

國立臺灣大學法律學院法律學系

碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

master thesis

金融機構併購下的股東保護

Protection for Shareholders' rights within
the M&A of Financial Institutions



Lin Li-tzu

指導教授：黃銘傑 博士

Advisor: Huang Ming-jye, Ph.D.

中華民國 97 年 6 月

June, 2008

中文摘要

我國的金融機構併購過程中，除了一般企業併購的要素外，還因金融業的特殊性而有政府高度介入的背景以及問題金融機構處理的特殊問題，而在這些過程中的股東權利，即是本文的主軸。

本文先從金融機構併購背景出發，說明併購中股東權利保護的必要，以及金融機構併購的特殊性。並討論政府地位，包括問題金融機構處理以及官股作為政策執行的媒介的地位。

之後將分別就日本法與我國法的架構，分析各種股東保護制度設計的問題點及其實效性，從各項理論與實務的檢討後，就我國法的實定法與法院審查標準，提出修正建議與參考方向。

在結論中，則會先總結我國股東保護在制度面的不足與改善的方向，和日本法所帶來的啟發，並說明本文的研究限制。尤其，在金融機構併購的實例中，我們可以看到除了法律以外，有其他法以外的因素具有更大的影響力，在檢討法規範時，如果忽視這些部分，反而會使法律脫離現實而存在，將會使法規範的檢討本身喪失其意義。

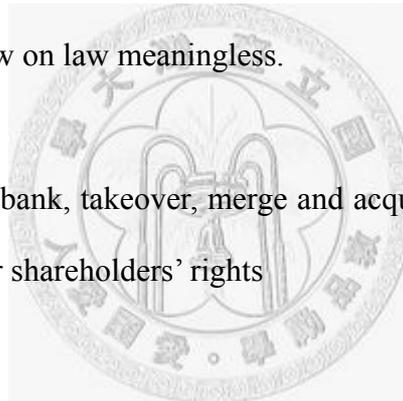
關鍵字：金融機構、銀行、併購、M&A、敵意併購、非合意併購、公開收購、股東權、股東保護

Abstract

First of all, the background of the M&A of financial institutes is introduced, as well as its particularity, followed by the necessity of protection for shareholders' rights, and the government's position within. Next is the analysis of varied protection for shareholders' rights under the construction of Japanese law and Taiwanese law, and some consultation about how to improve the law.

At last, the conclusions are the insufficiency of the norm about protection for shareholders' rights and the way to improve, as well as the enlightenment from Japanese law and the restrictions of this thesis. Also, there are facts in addition to law that influence the cases on the M&A of financial institutes more than law, which shall not be overlooked, otherwise may make the review on law meaningless.

Keywords: financial institute, bank, takeover, merge and acquisition, hostile takeover, tender offer, protection for shareholders' rights



目錄

中文摘要.....	I
ABSTRACT	II
第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究方法與論文架構.....	4
第二章 金融整併的趨勢與少數股東的邊緣化.....	6
第一節 全球化下的金融產業與我國的金融改革.....	6
第一項 金融自由化之始.....	7
第二項 第一次金融改革前後.....	8
第三項 第二次金融改革前後.....	9
第二節 金融機構的併購.....	10
第一項 金融機構的定義.....	10
第二項 金融機構併購的背景.....	12
第三項 併購的型態.....	13
一、合併.....	13
二、股權移轉.....	15
三、營業讓與.....	17
第三節 併購程序中的各種股東保護機制.....	19
第一項 併購程序中的股東.....	19
第二項 合意併購程序.....	20
一、交易保護措施.....	21
二、事務參與及資訊公開.....	22
三、事前救濟—定暫時狀態假處分.....	24
四、事後救濟—股東會決議效力之訴.....	26
五、三角合併的迷思.....	27
第三項 非合意併購程序.....	28
一、公開收購與強制公開收購.....	29
二、防禦策略.....	31
第四項 持股價值的實質保護.....	33
一、股份收買請求權.....	34
二、董事責任與損害賠償請求權.....	36
第四節 金融機構併購中的政府地位.....	38
第一項 問題金融機構處理.....	38
第二項 官股作為併購的觸媒.....	41

第五節 小結.....	43
第三章 日本法下金融機構併購中的股東	45
第一節 日本金融機構併購法制簡介	45
第二節 股東保護規範與實務	47
第一項 選擇權的確保.....	48
一、獨占交涉條款.....	48
二、防禦策略	51
(一) 發行新股或新股認購權.....	52
(二) 股份分割	54
(三) 預防性的毒藥丸計畫.....	56
第二項 資訊公開.....	57
一、併購契約之應記載事項	57
二、併購程序中的資訊備置	58
第三項 狀態維持與回復.....	60
一、事前救濟—禁止併購行為	61
(一) 民事保全之定暫時狀態假處分	61
(二) 公司法上之禁止請求權	62
二、事後救濟—撤銷、無效、不存在之訴	64
(一) 股東會決議效力的一般訴訟	64
(二) 併購行為訴訟的特別規定	64
第四項 持股價值維護.....	65
一、股份收買請求權	65
二、董事責任與損害賠償請求權	68
第五項 公開收購與強制收購.....	69
一、大量持有申報制度與特例申報制度	71
二、非發行人公開收購與義務收購制度	72
三、發行人公開收購	75
第三節 金融機構併購與一般企業併購	76
第一項 金融機構併購的特殊性.....	76
第二項 淨值為負的問題金融機構.....	78
第四節 小結.....	79
第一項 一般企業併購中的股東保護.....	79
第二項 金融業的特殊問題.....	80
第四章 我國金融機構併購法制中股東保護規範之檢討	81
第一節 我國金融機構併購法制概要	81
第二節 我國法制中的股東地位	82
第一項 併購契約.....	82

第二項 應行程序及資訊公開.....	85
第三項 公開收購制度.....	86
一、大量持有申報制度.....	86
二、強制公開收購.....	87
三、義務收購制度.....	89
第四項 董事剝奪股東選擇權之合法性.....	90
第五項 假處分.....	93
一、目前可行之定暫時狀態假處分.....	93
二、未來可以增設的制止請求權.....	94
第六項 併購行為效力之訴.....	95
第七項 董事責任.....	97
第八項 股份收買請求權.....	99
一、股份收買請求權之架構問題.....	99
二、無股份收買請求權適用之情形.....	101
三、股份公平價格之裁定.....	103
第三節 小結.....	104
第五章 結論與反思.....	106
第一節 效率與嚴謹的平衡點.....	106
第二節 資本市場中的投資人保護.....	108
第三節 過度金融的陷阱.....	109
第四節 金融機構併購的財團化與政治化.....	110
參考文獻.....	112

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

現今的產業界，隨著企業集團規模的成長，企業所有與經營分離的現象已然發展到相當成熟的階段，少數股東成爲單純追求利益的投資者，將自己的財產以入股的方式交到公司經營者(在我國即董事會)手上之後，不僅無法對一般的經營方針提出任何意見，甚至合併等重大事項提交股東會議決時，股東會的意志也被大股東所左右，小股東對企業經營再無置喙之餘地，在上市企業中，由於資本龐大、股權分散，此種情形更爲顯著。

其中，金融業一直以來都是特殊的產業，不僅與所有的企業息息相關，也支持著一般人民生活的正常運轉。就因爲金融業務如此重要，卻又涉及道德風險、逆向選擇、資訊不對稱等因素，因此也相對地受到政府更多的管制¹，金融業的設立與營業，無一不受到政府金融政策與金融相關法規的約束與影響，可以說政府的影響力甚至高於少數股東也不爲過。少數股東在企業中的影響力低落已如前述，金融業是大型企業的代表、同時受到政府的嚴謹規範，可見金融業的少數股東，在金融業的經營中，幾乎無足輕重。

而在進入全球化時代後，企業爲追求規模經濟、效益極大化，無不設法擴大企業整體的規模，金融業自然不例外。合併，除了能快速達到企業擴張規模的目標，同時還能省去許多技術開發、市場開發的時間，在廿一世紀的現在，合併是產業界無法阻擋的浪潮。台灣的金融業更是在這股浪潮的正中央，甚至與政府的金融改革緊密連結，在短短的數年內，台灣的金融業藉由不斷地合併，金融版圖正在劇烈地變化。

且金融機構併購的結果經常伴隨著經營權的變動，對金融機構的經營與發展都有重大影響，就金融機構併購的法制建構而言，如何一方面促進問題金融機構併購或簡化併購程序，另一方面兼顧利害關係人的權益保護，是立法論上所追求的目標²。尤其隨著

¹ 劉紹樑，(2001)，〈金融法制、企業併購與典範遷移：以合併法與控股法爲中心〉，《金融控股公司與跨業合併法制》學術研討會》，頁 2，台北：韓忠謨教授法學基金會。

² 王志誠(2005)，〈金融機構併購法制〉，《企業組織再造法制》，頁 331，台北：元照。

合併的熱潮，企業所有與分離是企業組織進化的一個必然方向，同時也表示，少數股東在經濟成長的大纛下，幾乎喪失了對自己財產的支配能力。而金融業中的少數股東，更是在大股東、經營者（董事會）與政府三方的夾縫中求生存，其權利又要如何保護？因此，為保護少數股東的財產權、維持健全的股東退場機制，本文欲以合併作為觀察各方勢力角力的播臺，探討金融機構併購中的股東權利保護。

然而，這個出發點就保護的對象卻有爭議存在。一來，少數股東相對於大股東，要如何去界定一個股東，究竟是少數股東，還是大股東？當二者界線不明確時，保護的對象就無法特定，並且，當二者差距縮減時，區分二者的必要性也隨之降低。二來，細看業界的併購實例，受到損害的例子，可能是原本為大股東、合併後成為少數股東，或者是兩大股東勢力對於公司經營權的爭奪，則只要不屬於經營團隊的股東，都有可能在併購的過程中，因董事的行為而遭到各種損害。由於代理成本（agency cost）的問題永遠都存在於公司結構中，少數股東的權利保護，在公司法中原本就是一個值得討論的議題，但公司法的預設多半是董事（大股東）對少數股東，而在金融業此等大型企業的併購過程中，更多時候是大股東之間的對立，因此在討論時有必要提高到全體股東權利保護的層次來探討。

其次，併購雖然追求公司效率的提升，但就併購代價的層次而言，併購行為未必和所有股東的利益並行不悖，在併購的過程中因追求程序上的效率，而造成實質利益由少數股東往大股東轉移、或是利益的分配不均等狀況並不少見。在企業進行併購的過程中，法律是否應該去保障少數股東的利益不受侵害、或基於併購的效率性考量允許控制性持股的控制權溢價存在，一直是個兩難的問題。

另外，金融機構又因為具有特殊性，以及金融控股公司的存在，基於政府針對金融業的特殊考量，對金融機構併購又有特別規範，這些特別規範在併購程序中，對於股東權利保護又有何影響，甚至由於官股參與金融機構的經營，而影響的金融機構併購的決策等亦非少見，在金融機構併購中，政府的地位則是另一個重點所在。以近幾年的中華開發金融控股公司為例，2004 年的經營權爭奪戰，就很明顯地是大股東與大股東之間的對立，雖然表面上是公司內部經營權的爭奪，但實際上市場派若爭權成功，將同時意

味著開發金與中信金融集團的合作，到後來官股介入，開發金的經營權可以說是官股與中信共享。後來又發生了金鼎證券、中信證券、統一證券三合一的合併案因官股力量而無法通過的事件，一方面顯示官股與專家的合作關係出現裂痕，另一方面也是少數政府對金融整併的個案採取反對立場的實際案例。政府做為主管機關和股東的雙重身份，介入金融機構併購的過程也值得探討。

基於以上幾點，除了我國法之外，同時也必須選擇一些外國法作為比較法的對象。單就併購法而言，美國的法制與案例量自然是第一個浮現出的可參考對象，包括各種防禦策略及與之對抗的救濟方法、董事責任內涵的建構等，需要實務案例累積其規範的內涵，在美國都已經發展得相當成熟，有許多值得借鏡的地方。但是金融業有許多地方性的特色無法忽略，以我國的金融業為例，一來長期處於惡性競爭狀態導致債信不足、呆帳過多、體質不佳，二來政府近年為了改善銀行體質、增進競爭力，促進金融業整併不遺餘力。而日本的金融體系也面臨著與我國類似的問題，日本銀行規模龐大卻依然面臨倒閉風險，主因就是來自泡沫經濟後的不良債權導致日本銀行體質不佳，這也是日本銀行在藉由不斷整併來增加競爭力後仍需要克服的最大問題。而且日本和我國的法制架構同樣源自歐陸法系，卻在近年深受美國法的影響，企業併購盛行的美國所作出的先行判例，要如何在歐陸法系的架構中運用也是一個非常值得深究的問題點，從這個角度觀之，觀察日本的立法與實務也有很高的參考價值。因此，本文將試圖以我國法與日本法之間的比較為基礎，另外針對董事在併購過程中的責任等問題，同時論及美國法中一些關於併購的案件就這個問題所立下的判準，作為討論的參考方向。唯金融業的特殊性在美國針對一般併購的判決中並未考量，在這些判準中，是否需要顧及金融業的公共利益性質而加以調整，也是本文將試圖討論的問題點之一。

另外，除了上述從金融角度的說明之外，若從併購的角度宏觀本文的行文重點，本文既以股東保護為名，主軸著重於併購程序中的股東權利與其地位，與一般概論性討論股東保護不同之處在於，本文的焦點不在於平時公司營運的少數股東保護，而是在於經營權與公司組織變動的程序中，動態性地觀察股東地位，不僅限縮於所謂的少數股東，而從各方面去探討不同立場的股東基於其持股的高低、對併購行為的贊否等，去描繪併

購程序中，股東與股東之間、股東與董事之間、目標公司股東與併購者之間的關係。而金融機構併購基於其大型、公開、股權分散、社會公益性之企業特質，作為本文討論時的觀察平台，既可說明一般企業併購中股東保護的理論與實務，還能同時論及金融機構併購之特殊性。綜上所述，本文的研究對象將會以併購中的股東地位及權利保護為中心，以金融機構併購為例，旁及金融機構併購的特殊性，如問題金融機構、政府角色等。

第二節 研究方法與論文架構

本文首先將從我國的金融體系切入，簡介我國金融自由化下的金融改革，以及隨著金融改革政策而加速進行的金融機構併購，和現狀的概要。而後進入主題的界定，金融機構的定義，金融機構併購的態樣，本文主軸將會放在討論一般性的併購態樣。

再者，本文將會簡介股東的權利保護的概要，關於程序上的股東保護制度，先分就不同的併購態樣（合意、非合意），按照併購的不同階段介紹之。合意併購的部分，主要介紹程序中的資訊公開、事前救濟則以定暫時狀態假處分、事後的救濟則為股東會決議效力之訴為主。非合意併購的部分，主要介紹公開收購的規範與強制公開收購的制度，以及防禦策略之可行性和董事實施防禦策略的審查標準。至於持股價值的實質保護，則分別依股份收買請求權、損害賠償請求權，說明股東可以主張的實質利益。

之後再就政府地位稍加討論，包括以立法、政策的角度觀察，政府在問題金融機構處理的議題中，如何對待金融機構的特殊債權人（存款人、要保人等）以及股東之間的利益衝突，還有官股作為政策執行的媒介具有如何的地位。其中，以問題金融機構處理為目的的併購，目前主要皆由金融重建基金介入接管後，將特定不良債權及一般資產負債分開標售，然而後者的標售是由金融重建基金賠付得標金額後，由得標公司概括承受問題金融機構的資產與負債，原問題金融機構之股東權益已為零，保護的必要與一般的併購大為不同，在本文中就此部分的討論將不會作為主要的討論對象。然而相對地，就併購問題金融機構的公司股東而言，就會是一個較大的問題。

在以上的概論之後，將分別就日本法與我國法的架構加以分析，在金融業的公共利益下，前述的少數股東保護措施究竟應有多少讓步，又應有多少堅持，反映在實定法

上的結果又是如何。另外，實證法上賦予股東的各種保護制度，是否能夠達到權利保護的目的，以及這些權利的行使在實務上的困難度，也是影響權利保護實質效益的重要因素之一。先在第三章中針對日本法的以上各點加以說明之後，第四章就是整合了第二章概論所提出的問題，與第三章日本法中各項理論與實務的檢討，就我國法的實定法與法院審查標準，提出修正建議與參考方向。

在結論中，則會先總結我國股東保護在制度面的不足與改善的方向，和日本法所帶來的啟發，並說明本文的研究限制。尤其，在金融機構併購的實例中，我們可以看到除了法律以外，有其他法以外的因素具有更大的影響力，在檢討法規範時，如果忽視這些部分，反而會使法律脫離現實而存在，將會使法規範的檢討本身喪失其意義。



第二章 金融整併的趨勢與少數股東的邊緣化

要了解金融機構併購下的股東保護，必須從金融業的概況與股東地位二個方面說明。在本章中，將會先從前者開始，說明我國金融業近幾十年來的發展，從保守到改革開放，受到全球化的影響而開始併購浪潮的過程。接著說明本文所要討論的金融機構併購類型，界定金融業的定義及併購的型態概要，以及併購程序中，股東全力保護的必要和各種保護措施。最後從金融業的特殊性著眼，說明政府高度介入的金融機構併購與一般企業併購之間的差異，以及政府在金融機構併購中同時具有管理者與股東地位的二面性，為我國的金融機構併購帶來什麼樣的影響。

第一節 全球化下的金融產業與我國的金融改革

我國自 2002 年加入「世界貿易組織」(WTO) 開始，除貨物市場外、服務市場也必須逐步開放，而自「關稅及貿易總協定」(GATT) 時代起，金融服務市場就已經受到極大的重視，自然是優先開放的市場之一。在這樣的趨勢下，過去我國金融市場的種種問題也一一浮現。

首先，保護主義色彩濃厚的種種管制措施，例如外人投資國內證券業務之限制、資金出入之管制、外國金融機構申請來台設立分公司、跨國發行有價證券、利率等各項管制，都是金融市場邁向自由化、國際化的絆腳石。然而，在金融市場解除決多數管制措施，達到真正完全自由化、國際化後，本國的金融機構即將與外國機構在平等的基礎上分食金融市場的大餅，此時顯示出問題則是過去我國金融機構管理上的弊端。一方面是法制面上，金融監理機關多元且層級不足、監理法制也疊床架屋，造成無法達到有效率的金融監理目的。另一方面金融機構本身的問題則例如：民營中小型銀行林立以及各種金融服務業分業過細導致規模不足，規模較大的公營銀行在經營上又有諸多限制，另外不良債權（呆帳）則是我國金融機構共通的問題，基層金融機構更是普遍體質不佳，這

些都在在導致我國的金融機構在國際上的競爭力低落³。

回顧過去金融法制變革歷史，當會發現，我國金融服務業面臨如此的困境，與金融監理的政策與實行有著絕大的關係。

第一項 金融自由化之始

我國的金融國營政策，在二次戰後維持了相當長的一段時期，一直到 1990 年代初期，才轉向金融自由化，從核准設立民營銀行開始，正式開啓了我國金融市場的競爭時代。但在政府開始開放民營銀行時，開放設立的銀行數過多，也為金融市場埋下了一個不定時炸彈。

由於銀行數遠超過我國金融市場的需要，但政府卻無有效的監理措施。過度金融（over banking）導致了市場的惡性競爭，銀行及農、漁會、信用合作社等基層金融機構於是開始降低對債信的要求，承做利潤低而風險太高的放款，這些過多的融資流向資金市場、不動產市場而使得經濟泡沫化，另外又有關係人交易、特權貸款等不當放款，導致後來鉅額的不良債權（呆帳），而財報不實更隱藏了問題的嚴重性⁴。

當然，這並不代表金融自由化是一個錯誤的決策，反之，金融自由化促成了金融市場的自由競爭，加速了資金的流通，對於經濟的成長也有其必要性，更有甚著，至今仍然持續地在推動各項金融自由化措施。然而，此時政府金融自由化的措施最大的問題在於沒有適當的規劃。金融雖然可以自由化，但是基於金融業的特殊性，必須要有相對應的監理措施；開放設立銀行，就必須要對其財務結構做出相當的規範、並加強查核等，否則銀行的經營不善必定會影響社會的安定，處理問題金融機構所需付出的社會成本更是遠高過監理成本。

除了銀行的惡性競爭、金融法制在監理面上的不足之外，包括：不動產及股票價格泡沫化、1997 年東南亞金融風暴的影響、以及不動產市場供需失衡等，都是後來引發

³ 王文宇（2004），〈從我國加入 WTO 論金融法制之改革〉，《新金融法》，2 版，頁 432-433，台北：元照。

⁴ 陳博志（2006），〈金融問題的本質與改革方向〉，《台灣智庫通訊》，20 期。同文載於：

http://www.taiwanthinktank.org/ttt/servlet/OpenBlock?Template=Article&lan=tc&category_id=16&article_id=689&BlockSet=（最後瀏覽日：2007/08/18）。

金融問題的重要因素。

第二項 第一次金融改革前後

所謂的第一次金融改革（以下簡稱「一次金改」）的背景，約略是從 2001 年開放金融控股公司設立開始，我國的金融業邁向金融服務整合與跨業經營之新階段，但是這時候長久以來所累積的金融機構經營問題也開始浮現，銀行普遍有逾放比率⁵過高的問題、基層金融機構更有多數面臨營運困難的窘境。於是如同 2002 年 8 月時任總統的陳水扁先生所喊出的口號「二五八金改計畫⁶」（二年內將整體金融機構逾放比降至 5% 以下、資本適足率升至 8% 以上），2002 年 7 月成立金融改革專案小組所進行的一次金改，所揭示的旨在於「除弊」，亦即金融機構的體質改善，打消呆帳、降低逾放比率、改善金融機構的整理財務結構、並處理問題金融機構。其中最重要的措施，當屬讓經營不善之金融機構平和順利退出市場的「金融重建基金⁷」。

行政院金融重建基金設置及管理條例（以下簡稱金融重建基金條例），乃是在 2001 年 7 月 9 日公布施行，決策單位為金融重建基金管理會，負責掌理基金運用事項之審核、核定事項。管理會議決事項，則委由中央存款保險公司負責執行，並將執行結果呈報管理會核定。設置迄今所處理的問題金融機構中，最著名的例子當屬中興商業銀行。以中興銀行的不良債權問題為例，當可以說明我國大部分問題金融機構導致經營不善的的共通因素，包括：1. 授信政策不當。企業集團關聯戶授信金額占總授信的三分之二，風

⁵ 逾放比率（Overdue Loan）：銀行之放款，本金延期三個月，或本金未到期而利息已延滯六個月以上，應列為逾放款項。若逾放款項再歷經三個月仍未繳交本息，即轉入催收款項。逾放比率是逾放款項佔總放款餘額之比率。

⁶ 工商時報（2002/08/22），陳水扁提二五八金改計畫 兩年內將整體金融機構逾放比降至五%以下、資本適足率升至八%以上；並指重建基金規模應有擴大空間，4 版。

