

# 2017年理律盃模擬法庭 辯論賽研習營

## 非合意（敵意）併購之攻防與 企業併購之董監責任



理律法律事務所  
吳志光合夥律師

2017年09月16日

# 演講大綱

- 壹、敵意（非合意）併購是中性的併購手段
- 貳、攻方：公開收購是常見的敵意併購方式
- 參、守方：白馬侍從/白衣騎士是常見的防禦措施
- 肆、董監責任：應善盡忠實義務
- 伍、案例介紹

# 壹、敵意（非合意）併購是中性的併購手段

- 一、敵意併購（Hostile Takeover），或稱非合意併購、未經要約之收購，指併購本身並未取得標的公司經營團隊之同意。
- 二、並非情緒上或情感上之「敵意」或「惡意」：
  - 日月光一矽品 vs. 百尺竿頭一樂陞
- 三、有公司治理上之意義：
  - 有威脅才有警覺
  - 各種利害關係人權益之兼顧
- 四、應為中性的併購手段—與其他併購方式同，有優點也有缺點。
- 五、制度設計上應維持中立。

## 貳、攻方：公開收購是常見的敵意併購方式

- 一、任何須經標的公司董事會或股東會決議始能進行之併購方式，均無法成為敵意併購之方式（如合併、分割、資產收購、股份交換等）。
- 二、姑且不論委託書爭奪戰、股東會技術操作等純粹爭奪經營權之方式，公開收購已成為最常見之敵意併購方式。
- 三、公開收購一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。

四、**強制公開收購**—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**股份者，應採公開收購方式為之。但有下列例外：

- 與**關係人**間進行股份轉讓。
- 依證交所**拍賣**辦法取得股份。
- 依證交所或櫃買中心**標購**辦法取得股份。
- 依證交法第22條之2第1項第3款（**特定人**）取得股份。
- 依公司法第156條或企業併購法實施**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。
- 其他符合金管會規定。

## 五、公開收購之主要程序

1. 收購方應先向金管會申報及公告後始得為之。

### ● 申報制 vs. 核准制

2. 標的公司應於10日內就一定事項為公告、申報，並組織審議委員會，審議公開收購條件之公平性、合理性及就本次收購對其公司股東提供建議。

六、應以同一收購條件為公開收購，且不得經由協議或約定，使特定股東於參與應賣後取得特別權利。

七、保密要求—公開收購決定之日起至申報及公告日前，因職務或其他事由知悉與該次公開收購相關之消息者，均應謹守秘密。

## 八、公開收購條件成就：

1. 公開收購期間屆滿前達公開收購人所定最低收購數量。

➤ 公開收購期間—20~50 + 50

2. 如涉及須經金管會或其他主管機關（例如投審會、公平交易委員會）核准或申報生效之事項者，應取得核准或已生效。

➤ 須經律師審核並出具具有合法性之法律意見。

✓ 失敗效果—於一年內不得就同一公司進行公開收購。

## 九、制度上可以討論之處

- 公開收購取得多數股權卻不必然順利取得經營權（開發一金鼎）：公開收購人與其關係人於公開收購後，所持有被收購公司已發行股份總數超過該公司已發行股份總數百分之五十者，得以書面記明提議事項及理由，「請求」董事會召集股東臨時會，不受公司法第173條第1項規定之限制。（證券交易法第43條之5）
- 公開收購期間過短且缺乏彈性（日月光一矽品）
- 公開收購人之履約保證機制（百尺竿頭一樂陞）
- 標的公司之董事責任（日月光一矽品；百尺竿頭一樂陞）
- 公開收購股份之表決權行使（日月光一矽品）



## 十、公開收購相關規定修正要點

### ➤ 修正「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」

1. 明定公開收購申報書件須經律師審核，並出具**律師法律意見書**，以取信社會大眾。
2. 公開收購人應提出**具有履行支付收購對價能力之證明**，以現金為收購對價者，為確認公開收購人有足夠資金完成公開收購，規範由具有證券承銷商資格之財務顧問或辦理公開發行公司財務報告查核簽證業務之會計師採行合理程序，審核資金來源並出具公開收購人具有履行支付收購對價能力之**確認書**，或由金融機構提供**履約保證**。
3. 強化被收購公司董事會及審議委員會成員對公開收購重要資訊的**查證責任**。

