

敵意併購在我國法制之問題與攻防策略實例

許家銘*

摘 要

許多企業為擴張版圖，紛紛以併購作為追求永續經營的手段。所謂的「敵意併購」係指，在未經目標公司董事會同意下，即發動爭奪公司經營權的行為，此亦包括在徵詢目標公司後，遭到其董事會拒絕或抵抗，或是基於若干考量而不與對方的董事會進行協商，逕行發動經營權爭奪戰。

而在取得經營權的過程，攻守雙方所採行的攻擊防禦手段，在併購法制剛步上軌道的情況下，國外法制有何手段以及其實際應用便成為展望未來的重要參考。本文在意義解釋後，先介紹國外法上敵意併購的手段，再審視我國法規環境的制度層面探討相關的訴訟、委託書事實經過以及台灣法制上可採行的措施。並以近年來鄰近的日本發生的 Livedoor 與電視媒體業間的併購攻防往來與我國開發金控併購金鼎證券兩案例事實之始末及個別採用的攻擊防禦手段就法制面為儘可能詳細之介紹；於文末重申併購此一制度的時代意義與其身為手段的中立性，應客觀看待此制度存在的必要並賦予公平的競爭環境。

關鍵字：併購、金融機構合併法、敵意併購、金融監督、策略、金融控股公司、股份轉換、公開收購、委託書徵求

*康寧醫護暨管理專科學校 國際貿易科兼任講師

Issues of Hostile Takeover Under Law in Taiwan with Practical Cases of Offence and Defence

Char-Ming Hsu*

Abstract

In order to expand the territory ,corporations seek M&A as method of surviving and developing. The term “Hostile Takeover”refers the action of takeover managing of the target company without consent of its board of directors. It also means the war after encounter refusal or resistance of the board after with the target company , even without for reasons.

During the process, the actions taken by both sides require the foreign legality in procedure and practice to make reference to look forward. With definition ,the methods of hostile takeover in US corporation law were introduced; following that, discussion of relevant judicial actions, proxy wars and other acceptable process in Taiwan legal level of lawful circumstances is reviewed. As for the real case studies, the 2005 “Livedoor”v.s Fuji TV case happened in Japan and the 2005 CDIBH v.s TISC case happened in Taiwan were the main issues expressed as detailed as possible. The end of this paper restated tendency of time in M&A and its neutrality as a method, and the necessity of the existence of hostile takeover should be reviewed from objective facts and the fairly competitive market should be constructed.

Key Words : M & A, Mergers and Acquisitions, FHC (Financial Holding Company) , Strategy, Financial supervising, conversion of stock, tender offer, hostile takeover, tob, takeover bid, proxy war

* Lecturer, Department of International Trade, Kang-Ning Junior College of Medical Care and Management

壹、前言

在全球化思潮以及企業大型化的發展趨勢下，國內原先以中小企業起家的企業規模相形見絀，促使許多企業為擴張版圖，紛紛以併購作為追求永續經營的手段。而在多數的併購案件中，收購人與被收購公司雙方皆有併購的意願，自會以合議方式協議出併購的模式與條件，此即所謂「合意併購」。然而，並非所有的被併購公司均有被併購的意願，故乃發展出另一種逆向操作的併購型態，即被收購公司之經營者反對併購之「敵意併購」態樣。

本文以下乃是針對敵意併購為探討核心，首先介紹敵意併購之意義及發展過程，進而討論敵意併購在我國法制下適用時可能產生之問題，最後舉出敵意併購防禦成功及失敗之例為檢討，以窺知敵意併購對在我國未來實務之發展。

貳、敵意併購之內涵

一、意義

通常所謂的「敵意併購」係指，在未經目標公司董事會同意下，即發動爭奪公司經營權的行為，此亦包括在徵詢目標公司後，遭到其董事會拒絕或抵抗，或是基於若干考量而不與對方的董事會進行協商，逕行發動經營權爭奪戰。故其實所謂的「敵意」主要乃是針對現有經營團隊而言¹。主併者從事敵意併購目的既然在於爭取目標公司的經營權，故當主併者運用大筆資金取得目標公司一定比例持股，成為具有影響力的股東後，即可透過行使股東權，請求召開股東會以改選董事，進一步爭取當選董事、進入董事會甚或掌控董事會的機會。若主併者順利成為董事會成員，自然可發揮在其董事會的影響力，藉由更換目標公司的董事長、總經理或其他高層管理者，達成其取得經營權的目的。至此，主併者即能借重目標公司的資金、技術、人才、市場等資源，以實現其經營策略。其與其他併購的模式相比，敵意併購的發動者自主性較高，不若一般友善性收購或合併需先取得標的公司董事會之同意或配合，因而由於企業所有權與經營權的分離經常造成經營者與股東的利益產生衝突，即經營者可

¹ 有認為，從外國的案例可見，敵意與否都是談判時的做法，只要被併購一方或其股東願意接受某一價位，所有的併購都很「善意」。見劉紹樑，《改變金融市場結構唯賴併購》，經濟日報，2004年3月19日，6版。

能作出追求個人效益卻違背股東利益的決策，此時即可藉由敵意併購機制撤換不善的經理人，以發揮制衡的功能²。故不論從充分發揮接管市場機制(Takeover market mechanism)，或是經濟資源再利用的角度來看，敵意併購實有其重要的存在價值與制衡功能³。

企業併購的根本目的在於為主併者及被併者(目標公司)雙方利益的最大化，是以多數的企業是在雙方彼此同意且具有共識的情況下進行；然而，在目標公司不願進行併購的情況下，主併者為實現其併購的目標，將可能採取強硬方式迫使目標公司成為併購案的參與者，此時「敵意併購」(Hostile Takeover)⁴即隨之產生。故敵意併購可定義為在未經被收購企業之公司派(現任經營者)同意之情況下，市場派(外界企業或其他大股東)以龐大資金收購股權，發動爭奪公司經營權的行為，以達到入主目標公司的目標⁵。

綜上所述，敵意併購的特色可歸納為以下三點：

- (一) 敵意併購是一種目的在取得目標公司經營權的手段。
- (二) 敵意併購的發動者通常是目標公司以外人士，如跨國性投資機構、國內外其他公司或個人，但亦可能為目標公司內部未掌握經營權的股東。
- (三) 敵意併購主係透過集中交易市場買入、公開收購以及向目標公司其他股公購買取得目標公司股票的方式進行。

友好的收購，由於獲得了目標企業管理層的支援，獲得目標企業審慎調查的資訊較多，因而有利於降低併購行動的風險與成本，同時還可避免因目標公

²有稱之為「懲戒式接管」(Disciplinary Takeover)，即針對企業因所有權分離與經營權分離所衍生出的代理問題，可運用敵意併購為懲戒式接管的工具，用以懲罰或更換經營不善的企業經理人，進而保護無經營權的股東，以發揮制衡的功能。

³敵意併購亦有看法認為只是監控公司經營的一個選項，而非值得鼓勵的監控手段，故不因將敵意併購視為監控企業的萬靈丹，而應理智的分析其優缺點。因敵意併購雖有其正面的經濟功能，然其伴隨的高交易成本卻不容忽略，故其本質上應係一監督公司治理的非常手段，僅適用於處理特殊問題。參閱王文字，《非合意訂購的政策與法制—以強制收購與防禦措施為中心》，月旦法學第125期，2005年10月，頁159。

⁴ Hostile Takeover 除翻譯為敵意併購外，亦有翻譯為惡意併購、非善意併購、非友善併購、敵對性併購、非協議併購或敵意接管。針對此一名稱之翻譯，早期尚有稱為「惡意併購」(vicious takeover)，實有誤導之嫌，並反映出支持公司當權派(incumbent)的政策，所以只要公司派不支持的併購即屬於惡意。劉紹樑，《迎接敵意併購的時代》，經濟日報，2003年12月19日，6版。

⁵ 參閱林倬仲，《國內金融市場敵意併購之探討》，今日合庫，93年7月，頁5~6。

司抗拒而帶來的額外支出。但併購公司可能不得不犧牲部分利益以換取目標公司的合作，而漫長的協商談判過程也可能使併購行動喪失其部分價值。敵意併購事先並不與目標公司協商，而是突然直接提出公開出價，其優點在於併購公司完全處於主動地位，免於被動權衡各方利益，且併購行動節奏快、時間短，可有效控制併購成本。但敵意併購常常無法從目標公司獲取其內部運營、財務狀況等重要資料，並且還會招致目標公司抵抗，甚至設置各種障礙，因此風險較大，要求併購公司制定嚴密的併購行動計劃，嚴格保密、快速實施⁶。

二、美國制度之介紹

在敵意併購發生時，雙方的攻防策略為眾人矚目的焦點，當主併者決定發生敵意併購後，下一個步驟即是擬定成本最低、效率最大的併購策略；而身為被狙擊的目標公司，即必須儘速採取防範或對抗措施。美國是上演併購戲碼最為悠久的舞台，其併購手法最為靈活與多元化，以下將就美國併購實務為基礎，進行攻防策略的分析⁷。

（一）敵意併購的進攻策略

1、公開收購股權要約（Tender offer）

公開收購股權要約係指擬參與或控制其他企業經營權的個人或公司，不經由集中市場而直接以廣告、書函、廣播等方式，向不特定多數人公開出價買入標的公司的股票⁸。公開收購股權要約的優點在於可避免經由交易市場或證券商營業處所大量購入股票，所造成對市場、目標公司或投資人的不利影響。目前該模式已成爲各國於敵意併購時使用最普遍的策略。

2、委託書徵求（Proxy solicitation）

早期除非公司章程許可，否則美國法院並不承認委託書的有效性，但因其深具便利性，故逐漸爲大多數公司章程所接受。委託書制度的存在主要是爲便利無法親自出席股東會的股東可委託他人代爲行使股東權利所

⁶ 新台灣週刊，《敵意併購—金控合併另一條路》，第 404 期，2003 年 12 月，頁 4。

⁷ 參閱林偉仲，《國內金融市場敵意併購之探討》，今日合庫，93 年 7 月，頁 6~14；《從國內金融業整合看敵意併購之發展》，一銀產經資訊第 466 期，頁 16~20。

⁸ 即公開向不特定標的公司股權持有人（通常爲大股東），提出請求(request)、邀請(invitation)或引誘(solicitation)，而以溢價(premium)支付爲對價，請其出售所持有之股份。

