

國立政治大學法律學系學士後法學組
碩士論文

指導教授：林國全 博士

公開收購交易中股東壓迫
問題之研究



研究生：林致平 撰

中華民國九十七年七月

謝 辭

終於到了寫謝辭的時候了。對於完成本論文之撰寫，要對過程中許許多多給我幫助與鼓勵的師長及親朋好友們，表示十分的感激。謹在此表達心中萬分的謝意。

本論文得以完成，首先必須感謝指導教授林國全老師的細心教導及包容，讓我可以順利完成本論文，十分感謝老師的體諒與關照。其次，要感謝口試委員林國彬與張冠群教授，煩請他們於百忙之中撥空審閱及口試學生之論文，並提出許多寶貴意見供學生參考，讓我收穫良多。最後，要感謝家人之包容與體諒，讓我得以順利完成本論文之撰寫。

在此，再一次對大家說聲感謝。



論 文 摘 要

公開收購為爭取公司經營權最直接的方式，透過直接向目標公司股東提出要約收購股份，既無須取得其董事會與股東會的同意，且可縮短併購的時程，在企業併購上扮演相當重要的角色。早期各國對於公開收購並未予以規範，實務上公開收購人通常不公開相關資訊，甚至設計各種不公平的收購技巧，迫使目標公司之股東盲目且倉促地作成決定，嚴重影響股東之權益。在這樣的背景下，各國紛紛立法予以規範。

於國外併購實務上發展之兩階段收購中，公開收購人先以公開收購的方式取得目標公司的控制權，再於第二階段對目標公司進行現金逐出合併，將其餘股東逐出公司。股東面對第一階段的公開收購要約，如認為收購價格不公平，本應拒絕收購要約。但考量如其未應賣股份，且公開收購最後又成功，公開收購人通常會以低於收購價格之現金對價對於目標公司進行合併。因此，即使認為收購價格不公平，仍會選擇應賣其股份，而被迫接受收購要約。此種現象即國外學者所稱的股東壓迫現象。公開收購交易中的股東壓迫現象，扭曲了目標公司股東的決定，影響公司資產透過公司控制權交易作較有效率配置之目的，而減損了社會整體的經濟效益。

企業併購中兩階段收購方式的頻繁出現，對於目標公司及其股東造成相當大的威脅。我國證券交易法對於公開收購雖然已有規範，但面對證券市場上之公開收購案件，能否確實保障目標公司股東之權益，有必要加以探討。本文擬就我國公開收購規範及國外立法予以討論，以瞭解我國公開收購交易中股東壓迫之問題，以供參考。

關鍵字：公開收購、股東壓迫、部分收購、兩階段收購

目 錄

第一章 緒論	1
第一節 研究動機及目的.....	1
第一項 研究動機.....	1
第二項 研究目的.....	3
第二節 研究範圍及研究方法.....	4
第三節 研究架構.....	5
第貳章 公開收購概說	7
第一節 前言.....	7
第二節 公開收購之意義.....	9
第一項 美國公開收購之定義.....	9
第二項 我國公開收購之定義.....	11
第三節 我國公開收購的規範.....	12
第一項 公開收購規範之目的.....	12
第二項 公開收購之規範.....	18
第四節 強制公開收購.....	33
第一項 強制公開收購制度之正反理由	34
第二項 我國強制公開收購之規範	38
第參章 公開收購中股東壓迫問題之探討	43
第一節 前言.....	43
第二節 控制權交易概述.....	44
第一項 控制權交易與控制權市場	44
第二項 控制權溢價.....	45
第三項 控制權交易之經濟效益.....	47
第四項 控制權交易的目標—公司資產配置效率最大化	48
第三節 目標公司股東於公平交易下應有的決策	52
第一項 公開收購與公平交易.....	52
第二項 公平交易下目標公司股東下應有的決策	53
第四節 公開收購中之股東壓迫現象及其影響	54
第一項 公開收購中的股東壓迫現象	55
第二項 早期公開收購實務與股東壓迫問題	56
第三項 部份收購與股東壓迫問題	59
第四項 兩階段收購與股東壓迫問題	62
第五節 股東壓迫產生之原因.....	65

第六節 股東壓迫問題對於公開收購結果的影響	69
第肆章 美國法對公開收購交易中股東壓迫之規範	71
第一節 前言.....	71
第二節 解決股東壓迫問題的考量	71
第一項 交易公平與市場效率.....	72
第二項 收購成功後少數股權的價值減損的問題	73
第三項 使交易參與者對於交易結果之利害一致	75
第三節 美國法對於股東壓迫問題的規範	76
第一項 美國公開收購的規範架構	76
第二項 美國威廉斯法的規範.....	78
第三項 美國各州反併購法之規範	78
第四項 公司的防衛措施.....	83
第五項 美國學者對股東壓迫問題之建議	86
第四節 美國解決股東壓迫問題措施之檢討	87
第伍章 我國公開收購中股東壓迫問題之檢討	90
第一節 前言.....	90
第二節 我國公開收購實務.....	91
第一項 公開收購程序.....	91
第二項 部分收購與兩階段收購.....	99
第三項 現金逐出合併.....	101
第三節 我國公開收購中之股東壓迫問題	108
第一項 未應賣股份變成少數股權之問題	108
第二項 兩階段收購之問題.....	109
第三項 我國強制公開收購制度無法解決少數股權之問題	110
第四項 股份收買請求權無法使目標公司股東取得控制權溢價	111
第四節 我國公開收購實務案例－勇德國際併購復盛案	114
第陸章 結論與建議	118
第一節 結論.....	118
第二節 對於我國公開收購交易中股東壓迫問題之建議	121
參 考 文 獻	124

第一章 緒論

第一節 研究動機及目的

第一項 研究動機

企業購併是現今全球企業發展的重要手段，透過合併、收購、股份轉換、分割等各種併購模式，進行企業組織再造或策略聯盟，以達成增加經營效率、擴大市場規模、提升技術層次或跨入不同產業之目標，已成為近年來企業追求成長之主要策略之一。雖然企業併購對於企業個體而言，有助於提升競爭力與擴大事業版圖，對於經濟整體而言，亦有助於產業結構之良性調整與社會資源之有效配置。但企業併購成功與否具有高度不確定性，且其牽涉層面包括參與併購之公司、股東、員工、債權人等各方利益，甚至整個證券市場均受有影響。因此，於企業併購法制之設計上，除應考量便利企業進行組織調整、促進提升經營效率外，尚應兼顧併購交易所有利害關係人利益之保護，於經濟效率與公平正義取得平衡，避免形成不公平之遊戲規則，而淪使企業併購淪為少數人以損害他人利益方式攫取個人利益之工具。

「公開收購」他公司之股份為現代企業進行併購之重要方式之一。所謂「公開收購」係指有意取得他公司控制權之人，公開地向目標公司之股東發出購買股份的要約，以取得該公司部分或全部股份之行為。雖然企業併購經歐、美實務界長期運用已發展出各式各樣之模式，然於各種併購類型中，公開收購已成為企業常用的併購手段。蓋爭奪公司經營權通常是併購他公司過程中所不可避免，而其最直接的方法就是取得他公司之股份。由於公開收購具有程序簡便、時間迅速，且可迴避經營階層直接向目標公司之股東收購股份之特性，而且取得目標公司控制權往往是進行下一階段合併、分割等其他併購模式的前提，使得公開收購成為

企業併購之主要方式，也是各國證券交易法規範的重點。

公開收購係由有意取得控制權的人公開地向目標公司的股東收購股份，因此股份收購交易實際上存在於公開收購人與目標公司股東雙方間。由於目標公司之股東人數眾多、缺乏組織，且除擔任經營階層者外，一般均未參與公司經營，甚至對於公司之營運狀況完全不了解，其於面對公開收購人之收購要約時，能否立於平等之交易地位確保交易之公平性，即成為公開收購制度規範之重點。為使目標公司股東面臨公開收購要約時，能有足夠的資訊與充足的時間評估收購價格之合理性，各國證券交易法均對公開收購之適用範圍、程序、資訊公開予以規範，確保股份收購交易之合理與公平，以保障目標公司股東之利益。

雖然公開收購之規範對於收購條件與程序已有規範，惟於公開收購人採取部分收購或二階段併購之情形，受要約之股東可能於交易上被迫應賣其持有之股份，實質上喪失自由作成應賣與否的決定權，致發生公開收購交易存有不公平之現象。詳言之，於部份收購之情形，公開收購人僅收購目標公司之部分股份，收購完成後，未應賣股份之股東成為公司的少數股權股東，其股票價值通常較公開收購價格低。於此情形下，目標公司股東為避免成為少數股權股東，即使認為收購價格不公平，亦只能被迫應賣。另外，於「二階段併購」交易中，公開收購人於第一階段以公開收購之方式取得目標公司之控制權，再於第二階段以現金逐出合併之方式，將其餘少數股權股東逐出公司。由於第二階段之現金合併對價通常低於公開收購價格，目標公司之股東如未於公開收購中應賣，亦會於第二階段中被迫交出股權，甚且僅能取得較低的對價。此種不利益可能會使原本拒絕要約的股東被迫應賣。以上公開收購交易中目標公司之股東被迫應賣的情形，即為國外學者所稱的「股東壓迫現象」(shareholder coercion effect)。

上述股東壓迫現象已經造成公開收購交易的不公平，不僅使目標公司股東之決定受到壓迫，且嚴重影響公開收購交易的結果。亦即，目標公司股東在不願意

出售股份的情形下被迫應賣，使原本會失敗的公開收購案成功，扭曲了市場機制的結果。我國證券交易法於 1988 年仿自美國 1968 年威廉斯法（Williams Act，即美國 1934 年證券交易法§13(d)、(e)、§14(d)、(e)、(f)及美國 SEC 依該法授權所訂定之相關規定，增訂公開收購應遵守之要件、程序及限制等相關規範，對於公開收購中目標公司股東權益之保障已有規範。惟是否能避免前述股東壓迫之情形，值得加以檢討。關於公開收購交易中之股東壓迫問題，於英、美企業併購實務中早已發生，其公開收購制度有無針對此問題加以規範，值得我國參考與借鏡。凡此種種問題，若能予以釐清，必能使我國公開收購制度更加完整，而對投資人權益之保障亦能更趨完善，此即為本文研究之主要動機。

第二項 研究目的

本文研究目的，約略有以下二點：

- (一)公開收購制度已是現代企業進行併購之主要手段，其所影響者不僅是公開收購人與被收購公司，被收購人公司之股東作為公開收購之要約相對人，收購交易之公平性對其權益影響更大，為避免公開收購制度被利用為掠奪小股東財產之工具，且為維護整體證券市場之秩序，公開收購制度應能確保公開收購交易之公平與合理，以保障投資人之權益。對於公開收購交易，我國與各國證券交易法均已訂有相關規範，以維護交易之公平性，惟對於公開收購交易中所發生之股東壓迫問題，是否能有所防範，尚有待釐清。故筆者希冀透過本文之分析介紹，使讀者對了解公開收購交易之股東壓迫問題，並釐清現行制度對該問題之規範情形。
- (二)我國證券交易法上有關公開收購制度之規範主要係參考美國立法例，藉由整理分析美國相關規範及實務，有助於釐清我國公開收購制度及公開收購交易中股東壓迫之問題，並可成為相關實務問題之參考依據。

第二節 研究範圍及研究方法

關於公開收購交易之股東壓迫問題，本文擬藉由公開收購制度之探討，參照國外實例，了解公開收購交易中目標公司股東所面臨之股東壓迫問題，並以美國證券交易法中有關公開收購之立法例為基礎，分析其對於此種問題之規範模式，作為檢討我國證券交易法公開收購制度對於股東壓迫問題之規範的參考與借鏡。

本文採用之主要研究方法如下：

(一)制度分析法

所謂制度分析法係指以法制面作為主軸，分析公開收購制度及股東壓迫之相關規範，進而探討其具體運作上所應呈現之制度及問題為何。

(二)文獻探討法

除以公開收購制度之法律及授權命令為論述基礎外，與本文相關之立法背景以及學者評釋之文章等資料搜集即所謂文獻整合法。文獻之整理、分析有助於歸納、演繹出本國法制度之內涵，所以搜集之具體方向包括與本文相關內容之學術教科書、學術論文、研究計畫、學位論文及期刊文章等。

(三)比較研究法

以先美國之立法例作為研究對象，並結合該國學說及實務見解，綜合比較其異同，並探究該等制度之背景，與我國之國情、民情作一比較，以供我國法規於解釋適用時之參考，進而做為未來我國法律強化之基礎。

(四)實務分析法

理論之探討仍應回歸於實際案例之分析始有意義，本文涉及公開收購交

易中所產生之股東壓迫問題，是以筆者擬對過去我國企業併購實務及美國實務案例加以歸納整理，輔以學理相對照，俾探求現行法制是否仍有規範不足之處，並提出相關修法建議。

第三節 研究架構

本論文共分為六章。第一章為「緒論」，分為研究動機及研究目的、研究範圍及研究方法、以及研究架構等部分，係介紹論文的基本理念與架構，以期使讀者能初步瞭解本論文題目之重點所在。

第二章係探討「公開收購概說」，蓋本文以公開收購交易中之股東壓迫問題為研究對象，應該對於公開收購制度有基本認識，才能確實了解相關收購交易中可能發生之股東壓迫問題。本章將對公開收購之意義、公開收購之規範及強制公開收購制度加以檢討，作為分析公開收購交易中股東壓迫問題之基礎。

第三章係「公開收購中股東壓迫現象之探討」。公開收購作為敵意併購的方式，在公司控制權市場上具有重要的功能。一方面透過第三者的敵意公開收購，可以藉由取得目標公司控制權而撤換公司現任的管理階層，對於其無效率或損害股東權益的經營予以懲罰，發揮公司外部監督的功能。另一方面，可藉由公司控制權的自由競爭，使公司資產由較有效率的使用者取得，以促進社會資源更有效率的配置，增加社會整體的經濟效益。惟目前公開收購交易中存在股東壓迫的現象，迫使目標公司於不公平的收購價格下應賣其持股，不僅扭曲了股東應有的決定，更影響了公開收購的結果，使得藉由公開收購移轉公司控制權的交易機制遭受破壞，而有予以檢討與規範的必要。本章就公司控制權交易的功能作說明，再探討公開收購交易中的股東壓迫現象與其原因，作為研究相關解決方案的基礎。

第四章討論「美國法對公開收購交易中股東壓迫之規範」，擬從美國法立法例探討其公開收購制度中對於股東壓迫之規範，作為檢討我國法之借鏡。

第五章則討論「我國公開收購中股東壓迫問題之檢討」，本章首先說明我國公開收購之實務，分析我國公開收購交易實務中之股東壓迫問題，並以「國外私募基金勇德國際併購復盛案」說明實務上股東壓迫之情形。

第六章則為本文之結論，並就我國法提出相關建議。



第貳章 公開收購概說

第一節 前言

自從 1960 年代起，公開收購（tender offer）逐漸成為歐美企業進行併購之主要方式之一。公開收購人（tender offeror；bidder）為取得目標公司（target company）之控制權，直接向目標公司之所有股東公開發出收購其股份之要約，並對於應賣之股東購買其股份，以取得目標公司全部或部分之股權。由於公開收購係直接向公司股東購買股權來取得控制權，無須事先取得目標公司董事會與股東會之同意，且收購程序能在短期間內完成（依我國證券交易法之規定，公開收購期間不得少於十日，多於五十日¹；另依美國證券交易法之規定，公開收購期間至少為二十營業日²），對於要求程序簡便、迅速及秘密之企業併購活動而言，公開收購就成為企業購併的最佳利器。

公開收購本質上為股份買賣的一種方式，公開收購完成後，公開收購人向所有應賣之股東購入目標公司股份，二者間發生股份轉讓之交易。但與一般股份買賣不同的是，公開收購之結果，除股份發生轉讓外，尚可能因公開收購人取得目標公司之多數股權，而造成公司控制權之移轉。因此，就各別應賣股東與公開收購人間而言，公開收購為股份之買賣交易；另一方面，就全體應賣股東與公開收購人間而言，公開收購實質上為控制權轉讓之交易。

對於公開收購股份之行為，各國證券交易法原本均未規範。公開收購人不僅無義務提供公開收購之相關資訊，供交易相對人—即目標公司股東參考，且得自

¹ 依公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 18 條規定，「公開收購之期間不得少於十日，多於五十日。有第七條第二項之情事或有其他正當理由者，原公開收購人得向本會申報並公告延長收購期間。但延長期間合計不得超過三十日。」

² See Tomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, (West, 5th Ed., 2005), at 60.

由設計收購股份之條件。更有甚者，實務上又常發生公開收購人以各種不公平或不合理的收購程序或收購條件，變相迫使股東應賣其股份。在資訊欠缺且交易條件不對等之情形下，目標公司股東根本無法做成合理之交易決策，權益受損。此外，由於公開收購是公開收購人向公司股東發出要約，並由個別股東自行決定應賣與否，公司董事會無法為股東作成最有利之決策，且股東間亦無法透過股東會形成一致之共識，以集體決策的方式來取得更有利之條件，或拒絕不公平的收購。因此，於公開收購交易中，相對於公開收購人而言，股東處於一個極不公平之交易地位。為保障目標公司股東之權益，各國證券交易法陸續對公開收購加以規範，要求公開收購人應充分揭露公開收購交易之相關資訊，確保股東能獲得作成合理決策所需之資訊。且對公開收購之程序及收購條件予以規範，避免公開收購人恣意地以不公平的條件，迫使股東於急迫草率或無選擇餘地之情形下，應賣其股份。

另就整體經濟觀點而言，公開收購屬於公司控制權移轉之方式。而公司控制權移轉之經濟目的，在於透過自由競爭的市場機制，使公司資產由使用效率較差者移轉至使用效率較高者手上，提高社會資源之利用效率，增進整體經濟利益。為使公司控制權能透過市場機制移轉到較有經營效率之經營者手上，須確保公司控制權市場之交易活絡及公平。因此，對於公開收購之規範，就同時須考量其對於整體經濟目的之影響。

綜上，基於保障公開收購交易雙方之交易公平及達到公司控制權移轉之經濟目的，於公開收購之規範上，應確保公開收購人與目標股東間於交易上處於平等的地位，避免交易不公平而扭曲市場機制。為了解公開收購之交易機制，並檢討目前制度是否足以確保交易公平，以下先就公開收購的基本概念及公開收購制度之規範作說明，作為分析的基礎。

第二節 公開收購之意義

所謂的公開收購，係指公開收購人公開地向目標公司股東發出收購股份的要約，並對於應賣之股東購買股份的行為，其主要目的通常係為取得目標公司全部或足以控制公司之部分股權，以取得目標公司之經營權。與其他併購方式(例如合併、股份轉換等)比較，其最大差異之處在於，公開收購人採取公開收購方式，無須取得公司董事會與股東會的同意。購買股份的要約係直接向股東發出，是否應賣股份悉由股東各自決定，而收購成功與否則取決於應賣股份的數量是否達到收購條件。由於透過公開收購爭取公司經營權，無須事先取得公司董事會的同意，公開收購因此成為敵意併購的主要手段之一。

有關公開收購之定義，各國證券交易法的規範並不一致，有的不直接定義，而以公開收購規範的目的來界定應受規範的對象，並將個案留由法院判斷。有的則直接對於公開收購交易予以明確定義，凡符合定義者，均受規範。前者如美國，而我國則採後者。由於公開收購之定義涉及受規範對象的範圍，有助於了解公開收購行為之本質，以下即就美國及我國公開收購之定義加以說明。

第一項 美國公開收購之定義

美國威廉斯法(the Williams Act)與證管會(SEC)依其授權所發布之規則，並未對於公開收購予以定義，而根據威廉法之立法資料顯示，立法者係有意不予定義，擬由法院採取個案判斷方式，更彈性地規範各種收購的態樣³。由於公開收購型態的多樣化，何種情形構成公開收購，美國實務見解趨於複雜，並不容易清

³ See Stephen Kenyon-Slade, *Mergers and Takeovers in the US and UK*, (Oxford University Press, 2004), at 135.

楚掌握其概念。

雖然威廉斯法與美國證管會未對公開收購予以定義，但由證管會於 1976 年 8 月與 1979 年 2 月所發布之解釋令，有助了解美國公開收購之規範對象，且後者所公布的八項指標，更已成為目前被廣為使用的公開收購認定標準⁴：

(一)美國證管會於 1976 年 8 月發布之解釋令規定，所謂典型公開收購，係指公開收購人公開地向目標公司的所有股東，提出購買股份的要約。惟其他非屬典型公開收購之收購型態，祇要公開收購人為達成公開收購股份之目的，使其收購要約未給予股東充分時間考慮，而對股東是否出售之決定形成壓力，並且對外為廣泛地收購要約者，即應受公開收購之規範。因此，依美國證管會的解釋令，其他不符合典型公開收購的收購行為，祇要被認定為屬於威廉斯法所欲規範的對象，即會納入公開收購之規範。例如於 *Wellman v. dickinson* 案中，收購公司透過子公司向合計持有目標公司 35% 股權的 28 位股東，以私下協議的方式購買股份，且僅給予該等股東極短的時間作成決定(從一個小時到隔夜)，受理法院認為其收購情形構成公開收購。⁵

(二)美國證管會於 1979 年 2 月發布解釋令，並列出八項指標作為認定公開收購行為之標準⁶，其所發布的指標如下：

1、與股東積極廣泛的接洽購買股票事宜；

⁴ Id. at 138.

⁵ 參閱賴英照，股市遊戲規則－最新證券交易法解析，自版，2006 年，頁 190。

⁶ 這八項指標之認定標準，一般稱為 ‘eight factor test’ 或 ‘Wellmam test’，其原文如下：

- (i) an active and widespread solicitation of shareholders of the Target corporation;
- (ii) the solicitation is for a substantial percentage of Target corporation’s shares;
- (iii) the offer contains a premium over the existing market price;
- (iv) the terms of the offer are firm rather than negotiable;
- (v) the offer is contingent on the tender of a fixed minimum number of shares;
- (vi) the offer is only open for a limited period of time;
- (vii) the offerees are pressured to sell their shares; and
- (viii) public announcements of a purchasing programme precede or accompany a rapid accumulation of large amounts of the Target corporation’

參閱，Stephen Kenyon-Slade, supra note 3, at 139.

- 2、向持有多數股票的股東洽談購買股份；
- 3、向股東提出高於市價之收購股份要約；
- 4、收購要約之內容具體且確定，股東對於要約幾乎無商議空間；
- 5、收購要約明訂以能購入目標公司一定比例股份為收購契約成立之條件；且於通常情形並會敘明其願意購買股份的最高數量；
- 6、收購要約訂有一定期間的收購期限；
- 7、收購方式對於股東形成出售股票的壓力；
- 8、公開收購人除在公開市場大量買入股份，並對外宣布將購買目標公司一定比例的股份。

這些指標固然對公開收購行為之判斷，提供了較具體的認定標準，惟實務上收購目標公司股份之方式變化多端，且每一個收購情形均不相同，股東面臨收購要約之處境亦不相同。因此，何種收購行為究竟是否構成公開收購，僅能依個案事實認定之。至於認定為公開收購之關鍵因素，仍應由公開收購之規範目的出發，衡量收購行為是否已對股東出售股份形成壓力，而使股東於此項交易中處於不公平地位，而有必要對該收購行為予以規範，以保障投資人之權益。

第二項 我國公開收購之定義

我國證券交易法對於公開收購行為予以明確定義，凡符合法令規範之公開收購構成要件者，即受規範。依我國證券交易法第 43 條之 1 第 2 項之規定，公開收購係指公開收購人「不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對於非特定人公開收購公開發行公司之有價證券之行為」，而主管機關依證券交易法授權訂定之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」(以下簡稱「公開收購管理辦法」)第 2 條，對於公開收購訂定更明確之定義，其規定公開收購係指「不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人以公告、廣告、廣播、

電傳資訊、信函、電話、發表會、說明會或其他方式為公開要約而購買有價證券之行為」。

依前開法令之規定，我國認定公開收購行為之基本要件如下：

- 1、收購標的屬於公開發行公司之有價證券。
- 2、公開收購人非透過有價證券集中交易市場或證券商營業處所買進有價證券。
- 3、以公開要約方式向非特定人提出購買股票之要約。

第三節 我國公開收購的規範

第一項 公開收購規範之目的

對於公開收購公開發行公司有價證券之行為，我國證券交易法原本並無相關規範，而係於 1988 年證券交易法修正時，始參照美國威廉斯法之規定，增訂證券交易法第 43 條之 1 第 2 項及第 3 項⁷，開始將公開收購行為納入證券交易法之規範。由於我國證券交易法增訂公開收購規範，與英、美等國因實務發展而制定公開收購規範之情形不同，實際上我國證券交易法引進公開收購之規範時，實務上尚無相關案例或需求，而係因應證券市場國際化之發展與企業未來經營之需要，預為立法⁸。因此，為瞭解公開收購之規範目的，除參考我國證券交易法修

⁷ 1988 年證券交易法第 43 條之 1 原條文為：「任何人單獨或與他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過 10% 以上之股份者，應於取得後十日內，向主管機關申報其取得股份之目的、資金來源及主管機關規定應申報之事項；申報事項如有變動，並應隨時補正之(第一項)。不經由有價證券集中市場或證券商營業處所，向不特定大多數人公開收購公開發行公司之股份者，非經主管機關核准，不得為之(第二項)。前項公開收購公開發行公司有價證券管理辦法由主管機關定之(第三項)。」

⁸ 我國於 1988 年修正證券交易法時將公開收購納入規範，並非如同英、美等國，因實務上已出現公開收購之實例，而有補救立法之需要。而係考量隨資本自由化與經濟國際化之發展，我國企業經營將來亦可能有實行公開收購之需要，乃未雨綢繆，參酌美、英、日、韓諸國法制所引

正之立法理由外，美國證券交易法對於公開收購之規範，係值得參考之重要資料。

第一款 美國立法上公開收購之規範目的

為掌握董事會之多數席次以取得公司經營權，公開收購人得透過取得該公司有表決權股份或以徵求委託書之方式，取得當選多數席次董事所需之表決權。所謂徵求委託書方式，係指公開收購人實際未購買公司股份，而要求公司股東給予委託書，授權其於股東會上對選舉董事之議案行使表決權行為，使其得以支持特定人當選董事。然爭取公司經營權最直接之方式，就是直接取得公司有表決權之股份。取得公司股份之方式，主要為現金認購增資新股或向原股東購買股份，但亦有公開收購人以發行新股為對價，認購公司增資新股或取得原股東持股，即以股票交換方式取得被收購公司之股份。

依美國證券交易法之相關規定，任何人以股票交換方式或以徵求委託書方式爭取公司控制權者，均受證券交易法規範。前者，公開收購人發行新股作為取得他公司股份之對價，由於涉及公開發行新股，應依 1933 年證券法之規定辦理登記，並揭露相關資訊；後者，依美國證管會（SEC）訂頒之 Regulation 14A，公司及徵求人應提供充足的資訊，讓沒有出席的股東有瞭解公司業務及相關議案之機會，並據以於委託書上作成贊成或反對之意見。因此，公開收購人以股票交換方式或徵求委託書爭取公司經營權者，均須依上開規定揭露相關資訊，目標公司之股東因而得以取得判斷所需之充足資訊。

相對地，以現金收購目標公司股份來爭取控制權之方式，於 1968 年威廉斯法增訂前，並未受到美國證券交易法之規範。蓋股東有自由轉讓公司股份之權利，公開收購人向股東購買股份，屬私人間股份轉讓，與證券市場之秩序無關，因此，證券交易法上並無特別規範。但公開收購人如以取得目標公司經營權為目

進之規範。故有學者稱之為「前瞻性之規定」。參閱林國全，證券交易法研究，元照出版社，1997 年 8 月，頁 60-61。

的，向目標公司之股東分別購入股份，而未揭露其購買之目的，則目標公司股東僅能於資訊不對稱之情形下作成判斷，造成交易不公平。

惟基於目標公司股東權益之保障，不論公開收購人以股票交換方式，或以徵求委託書方式，或以現金收購股份，對於目標公司之股東均應予以相同之保護，亦即對於公司經營權可能異動之情形，應提供股東充足資訊，俾利於其作成投資判斷。由此觀之，美國證券交易法僅對以股票交換方式或以徵求委託書方式爭取公司控制權之情形，要求公開收購人公開相關資訊，卻未對以現金收購股份爭取公司控制權之情形予以規範，對於股東權益之保護顯有不一致。有鑑於此。1968年時美國證券交易法特別增訂§13(d)、(e)及§14(d)、(e)、(f)，並授權證管會訂頒有關之行政規則，對於公開收購股份之行為加以規範，此即著名的「威廉斯法案」(the Williams Act)。

綜上所述，威廉斯法之主要目的，在於將以現金收購公司股份之行為，納入證券交易法的規範，要求此種可能重大影響公司經營權行為之資訊，應於市場上充分揭露，以貫徹證券市場之公開原則。同時對於公開收購行為訂定實質規定(例如公開收購期間、同一收購條件、比例收購、收購條件之變更、應賣股東之撤銷權、不得以其他方式收購、禁止關係人應賣、例外停止收購等)，以促進公開收購時公開收購人與受要約人間之交易公平性。因此，威廉斯法之立法目的，既非鼓勵亦非嚇阻公開收購的行為，而係本於資訊公開原則與投資人權益保護之目的，確保目標公司的股東於面對公開收購時，能充分獲得關於收購之資訊，以作成應賣與否的決策，並且保障每一股東有公平出售其股份的機會，而此即為公開收購規範之目的。⁹

