經營權爭奪之董事義務

目　次

壹、 研究動機及目的.....1
貳、 研究方法.....2
　一、 文獻分析法.....2
　二、 比較法研究.....2
　三、 判決研究法.....3
參、 **比較法上經營階層面臨經營權爭奪之規範**.....3
　一、 英國法非合意併購法制.....3
　二、 德國法非合意併購法制.....4
　三、 日本法非合意併購法制.....5
　四、 美國法非合意併購法制.....6
　五、 我國非合意併購法制.....10
　六、 小結：.....11
肆、 **我國應採用何種法制作為董事防禦行為之審查判准**.....12
　一、 董事會中立原則.....12
　二、 董事會優先原則.....13
　三、 本文見解.....13
伍、 結論.....15
陸、 研究結果.....16
柒、 參考文獻.....17
　一、 中文文獻.....17
　　1. 中文書籍.....17
　　2. 中文期刊論文.....17
　　3. 法院判決.....18
　二、 英文文獻.....18
　　1. 英文書籍.....19
　　2. 英文期刊論文.....19

摘　要

我國公司法制過去對於公司經營階層面臨敵意併購之情形，所應能採取如何之防禦措施手段，又如採取比較法上所稱如焦土政策、去除皇冠上寶石策略時，是否逾越公司經營階層所能採取之手段範圍，進而違反公司法上董事所應負之忠實義務等爭議時均不無疑義之處。本文從各比較法公司治理結構、其司法判准發展下，包括日本、英國、德國及美國法之制度下認為，我國於現行公司法第 202 條及法院實務、整體公司法制體系解釋下，本文認為應已朝董事會優位主義之天平光譜端。又於此脈絡下，我國於現行法未能明文確立經營階層之背景下，應透過美國法下對於經營階層面臨敵意併購下所基本確立之 *unocal* 及 *revlon* 判准下，透過我國對於董事經營階層所應盡對公司忠實義務進行內涵填補，並建議未來如針對此種敵意併購下經營階層所應該及如何應對明文規範時，可做為立法論上之參考依據及方向。

壹、研究動機及目的

我國近年企業併購案件之數量呈現成長趨勢，2023 年併購件數達到歷史新高 131 件，2024 年雖件數略降至 121 件，但總金額因金融業整併而大幅反彈達 162 億美元，顯示併購活動依然熱絡。而企業併購中如泰山案、智冠科技與網銀國際爭奪權案、光洋科案等諸多案例可知，經營權爭奪涉及法律問題爭議甚多，舉凡股東臨時會之召集（是否有透過審計委員會決議？）或是董事會決議之正當程序（會前資訊揭露、董事須否迴避？），抑或是商業法院定暫時狀態假處分之所扮演之角色等，爭點面向極廣。本文則重點聚焦於經營階層於面臨經營權爭奪中所為之防禦行為，及其防禦行為是否有底線，若有，則底線為何？

企業在面臨經營權爭奪之併購，尤其是敵意併購時，董事恐因各種原因不願被他企業收購，無論是基於家族企業之守護或併購雙方對於併購收買股份價格之認知相去甚遠，皆會採取商業防禦措施以捍衛經營權，此時經營階層（董事會）若如泰山公司派與龍邦經營權爭奪案中，泰山公司派採取「摘除皇冠上寶石」（Crown Jewel Defense)策略，出售最值錢之全家股份，及透過投資巨大資金於街口公司，實行所謂「焦土策略」，為的即是保住自己之董事席次及公司控制權，在此當中即引發諸多法律上爭議，尤其是；又或是如智冠科技公司與網銀國際經營權爭奪案中，智冠公司經營階層透過股份交換「引入白馬騎士榮剛公司」（當時引發市場上有質疑，其股份交換比例恐不利於股東及公司，稀釋股東股權，影響智冠公司股價)，於此情形，防禦公司之經營階層是否有違反公司法第 23 條第一項之董事忠實義務，又或是企業併購法第 5 條第一項之規範東所得提案之範圍及其決議之合法性，值得深研。

面對此種質疑，通常公司派會略以：「出售其轉投資，可協助經營團隊更專注於本業之經營及減少對業外收入的依賴[1]。」等語作為主張並第一時間對外之說明、抗辯，我國司法實務目前針對此種企業併購防禦措施之論證發展仍未發展

[1]參閱黃帥升，經營權爭奪之皇冠上珠寶：論公司法第 185 條「主要部分之營業或財產讓與認定」，當代法律，第 13 期，頁 37，2023 年 1 月。

出一套具體的審查標準[2]，僅止於學說上文獻討論之階段，實務上針對此類案件多從正當程序（股東會、董事會）角度去論斷該處分之合法性。如泰山案中，處分全家股份，法院認為違反公開發行公司董事會議事辦法等為由董事會決議無效[3]。