設計，惟隨著股東數量大量增加，實務上以演變成爲股東將其表決權委託於他人的一種權利。因此敵意併購發動者及可藉由此制度獲得足夠的表決權，進而取得標的公司之經營主導權。已委託書徵求之方式的優點在於其所花費之資金相較於直接取得股權方式，乃爲較經濟的方式。

3、集中市場收購

敵意收購發動者事先準備大筆資金，自股票集中市場大量收購標的公司之股票，由於短時間內在集中市場對於標的公司股份的需求大增，因此極容易導致該股票價格上漲，故必須事先準備大筆資金。在美國，當發動併購公司取得標的公司百分之五以上股權時，必須按其證券交易法的規定進行申報。

4、雙階段敵意併購

即敵意併購發動者第一階段先以公開收購股權要約方式，取得董事會的席次以深入了解此標的公司之體質及經營現況，經評估值得併購後，再採取其他積極之策略進行敵意併購。此策略主要之優點在於可防止因貿然進行併購，而面臨資訊不對稱所引起之潛在風險；其次，公開收購股權要約所付出之對價通常比一般收購優厚，因此股東極可能擔心未來僅能獲取較低的對價，而願意加速脫出其持股，使併購機會大增。

5、尋求「中間大股東」的支持

所謂的中間大股東係在經營權攻防戰中，立場較中立的大股東，他們通常較無意參與公司的經營決策，僅將關注的焦點放在公司之營運獲利能力，亦即所謂的投資股東；例如一些機構投資人如保險公司或信託投資公司等金融機構。若取得其支持，對於敵意併購的順利進行將帶來莫大的助益。

(二) 敵意併購的防禦策略

爲反擊不適當的購價，或提高購併價格，增加競爭者競價機會，甚至是鞏固自己的經營權等因素，以併購活動已相當成熟的美國爲首，發展出極爲靈活與多元化之的防禦策略，主要可以區分爲兩大類型：一爲「事前防禦型」當公司面臨敵意併購威脅前，避免日後的敵意併購，於章程規定或以契約訂定所採取必要的防禦手段；另一爲「事後補救型」當公司面臨敵意併購威脅時，公

司派方才使用因應之對策。

1、事前防禦型：

(1) 毒藥丸策略 (poison pills) — 毒藥丸策略係指標的公司再發行特別股或公司債時，特別規劃設計針對敵意併購時機的相關條件，一但遭受敵意併購的攻擊，將可透過先前已發行的特別股或公司債進行反擊，主併者在龐大償債壓力或股東認股可能產生的股權稀釋作用的考量下，其敵意併購的意願可能減低。例如當併購者持有標的公司普通股股份達某一特定比例時，標的公司為了自保，會賦予標的公司原有股東（不包括併購者）額外的認股權，使股權在稀釋作用下增加併購成本；或是在其發行之公司債中增列提早償還條款，使併購者在龐大的償還壓力考量下，減低其敵意併購的意願，進而保衛標的公司的經營權。由於以上措施均著重於增加併購成本以降低併購意願，有如讓敵意併購發動者吞下毒藥丸，故取名為毒藥丸策略。

毒藥丸的作用主要有兩個面向，一方面權證持有人，以優惠條件，購買目標公司股票或合併後的新公司股票，以及債權人依毒藥條款，將債券換成股票，從而稀釋收購者的持股比例，增加其收購資金成本。另一方面，權證持有人，以升水價格向公司售賣手中持股，換取現金，以及債權人依毒藥條款，立即要求兌付債券，可耗竭公司現金，惡化公司財務結構，造成財務困難，令收購者在接收後立即面臨拖累收購者自身的巨額現金支出。基於這二方面的邏輯，收購者收購目標公司後，類似於吞下"毒藥丸"而自食其果。

(2) 驅鯊條款 (shark repellent) — 於公司章程訂定若干特殊條款以提高敵意併購的困難度，且需經股東會決議通過，。一般常見的驅鯊條款有下列兩種：

1、特別多數決條款 (Super Majority Provision)

在涉及合併、資產讓與等公司重大資產處置時，必須獲得超高標準的股東會決議，例如提高最低同意比例。

2、董事分批改選制條款 (Staggered Terms Board of Directoes)

將董事的任期錯開，一般常見者為每次僅改選三分之一席次的董事，讓有意取得公司經營權者，至少必須等待兩屆董事之改選，因此減緩其敵意併購之時程。此外尚有合理價格條款或董事解任需正當理由條款等。

(3) 運用黃金降落傘 (golden parachute) 及錫降落傘 (tin parachute) — 兩者皆

為提高併購成本；金色”意味著補償是豐厚的，“降落傘”則意味著可以在併購的變動中平穩過渡。黃金降落傘策略是指標的公司有在有關退職金給付的契約條款中，特別規定當公司因遭受敵意併購而發生經營權移轉時，敵意併購發動者須支付該公司現任董事長、董事及總經理等高階管理階層龐大之金額或遣散費用，類似毒藥丸策略，其目的亦在增加併購者的財務負擔⁹。相對於黃金降落傘，錫降落傘係指公司在與一般員工簽訂雇用契約時約定，若公司因遭遇敵意併購而發生經營權移轉時，公司有義務給付一筆額外的補償金。黃金及錫降落傘同樣是源自於勞動契約、報酬的概念，惟其不同處在於，黃金降落傘適用於高層人員，具有領取人數少但每個人得到金額較高的特色；而錫降落傘的適用對象則為一般員工，領取的金額雖較少但有機會得的到人數較多。

從反收購效果的角度來說，黃金降落傘和錫降落傘策略，能夠加大收購成本或增加目標公司現金支出從而阻礙併購。“黃金降落傘”可有助於防止管理者從自己的後顧之憂出發阻礙有利於公司和股東的合理併購，然亦有可能導致變相瓜分公司資產或國資，損公肥私；亦不利於鞭策企業管理層努力工作和勤勉盡職。

(4) 購回股票 (share buyback) — 即標的公司自公開市場、大股東或市場勒索者 (greenmailer)¹⁰ 處買回自身公司股票的防禦策略。在允許公司取得自己股份的國家，取得自己公司之股份乃成為對公開收購要約最有力的防衛策略之一，目標公司可以買回自己股份不僅可使自身持股相對增加並且可使股價上揚，使併購者需投入更多資金以完成敵意併購或放棄之。而在美國實務上有敵意併購者，其目的在賺取價差而以高價售股回給目標公司，因此不少美國公司在章程有明文禁止項敵意併購者買回自己股票。

(5) 白馬侍從 (white squire) — 公司於平時與友好第三人或員工合作，可以透過簽訂維持現狀契約而持有公司股份，在敵意併購時，第三人或員工不得轉

⁹ 例如：美國著名的克朗·塞勒巴克公司就通過了一項金降落傘計畫：“16名高級負責人離開公司之際，有權領取三年工資和全部的退休保證金。”1986年戈德·史密斯收購了克朗公司後不得不支付該等款項。該項金額合計共達9200萬美元，其中董事長克勒松一人就領取了2300萬美元。又例如：1985年A111ed Co.與Signal Co.合併時，前者須向其126位高級幹部支付慰勞金計2280萬美元，Signal須向其25名高幹支付慰勞金2800—3000萬美元。

¹⁰ 指大量買進某家公司的股票來促使股價爆漲，並造成敵意併購的態勢，然後再以上漲的股價把股票賣回該家擔心被併購公司的市場投機客。

而支持併購者，須為支援目標公司。

(6) 員工持股計畫 (Employee stock ownership plan) — 此方式已成為重要之防禦策略，即目標公司成立員工持股會，將員工所持有的股份信託並定期分配紅利。此策略之精神在於凝聚公司員工之向心力，使勞方與當時資方結合成命運共同體，並打擊併購者大量收購目標公司股份之企圖。

2、事後補救型：

(1) 白馬騎士 (White Knight)¹¹ — 本策略來自賽局理論中，對於多方互動競爭下的策略選擇，為反制收購，尋找白馬騎士的基本精神是“寧給友邦，不予外賊”。當標的公司得知有人欲發動敵意併購時，可尋找與公司友好之第三者擔任善意併購者，與敵意併購者一起競爭角逐經營權，以增加敵意併購者之收購難度。此一第三者可以是與公司維持良好友好關係的其他企業，亦可以是與公司現任經營團隊關係友好的大股東及董事等特定人士。標的公司為吸引第三者幫忙，通常會賦予其優先以較優惠的價格認購新股；或優先以較優惠之價格收購標的公司較具價值資產的權利¹²，使敵意併購者知難而退。此策略之缺點在於一旦標的公司與該白馬騎士間關係生變，最終公司之經營權仍將旁落而無法獲得確保¹³。

由目標公司尋求善意第三人與敵意併購者競價收購公司股份，使敵意併購者無法遂其心願，此種第三人在美國稱為白馬騎士 (white knight)，許多美國創業投資公司經常扮演此種角色，甚至籌組反收購基金以保護其投資對象免遭毒手。

(2) 處分皇冠上珠寶 (crown jewel) 或焦土政策 (scorched earth) — 所謂王冠上的寶石係指公司最具價值的技術、專利權、品牌、營業權、Know-how等資產。若併購者係為了將目標公司所具有的特殊資源納為已有而發動敵意併購，則目標公司可藉由出售或移轉王冠上的寶石予併購者以外之第三人或者可能

¹¹ 相對於白馬騎士，亦有黑馬騎士 (Black knight)，其是指某些襲擊者先秘密的通過收購目標公司分散在外的股票等手段，從而對目標公司形成包圍之勢，使之不得不接受苛刻的條件，把公司出售，從而實現公司控制權的移轉，這些襲擊者即稱為黑騎士。

¹² 有稱之為鎖位選擇權 (Lock up option)，例如 1985 年 6 月，全美第五大的環球航空 (TWCans world, 簡稱 TWA)，為了對抗艾肯集團 (Carl Ichan, 被稱為收購大王) 的收購活動，TWA 特別給予德州航空每股 19.625 美元價格收買 TWA 640 萬股票的權利。

¹³ 目標公司與白馬騎士假戲真作而造成合併時，亦有稱之為「防禦性合併」 (Defensive merger)

大量發放股利、舉債降低公司價值，降低公司價值或吸引力，讓併購者放棄敵意併購¹⁴。

(3) 小精靈防衛術 (Pacman Defense) 一即反併購策略，當公司遭遇併購，反向對敵意併購者採取敵意併購，收購公司股票使主併購公司陷於兩面為難之處境。此策略有時會形成雙方均為對方之大股東，但更可能造成第三者漁翁得利的機會。

