

效率、併購與公司治理 - 以敵意併購法規範為核心

朱德芳*

目次

- 壹、研究動機與研究範圍
- 貳、效率與敵意併購法制
 - 一、公司法之規範目的與公司治理核心
 - 二、控制權交易（control transaction）與公司價值極大化
 - 三、我國上市公司股權結構現況與敵意併購法制架構之關連性
- 參、敵意併購所涉及之當事人利害衝突
 - 一、目標公司之股東與經營團隊間（目標公司之控制股東與非控制股東間）之利害衝突
 - 二、目標公司股東與併購者間之利益衝突
- 肆、美國實務界與法學界對於敵意併購防禦措施之爭論
 - 一、聯邦法之相關規定—The Williams Act
 - 二、州法之相關規定—State Anti-Takeover Statutes
 - 三、州法院見解
 - 四、學者見解
 - 五、小結—美國制 vs. 英國制
- 伍、我國法制之完善—代結論

關鍵字：公司治理、敵意併購、利益衝突、控制權交易、公開收購、現金收購

投稿日期：九十五年十一月二十九日；接受刊登日期：九十五年十二月八日

* 美國加州柏克萊大學法學博士，中原大學財經法律研究所助理教授。

** 本文感謝中原大學財經法律研究所王家慶、林怡秀、江盈萱、張晶瑩同學協助蒐集資料。

壹、研究動機與研究範圍

公司自成立之日起至清算終了為止，無時無刻不在上演著各種利害關係人間之利益衝突問題，這其中之利害關係人，包括了股東、債權人、經營團隊、員工、消費者等等。從更廣義的角度而看，一公司利害關係人間之利益衝突，事實上牽動著整個國家社會的福祉。仔細分析，公司存續過程中的某些時刻，例如公司面臨買賣公司主要部分資產、併購等重大變動¹、公司減資²、公司重整與破產時³，前述當事人間之利益衝突會有加劇之現象。這些利害關係之調整，有些是透過公司法、證券交易法、企業併購法等進行規範，有些則是透過民法、勞工法、消費者保護法，或者公平交易法加以處理。本文擬以敵意併購為核心，討論各該利害關係人間之利益衝突態樣，同時提出法規範修正建議。

¹ 朱德芳，*Modernizing the Dissenting Shareholder's Appraisal Right in Taiwan*，中原財經法學，第十期，頁 327、334-340（2003）（本文論述公司面臨重大變動時，異議股東收買請求權可以達到促進公司經營團隊進行價值極大化之交易，同時避免價值減損交易之產生）。

² 朱德芳，股份有限公司減資之研究—以形式減資為核心，兼論私募增資之相關問題，兩岸公司法理論與實證之研究學術研討會論文集，中原大學商學院、法學院合辦，頁 57-92（2005），（本文詳細分析了近年來上市櫃公司間十分盛行的先形式減資後私募增資之方式，所產生之當事人間嚴重的利害衝突問題，並嘗試提出法規範修正意見）。

³ 朱德芳，論重整中公司之公司治理問題—以當事人利害衝突與重整法之目的為核心，兼論債權人於公司治理中之功能與地位，東吳法律學報，第十七卷第二期，頁 193-248（2005）。

英美兩國由於股權結構、企業文化，以及法律規範等因素之影響，敵意併購較為常見，相關研究也十分可觀，美國學術界與實務界對此一議題之看法，更是涇渭分明。此外，近幾年來歐盟針對第十三號指令之討論⁴，以及德、日近年對於敵意併購亦有相關之法規頒行，國際間一片研究敵意併購之浪潮。

然在我國，過往由於股權結構、企業文化⁵，以及法律規範等因素之影響，相較於英美等國，敵意併購之相關實例確屬少見。因之，對於敵意併購之相關重要議題，例如目標公司現任經營者面對敵意併購是否可以採行防禦措施、目標公司現任經營者對於公司之忠實義務、目標公司股東對此之參與程度、利害關係人於敵意併購所生之利益衝突應如何解決等相關議題之研究，相較於敵意併購盛行之國家，如英美等國，自是較少。

⁴ Generally see Marco Ventoruzzo, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends*, 41 TEX. INT'L L.J. 171 (2006).

⁵ 參閱王純瑞、陳雅蘭，經濟日報，施振榮放話！不歡迎敵意併購，2006 年 11 月 29 日，「泛宏碁集團創辦人施振榮昨（28）日說，明基需要好好調養，重新布局再出發，明基及友達不會賣給韓國三星集團、鴻海或其他外資法人，明基及友達不歡迎敵意併購。……施振榮表示，外資投資不是壞事，但任何併購都應該是善意的，不歡迎敵意併購。也就是說，要取得經營團隊的同意，才能發揮最大經營績效。……」，<http://udn.com/NEWS/FINANCE/FIN1/3625454.shtml>（2006/11/29，造訪）。施振榮此番談話，或者可視為我國企業界普遍對於敵意併購負面評價之總結。

過去我國關於公司間經營權之爭奪，併購者除係直接於市場中購入目標公司股份外，多係以委託書蒐購的方式進行之⁶，從而產生許多問題，深受各界詬病。自證券交易法於一九九五年增訂公開收購等相關法律規範以及陸續修訂委託書徵求等規則後，我國可謂邁向敵意併購之新紀元。然第一宗以公開收購方式進行敵意併購之案例，卻遲至二〇〇一年，始出現中華開發工業銀行公開收購大華證券股份有限公司股份⁷。二〇〇三年三月則出現第二宗致達資訊科技股份有限公司公開收購台灣慧智股份有限公司，致達資訊並於同年六月間以現金逐出方式合併（cash-out merger）台灣慧智⁸。此外，從二〇〇五年延續至二〇〇六年的敵意併購案例—中華開發金融控股股份有限公司與金鼎

⁶ 楊佳璋、張子，經營權爭霸—企業敵意併購攻防戰，頁 109-121，商周出版（2001）。

⁷ 本案相關分析請見黃正一，歐洲聯盟之公開收購規定—以中華開發收購大華證券為例比較我國公開收購規定，法令月刊，第五十三卷第十二期，頁 63-67（2001）。中華開發前後對於大華證券進行兩次公開收購，第一次係在 90 年 3 月至 5 月間，由於舊證交法對於公開收購採核准制，致使大華證券有足夠時間採取如提前召開股東會、修改章程降低董監事席次等防禦措施，導致此次收購未能使中華開發取得具控制權的股份與董監事席次；第二次公開收購係發生於 91 年 3 月至 4 月間，此次收購在雙方經營團隊已有默契的情況下，屬於善意之公開收購。併購以敵意為始，以善意為終，也符合國外實務運作之經驗。

⁸ 應注意者，本案為控制股東所主導之公開收購，故嚴格來說非屬敵意併購。本案相關分析詳見本文第參部分論述。

證券股份有限公司之經營權爭奪，又提供了吾人另一次檢視我國現行有關敵意併購之相關法規是否達到其規範目的的好機會⁹。

雖然目前國內關於敵意併購的相關案例以及研究仍然較少，但法律實務界與學術界皆多預測，未來我國敵意併購恐將成一趨勢，故近一兩年也興起一股研究敵意併購之熱潮¹⁰。本文亦認為敵意併購未來可能成一常態，蓋我國直接金融市場日趨國際化、相關法規提供更為便捷的敵意併購工具，以及我國上市櫃公司股權結構趨向少數控制之

⁹ 本案應為我國第一個以公開收購方式成功敵意併購目標公司之案例。中華開發於今年 5 月 2 日金鼎證券之股東會中，順利取得 9 席董事中的 4 席，2 席監察人中的 1 席，期間金鼎證券雖意圖以四合一等防禦措施，逼退中華開發，未料其中之遠東證券與環華證金相繼被中華開發所策反。參閱高照芬，自由電子報，金鼎併遠東證，損及股東權益，2006 年 3 月 1 日，<http://www.libertytimes.com.tw/2006/new/mar/1/today-e5.htm>（2006/11/29，造訪）；郭穗綜，自由電子報，金鼎證券董監改選 開發金控獲四董一監 OK！，2006 年 5 月 2 日，http://www.idn.com.tw/article/article_content.php?catid=3&catsid=1&catdid=2&artid=20060502abcd011（2006/11/29，造訪）。

¹⁰ 林仁光，公司合併與收購之法律規範，萬國法律，第一〇五期，頁 23-40（1999）；曾宛如，英國公開收購制度之架構，萬國法律，第一〇五期，頁 40-46（1999）；賴英照，公開收購的法律規範，金融風險管理季刊，第一卷第二期，頁 75-95（2005）；王文宇，非合意併購的政策與法制——以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，第一二五期，頁 155-175（2005）；張心悌，從法律經濟分析觀點探討強制公開收購制度，「公司證券法制」學術研討會，輔仁大學財經法律學系（所）主辦，頁 143-175（2004）；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，第一二九期，頁 134-160（2006）。

情況，亦有越演越烈之趨勢¹¹，這些因素均有利於敵意併購之產生。學界早先一步針對敵意併購進行研究，實有相當之必要。

因之，本文擬在國內已有的研究基礎上，繼續此一主題之深入探討。相較於過往關於此一領域之研究，本文主要著眼於以下幾個方向：

1. 詳細分析各利害關係人於敵意併購下之利益衝突。
2. 除說明美國法與法院實務對於敵意併購之規定與判決外，重點分析美國學術界對於實務見解之評價與建議。
3. 分析英美兩國雖均為股權分散之國家，但對於敵意併購之處理卻天差地別之理論依據。
4. 針對我國趨向少數控制以及散戶持股較多的股權結構，從公司治理之角度，提出法規應予修正之方向。

根據以上研究範圍，本文各部分安排如下。

第貳部分「敵意併購法制之立法原則與目的」，首先論述敵意併購法制之目的應在促進公司價值增加之交易（value-increasing transaction）的進行，同時防止公司價值減損之交易（value-decreasing transaction）的發生，與公司法的根本目的——公司價值之極大化並無不同。並舉例說明無論係善意或敵意併購，只要涉及公司控制權移轉交易（control transaction），即會對公司價值之增減產生影響。本部分同時指出，控制權移轉交易是否為價值增加交易之關鍵點，在於非控制股東是否取得不少併購前其股份之真實價值（value）。

¹¹ 關於此一趨勢之分析，詳見本文第貳部分。

第參部分「敵意併購所涉及之當事人利害衝突」則進一步論述，敵意併購下的當事人利害衝突與各該行為之行為動機，用以作為法規設計之依據。本部分將主要討論目標公司股東、經營團隊，以及併購者間之利益衝突。國內目前研究多偏重敵意併購中，目標公司經營團隊與股東間之利益衝突問題，故本文將著重分析目標公司股東與併購者間之利益衝突，說明目標公司股東面對併購者之公開收購要約時，會有應賣之壓迫效果（coercive effect），從而可能導致價值減損併購之發生。

第肆部份「美國實務界與法學界對於防禦措施之爭論」，則先說明美國聯邦法對於敵意併購係採中立原則，而州法以及法院判決對於相關問題之處理，卻與美國學術界之主流意見有相當差異，究其原因除係因各州所面臨州法之競爭外，亦係對於「公司價值隱藏理論」與「公司價值可知理論」之爭論。本部分亦將分析英美兩國，雖均屬股權分散國家，卻分別採取「股東優先主義」（shareholder primacy）與「董事優先主義」（director primacy），主要係根源於兩國對於經營團隊與股東間之權限範圍，以及處理敵意併購中，目標公司經營團隊與股東、目標公司股東與併購者間之利益衝突的方式不同所致。最後，本文贊同部分美國法學界之建議方向，即法規範基本上應趨向英國法之設計。

第伍部分「我國相關法制之完善——代結論」則提出我國敵意併購相關法規之修法建議。承接第肆部份針對英美兩國敵意併購相關規範之分析，本部分根據我國上市櫃公司趨向少數控制，以及散戶持股比例偏高之股權結構特性，本文認為除可思考參照英國法制，由目標公

司股東會決定是否採行防禦措施外，同時尚應從強化個別股東權、強化股東會權限，與修改不合理加重併購者成本之相關規定三方面著手。

由於我國公司之股權結構、企業文化與相關法制影響，敵意併購目前仍較為少見。故本文之部分論述，將以我國近來較為常見善意併購為例說明之。蓋敵意併購與善意併購主要差異僅在於敵意併購加入併購者此一利害關係人，必須考量目標公司控制股東與併購者，及目標公司非控制股東與併購者間之利益衝突，除此之外，此外善意併購與惡意併購在目標公司之控制股東與非控制股東間之利益衝突態樣與法規範追求公司價值極大化之目的，均無軒輊。故以善意併購為例說明將不影響本文對於敵意併購相關議題之分析，核先敘明。