4. 公開收購**支付收購對價**時間、方法或地點，原則上不可變更。
5. 配合與**公平交易法**規定審查期限調整一致，並考量換匯等實務作業需求，延長收購期間由30日延長至50日。
6. 強化公開收購**資訊揭露**，包括條件成就前公開收購人取得其他主管機關准駁文件、本次收購對價已匯入受委任機構名下之公開收購專戶，及條件成就後應賣數量達到預定收購最高數量公告及申報義務，以提供股東應賣決策參考。
7. 增訂公開收購人未依公開收購說明書所載時間支付收購對價者，應賣人得不經催告，**逕行解約**，受委任機構應於次一營業日，將應賣人交存之有價證券退還原應賣人，以保障應賣人權益。
8. 增訂受委任機構應設立專戶辦理款券收付且**專款專用**，及增訂受委任機構之消極資格條件。

## ➤ 修正「公開收購說明書應行記載事項準則」

1. 增訂**特別記載事項**，將公開收購說明書所引用之**外部專家評估或意見**，藉由資訊公開，提供投資人參考，外部專家並應於公開說明書就其所負責之部分簽名或蓋章。
2. 規範以現金為收購對價者，如係多層次架構之收購，應揭露**最終資金提供者**之身分及相關資金安排等重要資訊。另公開收購人如為公司且併購資金係自有資金者，應以本次公開收購公告時最近二年度之財務報告，加強分析說明本次**收購資金來源之合理性**。公開收購人並應出具負履行支付公開收購對價義務之承諾書，連同資金安排之所有協議或約定之文件，併同公開收購說明書公告。
3. 規範公開收購人應揭露對被收購公司於**收購完成後重大取得資產之計畫內容**。

# 參、守方：白馬侍從/白衣騎士是常見的防禦措施

- 一、防禦措施之基本作法：一方面稀釋股本增加收購難度及成本，另一方面增加守方(包括友軍)持股比例。
  - 發行新股、買回庫藏股、發行可轉換公司債、發行員工認股權憑證、與友善企業換股、併購或組織重組等。
- 二、白馬侍從(white squire)及白衣騎士(white knight)當公司面臨敵意併購時，公司經營團隊尋求友善第三方支援入股，成為策略合作投資人或主要股東，以作為防禦之方式。

三、發行新股與友善投資人進行**股份交換**為常見防禦措施（**中國航運—台灣航運[陽明海運]**；**日月光—矽品[鴻海、紫光]**）：

- 時效快**：董事會決議即可（授權資本額之限制）
- 成本低**：發行新股為對價，無需籌措大量資金
- 效益高**：策略聯盟、供應鏈

四、**政府機關核准**：併購活動之不確定因素。

五、**法院假處分**：企業經營決定之尊重與司法審查界線之緊張關係（**中國航運—台灣航運**）。

# 肆、董監責任：應善盡忠實義務

## 一、目標公司董事會對於敵意併購可否採取防禦措施？

- 英國：董事會應維持中立之立場，未經股東會同意，不得任意採取防禦措施。
- 德國：董事會應維持中立之立場，但經監事會同意，可於法規拘束範圍內採取防禦措施。
- 美國：採取較開放之態度，參照 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum* 與 *Revlon Inc. v. McAndrews* 之界定。
- 台灣：主要是對董事責任之規範，並未針對防禦措施為規範。

## 二、注意義務

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。（企業併購法第5條）

- 公司利益 vs. 股東利益
- 大股東利益 vs. 小股東利益 (投資人保護)

## 三、忠實義務 vs. 注意義務

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。（公司法第23條）

- 忠實執行業務 = fiduciary duty (duty of loyalty + duty of care + duty of good faith) ?
- 經營判斷法則 (Business Judgment Rule) 之適用性 ?