(4) 訴訟干擾¹⁵—訴訟策略是目標公司管理階層在反收購中常用的措施。訴訟的理由主要有三：一為揭露不充分。二是反托拉斯法、公司法或勞動法的違反；三是收購操作過程存在詐欺等犯罪行為。此策略不外乎希望能藉由冗長之訴訟過程及巨額之訴訟費用便於目標公司管理層採取進一步的反收購措施，以程序上的不利益超出併購公司預期之成本，而拖延遭併購之時間提高敵意併購之成本。

三、我國制度之介紹

茲將我國在現行法規下適用之敵意併購策略歸納如下：

(一) 攻擊策略

1、自集中市場收購股權

此策略之運用在國內最為普遍，即利用依照公司法第四十三條之一董事、監察人每三年定期改選的機會，夥同其他關係人或人頭戶，於改選前自集中市場收購標的公司股權至一定成數，爾後於股東會董監事改選取得過半數席次而掌握標的公司之經營權。

2、公開收購股權

根據我國「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」中第十一條規定¹⁶，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

¹⁴例如 1982 年 1 月，威梯客公司提出收購波羅斯威克公司 49% 的股份，面對收購的威嚇，波羅斯威克公司將其 Crown Jewel 即舍伍德醫藥工業公司賣給美國家庭用品公司，售價為 4.25 億英鎊，威梯客公司遂於 1982 年 3 月打消收購的念頭。

¹⁵有稱之為「圍魏救趙」，尋找收購方的主體資格、收購程式、資金來源及經營過程中不規範之處，圍魏救趙，以攻為守，使收購方自顧不暇。

¹⁶針對公開收購股權，歐美國家早已制定法律加以規範，而亞洲國家除日本早於 1971 年引進公開收購股權要約制度外，諸如南韓、新加坡、香港等亦陸續制定公開收購的法令規定，而

份總額百分之二十以上有價證券者，除符合一定條件外，應以公開收購方式為之。此策略如欲發揮實效，其先決條件需標的公司之股權相當分散。惟自我國上市公司經營實務觀之，法令雖然對上市公司訂有強制股權分散的要求，然由於國內企業家族經營的觀念濃厚，除了少數設置外部獨立董監事外，多數上市公司之董監事往往亦同時為公司之大股東，且普遍透過關係人交叉持股以增加董事會控制公司的持股比例，導致我國上市公司董事會控制公司的持股比例偏高；另公開收購股權通常需付出較一般市價為高之對價，造成敵意併購者所需付出的成本大幅提高。因此雖然公開收購在國際間敵意併購之運用最為常見，但在我國卻不多見¹⁷。

3、徵求委託書

委託書徵求亦為我國併購市場常見之策略，早期在國內徵求委託書主要目的僅在於能湊足股東會開會門檻的股權數，因此委託書的收購價格並不高。惟近年來卻因為委託書徵求的成本相對較低，為使得併購順利推動，使得其行情隨著企業經營權爭奪戰之頻率增加而更加混亂。有鑒於委託書徵求已漸漸淪為有心人士干擾正常公司經營的工具，當時證管單位證期會遂於 1996 年在「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」中明文禁止有價收購委託書¹⁸。此後，雖敵意併購者仍可以無償方式進行委託書的徵求，然在無常的前提下，欲蒐集一定數量之委託書並非易事，該策略對敵意併購的有效性已明顯降低。

我國則於 1988 年修正《證券交易法》時引入公開收購股權要約制度，惟至 1995 年方公佈《公開收購公開發行公司有價證券管理辦法》。

¹⁷ 至今在國內引用該辦法進行公開收購者，僅寶成收購倍利產業及中華開發收購金鼎證券兩起案例。

¹⁸ 公開發行公司出席股東會使用委託書規則第十一條規定：「出席股東會委託書之取得，除本規則另有規定者外，限制如下：

一、不得以給付金錢或其他利益為條件。但代為發放股東會紀念品或徵求人支付予代為處理徵求事務者之合理費用，不在此限。

二、不得利用他人名義為之。

三、不得將徵求之委託書作為非屬徵求之委託書出席股東會。(第一項)

各公開發行公司每屆股東會如有紀念品，以一種為限，其數量如有不足時，得以價值相當者替代之；且就徵求人或受託代理人依第十二條及第十三條規定，檢附明細表送達公司時，公司得依委託人數，交付紀念品給徵求人及受託代理人，再由其轉交委託人。(第二項)」

4、場外交易

其方式係私下尋找有意出售標的公司股份的股東，透過協商交易而進行股份收購，由於我國法令對於持股百分之十以上之大股東的股權轉讓規定較為嚴格¹⁹，因此以向中小型股東收購較為常見；或是透過與併購者關係良好的外資企業，購買另一外資握有標的公司的股權，此方式僅需向經濟部投審會進行申報，而無須於事前向証期會提出股權轉讓申請，而此方法亦僅適用於標的公司本身擁有對立或是中立的外資股東。

(二) 防禦策略

1、併購前防禦策略

為事前防範公司成為敵意併購之目標，國內企業通常將董監事或大股東之股份採集中保管方式處理，雖然於法律上公司並無權要求此舉，但由於國內濃厚之家族企業環境使其可行性加大；或是依照公司法第一百六十七條第三、第四項之規定利用子公司買回其母公司股份之交叉持股模式，以確保公司持有足夠之控制經營權；或是於公司章程明定公司資本額一半以上的股權不准轉讓，使併購者無機可乘，但卻也相對限制了大股東財務規劃的自由；或是成立控股公司以集團企業型態經營，以加深併購者取得經營權之困難度。

2、併購進行中防禦策略

目前除了取得董事會決議後，透過公開市場或公開收購的方式買回自家公司的股份，為一可行性較高的防禦策略外，委託書徵求在國內亦屬重

¹⁹ 參見公司法第四十三條之一第一項及證券交易法第二十二條之二規定，「已依本法發行股票公司之董事、監察人、經理人或持有公司股份超過股份總額百分之十之股東，其股票之轉讓，應依左列方式之一為之：

一 經主管機關核准或自申報主管機關生效日後，向非特定人為之。

二 依主管機關所定持有期間及每一交易日得轉讓數量比例，於向主管機關申報之日起三日後，在集中交易市場或證券商營業處所為之。但每一交易日轉讓股數未超過一萬股者，免予申報。

三 於向主管機關申報之日起三日內，向符合主管機關所定條件之特定人為之。(第一項)經由前項第三款受讓之股票，受讓人在一年內欲轉讓其股票，仍須依前項各款所列方式之一為之。(第二項)第一項之人持有之股票，包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者。(第三項)」

另，參照證券交易法第一百五十條規定。

要之防禦策略，由於此策略成本較低，且原標的公司掌握有公司股東名冊，因此在徵求委託書時，可較併購者占有較大之優勢；另外企業亦有採取訴訟策略以拖延時間，提高收購者之難度；或是採類似美國白馬騎士之策略，喬洽關係良好之企業或大股東，買入大量標的公司的股份²⁰；或是以玉石俱焚的策略，例如將公司資產掏空或是體質變差，使公司的股東淪為全額交割股或股價重挫，藉以重擊敵意併購者之企圖²¹。

參、我國敵意併購的法規與環境

在二次金改的大旗下，「金融機構合併法」、「金融控股公司法」，以及「企業併購法」等併購法令陸續公佈實施公司法與證券交易法亦配合修正，我國金融機構的整合似乎已獲致初步成效。原本財政部一再堅持金融併購必須雙方同意，且以換股方式進行為佳，惟近來財政部表示將不會預設固定的併購模式，並可接受目前各項合乎規定的併購方式，即國內的金融合併方式，已從過去政策性洽談合併及公開招親等方式，逐漸走向由市場主導的敵意併購模式。故有關「敵意併購」的議題引起熱烈探討。

敵意併購主要的目的係為取得標的公司的經營權，而其方式或透過集中交易市場買入、公開收購以及向目標公司其他股東購買目標公司的股票，以美國為例，其實務上常見的敵意併購攻防策略已彙整如前，然各國的法令規範不盡相同，國外的法制規定或依其內國之股權結構或國情而規定，皆有其特殊性，故雖可供我國參考，但並不適宜全盤接受，國內對於敵意併購之相關法制規定如何，是否可以達到妥善規範併購者與被併購者之權利義務關係，並保障被併購公司的股東權益擬探討如下。

一、敵意併購的利弊分析

²⁰ 關於訴訟策略拖延，已另文撰寫[日本傳統產業併購-北越製紙與王子製紙合併案](審稿中)，探討。

²¹ 有稱之為「虛胖政策」，使公司從精簡變的臃腫，收購之後買方將不堪其負累。這如同苗條迷人的姑娘，陡然虛胖起來，使原有的魅力消失，追求者只有望之卻步。例如：購置大量與經營無關或盈利能力差的資產，令公司包袱沉重，資產質量下降；或者是大量增加公司負債，惡化財務狀況，加大經營風險；或者是做一些長期見效的投資，使公司在短時間內資產收益率大減。因為此等行爲，使公司從精幹變得臃腫，使收購者失去對目標公司的興趣。

就敵意併購之利弊分析，應視站在何角度觀察而有所不同。

站在被收購的標的公司而言，「敵意」主要係針對現有經營團隊而言，若現有經營團隊經營不善，導致虧損連連並造成股價重挫，此時非常容易成爲其他企業覬覦的對象，擁有龐大資金的併購者便可以評估進場收購持股，一旦取得經營權之後，即可進一步改造被併購公司，因此可能可使公司脫胎換骨走向更健全的經營之路，結果對股東而言反而是有利。且就整體金融秩序而言，敵意併購的形成將可迫使不願積極求變的企業加速改革、提升經營績效，避免成爲敵意併購的標的公司；又針對企業因所有權與經營權分離經常造成經營者與股東的利益衝突，即經營者可能做出追求個人效益卻違背股東利益的決策，此時可運用敵意併購作爲「懲戒式接管」(Disciplinary- Takeover)的工具，用以懲治或更換經營不善的企業經理人，以發揮制衡的功能。再者對於標的公司無經營權的股東亦得提供一定之利益²²。