第二款 我國證券交易法增訂公開收購規範之立法理由

1988年我國證券交易法首次對於公開收購予以規範，增訂證券交易法第43

⁹ 參閱賴英照，證券交易法逐條釋義—第四冊，自版，1996年8月，頁292-293。

條之 1 第 2 項及第 3 項，規定不經由有價證券集中市場或證券商營業處所，向不特定多數人公開收購公開發行公司之股份者，非經主管機關核准，不得為之(第 2 項)，並授權主管機關訂定公開收購公開發行公司有價證券管理辦法(第 3 項)。

1988 年證券交易法增訂公開收購規範之立法理由謂，「英、美、日、韓等諸國於其證券交易制度皆有公開出價收購(Tender Offer；Take over Bid)之規定，其規定之旨，在使對公開出價收購涉及公開發行公司經營權之有價證券(如股票、轉換公司債、新股認購權利證書、新股權利證書、附認購股權公司債等)有所管理，以保障投資大眾(除上市股票、公司債外，並無強制在集中交易市場買賣)及對於擬參與或控制他公司經營權之個人或公司，得不經由集中交易市場或證券商營業處所，直接以廣告、書函、廣播等方式，對非特定人公開出價買入該等有價證券，以免為參與或控制他公司經營者需要於集中交易市場或證券商營業處所大量買入該等有價證券，致影響市場行情或其他對發行公司不利之行為。對於種買賣證券之方式，各國皆有管理制度，以免浮濫。我國現行證券交易法中，並無此項買賣證券之方式之規定，為期週延及適應證券市場發展之需要，爰於本條第二項規定須經主管機關核准，並於第三項授權主管機關訂定管理辦法。」¹⁰。

依前開立法理由所述，我國證券交易法增訂第 43 條之 1 第 2 項及第 3 項，對於公開收購予以規範，其規範目的有二：一、參酌國外立法例，對於公開收購公開發行公司有價證券之行為予以規範，以保障投資大眾之權益；二、為使公開收購人得不經由集中交易市場或證券商營業處所，向非特定人收購目標公司之股份，以免其透過市場大量購入而影響市場行情或其他對發行公司不利之行為，因此，增訂公開收購有價證券之管理。分析前開修訂之立法理由如下：

(一)首先，公開收購有價證券之行為，係公開收購人對於非特定的目標公司股東

¹⁰ 參閱立法院公報第 76 卷第 96 期院會紀錄，頁 56-57，有關 1988 年證券交易法增訂第 43 條之 1 的立法理由。

收購股份之行為，本質上屬股份轉讓行為，除證券交易法另有規定外(例如內部人股權移轉之限制、上市有價證券之禁止場外交易¹¹、操縱市場與內線交易之禁止等相關交易規定)，並無其他限制。然參酌國外公開收購實務及其相關規範，顯示公開收購股份與一般股份交易之情形並不相同，因此，於公開收購時，對於目標公司股東之權益，確實有增訂規範予以保障之必要。

(二)其次，我國證券交易法增訂公開收購規範之另一立法理由謂，使公開收購人得不經由集中交易市場或證券商營業處所，向非特定人收購目標公司之股份，以免其透過市場大量購入而影響市場行情或其他對發行公司不利之行為。此一規範目的與外國立法例之規範目的似有不同，值得進一步探討。

按依我國證券交易法第 150 條¹²之規定，我國上市之有價證券禁止場外交易。上市有價證券之買賣，除有但書規定各款之情形外，應於證券交易所開設之有價證券集中交易市場為之。亦即，上市有價證券之買賣，原則僅能委託證券經紀商透過證券交易系統申報買進或賣出，並經由證券交易所之電腦自動交易系統，以集合競價方式進行撮合，而禁止買賣雙方私下進行交易。

於上市有價證券禁止場外交易之情形下，公開收購人僅能從集中交易市

¹¹ 依證券交易法第 150 條規定，除該條但書規定之例外情形外，上市有價證券之買賣應於證券交易所開設之有價證券集中交易市場為之。故對於上市之有價證券，除特定情形外，不得於集中交易市場外買賣，亦即禁止場外交易。違者處一年以下有期徒刑、拘役或科或併科新台幣 120 萬以下罰金(證券交易法第 177 條第 1 款)。上市有價證券禁止場外交易的規定，係沿襲 1963 年修正公布之「證券商管理辦法」第 9 條而來，當時規範目的在於配合集中交易市場的建立(即成立臺灣證券交易所股份有限公司後開設之有價證券集中交易市場)，且為結束紀律不彰的店頭市場，乃一方面規定公開發行公司應強制上市，另一方面禁止上市股票為場外交易。由於此項禁令的階段性任務已經完成，且目前美、日證券立法為促進證券市場的發展，均已刪除或修訂類似規定，為因應證券市場之發展，本條似有檢討修正之必要。參閱賴英照，前揭註 5 書，頁 75-81。

¹² 證券交易法第 150 條：「上市有價證券之買賣，應於證券交易所開設之有價證券集中交易市場為之。但左列各款不在此限：一、政府所發行債券之買賣。二、基於法律規定所生之效力，不能經由有價證券集中交易市場之買賣而取得或喪失證券所有權者。三、私人間之直接讓受，其數量不超過該證券一個成交單位；前後兩次之讓受行為，相隔不少於三個月者。四、其他符合主管機關所定事項者。」

場收購股權以爭取控制權。惟透過集中交易市場大量購入特定公司之股份，可能造成該股份價格持續上升，則須支付之對價將大幅增加，致收購成本可能遠遠超出原本計劃。而證券交易市場之變化通常難以估計，收購成功可能性、收購成本等均無法事前預估，亦不利於公開收購人之併購規劃。此外，公開收購人如於市場上購入股份，即使最終無法達成收購目標，仍無法要求解除契約返還股份，對於公開收購人亦是一項重大收購風險。因此，透過集中交易市場收購股權以爭取控制權，實務上較不可行。

基於上述理由，我國證券交易法增訂公開收購制度後，公開收購人即得不透過集中交易市場收購上市之有價證券，而排除證券交易法第 150 條場外交易禁止之適用¹³。因此，公開收購人得於集中交易市場外，與目標公司股東個別磋商股份買賣交易，使公開收購人得以較確定地規劃其收購計畫，有助於其增加收購成功率，且降低收購失敗之風險，因而增加實務採行收購股份之可行性，有助於促進我國上市公司之併購活動。

綜上，由我國 1988 年證券交易法第 43 條之 1 增訂理由觀之，我國公開收購之規範目的與英、美等國立法相同，均以保障投資人權益為目的，而對於公開收購有價證券之行為予以規範。惟與外國立法例不同者，由於我國證券交易法禁止上市有價證券之場外交易，增訂公開收購規範之結果，使公開收購人得於集中交易市場外收購上市有價證券，確實增加了企業併購之管道，而有助於我國企業併購之發展¹⁴。

¹³ 依民國 77 年 9 月 19 日台財證（二）字第 09067 號函釋，證券交易法第一百五十條第四款所謂「其他符合主管機關所定事項者」，係指（一）股東依公司法規定請求公司收購其股份者；（二）華僑或外國人經依華僑投資條例或外國人投資條例報經經濟部投資審議委員會核准讓受予其他華僑或外國人者；（三）公司發行可轉換之有價證券，經本會核准以他種有價證券清償或轉換者；（四）公司發行附買回條件之有價證券，依章程記載之發行條件買回者；（五）以指定用途信託資金買入上市有價證券，解約後償還信託人者；（六）有證券交易法第二十二條第三項、第二十二條之第一項第一款、第三款、第四十三條之一第二項所規定情事者；（七）其他事先報經本會核准者。其中第六項將證券交易法第 43 條之 1 第 2 項之公開收購，列為排除上市有價證券場外交易禁止之例外。

¹⁴ 事實上，我國當時並無公開收購之實例，且證券交易法於 77 年增訂第 43 條之 1 後，主管機關遲至 84 年 9 月才依該條授權制定「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」，故實務上

第二項 公開收購之規範

有關我國公開收購之規範，係規定於證券交易法第 43 條之 1 第 2 項至第 43 條之 5，以及主管機關依上開規定授權訂定之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」(以下簡稱「公開收購管理辦法」)與「公開收購說明書應行記載事項準則」，主要規範內容包括公開收購之適用範圍、資訊公開義務、對於目標公司股東的公平收購義務及相關法律責任等。

第一款 適用範圍

依證券交易法第 43 條之 1 第 2 項之規定，凡不經由有價證券集中交易市場¹⁵或證券商營業處所¹⁶，對於非特定人為公開收購公開發行公司之有價證券者，均應適用公開收購之相關規範。

所謂公開收購行為，依公開收購管理辦法第 2 條第 1 項之規定，係指公開收購人不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人以公告、廣告、廣播、電傳資訊、信函、電話、發表會、說明會或其他方式為公開要約而購買有價證券之行為。

並無進行公開收購之可能。

¹⁵ 依證券交易法第 12 條規定，所謂有價證券集中交易市場，係指證券交易所供有價證券之競價買賣所開設之市場。目前我國僅有一家臺灣證券交易所，其所開設之股票交易市場即為有價證券集中交易市場。

¹⁶ 於證券商營業處所買賣有價證券，係指「有價證券不在集中交易市場以競價方式買賣，而在證券商專設櫃檯進行交易之行為」，簡稱「櫃檯買賣」(證券商營業處所買賣有價證券管理辦法第 2 條)。此即一般所稱的店頭市場。證券交易法第 62 條與主管機關依其授權訂定的「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」，為我國店頭市場之主要規範。目前我國店頭市場係由財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心負責經營。

而公開收購之標的，須屬公開發行公司發行之有價證券，才受規範。亦即，公開收購未公開發行公司之有價證券，尚非規範對象。又依證券交易法第 6 條規定，所稱有價證券，包括公開發行的股票、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、存託憑證及其他經主管機關核定之有價證券。

第二款 申報制

我國證券交易法現行規範對於公開收購之管理係採申報制。所謂「申報制」，係指公開收購人於公告並向主管機關申報後，即可開始進行公開收購，無須事先取得主管機關核准。又申報制與公開募集發行有價證券之「申報生效制」¹⁷不同，公開收購人自公告申報日之隔日起，即可開始進行公開收購，無須俟主管機關或其指定之機構收到申報書件起屆滿一定營業日後，始生效力。採申報制可減少實質審查所耗費之程序與時間，並提高公開收購之效率。

對於公開收購有價證券行為之管理，我國證券交易法於 1988 年最初增訂公開收購相關規範時係採核准制，賦予主管機關實質審查之權力，並授權主管機關訂定公開收購公開發行公司有價證券管理辦法，作為管理依據。依 1988 年增訂之證券交易法第 43 條之 1 第 2 項規定，「不經由有價證券集中市場或證券商營業處所，向不特定多數人公開收購公開發行公司之股者，非經主管機關核准，不得為之。」因此，公開收購人應先報經主管機關核准後，始得開始公開收購。

¹⁷ 所謂「申報生效制」，係指依證券交易法第 22 條規定，有價證券之募集及發行申請案，除政府債券或經主管機關核定之其他有價證券外，應先向主管機關申報生效後，始得為之的制度。又依發行人募集與發行有價證券處理準則第 3 條規定，採申報生效制之案件，包括行政院金融監督管理委員會審核有價證券之募集與發行、公開招募、補辦公開發行、無償配發新股及減少資本之申請案。而依同條第 2 項規定，所謂「申報生效」，係指發行人依規定檢齊相關書件向主管機關提出申報，除因申報書件應行記載事項不充分、為保護公益有必要補正說明或經主管機關退回者外，其案件自主管機關或其指定之機構收到申報書件即日起屆滿一定營業日即可生效。

至 2002 年 2 月證券交易法修正時，為符合外國立法之趨勢，參酌美日立法例，將開收購制度由核准制改為申報制。對於公開收購改採申報制之考量主要有二。首先，對於非特定人公開收購公開收購之有價證券時，如須經主管機關核准，必然會在時間上有所延誤，進而影響公開收購之時程，不利實務運作。且其間若被收購之有價證券的市價有所變動，將會使收購者在訂價上較不易掌控，亦可能導致公開收購失敗。其次，公開收購對於公司而言，屬於影響公司股票價格之重大消息，如須經過主管機關審核之程序，不僅消息公佈時間將延後，接觸消息之人亦將擴大，易增加消息走漏之機會而有內線交易之虞¹⁸。因此，參酌美日立法例，將原本核准制改為申報制。

依公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 7 條之規定，公開收購人應向主管機關申報並公告後，始得公開收購公開發行公司之有價證券。因此，公開收購人於依規定公告申報後，即可開始公開收購。至於公告申報後隔日即進行公開收購或幾日後再開始進行公開收購，可由公開收購人自行決定¹⁹。而依上開管理辦法第 9 條之規定，公開收購人向主管機關申報時，應檢具公開收購申報書、公開收購說明書、公開收購人與受委任機構簽定之委任契約書，公開收購人在中華民國境內無住所或營業處所者，指定訴訟及非訟事件代理人之授權書，以及其他主管機關規定之文件等相關書件。至於公告方式，非公開發行公司辦理公告時，應登載於報紙並檢具公告報紙送本會備查，並抄送證券相關機構；公開發行公司依規定辦理公告時，登載於公開資訊觀測站資訊系統即可，不必登載於報紙並檢具公告報紙送本會備查²⁰。

¹⁸ 參閱立法院公報第 91 卷第 10 期院紀錄有關證券交易法第 43 條之 1 修正說明，頁 408-410。另依行政院金融監督管理委員會所發布之證券期貨問答集之「公開收購相關疑義問答」說明，91 年修正後證券交易法第 43 條之 1 第 2 項將公開收購制度由「核准制」改為「申報制」，係為提高公開收購效率，並兼顧收購案事前保密之需要。

¹⁹ 參閱行政院金融監督管理委員會所發布之證券期貨問答集之「公開收購相關疑義問答」。網址：
http://www.fscey.gov.tw/Layout/main_ch/AllInOne_Show.aspx?path=2811&guid=f77661da-8dbb-43a7-8597-7c1c8b86420e&lang=zh-tw，訪問日期 97 年 2 月 10 日。

²⁰ 參閱行政院金融監督管理委員會所發布之證券期貨問答集之「公開收購相關疑義問答」。

另證券交易法第 43 條之 1 第 2 項訂有除外條款，如公開收購之情形符合除外條款者，即無須先向主管機關申報公告，即得逕行實施公開收購。申報除外之公開收購情形有三：一、公開收購人預定公開收購的數量，加計本人與其關係人已取得的股份，未逾目標公司已發行有表決權之股份總數 5%；二、公開收購人已持有目標公司逾 50% 的股份；三、其他符合主管機關所定事項。考量前開所述情形，公開收購對於公司控制權造成變動之可能性較小，因此證券交易法特別規定排除其申報公告之義務。惟應注意的是，符合上開情事之公開收購雖無須辦理申報及公告，但仍屬證券交易所規範之公開收購行為，必須適用其他公開收購之相關規定，例如對於應賣人交付公開收購說明書、公開收購期間、同一條件收購等規定²¹。

第三款 資訊公開

促進公開收購之資訊公開，以保障目標公司之股東，係公開收購規範之最初目的，亦是其規範的主要原則。為使投資人於接獲公開收購要約時，能獲得充足的資訊，據以作成應賣與否之決策，並且避免收購者利用資訊不對等的優勢，單方面訂定有利於自己的收購條件，而迫使相對人盲目地接受。因此，證券交易法以資訊公開原則為基礎，要求公開收購人揭露有關公開收購之資訊，向應賣人交付公開說書，並規定最短收購期間，使受要約之目標公司股東有充分的時間與資訊，評估收購條件之合理性以作成決策。

另一方面，雖然目標公司非公開收購交易之參與者，惟於現代企業所有權與經營權分離之情形下，能清楚說明公司之財務業務狀況者，只有公司本身，股東既未參與公司經營，對於公司現況或未來發展通常不甚了解。於此種情形下，如

²¹ 參閱賴英照，前揭註 5 書，頁 191。

僅要求公開收購人揭露收購相關資訊，而未要求目標公司提出公司相關資料，則股東仍僅是片面接受公開收購人所提供之資訊，而無從判斷該資訊之真實性與完整性，並作成決策。因此，我國公開收購管理辦法第 14 條特別規定，目標公司於接獲公開收購通知時，應揭露公司內部人持股、財務資訊等相關資訊。

此外，考量一般投資人即使獲得公司資訊，亦可能欠缺評估公司價值之專業能力，實難以對併購計劃或收購條件進行評估。由於公司的實際經營者為公司董事會，如能由其評估併購計劃及其相關收購條件之合理性，向股東提供相關建議，並提出目標公司最近期之財務、業務等相關資訊，必有助於股東作成決定。因此，我國公開收購管理辦法第 14 條另外規定，目標公司於接獲公開收購通知時，尚應公告揭露公司就公開收購對股東之建議，並載明任何反對意見之董事姓名及其所持理由，以供股東參考。

一、公開收購人之公開義務

(一) 公開收購之公告及申報

公開收購人應於公開收購開始日前，向主管機關申報並公告相關資訊，包括公開收購申報書、公開收購說明書、與受委任機構(包括證券商、銀行或其他經本會核准之機構)²²簽定之委任契約書、指定代理人之授權書及其他規定之文件(公開收購管理辦法第 9 條)。

(二) 交付公開收購說明書之義務

²² 依公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 15 條規定，公開收購人應委任下列機構負責接受應賣人有價證券之交存、公開收購說明書之交付及公開收購款券之收付等事宜：一、證券商；二、銀行；三、其他經本會核准之機構。

公開收購人除應向主管機關申報與公告公開收購說明書外，更對應賣人負有交付公開收購說明書之義務(證券交易法第 43 條之 4 第 1 項)。依公開收購管理辦法第 16 條之規定，公開收購人除依本法第二十八條之二規定買回本公司股份者外，應於公開收購期間開始日前，將公開收購說明書送達其受委任機構及證券相關機構（包括證券商業同業公會、證券暨期貨市場發展基金會、證券交易所、證券櫃檯買賣中心、證券集中保管事業及其他經本會指定之機構），並應於應賣人請求時或應賣人向前條受委任機構交存有價證券時，交付應賣人公開收購說明書。

為使公開收購人對於公開收購之資訊揭露有所遵循，證券交易法第 43 條之 4 第 2 項授權主管機關訂定「公開收購說明書應行記載事項準則」，明訂公開收購應公開之內容。其所規定之主要應記載內容，包括公開收購人之身分及背景、公開收購條件、收購對價之支付及應賣有價證券之交付、公開收購對價及來源、公開收購之目的與公開收購人之計劃、公開收購人持有被收購公司股份情形、公開收購人其他買賣被收購公司股份情形、獨立專家意見等事項。

(三)變更收購條件之公告及申報

公開收購之收購條件如有變更，應儘速通知所有受要約之股東，使其得重新評估。故公開收購人於收購變更前，應向主管機關申報並公告，且通知各應賣人、受委任機構及被收購有價證券之公開發行公司(公開收購管理辦法第 17 條)。

(四)公開收購結果之公告及申報

公開收購結果對投資人而言，屬於其投資判斷之重要資訊，應對投資人公開，投資人始能對於經公開收購後之有價證券，作合理之投資判斷。依公開收購管理辦法第 19 條第 1 項及第 2 項之規定，公開收購人於收購期間屆滿前，提早達成公開收購人所定之最低收購數量標準者，其公開收購條件已成就，應於公開收購條件成就之日起二日內，向主管機關申報並公告。且依公開收購管理辦法第 22 條之規定，公開收購人應於公開收購期間屆滿之日起二日內，向主管機關申報並公告公開收購之結果，包括公開收購人姓名、被收購公司之名稱、被收購有價證券之種類、應賣數量及實際成交數量、支付收購對價之時間、方法及地點，以及成交之有價證券之交割時間、方法及地點等事項。

二、目標公司之揭露義務

對於公司整體之財務業務狀況最為清楚者，非公司經營階層莫屬。為解決股東對於公司不甚了解，致無法評估收購要約合理性之困境，並使被收購公司之股東於公開收購期間結束前，有得知被收購公司態度之機會²³，以作為決策之參考。因此，有必要藉助董事會之經營經驗及專業知識，進一步提供股東更多的資訊及建議。

依公開收購管理辦法第 14 條之規定，目標公司於接獲公開收購申報書副本及相關書件後七日內，應提出其就本次收購對其公司股東之建議、目前董事、監察人及大股東之持股數量、最近期財務報告等資料，向主管機關申報並公告。其應公告申請事項如下：

- 1、現任董事、監察人及持有本公司已發行股份超過百分之十之股東目前持有之股份種類、數量。

²³ 參照證券暨期貨管理委員會 91 年 08 月 29 日台財證三字第 0910004555 號函。

- 2、就本次收購對其公司股東之建議，並應載明任何持反對意見之董事姓名及其所持理由。
- 3、公司財務狀況於最近期財務報告提出後有無重大變化及其變化內容。
- 4、現任董事、監察人或持股超過百分之十之大股東持有公開收購人或其符合公司法第六章之一所定關係企業之股份種類、數量及其金額。
- 5、其他相關重大訊息。

第四款 公平收購

公開收購之規範除以公開原則為基礎，要求公開收購人揭露公開收購的相關資訊外，同時還對公開收購之條件及程序作實質的規範，以確保交易公平。蓋公開收購人通常為具有高度專業與經濟實力，且其於發動公開收購前，通常已對目標公司與併購計畫進行詳盡之評估及規劃。於此情況下，公開收購人為使公開收購能順利成功，必然會設計出對其最有利之收購條件，惟該收購要約對目標公司股東是否公平，即有疑慮。

另一方面，目標公司股東面對收購要約，不僅處於被動且臨時被要約之地位，而無充分時間搜集與評估公司資訊，以即時作成因應。且對收購要約之內容亦無談判餘地，僅能選擇全部拒絕或接受。此外，雖然目標公司股東全體均為收購要約之對象，但因公開發行公司之股權分散，股東間無法形成一個團體，與公開收購人進行談判與議價，而通常須由個別股東單獨面對公開收購交易。於此情形下，目標公司股東於公開收購交易中明顯處於弱勢地位。

於前述公開收購人與目標公司股東所處交易地位之情況下，我國證券交易法雖已就公開收購人應公開之資訊予以規範，期能平衡雙方間資訊不

平等之情形，以求交易之公平。惟為進一步提升目標公司股東之交易地位，避免其於不公平之交易條件下進行交易，有必要對於公開收購人之收購行為予以規範。因此，有必要對公開收購行為訂定實質規範，期能促進股權收購交易之公平，以保障投資人之權益。

有關我國證券交易法對公開收購行為之實質規範，係參照英、美等國立法例而訂定。其規範之內容，包括公開收購期間之限制、須以相同條件收購、應賣數量逾收購數量之比例收購原則、收購條件之變更、應賣股東之撤銷權、以其他方式收購之禁止、關係人應賣之禁止，以及例外得停止收購等方面之規範，說明如下：

一、收購期間之限制

為防止公開收購人規定過短的收購期間，致目標公司股東無足夠時間了解與評估公開收購要約，而使股東被迫作成倉促之判斷，對於收購期間有必要予以限制。依我國公開收購管理辦法第 18 條之規定，公開收購之期間不得少於十日，多於五十日。且於有競爭公開收購之情事或有其他正當理由時，公開收購人得向主管機關申報並公告延長收購期間，但延長期間合計不得超過三十日。

依上開規定，我國有關公開收購期間之限制，與美國威廉斯法之規範不同。美國威廉期法（SEC Rule 14e-1）僅規定公開收購期間至少為二十個營業日，如公開收購條件有所變更，至少應再延長 10 個營業日。而我國除規範最短收購期間外，尚有最長期間為五十日之限制。其理由係考量公開收購對於公司經營權可能造成之影響，不僅會使公司經營階層或內部組織發生變動，同時可能對於其他利害關係人造成影響。例如員工職務可能隨經營權異動而變動，往來廠商或銀行可能須對經營權之變動重新作評估

等。此外，由於公開收購對於公司未來之財務業務有重大影響，於公開收購結果未確定前，目標公司之股價將不可避免地劇烈波動。因此，為避免公開收購期間過長，致公司開收購結果及公司經營權長期處於不安定狀態，因而影響關係人之權益或證券市場之安定性，我國證券交易法特別規定公開收購之最長期限。

二、同一收購條件

為防止公開收購人以不同收購條件，向目標公司不同股東進行收購，因而影響股東間之公平性。證券交易法第 43 條之 2 規定，公開收購人應以同一收購條件為公開收購。未以同一收購條件對所有股東進行公開收購者，公開收購人應於最高收購價格與對應賣人公開收購價格之差額乘以應募股數之限額內，對應賣人負損害賠償責任。

三、比例收購

為使目標公司所有股東均有公平應賣之機會，且為避免公開收購人採取「先應賣、先收購」(first come, first served)²⁴之收購方式，迫使股東為爭取時效而儘早應賣，因而作成倉促決定。公開收購管理辦法第 23 條規定，應賣有價證券之數量如超過公開收購人預定之收購數量時，公開收購人應依比例向所有應賣人購買。對於已交存但未成交之有價證券，則應退還原應賣人。而此項規定應適用於收購期間中所有應賣之股份。

四、收購條件變更之公開及通知

²⁴ 「先應賣、先收購」係指英、美早期公開收購實務上，公開收購人進行部分收購時常採用的收購條件之一。公開收購人為迫使目標公司股東儘早應賣，約定對於先應賣之股東先予以收購。由於公開收購人僅部分收購公司持股(例如僅收購目標公司 51% 之股份)，如果收購股份已達目標，對於後來應賣之股份，公開收購人不再購買，因此，股東於考量應賣與否時，除應評估收購條件之合理外，尚須考量是否應儘速應賣，以免喪失機會。

公開收購人進行公開收購時，應明定收購條件，包括收購期間、預定收購之最高及最低數量、收購對價等項目（公開收購說明書應行記載事項準則第 6 條），使目標公司股東得據以評估應賣與否。惟除法定不得變更之收購條件外，公開收購人並非不得變更收購條件。依證券交易法第 43 條之 1 第 1 項之規定，除調降公開收購價格、降低預定公開收購有價證券數量、縮短公開收購期間或其他經主管機關規定之事項外，公開收購人得變更其收購條件。

為使目標公司股東能即時獲得收購條件變更之資訊，據以重新作成決定，並使已應賣之股東就變更後之收購要約，有重新考慮是否撤銷應賣的機會，依公開收購管理辦法第 17 條之規定，公開收購人應於條件變更前，向主管機關申報並公告，並通知各應賣人、受委任機構及目標公司。

五、應賣股東之撤銷權

依公開收購管理辦法第 19 條第 4 項之規定，公開收購人於向主管機關申報並公告本次公開收購條件成就後，除有法定之特定情事外，應賣人不得撤銷其應賣。反面解釋，應賣人於公開收購人辦理前開公告前，得無條件撤銷其應賣。

有關上開應股東撤銷權之規定，係參酌美國 1934 年證券交易法第 14(d)(5)條及 SEC Rule 第 14d-7 條而訂定。美國 1934 年證券交易法第 14 條(d)(5)規定，證券持有人因公開收購或購買要約或徵求而提存之股票，應賣人或代理人於購買要約之確定首次公布或寄送證券持有人之日起 7 個營業日內或首次購買要約公布或寄送之日起 60 日後，得撤銷之。其立法目的在於避免應賣人受不確定之拘束，於等待公開收購人是否收購之結果確定

前，提供應賣人再評估之考量期間。由於公開收購人通常設定一定最低收購股數作為收購條件，於收購條件成就前，即使股東應賣並提交其股份，公開收購人亦不負收購之義務。此時如不准應賣人撤除其應賣，似有過早拘束應賣人之虞。另一方面，既然公開收購人之收購義務尚未確定，允許應買人撤銷應賣，對於公開收購人應不會不公平。此外，如有其他公開收購人參與競爭收購，已應賣之股東尚可重新評估²⁵，如認為較有利，即可撤銷應賣，對於後來的公開收購應賣。此一規定，使股東仍得對後來的競爭收購應賣，可提高競爭收購成功的機會，增加第三人實施競爭收購之意願，有助於活絡公開收購之活動。

六、不得以其他方式收購

依證券交易法第 43 條之 3 之規定，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。其規範目的係基於維護應賣人權益之考量，規定公開收購人及其關係人於申報並公告日起至公開收購期間屆滿日止，僅得以公開收購方式購買該有價證券²⁶。

公開收購人違反前開規定者，除應受主管機關處以新臺幣 24 萬元以上 240 萬元以下之罰鍰外（參照證券交易法第 178 條第 1 項第 9 款），並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，對應賣人負損害賠償責任。