綜上所述，我國近年在泰山案、網銀科技公司爭奪案中，法院皆以董事會程序瑕疵等理由進行決議本身效力之認定，在歷審中往往法院見解甚為不同。雖學者有針對部分爭議（如公司法第 185 條重大資產之認定）進行討論，但我國實務針對董事會本身之防禦行為根本上應如何判準毫無著墨，實體法上也無明確條文規範之，近年政府鼓勵金融整併之風潮下，此種涉及經營階層如何防禦、可否防禦之根本性法律標準可說是迫在眉睫。故本文以此為研究動機，擬從比較法上對於此種非合意企業併購中發展最長，最有判決規準可供參考之英國、德國、美國法，輔以與我國經濟體相似，亦為繼受他國商法典背景之日本法出發，並最後以台灣現行條文，實務發展理論之體系，釐清在現行法下，在現行年年增加之企業併購案件中，縱未有明確具體之司法審查體系，得試圖作為基礎審查經營階層面臨經營權爭奪中所為之防禦行為之依歸及初探防禦行為之底線。

貳、研究方法

一、文獻分析法

蒐集現有國內、國外學者專家之論著、相關主題之座談會或研討會資料加以參酌，主要就公司法第 172 條之 1 有關股東提案權之制度進行分析及統整歸納。

二、比較法研究

整理外文文獻資料，參考相關之內容，比較外國法制與我國規範之差

[2] 參閱黃帥升，同前註，頁 39。

[3] 參閱智慧財產及商業法院 112 年度商訴字第 16 號民事判決。

異，並分析外國實務運用之發展與演變，適時參酌作為我國公司法制進步之借鏡。

三、判決研究法

蒐集並統整歸納國內外相關法令與法院之判決，以得出法院就涉及公司法下股東提案權範圍之認定係引用何見解，並比較實務與學說之差異性。

參、比較法上經營階層面臨經營權爭奪之規範

一、英國法非合意併購法制

英國係最早就非合意併購加以規範之國家，發展也最為深遠。故雖公司法治理架構與我國不盡相同，但仍值得作為比較法參考對象。在1968年，英國法因慮及收購人以不同價格收購，致發生股東不平等待遇之情形，遂有「the Panel on Takeovers and Mergers」（公開收購暨合併委員會）之成立，並於同年頒布「the City Code on Takeovers and Mergers」（公開收購暨合併規則），該規則主要精神係為確保所有股東得到公平及相同之待遇[4]。英國法中，董事會面對非合意併購時之防禦措施，可區分為事前防禦（Pre-Bid Defenses）與事後防禦（Post-Bid Defenses）。在事前防禦之脈絡下，因英國法對於董事履行義務時採取之態度係所謂盡公司成功義務」（Duty to Promote the Success of the Company）[5]，故英國法院傾向不介入董事的經營判斷，因此董事很容易抗辯防禦措施的行使是為了保護公司的長期利益。故事前防禦措施於英國司法實務，通常允許公司階層自行約定、設定，蓋此乃公司自治範疇，並無如同事後防禦措施般設有較大之限制。簡而要之，英國法對於事前防禦基本上從董事受託義務出發。而相類似的有自所謂打破控制法則（The breakthrough rule）原則出發，其主要是歐盟之規定，源於歐洲執委會「公司法高層小組」（High Level Group of Company Law Expert）

[4] 參閱王文宇，非合意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，第125期，頁164，2005年9月。

[5] *See* Companies Act 2006, c. 46, § 172(1) (UK).

於 2002 年提出之公開收購報告（Winter's report），報告核心原則即「打破控制原則」，即禁止公司階層藉由限制股權轉讓與發行不同種類股份之方式來鞏固經營權。

又事後防禦措施（Post-Bid Defenses），於英國法規定下，可參見 Takeover Code 第 21 號規則揭示（Non-Frustration prohibition），禁止股東會在未取得股東會同意下，實施任何防禦措施。於規則下標的公司得採取之防禦措施，僅限於以下三種：第一、說服股東不應出售股票。第二、遊說公平交易法之主管機關。第三、尋找白馬騎士（White Knights）參與收購競爭，原因在於英國法認為白馬可以 foster competing bids，通常對提升股東權益有所助益。

從上所述英國法之所以對董事會之事後防禦措施採取如此嚴格之限制，規範於 Takeover Code 中，其核心概念乃是因英國對於面對非合意併購時採得是董事會中立原則，以及嚴格之股東優先（Shareholder Primacy），經營階層之防禦措施應先取得股東會的同意。董事會在面對敵意併購時根本上具利益衝突（併購倘若成功將失去職位與隨之而來的特權與聲譽），故不允許在事後之情況下董事會自行採取防禦措施。

二、德國法非合意併購法制

德國具監察人會制度，與我國監察人雖有不同，但亦可作為比較法上之比較，其公司治理結構為著名之雙層結構公司法制，由股東會選任監察人會（內部有銀行代表、勞工代表），再由監察人會選任或是解任董事會成員。其制度即徹底將經營與監督機關分離，形成公司「經營、監督雙層制度」。面對非合意併購時，德國法與於英國法相似，在事後之防禦措施時，董事會應維持中立之立場，但經監察人會同意後，可於法定範圍內採取防禦措施。至於事前之防禦公司被敵意併購之措施，則允許公司經營階層自行約定、設定，蓋此乃公司之自治範疇，無如同事後防禦般之利益衝突，即防衛經營權之展現。

德國法企併法第 33 條規定目標公司董事會不得阻撓併購，且規定董事會若得到監事會之同意則可以進行反併購措施，而未規定監事會受中立義務之拘束，立法者考量在於，如果在制度上設計監事會有同意董事會進行反併購措施之權限，自然無法再將監事會納入「阻撓禁止」之被規範客體。此種立法對於德國來說係正確之抉擇，因其組織法上之設計，監事會為董事會之上位機關，學者有謂此係否定完全中立式之折衷緩和式立法[6]。