站在收購公司之立場，敵意併購與其他模式的併購相比，敵意併購的自主性較高，按企業併購若要順利且節省成本地完成，最好在兩造公司均同意且有共識的前提下進行，惟過程中可能遭遇一方不願意參與併購、談判困難及曠日廢時等阻礙，而敵意併購由於只要按併購者單方意願，並依循一定的程序收購股權與取得經營權即可進行併購，無需取得目標公司董事會的同意及配合，將可節省協商成本²³。惟，由於被收購公司係採取不合作態度，因此收購人對於被收購公司之一切資料與營運狀況可能無法正確判斷，而有判斷失誤之風險。即便判斷無誤，惟潛在的被收購公司數量有限，有能力進行收購之公司卻可能爲數眾多，故即便收購人於收購後成功地提升了被收購公司之價值，該提高價值之利益亦多爲被收購公司之股東享有，對收購人而言，其取得的利益僅爲機會成本而已。是故，敵意併購對收購公司的股東而言，其正面效益卻可能不及負面效益²⁴。

²² 王文宇教授認爲：就功能面來看，敵意併購通常係由被收購公司以外的第三者運用於取得被收購公司之多數股權，更換現有董事會之董事，將公司置於不同的業務經營團隊，以提昇公司價值之方式。如觀察此併購過程創造的經濟效益，可發現由於敵意併購的收購人往往以高於被收購公司股票市價相當多之對價進行股份之收購，故被收購公司之股東得自此「收購溢價」(bid-premium)獲取可觀利益。

²³ 請參閱 從國內金融業整合看敵意併購之發展，一銀產經資訊第 466 期，頁 14。

²⁴ 請參閱 王文宇，非合意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施爲中心，月旦法學雜誌

惟，不論從充分發揮接管市場機制（Takeover market mechanism），或是經濟資源再利用的角度看，敵意併購確有其重要的存在價值與制衡功能。

二、我國有關敵意併購相關法令之環境

按敵意併購係一取得他公司經營權之手段，就敵意併購之併購公司之攻擊策略及被併購公司的防禦策略已如上述，本文擬從我國相關法制探討於我國的法制環境是否利於敵意併購之進行，又我國證券交易法第四十三條之一，對公開收購行為加以規範，由於公開收購程序複雜，難以由單一條文為完整規範，故該條文授權證期會訂立行政命令，證期會即依該授權於一九九五年九月五日訂定「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」（以下稱管理辦法）及「公開收購說明書應行記載事項要點」，其後二者均經數次修正，「應行事項記載要點」並於二〇〇二年八月十二日廢止，同日證期會另行訂立「公開收購說明書應行記載事項準則」以為代替，蓋就敵意併購之攻擊策略之一一「公開收購制度」，我國有明文之法規為規定，故本文擬為較深入之探討。

（一）我國敵意併購之法制環境

就我國證券交易法有關公開收購之規定，尚有法令有待增強，說明如下：

1、公開收購從核准制改為申報制

按我國證券交易法對於公開收購的進行原係採核准制，原則上證期會會在十二個營業日內將做成準駁與否的決定。惟股權收購戰分秒必爭，不容延宕，向證期會申請無異昭告天下，不但目標公司的股價將在短期間內上揚，且公司派亦有充分時間進行抵制，其結果將加劇收購案的失敗。故我國證交法於二〇〇二年二月六日配合我國企業併購法推動企業併購政策，並符合外國立法趨勢，爰參考美、日立法例，將公開收購制度改為申報制²⁵。

第 125 期，2005 年 10 月，頁 158。

²⁵ 證券交易法第四十三條之一第二項：「不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人為公開收購公開發行公司之有價證券者，除左列情形外，應先向主管機關申報並公告後，始得為之：一、公開收購人預定公開收購數量，加計公開收購人與其關係人已取得公開發行公司有價證券總數，未超過該公開發行公司已發行有表決權股份總數百分之五。二、公開收購人公開收購其持有已發行有表決權股份總數超過百分之五十之公司之有價證券。三、其他符合主管機關所定事項。」按前述第一款之例外，是因收購數量不致影響公司經營

此項修改殊值肯定，使得企業併購更易進行，而得刺激經濟市場的活絡。

2、限制公開收購不得與其它收購方式同時運用

證券交易法第四十三條之三²⁶之規定，將限制主併者自其他處收購目標公司股份之機會，不利其收購活動的進行。

我國證券交易法限制公開發行公司之股權轉讓：

若將敵意併購視為「取得更多股份以爭取目標公司經營權」，則當目標公司的股東得自由轉讓持股，併購者將較容易取得足夠的股份，敵意併購將較易成功；反之，若目標公司之股東轉讓持股受限，將增加併購者敵意併購的困難度。而我國公司法第一百六十三條²⁷規定，原則上係採股份轉讓自由原則，除少數幾項例外，我國公司股東對於進行股份轉讓實有相當大的自由。惟證券交易法之規定卻是採取緊密結合公司經營權與所有權的基本精神，對於重要股東的持股有嚴格的管理，從而導致其中幾項規定造成敵意併購的窒礙難行。

3、限制大股東之持股轉讓方式

依據證券交易法規定，公開發行公司董事、監察人以及持有公司股份超過股份總數百分之十的股東，原則上僅能按法定方式，在經證期會核准或向證期會申報後始可轉讓持股。因此，縱使併購者找到願意配合敵意併購、轉讓其持股的董事、監察人以及持有公司股份超過股份總數百分之十的股東，惟繁瑣的轉讓程序將導致時間及成本掌控不易的問題。

4、取得大額持股者負有申報義務

我國證券交易法第四十三條之一規定，任何人單獨或與他人共同取得任

權之變動。而第二款的例外，是因關係企業的母公司已持有子公司有表決權的股份總數超過百分之五十，則如其集團有進行整併而增加持股的必要，因該子公司本在母公司的控制下，公開收購子公司的股票，並不影響經營權變動，而對市場及投資人不會造成太大影響，故屬例外，不必向主關機關申報。請參閱 劉連煜，有價證券之強制公開收購與申報制，月旦法學第 83 期，2002 年 4 月，頁 28。

²⁶ 證券交易法第四十三條之三：公開收購人及其關係人自申報並公告之日起至公開收購期間屆滿日止，不得於集中交易市場、證券商營業處所、其他任何場所或以其他方式，購買同種類之公開發行公司有價證券。違反前項規定者，公開收購人應就另行購買有價證券之價格與公開收購價格之差額乘以應募股數之限額內，對應買人負損害賠償責任。

²⁷ 公司法第一百六十三條第一項規定：公司股份之轉讓，不得以章程禁止或限制之。但非於公司設立登記後不得轉讓。

一公開發行公司已發行股份總額超過百分之十之股份，成為公司的重要股東後，即有義務在取得十日內向證期會申報。而申報事項包括：取得人的基本資料、股份總額及持股比例、取得方式、目的與資金來源等。由於大量持股申報義務的存在，只要目標公司的股東結構發生變化，目標公司將有機會提早應對，防範敵意併購的發生²⁸。

按國內企業經營的模式，係以中小企業為主，傳統上「所有權等同於經營權」似乎已內化為一般企業主的理念，造成企業主在面臨敵意併購時失其立場，害怕經營權喪失，隨之而來的所有權及相關利益亦消失，故始終視對敵意併購無法接納，此為限制敵意併購在我國發展的因素之一；又國內相關企業法令係以「公司穩健經營」為立法精神，條文中隱含著有利公司的經營者，相對於以外部人士為主軸的敵意併購，即顯的處處限制，大幅增加敵意併購的成本。惟近來財政部已不再堅持金融併購必須雙方同意，而表示將不會預設固定的併購模式，可見政府的態度亦傾向開放，蓋敵意併購對公司股東及經濟發展確具有其正面意義與價值。

（二）我國的公開收購法規²⁹

敵意併購之方式可採公開收購，日前金管會於二〇〇五年六月廿二日修正通過的公開收購管理辦法，除為配合金管會之設立，而將法規的主管機關為一調整外，管理辦法的修正重點在於，增訂公開收購人為公開發行公司或外國公司者，得以募集發行股票、公司債或其他財產做為收購對價，並增列公開收購人於對外公告該次公開收購之條件成就後，應賣人不得撤銷應賣規定。以下爰就現行公開收購法令規定及修正草案之內容為一析述：

1、公開收購的標的

現行法規中公開收購所適用之有價證券係指已依本法辦理或補辦公開發行程序公司之股票、新股認購權利證書、認股權憑證、附認股權特別股、轉換公司債、附認股權公司債及其他經金管會核定之有價證券。又公開收購標的的範圍應限於被收購公司之權益證券（equity securities），即可行使表決權

²⁸ 請參閱 一銀產經資訊第 466 期，頁 25。

²⁹ 以下參考王文宇，非合意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌第 125 期，2005 年 10 月，頁 158。

的有價證券³⁰。基此，該辦法因考量「存託憑證」係為存託機構依相關法令發行表彰存放於保管機構之有價證券，具權益證券性質，亦應納入規範。故將公開收購有價證券之範圍擴及「存證憑託」³¹。

2、公開收購的對價

公開收購因給付對價不同，可為現金公開收購、股份交換公開收購，或為二者混合，修正草案明文肯認二者均得為公開收購之對價，並於以股份交換公開收購之情形，明訂包含以其他公司上市上櫃之有價證券作為交換對價，以及收購人自己為公開發行公司時，將募集發行之股票或公司債作為收購對價。蓋為使收購人財務之規劃及資金之調度更靈活而有利於併購活動進行，應肯認對價的多樣化，因以何種對價進行公開收購，並不會影響公開收購的本質。

3、公開收購的程序

我國對於公開收購已從核准制改採申報制，被收購公司於接或收購人依管理辦法第十四條第三項所為通知後七日內，應將其就此次收購對股東的建議及目前公司之財務狀況及董監事持股情形公告，並申報金管會備查³²。公開收購之期間為十日至五十日，依修正前規定，應賣人得隨時撤銷其應賣，惟於現行辦法中，因認公開收購期間收購數量的條件一旦成就，契約即確定成立，故課與收購人公告申報之義務，並限制應賣人於收購人公告後，原則不得撤銷其應賣³³，否則亦使交易陷於不確定。

4、強制收購制度

我國於二〇〇二年修正證交法時，當時主管的證期會引進強制收購制度，規定任何人單獨或與他人共同預定於五十日內取得被收購公司已發行股份總額百分之二十以上股份總額者，應採公開收購方式為之。惟為避免過分適用強制收購，導致正常投資活動增加不必要之成本，管理辦法中亦就若干