⁷ 金融重建基金依其可回收性，一般區分為補償性基金及自償性基金兩種類型。

（一）補償性基金是政府用以處理經營不善的金融機構，透過彌補其財務上資產小於負債的差額，促成其他健全金融機構予以併購，使其順利退出市場，以保障存款人權益。由於此種用以填補金融機構經營虧損的基金，將來無法回收，故稱為補償性基金。例如，美國的 RTC 基金、韓國存款保險公司設立 DIF 資金中用於填補金融機構經營虧損的部分及我國金融重建基金中，用於賠付負債大於資產的資金，即屬此種性質的基金。

（二）自償性基金是政府對問題金融機構提供財務協助或收購其不良資產或購買其特別股，以協助其處理逾期放款，提高資本比率，改善金融機構經營體質。政府購入的不良債權出售後可予以回收，而提供財務協助或挹注特別股，亦可於金融機構營運穩定後收回，所以稱為自償性基金。例如韓國資產管理公司發行的 NPA 基金及韓國存款保險公司設立 DIF 資金中用於強化金融機構資本比率的部分。

險過於集中。2. 以大面積且未經開發之山坡地或保育區土地作為擔保品，因處分不易，造成價值嚴重貶落，授信品質也隨之惡化。3. 對無力繳息的借款戶辦理增貸，以隱藏其真實不良放款的嚴重情形⁸。

這些問題，在一次金改的進行下的確有所改善，數年來成功地促使金融機構轉銷呆帳，使整體銀行業的體質獲得改善⁹，但似乎並沒有提高金融機構的競爭力，例如打消呆帳後金融機構的獲利率降低、但企業金融業務的成長卻趨於緩慢，甚至占整體業務放款比重也出現衰退。台灣資金及金融服務明顯呈現「供過於求」的狀態，金融業的競爭力低落，在面臨 WTO 開放市場的需求下，本土的金融業更顯得不堪一擊，因而產生了第二次金融改革的需求。

第三項 第二次金融改革前後

行政院在 2004 年 6 月成立了「區域金融服務中心推動小組」，開始進行以「興利」為主之第二次金融改革，所提出的具體目標包括：2005 年底前促成三家金融機構市占率達 10%、官股金融機構至少減為 6 家、後年底前國內 14 家金控公司減半、至少一家金融機構由外資經營或在國外上市¹⁰。一方面透過帶動市場整併風氣及良性競爭，讓體質健全且有競爭力的金融機構積極參與金融機構整併，以提昇金融機構之經營規模及效率，進而全面提昇我國金融產業競爭力。另一方面，明確化公股金融機構之釋股及整併政策、降低公股銀行市場占有率、提昇金融市場效率，以公股為觸媒，推動市場結構之重整¹¹。

事實上，由於過度金融的問題持續存在，除了問題金融機構的處理以外，體質良好的金融機構為了節省成本、提高綜效、加強市場競爭力而主動相互整合並非直到近幾年

⁸ 行政院金融監督管理委員會網頁資料：<http://www.banking.gov.tw/public/Attachment/76111658871.doc>（最後瀏覽日：2007/09/24）。

⁹ 本國銀行廣義逾放比率，在 2002 年 4 月約為 11.76%，2006 年 6 月約為 2.39%。資料來源：行政院經濟建設委員會（2006），《2015 年經濟發展願景第一階段三年衝刺計畫（2007-2009 年）》，頁 98。同文載於：<http://www.ey.gov.tw/public/Data/6121111283871.pdf>（最後瀏覽日：2007/09/24）。

¹⁰ 工商時報（2004/11/27），二次金融改革停看聽，2 版。

¹¹ 第二次金融改革的政策內容事實上並不侷限於促進金融市場的重整，但因是與本文的關係最密切的部分，故在此將其他的策略而不談，只針對市場整合作討論。

才出現，然而一直到 2000 年「金融機構合併法」、2001 年「金融控股公司法」公布施行開始，金融機構之間的整合才出現了較大的利基，並開始加快整併的速度，真正進入金融整併的新紀元。然而，一開始核准設立金融控股公司時，政府在政策上仍然犯了與剛開始開放設立民營銀行時相同的錯誤，在核准設立的同時並未加強把關，使得金融控股公司多半只要是跨業整合即可成立，短時間內即核准了 14 家金控公司成立，相同性質的金融機構之間並未實質達到整併的效果，導致再提出二次金改目標時，又將限時、限量的整併進程列入金改政策。

但此一金控限時整併的二次金改政策，因有限期、限量的壓力，促使金控公司以高財務槓桿操作併購，出現「極致槓桿收購」(Extreme Leverage Buyout) 的現象，尤其台新銀行試圖以小吃大併購彰化銀行的案例，更是引發了財團化的疑慮，因此在各界的反對之下，二次金改的政策又迅速地踩了煞車¹²，雖然如此，金融機構在 WTO 的壓力之下，爲了達到規模經濟，在可預見的未來，彼此之間相互併購已是無可避免的趨勢，二次金改的整併方向目前也被重新檢討。而在併購的浪潮中，政府、金融機構、關係人之間存在著如何的角力，就是本文所欲探討的重點之一。

第二節 金融機構的併購

第一項 金融機構的定義

在討論金融機構的併購問題時，首先要先處理的是定義問題。依金融機構合併法第 4 條，其對金融機構的定義是指：銀行業、證券及期貨業、保險業所包括之機構，及其他經主管機關核定之機構。其中銀行業包括銀行、信用合作社、農會信用部、漁會信用部、票券金融公司、信用卡業務機構及郵政儲金匯業局（現已改爲台灣郵政股份有限公司）。證券及期貨業包括證券商、證券投資信託事業、證券投資顧問事業、證券金融事業、期貨商、槓桿交易商、期貨信託事業、期貨經理事業及期貨顧問事業。保險業包括

¹² 金控減半政策無異於限時限量的強迫退場或變動經營權，除影響公司經營者、投資人、消費者權益之外，也會增加社會成本，因而產生阻力。參照林仁光（2005），〈由企業併購規範制度觀察二次金融改革〉，《台灣本土法學》，77 期，頁 197。194-201

保險公司及保險合作社。

這樣的定義相較之下是屬於比較廣義的範圍，將所有處理金融相關業務，包括直接金融、間接金融、以及相關的週邊產業（例如顧問事業）都含括在內，而不侷限在單純的銀行業。

有趣的是，金融控股公司卻不在這個定義範圍中，這當然是因為金融控股公司的本質是投資控股公司，所從事的事業是投資業而非金融業，只是其投資標的都是金融機構。但若我們檢視金融控股公司法第 4 條對金融機構的定義，其又不同於金融機構合併法，而是只包含銀行、保險公司及證券商，並不包含證券投資信託事業、證券投資顧問事業等，可知金融控股公司法的金融機構僅限於真正從事金融業務的核心金融產業。這個定義雖較狹隘，毋寧較接近於本文的主軸。再者，雖說自 2001 年金融控股公司法公布施行之後，金融機構合併法並未隨之修正將金融控股公司納入，但金融控股公司之間合併後，其所控股的金融機構之間相互合併，仍然屬於金融機構合併法的範疇，而金融控股公司彼此之間之併購，也準用金融機構合併法¹³。

本文所欲集中探討者，是屬於政府、金融機構、關係人之間的運作過程，因此金融機構涉入金融市場的運作愈深、對社會的影響愈大、政府干預的程度愈高、關係人的權益被影響的程度就愈大。因此，就這個標準來界定本文所討論的對象，理應將金融機構的定義做狹義的解釋。而真正進入金融市場中左右金融市場運作的，應該仍是擁有大量現金的銀行、證券商與保險業，其中從事存放款業務的銀行業在金融市場中特別具有核心地位，直接面對現金的流動，對產業發展及人民生活安定皆有不可撼動的影響力，更甚於證券與保險，在金融機構併購的議題下，最常被討論及實踐的也是銀行間的合併。當然，證券與保險在金融市場中的重要性不可謂不高，彼此之間或與銀行之間的合併也所在多有，在金融控股公司法通過後，銀行與券商合組金融控股公司，或是單一的銀行、券商併入金融控股公司旗下型態的併購更不在少數。但本文為求行文的主軸明確，仍將

¹³ 金融控股公司法第 18 條：「金融控股公司經主管機關許可者，得與下列公司為合併、概括讓與或概括承受，並準用金融機構合併法第六條、第八條、第九條及第十六條至第十八條之規定：一、金融控股公司。二、具有第四條第一款之控制性持股，並符合第九條第一項規定條件之既存公司。前項第二款之既存公司，其業務範圍有逾越第三十六條或第三十七條之規定者，主管機關為許可時，應限期命其調整。」

以銀行為討論的主軸，旁及銀行與金融控股公司之間、金融控股公司之間的併購。

第二項 金融機構併購的背景

全球企業的併購風潮，早已進行了數十年，但在我國，過去由於併購相關法律的不備、家族企業股權集中、產業政策與經濟發展方針不著重，導致併購活動並不興盛¹⁴。尤其在金融產業，早期的金融機構在金融保護政策以及公營制度下經營，市場環境被政府主導，金融業的併購自是少見。其後由於金融自由化與國際化的潮流趨勢，政府逐步開放自由利率、外匯管制、金融商品，以及民營銀行及外商銀行分行的設立，金融業進入百家爭鳴的階段。基層金融機構與中小型民營銀行家數遽增的結果，銀行因為市場占有率下降、價格競爭、獲利率降低等問題，彼此之間原已競爭激烈，台灣加入 WTO 之後必須開放市場，外國金融機構進入台灣金融市場的門檻更低，國內金融市場的競爭未來只會更加激烈。在這樣的市場背景下，金融機構必須尋求解套，追求強化體質、降低成本、達到適度規模，提昇競爭力，才能從市場中獲利。

然而對金融機構而言，新業務專長之建立障礙高，僅仰賴內部資源來達到業務擴張的目的，所要耗費的時間成本難以估算，於是，藉助外部資源，尋求適合的策略性對象加以併購，能夠帶來以下的效益，提高綜效：1. 降低營運成本，可達規模經濟，提高營業收益。例如關閉重複設立的營業據點、合併後台管理作業（如信用卡處理）而大量減少交易成本。2. 增加營業據點，廣增行銷網路，可達到財務規模經濟。3. 合併的企業之間在業務上互有長短，藉由金融專業的互補，提供全方位服務，更有力於客戶來源的擴展，提升市場競爭力。4. 藉由多角化經營或垂直併購掌握上下游，可擴大業務範疇，分散風險¹⁵。由上可知，藉由併購使企業規模快速大型化，其目的自然是為了發揮規模經濟效益，不論是提供產品服務的網絡、資訊管理運用及營運管理輔助硬體的投資等，皆可提高生產效益，尤其整合性的金融集團更被認為具有市場競爭力。

¹⁴ 劉紹樑（2003），〈我國併購法制的蛻變與前瞻〉，《經社法制論叢》，32期，頁5。

¹⁵ 王衍智、鄭秀玲（2000），〈銀行併購風潮及其經濟效益評估〉，《台灣經濟金融月刊》，36卷11期，頁37-38。

第三項 併購的型態

金融機構併購，若以動機作為區分標準，可以大別為積極型與消極型二種¹⁶。消極型，乃是指為了消除經營危機，對體質不良的問題金融機構進行的併購；積極型，則是指為適應金融自由化、國際化後的金融市場轉變，積極擴充經營能力，謀求經營規模的成長、加強競爭力的併購。就本文所欲探討的股東權利保護而言，將會著重在處理積極型的併購型態中的股東地位。至於消極型的併購，就被併購的目標公司而言，由於經營不善，淨值甚至呈現負值，事實上股東權利已經是零，並無股東權利保護可言，然而就進行併購的公司而言，併購一間經營不善的企業對公司本身的影響則不可謂不大，而同時又由於問題金融機構處裡的過程中政府介入甚深，因此消極型的併購討論將會著重於併購者方的股東權利保護。

至於併購行為的內涵，廣義而言，已經接近競爭法上的結合概念，而不僅限於單純組織上的合併。若是以所採取的法律方式作為區分標準，則可以區分為：公司合併、股權移轉、資產收買等三類。公司合併，指的是依公司法的規定，與目標公司經由法定程序，在法律上成為一家公司。股權移轉，乃是以取得目標公司股份達到控制的目的。營業讓與，指的則是目標公司的營業或財產讓與給併購公司¹⁷。以下，則分就此三種型態加以說明。

一、合併

合併，依照企業併購法第 4 條第 3 款的定義：「指依本法或其他法律規定參與之公司全部消滅，由新成立之公司概括承受消滅公司之全部權利義務；或參與之其中一公司存續，由存續公司概括承受消滅公司之全部權利義務，並以存續或新設公司之股份、或其他公司之股份、現金或其他財產作為對價之行為。」前者即是新設合併，後者即是吸

¹⁶ 林碭力等（1995），《金融機構合併之研究》，頁 1-2，台北：中央存款保險公司。

¹⁷ 王文宇（2000），〈世界主要國家購併相關法律規定之比較〉，《公司與企業法制》，頁 156，台北：元照。

收合併。而其對價，不僅開放了股份、現金（即現金換股合併，cash-out mergers¹⁸）或其他財產等多種選擇，依經濟部的函示¹⁹，尚可在合併契約中，就多種對價種類之間為多元化組合，而具有高度彈性。

至於合併的型態，單純的企業併購多為平面合併，但是在金融控股公司出現之後，所謂的立體合併也開始增加，實務上稱為三角合併（triangular merger），其中還可細分為正三角合併（forward triangular merger）及反三角合併（reverse triangular merger）。所謂的三角合併事實上是一種間接合併，併購公司作為母公司持有其子公司的股份，而後使子公司與目標公司合併，併購公司成為控制公司，合併後的存續公司為從屬公司，目標公司的股東所得到的對價並非合併後存續公司的股份，而是存續公司之母公司（即併購公司）的股份。若存續公司為子公司則稱為正三角合併，若存續公司為目標公司則稱為逆三角合併²⁰。

這樣的合併方式，尤其經常適用於金融控股公司體制之下的併購。金融控股公司為了擴大自己的金融版圖，一方面要增加業務種類、一方面要擴大業務規模。就前者而言，是金融控股公司為了填補完全空白的部分，故需要併購其他的金融機構來經營目前子公司中不經營的業務，例如已持有銀行子公司、保險子公司的金融控股公司併購證券子公司。而就後者而言，就是金融控股公司雖然業務種類已足，但欲擴大其規模時，併購其他的金融機構，使之與子公司中經營相同業務者相互合併，例如金融控股公司併購一銀行，使之與子公司中的銀行合併。此時所採取的合併方式，就是前述的三角合併。

然而細言之，三角合併其實是同時運用了合併與股權移轉兩種方式所進行的結果。就子公司與目標公司之間，當然是合併；但是就金融控股公司與目標公司之間而言則是

¹⁸ 劉紹樑、葉秋英、蘇鴻霞等（2002），《企業併購與金融改組》，頁 17，台北：台灣金融研訓院。

¹⁹ 經濟部(92)經商字第 09202134060 號函：公司依企業併購法進行合併，存續公司或新設公司得以給付部分股份、部分現金之方式，作為換發消滅公司股東所持股份之對價。

經濟部(92)經商字第 09202216710 號函：公司依企業併購法進行合併，於合併契約依第二十二條規定詳細記載換發股份之總數、種類及數量或換發現金或其他財產之前提下，得採不同種類或不同比例之合併對價。

經濟部(94)經商字第 09402031030 號函：依本部 94 年 3 月 16 日研商「公司法疑義」會議決議：公司進行合併時，以存續公司經股東會依法決議通過，提供數種不同之合併對價配發方案，並於合併契約明確訂定配發條件之內容，尚屬可行。

²⁰ 王志誠（2005），《企業組織再造法制》，頁 62-63，台北：元照。

下面將要討論的股權移轉²¹。

二、股權移轉

單就股權移轉而言，並不包含公司組織的變動，而僅限於併購公司取得目標公司股份，以達到控制權的移轉。一方面，可能是達成轉換為控股公司或關係企業組織之企業統合的目的²²，但另一方面，股權移轉也有可能是公司合併前的準備階段，最終仍然將會以合併的方式整合企業組織。

至於股權移轉時所取得的股份可能是原有的已發行股份或專為股權移轉所發行之新股，而取得股份的代價，也有股份、現金、其他財產等多種可能，除了併購公司自己的股份之外，也允許使用第三人公司的股份（作為一種財產）或搭配現金。所謂的股權移轉，其實兼含有企業併購法第 4 條²³中第 4 款「收購」及第 5 款「股份轉換」兩種概念，但是在企業併購法的分類上，收購除了股份的收購以外，又另外包含了營業或財產的收購，而後者在本文中，屬於後述的營業讓與項目。股份收購則較為單純，衍生出的討論多半會集中在公開收購與強制公開收購等程序規範上，此部分將會在本章第三節中，針對此類程序中的股東保護機制作說明。

至於股份轉換，又可以細分為「股份交換」以及「股份移轉」二種類型。所謂的股份交換，是指二公司之間以自己公司的股份為代價，交換對方公司的股份，其作為併購的手段，是以併購公司增資發行的新股交換目標公司的全部已發行股份，使併購公司成為目標公司的 100% 控制公司。股份移轉則是既存公司之股東以其持股作為出資設立新

²¹ 同前註，頁 160-161。

²² 同前註，頁 151。

²³ 企業併購法第四條：「本法用詞定義如下：一、公司：指依公司法設立之股份有限公司。二、併購：指公司之合併、收購及分割。三、合併：指依本法或其他法律規定參與之公司全部消滅，由新成立之公司概括承受消滅公司之全部權利義務；或參與之其中一公司存續，由存續公司概括承受消滅公司之全部權利義務，並以存續或新設公司之股份、或其他公司之股份、現金或其他財產作為對價之行為。四、收購：指公司依本法、公司法、證券交易法、金融機構併法或金融控股公司法規定取得他公司之股份、營業或財產，並以股份、現金或其他財產作為對價之行為。五、股份轉換：指公司經股東會決議，讓與全部已發行股份予他公司作為對價，以繳足公司股東承購他公司所發行之新股或發起設立所需之股款之行為。六、分割：指公司依本法或其他法律規定將其得獨立營運之一部或全部之營業讓與既存或新設之他公司，作為既存公司或新設公司發行新股予該公司或該公司股東對價之行為。七、母、子公司：直接或間接持有他公司已發行有表決權之股份總數或資本總額超過半數之公司，為母公司；被持有者，為子公司。八、外國公司：指以營利為目的，依照外國法律組織登記之公司。」

公司，新公司將會成為既存公司的控制公司，而股東則轉為持有新成立之控制公司的股份，雖然股份移轉是單一公司即可進行的企業組織再造行為，但若由二以上的既存公司共同以股份移轉的方式設立控股公司，此二以上既存公司將會成為由同一控股公司控制之兄弟公司²⁴，金融控股公司法第 26 條²⁵所定之依股份轉換方式轉換為金融控股公司即其適例。

就本質上而言，股份移轉仍然是一種股份交換。而事實上，股份的收購與股份轉換，也未必是完全互斥的概念，收購雖然一般而言是以現金做為代價取得目標公司的股份，但若是以股份為代價，就與股份轉換並無二致。換言之，企業併購法將收購與股份轉換區分為二款，實際上是以股權移轉所依據的法律程序作為區分標準。

當然，股權移轉在前述所謂金融控股公司體制之下的併購方式中，占有很重要的角色。金融控股公司的目的是為了打造金融集團，只要是以控股方式吸收合併各式金融機構，就勢必會採用股權移轉的方式，使之成為從屬於金融控股公司的子公司。再者，股權移轉也是非合意併購的重要手段，在股權移轉的過程中必須如何規範，是本文的重要部分之一。

²⁴ 王志誠（2005），《企業組織再造法制》，頁 151-153，台北：元照。

²⁵ 金融控股公司法第 26 條：「金融機構經主管機關許可者，得依股份轉換之方式轉換為金融控股公司之子公司。前項所稱股份轉換，指金融機構經其股東會決議，讓與全部已發行股份予預定之金融控股公司作為對價，以繳足原金融機構股東承購金融控股公司所發行之新股或發起設立所需股款之行為；其辦理依下列各款之規定：一、金融機構股東會之決議，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東過半數表決權之同意行之。預定之金融控股公司為既存公司者，亦同。二、金融機構異議股東之股份收買請求權，準用公司法第三百十七條第一項後段及第二項之規定。三、公司法第一百五十六條第一項、第二項、第六項、第一百六十三條第二項、第一百九十七條第一項及第二百二十七條、第二百六十七條第一項至第三項、第二百七十二條、證券交易法第二十二條之一第一項、第二十二條之二及第二十六條之規定，不適用之。他公司為新設公司者，金融機構之股東會會議視為預定金融控股公司之發起人會議，得同時選舉金融控股公司之董事、監察人，亦不適用公司法第一百二十八條至第一百三十九條、第一百四十一條至第一百五十五條及第一百六十三條第二項規定。前項規定，就金融機構於本法施行前已召集之股東會，亦適用之。公開發行股票之公司，出席股東之股份總數不足第二項第一款定額者，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意行之。但章程有較高之規定者，從其規定。金融控股公司經主管機關許可設立後，其全數董事或監察人於選任當時所持有記名股票之股份總額不足證券管理機關依證券交易法第二十六條第二項所定董事、監察人股權成數者，應由全數董事或監察人於就任後一個月內補足之。金融機構依第二項第二款買回之股份，自買回之日起六個月內未賣出者，金融機構得經董事會三分之二以上出席及出席董事超過二分之一同意後，辦理變更章程及註銷股份登記，不受公司法第二百七十七條規定之限制。」

三、營業讓與

營業讓與，也有稱資產收買，前者以目標公司的角度來陳述、後者以併購公司的角度，一般而言指的都是「全部或主要部分營業、財產或資產負債的移轉」，在公司法、企業併購法、公平交易法、金融機構合併法、銀行法等中都有類似概念的規定，但是法條用語不一，細部的規範定義也不盡相同，此一「不確定法律概念」尙有待實務見解的明確界定。

然就其原始的概念論之，「營業讓與」和「合併」，根本上的差異在於前者情形，公司多半在讓與全部或主要部分營業或資產後解散，使股東中止其投資，而在後者的情形，股東則就合併後的公司繼續投資。因此，理論上，前者的對價以現金為主，而後者，則以股份為多²⁶。但現行營業讓與的對價，實際上與前二項併購手段相同，可能是現金、股份或其他財產，在讓與契約中可自由約定。而取得對價的人又可能分為讓與公司及讓與公司的股東。

因此，由讓與的標的、對價的種類、取得對價的主體等去區分，營業讓與可能和各種不同的企業併購類型相對應、組合。例如，讓與全部營業與資產後決議解散，以發行新股作為讓與之對價，由讓與公司之股東取得，效果即等同合併；但是營業讓與之後若不進行解散，而由讓與公司取得受讓公司之股份，則可能轉型成為控股公司的企業型態，金融控股公司法第 24 條²⁷所定之以營業讓與方式轉換為金融控股公司即其適例。

