係迴避表決之研究、台灣銀行法草案修正趨勢

一、參加會議經過

二〇〇八年十月二十五日，本人受邀參加北京清華大學所舉辦之「公司法研討會」，並以「股東及董事因自身利害關係迴避表決之研究」為題發表新近研究之成果，除獲得滿堂喝采外，亦與提問人進行簡單交流，甚為感動。該研討會上有兩岸知名的公司法學者共同參與，堪稱是一場豐盛的學術饗宴。眾人聚集一堂，一起討論公司法的現代熱門議題。而隨後於同月份二十八日之西安政法大學「兩岸銀行法學術研討會」上，本人亦受邀出席，並主講台灣銀行法草案修正趨勢，在報告後的問答討論時間也獲得相當熱烈的回響。

二、與會心得

上述本人所出席之學術研討會議，皆有兩岸著名之財經法學者參與其中，相互進行學術上之意見交流，藉由不同之觀點的提出，使相關議題更能突顯其重要性；同時因為亦有不少從事法律實務界人士與會，使得相關討論不致流於理論，而能夠達到學術與理論有相互對話和討論辯析的機會。本人深感獲益良多。