前開關係人之定義，依公開收購管理辦法第 3 條之規定，公開收購人

²⁵參閱易建明，美國、日本與我國「公開出價收購法制」之比較研究，作者自版，1999 年 8 月，頁 220。

²⁶參照民國 91 年 2 月 6 日增訂證券交易法第 43 條之 1 立法理由。

為自然人者，其關係人係指其配偶及未成年子女；如為公司者，其關係人係指符合公司法第六章之一所定之關係企業。且關係人持有之有價證券，包括利用他人名義持有者。

七、例外停止收購

依證券交易法第 43 條之 5 第 1 項之規定，公開收購申報後，公開收購人應依申報內容進行收購。除有左列情事之一，並經主管機關核准者外，收購人不得任意停止公開收購之進行：1、被收購有價證券之公開發行公司，發生財務、業務狀況之重大變化，經公開收購人提出證明者。2、公開收購人破產、死亡、受禁治產宣告或經裁定重整者。3、其他經主管機關所定之事項。

另為避免公開收購人以公開收購之名行影響市場之實，參酌香港立法例²⁷，訂定證券交易法第 43 條之 5 第 3 項，規定公開收購人未於收購期間完成預定收購數量，或經主管機關核准停止公開收購之進行者，除有正當理由並經主管機關核准者外，於一年內不得再就同一被收購公司進行公開收購。而依公開收購管理辦法第 24 條之規定，所稱正當理由，係指因有競爭公開收購之情事致無法完成收購，或經被收購有價證券公開發行公司董事會同意決議通過且有證明文件，或有其他正當理由者。

第五款 法律責任

²⁷ 參照民國 91 年 2 月 6 日增訂證券交易法第 43 條之 5 立法理由。

一、民事責任

(一)違反以同一收購條件收購之規定

依證券交易法第 43 條之 2 第 1 項規定，公開收購人應以同一收購條件為公開收購。有違反同一收購條件之情事，公開收購人應於最高收購價格與對應賣人公開收購價格之差額乘以應募股數之限額內，對應賣人負損害賠償責任(證券交易法第 43 條之 2 第 2 項)。

(二)違反不得以其他方式收購之規定

公開收購人及其關係人於公開收購期間，以其他方式購買同種類之有價證券者，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，對應賣人負損害賠償責任(證券交易法第 43 條之 3 第 2 項)。

(三)公開收購說明書有虛偽或隱匿之情事

公開收購說明書應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，準用證券交易法第 31 條第 2 項及第 32 條之規定²⁸(證券交易法第 43 條之 4 第 3 項)。

亦即，公開收購說明書應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，下列各

²⁸ 證券交易法第 31 條：「募集有價證券，應先向認股人或應募人交付公開說明書。違反前項之規定者，對於善意之相對人因而所受之損害，應負賠償責任。」
證券交易法第 32 條：「前條之公開說明書，其應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，左列各款之人，對於善意之相對人，因而所受之損害，應就其所應負責部分與公司負連帶賠償責任：一、發行人及其負責人；二、發行人之職員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部者；三、該有價證券之證券承銷商；四、會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者(第 1 項)。前項第一款至第三款之人，除發行人外，對於未經前項第四款之人簽證部分，如能證明已盡相當之注意，並有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱匿情事或對於簽證之意見有正當理由確信其為真實者，免負賠償責任(第 2 項)。前項第四款之人，如能證明已經合理調查，並有正當理由確信其簽證或意見為真實者，亦同(第 3 項)。」

款之人，除發行人外，如能證明已盡相當之注意或已經合理調查，並有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱匿情事、確信其簽證或意見為真實者，免負賠償責任外，對於善意之相對人，因而所受之損害，應就其所應負責部分與公司負連帶賠償責任：

- 1、發行人及其負責人。
- 2、發行人之職員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部者。
- 3、該有價證券之證券承銷商。
- 4、會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者。

二、刑事責任

(一)公開收購人依法或主管機關基於法律所發布之命令所規定之帳簿、表冊、傳票、財務報告或其他有關業務文件之內容，有虛偽之記載者，應處一年以上七年以下有期徒刑，得併科新台幣 2000 萬元以下罰金(證券交易法第 174 條第 1 項第 5 款)。

(二)公開收購人有下列情事之一者，處二年以下有期徒刑、拘役或科或併科新台幣 180 萬元以下罰金(證券交易法第 175 條)：

- 1、未依規定向主管機關申報及公告即進行公開收購者；
- 2、違反強制公開收購之規定者；
- 3、未依主管機關命令變更公開收購申報事項並重行申報及公告者；
- 4、違反主管機關禁止對同一目標公司有價證券進行公開收購之規定者。

(三)公開收購人未依規定向應賣人交付公開收購說明書者，處一年以下有期徒刑、拘役或科或併科新台幣 120 萬元以下罰金(證券交易法第 177 條)。

三、行政罰

公開收購人有下列情事之一者，處 12 萬元以上 240 萬以下罰鍰：

- (一)未依規定申報、公告，或提出有關文件，或拒絕、妨礙檢查者；
- (二)未依同一條件為公開收購，或違法為收購條件之變更者；
- (三)於公開收購期間，違法以公開收購以外之方法，購買同一種類之公開發行公司有價證券；
- (四)違反停止公開收購行為者；
- (五)違反主管機關依第 43 條之 1 第 4 項所規定之事項者。

第四節 強制公開收購

一般所稱的「強制公開收購」(mandatory bid)，係指法令規範要求公開收購人欲收購目標公司之股份，以取得一定比例之股份或取得該公司之實質控制時，於收購股份時必須向目標公司所有股東發出收購要約，並有收購所有應賣股份之義務。強制公開收購之規範，首先出現於英國 1968 年的「收購與合併守則」(the City Code on Takeovers and Mergers)²⁹，即一般所稱的倫敦守則或城市守則。該規範之主要目的在於，保障公司股東於公開收購人透過股份收購取得公司實質控制權時，有同等出售股份並獲取溢價之機會。其次，另一目的在於，於公開收購造成公司控制權移轉時，賦予股東得選擇賣出持股以退出公司之權利³⁰。

²⁹ 參閱林黎華，強制收購制度之研究—兼論我國公司控制權移轉時對少數股東的保護，銘傳大學法律研究所碩士論文，民國 93 年 7 月，頁 24-25。

³⁰ See Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 676-678。

我國證券交易法有關公開收購之規定，原本並無強制公開收購之規範，於 2002 年 2 月修正時，增訂證券交易法第 43 條之 1 第 3 項及第 4 項，引進強制公開收購制度，要求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。雖其增訂之立法理由謂，相關規定係參酌國外立法例而制定，惟我國的強制公開收購制度與外國立法例大不相同，說明如下。

第一項 強制公開收購制度之正反理由

強制公開收購之制度，要求公開收購人欲以收購股份之方式取得公司控制權時，應對公司所有股東負收購全部股份之義務。其目的在於，確保公司之經營權移轉時，所有股東能被公平對待，避免部分股東因無法應賣或收購條件不同而損及權益。同時給予少數股東退場之機會³¹。惟強制公開收購人必須購買公司的全部股份，增加其併購之成本，實質上干預了收購市場之自由競爭交易。因此對於是否採行強制公開收購制度，有正反二面意見，並無定論。目前採強制公開收購制度之國家，有英國、歐盟(公司法第 13 號指令)、新加坡、香港等³²，不採者為美國。而我國雖參酌英國立法例訂有強制公開收購之規範，但制度設計差異甚大，並非前述所謂之強制公開收購制度。有關強制公開收購制度之贊成與反對意見，說明如下。

第一款 贊成意見

如上所述，強制公開收購制度之目的，在於公司經營權移轉時保障少數股東

³¹ 參閱劉彥皇，公司敵意併購防禦措施之研究，中原大學財經法律學系碩士論文，2007 年 7 月，頁 212-213。

³² 參閱林黎華，前揭註 29 文。

之權益。蓋在現代企業制度所有權與經營權分離之架構下，公司之經營權實際是由董事會掌控，故控制董事會即等同於控制公司經營權。由於公開發行公司之股權結構通常相當分散，公開收購人如果計畫取得目標公司之控制權，通常僅須取得公司過半的股權(所需股份數額通常更低)，即足以掌控目前董事會而取得公司控制權。為取得足以控制公司之股權，公開收購人有許多方式可以購入目標公司股份，例如公開市場購入、與股東私下協議取得或對目標公司所有股東進行公開收購。惟不論採行哪種方式，均須有足夠數量之股份應賣，收購才有可能成功。此時與目標公司控制股東達成收購協議，雖然必須付出較高代價，但應是最便捷且成功機會最高之方法。因此，公開收購人計畫取得公司控制權，通常會先向控制股東收購股份。雖然公開收購人與控制股東間之股份轉讓交易與其他股東無關，但其交易結果卻是造成公司經營權之變更，因而影響其他股東之投資權益。然控制股東於出售持股時，通常僅以其自身利益為最大考量，並不會將對其他股東權益之影響納入考量，忽視其他股東之權益。因此，於此種經營權移轉之情形下，少數股東權益之保護就有其必要性。

於公開收購而造成公司控制權之移轉時，對於少數股東權益之保障，通常有下面的考量：

- (一)第一種考量係以股東平等原則為依據，認為公開收購人為取得公司控制權，通常會付出收購溢價(即控制權溢價³³)。當公開收購人只須向控制股東收購股份即可取得公司經營權時，收購溢價只會支付給控制股東，其他股東並無享有之機會。惟控制股東所出售者不只是其持股而已，還包括公司控制權，而因公司控制權移轉所產生之溢價，不應僅由公司部分股東獲得，

³³ 控制權溢價(control premium)，係指握有控制權持股的大股東，其所持股份之價值會較一般股東所持股份之價值為高，而其間存在之價值差異就是控制權溢價。有關控制權溢價之來源，有學者認為係來自於控制股東得參與或影響公司重大決策與人事之權力；另有認為除對於公司之營運決策有影響力外，控制股東較一般股東而言，具有監督公司經營之優勢，因此其股份有較高之價值。參照劉彥皇，前揭註 31 文，頁 216。此外，由於控制股東持有公司大量股份，於控制權交易時，對於公開收購人有較大的談判籌碼，通常能取得較高之售價，而這談判優勢也是溢價之原因。

而應由公司所有股東共享³⁴。因此，公開收購人透過收購公司股份達足以控制公司經營權時，應同時對於公司全體股東收購其餘股份，使其他股東享有公平出售股份的機會，不得僅向控制股東支付控制權溢價。

(二)管理階層之良窳攸關公司經營之成功與否。於公司所有與經營分離之情形下，一般股東既無法亦不願參與公司經營，僅是做一個單純的投資者。此時，公司的管理階層更是投資人決定投資之關鍵。因此，公司經營權如果因公開收購而變動，投資人當初投資之基礎已發生重大改變，應提供股東一個退場機制，以免強迫投資人繼續持有股份，因此，應允許其有將持股以同一條件出售予公開收購人之權利³⁵。

(三)於公開收購實務上，公開收購人通常會採部份收購或二階段收購的方式，迫使目標公司股東出售股份。於此情況，公開收購人僅收購目標公司部分股份(通常為其已發行股份之 51%)，其餘未出售股份之股東將淪為公司之少數股權股東，其股份之價值將因而減少。為避免公開收購人採用上開壓迫股東之手段，迫使目標公司股東出售股份，應強制公開收購人計畫取得足以掌握公司控制權之股份時，即應對於目標公司之所有股東發出全面要約，收購其餘股份，禁止其僅收購目標公司的部分股份。

第二款 反對意見³⁶

強制公開收購制度雖可保障目標公司少數股東之權益，但其要求公開收購人於符合一定要件時，應對於目標公司所有股東收購其餘股份，已過度限制公開收

³⁴ 參閱劉彥皇，前揭註 31 文，頁 213。

³⁵ 參閱王文字，非合意併購的政策與法制，收錄於公司與企業法制(二)，頁 69-70，元照，初版(2007)。

³⁶ 參閱張心悌，從法律經濟分析觀點探討強制公開收購制度，輔仁法學第 28 期，頁 76-80 (2004)；林黎華，前揭註 29 文，頁 24-25。

購人之併購活動，可能破壞公司控制權交易之自由競爭機制。因此，有對於強制公開收購制度持反對意見者，其相關意見如下：

(一)由於公開收購人發動公開收購，必須於事前投入相當的成本找尋、評估目標公司及規劃併購活動，又開始公開收購後又必須承擔收購失敗的風險，甚至即使收購成功，如果事後發現目標公司並不值得該收購價格，亦或併購後無法達成預期之併購效益，而可能遭受重大損失。因此，公開收購人進行公開收購，實際上是承擔巨大投資損失風險，而其所以願意承擔如此大的風險，當然是期待併購成功所帶來的豐碩報酬。如果要求公開收購人必須對於目標公司全部股東以相同溢價收購其持股，則使其收購成本大幅增加，相對地，其進行併購之風險亦會增加，因而可能影響其併購意願，不僅讓股東喪失以溢價出售持股的機會，也影響公司控制權市場之活絡。

(二)企業併購具有公司外部監督之效果，可藉由公司經營權之移轉，淘汰沒有經營效率或侵害公司利益之管理階層，提升公司經營績效與獲利能力，增加公司股東之利益。如上所述，強制公開收購制度可能會抑制併購活動，因而使公司之外部監督機制無法發揮功能。

(三)強制公開收購制度之目的，原本在於保障目標公司所有股東均有公平出售持股的機會。然而，實施強制公開收購的結果，反而會因公開收購活動之數量減少，如此一來，如無他人向公司進行公開收購，則股東可能喪失以高於市價的價格收回投資的機會，因而影響其權益。此外，公司控制權市場之監督功能因公開收購減少而無法發揮，其結果將不可避免間接地保護現有目標公司之無效率經營者，更可能造成公司與股東之損失。

第二項 我國強制公開收購之規範

我國證券交易法原本並無強制公開收購之規範，公開收購人計畫取得目標公司之股份，得自由選擇採用公開收購或其他方式(例如與股東私下協議買賣³⁷、於公開市場購買股份、標購上市(櫃)公司股票³⁸等方法)收購股份。惟基於保障股東平等原則及維持證券市場秩序，我國證券交易法於 2002 年 2 月修法時，參酌英國立法例，增訂證券交易法第 43 條之第 3 項規定，引進強制公開收購之制度。

第一款 我國增訂強制公開收購之立法目的

我國增訂強制公開收購之立法理由謂，為避免大量收購有價證券致影響個股市場之價格，且基於股東平等之原則，應使被收購公司所有股東皆有參與應賣之機會，乃增訂任何人單獨或與他人共同預定於 50 日內取得公開發行公司已發行股份總額 20% 以上者，應以公開收購之方式為之。此外，基於便利關係人間股權移轉之考量，實有部分情形具有豁免實施公開收購之需要，另訂定例外豁免之規定。故我國強制公開收購制度之目的有二，一為避免公開收購人大量收購有價證券致影響個股市場之價格；另一為兼顧股東平等之原則，使被收購公司所有股東皆有參與應賣之機會。

第二款 我國強制公開收購制度之規定

³⁷ 我國證券交易法對於上市有價證券禁止場外交易，所以公開收購人無法向股東私下協議購買上市的股份，惟上櫃與未上市櫃之股票並不禁止場外交易，公開收購人仍得私下直接向股東購買股份。

³⁸ 標購上市公司股票係指依臺灣證券交易所股份有限公司(以下簡稱「證交所」)「上市證券標購辦法」或財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心(以下簡稱「櫃買中心」)「上櫃股票標購辦法」，辦理上市或上櫃證券標購者，由標購者委託證券經紀商，於實施標購之三個營業日前，向證交所或櫃買中心申請。參閱林仁光，公司合併與收購之法律規範，萬國法律第 105 期，1996 年 6 月，頁 29-33。又依證期會 2003 年 6 月 11 日台財證三字第 0920002520 號令，依證交所「上市證券標購辦法」或櫃買中心「上櫃股票標購辦法」之方式取得有價證券者，不適用證券交易法第 43 條之 1 第 3 項強制公開收購之規定。參閱賴英照，前揭註 5 書，頁 191-192。

一、強制公開收購制度之要件

證券交易法第 43 條之 1 第 3 項³⁹及公開收購管理辦法第 11 條⁴⁰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。所稱與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份，係指預定取得人間因共同之目的，以契約、協議或其他方式之合意，取得公開發行公司已發行股份(公開收購管理辦法第 12 條)。

二、豁免強制公開收購之條件

強制公開收購制度就特定情形訂有豁免之規定，其主要理由在於如果公開收購人購買目標公司股份之行為並無影響個別股票之市場價格者，或其取得股份並非由購買取得，例如因合併、股份轉讓、股份交換等原因取得股份者，與強制公開收購之目的並不相符，應以排除適用。目前排除強制公開收購之適用者如下(公開收購管理辦法第 11 條第 2 項)：

- 1、與第三條關係人間進行股份轉讓⁴¹。
- 2、依臺灣證券交易所股份有限公司受託辦理上市證券拍賣辦法取得股份。
- 3、依臺灣證券交易所股份有限公司辦理上市證券標購辦法或依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心辦理上櫃證券標購辦法取得股份。
- 4、依本法第二十二條之二第一項第三款⁴²規定取得股份。

³⁹ 證券交易法第 43 條之 1 第 3 項：「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。」又第 4 項授權主管機關訂定應強制採公開收購之「一定比例」及豁免的條件。

⁴⁰ 公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 11 條：「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。」

⁴¹ 股份轉換，係指企業併購法第 4 條第 5 款規定，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之股款之行為。

- 5、依公司法第一百五十六條第六項⁴³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。
- 6、其他符合本會規定。

第三款 我國與英國立法例之差異

我國強制公開收購的規定雖係參酌英國法例而訂定，但二者並不相同。依英國「收購與合併守則」第 9 條之規定，任何人自行或與他人共同持有超過 30% 有表決權之股份者，或任何人或與他人共同取得超過 30% 但未達 50% 有表決權之股份，欲再行取得超過 1% 之有表決權之股份者，應對於目標公司所有股東發出全面要約，並對於所有應賣之股份負有收購的義務⁴⁴。例如，公開收購人所持有之股份加計擬收股份之數量，已達目標公司有表決權股份總數 30% 已上者，公開收購人不得僅收購部分股份，而應依相同條件對於目標公司全體股東發出要約，收購其餘股份⁴⁵。然而，我國強制公開收購，雖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。但並非要求符合上開規定之公開收購人應對目標公司的全體股東，收購其餘之全部股份，公開收購人仍僅須收購其預定購買之數量。如有應賣股份逾預計收購股份數額之上限者，則依比例向應賣人購買。例如公開收購人擬取得目標公司已發行股份總額 20% 以上的股份，依我國證券交易法第 43 條

⁴² 證券交易法第 22 條之 2 第 1 項：「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。」

⁴³ 公司法第 156 條第 6 項：「公司設立後得發行新股作為受讓他公司股份之對價，需經董事會以三分之二董事出席，出席董事過半數決議行之，不受第二項但書、第二百六十七條第一項至第三項、第二百八十七條第二項之限制。」

⁴⁴ See Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 676-677。

⁴⁵ 參照賴英照，前揭註 5 書，頁 192。

之 1 第 3 項規定，公開收購人只能採公開收購方式為之，而不得直接從公開市場(但依臺灣證券交易所股份有限公司「受託辦理上市證券拍賣辦法」、「辦理上市證券標購辦法」或依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心「辦理上櫃證券標購辦法」取得股份者，不在此限)，但其應收購股份之數額仍是 20%。對於超過 20% 之應賣股份，公開收購人只須依同一比例對所有應賣人購買即可，而無須如同英國立法例，向目標公司股東收購其餘之全部股份。

由上述我國與英國強制公開收購之差異觀之，事實上我國之制度並非真正的強制公開收購，而僅是對於擬取得目標公司一定數額股份之人，強制其以「公開收購方式」購買股份，並非如同英國強制公開收購之規定，強制公開收購人「購買目標公司其餘之全部股份」。蓋依我國增訂強制公開收購規定之立法理由，係為避免大量收購有價證券致影響個股市場之價格與使公司所有股東有公平應賣之機會。因此，禁止擬取得目標公司 20% 以上股份之人從公開市場購入股份，可避免造成目標公司股價之大幅波動；又強制其須以公開收購方式，向公司所有股東發出要約，可避免公開收購人僅向目標公司部分股東(尤其是控制股東)購買股份，而使其他股東完全無出售股份，以共同享受公司控制權溢價的機會。

此外，值得注意的，於英國強制公開收購之規範下，公開收購人負有收購全部應賣股份之義務，因此，在英國並無實施部分收購之可能。然而，我國強制公開收購並未要求公開收購人對於目標公司購買全部股份之義務，因此，公開收購人仍得實施部分收購。

綜上所述，我國強制公開收購制度僅能界定為，對於一定期間購買大量股份的強制方式而已，惟此一規範於我國公開收購制度中，確有發揮保障目標公司少數股東之效用。蓋我國公開收購的規定，對於公開收購採明確定義⁴⁶，亦即凡不

⁴⁶ 有關公開收購之定義，我國證券交易法第 43 條之 1 第 2 項規定，不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人為公開收購公開發行公司之有價證券者，應先向主管機關申報並公告後，始得為之。而公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 2 條進一步明訂，

經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對於非特定人為公開收購公開發行公司之有價證券者，始屬公開收購而應適用公開收購之相關規範。惟此一規範對於從公開市場購買股份或非公開的私下向股東購買股份者，並不適用。如公開收購人得從公開市場或私下向股東購買股份，並取得公司控制權，對於不知情的出售股東非常不公平，而這正是公開收購制度所欲規範的。因此，我國強制公開收購的規範，可以將以公開市場或私下向股東協議買賣方式大量取得股份的收購行為，納入公開收購的規範，以確保收購資訊之公開，同時保障目標公司少數股東之權益。其功能與英國之強制公開收購不完全相同。



公開收購係指不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人以公告、廣告、廣播、電傳資訊、信函、電話、發表會、說明會或其他方式為公開要約而購買有價證券之行為。

第參章 公開收購中股東壓迫問題之探討

第一節 前言

企業併購之類型，如以參與者間是否存在合意為區分標準，可分為合意併購與敵意併購。公開收購人透過與被收購公司之經營者達成併購協議，並於其協助下進行調查公司狀況、爭取股東同意等併購程序，固較有利於併購成功及降低併購風險，惟如無法獲得被收購公司經營者之支持，進行敵意併購即無法避免。由於敵意併購使得公開收購人無須取得目標公司同意，即得強行予以併購，在公司控制權市場上具有重要的功能。

自國內外相關討論來看，企業間進行併購的原因中，最常被提及的即是「可以藉由更好的管理中創造企業之潛在價值」。其認為併購者之目的，在於公開收購人認為目標公司具有潛在價值，而此種潛在價值得因經營狀況之改善或調整而產生。因此，其透過企業併購取代公司現任的經營階層，並改變公司經營狀況，以獲得其潛在價值之利益。此即「公司控制權市場」理論。公司控制權市場之作用，一方面藉由第三者的敵意收購以撤換公司現任的經營階層，對於無效率或損害股東權益的經營者予以懲罰，發揮公司外部監督的功能。另一方面，藉由公司控制權的自由競爭，達到使公司資產移轉至較有效率的使用者手上，以促進社會資源更有效率的配置，增加社會整體的經濟效益。亦即，透過該控制權市場的各種攻擊防禦，公司治理的功能得以發揮，可較有效率地解決代理成本的問題，且可達到社會資源之配置更加有效率。

公開收購為敵意併購之主要手段之一，上述功能的發揮，有賴公開收購交易的公平。蓋如交易不公平，交易的結果受到扭曲，公司控制權無法由較有效率者取得，則社會整體經濟效益就無由增進。目前公開收購交易中存在股東壓迫的問

題，迫使目標公司於不公平的收購價格下應賣其持股，不僅扭曲了股東應有的決定，更影響了公開收購的結果，使得藉由公開收購移轉公司控制權的交易機制遭受破壞，而有予以檢討與規範的必要。以下先就公司控制權交易的功能作說明，再探討公開收購交易中的股東壓迫現象與其原因，作為研究相關解決方案的基礎。

第二節 控制權交易概述

第一項 控制權交易與控制權市場

「控制權交易」(transactions in corporate control)係指第三人透過合併、收購等方式，取得目標公司多數股權並掌握公司經營權的交易⁴⁷。而「控制權市場」(market for corporate control)係指參與者透過控制權交易，以爭取公司控制權所形成的市場。

控制權市場的概念是由 Henry Manne 教授於 1965 年首先提出⁴⁸。其認為在公司所有與經營分離之情形下，股東雖然是公司的所有人，但公司營運實際上是由管理階層所負責。由於管理階層之利益來自於經營公司之報酬，而股東之利益則來自於公司之獲利狀況，二者間的利益並非完成一致，因此，管理階層可能為了獲取高額的報酬，而犧牲了股東的利益，此即為公司所有與經營分離下所產生

⁴⁷ 參閱 John C. Coffee, Jr., *Regulating the Market For Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, 84 Colum. L. Rev. 1145, 1152-1153 (1984)；萊納.克拉克曼等著(劉俊海、徐海燕等譯)，*公司法剖析：比較與功能的視角*，北京出版社，2007年8月，頁188-191；周行一主持，*公司治理研究報告第4冊*，社團法人中華公司治理協會，自版，2003年，頁197。

⁴⁸ See John C. Coffee, Jr., *Id.*, at 1152-1153。

之代理成本。雖然法律制度與公司內部監督機制均致力於解決上述代理成本，但透過控制權市場，由第三人發動敵意併購取得公司控制權，撤換沒有效率或違反忠實義務的管理階層，為最有效的外部監督機制⁴⁹。因此，在公司所有與經營分離下，控制權市場可強化外部監督功能，避免經營階層為追求自己利益而犧牲公司利益，減少代理成本。此外，一個有效率的控制權市場可以促進淘汰無效率的管理階層，使公司控制權由更有效率的新管理階層經營，增進營運效益，在促進社會資源的利用更有效率上，也發揮重要的功能⁵⁰。

雖然 Henry Manne 教授於 1965 年提出控制權市場概念時，係以敵意公開收購為主要研究對象，而不及於收購、合併或其他控制權競爭⁵¹。且其僅將控制權市場之功能，定位為懲罰不適任管理階層的外部監督機制。但隨著併購實務的發展，取得公司經營權之目的已不再侷限於撤換不適任管理階層而已。為了創造併購綜效的利益、擴大事業版圖、獲得高額報酬等併購目的，更是驅動公開收購人取得目標公司經營權的主要動力。而控制權交易之方式也不限於敵意公開收購，合意公開收購、合併、資產收購等併購交易，均會導致目標公司經營權之變動，均屬控制權交易之範疇。

第二項 控制權溢價

控制權溢價(control premium)係指公開收購人為取得公司控制權，以高於市價的價格，向目標公司購買足以掌握公司控制權的股份，其收購價格與市價間的

⁴⁹ See Roger J. Dennis, Two-tiered Tender Offers and Greenmail: Is New Legislation Needed? 19 Ga. L. Rev. 281, 308-309 (1985)。另參閱 J.弗雷德·威斯通、馬克·L.米切爾及 J.哈羅德·馬爾赫林著，接管、重組與公司治理，北京出版社，2006 年 2 月 4 版，頁 136-137。

⁵⁰ See Roger J. Dennis, Id., at 283-284。

⁵¹ See John C. Coffee, Jr., supra note 47, note 14: Manne's focus was not specifically on hostile tender offers, which were then just beginning to become highly visible, but rather on acquisitions, mergers, and control contests generally。

差額。公開收購人所以願意支付控制權溢價的原因，可從二方面觀之。首先，與一般購買公司股份進行投資不同，公開收購人購入控制權股份，除可參與公司盈餘的分配外，更可掌握公司的經營權，主導公司決策以增加公司或自己的利益。另一方面，公開收購人取得控制權後，即可降低單純投資者時無法監督公司之投資風險。

相對於控制股東之股權而言，其餘股東為少數股權之股東(minority shareholder)，因其對於下列公司重要事項通常不具掌控權，因此其所持有的少數股權，價值通常低於控制股東之股權⁵²：

- 一、選舉董事、監察人及經理人。
- 二、選任主辦會計。
- 三、決定經理人之報酬及特別津貼。
- 四、制定公司經營策略。
- 五、決定併購與策略聯盟案。
- 六、決定公司重大投資案。
- 七、決定增資或減資案。
- 八、決定盈餘分配案。
- 九、決定重大融資案。
- 十、決定重大資產取得或處分案。
- 十一、決定何時解散與清算公司。
- 十二、決定公司股票是否公開發行或上市櫃(或下市櫃)。

根據 Mergerstat 所彙編「企業併購資料庫」(Mergerstat)⁵³的統計資料顯示，1991 年至 2000 年之所有產業的平均控制權溢價百分比如下：

⁵² 參閱台灣金融研訓院，評價之控價與溢價(企業評價認證講義)，2007 年 5 月，頁 6-7，。

⁵³ 「企業併購資料庫(Mergerstat)」是 Mergerstat 所彙編之公開宣告併購交易的資料庫，其資料包括價格趨勢、付款方式與其他財務資訊。其中最值得企業評價師參者的資料是公開收購人為取得控制權所支付的溢價。參閱台灣金融研訓院，前註書，頁 11。