## 四、經營判斷法則

臺灣高等法院臺南分院 104 年重上字第 1 號民事判決：

「按商業經營管理上，難免有所失誤，是否所有之誤失，不問情形，均應令董事負其責任？如此對於董事是否過嚴？是否會造成董事責任過大，令人對於擔任董事卻步，反而不利於公司經營及管理。因此，為促進企業積極進取之商業行為，應容許公司在經營上或多或少之冒險，司法應尊重公司經營專業判斷，以緩和企業決策上之錯誤或嚴格之法律責任追究，並降低法律對企業經營之負面牽制，此即為美國法上所稱『商業判斷法則』（business judgment rule），故當公司董事已被加諸受任人義務，則董事在資訊充足且堅信所為決定係為股東最佳利益時，則全體股東即必須共同承擔該風險，而不得以事後判斷來推翻董事會之決定。」



「而我國公司法第202條之規定，亦強調企業所有與企業經營分離原則，經營判斷法則乃確保由董事，而非股東經營公司，若允許股東經常輕易請求法院審查董事會之經營管理決策，決策權最終可能由董事會移轉至好訟成性之股東，其結果顯然與公司法第202條之立法意旨相悖。而承認所謂經營判斷法則，將可鼓勵董事等經營者從事可能伴隨風險但重大潛在獲利之投資計畫。此外，司法對於商業經營行為之知識經驗亦顯然不如董事及專業經理人豐富，故司法對於商業決定應給予『尊重』，因此減少司法介入，自有必要。」

「換言之，法院不應立即事後猜測（second guess）而予以違法之認定，即使該經營決定是一個錯誤，而且其結果也確實讓公司因此遭受虧損，董事會亦不因此而負賠償責任，除非公司股東可以證明董事（會）於作成行為之當時，係處於『資訊不足』之狀況，或係基於『惡意』所作成，或參與作成決定之董事係具有重大利益衝突之關係等等。易言之，當董事之行為符合：一、董事對於經營判斷之事項不具利害關係。二、就經營判斷事項之知悉程度，為其在當時情況下合理相信為適當者。三、合理相信其經營判斷符合公司最佳利益，而基於善意作出經營判斷時，即認其已滿足應負之注意義務，即便董事經營決策嗣後造成公司虧損，亦應免負損害賠償責任。」

## 五、美國 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum* 判決之啟示

於涉及公司經營權之敵意併購，董事經常面臨內在**利益衝突**，而有可能會優先顧及其自身利益而行動，而非為了維護公司及股東之利益，因此法院認為於賦予董事經營判斷法則之保護時，應要求董事證明：

- **合理性**：董事會必須證明於決策前，有合理理由相信該收購對公司之經營與存在造成威脅。
- **比例性**：董事會採取的防禦措施應與該收購對公司所造成威脅有合理的關連且符合比例原則。

# 伍、案例介紹

## 一、日月光—矽品案

### (一) 第一次收購

2015/08/21	<ul style="list-style-type: none"><li>● 日月光宣布將對矽品進行公開收購，以每股45元收購矽品5%至24.99%普通股及存託憑證，收購期間為8月24日至9月22日。總收購金額高達352億元。</li><li>● 日月光表示，取得矽品股權純屬財務投資，不會介入經營。</li><li>● 矽品同日表達事先不知情，將於收到公開收購說明書後，提出正式回應並向股東提出建議。</li></ul>
2015/08/24	<p>矽品回應：</p> <ul style="list-style-type: none"><li>● 由宣明智等三位獨立董事成立審議委員會，審議日月光提出收購條件。</li><li>● 將向主管機關提出查詢日月光收購股權之資金來源，是否違反原募集用途。</li></ul>