²⁶ 曾宛如(2006)，〈「讓與全部或主要部分營業或財產」之探討—間論董事會與股東會權限劃分之議題〉，《台大法學論叢》，35 卷 1 期，頁 270。

²⁷ 金融控股公司法第 24 條：「金融機構經主管機關許可者，得依營業讓與之方式轉換為金融控股公司。前項所稱營業讓與，指金融機構經其股東會決議，讓與全部營業及主要資產負債予他公司，以所讓與之資產負債淨值為對價，繳足承購他公司發行新股所需股款，並於取得發行新股時轉換為金融控股公司，同時他公司轉換為其子公司之行為；其辦理依下列各款之規定：一、金融機構股東會決議方法、少數股東收買股份請求權、收買股份之價格及股份收買請求權之失效，準用公司法第一百八十五條至第一百八十八條之規定。二、公司法第一百五十六條第二項、第六項、第一百六十三條第二項、第二百六十七條第一項至第三項、第二百七十二條及證券交易法第二十二條之一第一項之規定，不適用之。三、債權讓與之通知，得以公告方式代之；他公司承擔債務時，免經債權人之承認，不適用民法第二百九十七條及第三百零一條之規定。他公司為新設公司者，金融機構之股東會會議視為他公司之發起人會議，得同時選舉他公司之董事、監察人，亦不適用公司法第一百二十八條至第一百三十九條、第一百四十一條至第一百五十五條之規定。前項規定，就金融機構於本法施行前已召集之股東會，亦適用之。他公司轉換為金融控股公司之子公司時，各目的事業主管機關得逕發營業執照，不適用銀行法、保險法及證券交易法有關銀行、保險公司及證券商設立之規定。金融機構依第二項第一款買回之股份，自買回之日

另外，分割乃是與營業讓與相類似的概念，但其讓與之營業或資產非全部或主要部分，而僅是由一新設公司受讓可獨立營運之部門，並發行新股以為對價。取得新設公司股份者若是原公司之股東，即是人之分割，取得者若是原公司本身，則屬於物的分割，另外也有一部份由原公司取得、一部份由原公司股東取得的形式。反之，分割計畫中也可能同時讓與多個營業部門與多個公司，若總計讓與部門之規模已達到原公司之全部或主要部分營業，則對原公司而言，其效果相當於營業讓與。雖然二者主要的差異在於分割乃是以股份為代價概括承受，營業讓與本質上則是現金買賣資產，但由於企業組織再造的彈性化，營業讓與也可以約定概括承受並以股份為代價，二者之間的區隔也隨之愈趨縮小，甚至有學者認為可能同時構成二者，應該由公司自行判斷²⁸。

如上所述，營業讓與可以造成不同的效果，然而營業讓與和其他的企業併購手段在程序上、保障關係人權益（股東、債權人等）、租稅優惠條件及法律效力上有所不同，企業在進行併購或關係企業整合等組織重構時，自然得依據不同的條件判斷出最符合經濟效益、企業需求的方式來進行。

其中需要注意的問題點在於，營業讓與是定位在「全部或主要部分營業、財產或資產負債」的讓渡，此一定義站在讓與公司的立場，是因為從法律角度上認為營業讓與將會對公司營運產生重大影響，有特別規定的必要性，部分的讓與則除非屬於分割，否則並無特殊規範。至於受讓公司部分，以公司法為例，則僅限受讓他公司全部（不含主要）營業，且對公司營運有重大影響時方須經過股東會特別決議²⁹。由此所可能產生的問題是：當讓與公司的規模相對於受讓公司較大，且是極端不平衡的比例時，即使讓渡的營業部門並未達到讓與公司「全部營業」的標準，但對受讓公司的影響，仍不下於受讓全

起六個月內未賣出者，金融機構得經董事會三分之二以上出席及出席董事超過二分之一同意後，辦理變更章程及註銷股份登記，不受公司法第二百七十七條規定之限制。」

²⁸ 劉連煜（2004），〈公司分割與營業讓與〉，《台灣本土法學》，54期，頁139。

²⁹ 公司法第185條：「公司為左列行為，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之同意行之：一、締結、變更或終止關於出租全部營業，委託經營或與他人經常共同經營之契約。二、讓與全部或主要部分之營業或財產。三、受讓他人全部營業或財產，對公司營運有重大影響者。公開發行股票之公司，出席股東之股份總數不足前項定額者，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意行之。前二項出席股東股份總數及表決權數，章程有較高之規定者，從其規定。第一項行為之要領，應記載於第一百七十二條所定之通知及公告。第一項之議案，應由有三分之二以上董事出席之董事會，以出席董事過半數之決議提出之。」

部營業時的影響³⁰，卻在受讓公司方沒有任何特殊程序加以把關，甚至在以概括承受方式處理問題金融機構，還放寬了對受讓「全部營業」的原則規範。在本章第三節中將會說明這樣的狀況下對股東的影響。

第三節 併購程序中的各種股東保護機制

第一項 併購程序中的股東

以股份有限公司為例，股東對於公司之出資，使其財產權的形式自所有權轉為股東權，但是單純持股而未參與董事會的股東，往往在公司當中不受重視。在公司經營上，主導企業的自然是由公司的經營階層（董事會與高階經理人），股東或是持股過低，根本無法透過董事選舉參與經營，這在經營與所有分離的大型企業一般經營決策過程中，已是無可避免的現象。但為保障股東的財產權，公司法上乃有股東保護的相關規範出現，以避免經營階層或大股東利用對公司的控制力，積極或消極地促使公司為有利自己、而非有利於全體股東的行為，此類董事與股東之間的利益衝突，即產生所謂的代理成本（agency cost）。上述之規範目的落實在公司法上，就形成了包括聲請解散權、股東提案權、股份收買請求權、公司負責人忠實義務、股東代表訴訟、以及各種資訊公開程序等規範。

但深究此類股東保護規範，一般而言並非廣泛地賦予股東參與決策的權利。一來通常股東參與決策的方式是透過股東會的決議，而股東會的決議往往又被擁有提案權的董事會即其背後所支持的特定大股東所左右，當其他股東力量分散，難以在少數服從多數的股東會上有任何效用；二來公司是個講求效率、追求利益的組織，事前的程序保護相較上會延緩公司決策的速度，對公司的市場競爭力容易造成不良影響。因此，股東保護的相關規範，注重如何保障股東順利取回出資，更甚於保障股東可以參與決策，這同時也是股份有限公司所有與經營分離精神的體現。

而併購乃是公司組織的重大變革，一方面對於公司本身而言，併購是一項具有高風

³⁰ 近年來著名的例子如：明碁電通（BenQ）受讓西門子（Siemens）的手機部門。

險的決策，相對地另一方面對股東權益也影響至深。首先，對於併購案會否會給公司帶來利益一事，每個人的看法不盡相同，願意承擔的風險高度也不一致，如果併購成功當然對公司及對股東來說都是有利的局面，但仍然可能會存在對併購案前景看壞的股東。其次，即使是同樣贊成併購的進行，對於併購的代價以及進行方式等等細節也有可能會有意見上的歧異，尤其是根據所決定的併購代價不同，可能會造成進行併購的二（或以上）公司之間、或股東與股東之間有價值移轉的現象出現，尤其在關係企業股東與一般股東之間更常出現此種情形。因此在併購程序中，如何保障被排除在決策過程的股東，不會在併購程序中被剝奪其擁有的利益價值，併購程序中的股東保護會較一般的股東保護更為重要。本文以下之說明將著重於併購程序中的各項股東保護規範。

另外一方面，金融機構多為公開發行公司，資本市場中的投資人，除了正式的股東之外，還有其他持有具股權性質證券（例如認購權證、附認股權公司債、可轉換公司債等）的投資人。當然在所有與經營分離的現狀下，股東逐漸外部化，與其他投資人、債權人的地位接近，基於金融機構併購的前提下，討論股東保護是否必須兼含廣義的投資人、債權人等，有其模糊地帶存在。然本文基於少數「股東」保護之本旨，主要的討論將以「股東」為主，旁及具股權性質證券持有人的保護，債權人的保護則暫且不談。然本章作為概論，論及的部分將著重於股東，在第三、四章中，個別具體的法規範中，有論及股權性質證券持有人的保護者，則將一併討論。以下，本文將股東保護的各項機制，分就程序利益與實體利益加以討論，先依次說明合意與非合意併購程序中可能會產生的問題，最後則說明如何保障股東持股的實質價值不受減損。

第二項 合意併購程序

在合意併購程序中，主要的策劃者是併購公司與目標公司之經營階層（董事會與高階經理人等），大多數的情形，是會先作出併購的計畫，可能是合併、股份轉換、目標公司發行新股由併購公司認購、或是營業讓與等，當董事會認可此項計畫內容與細節後，再將計畫提案交由股東會決議，而由於董事會皆是由大股東所支持，通常在董事會提案之後，實務上少有在股東會被否決的例子。本項中將會說明此類合意併購的程序

中，保護股東權利的各項規範。至於公開收購，雖然有可能是合意的併購行為，但是絕大多數仍是使用在非合意併購中，且其程序並非如同前述的：經營階層計畫→董事會提案→股東會決議此一模式，因此主要的說明將會留待第二項非合意併購程序中加以討論。而當非合意併購在成功之後，爲了提高企業整體效率，多半也會進行企業組織的重整，與營業相近關係企業相互整併，金融業最多的情形即是金融機構加入金控體系，成爲金控公司 100%持股之子公司之後，再與金控原有之子公司合併之案例。由於此時已是關係企業之間主導的整併行為，此等亦屬本項的合意併購程序。

本項的說明將依合意併購程序的進程，依序說明之。

一、交易保護措施

在合意併購成立前的階段所可能發生問題，主要在於併購雙方先行設定的交易保護措施。由於合意併購的事前交涉過程需要耗費龐大的程序成本，但經營階層所談定的併購條件未必最終會爲股東會所接受，且若是公司資訊向對方公司公開之後併購破局，營業秘密的流失將會對公司經營帶來相當程度的後遺症，因此，實務上經常會在在併購契約尚未正式簽訂前的交涉途中先簽訂交易保護條款（deal protection clause），以各種限制或損害賠償手段，間接地確保契約最終的簽訂，或至少保證一定的利益，以避免契約交涉的成本浪費。但此類措施的目的在保障併購的遂行，相對地也同時限制了股東（尤其是目標公司股東）選擇較佳併購條件（高價賣出持股）的機會，在此種情形下會與股東權益最大化的目標相違背，因此亦值得討論。此類措施主要來自於企業併購盛行的美國，有多種類型，包含：禁止與第三方交涉之獨占交涉條款（又分爲絕對不可與第三者交涉之 no-talk 條款、和不能主動尋求與第三者交涉之 no-shop 條款³¹）及解約金（breakup fee）、資產鎖定條款³²（asset lockup）、持股鎖定條款³³（stock lockup），其中後兩者的使

³¹ 新谷勝（2005），〈M&A 契約における独占交渉権に基づく、第三者との経営統合協議等差止仮処分申請が認められなかった事例—住友信託銀行対 UFJ ホールディングス等事件〉，《金融商事判例》，1206 期，頁 60。

³² 例如當第三者取得目標公司特定比例以上股權時，必須讓售某特定資產與原交涉中之併購公司。

³³ 例如一方事先取得另一方一定比例以上之股份。

用近年來因德拉瓦州法院之立場而驟減³⁴。

此類條款之簽訂，將會保障公司與目前交涉的對象之間的併購程序順利進行，相反地也就阻隔了其他公司進入交涉的可能性。這與針對非合意併購發動之防禦策略也有部分相類似之處，前者在某些時候可以確保現有的交易不被非合意併購破壞，而後者的某些手段則是以尋求合意併購的對象來抵抗非合意併購，在上述概念重疊的範圍內，二者之間的差異似乎只有顯現在先來後到的順序上，二者都會探討到董事對於股東權益最大化的責任，若說防禦策略的重點在於用股東權益最大化的標準檢視防禦策略的合法性，則在此處所要討論的交易保護條款，就是用股東權益最大化的標準來檢視條款的效力、能否強制履行或僅生損害賠償請求權、若是後者則其範圍如何等。

其中，與防禦策略相類似的合法性問題可以用防禦策略的標準加以檢視³⁵，至於此處之董事責任所可能會產生的事後損害賠償，則留待持股價值之實質保護一項說明。而專從股東權益保護的角度觀察此類在併購達成合意前的條款在程序進程上所帶來的影響，最主要的問題將會落在獨占交涉條款能否強制執行。獨占交涉條款的問題乃是來自於二方面，一是簽訂獨占交涉條款是否逾越董事會權限、侵害股東會針對併購事項的最終決議權；二是董事會代表公司簽訂交易保護條款之後契約法與公司法的衝突，若是出現提出更有力條件的第三方，董事會與之交涉是違反契約法義務，但不與之交涉則可能違反公司法上的董事責任。能否強制履行的爭議往往就是在此二者間擺盪。

可惜的是，我國法制並未針對此種契約作特殊規範，在實務上也尚未累積此類案例，目前為止仍難以觀察此類條款在我國的爭議性。在下一章的日本法中，將會提出案例加以說明。

二、事務參與及資訊公開

事務參與是股東最基本的權利之一，股東雖然在併購基礎規劃的階段無法參與，但

³⁴ See John C. Coates IV & Guhan Subramanian, “A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory and Evidence,” pp. 326-335.

³⁵ 在美國德拉瓦州判決：Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914 (Del. 2003)一案中，法院及引用了防禦策略的審查標準審查本案中之交易保護條款合法性。

是併購計畫成形之後，最終必須交由股東決定。相較於規劃的階段講求專業與實效，在決策的時點上，民主正當性便顯得十分重要，因此在併購程序中，做出最後決策的絕大多數都是股東，形式則可能包括股東會決議、或是應賣公開收購等。相較於公司一般事務的參與方式，併購程序中為加強股東在決策過程中有足夠的影響力，大多數的情形也會改變股東會決議方式，使決策門檻提高³⁶，相對應地也一定程度提高了少數意見在決議時的重要性。

另外，為使股東具有充分的決定能力，事務參與程序中最基本的股東保護，就在於確保股東「知的權利」，也就是充分的資訊公開。資訊公開在不同的程序下有不同的要求，針對併購公司之間關係緊密度的不同也可能有不同的規定，這是為了在保障股東權利之餘，也盡量在可接受的範圍內降低公司從事資訊公開的成本，在二者之間取得平衡點。相較於平時的資訊公開僅侷限於財務報表、股東會議事錄等，併購程序中的資訊公開，除了單純的分割計畫、合併契約，另外也可能包括併購案中所有企業的相關資訊、獨立專家針對併購案合理性之意見³⁷、公開收購的申報與公告³⁸、甚至當另有併購意願的企業存在時、其併購計畫。

惟資訊公開類型的保護規範，一般而言並未同時賦予股東有效的請求權，可以依此為由在事前阻止併購的進行，其效果通常是以罰則、爭執股東會決議效力、或是與董事的忠實義務相連結以請求損害賠償等事後的保護為多，此時資訊公開應該要公開到什麼

³⁶ 併購行為需經股東會特別決議者：合併與分割（公司法 316 條、企業併購法第 18 條），營業讓與（公司法第 185 條、企業併購法第 27 條），股份轉換（企業併購法第 29 條），發行新股如需變更章程亦同（公司法第 277 條）。

³⁷ 企業併購法第 6 條：「公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，應委請獨立專家就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性表示意見，並分別提報董事會及股東會。但本法規定無須召開股東會決議併購事項者，得不提報股東會。於公司分割案件時，前項委請獨立專家表示意見之內容，為分割後受讓營業或財產之既存或新設公司發行新股之價格及所受讓營業或財產價值之合理性。」

³⁸ 證券交易法第 43-1 條：「任何人單獨或與他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過百分之十之股份者，應於取得後十日內，向主管機關申報其取得股份之目的、資金來源及主管機關所規定應行申報之事項；申報事項如有變動時，並隨時補正之。不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人為公開收購公開發行公司之有價證券者，除左列情形外，應先向主管機關申報並公告後，始得為之：一、公開收購人預定公開收購數量，加計公開收購人與其關係人已取得公開發行公司有價證券總數，未超過該公開發行公司已發行有表決權股份總數百分之五。二、公開收購人公開收購其持有已發行有表決權股份總數超過百分之五十之公司之有價證券。三、其他符合主管機關所定事項。任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，除符合一定條件外，應採公開收購方式為之。依第二項規定收購有價證券之範圍、條件、期間、關係人及申報公告事項與前項之一定比例及條件，由主管機關定之。」

程度就會是爭點所在。類似的問題可以參考美國法，德拉瓦州 1983 年的 Weinberger v. UOP, Inc.案³⁹，此案牽涉到母子公司之間的合併，由於兩間公司的董事相互重疊，法院在本案中所表達的立場就相當嚴苛，認為提出併購案的母公司 Single 因為不曾向子公司 UOP（包括其股東及董事會）公開一份併購股價研究報告書，因此無法證明其在併購程序有達到最大善意與完全公平（entire fairness）的標準。然而在本案中，母公司未達到此一程序上的公平標準，其效果也僅是訴訟中舉證責任的轉換。

但就整體而言，由於推動併購案的董事背後往往有大股東支持，一般股東能動搖併購決議之例少之又少，就實際效益上來說，事務參與及資訊公開可以說是最弱的一項股東保護手段，僅能保障股東單純的程序利益而已。然而，當併購程序中沒有完整的資訊公開以及完全合法的決議程序，要如何在程序上保障股東的實體利益就是後述的重點。

三、事前救濟—定暫時狀態假處分

民事訴訟法第 538 條⁴⁰訂有所謂「定暫時狀態假處分」之保全規定，讓主張併購會帶來損害之股東得以用程序法的方式禁止公司實行併購行為。基於本條之規定，聲請人必須釋明爭執之法律關係與定暫時狀態之必要。就前者而言，由於必須是法律關係有爭執，因此必須針對併購行為的效力釋明有所爭執，此部分將是本案訴訟所能確定之法律關係，在本文中，將在後述的「事後救濟—股東會決議效力之訴」一款中詳述。就後者而言，有無必要性審查標準，則必須經由實務案例的累積，才能做出結論。

我國金融機構的併購案例中，最近一次聲請假處分之實例，乃是由彰化銀行的股東和川股份有限公司向台北地方法院提出聲請暫停彰化銀行董事會決議案之執行。在本案中，股東和川股份有限公司認為台新金控在彰化銀行的董事會通過有關成立併購小組、甄選財務顧問等議案時，應迴避而未迴避，將造成台新金控以不相當之換股比例收購彰化商銀公司之股票，而損害彰化商銀公司及其全體股東之權益，因而聲請假處分，欲凍

³⁹ 457 A. 2d 701(Del. 1983).

⁴⁰ 民事訴訟法第 538 條：「於爭執之法律關係，為防止發生重大之損害或避免急迫之危險或有其他相類之情形而有必要時，得聲請為定暫時狀態之處分。前項裁定，以其本案訴訟能確定該爭執之法律關係者為限。第一項處分，得命先為一定之給付。法院為第一項及前項裁定前，應使兩造當事人有陳述之機會。但法院認為不適當者，不在此限。」

結上述議案之執行。原審裁定命供擔保約 186 億台幣後准予假處分⁴¹，後和川公司、彰化銀行皆分別抗告。前者主張擔保金額不當、以及變更聲明請求准予禁止台新金控公司的法人代表在彰化銀行董事會中繼續就台新金控與彰化銀行換股事宜行使職權。後者則主張董事會的相關決議並未造成法律關係的變動，無從提起訴訟，以及系爭決議並未導致特定股東權利義務之變動，係與全體股東有關，非僅限定於特定股東，主張台新金控公司法人代表董事應無利益迴避之適用。二審法院以公司董事會所為合併或轉換為金融控股公司之子公司之決議，並非民事訴訟法第 538 條第 2 項所謂「爭執之法律關係」，且和川公司持股比例甚低、損害難謂重大等為由，裁定駁回和川公司之抗告⁴²。

本案雖然終局結果並未容認和川公司假處分之聲請，但高等法院裁定之理由中，認為系爭之董事會決議非屬「法律關係」，並強調併購行為最終仍必須經由股東會的特別決議通過，此即在說明本案之聲請不符前述之第一項要件「爭執之法律關係」。反面也可以推知，就併購行為的股東會決議，法院認為確屬於「爭執之法律關係」，而有聲請定暫時狀態假處分的空間。另外，在系爭裁定的理由中，同時提及：和川公司的持股比例過小，認為「縱使系爭董事會決議對和川公司造成損害，以和川公司之持股計算其金額尚難謂為重大；如准許和川公司所請求定暫時狀態之處分，相較於其他絕大多數彰化商銀公司股東所可能發生之損害，甚屬懸殊，兩相權衡之下，本件亦顯無定暫時狀態之必要⁴³」。從這一段理由可以看出，實務上就定暫時狀態假處分的「必要性」審理，原則上乃是遵循最高法院 94 年臺抗字第 380 號裁定之意旨，認為法院為裁定時，對於當事人雙方因准否處分所受利益及可能發生之損害，應依利益權衡原則予以審酌而為准駁。而在併購案件中，乃是以聲請之股東持股比例推估其所受損害之大小，本案中和川公司之持股比例僅 0.0142%，因而被法院認為和川公司可能受到之損害與彰化銀行其他股東所可能發生之損害不成比例。但是單就本案理由，尚無法推知聲請人持股應達多少比例方能容認其假處分之聲請，一般的併購案，反對股東最多為二分之一，亦即假處分

⁴¹ 中華民國 96 年 10 月 17 日臺灣臺北地方法院 96 年度裁全字第 10272 號裁定。

⁴² 中華民國 97 年 1 月 21 日臺灣高等法院 96 年度抗字第 1814 號。

⁴³ 同前註。

之單獨或共同聲請人之持股比例不可能超過半數⁴⁴，則所謂的一定比例究竟應為多少方能滿足利益權衡原則之要求，尚有待實務加以補充。

四、事後救濟—股東會決議效力之訴

合意併購行爲，或是非合意併購成功後合意進行的企業組織再造，最終必將走向合併、營業讓與、或股份交換，此皆必須經由股東會決議方能完成。當股東會決議本身有違法情事，或是股東會決議程序有瑕疵，導致其效力有爭執的餘地時，反對併購行爲之股東可以訴訟主張股東會決議無效、不存在，或訴請撤銷股東會決議，回復公司組織狀態。至於可以爭執股東會決議效力之事項，由於其他特別法並無就併購行爲的股東會決議效力有特別規範，因此要回歸公司法中僅有之規定：股東會之召集程序或其決議方法，違反法令或章程時，股東得訴請撤銷其決議⁴⁵；股東會決議之內容，違反法令或章程者無效⁴⁶。然而特殊的是合併行爲，除了股東會決議之外，尚需作成合併契約⁴⁷，且有其法定應記載事項⁴⁸，若是未作成合併契約、或是因未記載法定應記載事項等致使合