貳、效率與敵意併購法制

一、公司法之規範目的與公司治理核心

公司法追求公司價值極大化之法規範目的，為公司法學界之多數說應無疑義¹²。此一公司價值極大化之概念，有時會以追求「股東價值極大化」之概念表述之¹³。蓋一般而言，由於公司股東為剩餘財產分配請求權人（residual claimant），剩餘財產分配權之本質，使股東在公司

¹² 關於公司法規範目的的相關討論，請見朱德芳，前揭註 3，頁 216-231。

¹³ 黃銘傑，公司法七十二變——下一階段公司法修正方向之芻議，月旦法學教室，試刊號，頁 96-97（2002）。

賺越多時，獲利越高，相較於對於公司僅有一固定數額請求權（fixed claim）之債權人（無論自願性或非自願性之債權人，包括公司之上下游廠商、經理人、員工、侵權行為之債權人等）來說，股東的利益與公司的利益應屬一致¹⁴，也就是說，追求公司利益極大化可以透過促進股東利益極大化獲得實踐。

然與公司有利害關係者不僅股東而已，尚包括前述之公司債權人、經理人、員工等，這些人的利益，在所謂的股東價值極大化的追求中是否會被犧牲？如前所述，本文認為一般稱股東價值極大化其實質為公司價值極大化之代名詞，公司其他利害關係人之利益，事實上被包含在公司價值極大化的追求中。美國Hansmann與Kraakman兩位教授，亦分別分析了以股東（the shareholder-oriented model）、經理人（the manager-oriented model）、勞工（the labor-oriented model）、國家（the state-oriented model），以及其他利害關係人（the stakeholder-oriented model）為核心之公司治理架構之優劣。其結果發現，倘從效率極大化的角度觀察，無論於集中型股權結構（concentrated shareholdings）

¹⁴ See FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 67-70 (Harvard U. 1991). 前揭文討論的重點之一為，公司涉及的利害關係人眾多，包括有股東、債權人、經理人、員工等等，為何將公司重大事項之決定權獨交由股東行使？本文認為，這主要是因為股東為剩餘財產請求權人，相較於債權人等固定收益請求權人，其有最大動機將公司價值極大化。

或者分散型的股權結構下（dispersed shareholderings），以股東為核心之公司治理架構，仍是對所有市場參與者較佳的選擇¹⁵。

然關鍵問題是，股東雖為剩餘財產分配請求權人，但其是否能總是作成促進公司價值極大化之選擇？

首先，股東能作成公司價值極大化決策之先決要件為，公司資訊揭露即時、充分，股東積極參與公司決策。但此一先決條件是否適用於現今股權較分散，所有與經營較為分離的現代公司，則頗受質疑。股東人數眾多後所產生的「集體行為問題」（collective action problem），無論係搭便車行為（free-riding）或者囚犯困境（prisoners' dilemma）現象，某程度已嚴重侵蝕到股東作為剩餘財產分配請求權人所應發揮的促進公司價值極大化之功能。此外，我國由於趨向少數控制之股權結構，同時控制股東往往利用金字塔結構、交叉持股、委託書徵求等方式間接控制公司¹⁶，均使股東會功能受到極大限制。在股東集體行為所生之困境很難突破的情況下，本文即十分贊同近幾年公司法修正關注個別股東權強化之發展方向，本文並認為在現有基礎上，應更進一步細緻化相關配套措施¹⁷。

¹⁵ Generally see Henry Hansmann & Reinier Kraakana, *The End of History For Corporate Law*, 89 GEO. L.J. 439 (2001).

¹⁶ 葉銀華、李存修，健全台灣之公司法治理機制－從台灣出發，公司治理研究報告－第二冊，中華公司治理協會，頁 6-11（2003）。

¹⁷ 本文關於此一議題之建議，詳見第五部分。

再者，公司面臨某些特殊時刻時，股東之利益事實上與公司之利益未必一致，例如公司財務狀況不佳，面臨重整時，此時股東決定公司是否應予清算分配或者應該繼續營運上、對於新投資案的投入上等方面，均會有為自己利益選擇而忽略公司最佳利益之現象¹⁸。本文認為目標公司股東在面臨敵意併購時，亦有可能發生股東與公司利益不一致的現象。本文第參部分特別提出，目標公司股東在面對併購者之公開收購要約時，由於存在有應賣之壓迫效果（pressure to tender），在無相關配套措施下，目標公司股東將被迫作出對自己有利但可能減損公司價值之選擇。

二、控制權交易（control transaction）與公司價值極大化

在討論控制權交易與公司價值極大化的關連性之前，有必要先說明公司之價值（value）與價格（price）此二重要概念。

所謂公司「價值」，係指經營團隊管理運用公司資產所創造之收益。由於不同之經營團隊將採取不同的經營方式，所以同一組公司資產（asset）在不同經營團隊的經營下，所產生之價值並不相同。而所謂「價格」，則係指購買人願意購買、而出賣人願意出賣的成交價格。價值不等於價格，但價值往往是價格決定之基礎，同時價格亦是判斷價值的標準之一，價格有時也會以「市價」稱之。價值與價格未必一致，這也就是為何在進行公司合併之鑑價時，不會單以公司之股票市

¹⁸ 關於公司重整時當事人間之利害衝突問題，請見朱德芳，前揭註3。

價作為判定公司價值之唯一標準，而係綜合運用成本法、市場比較法、折現現金流量法等價值評估方法後，得出一個買賣雙方均可接受的價格。

從價值極大化的角度而言，公司之資產應由可創造價值極大化的人所運用支配，資產之自由買賣機制即有助於此一目的之達成。理論上來說，越能將公司資產創造較高價值的人，越願意付出較高的價格取得此一資產¹⁹。也就是說，當公司資產之出售價格高於價值時，則公司資產較有可能移轉到可將資源極大化者之手中；反之，當公司資產之出售價格低於價值時，則公司資產極可能移轉到不能極大化資源配置者的手中。是故，為達成公司法價值極大化之目標，公司法所關注的，不僅僅是公司資產的價格而已，而是相關制度與規範設計是否可促進市場締結價值增加之交易，同時防止價值減損之交易。也就是說，為了促進公司資產朝向有效率的方向移動，公司法應儘量促使公司資產以不低於公司價值之價格出售。公司法等相關規範或者無法直接告知交易參與者各該公司價值為何，但應從效率與成本之角度，協助市場參與者以較低成本，獲悉有關公司價值等相關交易資訊，自願地進行各種交易，當有不平等或者當事人自由意志受到扭曲等情況，法規範及法院始出面協調當事人間之利益衝突，此一機制應有助於價值極大化目標之實現。

¹⁹ “Those who can make the most out of a business are those who will be willing to pay the most.” See ROBERT CLARK, CORPORATE LAW 590 (Aspen Law & Business 1986).

而控制權交易由於涉及公司經營權之移轉，自然會影響公司價值之增減²⁰。併購，無論係善意或惡意均為控制權交易之一種，所以此類交易對公司價值增減之影響，值得吾人關注。

以下先舉併購中，目標公司股東為一人的情況說明之。

【例題】倘甲公司為一人公司，在A經營下，甲公司之價值為 1000 元，倘今B有意取得甲公司之經營權，A為追求其個人財富極大化，則勢必以至少不低於 1000 元之價格出售甲公司。而當B願意以高於 1000 元之價格購買甲公司時，則吾人應可以合理預期，甲公司在B的經營下，應可產生高於 1000 元之價值。則A、B之間關於甲公司經營權之交易，即為一價值增加之交易，除有利於A、B兩人外，對於社會整體財富之增加亦有助益²¹。

在目標公司甲公司僅有一人股東的情況下，此一移轉經營權是否為一有效率之交易，不難判斷。A 為甲公司股東與經營者，在其對於甲公司之價值為何十分清楚的情況下，吾人較無須擔心 A 會進行一價值減損之交易。也就是說，在此種一對一交易、當事人資訊對稱、自由意志未受扭曲，以透過磋商及契約安排雙方當事人之權益關係的情況下，無須法規範或法院的介入，當事人間自然會達成有效率之交易結果。

²⁰ 事實上，公司每天大大小小的資產進出，均會影響公司價值之增減，但經營權移轉將對公司之價值產生全面性且持久之影響，自成為吾人關注之焦點。

²¹ 相關分析請參閱，朱德芳，前揭註 1，頁 334。

然，此一當事人間自發性達成效率結果的情況，在目標公司股東為多人時，則面臨挑戰²²。由本文第貳部分分析可知，由於經營團隊與股東間之利益衝突，經營團隊與股東間存在資訊不對稱之情況（information asymmetry），個別股東往往未必知悉公司真實價值。再者，如前所述，由於囚犯困境（prisoners' dilemma）效果之影響，目標公司股東在面對公開收購時之決策行為，將因為應賣之壓迫效果而受到扭曲。此時，倘法規未能適度介入，則目標公司股東將被迫作成價值減損之選擇。

然前述股東是否欠缺自發性地作成效率決定之條件，實與公司之股權結構態樣具有密切關係。故以下茲分析我國上市公司股權結構。

三、我國上市公司股權結構現況與敵意併購法制架構之關連性

自從Rafael La Porta等人於一九九九年提出各主要國家股權結構之統計分析後²³，股權結構對於公司治理制度之影響，也逐漸受到各國之重視。

一般均認為英美兩國屬股權分散之國家，然我國上市公司股權結構又如何呢？我國學者研究指出，相較於世界各國，我國上市公司之

²² 相關分析請參閱，朱德芳，前揭註 1，頁 334-340。

²³ See Rafael La Porta et al., *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. FIN. 471 (1999).

股權結構可謂比較集中，在最大股東持有 20%²⁴投票權標準下，如以我國一九九七年及一九九八年 251 家上市公司為樣本，可發現約有 70 % 的公司存在控制股東，而控制股東之類型又以家族最為普遍，約有 58% 公司的控制股東為家族，可見我國上市公司之股權型態可謂股權集中與家族控股的典型²⁵。

此外，尚應注意者，我國上市公司雖存在有控制股東，但此一控制係屬於控制力相對較弱的少數控制（minority control）。葉銀華教授等分析我國二〇〇〇年的上市公司資料發現²⁶，最大股東所擁有的投票權平均為 26.53%²⁷，現金流量權平均為 20.56%，投票權偏離現金流量權幅度平均為 5.97%。葉教授進一步指出，最大股東同時透過金字塔結構與交叉持股來增加投票權者為 125 家公司（佔樣本之 33.07%），透過其中之一增加控制權者為 238 家公司（佔樣本 64.67%），均無使用上述二手段之公司為 154 家公司（佔樣本之 39.29%）²⁸。也就是說，

²⁴ See Yin-Hua Yeh, *Corporate Ownership and Control: New Evidence from Taiwan*, CORPORATE OWNERSHIP & CONTROL, Volume 1, Issue 1 (2003). 轉引自王文字，從股權結構論公司治理法制，月旦民商法雜誌，第十期，頁 16（2005）。

²⁵ See Yin-Hua Yeh & Tracie Woidtke, *Commitment or Entrenchment? Controlling Shareholders and Board Composition*, JOURNAL OF BANKING AND FINANCE, Volume 29, Issue 7, 1857-1885 (2005). 轉引自王文字，前揭註 24，頁 17。

²⁶ 葉銀華、李存修，前揭註 16。

²⁷ 葉教授等計算最大股東之投票權，係以最終控制觀念出發，所以其應包括最大股東直接控制與間接控制所取得之股份。葉銀華、李存修，前揭註 16，頁 8。

²⁸ 葉銀華、李存修，前揭註 16，頁 10。

我國上市公司最大股東以金字塔結構或交叉持股等間接控制方式來增強其控制的情況，極為普遍。

另外，根據賴英照、楊光華以及余雪明三位教授的研究，我國上市公司內部人（包括董監事、經理人與持股 10%以上之股東）持股比例有逐年下降之趨勢。詳下表一。

表一 上市公司內部人持股比率佔上市公司家數比例統計²⁹

	1985 年	1993 年	1999 年	2003 年
不穩定控制 9.9%以下	2.6	12.2	13.43	16
少數控制 10-19.99%	28.6	30.8	32.59	32
準多數控制 20-49.99%	51.7	46.3	46.52	47
多數控制 50%以上	17	10.7	7.46	5