³⁰ 請參閱 紀天昌，併購三法通過後我國公開收購法制之分析，法令月刊，53 卷 4 期，2002 年 4 月，頁 53-304。

³¹ 管理辦法第二條第二項。

³² 管理辦法第十四條。

³³ 管理辦法第十九條。

較不影響股東權益之股份取得行為，設有強制收購的排除規定³⁴。按所謂強制收購，乃源於英國的一項制度，指收購人取得被收購公司發行股份達一定控制比例時，收購人須向被收購公司全體股東為要約，並有收購其股份之義務。惟我國的強制收購與英國的法制不盡相同，從立法目的、構成要件及法律效果觀察可得出³⁵，蓋我國並未要求收購人對於被收購公司之所有股東提出收購要約，此外，五十日的期間亦非國外強制收購制度所常見，故論其實質，我國仍未引進類似英國的強制收購制度³⁶。雖與英國強制收購制度不盡相同，惟採取此制，其立法理由係可避免大量經由交易市場購買股票導致產生個股市場價格之劇烈波動，惟有學者³⁷認為，此制方足以保障小股東的權益，蓋實務上常有收購者向標的公司的大股東以高價購買高比例之股權，而罔顧小股東的利益，故引進此制有助於保障小股東。

三、我國敵意併購之相關問題探討

相較於歐美先進國家，我國企業因濃厚之家族經營色彩，且現行法令尚未針對敵意併購為完善之規範，故實務上尚存有若干灰色地帶及障礙有待克服。以下針對目前國內較受市場爭議之相關機制探討：

（一）徵求委託書問題

公開徵求委託書是我國敵意併購運用成本最低之一項利器，但觀察目前國內對公開徵求委託書之相關規定，似乎對標的公司的經營者較為有利。例如根據現行委託書相關規定，股東必須持股一段期間（六個月）以上才可徵求委託書，此在國內股市交易週轉率高居世界之冠的環境下，要求委託書徵求人必須持續一定期間持有股份之門檻顯然過高；另亦規定徵求人代理的股數不得超過公司已發行股份總數百分之三，若係支持他人競選董監事者，其代理股數即不

³⁴ 管理辦法第十一條，請參照 賴英照，公開收購的法律規範，金融風險管理季刊，1 卷 2 期，2005 年 6 月，頁 75-95。

³⁵ 請參閱 林黎華，我國強制收購制度規範內容與適用疑義之探討（下），集保月刊，2005 年 4 月，頁 19-20。

³⁶ 請參閱 劉紹樑，強化企業併購法制，行政院經建會與韓忠謨教授法學基金會等主辦，企業併購法制研討會論文，2005 年 6 月 17 日。

³⁷ 請參閱 劉連煜，有價證券之強制公開收購與申報制，月旦法學雜誌第 83 期，2002 年 4 月，頁 28。

得超過股份總數百分之一，在此規範下，因為標的公司的股東較多，因此動用股東去徵求足量的委託書較併購者（敵意併購發動者）容易；此外，尚有外國專業投資機構或本國投信事業行使持股表決權時，以支持標的公司的經營者為原則之規定。

上述委託書徵求的相關規定，似乎反而限制敵意併購發動之空間，且使委託書淪為標的公司的經營者鞏固經營權的工具。相較於外國股票交易週轉率遠低於台灣，尚且未對委託書徵求人持股期間與股數作太多限制，國內在普遍股票交易高頻率之特殊國情下，對委託書的徵求規定似乎過於嚴格。

（二）訴訟相關問題

敵意併購進行過程中，當事人常會運用訴訟手段互相牽制干擾，因此法院應能即時及正確的處理紛爭，併購過程中的爭執訴訟若遭拖延，或是法院做成的訴訟不夠周延，即使事後勝訴，可能亦無法彌補當事人之損失。以我國公司法為例，「代表訴訟」係如果公司內部發生董監事做出傷害公司的決定或行為時，僅持股達一定期間及比例的股東有權提出訴訟³⁸，因此導致國內企業大股東對散戶予取予求且任意宰割。反觀美國訂有「集團訴訟」之制度，於此制下可以充分結合散戶力量，對於民事賠償部分更行簡便，除可有效杜絕不法情事，對於董監事等大股東亦有制衡效果。

四、我國敵意併購法制之建構建議

（一）修訂委託書徵求之規範

委託書徵求因後述之開發金控案例而重新成為市場關注的焦點，長久以來我國有關委託書之相關法令規定較為僵化，主要係從防杜少數或職業股東鬧場之角度為規範考量，而並未考慮公司併購之規劃與適用之可能性。蓋委託書之徵求在美國實務上被認為係公司外部治理之重要手段，因此如從提升公司治理及促進併購市場的方向思考，委託書的運用得宜將有助加速國內市場整併，淘汰表現不良的經營者，並可進一步調整公司的股權結構。雖過去市場實務上以

³⁸ 公司法第二一四條規定：「繼續持有一年以上，持有公司發行股份總數百分之五以上之股東，得以書面請求監察人為公司對董事提出訴訟。如監察人自請求之日起，三十日內不提出訴訟時，前項股東，得為公司提出訴訟。」

現金收購委託書之方式對於公司治理產生負面的影響，因此現行規定禁止以現金或其他利益收購委託書，惟過多的限制，使法規傾向於有利於公司經營者的方向，而不若歐美先進國家對敵意併購嚴守中立立場，著重對小股東的保護及資訊公告之基本要求，故現行對委託書徵求的相關法制，宜更加強資訊揭露的透明度及資料內容正確的負責，以利未來委託書徵求於我國市場上能真正發揮其公司治理上的功能。

（二）加強公司治理與風險管理能力

金控集團的合併可使國內的金融業以極短的時間同時達到大型化與多樣化，但後續之內部營運方式調整、發揮整合後的綜效、及加強風險管理等課題，均對金控業者形成嚴苛之挑戰。蓋金控公司業務龐雜巨大，運作透明度相度低以致資訊不對稱引起的道德危機大增；另因不同機構整併，不免有風險高的資產帶入整體投資組合中，使風險管理的複雜程度升高；再者，機構相互依存度高，且商業銀行、投資銀行、保險公司及其他型態金融中介機構之間彼此界限模糊，使得爆發系統性風險的機率大增。因此企業本身必須加強公司治理及風險管理能力，而國內主管機關亦應配合修改或訂定適當的法令以加強企業外部控管制度，例如：少數股東權益的保障、加重董監事責任及要求公司資訊更透明化，以防範不肖大股東掏空公司。

（三）做好相關因應配套措施

敵意併購雖可使金融業間之合併由市場機制來決定，但由於長久以來我國之金融機構因政策性因素一直受到保護，故實際上的步驟仍必須採漸進式的逐步開放。考量因素之一為我國股權結構集中，於敵意併購時應考慮如何消弭控制股東掌握經營控制權所致的公司治理問題。蓋控制性股東與非控制性股東間存有利益衝突，析言之，控制股東易利用其特有的控制地位，犧牲其他股東的利益，以達牟取私利的目的（private benefits of control），諸如：自我交易（self-dealing）中獲取利益，或為滿足其個人私利選擇對公司而言較為不理想的經營策略，而由其他股東承擔經營不善之風險。是以，從公平分配的角度，如何防止控制性股東的自利行為應為公司法制上的重要課題，敵意併購政策法制的設計，亦應將此納入考量。

（四）確立強制收購制度

又敵意併購的法制中，關鍵問題應在「強制收購」與「防禦措施」³⁹之規範，而如何建置一套適合我國的敵意併購法制環境，須從我國企業環境及法規環境之特性來思考。

我國現行證券交易法中所謂的「強制收購」，論其實質，內涵與國外普遍採行的「強制收購」有所差異，造成名實不符。對於強制收購制度的存在，學者間並非無爭議，贊成者，多以股東平等原則為其主要論據，認為收購人為取得公司控制權所付出之收購溢價應由被收購公司全體股東享有。反對者認為股東平等原則可能減少創造公司價值之可能性，蓋公開收購所需資金龐大，如採強制收購，將剝奪收購人選擇其他更適宜併購之方式的機會，降低收購人的收購意願，反使公司經營權無法產生有效率的移轉。其次，公司經營權產生變動時，亦得以其他方式提供少數股東保護，例如：股份收買請求權的設計⁴⁰。

按我國是否應存在強制收購制度，應從我國股權結構之特質為思考，誠如前述，在我國企業環境下，如何防止控制性股東的自利行為，將強制收購所帶來的「控制權溢價」(control premium) 分享給所有股東，將可降低控制性股東的自利行為誘因。換言之，強制收購人向被收購公司的全體股東提出收購要約，可發揮減少控制性股東藉由與收購公司私下磋商方式進行收購而獲取私利之情事。故，本文以為，引進英國強制收購之立法於我國股權集中之企業環境下有其必要性。

（五）確立防禦措施的中立原則

我國現行法尚未就防禦措施之合法性為特定規範，至於董事會究竟可否針對敵意併購採取防禦措施？依我國公司法第二百零二條規定：公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會的決議行之。例如：當收購人提出收購要約後，在股東會對之並無相關決議下，董事會原則上自可依公司法的規定採取法所不禁之防禦措施。但因為反併購難認屬「業務」範圍，僅為經營者為鞏固自己之經營權之作為，就防禦行為可能仍有法理上應

³⁹ 請參閱 王文宇，前揭註 24，頁 172。

⁴⁰ 請參照 張心悌，從法律經濟分析觀點探討強制公開收購制度，公司證券法制學術研討會論文集，2004 年 5 月 6 日，頁 158。

予以增補之處。

各國就防禦措施規範的立場，有美國所採的「董事會優越」(board supremacy)即公司董事會有權在未經股東會同意即採取防禦措施的原則，又英國及歐盟採的「董事會中立」之立場，亦即：除非被收購公司之經營階層事先經過股東會同意，否則不得「採取妨礙收購要約的措施」(taking actions frustrating a takeover bid)，二立場相較下，顯然美國法對經營階層較為有利。然美國法下董事的受託人義務內涵已發展成熟，且獨立董事亦為企業的常態，故不致讓董事有濫用防禦之機會，此可謂為美國獨特企業文化所孕育出的良性市場機制，其他國家未必可輕易的加以複製。

而我國對於防禦措施究應採何種立場呢？蓋敵意併購係經由取代無效率的經營者方式，為監督經營者的表現，使無法有效率經營公司致公司股票下跌之經營者，透過併購的控制權交易市場之運作，而對於經營者發揮監督的作用。然而，前述敵意併購發揮之監督效果，可能因管理階層的防禦手段而受到削弱。在我國而言，防止控制股東在敵意併購過程中取得私人的利益為立法上的重要考量，而我國股權集中結構已為控制股東營造牟取私利的絕佳環境，加以我國對於關係人交易規範不足、獨立董事之欠缺，如再使經營者得自行採取防禦措施，無異是使控制股東的自利行為更嚴重。故立法上應明訂董事會未經股東會的許可，不得採取任何阻撓敵意併購的防禦措施，以避免控制性股東為求自利藉防禦以阻撓對被收購公司有利的敵意併購。