⁴⁴ 問題金融機構的合併，在股東會決議有特別規定，無須特別決議，僅需普通決議，此爲例外，詳見本章第四節第一項。

⁴⁵ 公司法第 189 條：「股東會之召集程序或其決議方法，違反法令或章程時，股東得自決議之日起三十日內，訴請法院撤銷其決議。」

⁴⁶ 公司法第 191 條：「股東會之召集程序或其決議方法，違反法令或章程時，股東得自決議之日起三十日內，訴請法院撤銷其決議。」

⁴⁷ 公司法第 317 條：「公司分割或與他公司合併時，董事會應就分割、合併有關事項，作成分割計畫、合併契約，提出於股東會；股東在集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄者，得放棄表決權，而請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。他公司爲新設公司者，被分割公司之股東會視爲他公司之發起人會議，得同時選舉新設公司之董事及監察人。第一百八十七條及第一百八十八條之規定，於前項準用之。」

⁴⁸ 公司法第 317-1 條：「前條第一項所指之合併契約，應以書面爲之，並記載左列事項：一、合併之公司名稱，合併後存續公司之名稱或新設公司之名稱。二、存續公司或新設公司因合併發行股份之總數、種類及數量。三、存續公司或新設公司因合併對於消滅公司股東配發新股之總數、種類及數量與配發之方法及其他有關事項。四、對於合併後消滅之公司，其股東配發之股份不滿一股應支付現金者，其有關規定。五、存續公司之章程需變更者或新設公司依第一百二十九條應訂立之章程。前項之合併契約書，應於發送合併承認決議股東會之召集通知時，一併發送於股東。」

企業併購法第 22 條：「公司合併契約應以書面爲之，並應記載下列事項：一、參與合併之公司名稱、資本額及合併後存續公司或新設公司之名稱及資本額。二、存續公司或新設公司因合併發行該公司股份或換發其他公司股份之總數、種類及數量或換發現金或其他財產之數量。三、存續公司或新設公司因合併對於消滅公司股東配發該公司或其他公司股份之總數、種類及數量或換發現金或其他財產與配發之方法及其他有關事項。四、依法買回存續公司股份作爲配發消滅公司股東股份之相關事項。五、存續公司之章程變更事項或新設公司依公司法第一百二十九條規定應訂立之章程。六、上市（櫃）公司換股比例計算之依據及得變更之條件。公司與外國公司合併者，準用前項之規定。」

併契約無效，非屬股東會召集程序或其決議方法違反法令或章程，回歸至民法第 71 條⁴⁹之原則規定，股東會決議應屬無效。

然而，爭執股東會決議效力必須透過裁判，而一來股東會決議無效之訴是屬於確認之訴，並無起訴時間的限制，如此一來決議的效力會無限制地陷於不確定，二來訴訟往往曠日廢時，訴訟的結果若是確定併購行為無效、不存在或撤銷，由於此類判決有對世效，則至訴訟確定前之公司行為效力就會造成相當大的問題。因此，在規範上有無必要就股東會決議效力的訴訟作特別規定，例如起訴時間的限制、效力有無溯及、或僅是向後生效等，就是規範設計上一個值得考量議題。這一點也是我國與日本的公司法制上相當不同的部分，在第三章中將有更詳細的討論。

五、三角合併的迷思

在本章第二節第三項說明的併購型態中，曾經提到所謂的三角合併，基於關係企業中的企業組織設計，現在廣泛被運用在同時建立控制從屬關係的併購行為中。尤其在我國開放成立金融控股公司以來，當金控公司併購銀行、證券等公司，並使之與金控原有之子公司合併，可使用的方式除了股份轉換之外，即是三角合併。相較於前者是由金控和目標公司之間進行股份轉換，後者則是由金控持股之子公司以其母公司之股份做為代價，與目標公司合併。雖然合併後之效果乍看之下並無差異，但是由於併購行為的主體不同，導致股東保護的程序有非常大的差異。

三角合併由於主體是金控之子公司，而以我國之業界現況，多半為金控 100% 持股，亦即子公司並無金控以外之其他股東，因此適用公司法中關於一人公司之規定，而當一人公司要與他公司合併時，只需由子公司之董事會行使股東會職責決議通過即可。而金控公司雖然是 100% 持股之母公司，但由於在法人格上不同一，母公司並非合併之主體，因此併購行為完全無須經過母公司之任何程序，包括股東會決議、債權人保護程序、不同意股東股份收買請求權。如此一來，對母公司而言，雖然是一個重大的併購行為，卻沒有任何程序上的規範得以檢驗此一併購行為，未參與經營之股東也沒有任何的權利得

⁴⁹ 民法第 71 條：「法律行為，違反強制或禁止之規定者，無效。但其規定並不以之為無效者，不在此限。」

以主張，無從取得任何資訊，若是不同意此項併購行為，法律甚至無法保障股東退場的權利，這在股份有限公司法制的規範中是一項極大的漏洞。

此等三角合併得以遂行的主要原因，即是來自合併對價的開放。原本公司合併的法制設計上，消滅公司的股東取得的是存續公司或新設公司之股份，然而當要實行三角合併時，消滅公司的股東所取得的代價是存續公司之母公司的股份。法規範為達成促進企業併購的政策而開放合併時使用的對價得以是現金或其他公司股份，三角合併即是採用後者的結果。在我國，主要即是在 2002 年的企業併購法中加以開放⁵⁰，雖然到目前為止實務上沒有太多反對的聲音，但是上述的股東保護漏洞仍是需要注意及改進的問題點之一。在第三章中，本文就此問題將會說明在日本法中開放三角合併後，實務上所面臨到的一些課題。

第三項 非合意併購程序

非合意併購程序，指的是併購公司與目標公司對於併購與否並無合意，併購公司在無目標公司經營階層之合作的情形下，直接訴諸於目標公司的股東、資本市場上的投資人，以購買一定比例以上股權的方式達到取得目標公司控制權的目的。因此，非合意併購的方式多半是在市場上收購股權，而會引發公開收購及防禦策略的問題。前者乃是因為以取得控制權為目的的股權收購，多半會越過強制公開收購的門檻，後者則是來自於目標公司的抵抗，本項將會集中在此二問題的說明。

⁵⁰ 企業併購法第 4 條：「本法用詞定義如下：一、公司：指依公司法設立之股份有限公司。二、併購：指公司之合併、收購及分割。三、合併：指依本法或其他法律規定參與之公司全部消滅，由新成立之公司概括承受消滅公司之全部權利義務；或參與之其中一公司存續，由存續公司概括承受消滅公司之全部權利義務，並以存續或新設公司之股份、或其他公司之股份、現金或其他財產作為對價之行為。四、收購：指公司依本法、公司法、證券交易法、金融機構併合法或金融控股公司法規定取得他公司之股份、營業或財產，並以股份、現金或其他財產作為對價之行為。五、股份轉換：指公司經股東會決議，讓與全部已發行股份予他公司作為對價，以繳足公司股東承購他公司所發行之新股或發起設立所需之股款之行為。六、分割：指公司依本法或其他法律規定將其得獨立營運之一部或全部之營業讓與既存或新設之他公司，作為既存公司或新設公司發行新股予該公司或該公司股東對價之行為。七、母、子公司：直接或間接持有他公司已發行有表決權之股份總數或資本總額超過半數之公司，為母公司；被持有者，為子公司。八、外國公司：指以營利為目的，依照外國法律組織登記之公司。」

一、公開收購與強制公開收購

公開收購一般而言指的是併購公司對不特定人表示願以同一收購條件取得目標公司股份或其他表彰股權之有價證券的行為，除了作為非合意併購的手段，也可能是合意併購的手段（如母公司提高對子公司之持股）、公司收購自己股份（庫藏股、亦可能為防禦策略）。公開收購的訊息對市場而言是一個公司價值的指標，訊息一旦釋出，同時也會影響目標公司的股份在公開市場上交易的市價，因此，「公開收購」對於證券市場而言也是會影響市場及投資人的重要資訊，而需要有一定程度的規範。然此一規範程度各國不盡相同，舉例言之，原本公開收購未必是以同一條件收購股份，但英國在 1968 年成立「公開收購暨合併委員會」（the Panel on Takeovers and Mergers）並頒佈「公開收購暨合併規則」（the City Code on Takeovers and Mergers），以避免收購人以不同價格收購造成股東之間的不平等待遇⁵¹，之後乃成為公開收購之原則。另外一方面，公開收購是向不特定人發出要約，此一要約是否能夠撤回？承諾的相對人是否有資格限制，諸如關係人交易的限制等，都是建構公開收購法制的要素。

而強制公開收購（mandatory bid）在學理上指的則是，當併購公司取得目標公司一定比例以上的股權時，法令強制其以一定條件公開收購的方式對剩餘的股東發出取得股權之要約，此一制度亦源於英國，其目的也源於讓公司所有的股東能公平地獲得併購所帶來的利益。強制收購制度所要避免的第一個問題在於，當收購者出現時，股東所持有的股權要以多少價值出售，視乎收購者與出賣人之間的談判結果而定，而大股東由於持有大量股權，對收購者而言一次的談判所必須付出的成本較少，但可以獲得股權數較多，對於取得目標公司的控制權較為有利，自然會願意提出較高的價碼。反之，小股東因為持有的股數較少，對於目的在於取得公司控制權的收購者而言價值較低，所願意付出的代價相對也就較低，甚至不願意與小股東進行交易，造成小股東無法獲得將持股以高價兌現的機會，這就會造成每個單一股份的價值不均等，而違反股東（股份）平等原

⁵¹ 王文字（2005），〈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》，125 期，頁 163。

則。

第二，當收購者已取得目標公司的控制性持股時，市場上流通的股份已經減少，小股東的持股也已失去了取得公司控制權的附加價值，若小股東欲在市場上出售持股，所得到的價值勢必較收購者所付出的價格為低，甚至可能因為收購者持有的股份過多而使得公司股份無法繼續在證券市場上交易，小股東便因此而失去退場的便利性。

另一方面，若是收購者為了排除其他股東而進行二階段收購，則因為收購者已經沒有取得控制權的需要，所提出的價格也不可能高於第一階段的收購。而小股東若不出售持股，則必須面臨再也無法退場的可能、以及原本經營層替換後所可能遭受的風險，諸如新經營層為圖其他利益（例如母公司或關係企業之利益）而使公司為不利經營，基於此等考量，當收購者提出第二階段收購，雖然其條件較差，但小股東面臨繼續持股可能遭受更大損害的可能性，等於是被迫接受較差條件的收購，以求平安退場。

但是強制收購的規範在我國又與上述有少許差異，並非針對以取得控制性股份的收購者，而是提前在收購者「試圖」取得控制性持股的階段，就強制公開收購⁵²。這樣的規範，除了上述避免股東消極受害之外，更賦予了股東積極檢視收購者與收購條件的機會，由所有的股東決定是否應賣持股，等於是利用市場機制來檢視收購條件是否合乎股東對於公司價值的期待，對於提高股價、達到股東利益最大化的目標有其助益。然而，將強制收購的時點往前移動，由於存在收購價格可能往上提升、所需成本較大、程序規範重重又無法撤回改採其他併購方式、彈性較低等各種問題，同時也會造成控制權移轉的效率降低。

⁵² 證券交易法第 43-1 條：「任何人單獨或與他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過百分之十之股份者，應於取得後十日內，向主管機關申報其取得股份之目的、資金來源及主管機關所規定應行申報之事項；申報事項如有變動時，並隨時補正之。不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人為公開收購公開發行公司之有價證券者，除左列情形外，應先向主管機關申報並公告後，始得為之：一、公開收購人預定公開收購數量，加計公開收購人與其關係人已取得公開發行公司有價證券總數，未超過該公開發行公司已發行有表決權股份總數百分之五。二、公開收購人公開收購其持有已發行有表決權股份總數超過百分之五十之公司之有價證券。三、其他符合主管機關所定事項。任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，除符合一定條件外，應採公開收購方式為之。依第二項規定收購有價證券之範圍、條件、期間、關係人及申報公告事項與前項之一定比例及條件，由主管機關定之。」

二、防禦策略

非合意併購，有可能是併購公司直接進行，也有可能是先試圖進行合意併購破局後才選擇非合意併購，前者不排除目標公司的經營團隊也認為非合意併購有利於目標公司之可能，但是不論何者，目標公司為抵抗非合意併購行為而實施防禦策略的可能性都非常高。目標公司的董事會採取實施防禦策略的原因，可能是基於該併購行為並非為了提升規模、效益，反而是惡性競爭的手段⁵³，或是目標公司本身的企業特殊性不適用於和該併購公司整併，或是非合意併購的價碼不適當等。至於所採取的防禦策略，則多是藉由改變現在或未來可能的股權結構，讓併購公司取得對目標公司控制性持股的門檻及成本提高⁵⁴，或是以各種契約條款增加併購後的人事成本⁵⁵，甚至根本上排除併購公司取得控制性持股的可能性⁵⁶。雖然這些防禦策略實質上會影響原股東的權利，包括改變股權結構造成股權的稀釋、喪失獲得溢價併購利益的機會等，但是採取防禦策略與否、採取何種防禦策略等，皆由董事判斷，在這當中就有可能董事為了保住自己的經營權（意味著對公司的控制權、以及個人的職業等）而做出悖於股東權益的判斷。

在非合意併購興盛的美國企業界，防禦策略的合法界線向來是企業併購訴訟中重要的爭點，美國司法所立下的審查標準，也有許多值得借鏡之處。而就美國各州立法的角度而言，各州公司法由於需要吸引外州公司來設分公司，防禦策略的容認範圍也是企業併購法制中各方利益角力的重要戰場⁵⁷。德拉瓦州 1985 年的 *Unocal Corp. v. Mesa*

⁵³ 例如所謂的 greenmail，意指大量買進目標公司的股票來促使股價暴漲，然後再要求目標公司以上漲後的股價將股份買回，或以非合意併購之方取得目標公司控制權之後，以解體公司獲得金錢為目的大量處分公司資產再以現金分派紅利等，惡意的併購行為。

⁵⁴ 例如：毒藥丸（Poison pill）。排除併購者，僅給予現有的股東低價購入新股等特殊權利，可以在瞬間稀釋併購者取得的持股比例，使併購者要取得控制性持股的困難度提高。

⁵⁵ 例如：黃金降落傘（Golden parachute）。訂立去職之鉅額補償，若併購者併購成功後要撤換現有的經營團隊，則必須付出相當大的成本，以降低併購意願。縱使併購者仍然願意付出高成本取得目標公司控制權，現行的經營團隊即使喪失職業，至少能獲得高額的金錢報酬，減少損失。

⁵⁶ 例如：白馬騎士（White Knight）。目標公司大量發行新股或新股認購權予另一併購者，藉此稀釋原併購者能取得的持股比例甚至謀求新併購者取得控制權，而新併購者因和原經營團隊友好，不會因併購而撤換原經營團隊，因此使經營團隊仍然得以保有公司經營控制權，以及董事個人的職業。

⁵⁷ 王文宇（2005），〈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》，125 期，頁 165。

Petroleum Co.⁵⁸一案即是就防禦策略合法性之爭執所做出領導性的判決，法院不僅針對本案中防禦策略的合法性做出了判斷，並立下了所謂的「Unocal 準則」。此一準則的內涵大致如下：

「董事會必須就進行中的公開收購案，判斷是否合於公司及股東的最大利益，而由於董事會之行爲時常存有保護自己利益、悖於公司及股東利益之虞，因此在賦予董事會「商業判斷法則」的保護前，法院必須加以嚴格審查。因此，董事必須證明：(一) 董事會基於合理的證據相信，若由收購者取得公司股份，將對公司的政策與效率帶來危害⁵⁹；以及(二) 所採取的防禦策略與所面臨的威脅之間具有合理關連性。若符合以上的標準，且無其他明顯證據證明董事會違反忠實義務，法院不得以自己之判斷取代董事會的判斷⁶⁰。」而要判斷上述二者，則(一)的審查重點將著重於威脅的存在事實與其性質；(二)的審查重點則在於針對此等性質與程度的威脅所採取之防禦策略是否合理且相當⁶¹。

在美國法的架構下，當併購程序中的防禦策略適法性有爭議，尤其就改變股權結構的防禦策略而言，大多數都是因併購公司試圖阻止目標公司董事會進行防禦策略，而以假處分的方式凍結新股、認購權的發行，當然最後和解的案子也不在少數。雖然防禦策略的適法性層次問題，絕大多數還是併購公司、目標公司、以及其他參與併購第三公司之間解決，但不可否認地，併購防禦策略絕對會影響到其他股東的權益。同時我們也注意到，積極地在事前爭執防禦策略可行性的，絕大多數皆是參與併購的企業，這當然是由於併購程序中利害關係最大，也同時具有資源可以迅速行動的只有參與併購的企業，然而，未參與併購的股東究竟有無參與事前禁止防禦策略的餘地，仍然值得討論。另外，若是併購因為防禦策略奏效而失敗，股東若認為董事會因利益衝突而做出違背股東利益的決策、且自己因此而失去了從併購中獲利的機會，對於採取防禦策略的董事會是

⁵⁸ 493 A.2d 946(Del. 1985).

⁵⁹ 但此處董事會僅需證明其本身的誠信與合理調查，就算是完成舉證責任。且只要公司的獨立董事過半數承認，就有相當高的證明效果。

⁶⁰ 伊藤靖史(2007)，〈ユノカル判決〉，野村修也、中東正文編，《M&A判例の分析と展開》，頁246-247，東京：經濟法令研究会。

⁶¹ 伊藤靖史(2007)，〈ユノカル判決〉，野村修也、中東正文編，《M&A判例の分析と展開》，頁248，東京：經濟法令研究会。

否能有任何的救濟，也是一個需要研究的課題。

而在我國，由於非合意併購尚非興盛，因而難以觀察實務上對防禦策略的看法，即使在 2004 年相當有名的中信集團非合意併購開發金控案，開發金控作為目標公司也沒有發動類似的防禦策略，而僅是公司派與市場派在股東會前展開委託會徵求戰。而觀諸我國法，僅能將發行新股等個別行為放在公司法規範的框架下觀察其合法性，就防禦策略特殊性的規範也付之闕如。因此，當防禦策略發動時，若是股東（包含非合意併購之併購公司）自認其權利受到損害，應該如何救濟就會是最大的問題。雖然當董事會決議違反法令或章程時，股東得請求其停止⁶²，然而防禦策略都是在董事會業務範圍內改變股權結構，只能以忠實義務去做規範，而我國的忠實義務規範範疇有相當多漏洞，能否規範這一部份，將在後述第四項損害賠償的部分中詳細說明。至於事前禁止防禦策略的施行，例如聲請假處分禁止公司發行新股，必須要有爭執的法律關係，然而我國法中並未就發行新股、認股權等行為規範其必要性要件，只要程序完備，發行的適當與否並非我國公司法所關心的問題，因而導致對於為防禦非合意併購所實行之發行並無任何審查機制，亦即我國防禦策略規範之漏洞所在。

第四項 持股價值的實質保護

在併購程序結束後，不論是合意或非合意併購，股東持股的價值都有可能在程序中遭到任何形式的減損，例如：合意併購中持股對價的不適當，非合意併購中防禦策略造成股權的稀釋、公司淨值降低等。當併購結束後，股東所受之損害，視其是否願意繼續投資併購完成後的公司而定。若是不願意繼續投資，則併購行為之後通常會伴隨著不同意股東股份收買請求權，股東持股價值之減損，將在股價核定時加以補償。反之若是願意繼續投資，則由於股東受到的損害來自董事的行為，因此而有董事責任、損害賠償的問題浮現。以下將分別就二者說明。

⁶² 公司法第 194 條：「董事會決議，為違反法令或章程之行為時，繼續一年以上持有股份之股東，得請求董事會停止其行為。」

一、股份收買請求權

當公司經營階層在規劃併購案時，完全地賦予股東事務參與及資訊公開，而當股東不同意併購案時，由於持股少的股東幾乎無法阻止併購的進行，因此必須建立退場機制，讓不同意股東得以退出公司、取回投資，一般而言，就是所謂的股份收買請求權。此項權利源自於美國法，爲了緩和過去「基礎性變更行爲（如：合併）必須經全體股東通過」之規範，一方面令不同意股東放棄此規範的保護，另一方面則賦予其對價⁶³。股份收買請求權與前項所稱的強制公開收購不同之處在於：強制公開收購是由法令強制併購者向不特定股東發出收購要約，股份收買請求權則是由個別股東向公司請求收買自己的持股。相較於前者的問題多在於強制與否的門檻，後者的問題則多出現在股份價格的計算方法與基準日期。

一般而言，股份收買請求權會出現在合併、分割、資產收購等公司組織再造行爲之後，公司的價值變動較之平時更大。此時，計算股份價格時，應以清算價值、市場價值、或投資價值爲準，應考量何種因素，如何評價與加權等等，如何計算出最終的數字，往往是一個非常棘手的問題。可以參考的標準有非常多，主要含有：清算價值（liquidation value），意指公司淨資產價值（net asset value）；市場價格（market value），即流通於資本市場中的股份市價；盈餘價值（earnings value），指的是參與公司投資所能獲得的收益等三者。但此三者各有其優缺點，因此過去在美國德拉瓦州，曾經長期使用所謂的「德拉瓦州塊狀法」（Delaware Block Method），綜合上述三項標準，將公司之資產淨值、市場價格、盈餘，分別賦予不同的權數加權平均⁶⁴。但在 1983 年的 Weinberger v. UOP, Inc. 案⁶⁵中，德拉瓦州的最高法院改採現代財務法（Modern finance methods），允許當事人不受德拉瓦州塊狀法之限制，得以舉證任何金融財務界所承認或可接受之方法計算股份價值⁶⁶。之後在德拉瓦州各判決⁶⁷中，曾出現「現金流量折現法」（discounted cash flow

⁶³ 劉連煜（2006），〈公司合併態樣與不同意股東股份收買請求權〉，《月旦法學雜誌》，128 期，頁 32。

⁶⁴ 同前註，頁 33-34。

⁶⁵ 457 A.2d 701(Del. 1983).

