理律文教基金會獎學金

專題報告

非合意併購下被收購方之防禦策略與法制反思

—以大聯大收購文曄案為例

黃鈺軒*

民國 115 年 9 月

* 國立臺灣大學法律學研究所商事法學組二年級

目錄

第一章　研究動機、目的與方法 2

第二章　本案背景與併購動機 3

　第一節　市場趨勢與併購背景 3

　第二節　併購主體之基本概況與本案成因 4

　　一、收購方：大聯大控股股份有限公司 4

　　二、被收購方：文曄科技股份有限公司 4

第三章　交易架構與雙方攻防 5

　第一節　非合意公開收購之發動與合規策略 5

　第二節　被收購方之法律抗辯與程序反制措施 7

　第三節　主管機關之裁處與收購條件之成就 9

　第四節　被收購方防禦策略：引入白衣騎士 11

第四章　被收購方防禦策略之適法性與法理反思 12

　第一節　標的公司董事採取防禦措施之利害衝突界線 12

　　一、非合意併購情境下之董事利益衝突 12

　　二、比較法下之董事會防禦界線 13

　　三、小結 15

　第二節　以防禦敵意收購為目的之股份交換之適法性分析 16

　　一、我國司法實務對股份交換適法性之探討 16

　　二、我國現行股份交換制度之法理缺陷與學者評析 18

　　三、小結 20

　第三節　操縱股東會停止過戶日作為防禦手段之適法性檢驗 21

　　一、停止過戶制度之程序操縱 21

　　二、縮短閉鎖期與基準日制度之可行性評估 22

　　三、小結 23

第五章　本案對我國非合意收購制度之啟示 23

參考文獻

第一章　研究動機、目的與方法

我國近年來併購案件與態樣日趨多元，然自併購監理立場觀之，主管機關向來鼓勵合意併購，俾以降低併購過程中可能引發之爭議及市場波動，甚者，金融監督管理委員會於 2025 年的台新新光金合併案中，首度表態不支持非合意併購[1]，其隨後修正之金融控股公司投資管理辦法，更明定首次投資公開發行公司限以全現金為對價，並將投資金融機構之持股門檻拉高至逾 25%，普遍被市場解讀為實質限縮非合意併購[2]。雖前揭規範僅適用於金融業，仍足徵我國主管機關對非合意併購所持之高度保留態度。相較於歐美金融法制已建構較完備之規範體系，我國現行法對非合意併購之攻防機制仍略顯簡陋[3]。實務上併購雙方用以攻防之工具，多非為敵意併購所設計，而係將公開收購、股份交換或停止過戶等既有制度加以借用與轉化，此種現象致使各該手段之適法性始終存疑，法律風險之不確定性亦隨之升高。

在現行法規範密度不足，且經營權爭奪於商業市場上又日益頻繁之情形下，併購雙方為達成各自之策略目標，不免採取適法性存疑之攻防手段，如引進白衣騎士換股稀釋收購方持股，或藉由操作股東會停止過戶日之時程阻止收購方行使表決權等，此等行為是否可能損及全體股東權益，或破壞資本之交易秩序，並非無疑。2019 年大聯大投資控股股份有限公司（下稱大聯大公司）公開收購文曄科技股份有限公司（下稱文曄公司），即為極具代表性之案例。該案中，收購方大聯大公司藉由精算持股比例以免公平交易法之結合申報；被收購方則先後透過跨境反壟斷檢舉、調控停止過戶日以及引進白衣騎士等採取多重防禦手段，該案攻防歷程，具體映照出我國非合意併購之諸多法律爭議。

---

[1] 自由財經，金融整併不支持敵意併購 要秉持「三心兩意」，2025 年 6 月 10 日，https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/5070913，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

[2] 金管會修正發布「金融控股公司投資管理辦法」等規定，以利金融併購法規與實務接軌新聞稿，2025 年 11 月 6 日。

[3] 立法院，敵意併購防禦措施之相關法制問題研析，2020 年 7 月 29 日，https://www.ly.gov.tw/Pages/Detail.aspx?nodeid=6590&pid=197687，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

爰此，本文期望藉由大聯大收購文曄案之個案研究，系統性檢視非合意併購各階段可能涉及之法律爭議，並嘗試就雙方攻防手段之適法性進行分析，同時參酌外國相關立法例，提出完善我國法制之建議。

本文主要採取文獻分析法，蒐集與大聯大收購文曄案、公平交易法事業結合規範、標的公司董事之受託義務與利益衝突、董事會防禦措施之界線、股份交換制度之適法性、白衣騎士防禦策略、股東會停止過戶日之程序操縱等議題相關之專書、期刊論文、研究報告與學位論文，進行整理與分析研究，彙整學術上針對各該問題之見解與歧見，予以分析並提出本文見解，嘗試釐清現行非合意併購案件中所存在之疑義與制度不足之處，以期完善相關規範。

第二章　本案背景與併購動機

第一節　市場趨勢與併購背景

自西元（下同）2015 年中後期起，全球半導體進入併購整合潮，其核心原因在於該產業面臨終端市場趨於飽和及創新動能放緩的結構性衝擊。為因應此一成長趨緩與競爭加劇之困境，半導體產業鏈各環節，均積極尋找整併方案，以提升技術量能並求得規模經濟之效益[4]。在此背景下，身為當時全球最大半導體通路商的大聯大公司，亦開始面臨角色遭邊緣化之壓力與危機[5]，其為維持在全球半導體供應鏈的競爭地位，因而將目光投向財務體質優良、市占率緊追其後的文曄公司。

2019 年 11 月 12 日，大聯大公司啟動公開收購，宣布於翌日起以每股新臺幣（下同）45.8 元為對價，預計取得文曄公司 30%股權。大聯大公司於公開說明書中將此次交易定性為「財務性投資」，並陳述其動機為：「本次公開收購取得部

---

[4] 深化公司治理觀念教案－日月光與矽品併購案 pdf.，頁 2，TWSE 公司治理中心，2018 年 12 月 21 日。

[5] 商業周刊，一段 22K 的故事影片，看懂大聯大為何決心入股文曄，https://www.businessweekly.com.tw/Archive/Article?StrId=7000832&rf=google，2019 年 12 月 26 日，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

分文曄公司股權，係以『財務性投資』著眼，冀透過文曄公司歷年穩定的經營績效，為本公司帶來良好投資收益，並與文曄公司逐步開啟良性對話的機會。除為維護股東權益所必要者外，本公司目前並無任何意圖影響文曄公司經營之計畫或想法[6]。」然而，市場輿論仍普遍援引「日月光併購矽品」之股權爭奪模式評價此案，被收購方文曄公司針對大聯大公司前述「除為維護股東權益所必要者外」之表述提出強烈質疑，認為該文字實質上係為其後續介入經營留下但書。文曄公司據此研判收購方仍具備實質爭奪經營權之主觀意圖，主張大聯大公司是「項莊舞劍、意在沛公」，隨即採取反制立場[7]，本案遂正式步入非合意公開收購之攻防階段。

第二節　併購主體之基本概況與本案成因

一、 收購方：大聯大控股股份有限公司

本案收購方大聯大公司設立登記於 2005 年 11 月，總公司設於臺北市大安區。本併購案發生時，大聯大公司為全球第一、亞太區最大之半導體零組件通路商，代理全球超過 250 家原廠之產品線，核心業務聚焦於電子零組件之經銷與供應鏈通路服務。