三、日本法非合意併購法制

過去日本司法實務在面對被併購公司以發行認股權證作為防禦措施合法性之審查時，日本法院多以「主要目的法則」作為判斷標準，亦即董事會在發行新股時，須探究其主要目的究為籌措資金亦或是為了維持經營階層之控制地位，如非以融資為主要目的，則該發行應被認為係不適當應被禁止[7]。此種流於形式化之判斷標準即有日本學者質疑日本法院得否應對變化多端之併購市場。此種流於形式化之判斷標準即有日本學者質疑日本法院得否應對變化多端之併購市場[8]。故日本經濟產業省（METI）成立小組並於 2005 年發表報告，該內容提出之建議雖標榜「遵循世界標準」為其原則，實則全面移植德拉瓦州之併購法律體系。

學者亦有補充，日本對於事前防禦措施之發行新股認購權，原則上必須基於股東會之意思決定但可能以其他機制取代，「商業法庭對於類似於本件作為事前防禦措施而發行之新股認股權，原則上必須基於股東會之意思決定始得為之，但在另外一方面，不可否認者係股東會並非一機動之機關，在下期股東會召開前可能出現一個將使公司難以回復之損害的敵意併購者，

---

[6] 參閱陳彥良，企業併購中目標公司之董事責任（The Duties of the Directors in the Target Company in Takeovers and Mergers），台北大學法學論叢，第 89 期，頁 276-77，2014 年 3 月。

[7] 參閱王文宇，同註**錯誤! 尚未定義書籤。**，頁 169。

[8] *See Kenichi Osugi, Livedoor vs. NBS Case: Recent Judicial Decisions on a Hostile Takeover. Battle in Japan and their Implications*, unpublished working paper, on file with author, at 4-5.

因此在一定限度內，該法庭例外地肯認董事會得發行新股認股權[9]。」

四、美國法非合意併購法制

我國商法繼受美國深遠，如遇追本溯源解決此爭議解方，應可參考美國法於類似案件中所採取之司法判準。美國在 1980 年代併購時期，出現諸多法律爭議，以下以兩件經典重要之案例作為比較法上之參考，在 *Unocal* 案之前，德拉瓦州法院對於敵意併購措施，採取的係「主要目的測試標準[10]」

(一). *Unocal Corp v. Mesa Petroleum* 案[11]

在 1980 年 *Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co* 案中，Mesa Petroleum 公司（下簡稱 Mesa 公司）對 Union Oil Company of California 公司（下簡稱 Unocal 公司）進行「二階段方式公開收購」。在第一階段中，Mesa 公司以每股 54 美元取得 Unocal 公司約 37%之股權，並告知股東若未於公開收購中應賣，將於第二階段以次順位債券為對價收購剩餘持股。此一收購架構將使股東為避免在第二階段取得無價值之次順位債券而被迫在第一階段應賣。為因應此一公開收購，Unocal 公司董事決議，若 Mesa 公司收購之股權超過 6,400 萬股，Unocal 公司將以每單位面額 72 美元之債券為對價，收購在外流通之 49%股份，但 Mesa 公司不得參加 Unocal 公司發起之公開收購。

而 Unocal 公司董事會合理相信該收購金額遠低於自身公司實際應有價值，故 Unocal 公司乃採取「自我公開收購，self-tender」，及自己扮演競價者，但其自我公開收購則排除敵意收購者參與之權利。雙方公

---

[9] 參閱蔡英欣，日本商事案件審理之法庭組織與程序—以東京地方法院商事法庭為例，月旦法學雜誌，第 177 期，頁 60，2010 年 2 月。

[10] 參閱郭大維，論敵意併購下目標公司董事之義務與司法審查標準—我國法與美國法之比較研究，輔仁法學，第 39 期，頁 63-5，2010 年 6 月。

[11] *See* Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946（Del. 1985）.

司過程中歷經向法院申請禁制令等過程，該案最終上訴德拉瓦州最高法院，本案最重要核心爭點即 Unocal 公司董事會有合理理由相信該敵意併購將傷害公司利益時，董事會是否有權利及義務反對該敵意併購之威脅，若答案是肯定的，則董事會所採取之防禦措施是否可以主張受商業經營判斷法則（business judgment rule）之保護？

於本案中，法院認為：「董事會有權力採行防禦措施以回應敵意併購，是源自於合理地察覺到傷害的可能性存在（並且無論傷害來源為何），為保護公司財產（包括股東在內）須負之重大義務和責任[12]。」，並認為「公司治理之廣義內容，包含針對重大之公司（控制權）變動的爭議，董事會並非僅是被動之機關。」