⁶⁶ 劉連煜（2006），〈公司合併態樣與不同意股東股份收買請求權〉，《月旦法學雜誌》，128 期，頁 34。

method, DCF)、「歷年盈餘法」(historical earning method)、「資產現值分析法」(present value of equity analysis)、「比較交易市場法」(comparative deal market analysis)及「市場交易法」(trading market analysis)等各種不同的股份計算方式，但目前為止尚未有定論。

而在我國，最近關於股份收買請求權的著名例子乃是東森媒體科技公司一案，2006年間，凱雷集團由盛澤公司以一股 32.5 元向東森媒體科技公司之主要股東購得九成以上股權，後以簡易合併程序進行現金逐出合併 (cash-out merger)，令盛澤公司與東森媒體科技公司合併，而小股東所獲得的代價僅一股 26 元現金。時劉連煜教授身為該公司股東，認為併購與簡易合併時間僅相差一個月，股價卻相差甚多，因此聲請裁定股份收買價格，主張分享主要股東之控制權溢價 (controlling premium)。而東森媒體科技公司則主張該 26 元價格乃是基於獨立專家安侯國際財務顧問股份有限公司出具之意見書所決定，且該意見書之評價基礎合於經濟部商業司函釋⁶⁸所揭示之「時價、帳面價值或實際成交價格」。然而在系爭裁定⁶⁹理由中，法院認為：由於凱雷集團取得系爭股權前稍早，系爭公司即為了規避證券交易法 43-1 條強制公開收購之規範而撤銷公開發行，本於誠信原則而得以收購價格作為股份收買之公平價格。至於凱雷集團收購價格高於安侯公司意見書中所稱之公平價格，系爭公司主張其乃是來自於控制權溢價，但法院因當初出售股份與凱雷集團之股東當中，並非皆具有控制性持股而駁斥此一說法。總地來說，法院在理由中並未針對安侯公司意見書的評價基礎作出具體的判斷，因此單就此裁定來看，我們目前仍然難以判斷法院所採取的是何種計算方式。

然而在本案結束之後，同樣聲請裁定股票收買價格之原東森媒體科技公司其他股東卻相當多人遭到合併後的凱擘公司抗告。在一系列的抗告裁定⁷⁰中可以發現，抗告審法

⁶⁷ Neal v. Alabama By-Products Corp. Del. Ch., 588 A.2d 255 (1991)、In re Shell Oil Co. 607 A. 2d 1213 (Del. 1992) 等。

⁶⁸ 經濟部(92)經商字第 09202148190 號：查商業會計法第五十七條規定，商業在合併或轉讓時，其資產之計價；以時價、帳面價值或實際成交價格為準。又同法第四十二條第三項規定，所稱時價者，係指當時當地之市價而言。又依國際會計準則所謂之『公平價格』有下列三種情形，請參考。(一) 市場上客觀之成交價。(二) 同類或類似產業股票之參考價。(三) 買賣雙方協議並載明於合約之價格。

⁶⁹ 臺灣臺北地方法院 95 年度司字第 1073 號民事裁定。

⁷⁰ 臺灣臺北地方法院 96 年度抗字第 166~175、177~180、191~193、227、265、578、727 號民事裁定。

院依職權委託鑑定人就公平股價作出意見，並認為依照系爭公司之性質，鑑定人以「現金流量折現法」等方法評估公平股價尚屬合理⁷¹。雖然法院認可了現金流量折現法之可行性，但其正當性乃是建立在系爭公司之性質上，包括：其股東價值來自於獲利、非公開發行公司而無股份之市價以及可比價之對象證券等，可見法院認為公司股份公平價格之算定方法未必需侷限於固定的計算方式。惟在這一系列的裁定中，可以明顯地看出法院對於股份公平價格的基準日期，是以決議日⁷²為準的立場。

二、董事責任與損害賠償請求權

董事作為公司負責人，對公司負有忠實義務，此一源自英美法的規範，乃是為了避免董事與公司之間的利益衝突，而併購程序中，牽涉到公司組織與價值的大幅變動，無論是合意併購或非合意併購，董事的責任內涵都應該與平時不同。就併購公司是否主動併購而言，通常落入所謂「商業判斷法則」(Business Judgment Rule)的範疇內，而併購的實質內涵，尤其是對價部分牽涉股東權益最大化，相較之下就重要許多，而且此時被併購的目標公司董事責任包含了是否接受併購、以及對價之談判等，更顯複雜。

以合意併購程序為例，前述的強制公開收購是用法律的強制來防止身兼董事的大股東利用機會出脫持股，獨占此一實現投資收益的機會以及控制權溢價，廣義而言也是一種避免董事與公司間利益衝突的規範。另外，合意併購時所採取的公開收購股價、現金對價或是換股比例，皆是併購公司與目標公司談判後的結果，對無法詳細得知公司內部營運狀況的股東而言，等於是目標公司的董事為此一價碼的公平合理性背書，間接影響了股東是否應賣公開收購、或是否通過合併決議。如果目標公司的董事被併購公司所影響，在談判中無法致力於提升股東權益的最大化，股東在併購程序的後階段也無法自己

⁷¹ 前註裁定理由節錄：一般實務上有多種方法評估企業價值，一般常用「收入法」、「市場法」及「資產（成本）法」，抗告人公司採用專家出具之價值分析報告，係以「收益法」為主，佐以「市場法」為結論之補充說明，因「資產法」係著眼於資產之價值，而東森公司之股東價值應貴在未來之獲利價值，故應排除「資產法」之適用；又系爭股票在臺灣股權交易市場，並無合適可比價對象，故「市場法」亦無法作為主要評價方法。是評估抗告人公司股東權益之公平價值，鑑定人循抗告人採用專家出具之「價值分析報告」，及採用收益基礎之「折現現金流量法」，預估股東及債權人可獲得之現金流量，以加權平均資金成本折現後可得公司價值再扣除負債價值後，即為股東權益價值，不必明確預測負債餘額價值之變動，尚稱合理。

⁷² 系爭公司乃是與持股 90%以上之母公司（盛澤公司）合併，故僅有董事會決議而無股東會決議。

做出價格的判斷，因此將導致股東得不到相當於持股價值的對價。類似的情形也可以連結資訊公開不足的相關問題：當併購程序中的資訊公開不足時，因此而導致併購之股價不合理時，重則可能會影響併購行為的效力，輕則參與之董事違反忠實義務而有損害賠償責任。以前述的德拉瓦州 1983 年的 *Weinberger v. UOP, Inc.* 案⁷³的不當股份核價為例，最終的判決結果是以損害賠償方式彌補股東的損失。

至於非合意併購，在前述的非合意併購程序一項中曾經提及美國法上針對防禦策略合法性判斷標準所作出的「Unocal 準則」。另外，在 1986 年的 *Revlon, Inc. v. MacAndrew & Forbes Holdings, Inc.*⁷⁴一案中，法院為了補充前述「Unocal 準則」的不足，又建立了所謂的「Revlon 義務」(Revlon duty)，其內涵包括：(一) 公司的解體 (break-up) 或出售 (for sale) 無可避免時，董事會的職責將從防禦公司轉成：為股東之利益謀求公司售價最大化，董事會必須符合忠實義務以完成此一任務；且 (二) 當公司的拍賣積極進行中時，董事會不應考慮股東以外之人的利益⁷⁵。

美國法上所建立的這些董事責任的內涵，如有違反，都是由股東訴請損害賠償，而損害賠償的金額判斷標準，又和前述的股份收買請求權一樣是個複雜而多變的問題，且由於這些董事責任損害股份價值的方式不同，在美國法上其實大量地倚賴判例來建構其內涵。相較之下，我國在公司法制中雖然早已引進了忠實義務的概念，但是對於其內涵仍然多所限制，公司法⁷⁶與企業併購法⁷⁷中關於董事責任的規範僅限於「違反法令、章程或股東會決議、未為全體股東之最大利益、未以善良管理人之注意」，且以「致公司受有損害者」為限，方對「公司」負賠償責任，負責的對象、以及損害賠償請求權之主體仍是公司，而未承認股東個人的損害賠償請求權。若如股價不公平為例，併購案本身

⁷³ 457 A. 2d 701(Del. 1983)

⁷⁴ 506 A.2d 173(Del. 1986)

⁷⁵ 三浦治 (2007)，〈レブロン判決〉，野村修也、中東正文編，《M&A 判例の分析と展開》，頁 253，東京：經濟法令研究会。

⁷⁶ 公司法第 23 條：「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。公司負責人對於公司業務之執行，如有違反法令致他人受有損害時，對他人應與公司負連帶賠償之責。」

⁷⁷ 企業併購法第 5 條：「公司依本法為併購決議時，董事會應為全體股東之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜。公司董事會違反法令、章程或股東會決議處理併購事宜，致公司受有損害時，參與決議之董事，對公司應負賠償之責。但經表示異議之董事，有紀錄或書面聲明可證者，免其責任。」

對公司並無任何損害，甚至一般而言都應該是有利，在此狀況下，股東個人所受的損害就無從依董事責任的規範向董事請求損害賠償，股東所受的保護顯然較少。

第四節 金融機構併購中的政府地位

金融機構的併購，由於金融業的特殊性，法規管制的密度必定較其他產業來得高，因此，主管機關的許可等，行政上的程序，也是在併購程序中牽制董事會不得濫權的一項機制。但是法規上所稱的許可，往往是概括地授權主管機關，讓主管機關依專業判斷，至於少數股東的權利保護是否在主管機關的考量之中，不論在法條上、或是實務上，都很難判斷。以實際狀況而言，這些規範的運作結果，連是否具有任何保障少數股東權利的性質，都很難說。然而也不能完全否定這些規範具有這樣的可能性，在這裡，幾乎只能說事在人為，要看主管機關的「專業」是否包括了這一部份。

但是在金融機構併購中，政府的角色絕對不僅是單純的被動許可而已，如前所說明的金融政策對於政府在各種金融機構併購中的立場都有影響。最明顯的消極型併購的「問題金融機構處理」以及積極型併購中「政府作為股東」的動向，以下即就此二方向加以觀察。

第一項 問題金融機構處理

金融市場向來與人民生活與產業息息相關，尤以銀行業扮演著間接金融的中介角色最為重要，一旦銀行經營不善，將會使得銀行廣大的債權人（存款人）也遭受損害；保險業雖非間接金融的中介者，但也與銀行業同樣扮演著風險控管的角色，具備穩定社會的功能。因此，在金融相關立法中，金融業的體質向來是立法者所關心的重點，諸如：銀行法與保險法中皆有關於資本適足率⁷⁸之規範、保險法中也規定了安定基金之設置

⁷⁸ 銀行法第 44 條：「銀行自有資本與風險性資產之比率，不得低於百分之八；必要時，主管機關得參照國際標準，提高比率。銀行經主管機關規定應編製合併報表時，其合併後之自有資本與風險性資產之比率，亦同。前項所稱自有資本與風險性資產，其範圍及計算方法，由主管機關定之。主管機關於必要時，得對銀行之風險性資產予以限制。凡實際比率低於規定標準之銀行，主管機關得限制其分配盈餘並為其他必要之處置或限制；其辦法，由主管機關定之。」
保險法第 143-4 條：「保險業自有資本與風險資本之比率，不得低於百分之二百；必要時，主管機關得參

⁷⁹、保險業資金運用方式限制⁸⁰等，但其中，最重要的莫過於問題金融機構的處理。

銀行法第 62 條以下，規定了有關問題金融機構的處理，另外，還有行政院金融重建基金的設置。所謂的問題金融機構，可參考行政院金融重建基金設置及管理條例第 4 條第 1 項所稱之「經營不善之金融機構」，指的是有以下情形之一者：「一、經主管機關或農業金融中央主管機關檢查調整後之淨值或會計師查核簽證之淨值為負數。二、無能力支付其債務。三、有銀行法第六十二條第一項所定業務或財務狀況顯著惡化，不能支付其債務，有損及存款人權益之虞或第六十四條虧損逾資本三分之一，經限期改善而屆期未改善，並經主管機關及本基金管理會認定無法繼續經營。」

為避免這些問題金融機構之倒閉引發金融風暴，政府在此時積極介入，第一階段的處理方式包括：勒令停業並限期清理、停止其一部業務、派員監管或接管、或為其他必要之處置⁸¹。第二階段則有可能為：委託經營、增、減資、讓與營業及資產負債、合併

照國際標準調整比率。保險業自有資本與風險資本之比率未達前項規定之比率者，不得分配盈餘，主管機關並得視其情節輕重為其他必要之處置或限制。前二項所定自有資本與風險資本之範圍、計算方法、管理、必要處置或限制之方式及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。」

⁷⁹ 保險法第 143-1 條：「為保障被保險人之基本權益，並維護金融之安定，財產保險業及人身保險業應分別提撥資金，設置財團法人安定基金。財團法人安定基金之組織及管理事項之辦法，由主管機關定之。安定基金由各保險業者提撥；其提撥比率，由主管機關審酌經濟、金融發展情形及保險業承擔能力定之，並不得低於各保險業者總保險費收入之千分之一。安定基金累積之金額不足保障被保險人權益，且有嚴重危及金融安定之虞時，得報經主管機關同意，向金融機構借款。」

⁸⁰ 保險法第 146 條：「保險業資金之運用，除存款外，以下列各款為限：一、有價證券。二、不動產。三、放款。四、辦理經主管機關核准之專案運用、公共及社會福利事業投資。五、國外投資。六、投資保險相關事業。七、從事衍生性商品交易。八、其他經主管機關核准之資金運用。前項所定資金，包括業主權益及各種準備金。第一項所定存款，其存放於每一金融機構之金額，不得超過該保險業資金百分之十。但經主管機關核准者，不在此限。第一項第六款所稱保險相關事業，指保險、金融控股、銀行、票券、信託、信用卡、融資性租賃、證券、期貨、證券投資信託、證券投資顧問事業及其他經主管機關認定之保險相關事業。保險業經營投資型保險業務、勞工退休金年金保險業務應專設帳簿，記載其投資資產之價值。投資型保險業務專設帳簿之管理、保存、投資資產之運用及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之，不受第一項、第三項、第一百四十六條之一、第一百四十六條之二、第一百四十六條之四、第一百四十六條之五及第一百四十六條之七規定之限制。依第五項規定應專設帳簿之資產，如要保人以保險契約委任保險業全權決定運用標的，且將該資產運用於證券交易法第六條規定之有價證券者，應依證券投資信託及顧問法申請兼營全權委託投資業務。保險業依第一項第七款規定從事衍生性商品交易之條件、交易範圍、交易限額、內部處理程序及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。」

⁸¹ 銀行法第 62 條：「銀行因業務或財務狀況顯著惡化，不能支付其債務或有損及存款人利益之虞時，主管機關應勒令停業並限期清理、停止其一部業務、派員監管或接管、或為其他必要之處置，並得洽請有關機關限制其負責人出境。主管機關關於派員監管或接管時，得停止其股東會、董事或監察人全部或部分職權。前二項監管或接管辦法，由主管機關定之。主管機關關於勒令銀行停業並限期清理，或派員監管或接管時，不適用公司法有關臨時管理人、檢查人及重整之規定。第一項勒令停業之銀行，如於清理期限內，已回復支付能力者，得申請主管機關核准復業。逾期未經核准復業者，應廢止其許可，並自停業時起視為解散，原有清理程序視為清算。前五項規定，對於依其他法律設立之銀行或金融機構

等處置方式⁸²。近幾年來，自從行政院金融重建基金的設置之後積極處理問題金融機構，自 2001 年至 2002 年的處理方式都是由行政院金融重建基金洽特定對象承受，自 2002 年的台南市第五信用合作社起，則改行公開標售方式⁸³。但無論是洽特定對象承受或公開標售，皆是由金融重建基金賠付問題金融機構的財務缺口。

爲了迅速達到整理問題金融機構的目標，針對此種整併，法規上設有許多的便宜措施，諸如：受讓營業及資產負債時完全免去債權人保護程序，承擔債務免經債權人承認（銀行法第 62-4 條⁸⁴第一項第三款、金融機構合併法第 18 條⁸⁵第三項），排除民法第 301 條之適用；且在特定情形下，尚可免爲向行政院公平交易委員會申請許可結合（銀行法第 62-4 條第一項第四款）。

適用之。」

⁸² 銀行法第 62-3 條：「接管人對受接管銀行爲下列處置時，應研擬具體方案，報經主管機關核准：一、委託其他銀行、金融機構或中央存款保險公司經營全部或部分業務。二、增資、減資或減資後再增資。三、讓與全部或部分營業及資產負債。四、與其他銀行合併。五、其他經主管機關指定之重要事項。」

⁸³ 詳參行政院金融重建基金所公布之「處理方式與評估結果」：

<http://www.cdic.gov.tw/ct.asp?xItem=844&ctNode=220>（最後瀏覽日：2008/05/01）。以及「處理五十三家經營不善金融機構金融重建基金依法代爲給付金額統計表」：

<http://www.cdic.gov.tw/public/Attachment/8491464153.pdf>（最後瀏覽日：2008/05/01）。

⁸⁴ 銀行法第 62-4 條：「銀行或金融機構依前條第三款受讓營業及資產負債時，適用下列規定：一、股份有限公司經代表已發行股份總數過半數股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之同意行之；不同意之股東不得請求收買股份；農會、漁會經會員（代表）大會以全體會員（代表）二分之一以上之出席，及出席會員（代表）二分之一以上之同意行之，免依公司法第一百八十五條至第一百八十八條、農會法第三十七條及漁會法第三十九條規定辦理。二、債權讓與之通知以公告方式辦理之，免依民法第二百九十七條規定辦理。三、承擔債務時，免依民法第三百零一條經債權人之承認規定辦理。四、經主管機關認爲有緊急處理之必要，且對金融市場競爭無重大不利影響時，免依公平交易法第十一條第一項規定向行政院公平交易委員會申請許可。銀行依前條第四款與受接管銀行合併時，除適用前項第四款規定外，並適用下列規定：一、股份有限公司經代表已發行股份總數過半數股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之同意行之；不同意之股東不得請求收買股份；農會、漁會經會員（代表）大會以全體會員（代表）二分之一以上之出席，及出席會員（代表）二分之一以上之同意行之；信用合作社社員（代表）大會以全體社員（代表）二分之一以上之出席，出席社員（代表）二分之一以上之同意行之；不同意之社員不得請求返還股金，免依公司法第三百十六條第一項至第三項、第三百十七條、農會法第三十七條、漁會法第三十九條及信用合作社法第二十九條第一項規定辦理。二、解散或合併之通知以公告方式辦理之，免依公司法第三百十六條第四項規定辦理。銀行、金融機構或中央存款保險公司依前條第一款受託經營業務時，適用第一項第四款規定。」

⁸⁵ 金融機構合併法第 18 條：「金融機構概括承受或概括讓與者，準用本法之規定。外國金融機構與本國金融機構合併、概括承受或概括讓與者，亦同。但外國金融機構於合併、概括承受或概括讓與前，於中華民國境外所發生之損失，不得依前條第二項規定辦理扣除。金融機構依銀行法、存款保險條例及保險法規定，由輔導人、監管人、接管人、清理事人或監理人爲概括承受、概括讓與、分次讓與或讓與主要部分之營業及資產負債者，除優先適用銀行法、存款保險條例、保險法及其相關之規定外，準用本法之規定。金融機構爲概括承受、概括讓與、分次讓與或讓與主要部分之營業及資產負債，或依第十一條至第十三條規定辦理者，債權讓與之通知得以公告方式代之，承擔債務時免經債權人之承認，不適用民法第二百九十七條及第三百零一條之規定。第一項外國金融機構與本國金融機構合併、概括承受或概括讓與辦法，由主管機關另定之。」

然而，以保護債權人爲目的的問題金融機構處理過程，等於將一個爛攤子交由另外一個銀行去處理，雖然金融重建基金賠付了財務缺口，彌補了淨值上的負值，但就一般的商業併購來說，企業通常沒有意願將淨值爲零的他企業納入組織之中，以銀行來說，雖然營業據點、客戶數量可以大幅增加，但相對地，承受債務所帶來負擔也大，呆帳增加也會使銀行整體的體質變差。當然，願意承受問題金融機構的銀行，自然是由於董事會做出判斷，認爲併購利大於弊，才會實行此項決策，但對銀行股東而言，卻未必如此，股東基於投資報酬的考量，銀行的體質與獲利率重要性應該大於營業規模，然而這麼重要的併購案件，股東的保護卻較一般企業併購來得少。

當銀行選擇「概括承受」問題金融機構或與之「合併」時，依銀行法第 62-4 條，僅需股東會普通決議即可通過，且剝奪了不同意股東的股份收買請求權，完全排除了公司法第 185 條至第 187 條、第 316 條、第 317 條之規定，甚至連合併案都不需要提出合併契約提交股東會、解散與合併之通知也僅需以公告代之。這樣的規範當然是爲了簡化程序，讓問題金融機構免於倒閉，使金融秩序得以迅速回復。然而承受機構在組織上有重大變動，卻不允許股東退場，這樣的特別規定等於是強迫股東留在他們不願意繼續投資的企業當中，雖然其立意在於保護債權人和社會整體秩序，但其正當性仍非常值得懷疑。

第二項 官股作爲併購的觸媒

所謂的二次金改，由於金控減半的目標與時程實際上難以控制，因而一度停擺，但 2007 年政府續行推動二次金改，將目標轉爲降低官股市占率⁸⁶。目前我國的金融機構中，除了第一金控、華南金控、兆豐金控是官股金控外，其他的金融機構也仍有許多官股存在，這些官股的動向除了左右金融機構的決策機制外，官股的釋出也將同時帶動整併的趨勢再度啓動。

以中華開發金融控股公司爲例：在開發金 2004 年的董事會改選前，董事長由理隆家族陳敏薰擔任，中信集團辜家藉由中信證券、中國人壽等對之發起「非合意併購」，

⁸⁶ 工商時報（2007/06/04），重啓二次金改，官股點火帶頭 邱義仁：公股市占率將降至三成，A2 版。

當時開發金的股權極為分散，持股超過 6%的中信辜家已是最大股東，理隆陳家則持股約 2%，然而，不論是公司派或市場派，在持股不足的狀況下，都試圖爭取大股東的合作意願，因此當時持股約 7-8%的官股動向即備受矚目⁸⁷。官股先是介入協調董監事席次，希望公司派、市場派、官股三方共組委託書徵求人團，然協商不成後，官股轉而選擇和中信共組委託書徵求團，共推董監事候選名單⁸⁸，最後的董事選舉結果，官股與中信各取得七席董事，陳敏薰陣營則掌握四席董事⁸⁹。整個過程可以看出，官股在兩大民股之間，較為屬意由中信辜家掌握開發金經營權，在一開始財政部主導的協商過程中，董監事的席次分配就不利於理隆陳家陣營。但是在最後的董監事席次結果可以看出，官股實際上卻增加了對開發金的控制力，其董事席次數量甚至超越了改選前的席次，可見政府雖然一方面希望導入辜家民股的力量經營開發金，但同時基於官股股東權的考量，也不願意將開發金完全交由辜家掌控，明顯地可以看出官股同時帶有協調者與競爭者的角色立場。此後在 2005 年曾經一度提出開發金控子公司之大華證券與辜家集團的中信證券和統一證券的三合一合併案，也因為官股代表反對而破局，其檯面上的反對理由是對換股比例有意見，但若三合一合併案通過，辜家會因為原本對中信證券的持股而迅速提高在開發金內的持股比例，推測這也影響到官股在開發金中的利益⁹⁰。

另外一個官股影響併購明顯的例子是彰化銀行。2005 年彰化銀行以私募方式發行十四億特別股的現金增資案，對競標者的資格設下淨值報酬率、資產報酬率及資產規模等三大條件，並且將國營銀行排除在外，被視為是官股釋股、同時加速推動金融整併的政策指標⁹¹。但是自從台新金控公司得標之後，其子公司台新銀行與彰化銀行的合併案一波三折，主要的因素就是官股與民股對於換股比例的意見不一，財政部因而介入協