二、 被收購方：文曄科技股份有限公司

被收購方文曄公司設立登記於 1993 年 12 月，總公司設於新北市中和區。本併購案發生時，文曄公司為全球第四大、亞太區第二大之半導體零組件通路商，核心業務同樣為半導體零組件之經銷與技術服務。

在財務與獲利能力部分，文曄公司之經營體質與獲利成長性皆屬優良。2018 年文曄公司全年合併營收達新臺幣 2,734.16 億元[8]，年增率達 44.34%，

---

[6] 大聯大公司（3702）2019 年 11 月 12 日 16 點 51 分重訊，公告本公司董事會決議通過公開收購文曄科技股份有限公司之普通股股份。

[7] 商周頭條，獨家》「他想當皇帝、當老大！」公告裡一句話，逼半導體通路商文曄力抗大聯大，2019 年 11 月 21 日，https://www.businessweekly.com.tw/focus/blog/3000785，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

[8] 文曄科技股份有限公司民國 107 年度合併綜合損益表

創歷史新高。邁入 2019 年，縱然全球總體經濟受美中貿易戰動盪干擾，文曄公司於該年 1 至 10 月之合併營收規模仍達新臺幣 2,748.54 億元，較前一年同期逆勢成長 25.34%[9]，展現強勁的業務擴張動能與穩健的財務表現。

然自公司治理與股權結構之視角剖析，本案之所以演變成非合意公開收購，核心成因似源於文曄公司呈現出顯著的「經營所有分離」特質。其高獲利、低內部持股之股權配置結構，致使其在資本市場中暴露出經營權防禦能力不足，以及現行法制程序設計可能被利用之風險[10]，進而成為大聯大公司發動市場收購之標的。

第三章 交易架構與雙方攻防

第一節 非合意公開收購之發動與合規策略

大聯大公司於 2019 年 11 月 12 日正式發動非合意公開收購，宣布依證券交易法第 43 條之 1 第 2 項等相關規定，以每股 45.8 元作為對價，公開收購其水平競爭同業文曄公司已發行之普通股股份。本次公開收購預計取得之最高額度為文曄公司已發行股份總數之 30%，若順利完成，大聯大公司將一舉跨越既有經營團隊之持股水位，躍升為文曄公司的單一最大股東。

大聯大公司於公開收購說明書與重訊公告中，極力將本次收購定性為「純屬財務性投資」，並聲明強調，本次收購係出於善意，收購主因係看好文曄公司長期穩健的經營績效與長遠之投資收益，且在收購完成後，目前並無任何意圖影響文曄公司經營之計畫、想法，亦無變動其組織或提名、參選董事之安排[11]。為了

---

[9] 鉅亨網，「大文配」恐雙輸 台灣半導體通路市占將拱手外商，2019 年 11 月 24 日，https://news.cnyes.com/news/id/4415558，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

[10] 鉅亨網，〈大聯大收購文曄〉回應外界質疑持股過低 文曄：擴大規模的必經之路 未來將增加持股，2019 年 12 月 16 日，https://news.cnyes.com/news/id/4423888，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

[11] 今周刊，獨家》大聯大董座黃偉祥：這是一次奇襲式的收購，但背後是善意的！，2019 年 11 月 21 日，https://www.businesstoday.com.tw/article/category/80394/post/201911210028/，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

具體擔保其不爭取經營權之主觀意圖，大聯大公司主動提出「四不一會」的附隨承諾，明確承諾在文曄公司本屆董事任期內：

1. 文曄公司依法召集之股東會，大聯大公司均將依通知出席並參與表決。
2. 在大聯大公司取得文曄公司股權後，將獨立行使股東權，不與任何第三人約定共同行使表決權，亦不自行向主管機關申請召集或與任何第三人共同協力召集股東會。
3. 在大聯大公司取得文曄公司股權後，文曄公司依法召集之股東會，大聯大公司均不對外徵求委託書，取得超過大聯大公司持股以外之表決權。
4. 大聯大公司對文曄公司之持股，將維持不高於30%之股數，不再在資本市場加購文曄公司之股票。
5. 大聯大公司不會提名或參選文曄公司之董事[12]。

大聯大公司此項交易架構的精準設算，核心在於法令遵循與時間成本之控制。從競爭法層面觀之，大聯大公司精準將預計取得之股權比例控制在30%，切斷了公平交易法第10條第1項[13]第2款所規範「持有或取得他事業股份達三分之一以上」之形式結合要件。而對於同條項第5款「直接或間接控制他事業之業務經營或人事任免」此一須經實質裁量之抽象條款，大聯大公司則試圖利用公開說明書中載明之「四不一會」承諾，實質切斷其控制業務與人事權之預期，用以消弭其具控制意圖之主觀要件，藉此建立一個無須經事業結合申報的法律「安全港模式（Safe Harbor）」。

---

[12] 大聯大控股股份有限公司公開收購文曄科技股份有限公司普通股公開說明書，公開資訊觀測站。

[13] 公平交易法第10條第1項：「本法所稱結合，指事業有下列情形之一者：
一、與他事業合併。
二、持有或取得他事業之股份或出資額，達到他事業有表決權股份總數或資本總額三分之一以上。
三、受讓或承租他事業全部或主要部分之營業或財產。
四、與他事業經常共同經營或受他事業委託經營。
五、直接或間接控制他事業之業務經營或人事任免」

收購方之所以耗費巨大行政與法理心力積極繞過公平交易委員會（下稱公平會）之結合申報，其根本動機在於防範「主管機關審查的不確定性」與「交易時間成本」。於非合意公開收購之攻防中，時間常成為交易成功與否之關鍵變因。若循結合申報程序則可能面臨如 2015 年至 2016 年間「日月光併購矽品案」第二次公開收購時之困境，彼時日月光向公平會行結合申報程序，然而直至收購期間屆滿當日，公平會仍未做出准駁與否之最終行政決定，最終以公開收購期間已屆滿為由做出中止審議該案之決議[14]，導致「取得主管機關許可」此一法定成就條件因時間屆滿未能實現，最終直接宣告公開收購失效。日月光矽品案的技術性拖延先例，使欲行非合意公開收購之公司均盡可能排除主管機關實質審查的時間變數，以盡可能降低交易失敗的風險。是以，透過「控制持股比率於 30%」加計「財務投資承諾」的雙軌策略，主動爭取一無須申報、不入審查之法律地位，成為大聯大公司發動公開收購時最核心之合規防禦武器。

第二節　被收購方之法律抗辯與程序反制措施

面對大聯大公司不宣而戰的突襲，文曄公司管理階層隨即強烈反彈，定調本案為敵意併購，並展開全面性的多線防守阻擊。文曄公司之反制策略首先聚焦於法律適法性與結合風險之抗衡，並試圖透過行政陳情與域外監管施壓，強制將大聯大公司向公平會提出結合申報。

文曄公司管理階層首先向公平會及市場提出強烈抗辯，質疑大聯大公司「純財務投資」宣稱之前後矛盾與適法性。文曄公司主張，兩大同業龍頭若實質結合，或以任何方式合作，將對產業秩序造成不可逆之實質損害。蓋大聯大公司與文曄