因此，法院在 *Unocal* 一案認為：任何司法審判分析董事會行使公司權限阻撓敵意併購邀約，應開始於「公司董事有為股東之最佳利益而為行為之 fiduciary duty 的基本原則下進行[13]」，在 *Unocal* 案後，董事會之 fiduciary duty 擴大至保護公司和其所有人（股東）免於受到傷害，無論該威脅是來自第三人或其他股東。但該權限並非絕對，法院仍有提出衡平之要件：「如果一個防禦措施是在商業經營判斷法則之保護範圍內，其必須與威脅間有合理關係。此需要董事分析併購要約之性質和對其公司事業之影響。」承上所述，於 *Unocal* 一案中，法院之態度即為除非法院有證據上之優勢去證明董事面對敵意併購之決策是基於永保自己董事職位之動機，或其他違反 fiduciary duty 之行為，德拉瓦州最高法院不會以其判斷取代董事會之決策。

(二).*Revlon, Inc. v. Mac Andrews & Forbes Holdings, Inc.* 案

在 1985 年之 *Revlon, Inc. v. Mac Andrews & Forbes Holdings, Inc.* 一案中[14]，起源係 Pantry Pride 公司（下稱 Pantry 公司）對目標公司 Revlon,

---

[12] *See id.*at 946.

[13] *See id.*

[14] *See* Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

Inc 公司（下稱 Revlon 公司）展開敵意併購，並表示在收購後，將解散 Revlon 公司並將公司資產出售。Revlon 公司董事會以 Pantry 公司之收購價格不合理且收購對公司造成威脅為由，拒絕其公開收購要約（Tender Offer），並且採行買回公司股份以及發行毒藥丸之防禦措施。之後，由於因無法有效抵擋，故引進 Forstmann Little & Co. 公司（下稱 Forstmann Little 公司）作為「白馬騎士」，Forstmann Little 公司所提收購案係以融資收購方式為之，收購後亦會解散 Revlon 公司並出售其資產，但 Revlon 公司董事會一致同意此 Forstmann Little 公司之條件，又為確保 Forstmann Little 公司與 Pantry 公司競爭得以勝出，Revlon 與 Forstmann Little 簽訂 lock-up 契約（包含鎖定資產選擇權等），及其他相關契約，故 Pantry 公司遂向法院主張 Revlon 公司董事違反其 fiduciary duty[15]。

在 *Revlon* 本案判決中，德拉瓦州最高法院認為直到董事會授權管理階層出售公司而與第三人商討收購或合併以前之防禦，包括多種之防禦措施，是被允許的。相反的，在董事會授權管理階層出售公司而與第三人有商討收購或合併行為時，則沒有防禦手段會被允許。董事會之角色則從防禦者變成拍賣者。此時董事會之義務即是為股東取最好之價格[16]。

故本件法院認為，當已經進入出售公司而與第三人有商討收購或合併行為時，Revlon 復再與 Forstmann Little 公司簽訂交易保護措施，使原本公平競價之競爭收購停止，該行為不符合拍賣者義務，屬於 fiduciary duty 之違反[17]，又德拉瓦州案例並未就 *Revlon* 案義務之履行方式，設有任何硬性規則，只要董事能夠合理為股東追求最高出售價格，即可認為已符合強化審查標準之要求[18]。

---

[15] *See id.*at 173, 177.

[16] *See id.*at 182.

[17] *See id.*at 183-84.

[18] *See* Barkan v. Amsted Indus., Inc., 567 A.2d 1279, 1286 (Del. 1989).

(三).兩案之比較[19]

由上述兩案件背景事實及法院判決可比較出，於 *Unocal* 案中，當公司尋求抵抗敵意併購以及保持公司獨立，於此背景下，董事之義務是保護公司和其股東。而在 *Unocal* 案，法院認為董事會必須確認威脅存在，然後在合理範圍內做符合比例原則的回應。

在 *Revlon* 案中，沒有防禦措施可以被允許。董事在 *Revlon* 案下並未被要求界定、判斷何時應由防禦者轉換為拍賣者，毋寧是法院透過案例累積下所給定（given）[20]。目前德拉瓦州案例係在以下三種情況中，觸發 *Revlon* 義務[21]：（一）公司主動發起拍賣程序將其自身出售，或進行業務重整（business reorganization）而將導致公司的拆解（break-up）；（二）為回應收購要約，目標公司放棄其長期經營策略且尋求其他將拆解公司之替代交易方案；（三）進行將導致控制權出售或移轉（sale or change of control）的交易，惟若交易後之存續公司仍處於交易量大且流通性佳的變動有價證券市場中，則該筆交易將不構成控制權之出售或移轉。

(四).小結：

美國法中可見係較偏向董事會優先原則，較其他國家採取開放態度，按上述二案建立之法則，係：當公司非出售或公司之拆解非不可避免之情形時，董事會必須確認對於公司之威脅存在（合理性測試標準），並在合理之範圍內為符合比例原則之回應防禦（比例性測試標準）；另一方面，當公司要出售或公司之拆解係不可避免時，則防禦措施不被允許。亦即，於碰到個案時，應思考者為系爭防禦方法是否合理？手

---

[19] 參閱劉連煜，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 34，2012 年 2 月。

[20] *See* Mary Siegel, *The Illusion of Enhanced Review of Board Actions*, 15 U. Pa. J. Bus. L.599, 625 (2013).

[21] *See* Arnold v. Society for Saving Bancorp, Inc., 650 A.2d 1270, 1290 (Del. 1994) (citing *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140, 1150 (Del. 1989).