年度	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
平均控制權溢價	35%	41%	39%	43%	45%	37%	37%	36%	46%	49%

第三項 控制權交易之經濟效益

在控制權交易中，公開收購人通常會支付大筆控制權溢價。例如於公開收購時，公開收購人通常會以高於市價的價格收購目標公司的股份。又如企業合併，於大企業併小企業，或被合併公司原有股東於合併後會退出公司經營之情形，其合併對價通常會隱含控制權溢價，而公開收購人願意支付高額溢價的原因在於，相信併購所帶來的效益會大於其所付出的成本，這種併購效益的創造正是控制權交易所追求的目標。

有關併購效益產生之理論甚多，並無統一的想法。一般認為併購效益的產生，有下列四種原因⁵⁴：

一、撤換無效率的管理階層，增加公司價值

現任管理階層缺乏效率或其為攫取自己利益而犧牲公司利益，可能導致公司價值降低，透過公司控制權的運作，由第三人取得控制權後，撤換無效率的管理階層，可以提升公司營運效率，增加公司的價值。

二、創造經營綜效，增加公司利潤

⁵⁴ See Gregory R. Andre, Tender Offers for Corporate Control: A Critical Analysis and Proposals for Reform, 12 Del. J. Corp. L. 865, 870-876 (1987); Lucian Arye Bebchuk, The Case for Facilitating Competing Tender Offers, 95 Harv. L. Rev. 1028, 1030-1034 (1982)。

透過企業併購，將收購公司與目標公司的各種資源整合在一起，創造新市場或開發新產品，以增加公司利潤，發揮一加一大於二的效果。

三、擴大經營規模，提升整體經營效率

企業併購已成為現代企業擴大營運規模、提升經營效率的主要方法，其模式包括同業垂直整合、水平整合、異業結合等，透過企業資源整合的方式，將各公司的市場、產品、技術結合、互補，提升公司利潤。

四、使被低估的公司價值回復原本應有的價值

公司股份的價格是由市場決定，而公司股票的價格不一定等同於公司真正價值。當公開收購人評估目標公司的應有價值高於其市場價格時，即會收購目標公司，並於收購後改善公司狀況，俟公司價格等同或高於其真正價值後予以出售獲利出場。近年來私募股權基金的併購模式之一，就是在資本市場尋找股價被低估的公司，將其收購並重新改造後，以高價出售，獲取高額報酬。

第四項 控制權交易的目標—公司資產配置效率最大化

第一款 資產配置最大效率化

一、個人行為與理性選擇

經濟學上認為人類的所有行為都是在面對不同選擇下所作成的決策。例如選擇投資 A 公司而不是 B 公司、選擇繼續持有 A 公司股份或出脫持股。為分析人類的行為，經濟學家以人類追求自利的本性為基礎，假設每個人均為理性經濟人，面對選擇時，會以成本與效益分析各種決定，

並作成對其最有利的選擇。這就是經濟學上個人行為之理性選擇(rational choice)，也是經濟學家分析人類行為的基礎⁵⁵。在財產交易的情形，交易雙方面對是否接受交易的決策，在理性選擇下，雙方應評估該筆交易對於自己所帶來的利益與須付出的成本，如果利益大於成本，理性的經濟人就會接受該項交易。否則，拒絕交易。於此情況下，每個人均以追求自己最大的利益為目標作成決策，因此，理論上可認為每個人的決定都是對自己最有利，也符合自己最大的經濟效益。儘管實際上個人決策有可能因非理性考量或錯誤判斷而不具最大經濟效益，但一般認為，由個人自行決定是最能符合其利益的機制。

二、社會整體經濟效益

在理性經濟人的假設下，個人所作的選擇都是對自己最大的經濟效益，但對於社會整體經濟效益如何衡量，則有疑問。目前一般常用以了解社會整體經濟效益的理論是「柏雷托效率」(Pareto efficiency)。其理論認為由於社會整體是由社會上所有人所組成，因此社會整體的經濟效益的衡量可以將所有人的經濟效益予以加總而得出，而社會整體之最大經濟效益是「如果無法在不損及任何人的情形下，增加某些人的經濟效益時，就是已經達到社會整體的最大經濟效益」⁵⁶。

三、資產配置最大效率化

社會整體資產是有限的，一項資產用於某一種用途，就不能再被用於其他的用途。因此，如果能將資產用於發揮最大效益的用途，顯然能增加

⁵⁵ 約瑟夫.E.斯蒂格利茨、卡爾.E.沃爾什，經濟學上冊，中國人民出版社，2005年7月三版，頁25-27。

⁵⁶ 參照王志誠，企業組織再造法制，元照出版社，2005年11月，頁10-11；劉彥皇，前揭註31文，頁7-9。

社會整體的經濟利益。在社會資產的配置上，應用上述「柏雷托效率」的理論，社會整體的最佳經濟效益應是指，資產的配置已經達到「不管將資產如何重新配置，都不能在不損害任何人的利益下，而增加某些人的利益之情況」。反面而言，如果可以不損害任何人的利益，而透過資產重新配置增加某些人的利益，則這樣的資產重新配置就可以提升整體經濟效率，而在經濟政策上應是被鼓勵的。

四、資產交易與經濟效益

在私有財產制下，財產由個人持有，所有人得自由使用、處分或轉讓其財產。而透過與他人進行交易，不僅可以取得自己所沒有的資產，其更重要的意義在於透過市場機制使資產重新配置，提升資產之使用效率，而增加社會整體的經濟效益。蓋在市場的自由競爭機制下，一項資產將由出最高者取得，而在理性經濟人的假設下，取得者係於評估效益高於成本後決定購買該項資產，以增加其經濟效益。而對於社會整體經濟效益而言，由出價最高者取得資產，表示資產由使用效率較低者移轉至使用效率較高者的手上，可以增加社會整體的經濟效益。因此，資產交易有助於資產的重新配置，提升其使用效率，而增加社會的整體經濟效益。

雖然透過資產交易可以將資產作較有效率的配置，而增加社會整體的經濟效益，但其前提為資產交易必須在健全的自由競爭市場下完成交易。蓋資產交易是透過市場機制由使用效率較低者移轉至使用效率較高者的手上，如果市場的自由競爭遭到破壞或限制，導致個人出售資產非出於自願或取得者非出價最高，則上述最有效率的資產配置目標將無法達成。因此，為使資產交易達成經濟效益最佳化，必須確保交易市場的公平競爭。亦即，所有交易參與者均是在理性選擇下，自由作成交易的決定，也就是交易所帶來的利益大於付出的成本時，才接受交易，否則拒絕交易。

第二款 公司資產配置效率最大化

公司之設立以營利為目的，集合了生產商品或提供服務所需的資源，包括資金、技術、人才、無形資產等，用以創造利潤。從生財工具的角度，公司整體可以視為一獨立的生產資產，而掌握公司經營權，就掌握了公司資產。

如上所述，控制權交易是參與者透過股份轉讓來移轉公司的經營權，其實質意義是藉由控制權交易來移轉公司資產，公開收購人成功取得公司控制權後，同時就取得使用公司資產的權限。當然，作為一個各種生產資源的集合體，公司資產之移轉較複雜。常見的問題為公司經營權移轉後所發生的經營策略的改變、現有組織的變動、既有人員的離職等情形，而使得移轉後的公司資產與移轉前的狀態有所不同。不過儘管有這些差異，一般均肯認公司資產可視為一個整體而移轉，而這也是併購交易存在的前提。

既然公司全部的有形資產與無形資產可視為一個獨立資產而轉讓，而其轉讓方式是透過控制權的移轉，則公司控制權應該由誰取得才能發揮最大經濟效益的問題，當然也適用前所提及的資產配置最大效率化的原則。亦即在「柏雷托效率」的理論下，公司資產的配置必須處於「無法在不損及任何人的情形下，增加某些人的經濟效益」的狀態下，才算已經達到社會整體的最大經濟效益。如果公司資產的配置尚未達到上述狀態，則基於提升公司資產運用效率及增進社會整體利益的考量，應鼓勵公司資產透過控制權市場的自由競爭機制，使公司資源可從較不具使用效率的現在所有人手中，移轉至使用效率較高的人手中，以達成公司資產的配置最大效率化。

第三節 目標公司股東於公平交易下應有的決策

第一項 公開收購與公平交易

公開收購是公司控制權交易最重要的交易方式之一，因為掌握公司的多數股權就可以在公司董事會裡取得多數席次，進而取得公司控制權。因此，收購公司股份的方式就成為爭奪經營權最直接的方法。既然公開收購屬於控制權交易，而控制權交易之目的在於促進公司資產的配置達最大效率化，期能藉由市場機制，將公司控制權交給對於公司資產運用較有效率的使用者，則公開收購的交易機制是否能達成這樣的目標，應該是規範上必須關切的重點。

公開收購的交易機制是由公開收購人向目標公司之所有股東發出購買股份的要約，並於受要約人應賣後及收購條件成就後，成立股份買賣契約。因此，公開收購事實上為公開收購人與目標公司股東間的股份買賣契約，本應適用一般民事契約的規範，由參與交易者依契約自由原則達成協議，即可達成使公開收購之交易機制符合自由競爭市場之狀態，而可完成公司資產配置之最大效率化。然公開收購交易與一般股份轉讓交易並非完全相同。蓋於公開收購交易中，雖然目標公司股東仍有決定進行交易與否(應賣與否)的權利，但面對公開收購要約，其通常無協議的空間。就應賣的股東而言，股東是個別地將其持股出售予公開收購人，但就公開收購人而言，公開收購人是向所有應賣的股東購買股份。而最大的差異在於，公開收購實行成功的結果，不僅是公開收購人取得目標公司的股份，而是同時取得目標公司的經營權。相對而言，應賣股東所出售者，不僅是其所持有的公司股份而已，同時還包括其持股所隱含的控制權成份(僅管少數股東特有的股份不具掌控公司經營權的效力，但於公開收購人集合少數股份，達足以掌控公司經營權之數量時，則個別股份所隱含的控制權效力就顯現出來)。由於公開收購交易具有上述特殊性，僅透過一般民事契約規範，是否能保障交易參與者於

公開收購交易中公平對等，而維持其市場的自由競爭，不無疑問。

事實上，公開收購之目的本來就不是單純的購買目標公司股份，而係欲取得目標公司的經營權。如前一節所述，公司控制權交易的目的為藉由市場機制將公司資產配置給運用效率較高的使用者，而達成此種配置的關鍵因素在於，公開收購交易中交易雙方是否進行公平交易，始能透過自由市場之運作，達成最大經濟效益。交易如果不公平，應賣股東的決策將受到扭曲，則可能無效率的使用者取得或繼續保有公司控制權，因而使公司資產無法作最有效率的配置。

第二項 公平交易下目標公司股東下應有的決策

有關公開收購交易中，未受扭曲的股東決策為何，可先以一人公司之控制權移轉的情形作業參考。在一人公司的情形，公開收購人如擬取得公司控制權，僅能向單一股東購買公司股份，而無須如同收購股權分散的公司一樣，透過公開收購向許多小股東收購股份，累積足以控制公司的股份數額。由於股份買賣交易存在於單一股東與公開收購人間，交易應依一般契約原則，由買賣雙方協商並經雙方同意後成立。於此情形下，其交易係透過單一股東同意來決定公司控制權是否移轉，只要確保股東的決定是取決於其自由意志，已足以使公司資產由運用效率較高的人取得。蓋惟有公開收購人的收購價格高於該股東所認同的公司價值時，交易才會成交。此時，公開收購人願意購買是因為認為公司資產可帶來的效益高於其成交價格，而股東願意出售是因為公司資產為其帶來的效益低於收購價格。因此，公司資產在交易後，就由運用效率較低的人手上移轉至運用效率較高的人手上。由此觀之，在一人股東公司控制權移轉的情形，公開收購人必須取得單一股東的同意，才能取得公司控制權，而單一股東同意的要件是收購價格高於其所認同之公司價值⁵⁷。

⁵⁷ See Lucian Arye Bebchuk, *Toward undistorted choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*,

在公開收購交易中，目標公司股東表面上是出售持股，但事實上如果收購成功，卻是連同公司控制權一起出售。因此，其決策應該不僅是考量股份出售而已，而應如同上述一人公司出售股份的情形，將公司控制權的移轉納入決策時的考慮因素。理論上，既然同屬控制權轉讓之交易，目標公司股東對於應賣與否的決定依據，應該是與一人公司的股東相同。蓋兩者各自與公司的利害關係雖有極大的差異，但如果撇開交易對個人利益的影響不談，僅就交易本身的經濟效益作考量，則不論是單一股東公司或股權分散的公司的情形，股東面臨出售公司控制權時，應以收購價格是否高於公司應有的價值(不一定等於市場價值)為決定依據。如果收購價格較高，股東應該出售股份。相反地，如果公司應有的價值較高，則應該選擇繼續持有股份⁵⁸。

綜上所述，公開收購交易作為控制權交易之工具，如要確保交易結果可以使公司資產獲得較有效率的利用，而增進社會整體的經濟效益，應該保障公開收購之結果係由目標公司股東於公平交易下所作成，才能確保控制權市場的自由競爭機制發揮作用。而目標公司股東於公平交易下所作成的決策，應為只有大部分股東均認為收購價格高於公司價值時，目標公司才應該被收購，而這樣的結果對於股東與社會才是最有利益的⁵⁹。

第四節 公開收購中之股東壓迫現象及其影響

98 Harv. L. Rev. 1695, 1701-1702(1985)。

⁵⁸ Id. at 1700-1703。

⁵⁹ See Lucia Arye Bebchuk, The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy, Del. J. Corp. L. 911, 911-912 (1987).

第一項 公開收購中的股東壓迫現象

在公開收購交易中，公開收購人可能利用公開收購交易的特性與不公平的收購條件，迫使股東應賣其股份。股東面對這樣的收購要約，雖然認為收購價格不公平，但考量未應賣可能造成更大的損失，只能被迫應賣。以上公開收購交易中發生迫使目標公司股東於不利條件下應賣的現象，國外學者通稱為股東壓迫現象⁶⁰。

早期公開收購實務中，公開收購人利用各種不同的收購手段，例如未提供收購資訊、短期間收購、先應賣先收購等，迫使受要約人在資訊不足與時間急迫的情形下，倉促地作成應賣的決策，造成股東壓迫的效果。後來，英、美各國紛紛制訂公開收購規範，解決上述股東壓迫的問題，保障目標公司股東交易上的公平。

惟實務上隨即又利用公開收購交易的特性，發展出更具壓迫性的收購手段，使目標公司股東無法避免股東壓迫的威脅。例如美國公開收購實務於威廉斯法通過後，公開收購人於 1970 年代與 1980 年代早期，通常採用兩階段收購(two-tier tender offer)的技巧壓迫股東應賣其股份。所謂兩階段收購，係指收購人於第一階段僅收購目標公司 51% 的股份，並宣布於公開收購成功後，將以低於公開收購價格的對價合併目標公司⁶¹。並於第二階段以現金為對價合併目標公司，收買其餘股東之股份。於面對兩階段收購之情形時，受要約股東將面臨應賣與否都不利的窘境。因為如果收購價格不合理，其應該拒絕應賣，但如果不應賣而其他股東應賣導致收購成功，其股份僅能於第二階段合併時獲得低於收購價格的對價，顯然更為不利。因此，其最有利方式應是應賣其股份，而被迫於第一階段公開收購中參加應賣。

⁶⁰ See Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 50-58; John C. Coffee, Jr. and Joel Seligman, *Securities Regulation, Cases and Materials*, (Foundation Press, 9th Ed., 2003), at 741-743; Lucian Arye Bebchuk, *supra* note 54, at 1696-1697.

⁶¹ See John C. Coffee, Jr. and Joel Seligman, *supra* note 60, at 742.

與公開市場進行股份交易或向股東私下協議購買股份比較，股東於公開收購交易中較易遭受不公平對待，而被迫作成應賣的決定。蓋於公開市場購入股份的情形，公開收購人與出售股份的股東係依證券市場的交易規則進行交易，股價透過市場的供需法則決定，因此，於證券市場的交易機制下，公開收購人與股東處於對等的交易地位，雙方均受相同的交易保障。而於公開收購人向股東協議購買的情形，在一對一的股份買賣中交易中，交易對價與條件均由雙方議定，股東得任意拒絕不公平的交易而保障自己權益。然而，於公開收購交易中，上述確保股份公平交易的機制都不存在。首先，公開收購的股份買賣交易並非透過證券市場完成，不受證券市場交易機制的保護；其次，公開收購要約由公開收購人單方面訂定，受要約人只有接受與否的選擇，對於收購條件並無協議的空間；最後，也是造成股東缺乏保障的主要原因，公開收購人往往利用公開收購中，目標公司股東無法互相聯絡、集體行動的特性，以及特殊的收購技巧，迫使股東應賣股份。

第二項 早期公開收購實務與股東壓迫問題

第一款 美國早期公開收購實務

公開收購在英國最早被應用於 1950 年代，在美國則為 1960 年代。公開收購可以繞過目標公司董事會，使公開收購人可以直接向其股東發出購買股份之要約，因此，公開收購就成為敵意併購最有效的工具。在交換收購(exchange offer)⁶²中，公開收購人以發行股份或其他證券作為收購對價，用以交換目標公司之股

⁶² 交換收購係指公開收購人以其自己所發行的證券或債券作為對價，收購他公司股份的收購方式。參閱 Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 13-15。我國公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 8 條規定，「公開收購之對價除現金外，應以下列範圍為限：一、已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之國內有價證券；外國有價證券之範圍由本會另定之。二、公開收購人為公開發行公司者，其募集發行之股票或公司債；公開收購人為外國公司者，其募集發行之股票或公司債之範圍由本會另定之。三、前款公開收購人之其他財產。」允許公開收購人以自己發行之股票或公司債為收購對價。

份，公開收購人應依 1933 年證券法規定，先向證管會登記。因此，交換收購原本即受規範。相對的，於美國威廉斯法與英國 City Code 制定前，兩國法制對於現金公開收購均無規範⁶³。

未受規範的現金公開收購，對於公開收購人有許多上收購上的優勢。首先，於早期的公開收購實務，公開收購人無須公開收購資訊，而公開收購人也極少對於受要約者提供收購資訊，致目標公司股東必須於缺乏資訊的情況下，盲目的作成決定。其次，公開收購人可以訂定非常短的收購期間，使受要約人須在極短的時間內決定應賣與否，造成股東極大的時間壓力。例如美國公開收購實務上的“Saturday Night Special”，即指公開收購人無預期地發動公開收購，且收購期間於極短時間內就結束，可能只存續一個周末⁶⁴，迫使股東被須於在短期間內立即作出決定。此外，公開收購人可以採行部分收購，於收購條件明訂只收購目標公司 51% 的股份，且約定以「先應賣先收購」為其購買的條件。面對此種收購要約，股東除評估收購條件的公平性外，更重要的是須在其他股東應賣前搶先應賣，以免喪失應賣的機會，因而增加股東應賣之壓力⁶⁵。

公開收購人採取上述收購技巧的動機，除有壓迫股東應賣的效果外，另一方面係為了於目標公司董事會或其他競爭公開收購人作出反應前，即時完成收購。蓋對於公開收購人而言，收購相對人雖然是目標公司的所有股東，但事實上股東是個別地評估收購要約與作成應賣與否的決定，因此，公開收購人可以利用各種收購手段，使其處於不公平的交易地位。惟如果收購期間拖延甚久，目標公司董事會有充足的時間對於收購採取防衛措施，而且其他公開收購人亦可能發現收購目標公司的利益，發動競爭收購，因而增加公開收購人的收購成本及失敗的機率。因此，公開收購人於設計收購條件與程序時，通常會採取壓迫股東應賣的收

⁶³ See Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 51.

⁶⁴ See Louis Loss and Josl Seligman, *Fundamental of Securities Regulation*, (Aspen Law & Business, 5th Ed., 1995), at 500; Richard A Booth, *The Problem With Federal Tender Offer Law*, 77 Cal. L. Rev. 707, at 711 (1989).

⁶⁵ See Barbara J. Thomas, *Securities Regulation – Effectiveness of Withdrawal of a Cash Tender Offer*, 62 Temp. L. Rev. 1033, at 1041 (1989)

購手段，減少目標公司董事會或其他競爭公開收購人阻擾之機會，以提高收購成功的機會。

第二款 美國威廉斯法

在美國威廉斯法制訂以前，面對公開收購人的各種收購技巧，目標公司股東常常在缺乏資訊的情況下，被迫於極短時間內作成應賣與否的決定。為確保投資人充分獲得公開收購的資訊，同時也提供股東可以審慎評估公開收購條件，且在不受壓迫的情形下作成理性決策的機會，美國威廉斯法於 1968 年制訂，對於公開收購予以規範。

對於公開收購的規範，美國威廉斯法除維持證券交易法上的公開原則外，並對於公開收購採實質規範，包括最短收購期間限制、撤銷應賣權、比例收購等⁶⁶，以保障目標公司股東之權益。其中公開原則的規範，要求公開收購人公開收購的資訊，使目標公司股東免於盲目地作成決定。最短收購期間的規定，使受要約的股東有充足的時間，可以研究公開收購資料及評估收購條件，避免股東被迫於倉促的情形下作成決策的壓力，且讓目標公司有時間實施防衛措施，亦使其他人有時間安排競爭收購，促進控制權市場的自由競爭。又比例收購的規定，要求公開收購人對於收購期間應賣的所有股東，應依其應賣股份的數量依同一比例購買，禁止以「先應賣先收購」的方式購買股份，可消除股東必須儘速應賣的壓力。此外，規定應賣股東於收購期間屆滿前有撤銷應賣的權利，不僅使股東於應賣後有重新考慮應賣與否，或向其他競爭公開收購人應賣的機會。同時，避免部分股東已應賣的情形會影響第三者競爭收購的意願，而妨礙併購市場的自由競爭機制⁶⁷。

⁶⁶ See John C. Coffee, Jr. and Joel Seligman, *supra* note 66, at 781.

⁶⁷ 股東雖然已經應賣，但公開收購人如有設定其他收購條件，例如約定最低應賣股份數量作為其收購條件，則於收購條件成就前，公開收購人對於應賣的股東並無購買股份的義務，如果

第三項 部份收購與股東壓迫問題

第一款 部分收購的意義

部分收購(*partial offer*)，係指公開收購人向目標公司的所有股東發出購買股份的要約，但要約中訂明僅收購一定數量的股份。例如公開收購人訂明僅收購 51% 之目標公司股份，當目標公司的所有股東都應賣時，公開收購人僅負購買其中 51% 股份的義務。如上所述，為避免收購人於實行部分收購時，對於應賣的股東採「先應賣先收購」的方式購買股份，而壓迫股東儘速應賣，我國與美國公開收購的規範，均規定於部分收購的情形，如應賣的股份超過收購預計收購的股份數量，應對於應賣的股東依同一比例購買⁶⁸。

由於部分收購會對目標公司股東造成股東壓迫的效果，是否予以禁止，各國立法例有不同規範。美國允許採行部分收購，而英國則嚴格限制部分收購。英國法規定採行部分公開收購人，應先取得「收購與合併委員會」(*the Panel on Takeovers and Mergers*)同意後，始得為之⁶⁹。依我國證券交易法第 43 條之 2 第 1 項規定，禁止公開收購人降低預定公開收購有價證券的數量，由此觀之，我國允許公開收購人於公開收購時預定收購數量。因此，我國公開收購制度亦不禁止部分收購。

禁止其撤銷應賣，可能過度限制其權利。又於收購期間可能有其他競爭公開收購人出現，如不許已應賣的股東撤銷其應賣，股東就喪失對收購條件可能較優渥的競爭收購應賣的機會，而部分股東已應賣的情形亦會降低其他公開收購人收購成功的機會，因而減少競爭公開收購人出現的機會。

⁶⁸ 公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 23 條第 1 項：「應賣有價證券之數量超過預定收購數量時，公開收購人應依同一比例向所有應賣人購買，並將已交存但未成交之有價證券退還原應賣人。」而美國 1934 年證券交易法第 14 條(d)及證管會所訂定的規則 14d-8 亦有相同規定。參閱易建明，前揭註 25 書，頁 233-237。

⁶⁹ See Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 570-572.

第二款 實行部分收購之目的

公開收購人採取部分收購，可能基於下列考量：

一、取得多數股權即可取得公司經營權

在現代公司股權高度分散的情形下，公開收購人欲透過收購目標公司股份方式取得公司經營權，事實上無須取得公司的全部股份，只須收購以公司 51% 的股份，甚至更低，就可以完全掌握公司董事會，而取得公司經營權。因此，公開收購人可僅收購一定比例的股份，而取得公司經營權。

二、降低一次收購全部股份的風險

於合意收購(recommended tender offers)⁷⁰的情形，公開收購人已於發動公開收購前，與目標公司董事會協議收購事宜，且取得其同意與協助，而對於目標公司有較詳盡的了解。然而，在敵意收購的情形，公開收購人儘管從公司外部取得公司相關資訊，可能仍無法完全掌握公司內部真正的狀況，尤其對於併購最重要的資訊，例如目標公司的資產是否確實存在且具有帳上所列價值、是否存在潛在的負債等，外人根本無從得知。故即使公開收購人之目的是取得目標公司的全部股份，但為降低因不完全了解目標公司的真實狀況而一次取得全部股份的風險，公開收購人可能考量先以部分收購取得公司經營權，取得目標公司的內部資訊，詳細評估目標公司的真實價值與風險後，再考慮是否進一步取得其餘的股份。

三、不願對於全部股份付出高額溢價

公開收購股份通常必須擬支付高額的控制權溢價。美國證管會(SEC)

⁷⁰ 合意收購(recommended tender offers)係指公開收購人於發動公開收購前，已與目標公司董事會達成收購協議，目標公司董事會贊成收購計畫，且同意向目標公司股東提出接受收購要約的建議。參閱 Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 4-5。

為當時為解決兩階段併購中之股東壓迫問題，曾於 1984 年 6 月所進行實證研究⁷¹，經統計全國 1981 至 1983 年間收購成功的 91 件全部收購 (an-or-all tender offer)⁷² 案例，平均收購價格高於市價 63.4%。因此，公開收購人如擬以全部收購分式收購目標公司的全部股份，就必須對於所有股份均支付較市價高出六成的溢價，對於公開收購人而言，收購成本非常高。但如公開收購人採部分收購，僅對部分股份支付上述高額溢價，其餘股份則俟收購成功且取得目標公司控制權後，再以較低的價格收購其餘股份，或以較低對價合併目標公司，將其餘股東逐出公司，則可大幅降低收購成本。而這種情形正是部分收購造成股東壓迫效果，而被認為對於目標公司股東不平的原因。

第三款 部分收購的影響

於部分收購的情形，對於目標公司股東造成壓迫的效果是非常明顯的⁷³。由於公開收購人僅收購目標公司股份，於其收購成功後，目標公司股東未售出的股份即會成為少數股權之股份，其股價必然低於收購價格⁷⁴。加上公開收購人於取得公司控制權後，可能進一步以低於收購價格的合併對價合併目標公司。因此，面對部分收購時，目標公司股東縱使認為收購價格低於公司的價值，但因無法與其他股東集體拒絕收購要約，擔心如果其拒絕應賣，而其他股東卻應賣且導致收購成功，其因收購價格不合理而繼續持有的股份，反而只有比收購價還低的價格，使其損失更大，因而被迫接受公開收購，而這就是部分收購造成股東壓迫效果的結果。亦即，在

⁷¹ 參閱美國 SEC 於 1984 年 6 月 21 日發布的 21079 號解釋令 (Release No. 21079)。

⁷² 全部收購係指公開收購人對於目標公司股東發出公開收購要約，收購目標公司全部的股份。公開收購人通常會附加最低收購股份數額為其收購條件，於此種公開收購要約，如果應賣的股份未達最低收購股份數額，公開收購人對於應賣股東並無收購的義務。

⁷³ See Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 54-55.

⁷⁴ See Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 53.

部分收購的情形，恐懼未應賣而成為少數股權之考量，成為目標公司股東決定應賣與否的主要依據。其結果是扭曲公開收購原本應有的結果，而讓公開收購人得以較低的收購價格成功取得目標公司經營權，造成社會資源的無效率配置。

第四項 兩階段收購與股東壓迫問題

第一款 兩階段收購的意義

所謂「兩階段收購」，係指公開收購人於第一階段對於目標公司進行公開收購，以較高收購價格收購足以取得控制權的股份，並宣布將於第二階段以低於收購價格之現金對價合併目標公司，使其餘未應賣的股東被逐出公司⁷⁵。例如，公開收購人先收購目標公司一定數額的股份(通常是 51%)，於收購完成後，進行收購公司與目標公司的合併，且以現金為對價支付目標公司的其餘股東，以取得目標公司全部之股份。

由於兩階段收購事實上是結合部份收購與現金逐出合併(cash-out merger)⁷⁶，因此，各國證券交易法並未對兩階段收購為特別之規範。允許採行部分收購之國家，通常亦允許公開收購人使用兩階段收購。例如，美國 1934 年證券交易法對於兩階段收購並無特別規範，只要公開收購人於公開收購時，依規定充分揭露收購後的合併計畫即可⁷⁷。

第二款 實行兩階段收購之目的

⁷⁵ See John C. Coffee, Jr. and Joel Seligman, *supra* note 60, at 742; Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 54.