再者，根據商業週刊之報導³⁰，我國上市櫃公司董監事持股比例，近年來亦呈現相當程度的下降趨勢，詳下表二。

²⁹ 綜合整理楊光華，機構投資人與公司管理，政大法學評論，第五十三期，頁 258(1995)；余雪明，證券交易法，證券基金會出版，四版，頁 57-58(2003)；林黎華，世界各國所有權結構分析之探視，證券暨期貨月刊，第二十三卷第一期，頁 59(2005)。

³⁰ 朱紀中，新無產專政，商業週刊，第九二一期，頁 100-106(2005)。

表二 2002/05~2005/05 上市櫃公司董監事持股變化

持股增減比例	佔上市櫃公司比例
減少 30%以上	25%
減少 20-30%	16%
減少 10-20%以上	16%
減少 10%以下	18%
持股增加	25%

最後，分析我國集中市場中自然人與法人成交金額比例如下表三：

表三 集中交易市場成交金額投資人類別比例（%）

年	本國法人	僑外法人	本國自然人	僑外自然人
2002	10.1	6.7	82.3	0.9
2003	11.5	9.4	77.8	1.3
2004	11.6	10.9	75.9	1.6
2005	13.3	15.5	68.8	2.4
2006/1-10	11	16.6	70	2.3

資料來源：證期局網站，www.sfb.gov.tw（瀏覽日期：2006/11/27）

由表三可知，我國集中市場中，本國自然人投資之比例雖有逐年下降之趨勢，但仍佔有市場成交金額七成，相較於英國之機構投資人

佔倫敦證交所三分之二的成交量³¹，我國集中市場中散戶持股比例仍偏高。

綜合以上研究結果可知，我國上市公司之股權結構，屬少數控制型態，且董監事持股有降低之趨勢，同時散戶持股比例較高。

公司股權集中或分散，對於公司經營權移轉之方式具有決定性的影響。股權分散型較有可能產生敵意併購；而股權集中於控制股東之公司，則較不可能發生敵意併購，而多係透過控制股東出售其控制性持股（sale of control）予併購者來移轉經營權。我國上市公司股權結構雖較偏向集中型，但實際上應屬控制股東控制力較弱的少數控制型，敵意併購仍有可能發生，二〇〇一年中華開發收購大華證券，與之前進行激烈攻防的金鼎證券與中華開發均為例證。

是以，兩種股權結構下的法規範方向，即應有所不同。股權分散型下公司經營團隊與股東之利益衝突，即轉變為控制股東與非控制股東間之利益衝突。本文認為，此兩種股權結構在公司治理方向之建構上，差別應在於股東會是否能發揮功能，以及個別股東權之強化。

之所以特別區別出不同股權結構下之不同利益衝突主體，乃係因為針對不同主體間之利益衝突，法規範應有不同之應對，例如為降低股權分散情況下公司經營團隊與股東間利益衝突，法規範可以著重於股東會權能強化之設計；然面對股權集中公司之控制股東與非控制股

³¹ REINIER R. KRAAKMAN ET AL., THE ANATOMY OF CORPORATE LAW 190 (Oxford University Press 2004).

東之利益衝突，法規範強化個別股東權之設計恐怕較股東會權能之強化更為有效。蓋控制股東可以透過各次股東會委託書的徵求，控制股東會決議之方向。然，無論是哪型的股權結構，只要確保目標公司股東取得其股份之真實價值，即可確保有效率交易之進行。蓋理論上控制股東在資訊充足且沒有集體行為問題的情況下，其可以確保自己取得不少於其股份之真實價值之價格，所以法規範之關鍵點即在於非控制股東是否亦能取得不少於其股份價值之價格。

也就是說，市場參與者本身的屬性、交易的性質，及股權結構，決定了法規範介入之程度。吾人應思考者，乃在公司法於強行規定、任意規定、公司自治與契約自由之間，如何選擇始可達成促進價值極大化之法規範目的。

最後，應予說明者，雖然一般認為敵意併購具有公司外部治理之效果，可以用以取代無效率之經營者，然並非一國敵意併購數量越多，即表示該國公司治理越有效率，如前述【例題】中，A 一個計算錯誤，就可能以 800 元將甲公司賣出，而一個以 800 元取得價值 1000 元資產的受讓人，自然也可以僅能產生 800 元的價值，而為一價值減損之併購。又或者在股東多人的目標公司中，併購者利用股東集體行動問題所產生之應賣壓迫效果，迫使股東以低於其股份價值之收購價格，則亦可能產生價值減損之併購結果。也就是說，雖然併購並未成功，但反而可能是較有效率之結果。是故吾人不應盲目追求併購數量，亦不可單以併購數量作為衡量公司治理效果之指標。

綜而言之，本文認為，為促進效率極大化，敵意併購法規應有促進價值增加之併購發生，同時阻卻價值減損之併購發生之效果。

參、敵意併購所涉及之當事人利害衝突

在設計與分析敵意併購相關法規範之前，吾人應先對於相關利害關係人於敵意併購下之利害衝突態樣進行分析。面臨敵意併購時，以下幾種利害關係人間之衝突將會加劇：目標公司股東與經營團隊³²之間、目標公司股東與併購者之間、併購者倘為公司等企業組織時，其經營團隊與其股東之間。本文將以前三種利益衝突為討論核心。

應予特別說明的是，在股權結構較為集中的情況下，目標公司經營團隊與股東間之利益衝突，將轉化為控制股東與非控制股東間之衝突，如前所述，法規範之側重點亦應隨之調整。

一、目標公司之股東與經營團隊間（目標公司之控制股東與非控制股東間）之利害衝突

公司股東與經營團隊之基本分歧點在於，股東為股權投資者，其對公司所得主張者為剩餘財產分配請求權，而經營團隊對於公司屬於人力資源投資，其對於公司所得主張者，基本上來說為固定收益之薪

³² 本部分所稱之「經營團隊」，係指未持有股份或持股有限之專業經理人。倘持股達相當比例時，其利害衝突之分析，應以其股東身分為斷。

資³³。基於兩者對於公司所投入資源以及對公司請求權之屬性不同，兩者間在風險高低不同的投資案上之偏好、經營團隊薪酬之決定等各方面之行爲選擇即會產生分歧。

如本文前述，在公司面臨買賣公司主要部分資產、併購等重大變動、公司減資、公司重整與破產時，公司股東與經營團隊間之利益衝突會有加劇之現象。此一現象透過「終局契約理論」(end-game theory)，可以獲得充分地說明。

從經濟學之角度分析，一般而言長期性契約或具有重複履約性質(repeat transactions)之契約，對於契約雙方當事人而言，相較於一次性契約(one-shot deals)或終局契約(end-game / final period deal)有較強的履約動機。也就是說，當事人在一次性契約或終局契約中，將會有較強之違約動機。此乃係對當事人而言，在一個長期性契約或具有重複履約性質之契約關係下，現在違約對其所產生之利益，可能遠小於現在履約以繼續維持契約關係以獲得未來交易的利益³⁴。

Easterbrook & Fischel教授同時指出，在一般情況下，公司經營團隊與公司股東間，係處於一個具有重複交易性質的關係中。主要原因

³³ 經營團隊與股東間之利益衝突，可以透過許多方式加以縮小，例如員工入股措施。透過公司法第 240 條員工分紅入股、第 167 之 1 條員工認股權憑證之發行、第 267 條員工之新股優先認購權等均屬之。

³⁴ See EASTERBROOK & FISCHEL, *supra* note 14, at 94-95. 一個更為淺顯易懂的例子：一般而言，風景名勝區所販賣的茶葉蛋通常不如自家巷口超商的茶葉蛋來的好吃，而且通常較貴。蓋前者多屬針對觀光客一次性之交易，而後者由於有維持繼續交易之壓力，所以必須在品質與價格上取得競爭優勢。

有三³⁵：首先，公司在營運過程中，不時會有資金需求，當公司營運狀況不好時，公司經營團隊就必須以較高之成本在市場上進行籌資，籌資成本越高，公司經營之壓力就越大，面臨重整或破產的可能性越高，越會損害經營團隊自身之利益；再者，經營團隊中之成員表現如何，也會影響他們未來於勞動市場中之發展；最後，許多公司將經營團隊之酬勞與公司之表現與以連結，例如發給紅利或簽訂認股權契約，也就是公司營運狀況越好，經營團隊所獲之利益越高。

但是，上述促進經營團隊忠實履約之誘因，當公司面臨併購時，無論係善意或是惡意併購，對於公司經營團隊而言，即是接近他們喪失經營權、工作與薪資之終局階段（end-game / final period deal），經營團隊越有動機從事對自己有利卻有害公司整體利益——也就是有害股東與債權人利益——之行爲。蓋此時，長期契約所產生之履約誘因，已經消失。例如，善意併購中，被併購公司之經營團隊往往以接受併購公司之好處（bribes，可能包括私下的金錢報酬，或者爭取自己在併購後公司之重要經營職位），作為同意併購之交換條件³⁶。惡意併購中，

³⁵ *Id.*

³⁶ 根據日月光於 2006 年 11 月 24 日所公布之重大訊息，「根據本公司已收到由凱雷投資集團（The Carlyle Group）組成之投資團隊（以下稱「投資團隊」）表達投資團隊有興趣以每股新台幣 39 元（相當於每單位美國存託憑證約美金 5.94 元）收購本公司全部已發行股份之潛在要約。本公司亦被告知，本公司董事長張虔生業同意於一定條件下加入投資團隊，並將就其本人及透過香港商微電子國際公司所持有本公司之股份轉換為投資團隊之股權；本公司董事長業與凱雷投資集團簽訂獨家合約同意於一定期間內不與凱雷投資集團以外之人洽談加入其他投資團隊。本公司董事長及香港商微電子國際公司持有本

由於被併購公司之經營團隊多半即將失業，以及喪失擁有經營權所帶來的種種好處，所以當然有較強之動機在利用其他利害關係人之資源下，採取一切手段進行反併購之防禦措施（defensive tactics），而不論此一併購是否對公司價值極大化有所助益³⁷。即使經營團隊並非真正地反對經營權之移轉，但其仍可以反併購措施之運用為其談判之籌碼，增加併購者併購之成本，以換取其私人之利益³⁸。所以實務上有時可見，一個併購案件是以惡意開始，而以善意併購為結束。這往往即是被併購公司之經營團隊以放棄實施防禦措施以換取其個人利益之結果。

尚應注意者，前述有關目標公司經營團隊與股東間利益衝突之分析，主要係描述股權結構較為分散之公司的情況；當一公司之股權較為集中時，此一發生於經營團隊與股東間之利益衝突，將轉化為控制股東與非控制股東間之衝突，蓋股權相對集中之公司，其控制股東在相當程度上多半亦能掌握經營團隊之組成。

當然，股權集中或分散為一相對概念，當控制股東持有公司 50% 以上之股份時，此一絕對控制型態，將使敵意併購無從發生，併購者欲取得公司控制權，勢必與目標公司控制股東進行協商，或者向控制股東購買其控制性持股，或者洽商公司合併事宜。此善意併購下，仍

公司股份約佔本公司已發行股份總數之 18.4%。」資料來源，公開資訊觀測站，<http://mops.tse.com.tw>（2006/11/27，造訪）。

³⁷ 參閱朱德芳，前揭註 1，頁 336。

³⁸ See Lucian Arye Bebchuk & Allen Ferrell, *A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition*, 87 VA. L. REV. 111 (2001).

會發生如前所述的目標公司控制股東與非控制股東間之利益衝突問題。目標公司股權結構越趨向分散，併購者以敵意併購方式取得目標公司經營權之可能性就越高。

綜言之，由於經營權本身具有極大之價值，涉及經營團隊（無論是否為控制股東）最根本之利益，所以，經營團隊在面臨經營權移轉時，其與公司以及其他股東間之利益衝突將會加劇。也就是說，目標公司之經營團隊即有強烈之動機，以犧牲其他利害關係人或集體之利益，為自己打算³⁹。

基於前述目標公司經營團隊與股東間之利益衝突，英國之「公開收購暨合併規則」（The City Code on Takeovers and Mergers，下稱The Code）之基本精神即為，此類涉及控制權變動之交易（control transaction），其決定權應在股東會，經營團隊僅為決定執行機關⁴⁰。The Code一般原則第七條即規定，「當一公開收購已向被收購公司提出，或被收購公司之董事會有合理基礎相信將有一公開收購發生，此時該董事會如未經股東會許可，不應採取任何可能阻礙該公開收購之措施（有

³⁹ 經濟學上賽局理論（game theory）的囚犯困局（the prisoner's dilemma）正可以說明為何個人的理性未必會導致全體之理性，從而導致個人與群體之利益均受損害。法律經濟分析學者即希望透過法律規範之設計，誘發利害關係人之行為導向在不傷害個人利益下，同時滿足群體利益。See JEFFERY L. HARRISON, LAW AND ECONOMICS 44-46 (West Group 2d ed. 2000)；大衛·傅利曼著（徐源豐譯），經濟學與法律的對話，先覺出版，頁 136-143（2002）；朱德芳，前揭註 3，頁 207（2005）。

⁴⁰ See REINIER R. KRAAKMAN ET AL., *supra* note 31, at 164.