[14] 日月光公司（2311）2016 年 3 月 17 日 18 點 59 分重訊，本公司公告公開收購矽品精密工業股份有限公司普通股之公開收購期間已屆滿，
https://goodinfo.tw/tw/StockAnnounceDetail.asp?STOCK_ID=2311&CLAIM_TIME=2016%2F03%2F17+18%3A59%3A04&SUBJECT=%E6%9C%AC%E5%85%AC%E5%8F%B8%E5%85%AC%E5%91%8A%E5%85%AC%E9%96%8B%E6%94%B6%E8%B3%BC%E7%9F%BD%E5%93%81%E7%B2%BE%E5%AF%86%E5%B7%A5%E6%A5%AD%E8%82%A1%E4%BB%BD%E6%9C%89%E9%99%90%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%99%AE%E9%80%9A%E8%82%A1%E4%B9%8B%E5%85%AC%E9%96%8B%E6%94%B6%E8%B3%BC%E6%9C%9F%E9%96%93%E5%B7%B2%E5%B1%86%E6%BB%BF，Goodinfo!台灣股市資訊網，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

公司分別為臺灣市場市佔率前二大之電子零組件通路商，雙方之客戶群體具有高度重疊性，倘若結合，股權將過度集中而觸動上游廠商與下游客戶為避免單一供應商制約、分散採購風險而發動之「轉單效應」；此外，市場競爭者之實質結合將削弱下游客戶之議價能力並損害業者權益，進而侵害股東利益並衍生減少員工就業等負面外溢效果，造成雙輸局面[15]。

再者，大聯大與文曄二家公司具備水平競爭關係，倘本案收購交割完成，收購方得透過出席股東會及行使表決權，實質左右目標公司之重大議案，反將箝制文曄公司之競爭能力。抑有進者，大聯大公司若一舉取得30%股權，即可依公司法第172條之1行使股東提案權，進而介入或干擾文曄公司之經營管理；此外，國內上市櫃公司股東會平均出席率不及 70%，再加上股東會所有議案均有一定比例的無效投票或棄權，大聯大公司只要爭取關鍵少數股東支持，即可左右議案表決結果，不能單純因股權低於三分之一的形式門檻，即認定無實質控制力[16]。此外，文曄公司亦針對大聯大公司非合意收購之融資資金來源、資金借貸適法性提出合規性質疑[17]；復主張此次公開收購價格明顯偏低，未合理反映文曄公司的長期經營價值與成長性，呼應全體股東拒絕應賣[18]，試圖從源頭阻斷其公開收購最低應賣股數成就條件之實現；文曄公司同時向公平會以及中國國家市場監督管

---

[15] 文曄科技鄭文宗董事長記者說明會新聞稿，文曄公司官方網站，2019年11月26日，https://www.wtmec.com/%E6%96%87%E6%9B%84%E7%A7%91%E6%8A%80%E9%84%AD%E6%96%87%E5%AE%97%E8%91%A3%E4%BA%8B%E9%95%B7%E8%A8%98%E8%80%85%E8%AA%AA%E6%98%8E%E6%9C%83%E6%96%B0%E8%81%9E%E7%A8%BF/，最後瀏覽日：2026年9月7日。

[16] 文曄科技股份有限公司新聞稿，回應大聯大修正公開收購說明書五點聲明 無法改變具實質控制力，無法免除公平會申報義務，2019年12月16日，https://www.wtmec.com/%E5%9B%9E%E6%87%89%E5%A4%A7%E8%81%AF%E5%A4%A7%E4%BF%AE%E6%AD%A3%E5%85%AC%E9%96%8B%E6%94%B6%E8%B3%BC%E8%AA%AA%E6%98%8E%E6%9B%B8%E4%BA%94%E9%BB%9E%E8%81%B2%E6%98%8E-%E7%84%A1%E6%B3%95%E6%94%B9%E8%AE%8A/，最後瀏覽日：2026年9月7日。

[17] 中央社，反擊大聯大收購 文曄四大質疑並提告，2019年11月22日，https://www.cna.com.tw/news/afe/201911220185.aspx，最後瀏覽日：2026年9月7日。

[18] 文曄獨董提4點質疑大聯大 建議股東不要參與應賣，自由財經，2019年11月22日，https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/2986395，最後瀏覽日：2026年9月7日。

理總局（SAMR）提出反壟斷檢舉申訴，試圖藉由跨轄區的國際行政管制延宕其收購時程，墊高大聯大公司的交易成本。

程序面上，文曄公司則利用精準調控停止過戶日與股東常會召開日，企圖阻止大聯大公司於該年股東常會上行使表決權。具體而言，文曄公司董事會於 2020 年 1 月 2 日宣布將該年度的股東常會大幅提前至 3 月 27 日召開，並相應將股票停止過戶日閉鎖期壓在 1 月 28 日起算。此一程序時間差意味著，即便大聯大公司公開收購條件全數成就，並於公開收購截止日之 1 月 30 日完成交割與股權受讓，其取得 30%持股之法律時點，在客觀上仍落後於文曄公司所設定之 1 月 28 日停止過戶基準日，是大聯大公司將因未登載於該閉鎖基準日之股東名簿，依法喪失參與當年度文曄公司股東常會之表決權與提案權。文曄公司管理團隊利用公司法第 165 條第 3 項之股份過戶閉鎖規定，剝奪了大股東即時介入公司經營決策與改選人事之制度可能性，成功在當年度為經營團隊爭取到了一年以上的實質緩衝期。

第三節　主管機關之裁處與收購條件之成就

因應文曄公司及市場對於競爭法界線之陳情與爭執，大聯大公司為降低合規不確定性對交易案之衝擊，遂採取程序上之調節措施。大聯大公司於 2019 年 12 月 4 日公告延長公開收購期間至 2020 年 1 月 30 日，並進行重大交易架構修正：正式將「公平交易委員會認定本案交易無須申報結合」增列為本次公開收購之法定成就條件。此項修正實質上係將該非合意收購案之存續，繫諸於主管機關公平會之行政定性，對收購方而言，亦等同承擔了因行政審查時程延宕而導致交易失敗之法規不確定性風險。

最終，公平會於 2020 年 1 月 15 日作出決議[19]，認定依據現有事證及大聯大公司所提出之財務性投資說明與「四不一會」具體承諾，大聯大公司取得文曄公

[19] 公平會第 1471 次委員會議決議，2020 年 1 月 15 日。

司 30%股權之行為，尚不該當公平交易法第 10 條第 1 項各款所定義之事業結合型態，且其主張亦無涉控制權之移轉，故本案免予申報結合。公平會於本案採取了形式股權門檻與主觀行為承諾兼顧之行政審查立場，惟決議中亦附帶教示，明確指出該「免予申報」之函釋係奠基於收購方之現狀陳述與公法上行為承諾；倘若大聯大公司日後變更聲明、違反承諾或存在超額收購股權等實質變更事實之行為，公平會仍得依法重啟結合審查、介入變更或逕予裁罰，以此保留事後實質監督之行政裁量空間。

公平會做出「無須申報」之裁決後，實質消弭了本案於競爭法上之不確定性變數，使大聯大公司增列之收購成就條件得以滿足。2020 年 1 月 30 日公開收購期間屆滿，因市場應賣股數超過預定最低收購數量，各項條件均告成就，大聯大公司依法完成股權交割，最終取得文曄公司約 29.9%之表決權普通股股份，完成其非控制性股權之佈局，並確立其作為單一最大股東之私法法律地位。大聯大公司本套藉由控制股權形式門檻、並輔以公法上行為承諾以迴避事業結合審查之防禦性交易架構，自此成為臺灣非合意收購實務中，後續市場參與者高度仿效之安全港範本[20]與經典交易實務案例。