肆、個案研討

一、概說

目前在日本有關敵意併購之案例，以 livedoor 與富士電視公司間爭奪日本放送公司股權之攻防戰備受矚目，而我國對於敵意併購之探討雖然才剛起步，但自從二次金改以來併購已成為目前實務上金控公司甚至是上市上櫃公司為求擴大發展而最常見之措施，在民國 94 年中華開發金控股權爭奪戰之爆發亦說明敵意併購在我國併購發展歷程上已露出頭角，故本文以下將以日本 livedoor 公司與我國開發金控做個案探討，做為今後台灣企業、投資人及主管機關，借鏡之處以及可能產生的法令問題。

二、案例一 日本 Livedoor 公司敵意併購策略

(一) 背景事實概要

主要涉及三家公司，分別為 Livedoor、日本放送系統公司(NBS)、富士電視，其中日本放送與富士電視屬於同一集團⁴¹下之廣播與電視公司，且互相持有對方之股份。而從事網路相關事業之 Livedoor 公司為求網路與媒體進一步融合擴大競爭力，企圖透過介入日本放送之經營權，利用富士產經集團資源，成為跨足網路與電視之全方位媒體公司。

雖然崛江的收購過程一切合法，日本許多財經界重量級人士也都支持。畢竟身為八大工業國，又是世界第三大經濟體的日本，對合法的經濟活動本來就不該有太多限制，應該以經濟自由化為己任。但和崛江交手的富士集團，實際上是日本保守派政治勢力的輿論重鎮。該集團旗下的扶桑社就是出版歌頌戰爭，扭曲歷史的教科書的出版社，該社主要出版保守派立場的書籍。『產經新聞』則是經常褒揚保守派政治人物，國家主義色彩濃厚的「反中友台親美」報紙。因此這個收購行動，受到保守政治與財經界人士的抨擊，除了保守派大報『讀賣新聞』也加入聲援外，曾擔任過『產經新聞』記者的前首相森喜朗更是大力抨擊，日本經團聯會長奧田碩（豐田汽車會長）也要求崛江出面說明清楚收購的意圖。2月22日，日本主管媒體的機關總務省表示，將修法限制外資間接收買日本媒體股票，翌日，屬於森喜朗派系的日本首相小泉純一郎也公開表示支持限制外資的立場，隨後自民黨各派閥也相繼背書，這些舉措擺明是針對 livedoor 收購日本放送而來的。

從日本保守派政治人物紛紛跳上第一線的作法，正足以說明保守派媒體如『產經新聞』之重要性。富士電視台、『產經新聞』若是淪陷，成為中立媒體甚至是自由派媒體，那整個日本的政治勢力版圖將因此重劃，而保守派媒體僅剩『讀賣新聞』及其附屬媒體如日本電視台來獨撐大局。更有甚者，近來日本保守輿論出現擔憂中國資金頻頻收購日本企業的大動作，試想，如果未來「中資」掌控日本媒體，那對日本保守派來說後果更是不堪設想。在這樣深層的恐懼下，無怪乎這場單純的媒體併購案，在日本會鬧得沸沸揚揚，人盡皆知。

⁴¹兩公司皆屬於富士產經通訊集團(Fujisankei Communications Group)下之公司。

(二) 雙方攻防探討⁴²

1、Livedoor 首先以「死亡螺旋」可轉換公司債募得收購 NBS 之資金

所謂死亡螺旋可轉換公司債係可轉換公司債之一種，其轉換價格係以公司股票市值折價計算，且在公司股價下跌時，轉換價格亦自動隨同下修，亦即一旦公司股價下跌，債券持有人即有權以較市價為低的價格轉換到更多公司股份，如此將更加稀釋公司股票的價值，使股價進一步走跌，而形成惡性循環，因而得名。

2、Livedoor 利用 ToSNeT 系統收購日本放送公司之股份

2005 年 2 月 8 日，由日本知名網路公司 Livedoor 公告該公司已以盤後交易的方式，取得日本放送系統公司（NBS）35% 股權。

3、日本放送公司發行認股預約權

此即為前述介紹之毒藥策略之一種，簡言之，為反制 Livedoor 的收購行動，NBS 董事會很快地通過決議，授權發行約可認購 NBS 47.2 萬股的認股權證予富士電視，用以稀釋 Livedoor 之持股比例。

4、Livedoor 提禁止日本放送公司發行認股預約權之假處分命令

雖然日本商法有規定認股預約權之制度，但為保護既有股東之權益，避免不當認股預約權發行造成既有股東受損，對於股東以外之人士以特別有利條件發行（有利發行）者，除經董事會決議，尚須經股東大會特別決議（日本會社法第 280 條之 21 第一項），且若公司違反法令或章程，以顯然不公正之方法發行認股預約權，而股東受有不利益之虞者，股東得請求公司停止發行（日本會社法第 280 條之 21 第二項）⁴³。

而 Livedoor 聲請假處分之理由為日本放送公司發行認購預約權給日本富士電視公司之行為屬於有利發行，卻未經股東會決議而屬違背決議之行為，更認為日本放送公司以維持經營權為目的，企圖稀釋 Livedoor 股份成數而發行之認股預約權屬於不公正方法之發行⁴⁴，故依日本商法第 280 條第

⁴² 以下整理，主要資料來自於陳文智，日本敵意併購防禦策略之最新動向，萬國法律第 142 期，第 95 頁。以及網站：www.wretch.cc/blog/luchieh&article_id=2543063 - 2005/11/23

⁴³ 陳文智，前揭註 43，第 99 頁。

⁴⁴ 此種認股預約權之發行，其實與美國毒藥政策之原目的並非相同，概前者若僅是為了經營權之維持而非籌資必要或為全體股東之利益，則日本通說會認為此為不公正發行。而美國公

二項請求停止發行。

而此原審裁定結果認可 Livedoor 之聲請，作出禁止日本放送公司發行預約認股權假處分命令之聲請。

5、日本放送公司聲請廢除原審裁定之保全異議

其主張此認股預約權乃是對抗違法敵意併購⁴⁵之手段，換言之，其發行之目的在於保障公司及全體股東之利益，並非不公正發行。

然而法院仍作出維持原審裁定之裁定，之後日本放送公司雖對假處分裁定與聲請廢除原審裁定之保全異議再為抗告，但遭高等法院駁回。

6、NBS 出借富士電視之股份給 Livedoor 競爭對手 Softbank 五年

為保護母公司富士電視，NBS 經營階層在四月時將 NBS 所持有富士電視的股份出借給 Livedoor 競爭對手 Softbank 五年，以防止 Livedoor 行使前開股份的投票權，並因而增加 Livedoor 為了取得富士電視控制權，在公開市場購買富士電視股份的金額。今年 4 月中，Livedoor 股價跌至 52 周來最低點，其中部分原因是因為發行死亡螺旋債券予雷曼兄弟後所產生的稀釋效果。

7、目前形勢--Livedoor 和富士電視達成和解

由於雙方擔心繼續激烈之攻防造成嚴重兩敗俱傷之局面，Livedoor 和富士電視之後立下合約，達成包括（1）富士電視以 Livedoor 取得 NBS 股份的均價，買回 Livedoor 所持有之全部 NBS 股份；（2）富士電視額外投資 440 億日圓，以取得 Livedoor 之新股等協議。富士電視為履行前開協議，將付出總共約 1,470 億日圓（約美金 14 億元）的代價。雖然如此，日本媒體及學界均認為，這次商業大戰最大的贏家並非 Livedoor，亦非富士電視或

司一般會採用的典型毒藥策略，通常是以賦予原有股東權利的形式呈現，在預設的一個或多個條件成就（例如公司股份被大舉收購，而可能被併購的情況發生）時，原股東即有權以當時公司股票公平市價折價後的價格，取得公司新發行股份，以稀釋收購者的股權比例。在無異常情事（例如公司被威脅可能發生被惡意併購的情形）發生時，公司如通過此類毒藥策略，通常會被法院及股東會所接受。因為公司股東多數相信合理的毒藥策略並不是為了反對公司被併購，而是為保障被收購公司股東經濟上的利益。實際上自 1980 年以來，數以萬計的毒藥策略被美國公司採用後，只有很少數被用來作為對抗公司被收購的防衛措施。

⁴⁵ 日本放送公司主張 Livedoor 公司以 ToSTNeT 系統所為之盤後交易，不符依日本證券交易法第 27 條之 2 有關公開收購之程序。

NBS，而是挹注資金給 Livedoor 的雷曼兄弟。

（三）本案與我國敵意併購策略與法規之檢視與建議

1、台灣可否發行死亡螺旋可轉換公司債？

Livedoor 發行的死亡螺旋可轉換公司債風險相當高，如果公司股價處於下跌的走勢，發行死亡螺旋可轉換公司債極可能使公司的股價表現進一步下跌，故應審慎操作。我國證券交易法未限制可轉換公司債之轉換價格不得隨公司股價而自動向下調整，但公司如欲設計這種特別的價格調整機制，實務上主管機關可能不允許。但是公司仍有其他選擇，例如採行多管齊下的方式，亦即利用發行特別股、認股權證、可轉換公司債及不可轉換公司債等等，來達到與發行死亡螺旋債券的相同目的。

2、台灣得否發行認股預約權？

所謂認股預約權，指認股預約權者對公司行使預約權者，公司為配合預約權之權利行使，得對預約權者發行新股或以公司庫藏股讓與之⁴⁶。此種權利我國法制上並未明文規定，但應屬附認股權特別股或認股權憑證之一種，有關特別股之發行，依公司法第 157 及第 277 條規定，必須將特別股之相關義務權利定於公司章程，且必須召開股東會經過特別決議，但並無日本商法有關不公正發行之禁止規定，故此種預約權發行之可能性較日本大。尙有如英美等國以賦予原有股東權利的形式呈現，在預設的一個或多個條件成就（例如公司股份被大舉收購，而可能被併購的情況發生）時，原股東即有權以當時公司股票公平市價折價後的價格，取得公司新發行股份，以稀釋收購者的股權比例。