稱之為non-frustration rule)⁴¹。」本條並被認為係The Code之核心規定，用以嚴格地限制目標公司董事會採取防禦措施之權限⁴²。其基本考量即為，面對敵意併購，董事會之任何決定，其本質上皆屬自我交易行為（self-dealing），與股東及公司之利益均有潛在之衝突。

二、目標公司股東與併購者間之利益衝突

敵意併購中，除前述目標公司股東與經營團隊，或者在股權較為集中的公司為目標公司之控制股東與非控制股東間之利益衝突外，目標公司股東與併購者間之利害衝突亦十分巨大，對於相關法規範之設計亦有重大影響。事實上，此一目標公司股東與併購者間之激烈利益衝突，正是英國法採取「強制公開收購制度」（mandatory bid rule），以及美國法院給予目標公司經營團隊極大權限採取防禦措施，以及無論英、美，大多數國家均要求股東持股達到一定比例時必須揭露之根本原因。

敵意併購中，併購者當然希望以最低的成本取得目標公司之控制權，至於其本身是否能較目標公司現任經營團隊更為有效率地經營管理目標公司，自非其所關注之焦點。然倘目標公司股東能有志一同的，以不低於其股份真實價值之價格出售其持股予併購者時，能夠接受此一價格之併購者，應為可以增加目標公司效率之併購者，此即屬於應

⁴¹ *Id.*

⁴² 王文字，前揭註 10，頁 163。

予鼓勵之有效率之併購行為。而問題關鍵正在於，目標公司在股權結構越趨分散、散戶股東持股越多的情況下，此一「目標公司股東有志一同、以不低於其股份真實價值之價格出售持股之行為」，越屬不可能。承本文第貳部分所述，我國公司結構偏向少數控制，且機構法人投資僅佔集中市場 30%，在散戶股東居多的情況下，併購者正可以利用股東間之集體行動問題（collective action problem），有效壓迫股東以低於股份真實價值之價格出售持股，從而產生無效率之結果。

以下茲就以公開收購為例，說明以敵意併購方式取得目標公司股份，對目標公司股東所造成之壓迫效果（coercive effect）⁴³。

一般而言，併購者以公開收購方式進行股權收購時，收購價格多較市價為高，但卻未必會高於目標公司股份之現在價值（即公司在現任經營者手中之價值）。如前所述，只要收購價格比股份現在價值低，縱使高於股份市價，此一併購仍可能會造成價值減損之結果。

面對此一情況，為了達成效率極大化之結果，目標公司之股東應拒絕應賣，不讓經營較無效率之併購者取得公司之經營權。然國內外許多研究結果皆顯示，目標公司股東仍相當有可能會同意以低於股份價值之收購價格，應賣其股份⁴⁴。

⁴³ 至於以其他方式進行敵意併購所可能產生之壓迫效果，請參閱Lucian Arye Bebchuk, *Toward and Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, 98 HARV. L. REV. 1695 (1985).

⁴⁴ *Generally see* Lucian Arye Bebchuk, *The Pressure to Tender: An Analysis and A Proposed Remedy*, 12 DEL. J. CORP. L. 911 (1987). Bebchuk教授雖然認為此一壓迫多僅發生於股權分散型的公司，但鑒於我國股權結構偏向少數控制型，

茲分析此一壓迫效果產生原因如下：

首先，股東未必知悉股份之真實價值。在收購價格高於市價的情況下，必有股東會因此而將股份應賣予併購者。同時，何時發動公開收購之時間點取決於併購者，根據美國的經驗可知，併購者往往於目標公司股票處於相對低檔時進行公開收購，股東應賣之誘因因而增加。

就算某些股東知悉此一收購價格低於股份真實價值，此一訊息亦未必能在股東間充分傳播，也未必能獲得多數股東支持，並且以一致地行動拒絕應賣，來抵制併購者低價併購⁴⁵。

同時，股東間對於股份價值高低或有不同意見，也就是說，可以預期的是，只要收購價格高於市價，總是會有股東應賣其股份，個別股東很難影響公開收購之結果。

在預測其他股東極可能會應賣而導致公開收購成功的情況下，對於知悉收購價格低於股份價值之股東（假設為 A 股東）而言，即陷入是否要應賣之囚犯困局（prisoners' dilemma）。其一方面明知收購價格低於股份價值，不應該應賣，另一方面，A 股東會發現，倘其不應賣

故本文認為，此一壓迫於我國仍會發生。中文資料，請見林仁光，公司合併與收購之法律規範，前揭註 10，頁 33-34；張心悌，從法律經濟分析觀點探討強制公開收購制度，前揭註 10，頁 158-160。

⁴⁵ “They all involve exploitation by the acquirer of the co-ordination problems which dispersed shareholders experience.” See REINIER R. KRAAKMAN ET AL, *supra* note 31, at 160.

而成為公開收購成功後目標公司的少數股東時，其將處於更為不利之地位。理由有二：

A 股東知悉收購價格低於真實價值，表示併購者並非較有效率之經營者，所以其在目標公司股份之價值亦將低於公開收購前之價值。如此一來，A 股東不僅沒有取得高於市價之收購價格，其所持股份價值也將低於公開收購前之價值，對 A 而言，不應將面臨雙重損失。

此外，依據美國實證經驗，併購者在以公開收購方式取得控制性持股後，往往會接續進行目標公司與併購者間之合併，並且多會以現金合併（cash-out merger）之方式進行之（back-end cash-out merger）。由於併購者已經取得目標公司之控制權，其對於此一目標公司與併購者間之合併條件，例如時間點與合併價格，具有決定之實力，併購者也有相當動機，以對自己較有利之條件與目標公司進行合併，例如，併購者會選擇目標公司股價較低之時刻進行合併，甚至刻意創造目標公司之低市值。不同意被低價併購之 A 股東，其唯一之救濟途徑，即係主張異議股東收買請求權。問題在於，異議股東收買請求權之實施，是否可以合理調整 A 股東與併購者間之利益衝突呢？以我國公司法為例，雖然第一八五條與第三一六條規定異議股東可以請求公司以股份之「當時公平價格」收買其持股，然根據本文觀察我國法院實務以及證券主管機關之解釋，我國實務界多認為，所謂的「公平價格」即是「股份之當時市價」，而非「股份之價值」⁴⁶。A 股東拿不到其股份之

⁴⁶ 參見最高法院 71 年台抗字第 212 號民事裁判，裁判要旨略謂：「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

真實價值，只能獲得較低之市價。如此一來，A股東為避免因未於公開收購時應賣其股份，而成為目標公司任人宰割的少數股東，故於併購者以高於市價之收購價公開收購目標公司股份時，A股東即面臨應賣之壓力。

綜上所述，未必知悉股份真實價格之股東，極有可能會因為公開收購價格高於市價而應賣其股份；而知悉公開收購價格低於股份價值之股東，會發現不應賣相較於應賣，其個人之財富將會減少，從而做出應賣之決定。也就是說，因為收購價格低於股份價值，雖然股東會希望此一公開收購破局，但由於體認到集體行動問題（collective action problem），其會希望在他應賣下，其餘股東都不要應賣，因為如此一來，一方面可以使公開收購破局，一方面可以防止萬一公開收購成功時，他也不會因為變成目標公司之少數股東而受到更差之待遇。當然，一旦目標公司股東都這麼想時，無論收購價格是否高於股份價值，收購者之收購勢必馬到成功。也就是因為併購者亦會利用目標公司股東

件法第八十九條第二項規定，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。」詳細分析請見，朱德芳，前揭註1，頁353-355。另外，在2003年6月間致達資訊以現金對價合併（cash-out merger）台灣慧智公司一案中，有投資人質疑持股成本遠高於收購價，此一合併案有誘殺投資人之嫌，為主管機關證期局表示，持股成本太高並不是整個合併案的關鍵點，只要收購價格沒有偏離合理的市價即可。相關報導請參閱，中華日報，2003年4月7日，「致達資訊收購台灣慧智引發市場質疑有誘殺投資人之嫌」，<http://www.cdnnews.com.tw/20030408/news/cjcy/733510002003040722184900.htm>（2005/12/1，造訪）。

此一集體行為問題之難點，所以在提出公開收購價格時，勢必只需要高於當時市價，而不論有無高於股份價值了。

前述美國實務上盛行的「先公開收購、再現金合併」的兩階段併購（two-tier merger）案例，我國已有相關案例出現，即為二〇〇三年間致達資訊科技股份有限公司（下稱「致達資訊」）公開收購台灣慧智股份有限公司（下稱「台灣慧智」）一案⁴⁷。惟此一案件中，致達與慧智之大股東與經營團隊均屬同一批人，所以並非一般所定義之敵意併購，但就其本質，其間可能發生之利益衝突，以及對於目標公司非控制股東所造成之應賣壓力並無二致。

茲簡述該案如下：

致達資訊係於二〇〇二年十二月三十一日成立，資本額 100 萬元，主要股東為和信集團與張安平，由張安平出任公司董事長。台灣慧智成立於一九八二年，資本額為 33.87 億元，主要股東亦為和信集團、張安平、辜濂松等，張安平任董事長，該公司於一九九八年上櫃。

二〇〇三年三月十一日致達資訊公告將以每股 14.5 元公開收購台灣慧智已發行股份總數 30%。致達資訊於三月十八日公告變更收購數量為已發行股份總數 40%，並表示如應賣未達前該開數量但仍達已發行股份總數的 15%，其仍收購應賣股份。致達資訊於三月二十二日公告完成收購，應賣股份數為台灣慧智已發行股份總數 20.39%。而和信

⁴⁷ 關於本案之始末，請參閱林黎華，我國強制收購制度規範內容與適用疑義之探討（下），集保月刊，第一三八期，頁 17-18（2005）。

集團於公開收購前對於台灣慧智持股為 26%，加上致達資訊於公開收購中取得之 20.39%，和信集團此時已充分掌握台灣慧智之經營權。

同年五月二十四日，台灣慧智召開股東臨時會，通過與致達資訊進行以現金為對價之合併案，致達資訊為存續公司而台灣慧智為消滅公司，台灣慧智以每股 14.5 元之現金合併對價。此時，台灣慧智除和信集團持股 46.36% 外，外資法人持有 27.5%，其餘多為散戶投資人，股東人數為 27,000 多人。台灣慧智並隨後向櫃買中心提出下櫃申請。

觀察致達併購慧智一案，本文獲致以下結論：

從致達資訊成立的時間點與其股權結構觀察，致達資訊成立之主要目的，似乎即是在為合併台灣慧智作準備。

我國相關法令並未禁止以「現金」作為合併對價之現金逐出合併（cash-out merger）⁴⁸。

⁴⁸ 此處之所以特別指出此點，乃係美國法制發展上，對於是否可以「現金」作為併購對價，曾歷經由否定到肯定之演變過程。美國法院直到 1920 年代末期，對於以「現金」為對價之「逐出式合併」仍採取禁止之態度，儘管法規範事實上並未明文禁止此類合併。當時法院主要係認為，確保非控制股東於公司之股權，有促進投資之功能，同時認為此乃控制股東對非控制股東之受託義務，認為除非法律明確授權，否則控制股東並無權將非控制股東逐出公司。1930 年代時，多數法院逐漸放寬「逐出式合併」之適用，但也僅限於公用事業之「簡易合併」情況。直到 1940 年代，德拉瓦州與紐約州的兩個案例做成革命性的判決，其認為由於法規範採取多數決原則，因之任何投資股市的投資人皆應知道，任一股東無權阻止經多數決決議之合併進行，異議股東所能取得的救濟即為收買請求權；同時，股東並無所謂依憲法上與契約上所