---

[20] 如 2025 年國巨股份有限公司公開收購茂達電子股份有限公司之公開說明書，附件三法律意見書中亦載有相似文字：「(1) 根據本次公開收購之公開收購說明書，公開收購人於本次公開收購取得部份被收購公司股權，係基於財務性投資之目的，公開收購人預期可藉由本次公開收購獲得長期穩定之投資收益，並開啟與被收購公司對話之契機，尋求建立雙方合作的基礎及機會，以提升公開收購人長期之競爭優勢。公開收購完成後，公開收購人目前並無意圖影響被收購公司經營之計畫或想法（如使被收購公司解散、下市、變動組織、變動資本、變動業務計畫、變動財務狀況、變動生產，或其他影響被收購公司股東權益之重大事項等），亦無 (i) 使被收購公司本屆董事職位異動之計畫（被收購公司並無設置監察人）、(ii) 使被收購公司經理人退休、資遣或調整其職位之計畫，或（iii）使被收購公司員工退休、資遣或調整其職位之計畫。

(2) 公開收購人與被收購公司間亦無任何約定由公開收購人於完成本次公開收購後，取得被收購公司任何董事席次，或其他對被收購公司之經營決策有任何實質控制之安排及書面協議。

(3) 此外，公開收購人亦於公開收購說明書聲明及承諾，在被收購公司召集股東會改選本屆董事前：(i) 公開收購人將獨立行使股東權，不與任何第三人約定共同行使表決權。(ii) 公開收購人不自行向主管機關申請召集或與任何第三人共同協力召集股東會。(iii) 公開收購人就被收購公司依法召集之股東會均不徵求委託書，取得超過本公司持股以外之表決權。(iv) 公開收購人不會提名或參選被收購公司本屆之董事。」

第四節　被收購方防禦策略：引入白衣騎士

大聯大公司於2020年1月30日完成公開收購並取得文曄公司約29.9%股權後，文曄公司既有經營團隊面臨經營主導權遭受潛在侵蝕之實質威脅。為反制收購方之股權優勢並改變單一最大股東之結構，文曄公司旋即宣布依公司法第156條之3進行股份交換之方式，與IC設計廠商祥碩科技股份有限公司（下稱祥碩公司）締結策略聯盟。雙方擬以每1股祥碩公司普通股換發19股文曄公司普通股達成交叉持股，預計換股完成後，祥碩公司取得文曄公司增資後約 22.39%之股權，成為僅次於大聯大公司之第二大股東；文曄公司則持有祥碩公司增資後約13.04%之股權。又因文曄公司透過發行新股受讓祥碩公司股份，使文曄公司之實收資本額由原本之59億元擴張至76億元，導致大聯大公司原取得之29.9%持股比率遭等比例稀釋，下降至約23.26%。

此舉係典型引進白衣騎士（White Knight）之經營權防禦措施，其係以引入其他投資者，以更高價格收購股份，增加對手成本及收購難度；或以換股或私募方式取得公司股份，藉以達成使敵意收購者無法超越白衣騎士持股以躍升為最大股東之目的[21]。此項交易實質建立了文曄公司與祥碩公司之防禦結盟，成功將大聯大公司之單一支配性地位，轉化為大聯大公司、祥碩公司與既有經營階層三方相互牽制之股權平衡結構。

惟此項透過董事會特別決議遂行之股份交換案，於行政程序之踐行中面臨制度性阻礙。2020年3月18日，金融監督管理委員會證券期貨局以申報書件揭露不足為由，停止文曄公司換股申報案之生效。此項行政不利益處分對被收購方而言，具有極高之時間風險。蓋若無法趕在預定之股份交換基準日與股東會閉鎖期前完成增資換股作業，大聯大公司即可憑藉其表決權份額，於往後之股東會中行使公司法上特別決議之否決權，甚至協力召集臨時股東會改選經營團隊。為消弭

---

[21] 唐順明，從日月光公開併購矽品案論目標公司的防禦措施之適法性－台美公司法之比較基礎，真理法學第18期，頁95，2017年3月。

程序延宕之變數，文曄公司與祥碩公司針對產業合作綜效與換股比例合理性迅速進行深度補正，最終說服證期局解除停止生效處分，使換股結盟案得以如期於4月中下旬完成基準日作業。

基上，文曄公司引進白衣騎士之防禦策略於實務上達成其預期效果。既有經營階層精確研判並運用現行公司法第156條之3賦予董事會發行新股之資本處分權限，排除公司法第267條員工與原股東之新股認購權，免經程序繁複之股東會決議，於短時間內完成大額之增資換股，實質墊高了收購方介入經營權之門檻，阻斷大聯大公司單方控制公司經營之可能。此一戰果使大聯大公司之非合意收購案實質回歸其宣稱之財務性投資定位；然此種利用資本工具作為反併購防禦措施之商業操縱，亦引發後續法學界對於董事會權限是否侵害股東會核心選任權、以及該防禦手段是否具備程序正當性之深層法理辯證。

第四章 被收購方防禦策略之適法性與法理反思

第一節 標的公司董事採取防禦措施之利害衝突界線

一、 非合意併購情境下之董事利益衝突

非合意併購於我國資本市場實務中雖非頻繁，然無可否認其仍屬推動產業資源整併與落實資本配置效率之重要機制。然而，標的公司董事於此過程中，往往處於利益衝突之地位[22]。蓋其一方面負有追求「公司最大福祉與股東權益」之注意與忠實義務，他方面則面臨控制權變更時，經營權欲「固守既有職位與既得利益」之內部代理人私利衝突。此一雙重困境，致使其所採取之反制防禦行為，於適法性與正當性上極易遭受質疑。

按我國公司法第23條第1項[23]及企業併購法（下稱企併法）第5條第1

[22] 郭大維，企業併購下目標公司董事之義務－比較法的觀察，當代法律第35期，頁87，2024年11月。

[23] 公司法第23條第1項：「公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任。」

項[24]規定，均可得出董事於公司併購時，應基於公司最大利益為之，並盡善良管理人之注意義務。然公司經營之本質觀之，商業環境之決策牽涉高度專業與市場不確定性，為促進公司治理與產業發展，法理上必須積極鼓勵專業經營者勇於任事與推動組織創新，避免其動輒因單一商業交易之失利而負擔巨額損害賠償責任，致使經營階層裹足不前、箝制公司長期發展並損及全體股東權益。對此，我國司法實務[25]亦採相同見解，認善良管理人注意義務之判準應依交易上一般觀念，檢視有相當知識經驗及誠信之人於客觀上是否具備合理性，自不宜單憑事後之虧損即溯及推求其民事責任，而應給予董事會合理之商業判斷空間。此外，企併法第 6 條更訂有針對併購決議公司應設置特別委員會之規定，並要求特別委員會之成員不得與併購交易相對人為關係人或有利害關係，而足以影響獨立性者[26]。是觀諸公司法與企併法相關規定，目標公司董事於決議併購時固然對公司負有忠實義務與注意義務，且其行為應以公司最大利益為依歸。