類此制度之毒藥丸政策，在我國公司法尙有第 267 條第 3 項規定公司發行新股時，原有股東按原有股份比例享有優先認購權，此為強行規定，因此，如有投資人已在市場上取得公司已發行股份超過一定比例後，公司發行新股時雖無法排除該投資人的優先認購權，但公司卻可透過發行新股，使全體原股東均依法享有優先認購權，一旦收購者因無多餘資金而不行使認購權，即可達到稀釋其持股之目的，藉此墊高收購者取得公司控制權的成本，亦為方法之一。

3、交叉持股對敵意併購之影響

Livedoor 在盤後買進 NBS 股權乙事，在富士電視與 NBS 交叉持股的情況

⁴⁶ 陳文智，前揭註，第 99 頁。

下，使富士電視遭受到雙重打擊。此類母子公司交叉持股的情況並不罕見，在台灣也常有類似情形。為避免有投資人透過控制子公司，進一步利用交叉持股的關係控制母公司，母公司應更審慎評估是否以發行新股予子公司作為讓子公司多餘現金回流到母公司的方法，屆時，集團內的借貸或其他方法也許較易受到青睞。

三、案例二 中華開發金控敵意併購金鼎證券

(一) 事實經過

開發金欲意併購金鼎證，早在 94 年 6 月底開始布局。當時董事會通過將投資併購金鼎證，並在 7 月初向金管會申請，一年內要買到金鼎證 25%，取得控制性持股，而金管會批准的日期是在 7 月中⁴⁷，距離開發金以金控資金直接買進金鼎證股票，時間落差約一個半月。這一個半月，開發金沒有進場買股票，因為開發金子公司開發工銀與轉投資的開發國際兩家公司，同年 6 月以前買進金鼎證持股分別達到將近 5%，已接近短期投資規定上限，因此這一個半月內，開發金為有所行動，其目的有意與金鼎證協商合意併購。

同年 8 月底金鼎證決定推動四合一，合併第一證、遠東證與環華證金，讓金鼎證的股本可以一舉從 82 億元膨脹到 172 億元。一旦四合一成功，開發金當時持有金鼎證的股權比率，立即就會被稀釋到 5% 以下。藉此稀釋股權，提高併購難度，並向開發金表示不希望被併購之意願⁴⁸。因環華股本超過 70 億元，是金鼎證四合一後股本大增的主因，開發金快速定調反制四合一合併案，於 12 月至 2 月間透過關係企業國際開發、大華證券及崧華投資等向環華證金董事統一實業購股，使大華證券成為環華證金 10% 大股東，既降低金鼎證「股本增胖」的程度，降低開發金後續併購成本，同年 12 月環華證券因經金鼎證子公司金鼎期貨爆發期貨史上最大交易衝擊遭金管會擋駕⁴⁹，環華證金董事會

⁴⁷ 參金管會網站

[http://www.banking.gov.tw/lp.asp?CtNode=1091&CtUnit=445&BaseDSD=32&nowPage=25&page size=15\(last visited 1102\)](http://www.banking.gov.tw/lp.asp?CtNode=1091&CtUnit=445&BaseDSD=32&nowPage=25&page size=15(last visited 1102))，金銀管(六)字第 0940018410 號核准投資案。

⁴⁸ 參蕭志忠、夏淑賢(報導)，金鼎證四合一 拒絕開發金 經濟日報，2005 年 8 月 26 日。

⁴⁹ 參黃智銘、夏淑賢(報導)，金鼎證四合一 遭金管會擋駕，經濟日報，2005 年 11 月 18 日。

決議終止合併契約，且欲四成股東轉向支持開發金，故金鼎推四合一的合意併購流產，但與第一及遠東合併案仍繼續進行。⁵⁰

同時這段期間，陸續傳出金鼎證透過第一證大股東許勝發的關係，希望引進新光金控充當「白衣騎士」，來「拯救」金鼎證⁵¹；最近又與美國雷格斯集團（Legacy Partners Group）策略聯盟⁵²，對抗開發金這個「黑騎士」。但似乎阻止不了開發金的猛烈攻勢。至於開發金團隊分頭與主管機關、董監事溝通，才終於使出了壓在箱底許久的「公開收購」法寶，且策反並收購遠東證大股東冠軍建材股權，欲使合併案破裂。金鼎證改採策略，除徵求委託書⁵³外，並終止與遠東證合併契約，引來許多爭議及發動金鼎證員工連署向立法院陳情動作，反對並質疑開發金入主金鼎證。企圖營造社會對開發金惡意併購，強求之意像。引來跨黨派立委大批開發金。而在政治力介入下，開發金辜家持股問題成了惡源，整個情勢似乎讓金鼎證略占上風⁵⁴。

就本案中，當事人法律關係，以【表一】敘明之。

表一

日期	發生重要事件
940627	開發金董事會決議通過投資金鼎證。
940721	金銀管（六）字第 094008410 號核准投資案。
941013	金鼎證股東臨時會通過環華、第一及遠東四合一合併案。
941118	金管會公告金鼎期貨經紀已離職營業員陳家樺涉嫌違法事件，而遭受處分。

⁵⁰ 參謝偉姝、蕭志忠(報導)，金鼎第一遠東證獲准三合一，經濟日報 2005 年 12 月 30 日。

⁵¹ 參夏淑賢(報導)，金鼎與新光金 洽談合併，經濟日報，2005 年 12 月 1 日

⁵² 雷斯格集團是以財務顧問名義協助對抗開發金敵意併購，但未來是以私募銀行來和金鼎集團作「股權結盟」，將會有進一步的實質策略聯盟，參蕭志忠、李淑惠(報導)，金融業反制併購，經濟日報，2006 年 2 月 15 日。

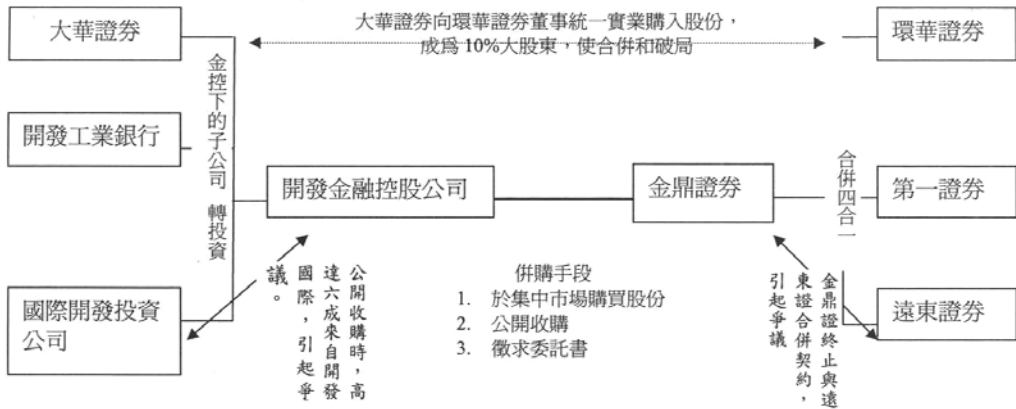
⁵³ 參鄒秀明(報導)，金鼎 委託書徵求大戰 開打，聯合報，2006 年 3 月 28 日。

⁵⁴ 金鼎證假扣押遠東證券林振義家族股票的擔保金，一旦金鼎證撤銷假扣押，林家 3% 持股支持開發金。參陳一珊(報導)，林家若支持董事可過半 開發金入主金鼎證機率大增，中國時報，2006 年 4 月 27 日。

日期	發生重要事件
941201	因期貨事件，環華董事會決議終止與金鼎證之合併契約。
9412~9502	開發金控子公司國際開發、大華證券及崧華投資等向環華證金董事統一實業等等購環華證金股權計 45,536,536 股，大華證券成爲環華證金 10%大股東。
951226	金鼎證與第一證券、遠東證券之合併案調整換股比例。
950111	金管會核准合併增資發行普通股 262,776,400 股案。
950217	開發金控已持有金鼎證股權數 223,304,000 股，佔金鼎股權 20.62%，開發工銀已持有金鼎證股權數 40,000,000 股，佔金鼎股權 3.69%，開發國際已持有金鼎證股權數 35,464,000 股，佔金鼎股權 12.27%，合計共同持有 298,768,000 股，佔金鼎股數 27.59%。
950224	開發金公告公開收購金鼎證 132,840,000 股佔金鼎股數 12.27% 金鼎證因遠東證發生違約事項，董事會決議發函終止與遠東證合併契約。
950302	開發金公告完成收購 63,000,000 股，佔股權數 5.82%，合計共同持股數 361,768,000 股，佔股權數 33.41%。 金鼎證針對遠東證違約股東提起訴訟，行使假處分，禁行股東權。
950418	金鼎證取得法院之執行命令，准許禁止冠軍建材等股東自己或委託他人行使本公司之股東權。
950502	開發金公開徵求得股數 34,562,882 股，佔股權數 3.192%。金鼎證公開徵求得股數 143,180,132 股，佔股權數 13.223%。 股東會改選董事，開發金取得 4 席董事，金鼎證取得 5 席董事。

就本案中，當事人法律關係，以【表二】敘明之。

表二



(二) 本案例中金鼎證所採取類型

金鼎證為抵抗開發金的敵意併購在公開收購前後前採取許多反併購手段，以先後順序區分：

1、稀釋股份

金鼎證於94年10月13號股東臨時會通過環華、第一及遠東四合一合併案，其目標公司管理階層透過與其他公司合併方式以增加目標公司股份總數，目的在於藉由合併擴大股權數稀釋敵意併購者持有現有股權比例，提高併購難度而達成併購效果，以併購法上考量，和發行新股之方式有異曲同工之妙。

由於因環華金股本過大，對反併購最具備關鍵性，開發金自當全力阻止且擬先取得環華控制權，也因此敵意併購戰場已由單一戰場過至多重戰場，最後由開發金取得近五成股份，雖環華金董事仍由金鼎證控制，但在金鼎期貨爆發史上最大交易糾紛的衝擊下，金管會要求四家公司再重開董事會、股東會充分討論後，重新申請，也因此環華證券決議撤銷與金鼎合併之決議⁵⁵，故金鼎證就稀釋股權之方式未竟全功，僅稀釋部分股份。