段是否符合比例原則？是否應受禁止權利濫用之規範？相關董事是否構成刑法背信罪？防禦手段是否已阻止股東選擇權之運作？以上皆涉及防禦公司董事會之受託義務是否被違反[22]？

五、我國非合意併購法制

我國目前針對此種非合意併購時，董事之具備防禦義務與否，如有，則底線為何，此等種種問題，司法實務與我國目前均無一具體審查標準，甚至可以說，尚無具體明確的一套背後核心價值選擇做為基礎。面對日漸繁多之企業併購案件，並政府欲促進金融機構整併之風潮下，我國現行法規定簡略，又乏司法案例、判準之累積，致使判斷董事是否違反忠實義務更加不易，引發許多問題，在現行法與司法實務見解下，難以找到明確答案[23]，故有學者在個案（泰山案）中，認為似乎泰山公司的董事會於進行該出售股份的決議時，並沒有取得充分的資訊，因此認為應採嚴格審查標準。從而，應由董事舉證說明該決定係公平合理，就有關泰山公司投資於街口公司的決定亦同[24]。

針對上述觀點，有認為其係引用美國公司法之商業經營判斷法則而來，我國法似雖亦有法院引用此原則之名稱的前例，於商業事件審理細則中亦規定，商業法庭在判斷公司負責人是否有違反其忠實義務時，得審酌其行為是否本於善意且符合誠信、是否有充分資訊為基礎供其為判斷、有無利益衝突、欠缺獨立性判斷或具迴避事由、有無濫用裁量權、以及有無對公司營運進行必要之監督，這些要素本質上可謂反應出美國之商業經營判斷法則的內涵，但其認為我國並未明文規定於公司法中，係透過商業法庭程序上的規定來引入。故即便有商業事件審理細則的規定，司法實務上是否確實有原汁原味地將美國實務上稱之商業經營判斷法則導入我國法下來適用，在法制上仍值得更進一步探索[25]。故由以上學說之討論

---

[22] 參閱劉連煜，現代公司法，頁 145-46，增訂 16 版，2021 年。

[23] 參閱江朝聖，公司經營權爭奪時董事之義務－泰山公司案評析，月旦會計實務研究，第 69 期，頁 32，2023 年 9 月。

[24] 參閱江朝聖，同前揭註。

[25] 參閱陳肇鴻，2023 年公司法與證券交易法回顧，臺大法學論叢，第三十五卷特刊，頁 1338，2024 年 11 月。

可得知，我國針對非合意併購時董事之防禦義務與否之討論，大部分停留在實務發生之個案具體情形做初步討論，並有部分學者仍對商業經營判斷法則是否能原汁原味地被我國法院繼受、運用，稍持不全然支持之看法。

針對上述爭點，本文認為我國應可被認為已採用商業經營判斷法則，作為判斷董事是否違反公司法第 23 條之受託人義務，此見解已成為我國實務之主流看法[26]。無論從文義解釋：商業事件審理細則第 37 條中之規定，抑或是從能鼓勵董事在合理之範圍內擴展市場，抓住商機，透過商業經營判斷法則此種行為責任而非以我國公司法第 23 條之結果責任作爲判斷依歸，更能使董事專注開展公司利益，得達到追求股東利益最大化之目的。又近期最高法院民事判決亦運用商業經營判斷法則之內容作為判決依歸[27]：「此項判斷標準，雖尚無法律明文可遵循，但非不得參考商業事件審理細則第 37 條提示之審酌事項，即：1.其行為是否本於善意且符合誠信。2.有無充分資訊為基礎供其為判斷。3.有無利益衝突、欠缺獨立性判斷或具迴避事由。4.有無濫用裁量權。5.有無對公司營運進行必要之監督等，依具體個案之情形，妥適決之。」此前提作為本文希冀找出我國防禦公司董事於非合意併購時所應盡之董事義務有關，應先釐清之。成文法國家之德國[28]與日本[29]，亦是由法院以裁判方式率先承認商業經營判斷法則，則強化審查標準之引入，只要得以完善周邊配套，非無循類似模式，進入我國法制之可能。

本文在上述四種比較法制度於我國現階段立法政策上尚未明確做出決定之前提下，應選擇何種制度，並於我國現行法規範下應作出何種調整，以下試進行分析。

六、小結：

---

[26] 參閱邵慶平，公司法：規範與案例，頁 235，三版，2024 年 9 月；郭大維，論商業判斷原則於董事責任法制下之運用—檢視、比較與省思，月旦民商法雜誌，第 68 期，頁 36，2020 年 6 月。

[27] 參閱最高法院 112 年度台上字第 1306 號民事判決。

[28] 參閱蘇怡慈，從比較法觀點看經營判斷法則移植，台灣法學雜誌，第 186 期，頁 84-6，2011 年 10 月。

[29] *See* Vicki L. Beyer, *Judicial Development of a Business Judgment Rulein Japan*, 5 Bond L.R. 209, 212-13 (1993).