本案由於實際上係目標公司大股東透過公開收購以及現金逐出方式併購目標公司，所以理論上經營權並未改變。所以就本個案來看，此一併購理論上不會產生價值減損的情況，事實上或者正如致達資訊所言，「本現金合併案主要係考量慧智股權分散，股東人數太多，意見不一，希望透過合併以及現金收購方式達成組織重整目的⁴⁹。」也就是說「現金逐出」本身有其經濟上之目的，這也就是為何美國現行法基本上並未禁止現金逐出併購，僅是給予異議股東股份收買請求權（appraisal right）之原因。因之，大股東進行現金逐出併購之關鍵點在於，異議股東是否能夠因股份收買請求權取得其股份之真實價值。蓋倘異議股東取得少於其股份真實價值，雖不致影響併購導致價值減損之結果，倘公司控制股東可以在公司需要資金時，即將公司上市櫃取得便宜資金，當其發現公司股票市價低於公司真實價值時，即進行現金逐出併購，以高於市價但低於公司價值之價格，將其他股東逐出，而獨享公司真實價值與合併價格間之價差時，控制股東如此這般在公司上市下市間進行只對自己有利的操作，從長遠計，則可能會使一般

保障可以繼續為公司股東之權利，股東所擁有的是、法律所保障的，為股東所持股權之價值，意即其股權之公平價值。然除個別法院對於「逐出式合併」採取肯定之見解外，絕大多數之法院一直到 1960 年代末期，才隨著各州公司法將「逐出式合併」從原本的簡易合併擴展至一般合併後（long-form merger），逐漸承認「逐出式合併」之合法性。同時由於當時美國股市低迷，1970 年代遂開始第一波「逐出式合併」之熱潮。詳見朱德芳，公司法異議股東股份收買請求權之研究，兩岸公司法研討會，吉林大學主辦，頁 8-11（2006）。

⁴⁹ 中華日報，同註 46。

投資人喪失投入直接金融市場之信心，最終導致公司資金成本增加之無效率結果。

也就是說，無論是否為現金逐出，亦無論是否為敵意之公開收購，只要非控制股東無法確定其於公開收購後能取得其股份之真實價值，無效率的結果即可能發生。而目前實務界「異議股東收買請求權之公平價格係指當時市價」之見解，事實上有助長目標公司股東於公開收購中應賣股份之壓迫效果，並且提供併購者於取得目標公司經營權後，操縱目標公司股票市價之誘因。

綜上所述，股東雖係剩餘財產分配請求權人，在一般的情況下，相較於其他利害關係人，股東理應為最有動機促進公司價值極大化的族群。然在前述應賣之壓迫效果下，股東被迫做成對自己有利，而對公司整體未必有利之決定，股權越分散、散戶股東愈多，愈會增強此一逆向選擇之結果。

針對前述敵意併購下，目標公司股東與併購者間之激烈利益衝突，英、美兩國之處理方式大不相同。英國法採取「強制公開收購制度」(mandatory bid rule)，而美國法院則以此作為給予目標公司經營團隊採取防禦措施權限之正當理由。

以下先論述英國法採取「強制公開收購制度」是否能有效解決目標公司股東與併購者間之激烈利益衝突，至於美國法下之相關規定是否適宜，則留待本文第肆部份評述之。

英國之所以採行「強制公開收購制度」，係根據其「公開收購暨合併委員會」(The Panel on Takeovers and Mergers，以下稱The Panel)於

一九六八年頒布的「公開收購暨合併規則」(The City Code on Takeovers and Mergers, 以下稱The Code)之基本精神,即「The Panel與The Code最主要的目的是為了確保所有股東得到公平及相同之待遇(to ensure fair and equal treatment of all shareholders in relation to takeovers),……The Code本身並不顧慮公開收購是否具有任何商業上之利益或者不利益,因為這些是公司和股東應自行考量的。⁵⁰」

為解決目標公司股東於公開收購時所面臨應賣之壓迫效果,以及為確保所有股東得到公平及相同之待遇,The Code即要求任何取得目標公司 30%以上投票權之人,應對所有目標公司股東為公開收購全部股份之要約⁵¹。但事實上,只要不能解決少數股東於併購後可能無法取得公司股份真實價值之問題,無論併購者係收購全部或者部份股份,均無法解決此一應賣之壓迫效果,無法避免無效率併購之產生⁵²。也就是說,「強制公開收購制度」雖然可以達成The Code之宣示目的一確保所有股東得到公平及相同之待遇,但此制度卻會產生「股東都**很公平**地得到**少於**他股份真實價值之價格」。此一重形式之「各取等份」(to each equally),而忽略實質的「各取所值」(to each according to his contribution)⁵³之法規範,不但未能達成保護股東之目的,亦無法根本

⁵⁰ 曾宛如,前揭註 10,頁 42。

⁵¹ 同上註,頁 43。

⁵² See Lucian Arye Bebchuk, *supra* note 44, at 926. 張心悌,從法律經濟分析觀點探討強制公開收購制度,前揭註 10,頁 160。

⁵³ 張清溪、許嘉棟、劉鶯釧、吳聰敏,經濟學理論與實際—上冊,翰蘆圖書出版有限公司,三版,頁 351 (1995)。

解決無效率併購發生之問題，同時還可能因為增加併購成本，從而降低有效率併購者進行併購之可能性。

英國The Code雖明白宣示，對於公開收購是否具有商業上之利益，應屬股東自行決定之範圍，The Code並無意涉入此一領域。然實際上，The Code因為「確保所有股東得到公平及相同之待遇」之政策選擇下所訂定的相關規則，已實際影響到個別併購之效率結果。相關法律規定，不但沒能矯正併購交易無效率之傾向，甚至加重了無效率之結果。同時，倘依我國市場專家預測，此次美商卡萊爾公開收購日月光全部股權，並擬在國內下市之併購模式，極有可能成為我國未來幾年資本市場之常態的話⁵⁴，則在併購者擬公開收購目標公司全部股份之情況下，英國法的「強制公開收購制度」，實不足以調整我國資本市場所面臨的問題。

綜言之，前述英國之「強制公開收購制度」雖有其弊端，但本文認為，公開收購之壓迫效果在英國公司機構投資人參與者眾之股權結

⁵⁴ 根據市場分析，由於政府對於企業投資大陸之比例遲遲未能鬆綁，日月光經營團隊面臨國際競爭壓力，遂引入美商凱雷投資集團進行公開收購日月光全部股份後，同時辦理下市，隨後極有可能在其他海外市場上市，市場並預估上市公司以此方式轉進中國大陸市場可能成為風潮。參閱許維真，經濟日報，凱雷，真吃了日月光？，2006年11月27日，<http://www.udn.com/2006/11/27/NEWS/FINANCE/FINS3/3622243.shtml>（2006/11/29，造訪）；許佳佳、王皓正，聯合報，日月光案 法人憂引爆下市潮，2006年11月27日，<http://www.udn.com/2006/11/27/NEWS/FINANCE/FINS3/3622296.shtml>（2006/11/29，造訪）。本案已是今年度繼渣打銀行公開收購新竹商銀、台灣捷普公開收購綠點後，第三件目標公司將隨公開收購下市之案件。

構下，此一壓迫效果應可獲得某一程度之緩和。但在我國的股權結構與併購之態樣上，全盤引進「強制公開收購制度」之效果，本文則持保留態度。至於我國應採何種法規範方向，詳見本文第伍部分論述。

至於美國法院對於壓迫效果之調整，則係以給予目標公司經營團隊採取防禦措施之決定權限，茲論述於以下第肆部份。

肆、美國實務界與法學界

對於敵意併購防禦措施之爭論

關於敵意併購相關議題之辯論，可以說是美國公司法學界與實務界，過去三十年最為熱門的話題之一⁵⁵。尤其對於目標公司是否可以採行敵意併購措施，學界與實務界對此一問題之看法，基本上存在有相當程度之分歧。簡單來說，學界一般對於美國法律與法院判決偏向目標公司現任經營團隊之做法，深不以為然，並基本上建議應多朝向擴大股東會權限方向修正之。

本部分將首先說明美國法及實務見解對於防禦措施之基本看法。先簡介聯邦法在敵意併購下之相關規定，再以德拉瓦州之州法與法院

⁵⁵ See Lucian Arye Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 U. CHI. L. REV. 973, 974 (2002).

見解為分析核心，再論形成此一看法之原因，最後介紹美國學者之相關評論與建議。

一、聯邦法之相關規定—The Williams Act

美國法上關於敵意併購之相關法規範，有聯邦法以及州法兩個層次。聯邦法方面，除了一九三四年證券交易法外，尚有 The Williams Act（下稱「威廉斯法」）。一九六八年頒布的威廉斯法之主要目的，係在矯正目標公司股東於一九三四年證交法下，面臨公開收購時，一方面欠缺併購者之相關資訊以作是否應賣之決定，一方面在併購者所定的非常短的時間內（併購者通常係在星期六的晚上宣布公開收購目標公司股份之要約，而股東必須在 48 小時內作成是否應賣之決定）、以額滿為止（first come, first served）的方式，壓迫股東在市場尚未充分消化此一訊息之前，以及其他市場參與者還沒有機會決定是否成為此一公開收購之競爭者（competing bidder）之前，要求目標公司股東作成是否應賣之決定。所以有稱當時之公開收購要約行為為「Saturday Night Special」。此類公開收購對目標公司股東所產生之壓迫效果，顯而易見。

基本上，威廉斯法試圖從以下三個方面解決前述問題⁵⁶。首先，強制資訊公開。併購者除須依一九三四年證交法進行直接或間接持股超過 5% 的申報外，威廉斯法進一步要求併購者應揭露其自身的情況，包括其財務狀況、對於目標公司之計畫等等。再者，威廉斯法規定公開

⁵⁶ Generally see ROBERT CLARK, *supra* note 19, at 546-51.

收購之基本形式（traffic rules）。例如公開收購應採取按比例收購，而非額滿為止的方式、應賣人有權利於收購結束前撤回其應賣、必須以同一條件收購所有應賣之股份、公開收購之最短開放時間等等。最後，威廉斯法亦有類似一九三四年證交法 10b-5 反詐欺規定，禁止併購者於公開收購中從事操縱或詐欺行為。

簡言之，聯邦法對於敵意併購係採中立態度，其目的僅在提供目標公司股東基本保護，而無意鼓勵或壓抑公開收購⁵⁷。

仔細分析，前述威廉斯法確係能某一程度減緩股東應賣之壓迫效果，但卻不能徹底解決如本文第參部分所指出的股東因為預期自己在併購者公開收購成功後，將取得少於公開收購所取得之價格所產生之壓迫問題。但美國實務界與學術界關於敵意併購的激烈交鋒，實際上發生在州法對於目標公司經營團隊採取防禦措施的態度，明顯偏向經營團隊。蓋倘目標公司之經營團隊能任意地採行防禦措施，大幅增加併購者之併購成本的情況下，則無論聯邦法關於公開收購方式之設計有多完美，都將會因併購者無意願進行公開收購，而使敵意併購沒有機會進入股東決定是否應賣之階段。故以下將分析各州州法及法院判決。

⁵⁷ “...the Act sought to place tender offers under regulations designed to give investors the same protections that are accorded investors facing proxy contests or exchange offers, but was not intended , however, either to encourage or discourage tender offers.” *Id.*, at 547.

二、州法之相關規定—State Anti-Takeover Statutes

前述介紹聯邦法對於敵意併購係採中立態度，然州法、法院判決，以及公司法學者，似乎均有強烈之價值取向。關於目標公司究應否採行防禦措施，應由何人決定，董事會、股東會，或獨立董監事？法院應否涉入？其判斷基準又為何？這其中牽動了複雜的利益衝突。

Clark教授總結了針對目標公司經營團隊是否可以採行防禦措施之五種法規範的可能取向⁵⁸，茲分述如下：

由於目標公司經營團隊與股東間有嚴重之利益衝突，故關於目標公司是否應採行防禦措施，應交由股東會決議之。其同時認為，由於法規範與法院無法判斷防禦措施對公司是否有利，故認為關於敵意併購防禦措施之採行與否以及方式為何，均應由股東自行決定，立法者與法院不應涉入。

為促進股東價值極大化，法規範應有鼓勵競爭收購（competitive bid）之功能。是故法規範應允許，經營團隊採行有利於競爭收購出現之防禦措施。

有些防禦措施對股東價值之增加具有正面意義，有些則否，是故法規範應鑑別出不同類型的防禦措施並予以不同之評價。

目標公司經營團隊可以決定採行何種防禦措施，但由於潛在之利益衝突，於訴訟中，經營團隊應負舉證責任，證明此一防禦措施係符

⁵⁸ *Id.*, at 579-82.