2015/08/28	<p>矽品回應：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 建議股東不參與公開收購的四點理由：<b>每股收購價格太低</b>、美國存託憑證收購價格太低、日月光說法互有矛盾、未事先溝通。</li> <li>● <b>宣布與鴻海結盟換股</b>，矽品以2.34新股換發1股鴻海（相當每股37.86元），成為矽品最大法人股東。</li> <li>● 公告10月15日召開股東臨時會，討論與鴻海換股案。</li> </ul>
2015/08/31	<p>矽品舉行線上說明會說明對結盟案及收購案之態度，向外資及股東喊話。</p>
2015/09/10	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 林文伯致股東公開信中，對日月光收購案提出七點質疑。</li> <li>● 日月光登報呼籲矽品股東參與應賣。</li> </ul>
2015/09/11	<p>林文伯接受媒體專訪，稱日月光公開收購案是掠奪。</p>
2015/09/16	<p>林文伯與郭台銘聯手召開策略聯盟說明會，以強化股東信心。</p>
2015/09/18	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 日月光公告登記應賣之矽品股東已逾5%，<b>公開收購條件成就</b>。</li> <li>● 日月光刊登公開收購廣告，說明參與應賣細節。</li> <li>● <b>矽品員工</b>赴勞動部抗議，呼籲政府基金不要賣股給日月光。</li> </ul>

2015/09/21	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 矽品董事長林文伯透露，為防日月光介入矽品經營權，將號召南茂、京元電及矽格等「<b>矽品虛擬集團</b>」成員歸隊，透過換股，併入矽品，讓虛擬集團變為實體集團，藉由矽品股本擴大，再進一步稀釋日月光持股比重、降低日月光掌控矽品的可能性。</li> </ul>
2015/09/22	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 第一次公開收購期間末日。</li> <li>● 已超過矽品股東會之停止過戶日。</li> </ul>
2015/09/23	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 登記應賣股權達36.83%，日月光按比例收購取得24.99%股份，<b>成為矽品最大股東</b>。</li> <li>● 張虔生會見林文伯談合作，表明反對鴻海入股矽品，談判破裂，矽品仍堅持與鴻海結盟。</li> </ul>
2015/09/28	<p>林文伯署名發出「致股東公開信」，鼓勵股東積極參與10月15日股東臨時會，投票支持與鴻海結盟案。</p>

2015/09/29	日月光抨擊矽品鴻海之換股策略結盟案， <b>過度膨脹股本</b> ，將剝奪股東依法認股之權利。
2015/09/30	<b>委託書</b> 之戰開始，共三組徵求人馬。
2015/10/01	日月光股票交割，成為矽品最大股東。
2015/10/02	日月光向台中地方法院訴求矽品股東會違法， <b>聲請假處分</b> 。
2015/10/13	台中地方法院裁定駁回日月光之假處分申請。
2015/10/15	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 兩大<b>國際法人股東投票顧問機構</b>ISS與Glass Lewis，建議矽品股東投票反對這兩個議案。</li> <li>● 矽品股東會臨時會，矽品鴻海結盟案<b>未獲通過</b>，宣告失敗。</li> <li>● 矽品向高雄地方法院提起訴訟，主張日月光於公開收購說明書做出虛偽、隱匿記載，故公開收購應屬無效，請求法院<b>確認日月光登記矽品股東名冊請求權不存在</b>。</li> </ul>

## (二) 第二次收購

2015/12/11	矽品宣布將以私募策略聯盟引進 <b>紫光</b> ，以每股新台幣55元取得矽品24.9%股權，並預計於1月28日召開股東臨時會，討論引進紫光的相關議案。私募完成後，日月光持股成為18.7%，紫光將成為第一大股東。
2015/12/14	日月光提議， <b>於雙方合意基礎下</b> ，共同簽訂合乎市場併購慣例的條款及條件，以每股現金新台幣55元收購矽品其餘股權，並要求矽品12月21日前回覆。
2015/12/22	日月光宣布12月29日起，以每股新台幣55元 <b>公開收購</b> 矽品24.71%股份
2015/12/25	日月光就第二次公開收購向 <b>公平會</b> 遞件申報結合。
2015/12/28	矽品董事會決議暫緩召開股東臨時會，並同意在二前提下，評估日月光之提案：(1)日月光即時停止第二次公開收購；(2)雙方合意基礎下展開協商。
2015/12/29	日月光以每股新台幣55元對矽品進行第二次公開收購，預計取得24.71%股份。公開收購完成後，總計將持有矽品49.71%股份。
2016/01/07	矽品董事會及審議委員會針對日月光第二次公開收購表示： <b>(1)收購價格不合理</b> ；(2)有全球 <b>反托拉斯申報</b> 之疑慮。於上述疑慮尚未完全釐清前，仍存在相關風險，故就股東是否適宜參與公開收購之應賣，採保留的態度。