⁵⁵ 就「金鼎期貨事件」違反合併契約中第七條第一項第三款所訂「影響公司股東權益及證券價格之情事」，第十九條第一項第二款環華證可以終止合併契約。

2、試圖尋求白馬騎士與白馬侍從

在併購期間，傳金鼎證欲求友善併購競爭者方式對抗之，希望由新光金扮演併購戰的「白馬騎士」角色，助金鼎對抗開發金。所謂友善，是指新光金控與金鼎證經營團隊有較良好關係，願意協助目標公司防禦敵意併購，故屬於善意併購，其最終目的仍是在取得金鼎證經營權或至少是共同經營，此種合併結果是目標公司經營者本身所同意，且經過溝通協商。

但其後新光金控並無進一步行動，於金鼎證亦宣佈將與雷格斯集團策略聯盟，協助金鼎證防衛開發金的敵意併購，及商請友善公司持有自己公司股票，而公司並無意取得公司經營控制權，為採取白馬侍從⁵⁶。

3、徵求委託書

就在開發金公開收購後，股東會前，雙方在委託書徵求上又是一場大戰，當時雙方持股數勢均力敵，金鼎證後來保住經營權主因是在金鼎證徵求委託書時，公司派成功徵求到80.55%委託書，占金鼎證股權的13.19%，開發金僅只有3.5%⁵⁷，為金鼎公司派順利護住經營權的關鍵。由此可知，委託書在併購戰中所扮演之重要性⁵⁸，故委託書之功能除在公司治理的角度上可以汰除不勝任的經營者外，亦可成為反敵意併購之手段，因現行經營階層擁有行政及業務執行權，對現行經營者較有利對抗之。

除上述三種金鼎證所採行防禦手段外，甚至採用政治面訴求發動員工連署向立法院陳情，且營造出社會對金惡意併購的意像。金鼎證採取類型，除了我國傳統可以作為防禦手段外，包括美國所發展出防禦手段類型之一，但就防禦手段重點在於經營者須為股東權益為第一考量，以符合現今公司治理有關經營與所有分離原則，並減少代理成本之問題⁵⁹。

⁵⁶ 參黃銘傑，前揭文，頁 148。

⁵⁷ 記者鄒秀明、吳雯雯(報導)，併購攻防戰還沒結束，聯合報/B1版/財經 2006年5月3日。

⁵⁸ 委託書從公司治理的角度上，可以挑戰表現不佳之公司現任董事；Prof. Louis Loss說：「委託書的使用，如放任而不加以管理，無異是鼓勵經營者長期留任而濫用其經營權；如加以是適當管理，則可能成為挽救現代公司制度的利器」，參賴英照，前揭書，頁 158。

⁵⁹ 參王志誠，我國公司治理之實務發展及檢討—以並列制經營機關之改革為中心，賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集 現代公司法制之新課題，頁 373 以下。

伍、結論

就二次金融改革中以大型化是二次金改的核心，目的以改善目前市場過於破碎的現象，發展出國家級、區域型的金融機構，因應全球化競爭。而併購則為達成此一目標的方式之一。

一、敵意併購中政府角色的重要性

金管會去年以來陸續檢討國內併購機制，以往不受政策支持的敵意併購，也在業界的的要求下逐步撤除管制。舉其要者，如修正公開收購公開發行公司管理辦法，將公開收購有價證券的範圍擴大至企業發行的存託憑證⁶⁰，並允許公司收購的對價，除現金外，還可包括募集發行股票、公司債或公開收購人其他財產⁶¹，有利於欠缺資金的公司進行併購；此外，金管會也大幅降低金控策略投資的最低持股門檻，由原來的25%下調為5%，並基於差異化監理而採行自動核准制，大大降低金控併購的門檻及難度。

在這一連串鬆綁之後，金融併購果然活絡起來⁶²。然而，因併購所引發爭議眾多，其中尤以轉投資自動核准機制成為監理漏洞，金控迂迴海外投資或運用外圍戶頭持股，規避股權申報，及金控以高度財務槓桿操作，取得經營權等最受詬病。且就併購配套機制值得詬病，包括委託書性質以及機構投資人的支持⁶³，在現今法令上都是站在公司經營者一方，相關規定都有值得討論之處。且金管會又開始緊縮相關併購規範；先是廢止金控轉投資隔日自動核准制，訂下 15 天的審核期，給予主管機關一定審核期間及權限；甚至一度有意將去年

⁶⁰ Depository Receipts 指外國發行人或其有價證券持有人於本國境內發行或銷售所持有之有價證券而言，存託機構所簽發之可轉讓股權憑證，表彰其該外國有價證券之替代憑證，參陳春山，國際金融法論—政策及法制，頁 227 以下。

⁶¹ 公開收購公開發行公司管理辦法第八條第二款。

⁶² 去年以來已有 14 件金融併購案主要有建華金與北商銀對等合併、新光金併誠泰銀、國泰金併第七商銀、台新金標下彰銀特別股、合庫併農銀等，以及開發金併購金鼎證、中信金插旗兆豐金等。

⁶³ 在證券投資信託事業管理規則第 23 條第 2 項規定證券投資事業行使表決權...支持持有股符合證券交易法第 26 條規定成數標準之公司董事會提出之議案或董事、監察人候選人。證券商管理規則第 20 條第一項規定...其取得公司股份之行使應基於公司最大利益，不得直接或間接參與該發行公司經營或有不當之安排情事。

才放寬的轉投資最低門檻 5%，調高或恢復到 25%⁶⁴，但考量轉投資政策變動頻繁，不利市場遵循及政策穩定度，此議才作罷，另以其他規定配套，以維持金融市場整併的動能。

而問題的關鍵應該是定出整併政策的政府，必須同時訂定出一套可供社會檢驗的遊戲規則。否則每一個個案，都有不同的門檻條件、選擇對象標準，運用資金寬嚴尺度，甚至對敵意併購手段、委託書徵求的門檻條件等，都可因個案而修正、調整，實非我國法制應採取之策。

二、手段而非目的－敵意併購的善意面

在二次金改的政策下，容易讓人誤認整併為成長唯一途徑，事實上，併購只是進行金融整合手段的方式而非目的。而在國內金融業整合風潮正越演越烈，目前已由第一階段的集團內部跨事業之整併走向第二階段的跨集團整併，甚至進入了國外集團的來台併購⁶⁵與此階段合併之難度與複雜性均較第一階段高，例如如何解決受合併公司之員工所生反對浪潮，以及相關規範制定有所疏漏之情形。再者，公股在面臨二次金改的金控減半政策下，本身應如何以董監事角色善盡職責捍衛股東權益，頗值得觀察，近月來所發生之民營併購公營過程中諸多問題⁶⁶，更顯得政府公股角色之重要性。也彰顯併購手段此一衍生概念叢集將帶來廣泛探討。

敵意併購還是重要的外部公司治理工具。在歐美等發達的資本市場裡，敵意併購不只是企業直接進取標的公司的方式，也能給予現任經營者適當的壓力，甚而用來汰逐不適任的經營者，為公司股東創造更大的利益。因此，敵意併購原是中性的，政府也應以中性的心態來看待它；近來金融整併出現亂象，是因為政府的敵意併購規範尚非完整，監理者與被監理者都在摸索、試探市場

⁶⁴金管會修正金控公司依金控法申請金控轉投資審核原則，在申請時應提出購買股權致 25% 計畫包括資金計畫、購買方式、確保依財會準則公報需編制權益法或合併財報之報表措施、預定執行投資計畫具體時程及未能依計畫執行之因應措施。

⁶⁵ 如 95 年 9 月英商渣打銀行公告收購新竹商業銀行。

⁶⁶ 95 年 10 月本文截稿前夕，台新金控與彰化銀行換股利益迴避案，以及中信金控利用海外一人公司紅火以海外結構債欲持股兆豐金控兩大併購案件發生，金控集團資金運用及關係人交易是否違反公司治理甚至有違法之嫌已經成為金控的問題金管會在核准轉投資過程中是否稱職扮演把關角色以及其未來推動合併時關係人利益迴避問題均值得觀察。

可承受的底線。且在我國實務上，主管機關常採用協調、磋商方式為之，雖公司可能無違法情事，但使公司經營者造成壓力而放棄，換取事後的利益，造成利益交換的問題。

雖敵意併購仍有可能為併購公司或受併購公司帶來其他方面之不利益，例如員工權益保障受忽略、或是可能藉由表面敵意併購而拉抬股價、或是目標公司為避免經營權喪失，反有可能走向兩敗俱傷之局面而造成經濟失序等等；觀諸國內公司股權結構分配難以將所有者與經營者分離之觀念，造成一般企業主在面臨經營權爭奪時唯恐經營權喪失後，其所有權及相關利益亦一同喪失，故對於敵意併購之評價往往是負面。事實上，敵意併購仍只是併購手段之一，從併購者角度而言，基於市場競爭力之發展，欲擴大規模之企業本身自會評估究竟以何種併購方式對於自身利益最有幫助，從受併購者角度言之，由於受有敵意併購之壓力，無形中等於受到另一股由外來市場之監督力量，使其經營公司不致為所欲為，可知敵意併購有其正面功能，無須處處加以限制。

參考文獻

期刊

- 王文字（2005，10月）：**非合意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施為中心**。月旦法學雜誌第125期。
- 林倬仲（2004，7月）：**《國內金融市場敵意併購之探討》**。今日合庫。
- 林黎華（2005，4月）：**我國強制收購制度規範內容與適用疑義之探討（下）**。集保月刊。
- 陳文智 **日本敵意併購防禦策略之最新動向**。萬國法律第142期。
- 張心悌（2004，5月6日）：**從法律經濟分析觀點探討強制公開收購制度**。公司證券法制學術研討會論文集。
- 劉紹樑 **強化企業併購法制**。行政院經建會與韓忠謨教授法學基金會等主辦，企業併購法制研討會論文。
- 劉連煜（2002，4月）：**有價證券之強制公開收購與申報制**。月旦法學雜誌第83期。
- 賴英照（2005，6月）：**公開收購的法律規範**。金融風險管理季刊，1卷2期。
《從國內金融業整合看敵意併購之發展》，一銀產經資訊第466期。
 （2003，12月）：**《敵意併購—金控合併另一條路》**新台灣週刊，第404期。

學位論文

蔣婉萍（2003）：**反敵意接管策略之法律研究**。國立中央大學產業經濟研究所碩士論文。

陳明珠（2005）：**保險業資金參與併購之法律相關問題**。國立台北大學法學研究所碩士論文。

吳明玲（2002）：**在金控法下我國銀行購併策略之研究---富邦、台北銀行及國泰、世華銀行之案例探討**。國立台北大學/企業管理學系在職專班碩士論文。