故由上述可知，比較法上對於此種非合意企業併購下，董事會所能採取之防禦措施各有所異，於英國、德國等歐陸國家，董事會僅在事前防禦行為之機制下，擁有較大之公司自治空間。於事後防禦措施，董事會基本上應採取中立，接近於保守之防守立場；相反，美國、日本等國對於董事會之防禦措施空間則擴大不少，董事會之立場由中立轉變為在一定程度內，可以採取較為有力之經營權維護手段。本質上即是各國對於公司治理本身於結構、制度根本上之不同，則對於董事會維護經營權之容任度也有所不同。

相對的，我國公司治理於繼受他國時，並無一核心價值做為制定規範後之依歸，對於非合意併購之董事義務亦無條文規定（充其量僅公司法第 23 條可稍做為判斷基準，但仍非常不明確），司法實務上亦乏遵循標準。故以下將思考於現行條文下，我國應採取何種核心價值作為判斷基準，並可用於將來立法論上之參考。

肆、我國應採用何種法制作為董事防禦行為之審查判准

按上文可以統整出各國對於此種防禦行為呈現光譜兩端之態度，而我國並未有明文規範，甚至於司法實務也未就此部分為指摘，以下將分析各國採取制度之理由，並分析我國應採取光譜中之何種方向：

一、董事會中立原則

如前所述，面對敵意併購時，歐陸等國（英國、德國）採取偏向董事會中立原則，原因無非是其對於董事在面對此種敵意併購時，做成防禦行為所追求之利益究係為了自身董事職位之保留，又或是為了股東之利益而為之，認為其中具有存在巨大、根本上利益衝突之疑慮。

其實若自德國監事會之設計以觀，監事會之組成除股東提名選任外，亦有銀行代表、員工工會成員在其內。又德國董事會係由監事會所選任，又係由監事會決定是否採行防禦行為，其體現員工與股東共同決定之精神，可見德國之公司治理制度具有濃厚之社會主義色彩精神

二、董事會優先原則

有學者主張按我國公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第十四條第一項:「被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購人依第九條第八項規定申報及公告之公開收購申報書副本、公開收購說明書及相關書件後十五日內，應就下列事項公告、作成書面申報本會備查及抄送證券相關機構。.....二、董事會應就本次公開收購人身分與財務狀況、收購條件公平性，及收購資金來源合理性之查證情形，對其公司股東提供建議，並應載明董事同意或反對之明確意見及其所持理由。」認為我國法並未採取有些國家以法律要求董事會對敵意併購應採中立主義，因此認爲在現行法下，我國似較傾向美國法（德拉瓦州公司法）採取開放之角度[30]

三、本文見解

我國究應採取何種原則？本文認為可以從我國現行條文及我國股權結構與其他比較法國家之異同出發思考並作出比較。自 2001 年公司法第 202 修正後，其條文內容:「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。」觀之，依此修正後條文，公司法已可認為明文規定由「董事會」為公司業務執行之最高決策機關，股東會之權限僅限於「公司法明文列舉」者，以縮小股東會之權限範圍，並應將公司法或章程未明文列舉屬於股東會之剩餘權限，全部劃歸於董事會行使[31]。凡公司之業務經營判斷均交由「董事會」決議，並據其決議結果執行之[32]。是以，我國公司法第 202 條之規定，對於商業經營判斷權之歸屬，原則上係採「董事會優位主義」，由董事會所享有。故針對敵意併購防禦措施，此業務判斷，原則上應以董事會做為防禦行為決策核心。

---

[30] 參閱劉連煜，同前註**錯誤! 尚未定義書籤。**，頁 36。

[31] 參閱王志誠，董事會功能性分工之法制課題，政大法學評論，第 92 期，頁 320，2006 年 8 月。

[32] 參閱林仁光，董事會功能性分工之法制課題—經營權功能之強化與內部監控機制之設計，臺大法學論叢，第 35 卷第 1 期，頁 174，2006 年 1 月。

過去曾有見解認為以我國而言，被收購公司經營者對公司負有受託人義務，需為股東之利益負責，不得任意採取防禦措施。以我國而言，股權集中結構已爲控制性股東營造謀取私利之絕佳環境，加上關係人交易規範之不足等，如再為經營者得採取防禦措施廣開大門，無異將使控制性股東的自利行為變本加厲[33]。

惟自公司法發展下，對董事之 fiduciary duty 已有商業經營判斷法則之引用，並搭配關係人交易（公司法第 223 條）之司法實務及學說發展下，前述見解之質疑，本文認為難以成立。我國又非如英國法股權結構分散，反之，台灣公司股權結構十分集中，多數股份皆由大股東所把持，故三位一體之情形較為常見（股東會、董事會、監察人由同一大批人把持）。則股東會作為把關併購防禦行為之機關是否有實益，誠值思量？股東會會不會僅淪為董事會之橡皮圖章，而無從發揮淨化利益衝突之機能？

若我國採取英國法之見解，在無從發揮淨化利益衝突之機能下，可能反而使目標公司之經營階層在為防禦行為時綁手綁腳，還需要再去召集股東會所生之金錢成本、耗費時程等，實難謂係最具有效率之公司法預設規範，難達成股份有限公司設立之目的：降低交易成本、代理成本，讓資源不浪費，實現股東財富最大化等公司法規目的[34]。

又我國目前之公司法第 23 條，有商業經營判斷法則作為忠實義務內涵之補充，美國法於此爭議之開始時，曾有引來諸多質疑與批評。有認為此事涉市場誠信：當公司掛牌上市而接受大眾投資人成為其股東，即應將經營成果與股東分享[35]，而不應以高價公開發行股份，卻在股價低迷時，以不相當的低價收回投資人股份。但依美國法商業經營判斷法則為德拉瓦州案例法審查董事是否違反受託義務時之預設（default）審查規則，當董事被證明有利害關係或不具有獨立性時，德拉瓦州法院將把審查規則，由商業經營判

---

[33] 參閱王文宇，同註**錯誤! 尚未定義書籤。**，頁 172。

[34] 參閱王文宇，探索商業智慧，契約與組織，頁 89-90，初版，2019 年。

[35] *See* Victor Brudney, *A Note on "Going Private"*, 61 Va. L. Rev. 1019, 1025 (1975).