然而，我國司法實務目前就目標公司董事面對企業併購居於利益衝突地位時，尚缺乏一合適的司法審查標準，以判斷在企業併購下目標公司董事之行為是否違反其義務。是以，當目標公司面對企業併購（特別是非合意併購時）中，其控制權可能遭剝奪之情形而產生潛在之利益衝突時，倘董事採取抵禦併購之措施，如文曄公司呼籲股東不要參與大聯大公司應賣之行為，是否存在衝突，其適法性尚且存疑。

二、 比較法下之董事會防禦界線

比較法上，當目標公司董事會面對非合意併購時，防禦措施之發動，於

---

[24] 企業併購法第 5 條第 1 項：「公司進行併購時，董事會應為公司之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜。」

[25] 最高法院 112 年度台上字第 1306 號判決

[26] 公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法第 4 條第 2 項：「特別委員會成員之資格，應符合公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法第二條及第三條規定，且不得與併購交易相對人為關係人，或有利害關係而足以影響獨立性。」

英國係採取嚴格之立場，即「董事會中立原則」，要求目標公司董事會在未經股東會同意之情況下，不得採取任何防禦措施阻礙公開收購的完成；而美國法則採取較開放的態度，即「董事會優先原則」，將防禦措施之發動與否交由董事會依其專業知識判斷之[27]。

採取董事會中立原則者，無非對於董事主要係追求其自身利益而非追求公司及公司股東利益兩者間之利益衝突有所質疑，或係由股東作為公司所有人之視角切入，或基於股東平等原則所致[28]，因而主張應由股東會決議是否採取防禦措施。惟反對此說者認為，鑑於我國公開發行公司普遍存在實質控制大股東，且目標公司之經營階層往往由該大股東擔任，是若採行股東會決議作為採行防禦措施之制衡機制，對兼具大股東身分之董事而言，實質上並無程序上之困難。抑有進者，採取董事會中立原則，反而易使目標公司經營者得以股東會決議為遁詞，藉此正當化其防禦行為，進而將其原應承擔之董事忠實與注意義務不當轉嫁[29]。

美國法所採行之「董事會優先原則」則展現較為開放之態度，認為防禦措施之發動與否，交由董事會依其專業經營知識判斷之[30]。然而，非合意併購下，目標公司董事評估併購案對公司與股東是否有利以及是否採取防禦措施雖係屬於商業判斷，然因此時目標公司董事是處於利益衝突的地位，故實務上發展出「Unocal 測試標準」與「Revlon 法則」等強化司法審查之標準。前者經德拉瓦州法院適用於 1985 年之 Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.乙案[31]，於公司面對公開收購時，目標公司董事會於該交易之最佳利益判斷，

---

[27] 劉連煜，敵意併購下目標公司董事的受任人（受託）義務－以開發金控敵意併購金鼎證券為例，政大法學評論第 125 期，頁 5，2012 年 2 月。

[28] 陳彥良，反併購措施法制之研析（上）－德國法啟示兼論金鼎案之實證，台灣本土法學雜誌第 86 期，頁 7-26，2006 年 9 月；陳彥良，反併購措施法制之研析（下）－德國法啟示兼論金鼎案之實證，台灣本土法學雜誌第 87 期，頁 22-34，2006 年 10 月。

[29] 前揭註 27，頁 36-37。

[30] 前揭註 27，頁 37-39。

[31] 493 A.2d 946 (Del.1985)

原則上得受商業判斷法則（Business Judgment Rule）之保護。然因經營階層此時面臨保有職位之潛在利益衝突，法理上遂課予董事「強化之受託義務」，要求其防禦手段須先通過司法之實質審查，始得享有商業判斷法則之適用[32]。是董事會若欲尋求該法則之豁免，其防禦措施必須同時通過合理性（reasonableness test）與比例性（proportionality test）之雙重測試。就合理性測試而言，董事會必須證明其係於踐行合理調查後，基於善意確信該併購對公司政策與營運效率已構成實質威脅，倘該決議係由多數外部獨立董事通過，則具備更強之舉證效力；就比例性測試而言，董事會必須證明其所採行之防禦手段，於客觀上與該敵意併購之威脅程度具有相當之關聯性，且其實施效果亦合於比例原則。唯有同時滿足此兩項前提要件，董事會之決策始得阻斷司法之實質介入，受商業判斷法則之保護[33]。

三、 小結

我國公司法於 2018 年修正後，雖注入諸多肯定股東行動主義之相關思維[34]，然自公司法第 202 條[35]觀之，我國對於公司業務執行權限之劃分，原則上仍較採取董事會優位主義之立法體例，此一架構在實質上較趨近於美國法之董事會優先原則。然而，在董事會優先原則的法理防護下，我國現行法制則存在防禦手段不足與事後司法審查機制缺位之困境。

蓋因我國現行公司法與企併法對於目標公司董事會究得發動何種具體措施以抵禦敵意併購，幾無明文規範。實務上除了透過集中市場發動徵求委託書之股權防禦戰外，目前唯一較具可行性之手段，即為公司法第 156 條之 3 之股份交換制度，然此一規範密度之失衡，使得其作為防禦敵意併購手段

---

[32] 前揭註 22，頁 7。

[33] 前揭註 22，頁 7。

[34] 如公司法第 172 條之 1 第 5 項：「第一項股東提案係為敦促公司增進公共利益或善盡社會責任之建議，董事會仍得列入議案。」肯認股東得出建議型議案。

[35] 公司法第 202 條：「公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之。」

之適法性，始終存疑。

是為扭轉此一法制結構之隱憂，我國實有重行檢視現行規範之必要。法制上除應著重擴大董事會合法防禦措施之選擇可能性外，亦應妥適借鏡美國德拉瓦州法下之「強化司法審查」思維，藉由合理性與比例性之雙重測試標準，由司法實務於個案中細緻化操作董事之善良管理人注意義務與忠實義務。透過建構兼具法規明文化與司法強化審查之雙軌規制路徑，方能於賦予經營者合理防禦彈性之同時，有效防免其假策略聯盟之名進行固守職位之弊端。

第二節　以防禦敵意收購為目的之股份交換之適法性分析

一、 我國司法實務對股份交換適法性之探討

於大聯大公司完成公開收購並取得文曄公司約 29.9% 之股份後，文曄公司為反制該股權優勢所帶來經營權之潛在威脅，隨即宣布引進白衣騎士祥碩公司進行股份交換。此種依照公司法第 156 條之 3 進行之股份交換[36]，乃被收購方引進友善第三人以抵禦非合意併購之典型防禦手段。

然而，當股份交換制度被用作維持控制權，或作為抵禦敵意併購之防禦手段時，其適法性如何，始終是我國實務與學界長年爭論之議題。早年司法實務對於董事會意圖透過股份交換削弱特定大股東控制力之行為，採取較為嚴格之立場，如臺灣高等法院 96 年度抗字第 475 號民事裁定：「股份有限公司以發行新股作為受讓他公司股份之對價時，恆將造成受讓公司原股東之股東權稀釋，致其股東權益減少，而此股東權益，依通常情形，除關涉該股東所得分配股利比例多寡外，尚包括該股東經由持股比例影響公司董事及監察人之選舉，進而影響公司營運政策決定之利益。...是相對人據以主張倘執行系爭董事會決議，將使相對人之股東權益遭受重大不利益，應屬可取。」至