2016/02/04	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 公平會確認收訖完整申報文件，核發受理通知。</li> <li>● 日月光公告延長收購期間至3月17日。</li> </ul>
2016/02/16	日月光第二次公開收購原定收購期間末日，業經公告延長至3月17日。
2016/02/24	公平會召開委員會議，決議日月光擬與矽品結合案將延長審議期間至5月1日。
2016/03/16	公平會審議日月光與矽品結合案，未做出准駁結合與否的決定。因公平會認為IDM（整合元件製造商）與OSAT（封測代工業）之產品市場界定、我國或全球之地理市場界定、限制競爭的不利益、整體經濟利益之評估及技術創新對我國產業之影響等五大疑點，尚未釐清，因此決定繼續審議。
2016/03/17	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 日月光延長第二次公開收購期間末日。因未取得主管機關核准，宣告公開收購失敗，將退還股票給參與應賣人。</li> <li>● 日月光提出四大聲明，表示繼續尋求完成收購矽品全部股權，日月光提出設立產業控股公司平台，讓日月光和矽品成為平行的兄弟公司。</li> </ul>
2016/03/23	公平會決議中止審議日月光與矽品結合案，因公開收購已於3月17日到期，客觀上此結合案已無實施可能。

### (三) 化敵意為合意-合組控股公司

2016/04/01	日月光持續自市場買入矽品股份，投入資金約新台幣137.12億元， <b>總持股約達33.29%</b> 。
2016/04/28	<ul style="list-style-type: none"><li>● 矽品董事會<b>決議終止</b>與紫光入股合作案。</li><li>● 矽品法人說明會，對於日月光提<b>產業控股公司</b>，林文伯表示，只要能對台灣產業創造更好條件，不排除任何可能性。</li></ul>
2016/05/16	<ul style="list-style-type: none"><li>● 矽品召開股東常會，日月光支持所有公司派提出之議案。</li><li>● 對於產業控股公司，林文伯表示，反對敵意併購，只要是合意的協商，任何事情都有可能。</li></ul>
2016/05/25	日月光與矽品公告因有重大訊息待公布，經證交所同意自5月26日起 <b>暫停交易</b> 。

### (三) 化敵意為合意-合組控股公司

2016/05/26	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 日月光、矽品共同召開重大訊息記者會，簽署<b>共同轉換股份備忘錄</b>，將<b>合組控股公司</b>，兩公司未來將同步下市後，改由控股公司重新掛牌。</li> <li>● 日月光將以每1股普通股換新設控股公司0.5股；矽品則以每1股普通股換發現金55元。</li> <li>● 新設控股公司將取得日月光和矽品100%股權。</li> <li>● <b>日月光承諾</b>留任矽品全部經營團隊及員工，保留現有組織、薪酬、相關福利及人事規章，維持矽品獨立營運空間。</li> </ul>
2016/10/04	公平會核發 <b>受理通知</b> 。
2016/10/12	公平會委員會議決議，有關日月光擬與矽品結合乙案，為進一步評估本案結合之整體經濟利益是否大於限制競爭之不利益，爰 <b>延長審議期間</b> 。
2016/11/16	公平會決議不禁止日月光與矽品結合案。
???	中國商務部？美國FTC？

## 二、開發-金鼎案

- ✧ 開發金控及其轉投資事業在市場上收購金鼎證券股份（金控整併限制之放寬）。
- ✧ 金鼎證券宣佈與環華證金、第一證券、遠東證券合併，欲藉**擴大股本方式**稀釋開發金控之持股比例。
- ✧ 開發金控則以**收購**環華證金及遠東證券股份反制。
- ✧ 開發金控嗣**公開收購**金鼎證券股份（買入轉投資事業所持之股份）。
- ✧ 金鼎證券經營團隊促使環華證金於股東會通過將**營業讓與**復華金控，希望降低開發金控收購環華證金之意願。