斷法則提升至整體公平標準。利害關係與獨立性固然為「有」、「無」之判斷，然而在若干具有潛在利益衝突的場合中，即使是獨立且不具利害關係之董事，其決策都有可能在不自覺（subtly）間被影響，這些情況固然不適用整體公平標準，但似又不宜賦予董事商業經營判斷法則之保護[36]。

為此，德拉瓦州法院遂創立出強化審查標準，以為因應。如在控制股東收購與經營階層收購因在交易過程中皆有利益衝突情事，美國德拉瓦州在審查控制股東收購[37]及經營階層收購時，皆是以整體公平標準（entire fairness）進行審查，其中控制股東收購則再根據獨立委員會（independent committee）或外部股東多數決（majority vote of unaffiliated shareholders）等程序機制之運用情形調整審查密度[38]。而我國之法制，如上文所述，基於目前公司法治理架構，股東會與董事會之權力分際法制設計，公司股權及股東會之角色，法律繼受之過程，應認為得採取美國法之見解作為填補我國法對於董事於爭奪經營權時，其義務為何之規範空洞。

伍、結論

經營階層收購與控制股東收購兩者最顯著之區別，在於對公司決策的控制力[39]，在經營階層收購中，收購方並沒有控制性持股，即令其得以主導董事會之併購交易決策，但在股東會層次，股東仍可否決其不願接受之併購交易提案；相較之下，控制股東擁有足以撤換董事之投票權，董事在此陰影下，難以維持其獨立性，控制股東同時並掌控股東會作成必要的決議，因此控制股東收購與經營階層收購對於被收購公司之影響力仍有程度之別。而我國目前對於面對非合意併購時，防禦公司經營階層之防禦措施底線，

---

[36] *See* J. Travis Laster, *The Effect of Stockholder Approval on Enhanced Scrutiny*, 40 Wm. Mitchell L. Rev. 1443, 1449 (2014); Jack B. Jacobs, *Fifty Years of Corporate Law Evolution: A Delaware Judge's Retrospective*, 5 Harv. Bus. L. Rev. 141, 161 (2015).

[37] *See* Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 711 (Del. 1983).

[38] 參閱黃朝琮，經營階層收購之研究，收錄自公司法論文集 II：特殊交易型態與資訊揭露，頁 84，2026 年 1 月。

[39] *See* Deborah A. DeMott, *Directors' Duties in Management Buyouts and Leveraged Recapitalizations*, 49 Ohio St. L.J. 517, 518 (1988).

基於我國現行條文文義解釋、目的解釋及股權結構等原因，本文認為應採美國法德拉瓦州董事會優先主義見解，原則上以董事會作為防禦行為之決策核心。

又在我國立法論上仍未明確採取何種規範下，本文初步認為應可以公司法23條之忠實義務內涵（即美國法商業經營判斷法則）作為實質審查經營階層防禦行為標準。立法論上，我國未來亦須妥適引入法制，並應參考比較法以建立更為明確、詳細之法院審查機制，更應在經營階層過度侵害少數股東權利，與目標公司之經營階層因憂慮有違反忠實義務之虞而根本不敢為防禦措施間，做出正確之價值選擇考量。該董事面對非合意併購時之忠實義務內涵，係為強化審查標準，強化審查基準之本旨，係在避免董事決策參雜不純正動機，以確保股東之最大利益不因此而受到影響[40]，最早來源於敵意併購防禦的脈絡（*Unocal* 案），但後續則延伸至公司及控制權出售（*Revlon* 案），在比較法上，其核心概念已逐漸清晰[41]。可作為我國面對相似案例時之重要啟示。否則，倘敵意併購法律紛爭持續無法以明確、可預見之審查標準使併購雙方公司知悉遵循，長此以往，恐也將只是徒增負面事例，而無正面助益，最終只會讓企業併購交易活動停滯，無法有效活絡併購交易市場，而失去一個有效促使公司有效治理之外部監督機制[42]

陸、研究結果

本文藉由比較法分析研究，探究於我國現行法下，於企業併購日益增加之背景之下公司管理層應如何確立自身於採取防禦機制時之立場、甚至是界線之有無、並係如何態樣。本文從各比較法之公司法制結構分析，並其經發展下所衍生之判斷基準，同時參考我國現行法制下，基於文義、公司治理模式等適配姓角度進行

---

[40] *See* Stephen M. Bainbridge, *Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers,* 31 Del. J. Corp. L. 769, 841-42 (2006).

[41] 參閱黃朝琮，受託義務之強化審查標準，收錄自公司法論文集 I：受託義務之理論與應用，頁 254，2022 年 7 月。

[42] *See* Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J. Pol. Econ. 110, 112-13(1965).