⁸⁷ 工商時報（2004/01/27），開發金經營權之爭大突破 陳胡連手 力抗市場派 迎戰中信集團決共組經營團隊，並尋求官股支持，力保連任；工商時報（2004/01/27），林全：願給民股說服財部的機會，2 版。工商時報（2004/02/16），爭取官股支持 公司派 市場派 各提說帖，4 版。

⁸⁸ 工商時報（2004/02/25），開發金，砲火再起，財部協議瀕破局；陳敏薰全力反擊，明日登報訴求 60 萬小股東，背水一戰，1 版。中國時報（2004/02/28），開發金官民股推薦董事 胡定吾 邱正雄 林宗勇 出局 辜仲瑩列名中信名單之首 爭取董座來勢洶洶 官股不排除派黑馬角逐 公司派陳敏薰將採一般徵求方式訴求小股東支持，A10 版。

⁸⁹ 工商時報（2004/04/06），鷸蚌之爭 仍是官股囊中物，3 版。

⁹⁰ 中國時報（2005/03/26），檯面上對併購價過高有疑義 檯面下國、民兩黨角力 官股攔併購 為復華金改選布局，A13 版。

⁹¹ 中國時報（2005/06/25），二次金改指標 彰銀私募現增 每股 17.98 元，B1 版。

調，希望台新金提高換股比例⁹²，畢竟官股做爲彰化銀行二成多的大股東，換股比例牽涉到官股極大的利益，要如何避免遭到賤賣國產、圖利財團的惡名，又能夠達到釋股與推動整併的目標，正是官股在彰化銀行與台新金控換股一案中的兩難立場⁹³。而在 2008 年 5 月，爲了推動遲遲無法通過的合併案，台新金控又試圖行使股東提案權，欲以縮減董事席次爲手段，排除董事會中的其他勢力，以便於合併彰化銀行。但由於台新金控所持有的彰化銀行特別股，在章程中並未明訂有無股東提案權，財政部因而尋求經濟部商業司的解釋⁹⁴。

由此種種皆可看出政府作爲股東的角色，一方面爲了降低官股市占率而積極尋求適當地經營團隊進行整併，另一方面又爲了避免財團化的疑慮而裹足不前。對官股來說，如何適當地在二者中間取得平衡點，會是未來的重要課題。

第五節 小結

在本章中，簡介了我國近年來的金融改革、金融機構併購的背景、併購的型態、股東權益保護的概論，相當於本文的總論與定義部分。

金融改革是我國金融市場一股非常重要的潮流，在我國進入 WTO 的現在，金融市場面臨的是全球金融的競爭，而金融市場更牽動著所有產業市場的健全。金融機構爲了在更趨激烈的競爭中生存，必須擺脫過去體質欠佳所留下的不良影響，而政府也積極扮演推手的角色。金融機構必須更大而且更好，一方面要擴大規模、一方面要整頓體質，其中，併購就是最快速有效的方式，就前者而言，併購可以在短時間內讓規模大幅度成長，就後者而言，分開標售也已經我國問題金融機構處理的原則，讓營業（good bank）的部分進入併購市場，同時處理不良債權（bad bank）的部分，讓金融機構的體質改善更有效率。

⁹² 工商時報（2008/01/10），台新、彰銀換股 財部邀開會前會 財部傾向協調換股比至少高於 1 比 1.3，並建議台新金修正換股架構，A7 版。

⁹³ 中國時報（2008/01/07），金改？賤賣？考驗官商智慧，B2 版。

⁹⁴ 經濟部(97)經商字第 09702410410 號函：按公司法第 172 條之 1 第 1 項規定：「持有已發行股份總數百分之二以上股份之股東，得以書面向公司提出股東常會議案」，此項股東提案權，係股東之固有權，不分普通股或特別股均有上開權利。

在這樣大環境的趨勢下，金融市場中的企業對併購躍躍欲試，政府爲了促進金融產業的革新、健全金融市場以穩定產業，對於金融機構之間的併購也採取積極推動的政策，還有金融控股公司法、金融機構合併法等立法的配套措施，爲的就是打造更大更好的金融集團。但是併購對企業而言並不是絕對的良藥，併購就像企業之間的婚姻，也必須考量企業的性質是否相近、營業有無互補等，企業之間的整合度高才能得出併購的綜效。然而事實上，一般企業併購的成功率約莫只有三分之一，金融機構的併購也未必不會失敗。而金融機構股東數眾多，在併購程序之中只能隨波逐流，說穿了只有任憑經營團隊去進行，幾乎無任何參與的空間。

但是股東將財產以出資的方式託付給經營團隊，股東權當然是財產權，也有受保護的必要。股東之所以選擇投資公司，乃是信任現在的經營方式能夠獲利，然而併購將會大幅度變更公司組織、體質、經營方式等，是否能夠繼續獲利，或是併購雙方的價值衡量，股東與董事可能有不同的看法，甚至也有可能董事其實在併購程序中在意的並不是併購是否能提升獲利，而是自己的職業可能不保。因此，在金融市場與政府都一片衝衝、追求規模的政策中，少數股東的權利是否在這當中被犧牲了？

本章就以上這些概念分別做了介紹之後，並提出了我國法制中的一些問題所在。接下來，在第三章中，本文將針對以上的概念，就日本法制加以檢討，比較日本法就我國法出現漏洞狀況下如何解決，並提出案例加以檢討法制實施上的利弊，同時也作爲我國未來也可能發生之問題的借鏡。

第三章 日本法下金融機構併購中的股東保護

上一章說明了併購中的股東地位以及股東保護規範的各種議題，本章中，將以日本法為比較法的對象，說明日本法所建構的股東保護機制，而選擇日本法的原因則可以從幾個不同的面向加以說明。在法制面上，日本法和我國同樣源自大陸法系，且過去產業併購風潮偏向保守，絕少出現非合意併購等爭議性案件，因而併購的法制建構一直到近幾年才真正受到重視，日本的公司法過去只是商法典中的一部份，受到全球化以及跨國企業的影響而有許多特別法出現，之後終於在 2005 年整合所有的相關法令而制訂了公司法，同時在 2005 年也出現了相當多的併購爭議案件，累積了許多實務見解，促進了併購法制在各方面的討論。在金融面上，由於日本的金融業所面臨的問題和我國類似，近年來，一方面為了處理金融業面臨的不良債權問題、一方面為了與全球金融業競爭，也同樣進行了多次併購，在公司法制訂施行後，原本屬於金融業的特別法也整合進公司法的範疇內，因此日本法下金融機構併購與一般企業併購的異同，也是一個觀察的對象。

第一節 日本金融機構併購法制簡介

在日本法中，金融機關的定義較為狹隘，尤其金融機構合併法之定義並未包含證券業及保險業等，而是僅限於我國金融機構合併法中所稱的「銀行業」。事實上，日本目前較大的金融集團也概以銀行為主體，例如：三菱 UFJ 集團下的三菱東京 UFJ 銀行、瑞穗集團下的瑞穗銀行、三井住友集團下的三井住友銀行。因此在說明日本法制時，將會限縮在銀行業。

近年來日本的金融制度（尤其是間接金融的部分），由於不良債權等問題，陷入了無法發揮金融機能的「制度疲勞」中，使得個人的資金無法順利流向企業。銀行向來都發揮金融的媒介機能，但以銀行為首的金融機關，開始無法自行負擔風險。過去是由大藏省（財政部，現已改名為財務省）以「護送船團方式」作為金融機關的後盾，但現在大藏省、財務省也失去此項能力，使得金融機關無法負擔風險。個人資金的運用風險必

須由運用人、投資人自行負擔，即使有媒體存在，風險仍是由投資專家負擔，媒體無法發揮過去的功能⁹⁵。面臨這樣的窘境，日本的金融業，尤其是大型的全國性銀行，也積極地進行整併的過程。以前述的日本前三大銀行為例：三菱東京 UFJ 銀行是在 2006 年由東京三菱銀行和 UFJ 銀行合併產生，而東京三菱銀行是在 1996 年由東京銀行和三菱銀行合併而成，UFJ 銀行則是 2002 年三和銀行和東海銀行合併而成。三井住友銀行也是在 2001 年由三井集團的櫻花銀行和住友銀行合併產生。瑞穗銀行則是在 2002 年由第一勸業銀行、富士銀行、日本興業銀行合併的結果。

日本的金融機構併購法制，約略是由以下數部法律所組成：公司法（会社法）、銀行法等各種金融機關法基本法、金融機構合併法（金融機関の合併及び轉換に関する法律）、金融商品交易法（金融商品取引法）。其中，公司法是在是在 2005 年通過、2006 年施行（部分條文在 2007 年），整合了大部分企業併購的相關規範，包括已廢止之銀行控股公司法（銀行持株会社の創設のための銀行等に係る合併手続の特例等に関する法律），是最基礎的一般性規定。銀行法和其他的各種金融機關基本法，包括：長期信用銀行法、信用金庫法、勞動金庫法（労働金庫法）、中小企業等協同組合法（其中關於信用合作社之規範）等，則分別規範了銀行之間、信用金庫之間、信用合作社之間等同質合併的特殊規定。金融機構合併法是在 1968 年制訂，內涵與我國的金融機構合併法稍有不同，相較於上述各項金融機關基礎法規範各種同質合併，本法則是適用於異質金融機關之間的相互合併或轉換。然而若是銀行受讓非銀行（如信用金庫）之營業（而非合併）時，則並非由本法規範，而是以銀行法規範之。金融商品交易法則是在 2006 年從過去的證券交易法更名（施行日期則是在 2007 年），整合了更多衍生金融商品交易的規範，其中包括公開發行公司的管理（例如合併時的資訊公開）、以及公開收購的規制等都和本文有密切的相關性。

由此可知，要觀察日本金融機構併購的實務，必須要綜合各法典及其子法之規範，才得以窺其全貌，然而分就法典說明將會失之瑣碎，本章中的說明將會延續上一章的架

⁹⁵ 村井正（2005），〈學術フロンティア「國際金融革命と法」最終報告書をまとめるにあたって〉，《學術フロンティア研究成果報告書—國際金融革命と法》第一卷，金融の規制緩和と独禁法、商事信託法、金融取引法に関する研究，大阪：關西大學法學研究所，頁 i。

構，分就不同性質的股東保護說明散見於各法典中之規範。唯金融機構併購的法制仍奠基於一般企業併購法制，本章中的說明將會先以一般企業併購法制中會遭遇的問題為主軸，再說明金融機構併購相關的特別規定。

第二節 股東保護規範與實務

在上一章中關於股東保護的概念是以合意與非合意加以區分後依序說明程序面的股東權益，之後再說明實質面的持股價值保障。但是在實務的運作上，合意與非合意並不能完全切割分別討論。

首先，既有可能在合意併購程序進行中，為防止未來出現的其他合意或非合意併購者介入而有交易保護條款，反之也有可能面對非合意併購時尋求合意併購者共同進行防禦策略式的合意併購，從這裡可以看出，交易保護條款與防禦策略的同質性，在於皆是董事面對同時出現的不同交涉對象所作出的選擇、對策，在規範上皆會考量到此時董事與股東之間的利益衝突，即所謂的代理成本（agency cost）問題。二來，除了非合意併購先有以公開收購方式取得股權的步驟之外，不論是單純的、或是為了防禦非合意併購所進行的合意併購，甚或是非合意公開收購後所進行的合併、營業讓與、股份交換等關係企業組織調整，都是按照同樣的程序在進行。最後，也是最重要的一點，就是不論合意或非合意併購，對價永遠都是最大的問題所在，因此如何保障對價之公平、對價相關資訊的公開、股東共享控制權溢價（controlling premium）等，在所有的程序中都是規範的重點。事實上，併購程序中的股東權益保護幾乎就是圍繞著「股東如何防免董事不當地剝奪其持股價值」上打轉：股東要如何確保其選擇最佳經營者之權利，以達到提高持股價值的目的？而當股東面對以顯失公平之對價進行的併購行為，要如何事前禁止其進行、事後回復其狀態，以確保自己的投資仍有價值？當無法回復狀態、退出投資已無可避免時，如何確保能夠取回完整的持股價值？

因此，在本節中的說明將會依照各種規範的性質加以分類，這樣的分類也約略相當於併購程序的進程。在選擇權的確保一項中，將會說明交易保護條款與防禦策略的合法性審查的問題；在資訊公開一項中，則會說明契約的應記載事項、程序中的應備置資訊

等；在狀態維持與回復一項中，針對事前禁止併購行為的各種手段與事後回復併購程序前狀態的利弊得失加以分析；在持股價值維護一項中，則討論公開收購與強制收購，以及股份收買請求權與損害賠償請求權的問題。

第一項 選擇權的確保

在本項中所要檢討的是；當併購者出現時，如何確保董事不會利用其經營權地位，不當剝奪股東在多位併購者之間、或併購者與現經營團隊之間選擇最佳經營者的權利。交易保護措施與防禦策略的實施，從這個角度來觀察，都是董事代替股東選擇公司經營者的問題，前者是選擇某特定對象、後者則是選擇拒絕某特定對象。但是一方面董事對公司的掌握比股東更完整，對於併購的適當與否具有專業判斷，另一方面也基於效率考量，董事並非完全不能代替股東選擇併購的對象。但是針對同一個案，股東與董事之間有不同考量，對於此類行為的效力就會產生合法性的判斷問題。在上一章中曾經說明一些美國法上的審查標準，但是英美系的 **case law** 要如何在歐陸法系的架構中運用，在本項中將會藉由一些日本的案例加以說明。

一、獨占交涉條款

在上一章中說明交易保護條款時曾說明，去除與防禦併購重疊的部分與損害賠償的問題，在合意併購程序中留下的大問題是獨占交涉條款的可否強制履行。日本最高法院針對這個問題所作出的第一個裁定，即是相當有名的住友信託銀行對舊 UFJ 集團的訴訟。事件源於 2004 年 5 月 21 日，住友信託銀行與當時的 UFJ 控股公司、UFJ 信託銀行、UFJ 銀行之間簽訂基本合意書，內容除了部分營業之移轉、雙方業務合作等之外，並在第 12 條第 2 句中設立了獨占交涉條款，規定雙方不得與第三方作出抵觸基本合意書所載交易之任何資訊提供與協議。然而在同年 7 月 14 日，當時的 UFJ 集團通知住友信託銀行解約，轉而與當時之三菱東京集團進行統合交涉，同月 16 日，住友信託銀行就向東京地方法院聲請假處分，主張 UFJ 集團之行為侵害其獨占交涉權，欲凍結 UFJ 集團至 2006 年 3 月為止與第三方之間所有關於營業讓與交易之一切資訊提供與協議。此一

假處分持續抗告至最高法院，最終作出駁回的裁定⁹⁶。

本件中法院所提出的爭點有二：一是系爭條款是否有效，二是保全的必要性。針對前者，日本最高法院的看法是肯認系爭條款的效力。至於 UFJ 的解約通知有無解約的效力此點，在東京高等法院的裁定中，認為：「斟酌全辯論意旨，仍無足認系爭合意已依解約之意思表示有效解約之合理理由。」可知法院認為尋得更佳交易對象並不構成解約的正當法律理由，而最高法院之裁定則未針對此點表明意見。至於系爭條款是否向將來失效一點，高等法院裁定認為：「雙方信賴關係已惡化，未來契約的成立已不可能，因此系爭條款至遲自審理終結之日起向未來失效。」最高法院則認為未來契約的成立尚未到達完全不可能之程度，因此系爭條款的效力仍然持續存在，這樣的立場事實上是考量到信賴關係可能會因假處分之聲請而遭到破壞，如果因而認為系爭條款失效，則等於是完全否認此類獨占交涉權條款聲請假處分的空間⁹⁷，但反之也可以認為，最高法院肯認了此類條款有隨契約不可能成立而失效的空間⁹⁸。

至於保全的必要性，由於本件屬於定暫時狀態之假處分，保全必要性的要件較為嚴苛，必須是「為防止發生重大之損害或避免急迫之危險而有必要」。針對此點，雖然地方法院肯認之，但最高法院卻是採相反的否定看法，並以此為由駁回住友信託銀行之抗告。理由如下：系爭條款並未保證最終契約的成立，住友信託銀行對於契約的成立僅具有期待，因此住友信託銀行將會受的損害也是對未來契約成立的期待受到侵害時的損害，而依此等損害之性質與內容，並非不得以事後的損害賠償填補之損害，且雙方當事人成立最終契約之可能性相當低，若以假處分禁止 UFJ 集團至 2006 年 3 月為止與第三方交涉，UFJ 集團所將受的損害不可謂不大，因此本件不符合假處分必須避免「重大損害、急迫危險」之要件。

⁹⁶ 此一系列之裁定分別為：東京地方裁判所平成 16 年（ヨ）第 2658 號，平成 16 年 7 月 27 日決定；東京高等裁判所平成 16 年（ラ）第 1329 號，平成 16 年 8 月 11 日決定；最高裁判所第三小法廷平成 16 年（許）第 19 號，平成 16 年 8 月 30 日決定。

⁹⁷ 中山裕介(2005)〈独占交渉権の有用性と限界—UFJ グループ統合交渉差止仮処分事件をめぐって〉，《金融法務事情》，1729 期，頁 62。

⁹⁸ 浅妻敬、野島梨恵(2007)〈住友信託銀行 vs 旧 UFJ 事件[仮処分決定]〉，野村修也、中東正文編，《M & A 判例の分析と展開》，頁 212，東京：經濟法令研究会。

本案引發的眾多討論中，有針對最高法院就住友信託銀行所受損害性質的論述⁹⁹，以此為基礎探討事後損害賠償的範圍。也有論者提出美國法的實務來對照本件做為參考，說明在美國的企業併購實務中所使用的獨占交涉條款，一般而言都會約定違約金(金額多在併購總額的 1%~3%左右)，雖然在本件中，可能因為住友信託銀行方面一開始並未預想到違約的可能性，因此在系爭基本合意書中對於違約金隻字未提，但是理論上應該不妨礙一方無合理理由據以解約時，他方得請求違約金及聲請假處分。但獨占交涉的期間視正當調查程序及個別交涉情形不同，一般多為 3~6 個月，本件中住友信託銀行卻聲請了長達二年的假處分，因而不能排除期間過長導致影響法院決定的可能性¹⁰⁰。

另外一方面，更值得深究的是，相較於企業併購盛行的美國，日本法院在本案中所顯現出的考量似乎僅限於從契約法的觀點判斷其效力及保全必要性，而從董事與股東利益衝突看董事責任和股東保護等、此類在美國廣為討論的問題卻略而不談¹⁰¹。作為併購中的目標公司董事負有善良管理人注意義務，一方面其行為必須符合公司及股東最佳利益，另一方面，在股東會決議前，不得簽訂實質上拘束股東會決議之契約，例如鉅額的違約金或是無合理理由賦予相對人獨占交涉權等。當董事簽訂此類條款時，會帶給公司及股東過大的負擔，違背公司及股東之最大利益，除了違反其善良管理人注意義務之外，尚有可能會因董事權限之濫用，甚至可能基於公司能力外行為理論 (*ultra vires*) 否認此類條款的效力，因此當董事簽訂此類條款時，必須事先經由合理的調查與判斷，認為所限定之交涉對象確為適當¹⁰²。但是針對此一論述，在日本學界也有正反二種看法。持反對論者認為：由於契約相對人難以判斷目標公司董事是否違反善良管理人注意義務

⁹⁹ 法院認為並非履行利益而是期待權、亦即限縮於正當注意調查程序 (*due diligence*) 之費用等信賴利益，並且可以用事後的損害賠償填補。

¹⁰⁰ 有論者認為本案若是請求期間並非二年，而是如同一般實務上的三至六個月，並非全無容認的可能。新谷勝 (2005)，〈M&A 契約における独占交渉権に基づく、第三者との経営統合協議等差止仮処分申請が認められなかった事例—住友信託銀行対 UFJ ホールディングス等事件〉，《金融商事判例》，1206 期，頁 60-61、63-64。

¹⁰¹ 手塚裕之 (2004)，〈M&A 契約における独占権付与とその限界—米国判例からみた UFJ グループ統合交渉差止仮処分決定の問題点〉，《旬刊商事法務》，1708 期，頁 12。

¹⁰² 新谷勝 (2005)，〈M&A 契約における独占交渉権に基づく、第三者との経営統合協議等差止仮処分申請が認められなかった事例—住友信託銀行対 UFJ ホールディングス等事件〉，《金融商事判例》，1206 期，頁 61。

和忠實義務，因此從交易安全的角度來看無法贊成以此為由否認該條款的效力¹⁰³。但是持贊成論者則有認為契約相對人應該也認識到此種交易保護條款的內容與效果，因此其保護必要性不高¹⁰⁴。

二、防禦策略

可能的防禦策略種類繁多，但以日本的實務狀況而言，近幾年幾件有名的案例多半是以改變股權結構為其手段，例如：2005 年的日本放送事件、2005 年的日本技術開發事件、2005 年的尼利可事件，且其合法性都曾經由法院作出判斷。就各種防禦策略，諸如對友好的合意併購者大量發行新股或新股認購權、在公開收購開始時進行股份分割¹⁰⁵、賦予非合意併購者以外的股東接近無償的新股認購權等，觀察上述這些案例及學界的討論，可以約略掌握日本實務目前對於防禦策略合法性的基本看法。

另外一方面，在 2005 年 5 月，在日本業界大量發生非合意併購案件的情形下，日本經濟產業省（經濟部）與法務省（法務部）為促成企業併購的合理原則，共同發布了「為確保並提升企業價值、股東共同利益之併購防禦策略指針」（企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針¹⁰⁶）。當中針對平時導入、有事發動之「事前警告型」防禦策略，提出了三點發動原則：第一：確保並提升企業價值、股東共同利益之原則，若企業併購本身或其後之經營將會減損部分股東之利益，則發動防禦策略乃為適法；第二：事前公開、股東意思原則，防禦策略應事前對股東公開目的內容等具體資訊，提高股東預見可能性後依股東意思為之，如依董事會決議為之時亦不得違反股東之意思；第三：必要性、相當性原則，防禦策略必須在考量股東平等原則、財產權保護、防止經營者濫權、獨立第三人意見等各方面後，以必要且相當之方法為之。

¹⁰³ 浅妻敬、野島梨恵（2007），〈住友信託銀行 vs 旧 UFJ 事件[仮処分決定]〉，野村修也、中東正文編，《M & A 判例の分析と展開》，頁 214，東京：經濟法令研究会。

¹⁰⁴ 岩倉正和、大井悠紀（2004），〈M&A 取引契約における被買収会社の株主の利益保護〔下（2）〕〉，《旬刊商事法務》，1748 期，頁 41。

¹⁰⁵ 日本公司法第 183 條規範所謂的股份分割，公司可依股東會或董事會決議，決定股份分割的比例、分割效力基準日、分割的股份種類。

¹⁰⁶ 全文載於日本經濟產業省網頁：<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/3-shishinn-honntai-set.pdf>（最後瀏覽日：2008/06/30）。

然而，有事導入、有事發動的「事後型」防禦策略，與本指針所界定的「事前警告型」防禦策略有所不同，由於非合意併購者之預見可能性較低，其適法的判斷標準也略有不同，日本學界針對此種類型的防禦策略，目前仍一直有另行建立一套原則指針的呼聲。