[36] 公司法第 156 條之 3：「公司設立後得發行新股作為受讓他公司股份之對價，需經董事會三分之二以上董事出席，以出席董事過半數決議行之，不受第二百六十七條第一項至第三項之限制。」

於同案中收購方抗辯增資發行新股並交換股份之目的確係為促成該二公司之策略聯盟，以提升該二公司之營運績效與產業競爭力之部分，法院認為：「於系爭董事會決議執行前，彼等尚非不能藉由其他合作經營模式以達成該目的，是抗告人執此主張系爭董事會決議執行與否，對抗告人之利害關係遠大於相對人之利害關係云云，尚屬無據，亦不足取。」是知，法院於本裁定認為，倘股份交換有侵害原股東之職位利益時，則可能肯認被收購方所為之假處分請求，此或可理解為法院採取尊重機關權限分配之立場，即不允許董事會透過股份交換方式，影響股東選任董事之結果[37]。

惟晚近實務見解，則有自立法政策之正面功能審視股份交換之適法性，強調企業依循此制度進行交換股份，旨在實踐策略聯盟之綜效。此說認為，只要交易程序合於公司法之相關規定，且無違反誠信原則或權利濫用等情事，縱其在客觀上實質達成了抵禦敵意併購之防禦效果，亦不生適法性之疑慮，我國學者亦有採取者[38]。

前開見解之轉變，體現於智慧財產及商業法院 113 年度商暫字第 1 號民事裁定：「查發行新股作為受讓他公司股份將生原股東股權稀釋之當然結果，惟因股份交換可取得新股東之有利資源，助益於公司整體營運，立法政策乃以董事會特別決議之程序要件保障原股東權益，而未立法加以禁止；系爭換股案約定之換股比例係一體適用於相對人全體普通股股東，並未對股東為差別待遇，至於相對人縱有股東持股數不多，因系爭換股案致無法單獨行使股東提案權、提名權之情形，在系爭換股案未違反誠信原則、濫用權利之情況下，亦應尊重立法者利益權衡後之規定，故聲請人主張換股結果將造成相對人所有股東持股比例遭稀釋、影響股東會選舉結果而受有損害，非有理由」。

---

[37] 蔡英欣，以確保控制權為目的之股份交換－兼評發行新股相關規範，月旦法學雜誌，第 361 期，頁 36-37，2025 年 6 月。

[38] 前揭註 21，頁 116。

是知，晚近實務見解側重於審酌換股比例之合理性與策略聯盟之必要性，肯認股權稀釋乃是現行股份交換制度下之伴隨結果，非司法機關當然應予介入保障之範疇。司法此時應高度尊重立法者將決策權配置予董事會之利益權衡，從而給予經營階層更為寬廣之防禦與資本裁量空間。

二、 我國現行股份交換制度之法理缺陷與學者評析

觀諸股份交換制度設計的初始目的，是便於企業間透過交叉持股，達到策略聯盟的目的[39]，但實務運作中，股份交換似乎已成為效果最為強大的敵意併購防禦措施。公司面對敵意併購威脅時，只需要經過董事會特別決議，即可發行新股給予公司派友好之人，排除其他股東的新股認購權，又法制上未另設特別之稀釋比例上限，故可快速達到稀釋市場派持股的效果[40]。

惟查，股份交換本質上係以他公司股份作為本公司發行新股之對價，實質上具有增資效果，然而相較於以公司之貨幣債權、公司所需技術、商譽作為對價之增資，依公司法第 156 條第 5 項規定，則僅經董事會普通決議即可[41]。兩者同屬現物出資，此一差別規範是否妥適，學說上存在爭議[42]。

其次，股份交換依法得排除公司法第 267 條員工與原有股東之新股認購權，然該條之立法本旨，即在防止股東權益被稀釋及防範新舊股東利益衝突[43]。如此規範，實質上完全架空股東藉由維持持股比例以防免股權、表決權與盈餘分配權遭稀釋之功能，使少數股東之權益保障形同失靈。

再者，股份交換與證券交易法第 43 條之 6 之私募具有股權性質之有價

---

[39] 該條增訂理由：「於股份交換時，受讓公司發行新股時，造成原股東股權稀釋，股東權益減少之情形，故需經董事會特別決議，以保障原股東權益。又因股份交換取得新股東之有力資源，對公司整體之營運將有助益。」

[40] 朱德芳，敵意併購相關議題探討，月旦會計實務研究，頁 71，2020 年 4 月。

[41] 公司法第 156 條第 5 項：「股東之出資，除現金外，得以對公司所有之貨幣債權、公司事業所需之財產或技術抵充之；其抵充之數額需經董事會決議。」

[42] 朱德芳，論公司法下董事會發行新股之權限與責任－以公司法第 156 條第 6 項股份交換制度為核心，兼論股東優先認股權之存廢，政大法學評論，115 期，2010 年 6 月，149、165-232 頁。

[43] 前揭註 42，頁 167-168。

證券高度類似，兩者皆係排除原股東優先認股權而對特定人發行新股。然其規範密度卻鬆緊不一：私募在對價上可兼採現金與非現金，卻因可能重大影響公司股權結構與既有股東權益，依法須經「股東會特別決議」通過；反觀股份交換僅因對價為受讓他公司股份，即可免於股東會之審查，僅需「董事會特別決議」即可進行。此一規範結構之極大落差，實務上極易使經營團隊透過交易架構之包裝，假股份交換之名行私募之實，產生實質規避股東會決議之空間。

又觀諸公開收購制度，依現行公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 11 條第 2 項第 5 款規定，實施股份交換以發行新股作為受讓對價者，豁免適用證交法關於公開收購之規定[44]。強制公開收購之規範目的，在於促使併購者溢價取得控制權時，使小股東得以同時分享控制權溢價（Control Premium）。股份交換排除該條之適用，導致特定第三人得藉由董事會之授權一舉取得足以影響公司控制權之重大持股，卻無須對市場分散之小股東提出任何收購要約，破壞了證券市場之公平競爭秩序與股東平等原則。

另觀企併法第 29 條所定之股份轉換規定，其於商業操作上與股份交換之效果極為類似。然企併法下之股份轉換，因預定創造百分之百母子公司關係，被嚴格定位為企業組織再造行為，程序上不僅須經雙方公司股東會特別決議，更賦予異議股東股份收買請求權（Appraisal Right）。相較之下，股份交換只要取得股份比例未達百分之百，即可在完全排除股東會決議及股份收買請求權之法律外觀下，發行巨額新股以產生如同實質併購、經營權移轉之法律效果。兩者在法規範密度上的失衡，可見一斑[45]。

---

[44] 公開收購公開發行公司有價證券管理辦法 11 條第 2 項第 5 款：「符合下列條件者，不適用前項應採公開收購之規定：五、依公司法第一百五十六條之三規定，以發行新股作為受讓其他公開發行公司股份之對價。」

[45] 前揭註 42；朱德芳，論公開發行公司之資本結構重組與公司治理－以形式減資與私募增資為核心，國立臺大法學論叢，37 卷 2 期，2008 年 6 月，81、141-143 頁。

股份交換的目的，可能是策略聯盟，或是用於防禦敵意併購，甚或在大量發行新股時，可能產生經營權移轉之效果。股份交換目的多元，對公司與股東影響程度不一，但現行法均採用同一程序，即董事會特別決議，相較於同樣排除股東新股認購權之私募制度，程序上寬鬆太多，致使修法之議始終不斷。