妥適適用，從必要性、可行性角度下分析，均認為我國於現行公司治理法制層次下，於已偏向「董事會優位主義」之脈絡下，允許董事會作出一定程度之防禦機制，並參酌美國法上之案例演進下所催生之司法判斷基準，作為我國目前對於此種於公司管理階層面臨敵意併購下未具體規範之法制空洞進行填補。

柒、參考文獻

一、中文文獻

1. 中文書籍

1. 王文宇，探索商業智慧，契約與組織，台北：元照出版公司，初版，2019 年
2. 邵慶平，公司法：規範與案例，台北：元照出版公司，三版，2024 年。
3. 黃朝琮，公司法論文集 I：受託義務之理論與應用，台北：新學林出版公司，2022 年。
4. 黃朝琮，公司法論文集 II：特殊交易型態與資訊揭露，台北：新學林出版公司，2026 年。
5. 劉連煜，現代公司法，台北：新學林出版公司，增訂十六版，2021 年

2. 中文期刊論文

1. 王文宇，非合意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，第 125 期，頁 155-75，2005 年 9 月。
2. 王志誠，董事會功能性分工之法制課題，政大法學評論，第 92 期，頁 301-94，2006 年 8 月。
3. 江朝聖，公司經營權爭奪時董事之義務－泰山公司案評析，月旦會計實務研究，第 69 期，頁 26-35，2023 年 9 月。

4. 林仁光，董事會功能性分工之法制課題—經營權功能之強化與內部監控機制之設計，臺大法學論叢，第 35 卷第 1 期，頁 157-266，2006 年 1 月。

5. 郭大維，論敵意併購下目標公司董事之義務與司法審查標準—我國法與美國法之比較研究，輔仁法學，第 39 期，頁 49-100，2010 年 6 月。

6. 郭大維，論商業判斷原則於董事責任法制下之運用—檢視、比較與省思，月旦民商法雜誌，第 68 期，頁 23-46，2020 年 6 月。

7. 陳彥良，企業併購中目標公司之董事責任（The Duties of the Directors in the Target Company in Takeovers and Mergers），台北大學法學論叢，第 89 期，頁 231-92，2014 年 3 月。

8. 陳肇鴻，2023 年公司法與證券交易法回顧，臺大法學論叢，第三十五卷特刊，頁 1325-54，2024 年 11 月。

9. 黃帥升，經營權爭奪之皇冠上珠寶：論公司法第 185 條「主要部分之營業或財產讓與認定」，當代法律，第 13 期，頁 37-41，2023 年 1 月。

10. 蔡英欣，日本商事案件審理之法庭組織與程序—以東京地方法院商事法庭為例，月旦法學雜誌，第 177 期，頁 48-67，2010 年 2 月。

11. 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 1-53，2012 年 2 月。

3. 法院判決

1. 智慧財產及商業法院 112 年度商訴字第 16 號民事判決。

2. 最高法院 112 年度台上字第 1306 號民事判決。

二、英文文獻

1. 英文書籍

1. Bainbridge, Stephen M., Business Associations: Cases and Materials on Agency, Partnerships, and Corporations, West Academic Publishing, U.S.A.(1992).

2. 英文期刊論文

1. Bainbridge, Stephen M., *The Geography of* Revlon-*Land*, 81 Fordham L. Rev. 3277, 3277-368 (2013).

2. Bainbridge, Stephen M., *Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers,* 31 Del. J. Corp. L. 769, 769-862 (2006).

3. Beyer, Vicki L., Judicial Development of a Business Judgment Rulein Japan, 5 BOND L.R. 209, 209-25 (1993).
4. Brudney, Victor, *A Note on "Going Private"*, 61 Va. L. Rev. 1019, 1019-56 (1975).

5. DeMott, Deborah A. *Directors' Duties in Management Buyouts and Leveraged Recapitalizations*, 49 Ohio St. L.J. 517, 517-57 (1988).

6. Jacobs, Jack B., Fifty Years of Corporate Law Evolution: A Delaware Judge's Retrospective, 5 Harv. Bus. L. Rev. 141, 141-72 (2015).
7. Laster, J. Travis, *The Effect of Stockholder Approval on Enhanced Scrutiny*, 40 Wm. Mitchell L. Rev. 1443, 1443-91 (2014).

8. Laster, J. Travis, Revlon *Is a Standard of Review: Why It's True and What It Means*, 19 Fordham J. Corp. & Fin L. 5, 5-55 (2013).

9. Manne, Henry G., *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J. Pol. Econ. 110, 110-31(1965)

10. *Osugi, Kenichi, Livedoor vs. NBS Case: Recent Judicial Decisions on a Hostile Takeover. Battle in Japan and their Implications*, unpublished working paper, on file with author, 1, 1-5.

11. Siegel, Mary, *The Illusion of Enhanced Review of Board Actions*, 15 U. Pa. J. Bus. L.599, 599-632 (2013).

3. 法院判决

1.Arnold v. Society for Saving Bancorp, Inc., 650 A.2d 1270 (Del. 1994) (citing *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

2. Barkan v. Amsted Indus., Inc., 567 A.2d 1279 (Del. 1989).

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

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

5. Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).