（一）發行新股或新股認購權

此類的實例，近年來最有名的應屬日本放送對 Livedoor 一案。日本放送原與富士電視台屬於同一個企業集團，富士電視台向來持有日本放送已發行股份總數約 12.39%，2005 年 1 月至 3 月，富士電視台為取得日本放送的經營權，對其開始進行公開收購，日本放送的董事會對此公開收購也發表聲明贊同，該公開收購結束後，富士電視台對日本放送約持股 36.74%。然而在公開收購期間，日本放送的另外一個股東 Livedoor（原持股約 5.4%），在同年 2 月 8 日經由盤後交易取得日本放送約 29.6% 的股份，對日本放送持股約提高至 37.85%。日本放送的董事會因此在 2 月 23 日通過對富士電視台發行新股認購權，行使後可使富士電視台的持股提高 1.44 倍，同時使 Livedoor 的持股降低到 17% 左右。董事會同時亦發表書面聲明，主張此乃是為了維持日本放送的企業價值及作為媒體的公共性，認為 Livedoor 做為日本放送的控股股東將會有害於日本放送的公共性質。此一發行經 Livedoor 提出假處分聲請，並經異議、抗告後，確定禁止其發行¹⁰⁷。

在東京高等法院的抗告裁定中，揭示了所謂的「主要目的規則」（主要目的ルール），認為當發行的主要目的，是為了在公司經營權爭奪戰中，降低特定股東的持股比例、維持現經營者或其支持者的經營控制權，則該發行該當於「以顯失公平之方法發行¹⁰⁸」，應解為不合法。但若從保護全體股東之利益的觀點，有特殊情事足認該發行為正當時，例外為合法。至於所謂的「特殊情事」，具體而言，指的是非合意併購者無意進行合理

¹⁰⁷ 此一系列裁定分別為：平成 17 年 3 月 11 日，東京地方裁判所決定，平成 17 年（ヨ）第 20021 號；平成 17 年 3 月 16 日，東京地方裁判所決定，平成 17 年（モ）3074 號；平成 17 年 3 月 23 日，東京高等裁判所第 16 民事部決定，平成 17 年（ラ）第 429 號。

¹⁰⁸ 此一法條文字，在裁定當時出自當時有效的日本商法第 280 條之 39 第 4 項準用同法第 280 條之 10，前者規範本件中的新股認購權發行行為，後者則規範發行新股。在日本新公司法制訂後，該二條文分別移至公司法第 247 條（新股認購權）與第 210 條（發行新股）。新舊法中皆有「以顯失公平方法發行」行為的禁止請求權，詳見後述第三項一、事前救濟。

的經營，其取得經營權將會造成公司難以回復之損害，例如：非合意併購者以炒作目標公司股價為目的；非合意併購者為取得公司營業秘密以達到惡性競爭為目的；非合意併購者取得公司經營權後，預定將公司資產流作擔保、償還非合意併購者或其集團債務等他用；非合意併購者意圖處分公司財產後高價出脫持股。亦即當非合意併購者目的將會犧牲公司及其他股東利益時，沒有賦予該非合意併購者股東權益保護之必要，才可例外認為以維持、確保經營權為目的之發行乃屬正當。非合意併購者的存在既無法正當化發行行為，甚至應該原則上不合法。

依此原則，在本件中，法院認為日本放送所提出的資金用途僅是表面，實質上的主要目的仍在於確保現經營團隊的經營權，同時也沒有提出足認 Livedoor 成為控制股東後無意於合理經營、將生損害於公司的證據，因此認為本件的發行新股認購權不合法。然而，此處產生的問題並不在於「主要目的規則」本身，而在於「如何判斷主要目的為何？」關於這一點，可以觀察另一件類似的案件：2004 年，BellSystem24 的董事會通過一連串與另一企業集團之間，包括購入機器、入股等業務合作案，並且所需的資金以發行新股籌措，引入與業務合作對象友好的另一企業，該次發行新股的股數甚至達到該公司已發行股份總數的 106%，發行之後新引進的股東將持股 51%，同時使得原本持股約 39%的控制股東持股比例降至 19%而失去控制權，該控制股東原本欲在當年的股東常會中取得該公司全部董事席次，也將會失敗告終。因此該控制股東認為此次發行的目的是為降低其持股比例，主張發行行為不合法，但東京高等法院的裁定¹⁰⁹卻認為，BellSystem24 公司所提出的業務計畫具有資金調度的必要性，因此難以認定其主要目的在於經營權的維持。

雖然本案理由中，法院針對事業計畫的實現可能性、內容合理性、可提高之收益等進行具體的審查，以判斷資金調度的目的是否合理，可見並非提出資金需求作為理由就可以肯認新股發行的合法性¹¹⁰。但相較於日本放送一案，本案中發行的股數更多、而且

¹⁰⁹ 平成 16 年月 4 日，東京高等裁判所第 20 民事部決定，平成 16 年（ラ）第 1297 號決定。原審為：平成 16 年 7 月 30 日，東京地方裁判所決定，平成 16 年（ヨ）第 20047 號。

¹¹⁰ 太田洋、野田昌毅（2004），〈敵対的企業買収と第三者割当増資—ベルシステム 24 新株発行差止仮処分申立事件決定の分析を通じて〉，《旬刊商事法務》，1710 期，頁 52。

是新股而非新股認購權，且本案中的董事會選擇在控制股東欲加強其控制權的時點，以業務擴展為由發行新股，一來對控制股東帶來重大不利益，二來其業務合作案的必要性也產生一些合理性的疑問，但是法院依然認為發行合法，也不免產生了一些關於認定標準的爭議¹¹¹。

另外，再對比美國法中關於防禦策略合法性的參考判例 *Unocal* 案¹¹²所立下的審查標準：董事會對於非合意併購者將會有害於公司之利益有合理之確信，以及所採取之防禦策略的手段相當性。針對前者，可以發現日本法院並非僅要求「合理的確信」，亦即主觀上誠實且合理的調查，而是要求「將會造成公司難以回復之損害」的客觀事實，在實務上要達到此等標準的舉證責任確實較為困難¹¹³。

（二）股份分割

此類的防禦策略又可分為二種類型，一是在公開收購開始後才進行的對抗收購型，將會使以分割前之股價進行公開收購的一方遭到損害，但在新修正的金融商品交易法中允許將股份分割設為撤回條件¹¹⁴、或事先設定條件依分割比例降低收購價格¹¹⁵之後，此一手段可說已經被完全封殺了¹¹⁶。

另外一個拖延戰術型，則可舉日本技術開發一案為例。2005 年中，當時夢真控股公司在取得日本技術開發的 5~6% 持股後，向日本技術開發提出業務合作的提案，並限期回覆。針對此一提案，日本技術開發的董事會在提案回覆期限前，對外公開表示，未來對該公司所發起之非合意併購，若未事先提供董事會足夠的資訊並經過一定的評價期間即進行公開收購，董事會將會採取股份分割或發行新股認購權等防禦策略。夢真控股

¹¹¹ 布井千博（2005），〈一部上場会社において筆頭株主の持株比率を著しく低下させる新株発行について「著シク不公正ナル方法」によるものと認められなかつた事例—ベルシステム 24 新株発行差止請求事件〉，《金融・商事判例》，1209 期，頁 59。

¹¹² 詳參本文第二章第三節第三項。

¹¹³ 松本真輔（2006），〈敵対的買収をめぐるルールに関する実務上の課題〉，《旬刊商事法務》，1756 期，頁 43。

¹¹⁴ 參照日本金融商品交易法第 27 條之 11 第 1 項、同施行令第 14 條第 1 項第 1 款ヲ。

¹¹⁵ 參照日本金融商品交易法第 27 條之 6 第 1 項第 1 款、同施行令第 13 條第 1 項第 1 款。

¹¹⁶ 田中亘（2007），〈夢真ホールディングス vs 日本技術開発事件—買収防衛策としての株式分割の適法性〉，《M&A 判例の分析と展開》，野村修也、中東正文編，《M&A 判例の分析と展開》，頁 115-116，東京：經濟法令研究会。

公司認為此一要求並不合理，拒絕提供相關資訊，逕自發表其公開收購計畫，日本技術開發的董事會因此通過了股份分割案，每一股分割為五股，基準日設在近期內，而效力發生日則在 56 日之後，即當年度股東常會之後。之後，夢真控股公司一方面將股份分割的因素列入考量設定公開收購價格（之前預定價格的五分之一）與股數（若日本技術開發不撤回股份分割案將提高五倍），另一方面認為該股份分割不合法而提出假處分，但遭到駁回¹¹⁷。

在本案中，關於請求權基礎，日本公司法中關於「以顯失公平方法」發行新股、新股認購權的禁止請求權規範，法院認為不能類推適用。另外一方面，法院認為在經營權爭奪中，作出最後決定的是股東，因此為了使股東能作出適當的判斷，目標公司的董事會必須提供給股東足夠的資訊，並且得以此為由向非合意併購者要求合理的檢討期間。只要在不違反公司機關權限分配的範圍內，董事會得因無法取得必要的資訊及相當的檢討期間，從保護全體股東利益的觀點採取相當的手段。並且，就股份分割的性質，分割並沒有改變既有股東的實質地位，只是將併購者取得控制地位的時間點往後推移，因此不足以認定系爭董事會之決議違反機關權限分配範圍而有濫用之情事。

關於能使用的救濟手段，暫且留待第三項討論，這裡針對合法性的判準有以下幾點批判：第一，股份分割實質上仍是剝奪了股東選擇經營者的機會，並非如法院所說不會改變股東地位。第二，依東京證券交易所規則¹¹⁸，股份分割的效力發生日應在基準日之翌日，延後效力發生日違反此一規則，使公司可能會遭遇下市的危機，難以認定此一手段具有相當性。此一規定現在也幾乎讓此類股份分割作為防禦策略的意義全失，但因違反交易所規則之股份分割在公司法上仍然有效，還是有討論的空間。第三，資訊提供與檢討期間，在金融商品交易法中都有規範，是否應該賦予董事會要求更多資訊及更場期間的權利，則帶來更多爭議。包括董事利益衝突的可能性、要求超過一定限度反而實質上剝奪股東選擇權等，一旦容許董事會有此類權利，則法院的審查應相對地更為細緻¹¹⁹。

¹¹⁷ 平成 17 年 7 月 29 日東京地方裁判所民事第 8 部決定，平成 17 年（ヨ）第 20080 號。

¹¹⁸ 東京証券取引所，上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則，第 20 條之 2 第 1 項。

¹¹⁹ 田中亘（2007），〈夢真ホールディングス vs 日本技術開発事件—買収防衛策としての株式分割の適

（三）預防性的毒藥丸計畫

毒藥丸（poison pill）指的是特殊的新股認購權，當非合意併購者出現時，可以排除非合意併購者，僅對既有的股東發行新股，用以稀釋非合意併購者的持股，此類新股認購權的設計通常會以非合意併購為行使條件，在尚未出現非合意併購者的時期進行毒藥丸計畫，對公司而言可以防患於未然。但是當 2005 年尼利可公司董事會決議發行此類新股認購權時，卻遭到股東之一的反對，進而對公司聲請假處分禁止發行，經過異議及抗告後，東京高等法院最後准許了此項聲請¹²⁰。

本件尼利可公司所欲進行的毒藥丸計畫是：對所有股東每持有一股無償發行二個新股認購權，且不得轉讓。三年內若出現持股 20% 以上的非合意併購者，董事會有權依企業價值最大化之標準，參考特別委員會之意見，在非合意併購有害企業價值、股東權益、交易相對人、公司員工等利害關係人之權益時，決議不銷除新股認購權。董事會決議不銷除時，每一個新股認購權得以日幣一圓認購一股（事實上也接近無償）。

針對系爭新股認購權的發行，法院認為不合法的原因約可整理如下：首先，本件新股認購權的行使條件有失明確，不能防免董事會的恣意判斷，雖然目的在於防禦惡意性質的買收行為，但不能否認也有確保董事會及其支持股東之經營控制權的意圖；二來，在新股認購權發行後的股東，不論是否為惡意買收，其持股及股價皆會因新股認購權的行使而稀釋為三分之一，將會對股東造成損害。

針對前者的機關權限分配，有論者認為此類的預防性毒藥丸計畫，若是將新股認購權的銷除與否交由股東會決議，則更是將選擇權交付給股東全體，並不違反機關權限分配，因而合法性較高¹²¹。本案雖將決議權交由董事會，但由於實際上尚未出現特定的併購者，無法判斷特定買收行為的目的是否為惡意，而平時發行新股認購權仍不失為抵抗

法性），《M&A 判例の分析と展開》，野村修也、中東正文編，《M & A 判例の分析と展開》，頁 116-117，東京：經濟法令研究会。

¹²⁰ 假處分裁定：平成 17 年 6 月 1 日，東京地方裁判所決定，平成 17 年（ヨ）第 20050 號。異議裁定：平成 17 年 9 月 9 日，東京地方裁判所決定，平成 17 年（モ）第 6329 號。抗告裁定：平成 17 年 6 月 15 日，東京高等裁判所第 15 民事部決定，平成 17 年（ラ）第 942 號。

¹²¹ 藤田友敬（2004），〈ニッポン放送新株予約権発行差止事件の検討〉，《旬刊商事法務》，1746 期，頁 8。

未來惡意性質買收的適當策略，或可認為抗告審是因此而將主要的理由著重於股東權益，以股東未來三年可能會遭受無法預測的損害為由認定為不合法。因此，單就預防性毒藥丸計畫是否違法地剝奪股東的經營者選擇權這一點來說，日本法院在此一案例依然還是稍微保守地迴避了詳細的評論。

第二項 資訊公開

這裡所討論的資訊公開，主要對象是集中在股東或投資人，基於投資人所持有的有價證券可能具有股權性質，本文在這裡也會一併加以說明。日本法關於資訊公開的規範散見於各部法典，對於契約的內容主要規範於公司法、對於股東及投資人的資訊公開則同時規範於公司法與金融商品交易法。

一、併購契約之應記載事項

合意併購的資訊公開，在最主要的併購契約，在合併的情形就是合併契約（例如銀行與銀行之間的合併）、在股份交換的情形就是股份交換契約（例如金融業加入金控，成為金控之子公司）、若依股份移轉設立控股公司（例如金融業共同設立金融控股公司），則是移轉計畫。這些契約的內容依其當事人公司的種類而略有不同的規定，有鑑於目前主要的金融業皆是以股份有限公司的形式存在，且市場上的併購也是以股份有限公司的金融業為主，以下的說明皆是以雙方皆為股份有限公司時的併購規範為對象。

首先，關於合併契約的法定應記載事項主要規定在日本公司法第 749 條（股份有限公司存續之吸收合併）及第 753 條（新設股份有限公司之合併）。除了新設合併契約必須記載關於新設公司之董監人事資訊之外，二者同樣規範最為詳細的，即是與股東權益關係最為密切的關於的合併對價。日本公司法在 2007 年開始開放公司合併的對價¹²²，依其對價的不同，所必須揭示之資訊也有所不同。以第 749 條為例，吸收合併契約中：對價為存續公司股份時，其數量或數量的計算方法，及存續公司之資本額及公積；對價

¹²² 日本公司法在 2005 年公布時，依其附則第 1 項，施行日期另由政令公布，之後依平成 18 年政令第 77 號，在 2006 年 5 月 1 日施行。惟關於合併的對價等規範，依同法附則第 4 項，施行日期較其他條文延後一年，因而實際上應該是 2007 年才施行。

為存續公司之公司債（不含附認股權公司債）時，其種類及各種公司債之金額合計或其計算方法；對價為存續公司之新股認購權（不含附認股權公司債）時，該認購權之內容及數量或計算方法；對價為存續公司之附認股權公司債時，分別應記載公司債與新股認購權之上述內容；對價為存續公司股份以外之財產時，該財產之內容及數量或計算方法。除了持股的股東以外，該條也規範了關於消滅公司的新股認購權：其對價為存續公司新股認購權時，其內容、數量或計算方法；該新股認購權為公司債所附時，存續公司承擔該債務之旨趣、及該等公司債之種類與金額；其對價為現金時，其金額或計算方法。另外，關於特別股，是否配發現金、或是不同種特別股有不同對價時，亦應明示。

至於股份有限公司的股份交換契約的法定應記載事項，則規定於同法第 768 條；股份移轉計畫的法定應記載事項規定於同法第 773 條。二者之內容約略也和合併契約相同，以其對價的種類區分不同的應記載事項，僅股份移轉計畫由於是新設控股公司，因此和新設合併契約相同，必須記載關於新設公司之董監人事資訊。

二、併購程序中的資訊備置

關於併購程序中的一般資訊公開，雖然在公司法與金融商品交易法中皆有所規範，但整體而言，金融商品交易法的規範可說是較公司法更為完整，考量到金融業若非自己是公開發行公司，就是其母公司（控股公司）是公開發行公司，其進行併購時，勢必要遵守較為嚴格的金融商品交易法。

首先，公司法中所規範的，是併購程序中併購之公司雙方所必須備置以供閱覽的資訊。以股份有限公司的吸收合併為例，合併後的消滅公司依公司法第 782 條¹²³，除合併契約外，尚必須備置法務省令所定之事項。該事項，依公司法施行規則（会社法施行規則）第 182 條，包括：合併對價的相當性、關於對價之參考事項、及存續公司債務履行之預定。其中關於對價必須包括總額、對價財產種類之選擇理由等，關於對價之參考事項則又區分不同之對價有不同規範。

¹²³ 該條規範了吸收合併後消滅公司、股份交換後子公司、吸收分割公司，以金融機構併購之實務而言以前二者為主，故本文中之說明亦同。

對價之一部或全部為存續公司股份、公司債、新股認購權、附認股權公司債時：需提供該公司之章程（僅對價為股份時）及近年資產負債表、對價之交易市場、交易媒介代理、處分限制等換價方法相關事項、合併對價之市價。

對價之一部或全部為存續公司以外法人之股份或持分時，其章程、各項權利（含盈餘或剩餘財產分配、表決權、股份收買請求權等權利之內容）、財務報表等各種資料。對價之一部或全部為存續公司以外法人之公司債、新股認購權、附認股權公司債時，該對價之交易市場、交易媒介代理、處分限制等換價方法相關事項、合併對價之市價，以及該法人之財務報表等各種資料。如以上資料原非以日文作成，其原文及日文翻譯。

至於以股份交換方式子公司化的程序中將成為子公司之一方，由於同屬併購程序中的目標公司，也一併規定在公司法第 782 條，需要備置股份交換契約，而根據公司法施行規則第 184 條所必須公開的資訊和合併程序中的消滅公司大同小異，主要就是圍繞著對價，規範關於對價的實質合理性與對價之換價方法，以作為股東判斷持股價值有無減損的參考標準。

另一方面，關於吸收合併之存續公司及股份交換後之母公司等併購公司的資訊公開，依公司法第 794 條¹²⁴亦需備置契約及法務省令所定之事項，後者則分別規範於公司法施行規則第 191 條、193 條。相對於目標公司，併購公司的資訊公開項目則集中在財務報表等各項會計資訊，主要用以了解消滅公司的價值，供作股東用以判斷此次併購行為是否有其商業價值而有提高其持股價值之效用，但也包括了存續公司自己的財務狀況。其內涵相較之下並未作詳細的補足，除了前一年度各項報表之外，僅需補充前一年度末日之後的重要財產處分、重大債務負擔。

至於新設公司的併購，包括新設合併、股份移轉，其消滅公司或子公司的資訊公開義務則規定於同法第 803 條、同施行規則第 204 條（新設合併之消滅公司）、第 206 條（股份移轉後子公司）。此二者由於在併購程序中並非屬於目標公司的地位，而和其他併購程序中的公司處於較為平等的地位，因此其資訊公開義務不集中於對價的說明，反

¹²⁴ 該條亦同時規範了吸收合併存續公司、股份交換後母公司、吸收分割承受公司。本文中之說明以前二者為主，理由同前註。

而較為接近吸收合併之存續公司或股份交換後母公司之資訊公開義務內容，集中於併購程序中其他公司的財務資訊（如：新設合併中的其他消滅公司、股份移轉中的其他子公司）。新設公司則因為在併購完成尚未設立，並無事前關於對價資訊或其他公司財務資訊的公開義務，僅有在事後公開事務性資訊的義務。

另外，金融商品交易法第 2 章「企業內容等公開」中，也有針對企業組織重整之併購程序之規範，依同法第 2-2 條之規定可知，在本法中主要規定的是就併購程序中有發行有價證券或交付已發行有價證券之行爲，規範其必須公開之資訊。內容除了公司法所規定的事項之外，作為對價的有價證券發行公司¹²⁵也依同法第 4 條必須提出申報，而其申報的內容，除了依同法第 5 條所規定的：當次發行相關事項及發行公司及其所屬企業集團財務狀況與重要事項外，尚必須依「企業公開府令案¹²⁶」第 7 條第 1 項第 3 款（發行公司為本國公司）第 5 款（發行公司為外國公司）提供關於本次企業組織重整的資訊，包括其組織重整之理由、完成後的再次組織重整、解散、重要財產處分或讓受、高額貸款、董事或高階經理人變更、股利分配、資本政策變更等，並且若是曾就對價徵詢第三方之意見，該第三方之名稱及意見概要、甚至考量該意見至決定對價之過程¹²⁷。

在此一併說明的是，除了已經進展到組織變動的併購行爲之外，單純大量取得股權性質有價證券（包括股份、附認股權公司債等），在金融商品交易法的規範下，也必須進行資訊公開。依同法第 27 條之 23，對公開發行公司持有超過 5%時必須在 5 日內提出「大量保有報告書」，說明持有比例、資金來源、取得目的等相關事項。

第三項 狀態維持與回復

本項中首先區分為事前禁止和事後回復二款，前者可能是禁止合併、禁止發行新股等定暫時狀態假處分，後者則主要為撤銷股東會決議之訴、股東會決議無效之訴、併購行爲無效之訴等，在本項中會一一加以說明。必須說明的是，由於部分交易保護措施或

¹²⁵ 如對價為股份交換後母公司之股份時，該母公司；對價為合併後存續公司股份時，該存續公司；對價為他公司（如合併後存續公司之母公司）的股份時，該公司等。因此發行公司未必是併購契約之當事人。

¹²⁶ 全名為「企業內容等の開示に関する内閣府令」。

¹²⁷ 中山龍太郎（2007），〈外国会社による三角合併利用に係る実務上の課題〉，《旬刊商事法務》，1802 期，頁 27。

防禦策略是以變動股權結構、讓受部分營業等方式進行，實質上與併購行為無異，因此在這些情形多半會與前者的問題相重疊，但有別在第一項中的說明主要集中在此類行為的合法性審查，本項中的說明重點會放在對抗併購行為實行的手段介紹，至於進行併購行為之動機則不加以區分。