合公司利益，也就是說，此一防禦措施之採行，法院將以自我交易（self-dealing）之高標準檢視之。

目標公司經營團隊對於防禦措施之採行與否，原屬經營團隊經營權限範圍內，除非原告能證明經營團隊有重大過失，或者違反忠實義務等情事，否則股東與法院不應輕易涉入經營團隊之決定。

根據 Clark 教授之觀察，法律經濟學者多偏向前述第一與第二取向，而州法院與法院判決則偏向對現任經營者較為有利的第四與第五取向。

以下茲論述美國各州關於敵意併購之相關立法。

由於美國各州關於敵意併購之相關立法，基本上是回應一九六〇年代敵意併購風潮後公司經營團隊之遊說而產生，所以自然形成偏向經營團隊之州反敵意併購立法（state anti-takeover statutes）。在一九八〇年代第一代州反敵意併購立法中，由於許多相關規定，例如要求併購者必須符合十分繁瑣的揭露程序，同時賦予州政府針對個別併購案進行公聽會以決定該案是否對目標公司股東公平之權限，倘州政府認定此一併購不公平，甚至有禁止此一併購進行之權力。這樣的立法隨後即被美國最高法院以不合理地加重州與州之間的商業行為為由，判定為違憲⁵⁹。因之，各州公司法隨即調整策略，在第二代州反敵意併購立法中，州公司法或州政府即不直接干預併購者之公開收購行為，而係透過規定併購者在某些情況下，不能於目標公司行使其所持股份之

⁵⁹ *Id.*, at 568-71.

表決權，或者禁止併購者於公開收購成功後進行第二階段與目標公司之合併行為等方式，增加併購者進行敵意併購之成本，以降低其併購意願。

德拉瓦州公司法即有類似立法，其公司法 Section 203 規定如下：

“(a) Notwithstanding any other provisions of this chapter, a corporation shall not engage in any business combination with any interested stockholder for a period of 3 years following the time that such stockholder became an interested stockholder, unless (1) prior to such time the board of directors of the corporation approved either the business combination or the transaction which resulted in the stockholder becoming an interested stockholder, or (2) upon consummation of the transaction which resulted in the stockholder becoming an interested stockholder, the interested stockholder owned at least 85% of the voting stock of the corporation outstanding at the time the transaction commenced,...”⁶⁰

⁶⁰ See § 203 of the Delaware General Corporation Law. § 203 (b)規定有 8 項例外不適用(a)項之情況，其中包括公司設立時章程即明文排除本條(a)項適用、公司董事會修改公司規章排除本條(a)項適用、股東過半數(the affirmative vote of a majority of the shares entitled to vote) 修改章程明文排除本條適用，或公司未在全國性的證交所上市或股東人數少於 2000 人等例外規定。由此觀之，這些例外規定，未必對於§ 203(a)項之適用有實質上之排除效果。此外本條所稱之「business combination」，依本條(c)項(3)之規定，係指持有合併(merger)或者出售公司佔 10%以上市值之資產的行為；本條所稱之「interested stockholder」，依本條(c)項(5)之規定，係指持有公司股份 15%以上之股東。

也就是說，持有目標公司股份達 15%以上之人，即所謂的利害關係股東，非經目標公司董事會之同意，或持有目標公司股份達 85%，在成為利害關係股東後的三年內，不得與目標公司進行合併、重大資產買賣等行為。

此一規定首先積極鼓勵併購者與目標公司董事會進行談判，使敵意併購變成經營團隊同意之善意併購，此時當然會產生前述目標公司經營團隊與股東間利益衝突的問題。或者是併購者成為目標公司持股 85%之大股東後，始可安排與目標公司之合併，如此自然加重併購者之負擔。這樣的規定，一方面給予目標公司經營團隊相當大的操作空間，一方面增加併購者進行併購之成本，以及限制併購者安排交易之自由度，從而降低其併購意願。

各州公司關於敵意併購之立法偏向目標公司經營者之原因應不難理解。此乃由於各州在公司設立上處於相互競爭之地位，形成所謂「公司法之競爭」(state competition; regulatory competition)，各州立法者有制定有利於公司實際決策者—公司經營團隊之強烈動機⁶¹。此外，經營團隊之立法遊說，通常較其他的利益團體更有組織與持久，也是主因之一。而州公司法間之競爭，到底是會帶來效率或者產生相反之結果，在美國本土亦爭論許多，各方意見均有不同。支持者認為，競爭本身為帶來效率，州公司法之競爭，可以促使州公司法積極因應快速變遷的環境，做出有利於公司之調整。不過，大部分美國學者皆認為，由

⁶¹ “state competition produces a systematic tendency for states to protect incumbent management excessively from takeovers.” See Lucian Arye Bebchuk & Allen Ferrell, *supra* note 38, at 130.

過去幾十年之經驗可知，各州公司法與法院發展出來的併購相關法規，對於現任經營者之保護已經超過合理之範圍⁶²，即使是那些認為州法在競爭下應可發展最有利於股東效率極大化之法規，因此聯邦對於州公司法應避免介入的學者，亦有此一看法⁶³。

面對此一州法在敵意併購議題上「向下沈淪（race to bottom）」之困境，Bebchuk教授認為，聯邦法目前對於敵意併購採取如前述所謂「不干預策略（federal nonintervention）」應予調整⁶⁴，其並根據美國公司股權結構情況，建議應由聯邦制定相關法律，仿照英國與歐盟之做法，將採行防禦措施之決策權交由股東會決定之。

應予說明的是，根據德拉瓦州法官之觀察，前述德拉瓦州公司法 Section 203 之規定，自一九八八年頒布實施後，基本上來說，並未隨著實務上求新求變的併購實務之發展而修正，而係透過法院於具體個案之判決，回應與調整市場上之需求⁶⁵，本文以下將進一步分析州法院見解。

⁶² *Id.*, at 114.

⁶³ *Id.*, at 131.

⁶⁴ *Id.*, at 130.

⁶⁵ See William T. Allen, Jack B. Jacobs, and Leo E. Strine, Jr., *The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide*, 69 U. CHI. L. REV. 1067, 1068 (2002).

三、州法院見解

關於法院針對各種防禦措施之見解，由於國內已有文獻進行詳盡介紹⁶⁶，本文茲不贅述，僅簡述州法院見解之發展，本文分析重點將在州法院見解背後之理由。

以德拉瓦州法院判決為例，一九八五年的*Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.*一案⁶⁷，基本上確立了德拉瓦州法院對於採用防禦措施之基本標準。該案法院認為，法院在判斷經營團隊採用防禦措施是否適當時，應採取嚴格檢視之立場，只有當目標公司面臨對公司經營存續不利的併購威脅（threat）時，經營團隊始可採取符合與該威脅相稱（proportionality requirement）之防禦措施。

隨後在*City Capital Associates v. Interco*一案中⁶⁸，Chancellor Allen 認為，在適用Unocal Rule的情況下，當目標公司所面臨的公開收購要約不具有壓迫效果時（noncoercive tender offer），經營團隊應贖回（redeem）毒藥丸，蓋此時毒藥丸之使用不符合Unocal一案所建立之比例原則。

然，Chancellor Allen在*Interco*一案中對於經營團隊使用防禦措施之制約，在一九八九年*Paramount Communications, Inc. v. Time*

⁶⁶ 詳盡介紹請參閱黃思敏，公司敵意接管防禦措施規範之研究，頁 113-164，世新大學法律學系碩士論文（2005）。

⁶⁷ 493 A.2d 946 (Del. 1985).

⁶⁸ 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

*Incorporated*一案中⁶⁹，幾乎蕩然無存。德拉瓦州最高法院於本案中認為，目標公司之經營團隊在採行防禦措施時，應可考慮公司長期營運目標（long-term corporate objectives），並且認為經營團隊之決定係在商業判斷準則（the business judgment rule）範圍內，是故只要經營團隊能夠證明防禦措施之採行係為公司長遠利益而非為其個人私利，則並無違反其對公司之受託義務（fiduciary duty）。有學者即認為，自 *Paramount*一案後，經營團隊基本上可以毫無拘束地使用毒藥丸以對抗敵意併購⁷⁰。

綜言之，目標公司經營團隊是否能採行防禦措施，係以其有無違反受託義務判斷之，德拉瓦州法院基本認為，此時應有商業判斷法則之適用。只要經營團隊可以提出理由說明併購者之敵意併購係危害公司價值，並且經過適當之決策程序始決定採行防禦措施，特別是經獨立董事決議者⁷¹，法院一般均認可此一防禦措施採行之決定屬於商業判斷法則之適用範圍，而股東並無置喙之餘地。

然法院為何在目標公司經營團隊與股東間有巨大利益衝突的情況下，仍發展出偏向經營團隊之見解，其原因究竟何在？根據研究，除係因為州公司法上之競爭外，尚因為德拉瓦州法院多受到所謂「公司

⁶⁹ 571 A.2d 1153 (Del. 1989).

⁷⁰ See Lucian Arye Bebchuk & Allen Ferrell, *supra* note 38, at 120. 此外，根據 1999 年的調查顯示，美國有 62% 的公司之董事會為 staggered board，另多數大型公司均採取毒藥丸策略。Id., at 123.

⁷¹ See Bernard Black & Reinier Kraakman, *Symposium: Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*, 96 NW. U.L. REV. 521, 539 (2002).

價值隱藏理論」(the hidden value model)之影響⁷²。所謂「公司價值隱藏理論」係指「公司之真實價值僅有資訊充分之公司董事知悉，公司股東與併購者並無從知悉之(“a firm’s true economic value is visible to well-informed corporate directors but not to the company’s shareholders or to potential acquirers”)⁷³」。所以為確保公司價值不因敵意併購有所減損，德拉瓦州法院往往認為目標公司之經營團隊，即使股東表達反對的情況下，也可以採取防禦措施以維持公司價值。

茲將「公司價值隱藏理論」(the hidden value model)之內涵整理如下⁷⁴：

公司現任經營團隊及其顧問才是能夠判斷公司真實價值者，股東、併購市場或法院則否。

目標公司經營團隊與股東於控制權交易上所產生之利益衝突雖然存在，然此一利益衝突可以藉由獨立董事之參與而獲得緩和。

法院無論何時都不適宜對商業上之決定做出判斷。

此外，「公司價值隱藏理論」之主張者亦多認為，敵意併購中，由於目標公司股東與併購者間亦存在利益衝突，且此一利益衝突由於股東間之集體行為問題(collective action problem)無法化解，故賦予

⁷² *Id.*, at 521.

⁷³ *Id.*

⁷⁴ *Id.*, at 528.

目標公司經營團隊針對敵意併購措施較大之決定權，可用以防止目標公司股東因併購者壓迫行為而受剝削⁷⁵。

然相反地，亦有學者認為德拉瓦州法院對於目標公司經營團隊之決策採取相當程度之支持，基本上係違反資本市場的效率原則，同時會增加代理成本，而採用「公司價值可知理論」(the visible value model)⁷⁶，亦即「目標公司股東與併購者知悉，或者透過目標公司經營團隊之揭露知悉目標公司之真實價值(“shareholders and potential acquirers are either well informed about firms value or can be made so through disclosure by the target’s board of initially hidden value”)」，從而認為目標公司是否應採行敵意併購防禦措施應由股東會決定之。

四、學者見解

面對敵意併購下，當事人間激烈之利益衝突，如何協調當事人間之衝突並促進公司價值極大化，實非易事。而關於「公司價值隱藏論」或者「公司價值可知論」的爭議，基本上可以說是對於以下兩種風險高低與發生機率的認知：「公司價值隱藏理論」體認併購市場價格形成未必完美，股東可能會為眼前高於市價之併購價格而忽略公司真正之價值；「公司價值可知理論」則著眼於目標公司經營團隊代理成

⁷⁵ See REINIER R. KRAAKMAN ET AL., *supra* note 31, at 171.

⁷⁶ See Bernard Black & Reinier Kraakman, *supra* note 71, at 528.