⁷⁶ 現金逐出合併(cash-out merger; freeze-out merger)係指公司進行合併時，存續公司(或新設公司)以現金為對價支付消滅公司的股東，合併後消滅公司的股東並未持有存續公司的股份。

⁷⁷ See Tomas Lee Hazen, *supra* note 2, at 70.

一、增加收購成功的機會

在兩階段收購的情形，如果目標公司股東於第一階段公開收購時未應賣，且公開收購成功，只能於第二階段合併時取得低於第一階段收購價格的對價，因此對於目標公司股東造成很大的應賣壓力，可促使股東應賣，大幅提高收購成功的機會⁷⁸。

二、降低收購成本

首先應說明的是，於兩階段收購中，總收購成本是兩個階段收購成本的合計，亦即第一階段的公開收購成本與第二階段合併對價的總和。由於公開收購人於第二階段合併時，通常以低於收購價格的金額作為合併對價，因此與公開收購全部股份相較，兩階段收購的收購成本較低⁷⁹。例如，公開收購人於第一階段以每股 20 元收購目標公司 50% 的股份，再於第二階段以每股 10 元為合併對價進行合併，則其併購成本平均為每股 15 元，較以每股 20 元公開收購全部股份的收購成本低。

根據美國證管會當時為解決兩階段收購之問題，而於 1984 年 6 月所作的實證研究報告⁸⁰，經統計全國 1981 至 1983 年間收購成功的案例，共有 91 件全部收購與 32 件兩階段收購，其中兩階段收購的平均收購價格高於市價 55.1%，低於全部收購的平均收購溢價 63.4%。

三、縮短合併時程

企業進行合併，應取得各參與合併公司之股東會的同意，由於股東會召集程序耗時甚久，通常需要 3 至 4 個月，因此，企業合併所需時程亦較久。如果公開收購人採取兩階段收購，首先以公開收購取得目標公司 90%

⁷⁸ See Comment, Front-End Loaded Tender Offers: The Application of State Law to an Innovative Corporate Acquisition Technique, 131 U. Pa. L. Rev. 389, 389.

⁷⁹ See Id. at 389; Roger J. Dennis, supra note 47, at 320.

⁸⁰ 參閱前揭註 71。

之股份，再於收購成功後，進行簡易合併(short-form merger)⁸¹的方式合併目標公司。由於企業進行簡易合併，只須經收購公司董事會決議即可，無須召開股東會，因此，收購公司如規劃得宜，幾乎可以在公開收購結束後，立即完成合併，大幅縮短企業合併的時程。

第三款 現金逐出合併

「現金逐出合併」係指企業進行合併，以現金為對價支付消滅公司之股東的合併方式。現金逐出合併事實上就是企業合併，只是其以現金為合併對價，使消滅公司的原有股東於合併後，僅能獲得現金作為其股份註銷的對價，而無法取得合併後存續公司(或新設公司)的股份。亦即合併後消滅公司的原有股東將被逐出公司，因此，歐美企業併購用語慣以現金逐出合併稱之。

公開收購人於收購成功後進行現金逐出合併，將少數股東逐出公司，有許多方面的考量。例如少了外部股東之困擾，可以更專注於經營；成為非公開發行後，可避免繁重的公開義務；免於資訊公開的義務，可以確個公司的營業機密外洩；減少因代理成本所增加的成本，例如無須委託會計師辦理財務報告的簽證；於公司經營上，可將目標公司納入其集團整體經營的規劃中，例如為了集團利益的考量，將部分產品或商業機會轉予他公司。此外，最重要的是，公開收購人於 100% 取得目標公司股份後，得獨享目標公司全部的經營利潤⁸²。

⁸¹ 簡易合併(short-form merger)係指針對於控制公司吸收合併其高度從屬公司之情形，特別規範的一種簡易合併程序，規定公司進行簡易合併只須經控制公司董事會決議通過即可，無須取得各參與合併公司的股東會同意。美國德拉瓦州公司法規定，母公司與其持股 90% 之子公司進行合併，得經母公司之董事會決議而為合併，免經子公司之董事會或及股東會同意。參閱王志誠，企業組織再造法制，元照出版社，2005 年 11 月，頁 73-74。而我國簡易合併規定於企業併購法第 19 條「公司合併其持有百分之九十以上已發行股份之子公司時，得作成合併契約，經各公司董事會以三分之二以上董事出席及出席董事過半數之決議行之。」其合併程序除要求應經母公司董事會同意外，尚須經子公司董事會同意，惟母公司對於持股 90% 之子公司董事會通常有絕對的控制能力，因此規定應經子公司董事會同意，並無實質意義。

⁸² See Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 59.

第四款 兩階段收購的影響

兩階段收購對於目標公司股東所造成股東壓迫效果，與部分收購的情形相同。面對不公平的收購價格，目標公司股東原本應該拒絕收購要約而繼續持有股份。但是面對公開收購人第二階段可能以較低的合併對價合併目標公司，且由於個別股東無法串聯其他股東共同拒絕收購要約，而無法得知其他股東的決定。因此，其在考慮應賣與否時，即會擔心其他股東可能會應賣而使收購成功，將使其持有股份只能接受較低的合併對價⁸³。因此，為避免自己持股淪為此種不利狀況，股東只能選擇應賣其股份，因而使其於不公平的收購價格下被迫應賣。此種兩階段收購所產生股東壓迫效果，造成目標公司股東的決策受扭曲、收購對價的不公平分配及資源分配的不效率⁸⁴。

在兩階段收購中，造成目標公司股東應賣壓力的原因，為前後兩階段對於股東的收購價格的差異。如果其價差愈大，則所造成的股東壓迫效果愈強。此外，縱使公開收購人的第二階段合併對價與公開收購價格相等，由於未應賣的股東於合併後才能獲得支付，股東亦會損失公開收購支付日至合併日期間的利息⁸⁵，因而亦會比於第一階段應賣不利。

第五節 股東壓迫產生之原因

關於公開收購中的股東壓迫問題，在美國實務與學術均引起廣泛的討論⁸⁶，而美國證管會的諮詢委員會(the Advisory Committee)為解決兩階段收購對於目標公司股東所造成的股東壓迫問題，亦曾於 1984 年 6 月提出相關研究報告與修

⁸³ See John C. Coffee, Jr. and Joel Seligman, *supra* note 60, at 742.

⁸⁴ See Roger J. Dennis, *supra* note 47, at 320.

⁸⁵ See John C. Coffee, Jr. and Joel Seligman, *supra* note 60, at 742.

⁸⁶ See Lucia Arye Bebchuk, *supra* note 59, at 911-912.

法建議⁸⁷。其認為兩階段收購是從部分收購演變而來，因此股東壓迫問題的來源是部分收購，並建議應對兩階段收購予以規範。但該項提議並未被證管會接受，主要理由為證管會認為所有型態的公開收購都具有股東壓迫的成分，而諮詢委員會並未說明兩階段收購之股東壓迫問題與其他型態收購的差異處，而有必要特別規範的理由。由此觀之，美國證管會認為部分收購與兩階段收購對於目標公司股東，確實會造成股東壓迫的效果，迫使其接受公開收購要約而出售其股份。同時認為造成股東壓迫問題的主要原因為部分收購，至於兩階段收購的股東壓迫的來源，實係產生於其第一階段的部分收購。

其實不論部分收購或兩階段收購，股東壓迫現象，係因目標公司股東因為擔心如果不於部分收購中應賣股份，收購成功後其股份將會成為目標公司的少數股權股份，其股份價值將大幅下降，導致不論收購價格是否合理，而被迫選擇應賣持股。因此，部分收購成功後少數股權之股價將低於收購價格的現象，是股東壓迫產生的原因之一。其次，如上所述，認為收購價格不合理的股東被迫於應賣的原因在於，目標公司之股東無法集體拒絕不公平的收購要約，致股東必須面臨不公平的公開收購。

第一項 收購成功後少數股權的股價減少現象

如上所述，在部分收購或兩階段收購的情形，公開收購人均以收購目標公司的部分股份為目標。其收購成功後，公開收購人會取得目標公司具有控制性的股權，而未應賣的股東所持有的股份就成為少數股權。由於目標公司已處於公開收購人的控制下，少數股權除因出售時無控制權溢價而股價較低外，尚因公開收購人於經營目標公司時，可能會以其利益為主要目標，而犧牲其他股東的利益。因此，少數股權之價值即會減少。此時，股東為避免成為公司的少數股權股東，即

⁸⁷ 參閱前揭註 71。

使在收購價格不公平的情形下，寧願應賣股份以獲得較高的收購價金，也不願冒著變成少數股權股東的風險⁸⁸。因此，這種收購成功後未應賣股份可能因變成少數股權的現象，就成為造成目標公司股東被迫應賣的主要原因。

有關公開收購成功後，未應賣的股份因成為公司的少數股權而價值減少的現象，有學者認為主要原因在於公開收購人於取得目標公司控制權後，通常會基於自身利益對目標公司進行組織或業務調整，影響其他小股東的權益⁸⁹，因此，少數股權的價值會低於公開收購價格。此外，如公開收購人於收購成功，立即實施現金逐出合併，其提供之合併對價通常低於收購價格，因此，未應賣的股東於目標公司合併時，僅能獲得較少的對價⁹⁰。而且縱使股東反對合併，並依股東異議請求權要求公司以公平市價買回，由於實務認為公平市價為公司的現有價值，並未包含公司未來因合併可能產生的效益，所以股東所能享有之公平價格通常亦較收購價格低⁹¹。

其次，公開收購人於收購成功後不立即實施現金逐出合併，而使目標公司成為其部分持股之子公司的型態，繼續經營目標公司，目標公司的少數股權的價值甚至可能比於收購成功後，立即實施合併的情形還低。因為在此種情形下，公開收購人隨時得以現金為對價合併目標公司，且可以刻意選擇目標公司的經營狀況比較差或股價較低的時點，以更低的對價合併目標公司，對於公司的少數股權之價值影響更大。

綜上所述，公開收購人的部分收購成功後，其他未應賣的股份將成為目標公司的少數股權。由於公開收購人於取得控制權後，得以現金為對價將其餘股東逐出目標公司，因此，少數股權之價值通常低於收購價格。而這種收購後未應賣股份的價值減少的現象，對於目標公司股東產生極大的應賣的壓力。事實上，如果

⁸⁸ See Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 55-56.

⁸⁹ See Lucian Arye Bebchuk, *supra* note 57, at 1708-1713.

⁹⁰ See Lucian Arye Bebchuk, *supra* note 57, at 1708-1710.

⁹¹ See Lucian Arye Bebchuk, *supra* note 59, at 918.

無法解決收購成功後少數股權的價值減損的問題，不論公開收購人有無採用部分收購或兩階段收購，均無法消除公開收購對於目標公司股東的壓迫問題，而無法避免併購結果無效率的產生⁹²。

第二項 交易參與者對於交易結果利害之不一致

公開收購本質上是公司控制權的交易，並非只是單純的股份買賣交易。有關公司控制權之轉讓，本應由實際掌握控制權且最瞭解公司之董事會做成決定，或者由真正擁有公司股份之全體股東共同決議之，在交易上才能使交易的參與者(董事會或股東會)對於交易結果的利害(喪失公司控制權)趨於一致。惟於公開收購的情形，個別股東出售股份的決定，隱含著轉讓部分公司控制權的效果，如有足夠的股東應賣，公開收購人即會取得公司控制權。由於個別股東的決定無法控制交易的結果，而目標公司股東間又缺乏集體行動的機制，公開收購人於此種交易模式下，只須吸引足夠數量的股份應賣，即可取得公司控制權，而無須取得公司股東的多數同意，亦即無須事先經股東會決議通過。

面對收購價格的不公平，目標公司的股東如能集體形成共識，應該會拒絕收購要約，讓公司經營權維持現狀。但因為於公開收購過程中，股東人數眾多且分散，股東彼此間無法集體形成共識，亦無法得知其他人的決定，導致股東無法集體行動，而使個別股東於考慮拒絕應賣時，因擔心其持股會成為少數股權而價值減少，只好被迫應賣。因此，如果能使目標公司集體行動，例如透過股東會決議，就可以避免股東於這種股東壓迫的情形下接受不公平的收購要約。

綜上所述，目標公司股東於公開收購交易中的集體行動問題，阻礙股東集體

⁹² 參閱 Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 55-56 ; Lucian Arye Bebchuk, *supra* note 57, at 1708-1713。

形成共識，拒絕不公平的公開收購案，使股東無法脫離不公平收購要約的壓迫問題⁹³，。

第六節 股東壓迫問題對於公開收購結果的影響

首先，股東壓迫的問題迫使目標公司股東接受較低的收購價格，損害其應有的權利。根據美國證管會 1984 年的實證研究報告，經統計全國 1981 至 1983 年間收購成功的案例，共有 91 件全部收購(an-or-all tender offer)、32 件兩階段收購及 25 件部分收購，其中全部收購的平均收購溢價高於市價 63.4%，而兩階段收購與部分收購的平均溢價則分別為 55.1%與 31.3%，明顯低於全部收購的情形，證明目標公司股東於股東壓迫下，只能取得較低的收購對價。

其次，如前面所述，為了達成公司資產配置的最大效率化，且為保障目標公司股東的權益，應確保公開收購交易的自由競爭。而在這樣的自由競爭交易機制下，目標公司股東面對公開收購要約，其應賣與否的唯一考量應該是收購價格是否高於現有的公司價值。如收購價格較高，股東應出售股份，使公司控制權移轉至公開收購人手上。如公司價值較高，則應拒絕收購要約，讓公司繼續維持現狀。

然因公開收購交易中存在股東壓迫的問題，影響交易的公平性，可能造成股東的決定遭到扭曲，因而破壞市場的自由競爭機制，使公司資產配置無效率化。因為當股東認為收購價格不合理，而又面臨公開收購成功後少數股權的價值將會低於收購價格的情形，將會陷入囚犯兩難的困境。亦即，一方面認為收購價格不公平，正確的決策應該是繼續持有股份不應賣。另一方面卻又會面臨倘不應賣而收購卻成功，其持有股份的價值將會較收購價格減少。此種股東壓迫的問題，使

⁹³ See John C. Coffee, Jr. and Joel Seligman, *supra* note 60, at 741.

股東無法依收購價格的合理性作為應賣與否的決定，而是被迫的在不合理的收購條件下應賣其股份，而使其原本應有的決定(即拒絕收購要約)遭受扭曲。其結果不僅使其接受較低的收購價格，且如有足夠的股東應賣，將使公開收購人以較低的收購成本取得控制權，而非如同於自由競爭市場，公司控制權應由對於公司出價較高的公開收購人取得。由於公開收購人得僅以低於公司現有價值的收購價格取得公司經營權，其結果可能使公司資產落入經營效率比現任管理階層低的公開收購人手中(公開收購人願意支付的收購對價通常代表目標公司於其經營下的價值，如果其收購價格低於公司現有價值，則顯示其經營較現任管理階層無效率)，使公司資產的運用較無效率。因此，公開收購會對於目標公司股東造成壓迫效果，使其應賣與否的決定遭到扭曲，因而破壞了市場機制的效率狀態。



第肆章 美國法對公開收購交易中股東壓迫之規範

第一節 前言

公開收購交易中之股東壓迫問題，使目標公司被迫應賣，因而造成公開收購結果遭扭曲，不符自由競爭市場之原則。為促進公司控制權之自由競爭，並保障投資人的權益，對股東壓迫的問題，實有予以規範之必要。惟公開收購為敵意收購的主要手段之一，不僅具有作為公司外部監督機制以淘汰不適任管理階層的功能，且其更重要的功能為，藉由市場機制讓公司資產由較有效率的使用者取得，以促進社會資源更有效率的配置，提升社會整體經濟效益。因此，如過度予以限制，不免壓抑其發展，反而不利於公司的監督。再者，敵意收購對於目標公司股東亦有利益，公開收購人以高於市價的收購價格向股東購買股份，使股東獲得較高的投資報酬，分享併購的利益，對於股東而言亦是一大誘因。因此，對於公開收購不宜過度限制。基於上述考量，面對公開收購交易中的股東壓迫問題，雖應予以規範，惟應避免壓抑公開收購之交易，始能確實保障投資人之權益。本章先討論有關解決股東壓迫問題的基本考量，再探討美國法上對於相關問題的因應措施，以作為我國規範之借鏡。

第二節 解決股東壓迫問題的考量

公開收購為公司控制權交易的方式之一，而公司控制權交易的目的除作為公司外部監督機制以淘汰不適任的管理階層外，更重要的意義在於藉由市場機制使公司資產由更具運用效率的使用者取得。惟如前一章所述，由於公開收購交易存

有對於目標公司股東壓迫的現象，迫使目標公司的股東應賣其股份，扭曲公開收購交易於公平交易下應有的結果，因而破壞公司控制權交易上述目的之達成。由於股東壓迫現象係因收購成功後未應賣的股份將成為目標公司的少數股權而價值減少，及目標公司股東集體行動的困難所造成，而此二種現象是現行公開收購交易機制下的必然產物。因此，如何解決股東壓迫的問題，也就必須回到公開收購的交易機制去解決。惟為解決目標公司股東的決策遭受扭曲的問題，除應消除公開收購交易中股東壓迫的現象外，尚須兼顧控制權交易市場之效率，避免因平衡公開收購人與目標公司股東間的交易公平而影響控制權市場的效率。

第一項 交易公平與市場效率

公開收購人得藉由公開收購取得目標公司的控制權，淘汰無效率的管理階層，以達成強化公司外部監理機制及促進企業整併之目的。惟上述目的之達成，有賴於公平而有效率的公司控制權市場。於現行規範下，公開收購交易存在股東壓迫的問題，造成交易上的不公平，應予以規範，以確保交易之公平。但另一方面，公開收購具有重要的經濟功能，透過公開收購交易的機制得使公司經營更有效率或創造併購綜效。基於鼓勵企業整併以提升營運效規範上應同時避免公開收購受到不必要之阻礙。美國 1968 年制定威廉斯法時，對於公開收購的規範即在上述公平與效率並重的原則下，力求公平對待公開收購人與目標公司股東。因此，對於公開收購交易的股東壓迫問題，在解決方法上亦應力求兼顧公開收購交易的公平性與公開收購市場的效率。例如，美會證管會諮詢委員會曾考慮提議禁止部分收購，但考量部分收購仍有其經濟上的功能，最後並未提出是項提議⁹⁴，即為在公平與效率間的取捨。

⁹⁴ See Lucian Arye Bebchuk, *supra* note 57, at 1736.

第二項 收購成功後少數股權的價值減損的問題

收購成功後，未應賣的股東所繼續持有的股份將成為目標公司的少數股權，而少數股權因不具控制權性質，不僅公開收購人如再次收購時不會給予控制權溢價，即使在公開市場交易，其價格亦會因屬少數股權而較具控制權性質的多數股權折價⁹⁵。由於公開收購人的收購價格通常包含控制權溢價，故少數股權之股價通常較收購價格低。此種收購成功後目標公司少數股權之價值低於收購價格的情形，在目標公司股東作成應賣與否的決策時，對其造成很大的應賣壓力，因此，如果能消除這樣的情形產生，應能解決部分公開收購交易中的股東壓迫問題。

既然公開收購成功後目標公司之少數股權的價值減損，是公開收購交易中股東壓迫問題的原因之一，則解決的方向可能有二種，一為避免於公司控制權移轉過程產生少數股權的情形，另一為允許少數股權的產生，但使少數股權的價值有機會等同於收購價格。有關上述二種解決方向，說明如下：

第一款 避免於公司控制權移轉過程產生少數股權

要避免於公開收購成功後產生少數股權，最直接的作法就是完全禁止部分收購。且如前所述，此項方法確也曾被美會證管會諮詢委員會及美國有些學者與實務界所考慮。但諮詢委員會認為部分收購有其經濟上的功能，最後不採禁止部分收購之提議⁹⁶。蓋如果完全禁止部分收購，則擬取得目標公司控制權的人均須收購目標公司百分之百的股份，其收購成本必將大幅增加，因而降低公開收購人的意願，亦會減少目標公司被收購的機會，則原本欲保障股東權益的規範反而成為阻礙目標公司被收購而為股東創造併購效益的機會。而且於公司所有與經營分離的原則下，本來就允許公司控制權人須完全持有公司的股份，如果禁止以取得目

⁹⁵ 有關控制權溢價與少數股權之價值，詳參章第二節的討論。

⁹⁶ See Lucian Arye Bebchuk, *supra* note 57, at 1736.

標公司之多數股權的方式取得公司控制權，則與上述原則的精神有違，似有不宜。

第二款 允許少數股權的產生，但使少數股權的價值有機會等同於收購價格

除非規定公開收購人須收購目標公司全部股份，且以全部股份之應賣為收購條件，否則不論是部分收購或全部收購，公開收購成功後產生少數股權之情形必無法避免。蓋於部分收購的情形，公開收購人僅購買目標公司部分股份，其餘股份於收購後當然成為公司的少數股權。即使於全部收購的情形，如有股東未應賣，其持有的股份於收購後一樣會成為公司的少數股權，並無不同。既然無法避免少數股權產生，另一個解決收購成功後少數股權之價值減損的方法，當然是使少數股權之價值不減損。

如上所述，公司的少數股權之價值通常較收購價格為低。其主要原因為公開收購人於公開收購時，為取得目標公司的控制權，其收購價格包含控制權溢價，因此其價格通常較市價為高。惟於收購成功後，公開收購人已取得目標公司的多數股權，其餘股東所持有的股份僅為少數股權，其轉讓通常不具影響公司控制權移轉的效果，故其價值必然低於包含控制權溢價的收購價格。因此，收購成功後，目標公司少數股權的價值，通常較收購價格低。

少數股權之價值與公開收購價格的差異，為造成股東壓迫的原因，如使未應賣的股東有機會以公開收購價格出售其股份，則可解決收購前後股票價格的差異所造成的股東壓迫問題。所謂「使未應賣的股東有機會以收購價格出售其股份」的作法有許多，例如賦予未應賣股東於收購成功後，得請求公開收購人以收購價格買回其股份⁹⁷；禁止公開收購人於取得控制權後以低於收購價格的對價合併目標公司⁹⁸。惟這些措施同樣都面臨交易管制與市場效率的問題。蓋使未應賣的股

⁹⁷ See Lucian Arye Bebchuk, *supra* note 57, at 1740-1741.

⁹⁸ See Lucian Arye Bebchuk, *supra* note 57, at 1737-1739.

東有機會以收購價格出售其股份的結果，當然是增加公開收購人的收購成本，且在賦予股東股份收購請求權的情形，可能使公開收購人無法僅購買多數股權而取得公司控制權，而必須對於目標公司所有的股東支付相同的控制權溢價(即收購所有股份)，始能取得公司控制權。而這樣的措施雖然較可保障目標公司股東的權益，但另一方面，會阻礙公司控制權市場的效率，反而使目標公司股東喪失獲取併購活動所帶來的利益。

第三項 使交易參與者對於交易結果之利害一致

公開收購中股東壓迫產生的另一個原因是股東集體行動問題。如上所述，所謂股東集體行動的問題，係指於公開收購交易中，收購要約直接向目標公司的股東發出，是否接受要約而應賣股份悉由股東個別決定，無須以所有股東共同決議的方式決定應賣與否。而且在公司股權分散的情形下，個別股東亦難以與其他股東共同行動或知悉其他股東的決策，造成股東面對公司控制權可能移轉的交易，僅以個別股東的決定為依據，而非透過股東會決議由所有股東以多數決的方式形成共識，共同決定是否轉讓公司控制權。

公司控制權之移轉屬於財產處分，應該與一般財產交易相同，由公司控制權的所有人，即公司的股東全體，作成轉讓與否的決定，不僅可使法律行為人與法律效果歸屬人一致，且由所有人處分自己的財產，應足以保護其自己的利益。例如於公司合併的情形，數家企業進行合併，將原本各自獨立的企業資產結合在一起，由單一的存續公司(或新設公司)統籌運用、管理，其餘的公司則歸於消滅，由於消滅公司的資產已由合併於存續公司中，其控制權事實上是移轉給存續公司，因此，公司進行合併實際上亦屬於處份公司控制權的一種方式。而在各國公司合併的規範上，公司進行合併屬於公司的重大事項，應經股東會決議通過後，始得為之。因此，於公司合併而移轉控制權的情形，其處分權是由所有股東共享，

並以集體決定的方式作成決議，亦即以股東會決議作成決定。

與公司合併的情形比較，公開收購交易事實上既屬轉讓公司控制權的交易，則有關是否轉讓公司控制權的決策權亦應屬於公司股東全體，應由所有股東以多數決的方式共同決議，較能符合財產由有權處分人處分的原則，且由目標公司所有人來決定公司控制權的移轉，才能避免公開收購交易中法律行為當事人(公開收購人與目標公司的個別股東)與法律效果歸屬人(公開收購人與目標公司的全體股東)不一致的情形，而公開收購人亦無從利用此種不一致的現象，使個別股東於應賣其股份時，同時在不知覺中賤賣了公司的控制權。

第三節 美國法對於股東壓迫問題的規範

第一項 美國公開收購的規範架構

美國證券交易法於 1968 年威廉斯法修正案通過以前，對於現金公開收購 (cash tender offer) 並未予以規範。與企業合併、徵求委託書等傳統併購方式比較，以現金公開收購爭取目標公司經營權，具有程序簡便迅速與隱密併購訊息的優勢，且其係直接向股東購買目標公司的股份，無須取得目標公司董事會的同意即可對目標公司進行併購。使公開收購成為敵意收購 (hostile takeover) 的主要併購技巧。1960 年代，美國證券市場即出現大量現金公開收購的併購案，而其秘密且具有壓迫股東效果的併購方式，對於目標公司管理階層與股東造成很大的壓力，促成美國國會對於未受規範的公開收購予以立法規範，而此一立法即為 1968 年通過的威廉斯法。

美國威廉斯法的主要規範目的在於，確保投資人獲得與公開收購人對等的資訊，據以作成應賣與否的決策，而其對於公開收購的規範包含三個規範面向，包括公開收購的資訊揭露、實質要件及詐欺禁止規範⁹⁹。於公開收購的資訊揭露規範方面，係維持證券交易法要求資訊公開的一貫原則，規定公開收購人應公開與收購活動相關且對於投資人之決策有重要性的資訊；另除要求資訊公開外，與其他證券交易法規範不同的是，威廉斯法對於公開收購還規定了實質要件，例如最低公開收購期間、過額應賣的比例收購原則、應賣人的撤銷應賣權等，對於公開收購進行實質管理，以保障投資人的權益；此外，詐欺禁止規範要求參與人對於公開收購的資訊公開應為無虛偽、隱匿的情事。

美國威廉斯法制定後將公開收購納入證券交易法的規範，剛開始時確實使併購活動減緩，但併購者隨即發展出更具侵略性的收購技巧作為因應，例如最常被使用的兩階段收購，對於目標公司的股東造成相當大的壓迫效果¹⁰⁰。由於威廉斯法對於兩階段收購或部分收購中所造成的股東壓迫問題並無特別規範¹⁰¹，面對這些具股東壓迫性的收購，於1970年代起美國許多州都訂定反併購法(anti-takeover statutes)，對於公開收購予以規範，以保護股東的權益。雖然早期訂定的反併購法(一般稱為「第一代反併購法」)因不當增加州際商務(interstate commerce)的負擔與牴觸威廉斯法而被宣告無效¹⁰²，但各州陸續訂定第二代或第三代反併購法以資規範。因此，各州反併購法也對於公開收購訂有相當規範。

除了聯邦證券交易法與各州的反併購法的相關規範外，面對第三者的敵意收購，目標公司本身亦發展出各式各樣的防衛措施，以阻止不受歡迎或不公平的公往收購。

⁹⁹ See Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 88.

¹⁰⁰ See John C. Coffee, Jr. and Joel Seligman, *supra* note 60, at 742.

¹⁰¹ See Robert Owen Ball, III, *Second Step Transactions in Two-Tiered Takeovers: The Case for State Regulation*, 19 Ga. L. Rev. 343, 354-355 (1985); Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 52-57.