- ❖ 金鼎證券經營團隊利用關係企業收購金鼎證券股份，並擬實施庫藏股。
- ❖ 金鼎證券經營團隊一度尋求與新光金控及Legacy Partners Group結盟（white knight）。
- ❖ 金鼎證券經營團隊徵求委託書，希望取得股東之支持。
- ❖ 金鼎證券經營團隊在金鼎證券改選董事及監察人之股東會上，透過主席權之行使，主張開發金控取得金鼎證券股權違法，故開發金控持有股權無表決權，開發金控則認為主席濫權，雙方各自進行董事及監察人之選舉，並各自辦理公司變更登記。
- ❖ 最後主管機關介入協調，群益證券出面收購金鼎證券，開發金控應賣，金鼎證券併入群益證券。

### 三、國巨-大毅案

- ✧ 國巨是國內被動元件產業龍頭，全球最大晶片電阻廠；大毅則為國內第二大晶片電阻廠。
- ✧ 2006年7月國巨透過多家投資公司分別取得大毅股份，合計約佔22.61%。2007年3月國巨旗下投資公司累積取得大毅約5.23%股權。據聞，此時國巨直接或間接持有大毅股數近40%。
- ✧ 2007年5月雙方展開委託書徵求競賽。
- ✧ 大毅檢舉國巨違法收購大毅股權（強制公開收購）。
- ✧ 大毅將股東常會延至8月22日，經濟部駁回申請。2007年7月，大毅被打入全額交割股。

- ✧ 2007年7月13日大毅董事會決議在股東常會議程中加列兩項小股東提案：解任董監案及排國巨條款（排除具同業競爭關係者）。
- ✧ 2007年8月22日股東常會，股東以臨時動議修訂章程，將董監選舉改採全額連記法。大毅公司派因此於董監改選大獲全勝。
- ✧ 2007年9月20日投保中心提出撤銷股東會決議和董監改選無效訴訟，敗訴。
- ✧ 2008年1月31日公平會認定國巨持有大毅股權超過43%，符合公平交易法結合型態及門檻，應申報而未申報，裁處440萬罰鍰。
- ✧ 2008年2月22日金管會認定國巨與其關係企業共同取得大毅股份超過10%後，有多次變動而未申報，違反證券交易法。

## 四、中國航運-台航案

- ✧ 中國航運在市場上收購台航股份，於股東會前取得台航超過30%之股份；泛官股合計仍超過50%。
- ✧ 為反制中國航運之併購，交通部安排台航與陽明海運（交通部持股超過30%）達成換股協議，台航及陽明海運經董事會決議發行新股，並進行股份交換（公司法156），藉以增加泛官股之持股比例，並稀釋中國航運之持股比例（交通部在台航及陽明海運召開董事會討論股份交換交換案時，未迴避且行使表決權）。



- ✧ 中國航運提出台航董事會決議無效之訴（關係人交通部在台航與陽明海運這項增資換股案中沒有迴避，並損及其他股東權益），向法院聲請定暫時狀態之假處分，禁止台航與陽明海運進行增資換股。
- ✧ 法院核准假處分，台航提起抗告遭駁回。
- ✧ 台航董事會向經濟部申請展延股東會開會之期日獲准。
- ✧ 交通部動員陽明海運及泛公股事業增加對台航持股。
- ✧ 台航延至2007年11月15日召開股東會修章（未敘明修正何部分章程），經股東提案，台航董監事選舉採用全額連記法，董監全數由官股代表擔任。

# 敬請指教

吳志光律師

理律法律事務所

台北市105敦化北路201號9樓

電話：886-2-2715-3300 分機 2388

傳真：886-2-2713-3966

電子郵件：[stephenwu@leeandli.com](mailto:stephenwu@leeandli.com)