本的問題，經營團隊在面臨敵意併購、終局契約階段時，是否會拒絕促進公司價值增加之併購機會⁷⁷。

美國學者面對「公司價值隱藏理論」與「公司價值可知理論」之爭議，一般多主張後者，並且認為縱有公司價值隱藏之可能性，也應因透過法規範與法院判決，儘量揭露被隱藏之公司價值，例如要求目標公司之經營團隊及其顧問提出可信證據說明，為何併購者所提出的價格不足以反應公司真實價值，以及哪些因素使公司價值被隱藏⁷⁸。

此外，亦有學者認為，縱在「公司價值隱藏理論」下賦予經營團隊較大之權限，經營團隊採用防禦措施之範圍應僅限於那些會對股東產生壓迫效果之敵意併購。事實上，一九八〇年代德拉瓦州法院對此之判決也多遵循此一原則，以經營團隊對公司負有忠實義務為標準，對於以防禦措施鞏固自己經營權之防禦措施行為採取否定態度。然由於受到州公司法競爭之影響，德拉瓦州法律與法院判決漸漸採行所謂的「just say no' rule⁷⁹」。

Bebchuk教授亦認為，由於州法競爭之關係，實際上很難期待州法與州法院形成有利於經營團隊以外見解之可能性，故其建議應於聯邦

⁷⁷ “we would still face a policy choice between relying on better-informed decisions by conflicted target boards, and worse-informed but unconflicted decisions by shareholders.” *Id.*, at 530.

⁷⁸ *Id.*, at 554.

⁷⁹ See REINIER R. KRAAKMAN ET AL., *supra* note 31, at 171.

法下，借鑑英國The Code，明文規定目標公司關於防禦措施之採行應有股東會決議⁸⁰。

五、小結 - 美國制 vs. 英國制

英國法下之「no frustration rule」與美國之「just say no rule」，或者可以理解為兩國對於經營團隊在公司決策角色上之認知，存有相當大的歧異。英國法下認為經營團隊對於公司事項之決定權係自股東傳來，由公司章程確定，而股東在重大事項基於剩餘財產分配請求權人之本質，仍應保有表決權，對於目標公司股東與併購者間之利益衝突，係以限制併購者行為加以緩和，例如mandatory bid等措施予以規範。而美國法則認為經營團隊對於公司之經營權乃係法律所賦予，或係基於公司之本質，而非由股東所賦予⁸¹，此與其法規範對於受託義務與商業判斷原則之設計，亦有其內在邏輯之一致性。

伍、我國法制之完善 - 代結論

本文以敵意併購之立法目的為思考起點，進而分析敵意併購中，當事人間激烈之利益衝突，進一步介紹美國法、實務見解以及學者批

⁸⁰ See Lucian Arye Bebchuk & Allen Ferrell, *supra* note 38, at 144.

⁸¹ See REINIER R. KRAAKMAN ET AL., *supra* note 31, at 173.

判與建議，並且比較英美兩國在敵意併購議題上，截然不同之處理方式及其背後之邏輯成因。這一連串的分析，應有助於吾人在建構我國敵意併購法規範時，回到原點，重新思考公司組織之基本核心，如當事人間之利益衝突、經營團隊之權限範圍、法規範之介入、資本市場之功能、法院之角色，以及股權結構對於公司治理之影響等相關問題。

綜上分析，本文認為，我國敵意併購法制規範之建構，應注意以下幾點：

目前來看，國際間之趨勢似朝向「股東優先主義」(shareholder primacy)，美國法下的「董事優先主義」(director primacy)也相當程度受到其國內學者之批評。我國應何去何從？本文認為相關制度之設計，應與我國股權結構與股東構成密切配合。

以主張「股東優先主義」之英國為例，其家族持股在二次大戰後已經漸無影響力，機構投資人在倫敦證交所所佔持股比例達三分之二。因之，其所採取「股東優先主義」、防禦措施由股東會決議等方式，應有其意義。由於機構投資人之積極作用，「公司價值隱藏理論」論者所提出的價值隱藏問題與併購者對於股東應賣之壓迫問題，也會因此受到某一程度之緩和。其他歐洲國家，在併購法制上，也逐漸加重股東的角色，這當然亦與該地區公司股權結構之逐漸變化、歐洲各國的資本市場逐漸蓬勃發展有密切關係。

是故，在英國公司多屬股權分散，且機構投資人佔絕大多數的情況下，前述「股東會決議」規則確有其價值。但我國股權結構屬少數

控制，且散戶投資人比例較高的情況下，關於前述規則之引進適用，應思考以下問題：

在我國現行法目前尚未如英國對於防禦措施應由股東會決議之明文規定下，倘防禦措施涉及公司章程變動，例如降低董監事席次、董事會改為「逐年分批改選」之結構（staggered board）等方式，則當然應經股東會決議變更章程。倘經營團隊採取不涉及變更章程的防禦措施，則依公司法第二〇二條，均應屬董事會權限範圍。

在不涉及股東會決議的防禦措施方面，可以採取的措施包括有，在章程授權範圍內發行新股，以稀釋併購者持股比例，增加其併購成本。上市櫃公司公開發行新股時，除應先依公司法第二六七條第一項保留發行新股總數的 10-15% 由員工優先認購，並依證券交易法第二十八之二條規定，提撥一定比例由公司向外發行之外⁸²，其餘則應依公司法第二六七條第三項由原股東按持股比例儘先分認。二〇〇五年六月份新頒布實施之公司法，由折衷式的授權資本制修改為授權資本制，使得經營團隊在利用發行新股以為防禦措施上的操作彈性更大。

至於涉及股東會決議的防禦措施方面，例如目標公司可依證交法第四十三之六條第一項之規定，以私募方式發行新股，如此經營團隊不但可以邀請其所熟悉之白衣武士（white knight）應募，排除其他股東之認股，尚可操作私募價格，以低於目標公司股份市價發行股份，

⁸² 依發行人募集與發行有價證券處理準則第 17 條之規定，提撥比例為發行新股總額的 10%。

大量稀釋併購者之股權，以低成本鞏固其控制權⁸³。雖然證交法規定私募之實施需經股東會特別決議，但根據目前的實證分析，股東會在資訊不足，以及目標公司經營團隊可以透過操控股東會開會時間，利用閉鎖期之規定，排除潛在併購者之表決權，同時利用一般認為係有利於現任經營者之委託書徵求相關規則之操作⁸⁴，操縱股東會之決議方向。也就是說，在我國控制股東多利用金字塔結構、交叉持股等間接持股，且現行之委託書徵求之相關規則偏向保護現任經營者的情況下，進行目標公司股東會之控制，則將防禦措施採行與否之決定權限交由股東會決定之實益，值得進一步思考。

再者，論者或有質疑，控制股東因利害衝突，應依公司法第一七八條於防禦措施實施與否的股東會決議案中，迴避表決。茲暫且不論我國公司法第一七八條在立法上之妥適性⁸⁵，包裝在例如私募發行新股

⁸³ 關於私募所可能衍生之種種問題，請參閱朱德芳，前揭註 2，頁 76-92。參閱陳雅蘭，經濟日報，明基募資 250 億 防敵意併購，2006 年 8 月 15 日 A3 版，「……昨晚指出，明基高層早有防範同業敵意併購的規劃，目前最大法人股東友達的持股比率僅 5%，但明基股東會以通過 250 億元募資案，估計將增加股本 125 億元，新增資金將佔股本 33%，公司派可掌握股權比率一下可提升到四成以上，有心人士想非合意入主，恐要付出昂貴代價。」

⁸⁴ 例如「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」第 6 條規定，關於代理股數不受限制的委託徵求，即要求繼續一年持股之股東始有此一委託徵求之權利。

⁸⁵ 關於表決權迴避相關問題之探討，請參閱廖大穎，論股東行使表決權迴避之法理－兼評台北地院九十一年訴字第三五二一號民事判決，月旦法學雜誌，第九十九期，頁 236-253（2003）。

的決議案下，倘經營團隊表面上並未參與私募股份之認購，而係以與其友好之人為私募之特定人，則經營團隊對此一決議案，依現行法並無迴避之理由。也就是說，是否構成公司法第一七八條之「有自身利害關係致有害於公司利益之虞時」，在實際操作上，未必如此清楚。此外，在我國控制股東對於公司之控制，普遍使用金字塔結構、交叉持股等間接控制方式的情況下，第一七八條之規範範圍是否包括這些互相有關連之企業？倘控制股東非 100% 持有這些關連企業，法規範限制這些企業於目標公司之投票權，是否亦侵害關係企業其他非屬目標公司控制股東之其他股東之權益？

最後，根據本文第貳部分分析，在我國少數控制且散戶投資人居多的股權結構下，此時，個別股東在決定是否採行防禦措施之股東會決議上，雖然不會產生股東面臨是否應募公開收購要約時之壓迫效果，但個別股東是否有足夠之資訊與能力，判斷採行防禦措施之與否對其個人財富與公司整體價值之影響如何？也就是說，股東是否了解公司股份價值、是否了解併購者之併購條件、以及經營權移轉後對目標公司價值之影響？

綜合言之，在敵意併購防禦措施應否採行此一議題上，我國法制是否以由股東會決議之立法即足以保護目標公司股東，並獲致價值極大化之效率結果？本文持保留態度。本文認為，借鑑英國以股東會作為是否採行防禦措施之決策機關，在目標公司經營團隊與股東之利害衝突下，或有其必要，但衡諸我國股權結構，以及相關規定，單純以「股東會決議」尚不足降低併購所生當事人間之利益衝突。

是故，本文基本上贊同國內學者關於我國敵意併購法制應偏向英國制的方向⁸⁶，本文同時建議相關配套規定應予調整，茲分述如下：

一、放寬不合理增加併購成本之相關規定

分析我國相關法規，似乎有較偏向維持經營者經營權之現象。除前述委託書徵求委託的持股期限要求外，例如公司法第一九九條董事改選之高門檻規定，以及公司法第一七三條關於少數股東召股東會之權，限於繼續一年以上持股之股東，又依證交法第四十三之五條第四項之規定，併購者於取得 50%以上之股份後，始有權請求董事會召集股東臨時會進行董監事之改選。本文認為，上述規定將使所有權與經營權進一步分離，增加代理成本，不利公司治理，同時亦將不合理地增加併購者併購之負擔，降低有效率併購發生之可能性。故本文建議，可以考慮修改公司法第一七三條，除了維持原有繼續一年以上持股股東之股東會召集權，可增加持股較高比例股東，例如持有 1/3 股東，不限持股期間長短，亦有召集權之規定。這樣的規定，或許可某一程度調整各方當事人之利益衝突。

二、強化個別股東權限

⁸⁶ 參閱王文字，前揭註 10，頁 174-175。

考慮我國股權結構，以及控制股東利用金字塔結構、交叉持股，以及委託書徵求等方式間接持股的情況嚴重，股東會本身決策之意義可能遭弱化，本文認為應加強個別股東權限，例如異議股東收買請求權。

蓋如前所述，為解決目標公司股東與經營團隊間之利益衝突，故應由股東會而非董事會決定是否採行防禦措施，但關於目標公司股東與併購者間之利益衝突問題，現行法下則尚屬無解。如前所述，目標公司股東應賣壓迫效果之來源，主要係股東不能確定其拒絕應賣後，倘成為公開收購成功後目標公司之少數股東時，其是否能夠取得當時股份之真實價值。由於目前實務見解認為異議股東所得主張當時股份公平價格，係指當時市價，則在併購者成為目標公司控制股東後，即可操縱第二階段合併的時間點，目標公司股東最初公開收購之應賣壓力，油然而生。是以，本文認為，確保少數股東於控制權交易中能獲得不少於其股份真實價值之價格，對於控制權移轉是否能增加公司價值，或者減損價值，具有關鍵性的影響⁸⁷。

此外，二〇〇五年六月新增訂之公司法第一七二之一條股東提案權，學者專家原預期僅發揮股東參與、落實「股東行動主義」之精神，但經過復華金控與元大證券乙案後⁸⁸，股東提案權在我國的少數控制股

⁸⁷ 至於我國有關異議股東收買請求權之修法建議，詳見朱德芳，前揭註 1，頁 327。

⁸⁸ 參閱大紀元，主導經營復華金 元大馬家向中投宣戰，2006 年 5 月 1 日，<http://www.epochtimes.com/b5/6/5/1/n1303933.htm>（2006/11/29，造訪）；王唐

權結構與相關法規多有利於現任經營者的情況下，似成為進行敵意併購的另一項利器。在新制度下，目標公司股東有機會在現任經營團隊與併購者間進行選擇，自然也有強化公司治理之功能。當然，我國委託書相關規定勢必隨之予以調整，否則現任經營團隊挾委託書徵求之優勢地位，仍可控制股東會，從而喪失股東提案權作為強化公司治理與敵意併購機制之正面意義。