¹⁰² 參閱賴英照，前揭註5書，頁203-205。

綜上所述，美國公開收購的規範主要包括威廉斯法與各州的反併購法，另外面對敵意收購，公司本身亦發展出各種防衛措施，以下即就有關公開收購中股東壓迫的問題，檢討相關規範，分析其對相關問題的解決措施，以資參考。

第二項 美國威廉斯法的規範

美國威廉斯法的主要規範在於確保目標公司股東獲得足夠的資訊以作成決定，且對於公開收購行為作實質規範，以避免目標公司於急迫下作成非理性的決定，並保障股東間應賣股份的公平。惟對於公開收購中股東壓迫之問題，威廉斯法並無相關解決的規範。而且確切而言，其實公開收購中股東壓迫的問題就是因威廉斯法的規範機制下所造成，因此，威廉斯法當然無相關的規範。

第三項 美國各州反併購法之規範

於 1968 年 7 月威廉斯法通過前，維吉尼亞州已於同年 3 月制訂「第一代反併購法」，以規範該州的公開收購，隨即其他各州紛紛跟進，至 1978 年止約有 37 州都已制訂反併購法。第一代反併購法與威廉斯法比較，其差異在於反併購法要求公開的事項較多、應於發動公開收購前提早申報、州行政機關採實質實查。於 *Edgar v. MITE Corp.* 案，美國最高法院以其對於州際商務增加負擔為由，認為違憲。其後，美國各州又另外發展出二代與三代反併購法，基於保障目標公司之目的，繼續對於企業併購予以規範。由於有第一代反併購法違憲的前車之鑒，其在設計上已避開相關問題，因此尚無合憲性之問題。

第一代反併購法因被宣告違憲，且已無人採，因此以下僅就第二代反併購法與其後的第三代反併購法作說明。

第一款 第二代反併購法

美國各州於威廉斯法外另外制訂第二代反併購法，對於公開收購予以規範。其主要規範目的在於，保障目標公司股東免於壓迫性收購的威脅，而能基於自身利益之考量作成理性之判斷。第二代反併購法規範方式不是規制敵意併購者收購目標公司股份之條件，就是規制其於公開收購後實施逐出併購之能力(ability)。

印地安州公司法為一典型第二代反併購法，該州公司法以便利股東集體對於敵意公開收購作出反應(facilitating a collective shareholder response to a hostile tender offer)。印地安州公司法規定，當公開收購人取得目標公司股份達 20%、33.3%或 50%時，除非經目標公司其他非利益相關股東之多數同意，否則其所取得之股份無表決權。¹⁰³。其主要類型說明如下。

一、控制股份取得法(control share acquisition statutes)

「控制股份取得法」解決股東壓迫問題的方法是，使目標公司股東面對公開收購要約時，得集體行動。最典型的為印第安那州的反併購法。控制股份取得法通常規定，公開收購人於取得目標公司之控制股份後，非經其他非利害關係股東(指公開收購人以外的其他股東)所持股份過半數同意以前，公開收購人之股份的表決權暫時被停止。所謂「控制股份」，係指公開收購人直接或間接取得目標公司股份逾 20%、33.3%或 50%的門檻。

公開收購人得自付費用請求公司於一定期間內召開股東臨時會(印第安那州法規定，公開收購人應於取得控制股份 60 日內請求召開)，決議對於公開收購人的持股是否賦予表決權。公開收購人必須將其取得控制股份

¹⁰³ See Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 182-183.

的條件及其資金來源的相關資訊，於股東臨時會召開前提供給目標公司的股東。如果股東會決議賦予公開收購人持股表決權，且公開收購人的持股比例逾目標公司 50% 有表決權的股份，目標公司的少數股權股東有權請求公開收購人以相同價格買回其股份¹⁰⁴。

依控制股份取得法之規定，目標公司其他股東如不同意賦予控制股東之股份表決權，公開收購人於收購成後雖然取得目標公司之多數股權，惟因其股份無表決權，無法參與目標公司董事會之選舉，當然無法取得公司之經營權，更不可能於收購成功後，對於目標公司進行現金逐出合併。因此，可以避免目標公司股東遭遇股東壓迫的問題。此種規定，可謂實質上賦予目標公司股東會對收購案的同意權。

二、絕對多數決與公平價格收購法(supermajority and fair price statutes)

絕對多數決與公平價格收購法，通常對於公開收購人第二階段的逐出合併或涉及目標公司與公開收購人的其他事業結合予以規範。其規定公開收購人取得目標公司一定比例的股份(通常是 10% 或 20%) 後，如欲進一步合併目標公司，必須獲得目標公司非利關係股東(disinterested shareholders，即公開收購人以外的股東) 三分之二以上的同意，或於取得股份前獲得目標公司董事會的同意，或以公平價格(fair price) 收購目標公司其餘股東的股份。而所謂公平價格係指不得低於公開收購的價格¹⁰⁵。

由於公開收購股東壓迫之問題，主要是因為目標公司股東擔心如不應賣，其持有之股份將變成公司的少數股份，而其價值通常較收購價格低，因此被迫以不合理的收購價格應賣股份，而絕對多數決與公平價格收購法

¹⁰⁴ 參照賴英照，前揭註 5 書，頁 206。

¹⁰⁵ 參閱賴英照，前揭註 5 書，頁 205；Stephen Kenyon-Slade, supra note 3, at 185-186。

之規定，使公開收購人於取得公司控制權後，如欲對於目標公司進行合併或其他事業結合，須取得非利害關係股東的同意，或以公平價格收購目標公司其餘股東的股份，避免公開收購人於收購成功後，以不合理之對價進行合併，而驅逐目標公司之少數股東，使目標公司股東於公開收購交易中免於受迫應賣之壓力。

三、強制現金購買法(control share cash out statutes ; fair value redemption statutes)

此種反併購法規定公開收購人於取得一定比例的股份後(通常是 20% 或 30%)，即使未進一步合併，目標公司股東有權請求公開收購人以公開收購價格收購其股份。此一規定，實質上相當於英國法的強制收購制度¹⁰⁶，亦即當公開收購人事實上已取得目標公司控制權後，使其餘股東有公平的機會獲得出售股份的機會¹⁰⁷。

依強制現金購買法之規定，目標公司之股東即使未應賣股份，仍得於公開收購人收購成功後，請求公開收購人以公開收購的價格購買其股份，因此，股東於考量應賣與否時，就不用擔心如不應賣，其持有之股份無法以公開收購之價格售出，因而使其免於公開收購交易中股東壓迫之問題。

第二款 第三代反併購法－事業結合法(business combination statutes)

事業結合法係指美國部分的州再就第二代反收購法修訂後所訂定有關公司收購的規定，其中以紐約州與德拉瓦州為典型範例，一般稱為第三代反併購法。

¹⁰⁶ 參閱賴英照，前揭註 5 書，頁 205。

¹⁰⁷ See Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 186-187.

事業結合法通常規定，公開收購人於取得目標公司一定比例的股份(通常是 10% 至 20%間)後，除非經目標公司董事會同意或非利害關係股東¹⁰⁸過半數決議通過，不得與目標公司進行事業結合行為(**business combination**)¹⁰⁹。其規範的主要目的在於藉由限制公開收購人與目標公司間的特定交易，保障獨立股東¹¹⁰的權益，避免公開收購人於收購成功後，對於目標公司進行現金逐出合併或其他併購交易，而強制其餘股東出售其股份¹¹¹。因此，事業結合法的規範模式，乃是藉由限制公開收購人於收購成功後與目標公司進行合併或其他併購交易，以保障目標公司股東的權益。而此種交易(例如兩階段收購)正是威廉斯法所未規範，且是造成目標公司股東受壓迫的主要原因之一。以下就紐約州與德拉瓦州的事業結合法作介紹。

一、紐約州公司法¹¹²

紐約州事業結合法係規定於其商業公司法(**General Business Corporation Law**)第 912 條。該條規定購買紐約州公司 20%以上的股權的公開收購人，除非就其事業結合計畫或購買逾 20%的股份，於事前先取得目標公司董事會的同意外，於買入股權後 5 年內，不得與目標公司進行任何的事業結合。而所稱的事業結合，包括目標公司與上述公開收購人間之合併、佔公司獲利 10%以上或公司總資產市值 10%的資產交易、發行或轉讓逾 5%之股份給公開收購人、採取公開收購人提議的清算計畫，以及任何的公司重整計畫等。

此外，紐約州的事業結合法又規定，自公開收購人取得目標公司逾

¹⁰⁸ 非利害關係股東係指除利害關係股東以外的其他股東。而利害關係股東通常指直接或間接持有公司逾 10%有表決股份之股東。參閱 **Stephen Kenyon-Slade, supra note 3, at 193**。

¹⁰⁹ 事業結合行為(**business combination**)不以合併為限，尚包括目標公司出售公司資產逾 5%予利害關係股東、清算、向利害關係股東作債務保證。

¹¹⁰ 獨立股東(**independent shareholders**)應係指目標公司除公開收購人或其關係人以外的股東。

¹¹¹ **BNS Inc. v. Koppers Co.**案中法院的見解。參閱 **Stephen Kenyon-Slade, supra note 3, at 199**。

¹¹² See **Stephen Kenyon-Slade, supra note 3, at 195-198**.

20%的股份之時起，目標公司的董事會不能取消上開規定五年期間的限制，且即使董事會於公開收購人取得股份後同意其事業結合計畫，亦同。而五年期滿後，公開收購人如欲與目標公司進行事業結合，應經目標公司的非利害關係股東(即公開收購人除外)過半數同意，或以公平價格購買少數股東所有的股份¹¹³，始被允許。

二、德拉瓦州公司法¹¹⁴

德拉瓦州的事業結合法係於 1988 年制定，其條文訂定於德拉瓦州公司法(General Corporation Law)第 203 條，其規範目的係為藉由禁止公開收購人於未取得董事會或股東會同意的情形下，對於目標公司進行第二階段的現金逐出合併或其他的類似的事業結合，以保障目標公司的權益。該條規定，除有下列情形之一者外，自公開收購人取得目標公司股份而成為利害關係股東之日起三年內，禁止目標公司與該公開收購人進行任何的事業結合：

- 1、公開收購人就其購買股份而成為利害關係股東或其所提的特定事業結合方案，事先取得目標公司股東會的同意；
- 2、公開收購人於取得目標公司股份逾 15%的同一交易中，使公開收購人持有目標公司之股份達 85%；
- 3、事業結合方案經目標公司董事會同意，且於目標公司的股東常會或臨時會中經三分之二獨立股東的決議通過。

第四項 公司的防衛措施

¹¹³ 參閱賴英照，前揭註 5 書，頁 207。

¹¹⁴ See Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 198-210.

第一款 防衛措施之意義與問題

目標公司董事會面對敵意收購時，為阻止公開收購人的併購行為，通常會採取各式各樣的防衛措施。美國併購實務曾發展出許多防衛措施，例如寫信勸股東不要應賣股份；指控公開收購案的相關文件有虛偽不實之情事，請求法院對收購案為假處分(*injunction*)¹¹⁵；併購者於取得一定比例後(一般而言為 20%)，自動對併購者以外之股東發行新股，降低併購者之持股比例(毒藥丸； *poison pills*)；敵意收購的結果導致公司管理階層之解任時，應支付高額離職津貼(黃金降落傘； *golden parachute*)；針對合併或董事解任等決議，提高其多數決比例，使公開收購人縱使取得多數股權後，仍不足以對目標公司進行合併或解任董事(超級多數決； *super majority*)；僅取得目標公司部分股權而取得公司控制權者，如於合併後與目標公司進行合併，應以公平價格買回其餘股東之股份(合理價格條款； *fair price*)；尋覓與自己友好之公司，對自己進行善意併購，以阻撓敵意收購之進行(白馬騎士； *white knight*)；將公司重要資產讓售給他人(皇冠上珠寶； *crown jewel*)等。

公司對於敵意收購採取防衛措施，於公開收購時，可以阻撓不合理之收購成功，或迫使公開收購人提高收購價格，使公司之股東無須受到不合理收購要約之壓迫；於公開收購人成功收購後，可以保障其餘少數股權之股東的權益，避免公開收購人以不公平的對價合併目標公司，將其餘股東驅逐出公司。惟美國法上防衛措施的實施權屬於董事會，目標公司的董事會與敵意收購具有自身利害關係，因而產生代理問題¹¹⁶。亦即目標公司董事會面對敵意收購時，本應以公司與股東的最大利益為考量，但其有可能為避免於收購成功後被撤換，或為於收購中藉其他位獲取私利，而對於有利於公司之收購實施防衛措施，因而犧牲股東的利益。

¹¹⁵ 參閱賴英照，前揭註 5 書，頁 201。

¹¹⁶ 所謂代理問題，係指於股份有限公司組織中，由於經營與所有的分離，使得股東(本人)必須依賴代理人之董事從事公司業務的經營，惟董事於經營公司遇有自身利益與股東或公司之利益相衝突時，可能會犧牲股東或公司的利益，以謀求自身利益，此種情形即董事之代理問題。參閱黃銘傑，公開發行公司法制與公司監控，元照出版社，2001 年 11 月，頁 12-14。

第二款 美國法院實務對於董事會實施防衛措施之審查¹¹⁷

對於目標公司董事會實施防衛措施所產生的代理問題，美國法院實務逐漸發展出其合法實施防衛措施的審查基準。法院判決早期採「主要目的」(primary purpose)之審查基準，對於公司董事會實施防衛措施之行為，不直接肯定公司經營者享有「經營判斷法則」¹¹⁸(Business Judgment Rule)的適用，而要求經營者必須證明其所為防衛措施之主要目的並非是為維護自己的職位，實係有合理理由相信該併購案會危害公司的營運，而公司經營者須已盡此一舉證責任後，其所為之防衛措施始有經營判斷法則之適用。

其後，美國法院判決又發展出以強化的經營判斷法則，作為董事會實施防衛措施合法性之審查基準。於 1985 年著名的 *Unocal v. Mesa Petroleum* 一案中，美國德拉瓦州最高法院認為，面對敵意併購，公司經營者可能會將自己的利益置於公司或股東利益之上，因此以經營判斷法則審查前，有必要另外附加一些前提要件。亦即，經營者所為之防衛措施必須係出自於合理的相信，認為該敵意收購將會對於公司的經營策略與效率帶來威脅，且該防衛措施之手段與敵意收購間應具有合例的關聯，而為對抗敵意併購之適當措施。

綜上所述，公司董事會對於敵意收購採取防衛措施，具有阻止公開收購人不

¹¹⁷ 參閱黃銘傑，我國公司法制關於敵意併購與防衛措施規範之現狀與未來，月旦法學雜誌 129 期，2006 年 2 月，頁 140-142。

¹¹⁸ 「經營判斷法則」依據美國法律協會 1992 年「公司治理原則」第 4.01 條規定，當董事等之行為符合下列各款規定，而基於善意(in good faith)作出經營判斷時，即認其已滿足應負注意義務：「(1)與該當經營判斷事項無利害關係；(2)在該當情況下，董事等有合理理由相信渠等已於適當程度上，取得為作出該當經營判斷事項所需之相關資訊；(3)(董事等)合理地相信其之經營判斷符合公司最佳利益。」職是，在經營判斷法則下，董事等注意義務之滿足並不以其判斷結果或內容，實際上是否對公司帶來最佳利益為依據，只要董事等在無利益衝突的情況下，取得為作出經營判斷事項所需之適切資訊，並於其所認為符合公司最佳利益的情況下，作出經營判斷即可。縱令其後，此一經營判斷結果造成公司虧損，亦不能謂相關董事違反其注意義務。參閱黃銘傑，前揭註，頁 140-141。

公平的收購，保障公司或股東權益之功能。惟因董事對於敵意收購有自身利害關係，可能為避免於收購成功後被撤換，或為於收購中藉其地位獲取私利，因而犧牲股東的利益。因此，美國法上雖允許董事會實施防衛措施，但美國法院實務為解決此代理問題，仍逐漸發展出董事會採取防衛措施合法性之審查標準，避免董事會濫用權利而損害公司或股東的權益。

第五項 美國學者對股東壓迫問題之建議

對於公開收購交易中股東壓迫的問題，學者 Bebachuk 曾提出一個解決方案¹¹⁹，使股東對於收購要約，除決定應賣與否外，另外表達是否同意將公司控制權移轉給公開收購人。其認為目前的公開收購交易，個別股東僅能就其持股是否應賣作成決定，至於最後公開收購的結果，亦即目標公司控制權是否因收購成功而移轉給公開收購人，個別股東並無法控制，僅能視收購期間屆滿時股東應賣的情形而定，如果股東應賣的股分總數已達公開收購人預定的收購數量，則收購成功，目標公司控制權將移轉公開收購人；反之，應賣股份總數如未達公開收購人預定的收購數量，則收購失敗。換句話說，目標公司個別股東應賣與否之決定，雖然會影響公開收購的結果，但在股權分散的情形下，個別股東的持股通常不多，其應賣與否的影響有限，且股東於作成決策時因無法知悉其他股東的想法，使股東無法判斷其股份應賣與否之影響程度，於此情形下，公司控制權是否移轉通常不是股東決策的考量因素，股東仍以其個人利益為決定的依據，亦即以應賣可獲得之對價與繼續持有股份之利益的高低，為決定應賣的基礎，至於是否會因而造成公司或其他股東的損害，則非其考量因素。而在此種情形，股東就會在股東壓迫的情形下應賣，而無法阻止收購價格不合理的敵意收購。

¹¹⁹ Lucian Arye Bebchuk, *The Pressure to Tender: an Analysis and a Proposed Remedy*, 12 Del. J. Corp. L. 911 (1987); 14. Lucian Arye Bebchuk, *Toward Undistorted Choice and Dqual Treatment in Corporate Takeovers*, 98 Harv. L. Rev. 1695 (1985)

為解決上述的問題，學者 **Bebchuk** 建議應使目標公司股東面對收購要約時，除決定是否應賣其股份外，尚須使其表達是否贊成公開收購案，且惟有取得多數股東的同意，收購案才算成功。亦即使目標公司所有股東共同決定是否移轉公司控制權。因此，如果欲採取修訂公開收購制度的方式，解決股東壓迫的問題，可於證券交易法上修訂公開收購相關規範，使目標公司股東面對收購要約時，除決定是否應賣其股份外，尚須使其表達是否贊成公開收購案，且收購成功與否，以取得多數股東的同意為要件。

第四節 美國解決股東壓迫問題措施之檢討

如上所述，公開收購中股東壓迫問題的主要原因，係目前的公開收購交易機制中，存在收購成功後少數股權之價值減損與收購交易中之股東集體行動的問題，因而對於目標公司股東造成壓迫的效果，使股東於不公平的收購價格下被迫應賣股份。就此問題，美國證券交易法並無相關規範，而係由美國各州於其公司法中訂定反併購法，以保障目標公司股東之權益。

目前美國各州反併購法規範，主要包括控制股份取得法、絕對多數決與公平價格收購法)、強制現金購買法、事業結合法等，其規範上有三種方式，以解決公開收購交易機制中，收購成功後少數股權之價值減損與收購交易中之股東集體行動的問題。

第一種方式為規定使公開收購人於取得公司控制權後，如欲對於目標公司進行合併或其他事業結合，須取得非利關係股東的同意，避免公開收購人於收購成功後，以不合理之合併對價驅逐目標公司之少數股東，使目標公司股東於公開收購交易中免於受迫應賣之壓力。例如，控制股份取得法、絕對多數決與公平價格

收購法及事業結合法。

第二種方式為規定公開收購人於收購成功後，應以公平價格收購目標公司其餘股東的股份，或以公平價格為對價合併目標公司，而其公平價格係指不低於公開收購之價格，以確保未應賣股份之價格不低於公開收購價格。

第三種方式為規定公開收購人於進行收購前，應先或事後取得目標公司股東會或董事會之同意，否則於收購成功後，無法取得公司經營權或無法對於目標公司進行合併或其他事業結合行為。控制股份取得法、絕對多數決與公平價格收購法與事業結合法。

由上可知，有關收購成功後少數股權之價值減損問題，因為美國威廉斯法並不禁止公開收購人實施部分收購，不可避免會於公開收購後產生少數股權之情形。因此針對此問題，反併購法之規範重點就在於避免公開收購人於收購成功後，以不公平的對價合併目標公司，而將少數股權之股東逐出公司，以及賦予少數股權股東請求公開收購人以收購價格買回股份之權利。這些規範都可避免股東未應賣之股份於收購成功後，價值低於收購價格的問題。至於關於公開收購交易中股東集體行動的問題，反併購法之規範重點就在於股東會或董事會對於收購案事前或事後之同意權。公司的所有人為所有股東，既然公開收購交易的結果涉及公司經營權之移轉，由股東會決議是否同意收購案，最能符合當事人的利益，而股東面對不公平的收購，才能共同決議反對收購，而不會於公開收購交易中被迫應賣。

此外，對於敵意收購，美國實務上亦已發展出各種的防衛措施，足以對抗不公平的收購，以保障公司與股東的權益。美國法賦予公司董事會實施防衛措施的權限，則面對不公平的敵意收購時，董事會作為公司股東的代理人，如經其專業判斷，認為收購案對於公司或股東不利，可實施防衛措施阻止收購，洽可解決現

行制度下，公司股東對於收購要約無法集體行動的問題。而且董事會如成功阻止不公平的敵意併購，或迫使公開收購人提高收購價格，就可避免目標公司股東遭受股東壓迫的問題。惟如上所述，賦予董事會實施防衛措施的權限，會產生代理問題，美國法院實務另外發展其行為合法性之審查標準，避免董事於敵意併購案中，濫用權限，對於有利於公司的收購案實施防衛措施，藉此謀取私利。因此，美國法係在解決董事代理問題下，賦予董事會實施防衛措施之權限，使其成為全體股東的代理人，與公開收購人談判，爭取更有利的收購條件或阻止不公平的敵意收購。



第五章 我國公開收購中股東壓迫問題之檢討

第一節 前言

我國公開收購之規範，係基於保障投資人權益及避免證券市場大幅波動之目的，參酌美國威廉斯法而訂定。其規範架構以資訊公開為原則，並強制規定公開收購人應遵守一定之收購程序，以確保投資人獲得對等的資訊，以及維持被收購股東交易地位之公平。惟如前面章節所述，就公開收購人與目標公司之個別股東間的交易而言，公開收購交易僅為單純的股份買賣行為。然如從公開收購人與所有應賣股東之整體交易觀之，公開收購人所取得者為足以控制公司之股權，而收購的結果係取得公司控制權，則公開收購實際上是企業併購的手段。因此，目前我國證券交易法有關公開收購之規範，僅側重於確保公開收購交易中公開收購人與被收購者股份買賣交易之公平性，而對於公開收購所產生之公司控制權移轉面向，卻未加以規範，其結果將導致被收購者面臨公開收購之股東壓迫問題，而造成交易不公平之現象。

我國有關企業併購之規範，主要規定於公司法與企業併購法。公司法第 315 條至第 319 條之 1 係對公司進行合併與分割之程序、效力予以規範。由公司法所規範之併購態樣僅有合併與分割二種，且相關規定過於簡要，不符我國企業併購之發展所需，為便利企業進行組織調整，發揮企業經營效率¹²⁰，我國遂於 2003 年 2 月訂定「企業併購法」專法予以規範。雖然新訂之企業併購法增設多種企業

¹²⁰ 我國企業併購法第 1 條規定：「為利企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效率，特制定本法。」

併購類型(除合併與分割外，另增加收購與股份轉份轉換的併購態樣)，且增訂租稅優惠的鼓勵機制，而使我國企業併購法制漸趨完備。惟不論公司法或企業併購法，均未如同美國各州反併購法一般，對於透過公開收購股份以取得公司控制權之併購方式，另外訂定特別規範。因此，目前我國企業併購法制對於公開收購交易中的股東壓迫問題，似乎亦欠缺相關規範。

近年來隨著企業發展需要，歐美企業發展已久的公開收購併購技巧，已逐漸在我國資本市場中被運用。我國證券交易法雖已參酌美國法訂定公開收購規範，惟並未進一步參考美國各州反併購法訂定股東保障條款，則歐美公開收購實務上之股東壓迫問題，是否會在我國公開收購實務中發生，並影響股東權益及公開收購結果之公平性，均有待進一步探討。以下即就我國現行法制檢討公開收購交易中的股東壓迫問題。

第二節 我國公開收購實務

第一項 公開收購程序

第一款 聘請企業併購顧問¹²¹

以公開收購方式併購其他公司，除應尋找具併購價值之目標公司外，其收購程序尚牽涉許多相關法律面與財務會計面之問題，須委託併購專業顧問進行評

¹²¹ 併購市場趨勢暨專業機構扮演之角色與職能，元大證券承銷部黃幼玲 2007.04.19。

估、規畫及執行。一般而言，公開收購人須聘請之專業顧問包括投資銀行(即我國的財務顧問業者)、律師及會計師，其於併購案中各自扮演之角色與分擔之職能，大致如下：

一、投資銀行(財務顧問)

投資銀行之工作可分成三個部分：

- (一)初期評估及規劃：協助規劃最適策略聯盟計劃及架構；協助搜尋並篩選潛在策略聯盟對象，分析策略聯盟綜效；積極撮合策略聯盟對象，依規劃進行方式，順利達成合作目標；協助策略聯盟雙方協商有關策略聯盟規劃事宜；協助策略聯盟雙方簽訂合作意向書。
- (二)實地查核及評價：協助與策略聯盟對象討論實地查核計劃(範圍、參與人員、時程之安排)；協助準備所需文件資料；協助對策略聯盟雙方進行調查；協助進行財務預測及報表之編制，以利策略聯盟對象進行價格評估；分析評估策略聯盟雙方之財務業務狀況、發展潛力及其他重大事項；出具評價報告並提供價格建議。
- (三)後段協助及執行：出席參與重要決策會議，並協助策略聯盟雙方協商有關策略聯盟規劃事宜；協助策略聯盟雙方進行價格及交易架構之談判協商；協助策略聯盟雙方簽訂正式策略合作協議書；協助擬定策略聯盟案董事會、股東會(視需要)議事錄、重大訊息文稿及新聞稿等文件；協調整合其他專業顧問如律師、會計師、獨立專家等之工作。

二、律師

律師分擔之工作包括法律風險評估及處理；確認目標公司或其資產之法律狀況目標公司之營業是否完全合法；資產之權利是否有瑕疵；公司與員工間是否有特殊之勞資協定；公司與外部簽訂之重大合約；法律訴訟案件；降低併購交易失敗的不確定性；就法律風險評估結果提出說明，並分析可能影響併購之重大問題及解決建議；分析跨國併購雙方所屬國家法律環境之差異並提出合適處理機制；協助擬定併購法律文件內容；依法律風險程度建議交易價格之折讓或併購活動之停止。

三、會計師

會計師之工作包括進行財務稅務複核作業；公司營運狀況之評估；資產負債市場價值之評鑑；稅務問題分析及評估；就財務複核結果提出說明，並分析可能影響併購活動之重大問題及提出解決建議；協助併購交易相關之稅務規劃；分析跨國併購雙方所屬國家會計準則及稅務環境之差異並提出合適處理機制；協助進行企業評價。

第二款 與受委任機構簽訂委任契約

公開收購人向目標公司股東收購股份，於收購期間必須收受應賣股東交存之股份，並交付公開收購說明書。於收購成功後，必須支付款券予應賣人，如應賣數量超過預定收購數量，尚須將已交存但超過比例之股份退還。由於相關作業非常煩雜，公開收購人未必具處理能力，且透過中介機構交易，可增加應賣人之保

障，因此，公開收購管理辦法第 15 條第 1 項規定，上開事務應委由委任機構辦理。

公開收購人得委任之機構包括證券商、銀行或其他經本會核准之機構。公開收購人預定收購上市上櫃公司股票者，因現行實務上應賣作業均採帳簿劃撥方式辦理，應賣人係透過往來證券商辦理交存作業，故其受委任機構應以 1 家為原則。如目標公司為未上市上櫃之公開發行公司股票者，考量應賣人辦理應賣作業之方便性，其受委任機構至多可為 2 家¹²²。

又考量公開收購案件完成前，應賣人所交存有價證券安全控管之必要，公開收購人（含其子公司或屬同一金控旗下之其他子公司）即便本身符合受委任機構之條件（如證券商或銀行），仍不可自行擔任公開收購案件之受委任機構。如被收購公司（含其子公司或屬同一金控旗下之其他子公司）本身為證券商或銀行等符合受委任機構條件者，以及被收購公司之股務代理機構，得經由公開收購人之委任，擔任該次收購案件之受委任機構，惟公開收購人應於公開收購說明書充分揭露受委任機構與被收購公司之關係¹²³。

第三款、應賣人交付股份作業

依同條文第 2 項及第 3 項規定，受委任機構接受應賣人有價證券之交存時，應開具該有價證券種類、數量之憑證與應賣人。受委任機構接受應賣人透過證券商以帳簿劃撥方式交存有價證券者，應依證券集中保管事業相關規定辦理。

第四款 公開收購公告

¹²² 參閱行政院金融監督管理委員會證券期貨局，公開收購相關疑義問答，證券期貨局網站 (<http://www.sfb.gov.tw>)，頁 13-15，2008 年 7 月。

¹²³ 同上註。

公開收購應向主管機關申報並公告後始得為之。由於公告及申報可以不須於同一日為之，但申報時並應檢附公告報紙或所列印已登載於公開資訊觀測站上之證明，因此公告應於向主管機關申報前辦理¹²⁴。至於公告之方式，如公開收購人屬公開發行公司，其公告方式係登載於公開資訊觀測站資訊系統即可，不必登載於報紙。如屬非公開發行公司，應登載於報紙並抄送證券相關機構¹²⁵。

第五款 公開收購申報

公開收購人應填具主管機關訂定之「公開收購公開發行公司有價證券申報書」，連同下列書件並聲明無虛偽隱匿之情事，向主管機關申報辦理公開收購：

1. 公開收購說明書。2. 與受委任機構簽定之委任契約書。3. 如於中華民國境內無住所或營業處所者，指定訴訟及非訟事件代理人之授權書。4. 公開收購如須經證券主管機關或其他主管機關核准或申報生效者，經律師審核並出具具有合法性之法律意見。5. 公告之報紙或登載於公開資訊觀測站資訊系統之證明文件。6. 其他規定之文件。