三、 小結

由上可知，我國公司法第 156 條之 3 之股份交換制度，其立法原意雖在於便利企業間進行策略聯盟與交叉持股；然而，在現行法制之授權下，該制度於非合意併購之實務運作中，已實質轉化為經營階層在免除股東會監督下，最為強大的反併購防禦武器。

探其法理缺陷之根源，乃在於現行法未能對股份交換依其目的調整審查密度之標準。現行法制僅因交易對價係他公司股份，即一律劃歸為董事會之權限。此種一刀切之立法模式，於法規範密度上形成失衡，實質上有礙於公平競爭秩序，並有違反股東平等原則之虞。

對此，我國司法實務之態度雖有所轉變，由早期實質捍衛股東職位利益之嚴格檢驗，轉向於高度尊重程序合規與董事會商業判斷法則之寬鬆審查。然而，在公司治理之實質層面上，當董事會面臨控制權即將易手之敏感時點時，經營階層客觀上已處於極高之職位固守與潛在利益衝突中。此時司法若一律給予商業判斷之推定保護，無異於縱容董事會利用資本工具架空股東會之核心法定權限。

對此制度隱憂，實有重行檢驗我國立法政策與司法實務標準之必要。在立法政策上，應通盤檢討現行資本結構重組時之法規範密度，得參考美國法上要求公司公開發行新股超過已發行股份總數 20%時之股東會事前同意機

制[46]；或英國法上於公開收購人依法申報收購之特定敏感期間內，要求防禦措施原則上應強制回歸股東會特別決議之精神[47][48]。與此同時，司法機關於個案保全程序中，適用商業判斷法則時，可考慮借鏡比較法上之強化司法審查標準，課予經營階層實質之舉證責任。法院應檢視其所採之防禦手段，是否能通過「合理性測試」與「比例性測試」之檢驗，以避免經營階層因固守職位而產生之潛在利益衝突。唯有藉由「事前股東決議」與「事後司法強化審查」之機制，方能於促進有效率之企業併購與賦予經營者合理防禦彈性之間，達成兼顧股東權益與健全公司治理之公平秩序。

第三節　操縱股東會停止過戶日作為防禦手段之適法性檢驗

一、停止過戶制度之程序操縱

按我國公司法第 165 條第 3 項規定之停止過戶制度，其立法原意本係為便利公司統計股東人數及股東身分，俾利寄發股東會召開通知與編製股東名簿之行政作業[49]。然於非合意併購之實務攻防中，目標公司常利用調控股票停止過戶日之時程規劃，阻絕收購方參與股東會之制度可能性，此種程序操縱常導致「股權實質所有人與表決權行使主體分離」之法規弊端。在法律外觀上，收購方雖已於集中市場受讓股份，或透過公開收購交割而成為目標公司之實質股東，卻因過戶閉鎖時點之程序落後，客觀上無法於股東大會中行使提案權與表決權；反之，已將股份出售予收購方或已參加應賣而不再具備經濟利害關係之原股東，卻仍登載於閉鎖基準日之股東名簿上，實質上淪為

---

[46] 前揭註 42，頁 185。

[47] 前揭註 22，頁 92。

[48] 前揭註 42，頁 238。

[49] 公司法第 165 條第 3 項：「公開發行股票之公司辦理第一項股東名簿記載之變更，於股東常會開會前六十日內，股東臨時會開會前三十日內，不得為之。」

行使空虛投票（Empty Voting）[50]之適格主體[51]。此種投票權與經濟利益脫鉤之表決權虛化現象，是否架空股東行動主義並侵害證券市場之公平秩序，始終為我國企業併購法制中亟待正視與釐清之核心缺漏。

二、 縮短閉鎖期與基準日制度之可行性評估

就此問題，有論者認為鑑於我國證券已全面採行無實體發行與帳簿劃撥交付作業，應於股務容許範疇內儘量縮短過戶閉鎖期。惟反對見解指出，我國股務作業繁雜，包含委託書核對、電子投票統計及寄發通知書等均極耗時，縮短天數不僅實質防杜效益存疑，且縱令予以壓縮，目標公司既有經營階層仍得依縮短後之時程精準排定開會日以排除收購方，僅使其行政作業較為侷促而已[52]。

亦有論者建議可考慮改採比較法上之基準日制度（Record Date）。所謂基準日制度，係以某一時點做為判斷股東權得否行使之基準日，惟有於該基準日以前完成過戶之股東始能行使股東權，然於該基準日之後仍可辦理過戶，僅不能於該次股東會或盈餘分派行使股東權而已[53]。然反對見解對此亦持保留態度，蓋因倘目標公司之核心目的在於排除非合意併購者，則不論係採取縮短後的閉鎖期抑或基準日制度，既有經營階層依然能藉由精準調控特定時點，達到實質阻絕收購方參與股東會之防禦效果[54]。

---

[50] 「所謂空虛投票係指股東名簿上已確認為股東之人，於基準日後至股東會前（基準日制）或於停止過戶期間（停止過戶制）所進行之股份轉讓行為，致使原本應與股份所有權合一之股東表決權，因而與所有權分離，造成其所擁有之股東表決權超過其實質擁有經濟上權利之情形，空虛投票將造成形式上擁有表決權之人，因對公司已無經濟上利害關係，極可能轉變為對公司毫不關心，甚或為藉機從中獲利而做出與公司利益相反之行為，若此等表決權竟成為股東會議案是否通過之關鍵少數時，則將更凸顯股票所有權與股票表決權不相當，及空虛投票之嚴重性。」吳博聰、洪憲明，我國非合意併購案例於法制面問題探討暨修法芻議，證券服務第 658 期，頁 45-65，2017 年 4 月。

[51] 前揭註 50，頁 46。

[52] 前揭註 50，頁 45。

[53] 戴銘昇，線上法學教室 股份過戶、閉鎖期間及基準日制度，作者提供，2022 年 3 月。

[54] 前揭註 50，頁 46。

三、 小結

基此，本文以為，或可參考文獻有關引入「表決權拘束契約」作為調節機制之見解。所謂表決權拘束契約，係指股東與他股東約定，於一般的或特定的場合，就自己持有股份之表決權，承諾為一定方向之行使所締結之契約[55]。倘於公開收購或股份轉讓時，併同締結表決權拘束契約之約定，使已參加應賣或出售股票卻仍登載於股東名簿上的「無利害關係原股東」受其法律效力拘束，承諾將表決權讓與實質受讓人，或依據收購方之指示於股東大會行使表決權，即可實質導正「經濟利益與投票權脫鉤」之現象。惟查，我國司法實務對於非公發公司以外之表決權拘束契約之效力，尚存有肯否兩派論戰，然鑑於該契約之適法性辯證非屬本文核心範疇，故省略之。

附言之，另有論者主張，應賦予司法機關介入審查董事會刻意調控停止過戶日之權限，評估其是否構成董事受託義務之違反。亦即，得結合公司法第 23 條第 1 項與第 194 條之規定，將其適用於董事會設定停止過戶日之決議行為審查上，藉以釐清其中是否存在違反受託義務之情事[56]。惟本文初步認為，召集股東常會固屬董事會之法定職權，然董事會是否負有「不得於特定時期召開」或「應於歷年常態開會時召開」之不作為或作為義務，對此等義務之法律內涵應如何建構，且違反時是否即構成違反受託義務，仍有待深究。