三、強化股東會權能

倘以股東會決議是否採行防禦措施，則應有以下之配套措施：

首先，應加強資訊揭露義務。吾人倘欲期待股東於股東會中關於是否採行防禦措施作出有意義之決議，則必須給予股東充足之資訊，以供其判斷。此一資訊之提供，應包括經營團隊對於公司真實價值之分析、併購者併購之分析等，同時，應讓併購者有機會向目標公司股東說明公開收購之相關細節。例如，目前實務上常會以先減資後私募增資的方式，一方面可以使現任經營者用較低之成本鞏固其經營權，一方面可以藉此引進白衣武士，在目前採行授權資本制的情況下，發行私募股份之結果，甚或可能造成經營權之移轉，從而影響公司價值之增減。然現行法對於私募相關資訊之揭露，頗為不足，造成私募雖需經股東會決議，但實際上股東對於私募實際情況所知相當有限⁸⁹。再

香，元大併復華金，路崎嶇？，理財周刊，第二九七期，2006 年 5 月 4 日，（2006/11/29，造訪）。

⁸⁹ 參閱朱德芳，前揭註 2，頁 78-91。

者，如前所述，現行關於委託書徵求之相關規定，明顯較有利於現任經營者，倘現任經營者可以透過委託書之徵求，控制股東會之決議結果，則吾人將是否採行防禦措施之決定權交由股東會顯無意義，故委託書之修正應搭配進行之，降低持股期限之限制。

此外，本文修法建議雖係傾向英國制，但本文同時體認美國法之經驗，對於我國立法應有相當之啓示作用。我國公司法雖不似美國州法有激烈的立法上之競爭，但隨著貿易全球化，各國也存在著資金之競爭，如考量到吸引外資來本國設立或上市發行等問題，各國是否亦會形成相關法規之競爭？倘一國法規對於公司經營者採取較為嚴格之態度，是否會對國際企業關於公司設立與上市地點之決定有所影響？此類問題是否最後必須以類似歐盟制定區域性規範的方式加以解決，值得深思。

關於敵意併購相關法規之建構，本文認為法規範制定應發揮，促進價值增加之交易與防止價值減損之交易之功能，法規範是否能協助市場鑑別出有效率與無效率之併購，協調各方當事人間之利益衝突，實為吾輩最大的挑戰。英美兩國之立法雖截然不同，但卻亦有其各自形成之背景與內在邏輯，全盤引進適用未必合適，但卻也提供吾人在建構國內法時有益的思考方向。

參考文獻

書籍

大衛·傅利曼著（徐源豐譯），經濟學與法律的對話，先覺出版（2002）。

余雪明，證券交易法，證券基金會出版，四版（2003）。

張清溪、許嘉棟、劉鶯釧、吳聰敏，經濟學理論與實際—上冊，翰蘆圖書出版有限公司，三版（1995）。

葉銀華、李存修，健全台灣之公司法治理機制—從台灣出發，公司治理研究報告—第二冊，中華公司治理協會，頁 6-11（2003）。

楊佳璋、張子，經營權爭霸—企業敵意併購攻防戰，商周出版（2001）。

FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW (Harvard U. 1991).

JEFFERY L. HARRISON, LAW AND ECONOMICS (West Group 2nd ed., 2000).

REINIER R. KRAAKMAN ET AL., THE ANATOMY OF CORPORATE LAW (Oxford University Press 2004).

ROBERT CLARK, CORPORATE LAW (Aspen Law & Business 1986).

期刊論文

王文字，非合意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，第一二五期，頁 155-175（2005）。

王文字，從股權結構論公司治理法制，月旦民商法雜誌，第十期，頁 5-24（2005）。

朱紀中，新無產專政，商業週刊，第九二一期，頁 100-106（2005）。

朱德芳, *Modernizing the Dissenting Shareholder's Appraisal Right in Taiwan*, 中原財經法學, 第十期, 頁 327-414 (2003)。

朱德芳, 公司法異議股東股份收買請求權之研究, 兩岸公司法研討會, 吉林大學主辦 (2006)。

朱德芳, 股份有限公司減資之研究—以形式減資為核心, 兼論私募增資之相關問題, 兩岸公司法理論與實證之研究學術研討會論文集, 中原大學商學院、法學院合辦 (2005)。

朱德芳, 論重整中公司之公司治理問題—以當事人利害衝突與重整法之目的為核心, 兼論債權人於公司治理中之功能與地位, 東吳法律學報, 第十七卷第二期, 頁 193-248 (2005)。

林仁光, 公司合併與收購之法律規範, 萬國法律, 第一〇五期, 頁 23-40 (1999)。

林黎華, 世界各國所有權結構分析之探視, 證券暨期貨月刊, 第二十三卷第一期, 頁 53-61 (2005)。

林黎華, 我國強制收購制度規範內容與適用疑義之探討 (下), 集保月刊, 第一三八期, 頁 17-30 (2005)。

曾宛如, 英國公開收購制度之架構, 萬國法律, 第一〇五期, 頁 40-46 (1999)。

賴英照, 公開收購的法律規範, 金融風險管理季刊, 第一卷第二期, 頁 75-95 (2005)。

張心悌, 從法律經濟分析觀點探討強制公開收購制度, 「公司證券法制」學術研討會, 輔仁大學財經法律學系 (所) 主辦 (2004)。

黃正一, 歐洲聯盟之公開收購規定—以中華開發收購大華證券為例比較我國公開收購規定, 法令月刊, 第五十三卷第十二期, 頁 63-67 (2001)。

黃思敏，公司敵意接管防禦措施規範之研究，世新大學法律學系碩士論文（2005）。

黃銘傑，公司法七十二變—下一階段公司法修正方向之芻議，月旦法學教室，試刊號，頁 96-97（2002）。

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，第一二九期，頁 134-160（2006）。

楊光華，機構投資人與公司管理，政大法學評論，第五十三期，頁 245-264（1995）。

廖大穎，論股東行使表決權迴避之法理—兼評台北地院九十一年訴字第三五二一號民事判決，月旦法學雜誌，第九十九期，頁 236-253（2003）。

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

Henry Hansmann & Reinier Kraakana, *The End of History For Corporate Law*, 89 GEO. L.J. 439 (2001).

Lucian Arye Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 U. CHI. L. REV. 973 (2002).

Lucian Arye Bebchuk, *The Pressure to Tender: An Analysis and A Proposed Remedy*, 12 DEL. J. CORP. L. 911 (1987).

Lucian Arye Bebchuk, *Toward and Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, 98 HARD. L. REV. 1695 (1985).

Lucian Arye Bebchuk & Allen Ferrell, *A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition*, 87 VA. L. REV. 111 (2001).

Marco Ventoruzzo, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends*, 41 TEX. INT'L L.J. 171 (2006).

Rafael La Porta *et al.*, *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. FIN. 471 (1999).

William T. Allen, Jack B. Jacobs, and Leo E. Strine, Jr., *The Great Takeover Debate: A Mediation on Bridging the Conceptual Divide*, 69 U. CHI. L. REV. 1067 (2002).

Yin-Hua Yeh, *Corporate Ownership and Control: New Evidence from Taiwan*, CORPORATE OWNERSHIP & CONTROL, Volume 1, Issue 1 (2003).

Yin-Hua Yeh & Tracie Woidtke, *Commitment or Entrenchment? Controlling Shareholders and Board Composition*, JOURNAL OF BANKING AND FINANCE, Volume 29, Issue 7, 1857-1885 (2005).

網路資料

大紀元，主導經營復華金 元大馬家向中投宣戰，2006 年 5 月 1 日，<http://www.epochtimes.com/b5/6/5/1/n1303933.htm>（2006/11/29，造訪）。

中華日報，致達資訊收購台灣慧智引發市場質疑有誘殺投資人之嫌，2003 年 4 月 7 日，<http://www.cdnnews.com.tw/20030408/news/cjcy/733510002003040722184900.htm>（2005/12/1，造訪）。

公開資訊觀測站，<http://mops.tse.com.tw>（2006/11/27，造訪）。

王唐香，元大併復華金，路崎嶇？，理財周刊，第二九七期，2006 年 5 月 4 日，<http://magazine.sina.com.tw/winmoney/297/2006-05-04/20218929.shtml>（2006/11/29，造訪）。

王純瑞、陳雅蘭，經濟日報，施振榮放話！不歡迎敵意併購，2006 年 11 月 29 日，<http://udn.com/NEWS/FINANCE/FIN1/3625454.shtml>（2006/11/29，造訪）。

高照芬，自由電子報，金鼎併遠東證，損及股東權益，2006 年 3 月 1 日，<http://www.libertytimes.com.tw/2006/new/mar/1/today-e5.htm>（2006/11/29，造訪）。

許佳佳、王皓正，聯合報，日月光案 法人憂引爆下市潮，2006 年 11 月 27 日，<http://www.udn.com/2006/11/27/NEWS/FINANCE/FINS3/3622296.shtml>（2006/11/29，造訪）。

許維真，經濟日報，凱雷，真吃了日月光？，2006 年 11 月 27 日，<http://www.udn.com/2006/11/27/NEWS/FINANCE/FINS3/3622243.shtml>（2006/11/29，造訪）。

郭穗綜，自由電子報，金鼎證券董監改選 開發金控獲四董一監 OK！，2006 年 5 月 2 日，http://www.idn.com.tw/article/article_content.php?catid=3&catsid=1&catdid=2&artid=20060502abcd011（2006/11/29，造訪）。

其他

陳雅蘭，經濟日報，明基募資 250 億 防敵意併購，2006 年 8 月 15 日 A3 版。

摘要

我國過去由於企業文化以及法規範之限制，關於敵意併購的相關案例以及研究較少，但隨著我國金融市場日趨國際化、相關法規範提供更為便捷的敵意併購工具，以及我國上市櫃公司股權結構趨向少數控制，吾人應可合理推論未來敵意併購恐將成一趨勢。因之，本文擬在國內已有的研究基礎上，繼續此一主題之深入探討。

本文第貳部分首先論述敵意併購法制之目的應在促進公司價值增加之交易的進行，同時防止公司價值減損之交易的發生，與公司法的根本目的一公司價值之極大化並無不同。並舉例說明無論係善意或敵意併購，只要涉及公司控制權移轉交易，即會對公司價值之增減產生影響。本部分同時指出，控制權移轉交易是否為價值增加交易之關鍵點，在於非控制股東是否取得不少併購前其股份之真實價值。第參部分則進一步分析，敵意併購下的當事人利害衝突之態樣與各該行為之動機，以作為法規範設計之依據。第肆部份則先說明美國聯邦法對於敵意併購係採中立原則，而州法以及法院判決對於相關問題之處理，卻與美國學術界之主流意見有相當差異，究其原因除係因各州所面臨州法之競爭外，亦係源於對於「公司價值隱藏理論」與「公司價值可知理論」之爭論。最後，本文提出我國敵意併購相關法規之修法建議。本文認為，根據我國上市櫃公司趨向少數控制，以及散戶持股比例偏高之股權結構特性，除可思考參照英國法制，由目標公司股東會決定是否採行防禦措施外，同時應從強化個別股東權、強化股東會權限，與修改不合理加重併購者成本之相關規定三方面著手，以完善我國法制。

Efficiency, Takeovers and Corporate Governance: From the Perspective of Hostile Takeover Legislation in Taiwan

Te-Fang Chu

Abstract

Compared with capital markets in other developed countries, Taiwan has a fairly short history of takeovers, and hostile takeovers have rarely happened in the past due to the business culture and legal hurdles. However, the situation now is gradually changing. Given the new market condition and more relaxed rules, one may expect that more hostile takeovers will be forthcoming in the near future.

This paper first analyzes the purpose of takeover laws shall aim to encourage the value-increasing takeovers, while prevent the value-decreasing ones. The paper further demonstrates that the control transaction affects the value of the company, no matter whether it is a hostile or friendly takeover. Author then points out the exists the conflict of interests in a hostile takeover among target's shareholders, management, and the acquiring company, and provides the solution to endure the efficient takeovers.

In Part Four, this paper first introduces the Federal law's neutrality approach in hostile takeovers, while the states laws take the director primacy position. Author analyzes the reason for the different approaches

is based on the argument between the visible value model and the hidden value model. Finally, based on Taiwan capital market situation, this paper concludes that, Taiwan takeover laws should take the shareholder primacy approach, and strength the individual shareholder's power and the function of the shareholders' meeting and amend takeover law which unreasonably increase the cost of takeovers.

Key words: Corporate governance, hostile takeover, conflict of interest, control transaction, tender offer, cash-out merger

中原財經法學