第六款 公開收購說明書

為使公開收購人對於公開收購之資訊揭露有所遵循，證券交易法第 43 條之 4 第 2 項授權主管機關訂定「公開收購說明書應行記載事項準則」，明訂公開收購應公開之內容。其主要應記載內容如下：

¹²⁴ 參閱行政院金融監督管理委員會證券期貨局，前揭註 122，頁 7-8。

¹²⁵ 公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 26 條：「非公開發行公司依本辦法辦理公告時，應登載於報紙並檢具公告報紙送本會備查，並抄送證券相關機構。(第 1 項)公開發行公司依本辦法辦理公告時，應登載於公開資訊觀測站資訊系統，不適用前項規定。(第 2 項)」

項次	應記載事項	詳細內容
1	公開收購人之身分及背景	<ol style="list-style-type: none"> 1. 公開收購人為自然人者，其本人、配偶與未成年子女之姓名及職業。 2. 公開收購人為公司者，其公司名稱、網址、主要營業項目及其董事、監察人與持股超過公開收購人已發行股份總額百分之十股東之姓名及持股情形。 3. 受委任機構名稱、地址、電話及委依事項。
2	公開收購條件	<ol style="list-style-type: none"> 1. 公開收購條件應記載公開收購期間。 2. 預定公開收購之最高及最低數量。 3. 公開收購對價。 4. 載明公開收購人於本次公開收購條件成就並公告後，除法律另有規定外，應賣人不得撤銷其應賣。
3	收購對價之支付及應賣有價證券之交付	<ol style="list-style-type: none"> 1. 公開收購人支付收購對價之時間、方法及地點。 2. 應賣人成交有價證券之交割時間、方法及地點。 3. 應賣未成交有價證券之退還時間、方法及地點。
4	公開收購對價及來源	<ol style="list-style-type: none"> 1. 以現金為對價者，應列明自有資金明細，如有以融資方式取得者，應詳細載明該融資計畫內容，包含該融資資金來源及主要借款者。 2. 以其有價證券為收購對價者，應列明該有價證券名稱、種類、最近平均價格、成交量及其他相關資料。
5	公開收購之目的與公	<ol style="list-style-type: none"> 1. 公開收購人取得被收購有價證券之目的及

項次	應記載事項	詳細內容
	開收購人之計劃	<p>計畫，包括繼續經營被收購公司業務之意願及計畫內容、取得被收購公司有價證券後一年內復轉讓予他人之計畫。</p> <p>2. 於收購完成後，如有下列情形之計畫，其計畫內容：(1)使被收購公司發生解散、下市(櫃)、重大變動其組織、資本、業務計畫、財務及生產，或其他任何將影響被收購公司股東權益之重大事項；(2)對被收購公司董事、監察人、經理人及員工進行職位異動、退休、及資遣之計畫；(3)除本次公開收購外，自公開收購期間屆滿日起一年內對被收購公司有價證券或重大資產另有其他併購或處分計畫者。</p>
6	公開收購人持有被收購公司股份情形	<p>1. 公開收購人及其關係人於提出申報當時已持有被收購公司有價證券者，其種類、數量、取得成本及提出申報日前六個月內之相關交易紀錄。</p> <p>2. 公開收購人為公司時，其董事、監察人持有被收購公開發行公司有價證券時，亦應一併載明前段事項。</p> <p>3. 公開收購人或其股東如有擔任被收購公司之董事、監察人或係持股超過被收購公司已發行股份總額百分之十股東情事者，該股東姓名或名稱及持股情形。</p>
7	公開收購人其他買賣被收購公司股份情形	<p>1. 公開收購人在申報公開收購前六個月內，如與被收購公司之董事、監察人、經理人及持股超過被收購公司已發行股份總額百分之十之股東及上述人員的關係人，有任</p>

項次	應記載事項	詳細內容
		<p>何買賣被收購公司股份之情事，應記載其股份買賣之日期、對象、價格及數量。</p> <p>2. 公開收購人與前款所列之人員就該次公開收購有任何相關協議或約定者，其重要協議或約定之內容</p>
8	獨立專家意見	<p>1. 公開收購人為自然人者，其獨立專家對於本次公開收購對價現金價格計算或換股比例之評價合理性意見書。</p> <p>2. 公開收購人為公司者，其決議辦理本次收購之股東會或董事會議事錄及獨立專家對於本次公開收購對價現金價格計算或換股比例或其他財產之評價合理性意見書。</p>

第七款 期間屆滿後二日內向本會申報並公告公開收購結果

公開收購人應於公開收購期間屆滿之日起二日內，向主管機關申報並公告下列事項(公開收購管理辦法第 22 條)：

- 1、公開收購人之姓名或名稱及住所或所在地。
- 2、被收購有價證券之公開發行公司名稱。
- 3、被收購有價證券之種類。
- 4、公開收購期間。
- 5、以應賣有價證券之數量達到預定收購數量為收購條件者，其條件是否達成。
- 6、應賣有價證券之數量、實際成交數量。
- 7、支付收購對價之時間、方法及地點。
- 8、成交之有價證券之交割時間、方法及地點。

第二項 部分收購與兩階段收購

與美國威廉斯法相同，我國證券交易法允許公開收購人採取部分收購。依我國證券交易法第 43 條之 2 第 1 項¹²⁶規定，公開收購人不得為降低預定公開收購有價證券數量的條件變更；以及第 43 條之 5 第 3 項¹²⁷規定，公開收購人未於收購期間完成預定收購數量，除有正當理由並經主管機關核准者外，公開收購人於一年內不得就同一被收購公司進行公開收購。因此，公開收購人得預定收購有價證券的數量，收購目標公司的部分股份，惟如應賣有價證券之數量超過預定收購數量，公開收購人應依同一比例向所有應賣人購買，並將已交存但未成交之有價證券退還原應賣人。

於我國法制下，公開收購人既得實施部分收購，縱使其目的是取得目標公司的全部股權，其規劃上亦可先以部分收購的方式，取得目標公司足以控制公司之多數股權，再於第二階段以現金為對價合併目標公司，達成取得目標公司百分之百股權之目的。此即為國外併購實務上所稱的兩階段收購。我國實務上首宗的兩階段收購案例為 2003 年的致達資訊科技股份有限公司(以下簡稱致達資訊)收購台灣慧智股份有限公司(以下簡稱台灣慧智)案。該併購案例事實¹²⁸為：台灣慧智為我國上櫃公司，屬於和信集團之關係企業，於公開收購前和信集團及其利害關係人原本就持有台灣慧智逾 27% 之股權。和信集團計畫取得台灣慧智的全部股

¹²⁶ 證券交易法第 43 條之 2 第 1 項規定，「公開收購人應以同一收購條件為公開收購，且不得為左列公開收購條件之變更：一、調降公開收購價格。二、降低預定公開收購有價證券數量。三、縮短公開收購期間。四、其他經主管機關規定之事項。」

¹²⁷ 證券交易法第 43 條之 5 第 3 項規定，「公開收購人未於收購期間完成預定收購數量或經主管機關核准停止公開收購之進行者，除有正當理由並經主管機關核准者外，公開收購人於一年內不得就同一被收購公司進行公開收購。」

¹²⁸ 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(中)，集保月刊，第 137 期，頁 19-24 (2005)。

權，由張安平先生與和信集團共同設立致達資訊，資本額新台幣 100 萬元，並由張安平先生出任董事長(其亦為台灣慧智之董事長)，作為公開收購人。致達資訊於 2003 年 3 月對外公告，以每股 14.5 元公開收購台灣慧智已發行股份總數 30% 之股份，並以應賣股份達台灣慧智已發行股份總數 15% 為其收購門檻。以當時台灣慧智截至 2003 年 2 月 26 日止之前 30 個交易日之平均收購價 12.19 計算，公開收購之溢價約為 19%。嗣後致達資訊於同年 3 月 22 日公告收購完成，共計收購台灣慧智已發行股份總數 20.39% 之股份，合計其原本之持股，總計持有台灣慧智逾 47% 之股份。隨即，台灣慧智於同於 5 月 24 日召開股東臨時會，通過與致達資訊進行以現金為對價之合併案，合併對價為每股 13.5-14.5 元(合併對價之決定依據為台灣慧智之資產淨值如高於新台幣 47 億元，以每股 14.5 元為合併對價，否則以 13.5 元合併對價)，並以致達資訊為存續公司。最後，致達資訊與台灣慧智完成合併，台灣慧智消滅，並自證券櫃檯買賣市場下櫃。

於致達資訊併購台灣慧智案後，我國併購實務陸續有兩階段收購的案例發生，例如美商英維特數位科技公司併購友立資訊公司、英商渣打銀行併購新竹商銀、台灣捷普科技併購綠點高新科技等。於 2007 年美國著名私募基金凱雷 (Carlyle) 宣佈公開收購全球最大的封裝測試業者日月光公司，掀起一波國外私募基金併購我國上市(櫃)公司之熱潮。雖然凱雷收購日月光案並未成功，但隨後勇德國際公開收購復盛股份有限公司、環球景視公開收購億豐綜合工業股份有限公司，均係兩階段收購之成功案例，且於收購成功後，復盛公司與億豐綜合工業均因合併消滅而下市。

由上述我國併購實務觀之，先以公開收購取得目標公司足以控制公司之多數股份，再以現金為對價合併目標公司之兩階段收購方式，已成為公開收購人取得目標公司全部股份之重要方式。於兩階段收購中，由於公開收購人會於收購成功

後合併目標公司，使目標公司因而消滅，這樣的情形對於目標公司之股東產生足以影響其應賣決策之效果。

第三項 現金逐出合併

於兩階段收購中，公開收購人於收購成功後，以現金逐出合併驅逐其餘未應賣之股東，以達成完全取得目標公司股份之目的。我國法對於現金逐出合併並無明文規定，但實務上得以一般合併方式配合現金對價，達成相同之目的。現金逐出合併於公開收購人取得目標公司百分之百的股份上，扮演相當重要的角色，以下說明之。

第一款 現金逐出合併的意義

現金逐出合併為美國併購實務所發展出來的一種合併模式，其意義係指持有公司多數股權之控制股東，得以「現金」作為合併的對價，對於公司進行合併，強制驅逐其他小股東，以達到完全取得公司控制權之目的(即持有公司 100%的股份)。而所謂驅逐公司小股東，係指公司進行合併時，存續公司(或新設公司)以現金為合併對價支付消滅公司的股東，令其於合併後不僅喪失消滅公司股東的地位，且無法成為存續公司(或新設公司)的股東，而完全被逐出於公司之外¹²⁹。現金逐出合併與一般公司合併之最大差異在於，其係以驅逐少數股權股東為目的，並非真正企業間之實質合併¹³⁰。

¹²⁹ 參閱劉連煜，公司法理論與判決研究(四)，元照出版社，初版，2006年，頁212。

¹³⁰ 參閱邱淑卿，現金合併對股東權益保障之研討(上)，集保月刊，第127期，頁4(2004)。

公司之控制股東以現金逐出合併方式將公司其他小股東逐出公司，通常有許多方面的考量，例如將少數股東逐出公司，使控制股東完全取得控制權，可以避免股東間的利害衝突，而更專注於公司經營；公司由單一股東持有全部股份後，成為非公開發行公司，可避免煩重的公開義務，且免於資訊公開的義務，亦可以避免公司的營業機密外洩；公司所有與經營分離的結果，往往因實際經營者與公司所有者間利害關係不一致，而發生了代理問題。為解決代理問題，必須採取經營控管的措施，而產生了代理成本¹³¹，公司由單一股東持有後，可減少部分代理成本，例如無須委託會計師辦理財務報告的簽證；於公司經營上，可將目標公司納入其集團整體經營的規劃中，例如為了集團利益的考量，將部分產品或商業機會轉予他公司；此外，最重要的是，公開收購人於取得目標公司百分之百的股份後，得獨享目標公司全部的經營利潤¹³²。

第二款 美國法上有關現金逐出合併的規範

美國有關企業併購的規範主要包含於各州的公司法與司法實務見解中。美國各州公司法，原無現金合併的規定，1925 年佛羅里達州公司法首先允許公司得以現金作為合併他公司的對價，之後陸續有其他州跟進，因而實務上開始有以現金合併方式驅逐公司少數股東的案例¹³³。公司進行現金合併，合併後存續公司(或新設公司)以現金為對價支付消滅公司之股東，作為其股份消滅之補償，則合併後消滅公司之股東勢必因不再持有消滅公司與存續公司的股份而喪失原本的股

¹³¹ 根據國外學者的研究，代理成本應包括：(1)本人所支出的監控成本(monitoring expenditures)，例如設計防範代理人有逸脫常軌行為的支出；(2)代理人所支出欲令本人相信其忠實履約的成本(bonding expenditures)；(3)因代理人所作決策並非最佳決策，致造成本人財產上的損失(the residual loss)。參閱，劉連煜，公司法理論與判決研究(一)，元照出版社，1995 年 1 月，頁 9-10。

¹³² See Stephen Kenyon-Slade, *supra* note 3, at 59.

¹³³ 參閱邱淑卿，從現金逐出合併論我國股份收買請求權之規範，國立台北大學法律系碩士論文，民國 92 年，頁 6。

東地位，當然造成驅逐少數股東的效果，惟公司之控制股東如非基於合理的商業目的，而係以驅逐少數股東為目的採取此種強迫退回股東出資的合併方式，其適法性上不無疑義。依當時美國法院的實務態度，明顯反對驅逐少數股東的作法，認為州法雖允許以現金為對價的合併方式，但其目的在於便利企業進行組織調整，而非賦予企業得藉由現金合併驅逐少數股東的權利，強制剝奪少數股東的地位¹³⁴。因此，美國法院對於現金逐出合併案適法性的審查，仍嘗試以保障股東權益為原則作為其合法性的判斷標準。

以德拉瓦州的公司法及實務見解為例¹³⁵。德拉瓦州公司法於 1957 年允許公司於簡易合併時，以現金為合併對價，1967 年時，進一步將其適用擴大到一般的合併，因此依該州公司法的規定，公司以現金為對價合併他公司，造成消滅公司之股東喪失股東地位，並不違法。但面對實務上以驅逐少數股東為目的之現金逐出合併案，德拉瓦州最高法院開始採取其他標準作為合法性的判斷依據。最初德拉瓦州最高法院以事業目的測試原則(the business purpose test rule)檢視現金逐出合併之合法性，於 *Singer v. Magnavox Co.*案中，認為該合併案非以正當事業目的為合併目的，應屬無效。之後，於 *Weinberger v. UOP, Inc.*案¹³⁶中，德拉瓦州最高法院不再採事業目的測試原則，而改採完全公平測試原則(entire fairness

¹³⁴ 參閱邱淑卿，前揭註文，頁 6-7。

¹³⁵ 參閱邱淑卿，前揭註 133 文，頁 8-11。

¹³⁶ *Weinberger v. UOP, Inc.*案之案例事實如下：Signal 公司計畫合併 UOP 公司，其先於公開市場以每股 21 元的價格收購 UOP 公司股權而成為該公司的母公司，之後並取得 UOP 公司七席之董事席次。其後，Signal 公司決定再以同樣的每股 21 元收購 UOP 公司其餘股東的股權。本件合併案順利經 UOP 公司股東會通過，但 UOP 公司之少數股東質疑本件母公司(Signal 公司)以每股 21 元進行現金逐出合併之合法性，因而向法院提出訴訟。本案法院發現：UOP 公司兩位參與經營之董事(此二位董事同時是 Signal 公司的董事)，取得 UOP 公司內部之研究報告，其結論為以每股 21 元收購 UOP 公司之股權，對於 Signal 公司而言，是一個很好的投資機會，但 Signal 公司於取得此項報告後，並未於股東會決議前將該資訊告知 UOP 公司的外部董事與股東。最後，本案法院以母公司(Signal 公司)未充分揭露合併重要相關資訊，不符合公平交易(fair dealing)的要求，且其在現金評價時，未考慮所有因素，以致不符合公平價格(fair price)的要求，因此，本案法院最後以本件合併案無法符合完全公平測試標準(entire fairness test)而廢棄合併案合法之原判決。參閱劉連煜，前揭註 128 書，頁 222-224。

test)作為判斷現金逐出合併的合法性標準，認為公司合併並不一定必須具有特定的商業目的，惟其合併須維持「完全公平」(entire fairness)以保障股東權益，始得謂為合法。而所謂「完全公平」係指公平交易(fair dealing)與公平價格(fair price)，亦即公司進行合併時，不僅在交易程序必須公正、透明及充分揭露相關資訊，俾利股東作成正確的決定，且合併對價尚須符合平價格的標準，以保障股東的權益。

綜上所述，美國企業併購法制允許企業採行以現金為對價的合併，惟對於以驅逐少數股東為目的之現金逐出合併，美國法院實務另外以交易之公平性審查其合法性，以確保少數股東的權益。

第三款 我國法上現金逐出合併之規範

依我國公司法第 317 條之 1 第 1 項¹³⁷規定，公司進行合併應於合併契約中記載存續公司(或新設公司)因合併發行股份之總數、種類及數量，以及對於消滅公司股東配發新股之總數、種類及數量與配發之方法及其他有關事項，其規定的合併對價除因對於消滅公司之股東所配發的股份不滿一股，應支付現金¹³⁸外，僅以股份為限，尚不得以現金為合併對價。

2003 年 2 月我國制定企業併購時，為使企業合併的方式更為彈性，以促進

¹³⁷ 公司法第 317 條之 1 第 1 項規定，「前條第一項所指之合併契約，應以書面為之，並記載左列事項：一、合併之公司名稱，合併後存續公司之名稱或新設公司之名稱。二、存續公司或新設公司因合併發行股份之總數、種類及數量。三、存續公司或新設公司因合併對於消滅公司股東配發新股之總數、種類及數量與配發之方法及其他有關事項。四、對於合併後消滅之公司，其股東配發之股份不滿一股應支付現金者，其有關規定。五、存續公司之章程需變更者或新設公司依第一百二十九條應訂立之章程。」

¹³⁸ 詳前註公司法第 317 條之 1 第 1 項第 4 款。

企業之併購活動，特別規定公司合併得以現金為對價¹³⁹，亦即公司進行合併時，存續公司(或新設公司)得以現金為對價支付予消滅公司的股東，作為其股份消滅的補償。因此，公司進行合併，只要依企業併購法及其他相關法律之程序辦理，至於合併對價為現金或存續公司(或新設公司)發行的股份，於公司合併程序或效力上並無差異，我國企業併購法制上並未予區分。

至於現金逐出合併，我國法制並無特別規範，惟既然我國企業併購法允許以現金為對價的合併型態，公司之控制股東事實上可透過現金對價合併¹⁴⁰的方式，於控制股東或其子公司與公司時，以現金為對價支付予公司之股東，達成驅逐公司少股東的效果¹⁴¹。此種以驅逐公司少數股東為目的之合併型態我國現行法並無特別規範，而且我國實務又未如美國法院實務一樣，為保護少數股東權益而另以完全公平測試原則(entire fairness test)審查其合法性，因此，在我國法上，其法律適用與一般合併並無差異。

第四款 股份收買請求權

公司進行現金逐出合併時，我國企業併購法制特別賦予異議之股東向公司請求以當時公平價格買回其持股之權利，此項權利即是股份收買請求權，對於公司之少數股東具有重要的保護功能，以下討論我國股份收買請求權之規範。

¹³⁹ 企業併購法第 4 條規定，「本法用詞定義如下：……三、合併：指依本法或其他法律規定參與之公司全部消滅，由新成立之公司概括承受消滅公司之全部權利義務；或參與之其中一公司存續，由存續公司概括承受消滅公司之全部權利義務，並以存續或新設公司之股份、或其他公司之股份、現金或其他財產作為對價之行為。……」又同法第 22 條規定，「公司合併契約應以書面為之，並應記載下列事項：……二、存續公司或新設公司因合併發行該公司股份或換發其他公司股份之總數、種類及數量或換發現金或其他財產之數量。三、存續公司或新設公司因合併對於消滅公司股東配發該公司或其他公司股份之總數、種類及數量或換發現金或其他財產與配發之方法及其他有關事項。……」

¹⁴⁰ 所稱現金對價合併，係指公司進行合併時，以現金為對價支付合併後消滅公司之股東。

¹⁴¹ 參閱劉連煜，前揭註 129 書，頁 212。

一、股份收買請求權之意義與功能

股份收買請求權(appraisal rights)係指公司經股東會決議通過，進行一項重要而具基礎性的變更行為(fundamental changes)行為時，例如公司合併、營業讓與等，不同意的股東得依法請求公司以公平價格買回其持股的權利¹⁴²。蓋股東會為有關公司基礎之重大事項決議時，往往易引起股票價格之變更，法律為保護反對決議之股東的利益，特別賦予該異議股東得請求公司以當時公平價格收買其所持有之股份的權利，而此種權利實質上係賦予反對該決議之股東收回投資，退出公司之權利¹⁴³。例如公司與他公司進行合併，公司股東如認為合併案不符合公司利益而反對，惟合併案依然經股東會多數股東同意而通過，此時不同意的股東得行使股份收買請求權，要求公司以公平價格買回其持股。

一般看法認為股份收買請求權有保護公司少數股東之功能¹⁴⁴，蓋於現行公司組織架構下，公司之重大決策係由股東會以多數決之方式進行決議，如股東會已決議進行公司重大基礎變更的行為，例如與他公司合併、讓與營業予他人等，異議股東並無其他方式阻止公司的該等行為，而該等決策往往會影響公司之未來發展，進而影響其投資效益，因此，基於保護公司少數股東之目的，使異議股東於此時得選擇請求公司買回其股份，以退出公司並收回其投資。

二、我國法上股份收買請求權之規定

¹⁴² 參閱劉連煜，前揭註 129 書，頁 216-218。

¹⁴³ 柯芳枝，公司法論(上)，三民書局，5 版，2003，頁 266-267。

¹⁴⁴ 參閱劉連煜，前揭註 129 書，頁 216-218。

我國企業併購法第 12 條第 1 項¹⁴⁵規定，公司進行合併、簡易合併、收購、股份轉換、分割等事宜時，異議之股東於符合法定條件下，得對公司行使股份收買請求權，請求公司按當時公平價格買回其持股。所謂符合法定程序，係指股東對於公司議案表示異議之程序，其程序因決議類型之差異而有不同規定，例如公司進行合併時，參與合併公司之股東應於決議合併之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄，放棄表決權，異議之股東始可行使股份收買請求權(企業併購法第 12 條第 1 項第 2 款)。另有關規定公司出租全部營業、委託經營、他人經常共同經營、讓與全部或主要部分之營業或財產、受讓他人全部營業或財產、合併、分割等決議，公司法第 186 條、第 316 條之 2 及第 317 條¹⁴⁶亦賦予異議股東得請求公司以當時公平價格收買其持股的權利。

綜上，於我國法制下，異議股東之股份收買請求權主要是於公司進行併購活

¹⁴⁵ 企業併購法第 12 條第 1 項規定，「公司於進行併購而有下列情形，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份：一、公司股東對公司依前條規定修改章程記載股份轉讓或股票設質之限制，於股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄，放棄表決權者。二、公司進行第十八條之合併時，存續公司或消滅公司之股東於決議合併之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄，放棄表決權者。但公司依第十八條第六項進行合併時，僅消滅公司股東得表示異議。三、公司進行第十九條之簡易合併時，其子公司股東於決議合併之董事會依第十九條第二項公告及通知所定期限內以書面向子公司表示異議者。四、公司進行第二十七條之收購時，公司股東於股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄，放棄表決權者。五、公司進行第二十九條之股份轉換時，進行轉換股份之公司股東及受讓股份之既存公司股東於決議股份轉換之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄，放棄表決權者。六、公司進行第三十三條之分割時，被分割公司之股東或受讓營業或財產之既存公司之股東於決議分割之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄，放棄表決權者。」

¹⁴⁶ 公司法第 186 條：「股東於股東會為前條決議前，已以書面通知公司反對該項行為之意思表示，並於股東會已為反對者，得請求公司以當時公平價格，收買其所有之股份。但股東會為前條第一項第二款之決議，同時決議解散時，不在此限。」

公司法第 316 條之 2：「控制公司持有從屬公司百分之九十以上已發行股份者，得經控制公司及從屬公司之董事會以董事三分之二以上出席，及出席董事過半數之決議，與其從屬公司合併。其合併之決議，不適用第三百十六條第一項至第三項有關股東會決議之規定。

從屬公司董事會為前項決議後，應即通知其股東，並指定三十日以上期限，聲明其股東得於期限內提出書面異議，請求從屬公司按當時公平價格，收買其持有之股份。……」

公司法第 317 條：「公司分割或與他公司合併時，董事會應就分割、合併有關事項，作成分割計畫、合併契約，提出於股東會；股東在集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄者，得放棄表決權，而請求公司以當時公平價格，收買其持有之股份。……」

動或其他重大影響公司營業時，賦予異議股東的權利，蓋公司有前開情事時，其未來的經營與發展已與股東當初投資公司之狀況大不相同，少數股東如不認同公司的重大決議，賦予其股份收買請求權，可提供其一個退出公司的管道。

三、異議股東請求公司買回持股之程序

異議股東依上開規定請求公司買回持股，應自股東會為決議之日起二十日內，以提出記載股份種類及數額之書面為之。(公司法第 187 條第 1 項、企業併購法第 12 條第 2 項準用)。如股東與公司間協議決定股份價格者，公司應自決議日起九十日內支付價款；如自股東會為決議日起六十日內未達成協議者，則股東應於此期間經過後三十日內，聲請法院為價格之裁定(公司法第 187 條第 2 項、企業併購法第 12 條第 2 項準用)。且公司對於法院裁定之價格，自前開期間屆滿日起，應支付法定利息，而股份價格之支付應與股票之交付同時為之，股份之移轉於價款支付時生效(公司法第 187 條第 3 項、企業併購法第 12 條第 2 項準用)。

第三節 我國公開收購中之股東壓迫問題

第一項 未應賣股份變成少數股權之問題

我國公開收購制度允許公開收購人對於目標公司實施部分收購，如果收購成功，公開收購人通常會取得目標公司的多數股權，並取得公司控制權，而其餘未應賣股東之股份就會變成公司的少數股權。由於少數股權因不具公司控制權，其

價值通常低於公開收購之價格，因此，於我國現行公開收購制度下，亦會發生目標公司股東為避免其持股於收購成功後成為少數股權，而於不公平收購價格應賣之可能。

面對上述不公平的公開收購，目標公司之股東如能集體決策，共同拒絕收購要約，則可避免於公開收購中被迫應賣。惟公開收購要約之對象為目標公司之個別股東，公開收購是否成功取決於應賣之股份總數是否達預定收購之最低股數，而不以股東全體或多數同意為前提。因此，目標公司股東無法共同拒絕不公平的收購要約，以避免於公開收購交易中受迫應賣。綜上，於我國現行公開收購制度下，尚無法避免公開收購交易中之股東壓迫現象產生。

第二項 兩階段收購之問題

如前所述，我國企業併購法允許以現金為對價之合併方式，且對於以驅逐小股東為目的現金逐出合併，並無特別規範。公開收購人於取得目標公司的多數股權後，得依企業併購法之規定，以現金為對價合併目標公司。而實務上公開收購人所訂定的現金合併價格，通常等同或低於公開收購價格，使得第一階段未出售股權之目標公司股東，還是得接受與應賣相同的對價或甚至較低的對價。如此一來，將對於其應賣的決策造成影響。

由於公開收購人於收購成功後實施現金逐出合併的門檻並不高，依企業併購法第 18 條之規定，公開發行公司合併之決議，只須有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意即可。且採取兩階段收購方式，得使公開收購人對於未應賣之股東支付較公開收購價格低的對價，並且能完

成取得目標公司的全部股權。因此，即使公開收購人之目標是收購全部股份，其通常會採取兩階段收購，而非全部收購，更增加公開收購人對於目標公司實施部分收購的情形。

第三項 我國強制公開收購制度無法解決少數股權之問題

英國法上的強制公開收購制度，規定公開收購人如其所持有的股份加計擬收購的數量，達公司有表決權股份總數 30% 以上者，應向持有其餘 70% 股份的全體股東提出相同條件的要約，且對於應賣的股份負全部收購的義務¹⁴⁷。此項規定強制公開收購人於計畫取得目標公司控制權時，必須對於其所有股東提出收購之要約，可解決股東於部分收購中為避免淪為少數股東而競相應賣之問題，而達到減緩股東壓迫之效果¹⁴⁸。

然而，我國強制公開收購制度與上述英國法不同，其規定為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(證券交易法第 43 條之 1 第 3 項、公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 11 條)。符合上開規定之人，雖須透過公開收購方式取得他公司股份，惟其於公開收購中應購買之股數仍為原本預定購買的數量，並無義務向目標公司所有股東收購全部的股份。於此情形下，公開收購人仍得對於目標公司實施部分收購，則目標公司股東仍會面臨股東壓迫的問題。因此，我國強制公開收購制度並無如同英國法制，可避免股東於部分收購中淪為少數股東之功能。