第五章 本案對我國非合意收購制度之啟示

綜觀大聯大公司公開收購文曄公司案之始末，本案實為一非合意併購之攻擊防禦教科書，深刻揭示我國現行公司法制於非合意併購規範體制上之失衡與漏洞。

---

[55] 最高法院 109 年度台上字第 2482 號民事判決

[56] 黃朝琮，股東會防禦措施之規範與省思，國立中正大學法學集刊第 61 期，2018 年 10 月，頁 137，註 113。

基此，本文經梳理現行制度與相關文獻，針對前述三項核心議題提出以下建議，以供未來立法政策與司法實務修正之參考：

首先，就董事會防禦界線與利益衝突而言，我國現行法制傾向於「董事會優先原則」之立法體例，然缺乏配套之強化司法審查機制。當經營階層面臨控制權易手之利益衝突時，司法實務若過度依賴商業判斷法則，而未充分審查控制權爭奪情境下之利益衝突，則無異縱容董事會利用資本工具架空股東會之核心權限。是未來我國司法實務宜適度借鏡美國德拉瓦州法之 Unocal 測試標準，課予發動防禦措施之董事會實質舉證責任，審查其手段是否通過合理性與比例性之雙重檢驗，方能落實董事之忠實與注意義務。

其次，本案凸顯我國現行股份交換制度存在規範密度失衡之闕漏。相較於法制上對私募與企併法下股份轉換所課予之相關義務，股份交換僅因對價為他公司股份，即可全然豁免股東會監督，僅憑董事會特別決議即可於短時間內發行新股，稀釋外部股東之持股與表決權。此種程序要件之落差，使股份交換成為缺乏程序正當性之反併購工具。法制上有必要重行檢視現行規範，並評估引進於發行新股達一定稀釋比例或可能導致控制權變動時，須經股東會事前同意之機制，以維護股東平等原則。

最後，關於股東會停止過戶日之程序操縱，暴露出技術規範於非合意併購情境下被武器化之弊端。目標公司藉由安排或調整過戶閉鎖期，造成經濟利益與投票權脫鉤之空虛投票現象，架空股東行動主義。在縮短閉鎖期或全面改採基準日制度之情形下，經營階層仍可能透過時間差之調控影響股東權之行使，致其防杜效果有所侷限。於此脈絡下，透過引進私法上之表決權拘束契約，或賦予司法機關於事後審查經營階層是否違反受託義務之權限，或可作為可行之調節路徑。

參考文獻

(一) 期刊論文

朱德芳（2008），論公開發行公司之資本結構重組與公司治理—以形式減資與私募增資為核心，國立臺大法學論叢，37 卷 2 期，頁 81、141-143。

朱德芳（2010），論公司法下董事會發行新股之權限與責任—以公司法第 156 條第 6 項股份交換制度為核心，兼論股東優先認股權之存廢，政大法學評論，115 期，頁 149、165-232。

朱德芳（2020），敵意併購相關議題探討，月旦會計實務研究，頁 71。

吳博聰、洪憲明（2017），我國非合意併購案例於法制面問題探討暨修法芻議，證券服務，第 658 期，頁 45-65。

唐順明（2017），從日月光公開併購矽品案論目標公司的防禦措施之適法性—台美公司法之比較基礎，真理法學，第 18 期，頁 95。

陳彥良（2006），反併購措施法制之研析（上）—德國法啟示兼論金鼎案之實證，台灣本土法學雜誌，第 86 期，頁 7-26。

陳彥良（2006），反併購措施法制之研析（下）—德國法啟示兼論金鼎案之實證，台灣本土法學雜誌，第 87 期，頁 22-34。

郭大維（2024），企業併購下目標公司董事之義務—比較法的觀察，當代法律，第 35 期，頁 87。

黃朝琮（2018），股東會防禦措施之規範與省思，國立中正大學法學集刊，第 61 期，頁 137。

蔡英欣（2025），以確保控制權為目的之股份交換—兼評發行新股相關規範，月旦法學雜誌，第 361 期，頁 36-37。

劉連煜（2012），敵意併購下目標公司董事的受任人（受託）義務—以開發金控敵意併購金鼎證券為例，政大法學評論，第 125 期，頁 5。

戴銘昇（2022），線上法學教室—股份過戶、閉鎖期間及基準日制度，作者提供。

(二) 研究報告

TWSE 公司治理中心（2018），深化公司治理觀念教案——日月光與矽品併購案。

立法院（2020），敵意併購防禦措施之相關法制問題研析，載於：https://www.ly.gov.tw/Pages/Detail.aspx?nodeid=6590&pid=197687。

(三) 法院判決

臺灣高等法院 96 年度抗字第 475 號民事裁定。

最高法院 109 年度台上字第 2482 號民事判決。

最高法院 112 年度台上字第 1306 號判決。

智慧財產及商業法院 113 年度商暫字第 1 號民事裁定。

(四) 外國判決

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

(五) 網路資料

中央社（11/22/2019），反擊大聯大收購 文曄四大質疑並提告，https://www.cna.com.tw/news/afe/201911220185.aspx，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

文曄科技鄭文宗董事長記者說明會新聞稿（11/26/2019），文曄公司官方網站，https://www.wtmec.com/，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

文曄科技股份有限公司新聞稿（12/16/2019），回應大聯大修正公開收購說明書五點聲明—無法改變具實質控制力，無法免除公平會申報義務，https://www.wtmec.com/，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

自由財經（11/22/2019），文曄獨董提 4 點質疑大聯大 建議股東不要參與應賣，https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/2986395，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

自由財經（6/10/2025），金融整併不支持敵意併購 要秉持「三心兩意」，https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/5070913，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

今周刊（11/21/2019），獨家》大聯大董座黃偉祥：這是一次奇襲式的收購，但背後是善意的！，https://www.businesstoday.com.tw/article/category/80394/post/201911210028/，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

金融監督管理委員會（11/06/2025）修正發布「金融控股公司投資管理辦法」等規定新聞稿，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202511060005&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=News

商業周刊（12/26/2019），一段 22K 的故事影片，看懂大聯大為何決心入股文曄 https://www.businessweekly.com.tw/Archive/Article?StrId=7000832&rf=google，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

商周頭條（11/21/2019），獨家》「他想當皇帝、當老大！」公告裡一句話，逼

半導體通路商文曄力抗大聯大，https://www.businessweekly.com.tw/focus/blog/3000785，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

鉅亨網（11/24/2019），「大文配」恐雙輸 台灣半導體通路市占將拱手外商，https://news.cnyes.com/news/id/4415558，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

鉅亨網（12/16/2019），〈大聯大收購文曄〉回應外界質疑持股過低 文曄：擴大規模的必經之路 未來將增加持股，https://news.cnyes.com/news/id/4423888，最後瀏覽日：2026 年 9 月 7 日。

(六) 其他

大聯大控股股份有限公司公開收購文曄科技股份有限公司普通股公開說明書（2019），公開資訊觀測站。

公平交易委員會第 1471 次委員會議決議（2020）。

國巨股份有限公司公開收購茂達電子股份有限公司普通股公開說明書（2025），附件三法律意見書，公開資訊觀測站。