¹⁴⁷ 參閱賴英照，前揭註 5 書，頁 192。

¹⁴⁸ 參閱張心悌，前揭註 36 文，頁 21-24。

第四項 股份收買請求權無法使目標公司股東取得控制權溢價

第一款 股份收買請求權與股東壓迫問題

公開收購交易中股東壓迫問題之發生，一個主要的原因為，公開收購人可能於收購成功後，對於目標公司進行現金逐出合併，並支付低於公開收購價格之合併對價予未應賣的股東。於此情形下，對於公開收購價格不滿意而不應賣的股東，造成極大的應賣壓力。因此，如能於收購成功後，確保未應賣之股東獲得不低於公開收購價格之對價，則可減低公開收購交易之股東壓迫程度。

公開收購人於收購成功後，對於目標公司進行現金逐出合併，異議的股東享有股份收購請求權，得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。因此，於第一階段公開收購中未應賣的股東，如對於公開收購人所訂定之現金合併對價不滿意，得對於合併案表示異議，並向公司主張股份收買請求權。如此一來，股東雖未應賣，但仍得於收購後要求公司買回其持股，並取得「當時公平價格」之對價，似可解決公開收購中股東壓迫之問題。惟公司買回股份之「當時公平價格」，是否會高於或等同公開收購價格，而能確保未應賣的股東於公開收購後仍能獲得不低於公開收購價格，即為關鍵所在。

第二款 我國實務對於公平價格之認定

如前所述，股東實行股份收買請求權時，公司應按當時公平價格予以買回。依現行法制，公平價格之決定，原則上先由股東與公司雙方協議，協議不成時，始由股東向法院聲請為價格之裁定(企業併購法第 12 條第 2 項及公司法第 317 條第 3 項準用公司法第 187 條)。目前我國實務對於公平價格之認定雖無一致的標準，但大致得以公司之股份有無在證券市場交易為區分，分別適用不同的評價標準。

一、未於證券市場交易之股份

由於未在證券市場交易之股份，一般均缺乏客觀的市場交易行情，其公平價格之決定較為困難。實務上，法院於裁定未上市或未上櫃公司股份之價格時，大部分均會依非訟事件法第 89 條之規定，選任檢查人鑑定該股份之價格，再就鑑定價格決定是否採行¹⁴⁹。關於未在證券市場交易之股份的評價方法，依我國過去法院實務，並無一致的標準。有採「公司資產淨值估定之」者，以公司現有之資產扣除負債後之淨值，估算公司股份之價值。亦有採「盈餘資本化」作為評價的基礎，以公司未來預估之盈餘及其成長情形，作為評估公司股價之方法。另外，裁定上也引用一般常見之股票評價理論，包括本益比法、市場價格法、盈餘倍數法等¹⁵⁰。此外，台灣板橋地方法院八十七年度司字第 124 號裁定進一步認為，非證券交易市場上之股份價格的認定，須參酌市場因素、公司目前經營績效、未來發展條件等因素，並非以每股淨值來認定，否則對於小股東之保護不周延¹⁵¹。整體而言，目前實務上尚無一致的公平價格認定標準。

¹⁴⁹ 參閱許美麗，股份收買請求權實務問題之研究，全國律師，第 8 卷第 11 期，2004 年 11 月，頁 64-68。

¹⁵⁰ 參閱劉連煜，前揭註 129 書，頁 218-220。

¹⁵¹ 參閱劉連煜，前揭註 129 書，頁 224-225；許美麗，前揭註 149 文，頁 65。

二、於證券市場交易之股份

對於已於證券市場交易的股份，我國法院通常以股東會決議日之市場交易價格，為其公平價格。例如最高法院 71 年台抗字第 212 號民事裁判要指即謂：「公司法第三百十七條所謂「按當時公平價格，收買其股份」，如為上市股票，依非訟事件法第 89 條第 2 項規定，法院得斟酌當地證券交易所實際成交價格核定之，而所謂「當時公平價格」，係指股東會決議之日，該股份之市場價格而言。」其理由主要是認為，公司股票已於證券市場交易者，除非交易當日有影響市場價格之異常情事，否則其成交市價具有一定公信力。亦即，證券市場聚合買賣雙方，藉由上市公司公開財務報表及主、客因素等訊息，相互磋商而定之成交價格，得提供法院為核定收買股票公平價格之標準¹⁵²。

第三款 我國實務認定之公平價值格常低於公開收購價格

依上所述，我國法院實務對於公平價格的認定，於未在證券市場交易之股票，係以一般常用股票評價理論作為標準。於已在證券市場交易之股票，則以市場交易價格為公平價格。惟此兩種方式所認定之公平價值，通常無法等同於公開收購價格。蓋依一般股票評價理論，其估算股票價值之基礎為公司現在的狀況，並未計入公司被併購後可能產生的併購利益。因此，其估算出之公平價格，通常會比包含控制權溢價的公開收購價格低。另外，已在證券市場交易之股票，雖然可能因公開收購之因素而上漲，但其股價通常無法逾公開收購價格。因此，法院以市場交易價格認定公平價格的結果，通常亦低於公開收購價格。綜上所述，以目前實務對於收買股份公平價格之認定，通常未包含控制權溢價(即併購利益)，因此，公平價格通常低於公開收購價格。

¹⁵² 參閱劉連煜，前揭註 129 書，頁 218-219。

第四節 我國公開收購實務案例－勇德國際併購復盛案

本案為國外著名私募基金「橡樹資本有限公司」(Oaktree Capital Management, LLC；以下稱橡樹資本)透過其百分之百持股的子公司－勇德國際股份有限公司(以下稱勇德國際)，以兩階段收購方式併購我國復盛股份有限公司(以下稱復盛公司)的案例。

一、背景事實

橡樹資本有限公司成立於 1995 年¹⁵³，總部位於加州洛杉磯，為國外著名的私募股權基金公司。為併購我國復盛公司，該公司於台灣設立百分之百持股的子公司－勇德國際，作為公開收購的主體。復盛公司屬我國上市公司，為全球第一大高爾夫球桿頭製造商，其董事長為李後藤。董事長及其家族成員於公開收購前合計約持有 46%，為該公司之主要股東。

本併購案係由復盛公司董事長與橡樹資本共同主導。依公開收購說明書之說明，復盛公司董事長李後藤及其家族成員已同意將其持有約 46.8%復盛公司之股權，於公開收購期間應賣與勇德國際，並將所得大部分資金與橡樹資本旗下的基金，以相同認購價格共同投資於持有勇德國際 100%股權的控股公司(Valiant APO

¹⁵³ 該公司在紐約、史坦福德、東京、新加坡、香港、北京、倫敦、法蘭克福及盧森堡均設有辦公室，目前僱用超過 360 名員工。橡樹資本為一獨立的投資公司，旗下管理資產規模高達 400 億美元。該公司的投資範圍包含私募基金、不動產、亞洲與新興市場股票及利基性債券市場。橡樹資本的機構投資客戶包括了財星前 100 大企業、大型退休基金、私人基金會、大學基金以及高資產價值投資人等。

Holdings, Ltd.)。同時，未來李氏家族在該控股公司的持股比例仍將維持在約 46.8%。本交易完成後，李後藤先生並將繼續擔任合併後存續公司之董事長，而復盛之原經營團隊也將留任。

本併購案之目的，依公開收購說明書之記載，主要是為了引進世界級的營運與管理方式，並以區域型或跨國型併購方式，擴大營運規模，提升競爭力，使目標公司轉型為真正的國際企業。

二、併購過程

2007 年 5 月 9 日，勇德國際宣布計劃以每股 37.5 元公開收購復盛公司所有流通在外的股票。惟以收購達最低收購數量 384,478,000 股(即復盛公司已發行股份之 51%)為完成公開收購的條件。其公開收購價格相較於復盛公司在台灣證交所過去 30 天的平均收盤價，溢價約為 15.7%。收購期間自 2007 年 5 月 9 日至 2007 年 6 月 27 日，為期 50 天。同時宣布在公開收購完成後，勇德國際將以公開收購價格為對價，現金合併復盛公司，並以勇德國際為存續公司。復盛司將因合併而消滅，並自台灣證交所下市。本次公開收購交易總收購價格約為新台幣 283 億元。

2007 年 07 月 25 日，復盛公司公告公開收購期限已屆滿，參與應賣之股數合計 650,131,268 股，佔復盛公司全部已發行股份之 86.24%，已達最低收購門檻。完成收購後，勇德國際共計持有復盛公司 86.24%。隨後，復盛公司於 2007 年 9 月 26 日召開股東臨時會，通過於勇德國際進行合併，以現金每股 34.5 元合併對價¹⁵⁴，並以勇德國際為存續公司，復盛公司為消滅公司。合併基準日訂為 2008

¹⁵⁴ 勇德國際公告將於公開收購完成後，以等同於公開收購價格之對價，合併復盛公司，所以合併對價原本應為每股 37.5 元。惟復盛公司於合併前已辦理除權息，故其合併價格亦隨之調整。因此，每股 34.5 元的現金合併對價並未違反其公告的內容。

年 1 月 1 日，同時也是復盛終止上市日期¹⁵⁵。

三、本案檢討

本併購案即為典型的兩階段收購，勇德國際於第一階段先對復盛公司進行公開收購，並以取得復盛公司 51% 之股權為其收購條件。於公開收購完成後，勇德國際隨即以現金為對價合併復盛公司，合併後復盛公司消滅，於公開收購中未應賣之股東取得現金合併對價，且其持股歸於消滅。

於本併購中，勇德國際並非對復盛公司實施部分收購，而係於公開收購中發出收購復盛公司全部股份的要約。惟為確保收購完成後，能取得公司控制權，以便進行下一步的併購，遂以收購股數達復盛公司 51% 之股權為完成收購之條件。由於勇德國際採全部收購之方式，對於所有應賣股東均有收購股份之義務，因此復盛股東於此公開收購中，不必擔心無參與應賣的機會。惟如前所述，即使是全部收購，仍會有股東壓迫的問題存在。於本併購案中，如有股東認為每股 37.5 元的收購價格不合理，或其想繼續投資復盛公司，可能不願意應賣。但其不應賣的結果，可能是於後來的合併中被逐出公司，其個人的拒絕收購要約並無效用。於此種情況下，原本不願意應賣的股東可能亦會參與應賣。

本併購案之結果，於第一階段公開收購中，應賣的股份共計達復盛公司 86.24% 之股權，其餘 13.76% 未應賣的股份，則於第二階段中被逐出公司。由於本併購案中，第二階段現金逐出合併之對價與公開收購價格實質上相等，對於復盛股東之壓迫情形較輕。惟對於不願意應賣的股東而言，復盛公司董事長及其家

¹⁵⁵ 楊玟欣，〈復盛確定下市 經營團隊不變〉，2007 年 9 月 27 日工商時報。

族所持有 46.8% 股權，於公開收購前已對勇德國際承諾應賣，使公開收購案幾乎已經成功，如選擇不應賣，亦將於第二階段中被逐出公司。因此，於此情形下，復盛公司之股東終究無法繼續持有股份，則參與應賣，提早取得對價，似乎較為有利。因此，只能接受公開收購要約。

綜上所述，於勇德國際公開收購復盛公司案中，勇德國際雖承諾於收購成功後，將以公開收購的價格合併復盛公司，稍可減輕復盛公司股東之應賣的壓力。惟以整個併購案考量，縱其不願意應賣，也會被以現與逐出合併的方式逐出公司，故股東通常會於公開收購中被迫應賣。因此，於公開收購實務上，確實存在股東壓迫的問題。



第陸章 結論與建議

第一節 結論

公開收購是爭取公司經營權最直接的方式。透過直接向目標公司股東提出要約收購股份，既無須取得其董事會與股東會的同意，且可縮短併購的時程，在企業併購上，尤其是敵意併購的情形，扮演相當重要的角色。早期各國對於公開收購並未予以規範，實務上公開收購人通常不公開相關資訊，甚至設計各種不公平的收購技巧，迫使目標公司之股東盲目且倉促地作成決定，嚴重影響股東之權益。且由於公開收購的程序相較於其他併購方式便利，使得公開收購成為企業併購的主要手段，造成目標公司時而遭受威脅。在這樣的背景下，英國與美國率先立法規範，而各國也陸續跟進，目標公司之股東在公開收購交易中，因而得以獲得較公平的交易地位。

雖然現行公開收購之規範已經提供目標公司股東交易上的保障，但目前公開收購交易中仍存在對於目標公司股東不公平之情事。於國外併購實務上運用已久的兩階段收購中，公開收購人先以公開收購的方式取得目標公司的控制權，再於第二階段對目標公司進行現金逐出合併，將其餘股東逐出公司。於此情形下，目標公司之股東面對第一階段的公開收購要約，如認為收購價格不公平，本應拒絕收購要約而繼續持有股份。但考量如其未應賣股份，而公開收購最後又成功，公開收購人通常會以低於收購價格之現金對價對於目標公司進行合併，此時未應賣的股東僅能獲得較少的對價。因此，為避免於第二階段取得較低對價，於面對公開收購時，即使認為收購價格不公平，仍會選擇應賣其股份，而被迫接受收購要約。此種現象即國外學者所稱的股東壓迫現象。

事實上股東壓迫的現象並非僅存於兩階段收購中，而是於所有的公開收購交易中都會發生。於部分收購與全部收購的情形，只要股東不應賣，而公開收購又成功，其持股將會變成目標公司的少數股權。由於少數股權的價值通常低於含有控制權溢價的收購價格，目標公司之股東同樣會為避免其持股成為少數股權，而於不公平的收購價格下，被迫應賣其持股。

由於公開收購交易中的股東壓迫現象，扭曲了目標公司股東的決定，使股東面對不公平的收購要約時，原本應該拒絕應賣，但因為交易中存在股東壓迫的問題，迫使其以不公平的對價出售持股，造成交易的不公平。而這樣的結果使公開收購人得以較低的成本取得目標公司的控制權，與自由競爭交易下，應由對資產運用效率較高而出價較高的使用者取得之結果不一致，影響公司資產透過公司控制權交易作較有效率配置之目的，而減損了社會整體的經濟效益。

我國證券交易法於 1988 年修訂時，仿照美國威廉斯法案將公開收購納入規範。於 2002 年 2 月修法時，再對公開收購的管理做更為詳細的規範。依我國目前公開收購之規範，公開收購人除應公開相關資訊外，在公開收購程序上更須履行一定程序與要件，例如最低公開收購期間、過額應賣的比例收購原則、應賣人的撤銷應賣權等，以確保投資人獲得充分資訊作成決策，並保障目標公司股東交易上的公平。惟我國公開收購制度既允許公開收購人實施部分收購，且現行規範對於收購成功後未應賣股東之少數股權，又缺乏足夠的保障。因此，股東壓迫的現象亦會發生於我國的公開收購交易中。

股東壓迫現象最明顯之兩階段收購，在我國公開收購實務上即不乏其例。2003 年致達資訊併購台灣慧智案，為我國首宗的兩階段收購案。致達資訊先對上櫃公司台灣慧智進行公開收購，並於收購成功後，以等同於公開收購價格之現金對價合併台灣慧智，台灣慧智並於合併後消滅、下櫃。其後，我國實務上陸續有兩階段收購的案例發生，例如美商英維特數位科技公司併購友立資訊公司

(2005)、美商矽成積體電路公司併購台灣矽成積體電路公司(2005)、英商渣打銀行併購新竹商銀(2006)、台灣捷普科技併購綠點高新科技(2006)、勇德國際公開收購復盛股份有限公司、環球景視公開收購億豐綜合工業股份有限公司等。顯見兩階段收購已逐漸成為我國企業併購之主要手段之一。

企業併購中兩階段收購方式的頻繁出現，對於目標公司及其股東造成相當大的威脅。我國證券交易法雖然訂有強制公開收購之規定，但該規定並未如同英國法之強制公開收購，對於取得公司控制權之公開收購人，課予向目標公司的所有股東收購全部股份之義務。因此，目標公司之部分股東，難以避免於部分收購後，淪為公司少數股權股東之地位。又我國企業併購法雖然賦予異議股東股份收買請求權，似可保障股東於第二階段逐出合併中，獲得公平的合併對價。惟依我國法院實務對於股份公平價格之認定標準，其所裁定的公平價格並無法確保等同於公開收購價格。因此，目標公司之股東無法憑藉股份收買請求權，有俟無恐地拒絕應賣。此外，股東於第一階段應賣與第二階段取得合併對價間之稅負差異，更加重股東被迫應賣的壓力。由此觀之，我國目前法制並無法保障公開收購中未應賣股東之權益，而使目標公司股東必須於公開收購交易中承受股東壓迫的問題。

綜上所述，股東壓迫問題確實存在於我國公開收購制度中，而實務上亦不乏其例。由於股東壓迫問題會影響股東的決定，扭曲公開收購之結果，因而阻礙公開收購交易之經濟效率，影響整體社會經濟效益之創造，實有予以規範之必要。惟增加限制往往會減低效率，對於股東壓迫問題予以規範，其另一面即為增加公開收購人之併購成本，兩者間總是存在著衝突。如何在效率與公平間取得平衡，是所有法律制度必須面對的困境。對於公開收購中之股東壓迫問題的規範，應該以儘量減少交易中的股東壓迫現象，而又不妨礙企業併購之進行，始能發揮公開收購制度之最大效益。以下就我國公開收購交易之股東壓迫問題，提出相關建議，以供參考。

第二節 對於我國公開收購交易中股東壓迫問題之建議

如前所述，於我國現行制度下，公開收購交易中亦存在股東壓迫的現象，造成交易的不公平。由於股東壓迫的原因有二，其一為收購成功後未應賣股份變成少數股權，而其價值低於公開收購價值。另一為目標公司股東無法共同拒絕不平等的收購要約，使股東必須面臨應賣與不應賣均不利益的兩難。因此，規範上可能從這兩方面來思考解決之措施。但應注意的是，必須同時兼顧公平與效率，避免過度限制公開收購交易，影響企業併購之進行。

為避免部分收購對於目標公司股東所造成的壓迫問題，最直接的作法可能是禁止部分收購或採行英國法上的強制公開收購制度。惟此種方式要求公開收購人欲取得目標公司之控制權時，必須一次收購目標公司的全部股份，大幅增加收購的成本，可能會減少市場上之公開收購活動，阻礙企業併購之進行。此外，於公司經營與所有分離之趨勢下，本來就不要求經營者必須持有公司的全部股權，如要求公開收購人必須收購全部股份，始得取得公司控制權，似與上述原則不符。因此，在肯認公開收購對於公司控制權市場之重要性下，禁止部分收購的方式可能過度限制公開收購交易，不利於整體經濟效益。

另一種直接的作法為，賦予公司股東會對於公開收購之決定權。亦即，公開收購人對於目標公司進行公開收購前，應先取得股東會的同意。此種方式使股東得以共同決議，決定是否移轉公司控制權，並且使不公平的公開收購失敗。惟程序上將大幅增加所需時間，使得公開收購喪失了相較其他併購方式之優勢，而破壞了公開收購的本質。因此，此一方式亦不可行。

在兼顧公開收購之效率與公平的前提下，本文認為應該維持公開收購原本的

架構，但於解決股東壓迫問題上，應從公司控制權移轉的面向予以規範。蓋於一般股份買賣的情形，股東拒絕出售股份，其結果僅是繼續持有公司的股份，其股東的地位並未改變。惟於公開收購的情形，其未應賣的結果，雖然也是繼續持有股份，但公司的控制權已由現任管理階層移轉給公開收購人。此時，公司的基礎已發生重大變更，實質上已造成其股東地位的重大改變，應比照企業合併的情形，賦予股東退出公司的機會。

基於上述原則，本文建議有關公開收購之規範，仍允許公開收購人以部分收購的方式，取得目標公司之控制權。但因公司控制權已經移轉，應賦予股東「特別的股份收買請求權」，使其得向公開收購人請求收購其股份，以減輕交易中的股東壓迫問題。所謂「特別的股份收買請求權」，係指於公開收購中未應賣的股東，於公開收購人對於目標公司實施合併時，得向其請求以公開收購價格或合併時股價，以孰高者為準，收買其持股。應說明者如下：

(一)此種股份收購請求權僅能於公開收購人於收購成功後，對於目標公司進行合併時，才能請求。蓋如允許未應賣的股東任意請求公開收購人買回股份，其結果與英國強制公開收購制度相同，等於變相禁止部分收購，其對於企業併購活動之影響，已如前述。因此，僅限制於上述情形下，股東始得實施請求權。

(二)未應賣股東請求公開收購人買回的價格，應以公開收購價格或合併時股價孰高者為準。蓋公開收購人如對目標公司進行合併，我國現行法制已賦予異議股東股份收買請求權，惟如前所述，我國法院實務對於股份之公平價格的認定，通常會低於公開收購之價格。因此，如賦予目標公司股東於上述情形，至少得以公開收購價格請求公開收購人買回股份，應可減輕其對於被以較低對價逐出公司的擔心。如此一來，可以減緩股東壓迫的問題。

事實上，賦予未應賣股東「特別的股份收買請求權」，並不能完全解決股東

壓迫的問題，因為如果公開收購人如不於公開收購後，對於目標公司進行合併，股東就無法實施此種請求權。則其淪為少數股權股東之情形，並無法避免。惟如認為部分收購具有其併購上的價值，而允許以部分收購取得公司控制權，則無法避免目標公司的部分股東會成為少數股權股東。此種情形，正是效益與公平間的取捨的結果，也是必須付出的代價。

綜上所述，本文建議得於企業併購法增訂「特別的股份收買請求權」，規定公開收購人於收購成功後，如對於目標公司進行合併，異議之股東得向其請求收買其持有之股份，且其收購價格應以公開收購價格或合併時股價孰高者為準。以解決公開收購交易中股東壓迫的問題。



參 考 文 獻

壹、中文部分(按作者姓氏筆畫順序)

一、中文書籍

- 1.方嘉麟、林進富、樓永堅審定，企業併購個案研究，元照出版社，初版（2007）。
- 2.王志誠，企業組織再造法制，元照出版社，初版（2005）。
- 3.台灣金融研訓院，評價之控價與溢價(企業評價認證講義)，自版，2007年5月。
- 4.余雪明，證券交易法，證基會，4版(2003)。
- 5.易建明，美國、日本與我國「公開出價收購法制」之比較研究，作者自版，1999年8月。
- 6.林國全，證券交易法研究，元照出版社，初版（2000）。
- 7.社團法人中華公司治理協會，公司治理研究報告第4冊—外部公司治理(2003)。
- 8.柯芳枝，公司法論(上)、(下)，三民書局，5版（2003）。
- 9.黃銘傑，公開發行公司法制與公司監控，元照出版社（2001）。
- 10.劉連煜，公司法理論與判決研究(一)，元照出版社，初版（1995）。
- 11.劉連煜，公司法理論與判決研究(四)，元照出版社，初版（2006）。
- 12.劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版社，三版（2004）。
- 13.賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，自版，初版（2006）。
- 14.(美)弗蘭克.伊斯特布魯克、丹尼爾.費希爾著，張建偉、羅培新譯，公司法的經濟結構，北京大學出版社，1版(2005)。
- 15.(美)約瑟夫.E.斯蒂格利茨、卡爾.E.沃爾什著，黃險峰、張帆譯，經濟學上冊，1版(2005)。
- 16.(美)萊納.克拉克曼、(英)保羅.戴維斯等著，劉俊海、徐海燕等譯，公司法剖析：比較與功能的視角，北京大學出版社，1版(2007)。
- 17.J.弗雷德.威斯通、馬克 L. 米切爾、J. 哈羅德 馬爾赫林著，張秋生、張海珊、陳揚譯，接管、重組與公司治理，北京大學出版社，1版（2006）。

二、中文期刊、論文

- 1.王文宇，非合意併購的政策與法制，收錄於公司與企業法制(二)，頁 69-70，元照，初版(2007)。
- 2.林仁光，公司合併與收購之法律規範，萬國法律，第一〇五期，1999 年 6 月。
- 3.黃銘傑，我國公司法制關於敵意併購與防衛措施規範之現狀與未來，月旦法學，第 129 期，民國 95 年 2 月。
- 4.曾宛如，英國公開收購制度之架構，萬國法律，第 105 期，民國 88 年。
- 5.劉連煜，公開收購股權與惡意購併，月旦法學，第 83 期，民國 90 年。
- 6.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，民國 91 年 7 月。
- 7.王家慶，論公司法中契約自由與法律干預－以敵意式公開收購為例，中原大學財經法律學系碩士論文，民國 95 年 7 月。
- 8.林黎華，強制收購制度之研究－兼論我國公司控制權移轉時對少數股東的保護，銘傳大學法律研究所碩士論文，民國 93 年 7 月。
- 9.邱淑卿，從現金逐出合併論我國股份收買請求權之規範，國立台北大學法律系碩士論文，民國 92 年。
- 10.胡高誠，從股權結構觀點探討反併購法制及措施，國立東華大學財經法律研究所碩士論文，民國 97 年 1 月。
- 11.黃思敏，公司敵意接管防衛措施規範之研究，世新大學法學院碩士論文，民國 92 年 7 月。
- 12.劉彥皇，公司敵意併購防禦措施之研究，公司敵意併購防禦措施之研究，中原大學財經法律學系碩士論文，民國 96 年 7 月。

貳、英文部分

一、英文書籍

1. John C. Coffee, Jr. and Joel Seligman, *Securities Regulation – Cases and Materials*, Foundation Press, ninth edition. (2003)
2. Louis Loss and Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, Aspen Law & Business, third edition. (1995)
3. Ronald J. Gilson and Bernard S. Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Foundation Press, second edition. (1995)
4. Stephen Kenyon-Slade, *Mergers and Takeovers in the US and UK – Law and Practice*, Oxford University Press. (2003)
5. Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, West Press, fifth edition. (2005)

二、英文期刊

1. Barbara J. Thomas, *Securities Regulation - Effectiveness of Withdrawal of a Cash Tender Offer -Field v. Trump*, 850 F.2d 938 (2d Cir. 1988), cert. denied, 109 S. Ct. 1122 (1989), 62 Temp. L. Rev. 1033
2. Comment, *Front-end Loaded Tender Offers: the Application of Federal and State Law to an Innovative Corporate Acquisition Technique*, 131 U. Pa. L. Rev. 389 (1982)
3. Comment, *Promoting Shareholder Equality in Stock Accumulation Programs for Corporate Control*, 36 Am. U. L. Rev. 93 (1986)
4. David J. Segre [FNa], *Open-market and Privately Negotiated Purchase Programs and the Market for Corporate Control*, 42 Bus. Law. 715 (1987)
5. David W. Leebron, *Games Corporations Play: a Theory of Tender Offers*, 61 N.Y.U. L. Rev. 153 (1986)

6. Deborah A. DeMott, Current Issues in Tender Offer Regulation: Lessons from the British, 8 N.Y.U. L. Rev. 945 (1983)
7. Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, Corporate Control Transactions, 91 Yale L.J. 698 (1982)
8. Gregory R. Andre, Tender Offers for Corporate Control: a Critical Analysis and Proposals for Reform, 12 Del. J. Corp. L. 865 (1987)
9. John C. Coffee, Jr., Regulating the Market for Corporate Control: a Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance, 84 Colum. L. Rev. 1145 (1984)
10. Louis Lowenstein, Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: a Proposal for Legislation, 83 Colum. L. Rev. 249 (1983)
11. Lucian A. Bebchuk, The Case for Facilitating Competing Tender Offers: a Reply and Extension, 35 Stan. L. Rev. 23 (1982)
12. Lucian Arye Bebchuk, The Case for Facilitating Competing Tender Offers, 95 Harv. L. Rev. 1028 (1982)
13. Lucian Arye Bebchuk, The Pressure to Tender: an Analysis and a Proposed Remedy, 12 Del. J. Corp. L. 911 (1987)
14. Lucian Arye Bebchuk, Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers, 98 Harv. L. Rev. 1695 (1985)
15. Miriam P. Hechler, Towards a More Balanced Treatment of Bidder and Target Shareholders, 1997 Colum. Bus. L. Rev. 319 (1997)
16. Note, Protecting Shareholders Against Partial and Two-tiered Takeovers: the Poison Pill Preferred, 97 Harv. L. Rev. 1964 (1984)
17. Richard A Booth, The Problem With Federal Tender Offer Law, 77 Cal. L. Rev. 707 (1989)
18. Richard A. Booth, The Promise of State Takeover Statutes, 86 Mich. L. Rev. 1635 (1988)

19. Robert Owen Ball, III, Second Step Transactions in Two-tiered Takeovers: the Case for State Regulation, 19 Ga. L. Rev. 343 (1985)
20. Roger J. Dennis, Two-tiered Tender Offers and Greenmail: Is New Legislation Needed?, 19 Ga. L. Rev. 281 (1985)
21. Theodore N. Mirvis, Two-tier Pricing: Some Appraisal and 'Entire Fairness' Valuation Issues, 38 Bus. Law. 485 (1983)
22. Victor Brudney and Marvin A. Chirelstein, A Restatement of Corporate Freezeouts, 87 Yale L. J. 1354 (1978)
23. Victor Brudney and Marvin A. Chirelstein, Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers, 88 Harv. L. Rev. 297 (1974)
24. Victor Brudney, Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations, 71 Cal. L. Rev. 1072 (1983)