一、事前救濟—禁止併購行為

（一）民事保全之定暫時狀態假處分

第二章中曾說明過關於禁止併購行為的定暫時狀態假處分，先行於爭執併購行為效力之本案訴訟，以達到事前救濟的目的。但要利用民事保全的假處分禁止併購行為的前提，必須是併購行為本身有效力上的瑕疵，例如前述的彰化銀行案，即是被爭執決議時未遵守迴避規定。在日本法的架構下，定暫時狀態假處分的前提也同樣必須是針對該權利關係有所爭執¹²⁸，至少形式上就決議效力有所爭執應該就符合這個要件，因為針對決議效力提起訴訟不可能在併購行為效力發生日之前確定，因此，多數說認為，只要釋明決議的違法性以及因該決議之併購行為將會帶來利害關係人的損害，即可容認定暫時狀態假處分之聲請¹²⁹。

然而，合併比例顯失公平的併購案件，並非在法定程序上有任何瑕疵，除了減損股東的持股價值之外，一般認為並未對公司本身產生損害，而只能以股份收買請求權救濟，難以阻止併購的進行。究竟股東是否能利用此項假處分制止顯失公平的併購行為，不無爭議，日本學界也的確有論者從董事違法行為禁止請求權的性質加以觀察，認為股東的此項權利乃是代位公司行使，若是因為受損者是股東自己而非公司，因而不能禁止董事之行為，在解釋上並不合理¹³⁰。另一方面，民事保全原則上只要有被保全權利即為已足，並非一定要有明文規定，因此如果併購行為影響股東地位或股東權之行使，以

¹²⁸ 詳參日本民事保全法第 23 條第 2 項。

¹²⁹ 弥永真生（2007），〈著しく不当な合併条件と差止め、損害賠償請求〉，黒沼悦郎、藤田友敬編，《江頭憲治郎先生還暦記念—企業法の理論（上巻）》，頁 633-634，東京：商事法務。

¹³⁰ 同前註，頁 640，注 31。

股東權之妨害排除請求權作為被保全之權利，應該也可以作為聲請假處分的基礎。日本的裁判例與學說中，雖然不是針對併購行為，但是就無表決權股東行使表決權的案件，確實肯認了以「股東權之妨害排除請求權」為被保全權利之假處分¹³¹。

但是實務上，目前還缺乏此類的案例，主因是因為在日本公司法中，另外有其他針對併購行為的禁止請求權，併購實務上，由於民事保全法的假處分爭議尚多，因此仍以運用公司法上的禁止請求權的案例為多。

（二）公司法上之禁止請求權

除了一般的民事保全假處分制度，在日本公司法中，股東針對併購行為可以行使的禁止請求權約略可以分為三種：禁止合併或股份交換、禁止發行新股或新股認購權、董事違法行為制止請求權。

1. 禁止合併或股份交換

在公司法上，當併購行為當事人一方為另一方 90%以上母公司，且母公司作為合併後存續公司、股份交換後完全母公司、營業讓與受讓公司時，無需經過股東會決議，稱為略式組織重整¹³²。其中，就合併、分割、股份交換等併購行為，分別在第 784 條第 2 項和第 796 條第 2 項中，賦予消滅公司（子公司）與存續公司（母公司）股東禁止併購行為的權利，除了違反法令章程的併購行為以外，還能禁止以顯然不公平比例所進行的併購行為。（吸收分割另有分割比例限制。）

然而，由於此一規範僅針對略式組織重整，對於此條文的設計，是否應以反面解釋認為一般的合併行為不能類推適用，可能會產生疑問，但一般而言，多數仍是認為此條文並非表示除略式組織重整以外之所有併購行為皆無禁止的餘地，但是其手段則可能是以董事違法行為制止請求權的方式，來達到禁止併購行為的目的¹³³。

¹³¹ 同前註，頁 633。

¹³² 參照日本公司法第 468 條（營業讓與）、第 784 條（合併、分割、股份交換）。

¹³³ 弥永真生（2007），〈著しく不当な合併条件と差止め、損害賠償請求〉，黒沼悦郎、藤田友敬編，《江頭憲治郎先生還曆記念—企業法の理論（上巻）》，頁 630，東京：商事法務。

2. 發行新股或新股認購權制止請求權

此項請求權分別規定於日本公司法第 210 條(發行新股)與第 247 條(新股認購權), 股東得因該發行違反法令、章程、或有顯失公平之情事, 制止該次發行。這項請求權在實務上被廣泛地運用於對抗啓動防禦策略的公司, 例如前述的日本放送案和尼利可案都是運用此一請求權。但是此項請求權有其限制, 就是只限於發行行爲, 而不包括其他的併購行爲, 尤其是被買收的合併後消滅公司、股份交換後子公司, 並無發行行爲, 當然也就無從制止, 這一點上, 公司法的條文頗有爲德不卒之疑慮。事實上, 此一請求權能否類推適用至其他的併購行爲一直是日本學界討論的議題之一, 在前述的日本技術開發一案中, 聲請人也提出了類推適用此一請求權的主張, 以制止相對人的股份分割行爲, 但最終並未爲法院所接受。但論者有認爲公司法上制止請求權本身並非一概不允許類推適用, 將此項請求權類推適用至合併等行爲似乎亦無不可¹³⁴。甚至就日本技術開發的股份分割, 雖然法院認爲股份分割並未改變股東的地位, 因此駁斥了聲請人類推適用的主張, 學界也有正反二說, 但肯定說仍認爲此一請求權應該不限於股權遭到稀釋時才能類推適用, 只要從行爲本身是否限制了股東的選擇權加以觀察, 即可肯認其類推適用的可行性¹³⁵。

3. 董事違法行爲制止請求權

最沒有類推適用與否爭議的, 即是董事違法行爲制止請求權。然而, 正如前述, 合併比例顯失公平的併購案件, 由於在法定程序上沒有瑕疵, 而且公司本身並無損害發生, 若要對之行使董事違法行爲禁止請求權, 還是在最根本的要件會產生爭議。針對此點, 日本學界中對於公司法第 360 條(一般公司董事)、第 422 條(設置委員會公司之經理人¹³⁶)中所稱的「重大損害」或「難以回復之損害」略有討論, 有論者認爲此處所

¹³⁴ 同前註, 頁 636

¹³⁵ 田中亘(2007), 野村修也、中東正文編, 《M&A判例の分析と展開》, 頁 114-133, 東京: 經濟法令研究会。

¹³⁶ 日本的公司法導入的類似美國法的公司治理制度, 稱爲「設置委員會公司」。有別於傳統公司法中設

稱之「損害」並不僅包含財產損害，也應包含非財產損害，例如隱匿契約相對人之財務狀況，或因營業讓與造成公司生產營業之障礙而有害公司信譽，或股東會決議效力將產生訟爭等明顯的法律關係紊亂，甚至有論者認為此處之損害本應解釋為股東的損害，並且將不當剝奪股東選擇經營者之權利也包含在內¹³⁷。若依此論點，董事違法行為制止請求權也可以用以在事前禁止顯失公平的併購行為。

二、事後救濟—撤銷、無效、不存在之訴

（一）股東會決議效力的一般訴訟

針對一般股東會效力所提出的訴訟，不外乎不存在、無效、撤銷三種，日本公司法依序規定於第 830 條第 1 項、第 2 項，及第 831 條。其中前二者的規範較為簡陋，無效的事由僅限於違反法令（不含章程），且亦未規範起訴期間與原告資格，但是撤銷股東會決議之訴則有之。根據第 831 條，撤銷股東會決議之訴，必須由股東或因撤銷該決議後將成為董事、監察人、清算人者，在決議後三個月內提起。至於撤銷的事由，則列舉如下：股東會召集程序或決議方法違反法律或章程或顯失公平、決議內容違反章程、決議時因具有特別利害關係者行使表決權而作成顯著不當之決議。

（二）併購行為訴訟的特別規定

日本公司法中，關於併購行為的訴訟，除了一般的撤銷、無效或不存在之訴，另外針對組織變更行為在第 828 條中還有特別規定，就公司合併、分割、股份交換、股份移轉、發行新股與新股認購權等行為的無效之訴，必須在該行為生效後六個月內提起（非公開發行公司發行新股認購權則是一年內）。但此條的文句不同於前述的確認無效之訴，並非「確認」而是「主張」該併購行為無效，至於無效的事由也沒有明文規定，解

立董事會與監察人，此類公司仿效美國在董事會中設立委員會並大量引入外部董事，董事會接近傳統公司中監察人的角色，而經營則交由董事會另外選任之經理人負責，類似美國公司所稱的 CEO（執行長）。¹³⁷ 弥永真生（2007），〈著しく不当な合併条件と差止め、損害賠償請求〉，黒沼悦郎、藤田友敬編，《江頭憲治郎先生還暦記念—企業法の理論（上巻）》，頁 631-632、638，東京：商事法務。

釋上，例如合併未作成合併契約等，應屬於此條的範圍¹³⁸。原告的資格則有所限制，除了股東的部分明文包括效力發生時曾為股東及現在為股東之人，還包括了破產管理人和不承認該併購行為之債權人。另外依同法第 839 條，若此類訴訟的判決結果認定系爭併購行為無效時，該訴訟確定後的效力是向將來生效，而非溯及生效。

另外，第 829 條則規定了關於發行新股、新股認購權等發行行為的「確認不存在」之訴，本條的規範方式比較類似於前述的股東會效力一般訴訟，未規範起訴期間與原告資格，也不適用第 829 條的效力規定。

第四項 持股價值維護

一、股份收買請求權

股份收買請求權，在新的公司法各條¹³⁹中有修正其文句，從舊商法的「若無該決議時應有之公正價格」修正為「公正的價格」，一般被認為是納入了公平分配合併綜效等概念，以提供不反對併購行為但是認為對價不公的股東救濟的手段，但是另一方面，解釋上本條並未完全捨棄前者的判準，才能在毀損企業價值的併購行為中提供股東救濟。亦即在新公司法的制度下，股份收買請求權一方面具有重新分配併購綜效與股東的功能，另一方面還能保證企業未為該行為時應有之經濟狀態¹⁴⁰。

但是，導入分配併購綜效的功能，也為股份收買請求權留下一些解釋論上的問題。首先，企業併購中的綜效分配並不應交由法院進行，一來法院不會比企業更了解併購的綜效，二來分配也關係到併購雙方的交涉能力，未必有客觀的標準。既然如此，要如何界定法院介入企業併購的必要範圍就是一個疑問。理論上，多數股東與少數股東有利益衝突的併購就是屬於法院可能介入的情形，但是如何審查法院應否介入併購個案，將會

¹³⁸ 神田秀樹（2007），《会社法》，9 版，頁 315，東京：弘文堂。

¹³⁹ 日本公司法第 116 條（變更章程特定事項）、第 469 條（營業讓與）、第 785 條（吸收合併之消滅公司、股份交換後子公司）、第 797 條（吸收合併之存續公司、股份交換後母公司）、第 806 條（新設合併）。

¹⁴⁰ 藤田友敬（2007），〈新会社法における株式買取請求權制度〉，黒沼悦郎、藤田友敬編，《江頭憲治郎先生還曆記念—企業法の理論（上卷）》，頁 633-634，東京：商事法務。

包含許多面向的考量，例如資訊公開的程度、少數股東有無多數贊成等¹⁴¹。

次之，價格算定的基準時點，在舊有的保證經濟狀態功能下，就已經頗有爭議，日本近來的判決有以決議時點或無併購行為時該時點應有之股價為標準，但實際在計算時，以併購計畫發表前一定期間的平均股價為準的判決也不在少數。引進分配綜效功能後，又會因為對價種類不同造成股東有無對併購公司繼續投資的差異，會引起公正價格計算時點是否僅限於決議時點的爭議，如果股東繼續其投資，依時間的推移，市價也可能有所變動，則在該決議時，等於給了股東投機的機會，依市價的變動決定是否行使股份收買請求權，也就造成了股東反對決議的誘因。（不繼續投資的情形，市價一般不會高於併購的對價，因此較無此疑慮。）另一方面也可以說，股份收買請求權修正後納入綜效的考量，等於在提高企業價值的併購下，提高了股東可行使的價格，反而加深了股東投機的可能性，因此有論者以此為由，認為必須在運作上更應細緻地處理¹⁴²。

另外，股份收買請求權在實務上一直存在的問題，即是如何定股份收買價格。在第二章中曾經提過美國實務界在 *Weinberger* 一案之後，對各種不同的算定方法都有討論，而在日本，2006 年發生的 *kanebo* 事件，則是近年來最受矚目的聲請裁定股份收買價格事件，系爭案件東京地方法院已經在 2008 年的 3 月作出裁定¹⁴³，理由中就有針對股份收買價格的算定方式加以討論。

系爭案件中的 *Kanebo* 公司，原本多角化經營五個部門（化妝品、食品、藥品、日用品、纖維），其中化妝品以外部門持續經營不善，最在 2005 年下市（下市前的股價約為 360 日圓左右），後由日本的產業再生機構¹⁴⁴參與主導，在 2006 年 2 月將化妝品部門及 *Kanebo* 商標權單獨賣給花王（成立 *Kanebo* 化妝品公司，現為花王的 100% 子公司），並且由產業再生機構以及被讓渡的 *Kanebo* 化妝品對原 *Kanebo* 公司出資。另一方面，產業再生機構導入投資基金參與，將前述出資以一股 201 日圓（此為產業再生機構持股

¹⁴¹ 同前註，頁 288-291。

¹⁴² 同前註，頁 292-295。

¹⁴³ 平成 20 年 3 月 14 日東京地方裁判所民事第 8 部裁定，平成 18 年（七）第 256 號、第 263 號、第 264 號、第 268 號、第 278 號、第 279 號、第 297 號、第 300 號。

¹⁴⁴ 依據日本產業再生機構股份有限公司法所設立之特殊公司，由存款保險持股超過一半，目的在支援具有經營資源但負有過大債務的產業。2003 年設立於原訂五年，但後來提早至 2007 年解散。

的價格，Kanebo 化妝品持股的價格未公開）移轉給投資基金所設立的子公司之一，使得該子公司持有原 Kanebo 約 82% 的股份。當天，該公司並以 162 日圓的價格對原 Kanebo 的其他股東進行公開收購，並且在對交付給股東的文件中，陳述公開收購後將強制進行現金買收（squeeze out），屆時無法保證為 162 日圓以上的價格。

同年 5 月，原 kanebo 公司剩餘的其他營業（食品、藥品、日用品等）分別讓與由投資基金其另外出資成立的其他子公司（現改名為 Kracie），之後並免除受讓營業之債務。雖有通知股東得行使股份收買請求權，但一方面行使期間僅二週，另一方面該通知方法的合法性也有疑問。由原 Kanebo 公司的個人股東所組成的「Kanebo 公司個人股東權利保護會」在同年 12 月以違反忠實義務為由告發該公司董事犯公司法上的「特別背信罪」，並提出股東代表訴訟要求董事連帶償還受讓營業之債務。後在 2007 年 9 月，針對前述之營業讓與行使股份收買請求權，主張價格為 360 日圓。

法院在本案的理由中，除了「現金流量折現法¹⁴⁵」（DCF）之外，也陳述了盈餘分配還原、企業淨值、類似企業比較等各種方法，但是由於 Kanebo 處於經營不善的處理過程，因此難有盈餘分配、也沒有類似可比較的企業，至於企業淨值則由於無法計算繼續性的企業價值而不採用，最後法院仍然採納了 DCF 法。有趣的是，兩造所提出的鑑定中，價格算定方法都是以 DCF 法為基準，但是計算出的價格卻有 360 日圓和 162 日圓的差異，讓人不禁懷疑此法的可信度。並且，本案高度使用的會計專業知識，幾乎全是來自鑑定書，究竟法律專業的法官如何倚靠會計專業作出判斷，相當耐人尋味。可以說本案的複雜度，一來顯示出專業未必有其公信度，二來也顯示法院判斷股份收買價格時的依據可能未必完全來自專業，而這也是股份收買請求權最困難的問題所在。

最後，在此要附帶說明的是，日本公司法中股份收買請求權，就行使權人的身份加以放寬，因此產生了所謂的新股認購權收買請求權¹⁴⁶。但是新股認購權收買請求權可以行使的條件和股份收買請求權有所不同。例如，合併、分割、股份交換時，股份與新股認購權皆可以行使收買請求權，但變更章程特定事項的收買請求權，股份的部分包括：

¹⁴⁵ Discounted cash flow，估算現有資產將會產生的現金流量，折換成現值的企業價值算定方法。

¹⁴⁶ 日本公司法第 118 條（變更章程特定事項）、第 777 條（組織變更）、第 787 條（吸收合併之消滅公司、股份交換後子公司）、第 808 條（新設合併）。

股份轉讓需經公司承認、決議由公司取得全部特別股、股份合併或分割、對股東無償發行新股或新股認購權、募集新股或新股認購權，而新股認購權（含附認股權公司債）則僅包含前二者。營業讓與時僅有股份收買請求權的規定，組織變更（股份有限公司變更為非股份有限公司）則僅有新股認購權人有收買請求權。

二、董事責任與損害賠償請求權

日本公司法中的董事責任，有善良管理人注意義務與忠實義務，前者來自於準用委任關係，後者則是公司法第 355 條的明文，此外，忠實義務的一些下位概念，例如競業禁止、具利害關係交易等在第 356 條有報告義務。但是，深究這些條文會發現，當中關於善良管理人注意義務，面臨到和前述「董事違法行為制止請求權」一樣的難題，就是當損害發生在股東身上，公司未遭到損害時，無法向董事有任何請求，雖然在說明董事違法行為制止請求權時曾提及有論者持反對見解，但是此處的善良管理人注意義務既然來自於民法的委任關係，自然是存在於公司（委任人）和董事（受任人）之間，不如違法行為制止請求權有解釋的空間，因此除非是減損企業價值的併購行為，否則單純因不當的併購比例造成股東持股價值的減損，無法向董事主張違反善良管理人注意義務的損害賠償，至多只能主張違反忠實義務。但是，日本法中關於董事的忠實義務僅有訓示規定般的一句「董事應依法令、章程及股東會決議，為公司忠實執行職務」，對其違反的效果沒有任何著墨，因此當董事違反忠實義務時，依循忠實義務向董事請求損害賠償無異於緣木求魚，只能依循其他的損害賠償責任來尋求可能的救濟。

在此可考慮的法源包括：日本民法第 715 條的侵權行為以及公司法第 350 條，向公司請求損害賠償。前者是雇用人（公司）就受雇人（董事）執行業務時加於第三人之損害，負損害賠償責任，但選任監督並無過失、或縱無過失損害仍會發生時，由受雇人（董事）負損害賠償責任；後者則是公司就董事執行職務時加於第三人之損害，負損害賠償責任。但是會產生二個問題，一是由股東會決議通過的併購行為能否解釋為董事執行業務，二是股東（尤其是併購後繼續維持股東身份時）是否屬於「第三人」的範疇？

但是此類對公司請求的損害賠償，更大的問題在於，其性質是造成公司的資產向外

流出，如果容認此等損害賠償反而會因為減少公司資產而造成其他股東的損害，二來其性質與股份收買請求權相當，則既然後者有法定的行使時期與要件，肯認前者就有可能會有逸脫後者規範的投機可能。因此在日本的多數說皆認為，除了證券交易法上就公開說明書等記載虛偽不實的責任以外，股東無法向公司行使損害賠償請求權¹⁴⁷。以近年來日本企業併購請求損害賠償的例子也可以看出，幾無股東向公司提出請求之例。例如前述的舊 UFJ 事件，請求損害賠償的是主張 UFJ 違反獨占交涉條款的住友信託。另外還有 Alco 事件¹⁴⁸，則是被買收的 Alco 公司股東未將公司財務狀況完整告知買收者，而被買收者訴請損害賠償。

亦即，在現行日本法的架構下，董事的善良管理人注意義務無法包括顯失公平的併購行為、忠實義務形同具文而沒有任何違反的效果、對公司也不能行使損害賠償請求權。因此可以說，股東若欲獲得任何持股價值的實質救濟，股份收買請求權是唯一能走的途徑。

第五項 公開收購與強制收購

公開收購與強制收購的規範目的，一方面是在於讓全體股東能在資訊充分的情形下選擇公司的經營者、以及是否繼續參與公司，二來也是為了公平分配收購時會出現的控制權溢價，幫助股東在退場時得到相符金額的機制。就前者而言，包括了選擇權的確保、資訊公開，後者基於股東同樣終止對公司投資、取回投資價值的觀點，理論上則應該屬於前項的持股價值保護。由於收購規範同時具有公司法與市場法的二面性質，因此難以列入前述的分類中，故在此另獨立說明之。

日本法中關於公開收購的制度，主要規範於金融商品交易法的第 2 章之 2，在 2006 年的金融商品交易法（當時舊名證券交易法）的修正中，此部分相當程度的改變。內容除了公開收購的資訊公開、強制公開的收購類型，還有義務收購制度（接近於前述第二章中說明的英式強制公開收購）。

¹⁴⁷ 弥永真生（2007），〈著しく不当な合併条件と差止め、損害賠償請求〉，黒沼悦郎、藤田友敬編，《江頭憲治郎先生還曆記念—企業法の理論（上巻）》，頁 640-648，東京：商事法務。

¹⁴⁸ 平成 18 年 1 月 17 日東京地方裁判所民事第 37 部判決，平成 16 年（ワ）第 8241 號。上訴後和解。

首先要說明的是：日本法的公開收購規範中，依有價證券取得人之不同，區分為非發行人與發行人的公開收購¹⁴⁹。在此二者之間作差異規範的原因，主要是由於經營權變動的有無。非發行人的公開收購，將會因為股權大量的移轉至公開收購人，而可能會造成經營權從現有的經營團隊移轉至公開收購人的團隊（當然在合意併購的情形下，新的多數股東支持現有經營團隊時，也有不移轉經營權的可能）。發行人的公開收購，簡而言之就是庫藏股的實施，此類行為會造成股東的減少而非改變，因此會帶來的問題應該是實質退還股本而非經營權的變動。而強制公開收購制度的意義，原本就在於保護全體投資人共享控制權溢價，因此影響控制權的併購行為與不影響控制權的庫藏股，在此就出現了區分的基礎。以下，大致上也依此區分加以說明。

另外，公開收購的對象證券不限於股份，但是必須是公開發行、表彰股權之有價證券（發行人為上市上櫃公司）。因此對象證券¹⁵⁰包括股份、新股認購權、附認股權公司債、外國人發行具有前述性質之證券、投資證券、前述有價證券之信託受益憑證或表彰其價值之存託憑證。但是，由於非發行人公開收購的規範主要著眼於公司控制權的移轉，而控制權即來自於表決權之多寡，因此更限縮於有表決股份或其相關連的有價證券¹⁵¹，例如不附轉換權的無表決權特別股、此類特別股之新股認購權、附此類特別股認股權之公司債、或外國法人所發行表彰上述證券性質者等，皆除外。

在此附帶說明的是，對於尚未達到強制公開收購門檻的收購行為，也對持有人課與大量持有申報制度的義務，此一規範可以確保公開發行公司的股權分散狀況，一方面可以說是為公開收購門檻把關的前置作業，另一方面也可以規範到不是用強制公開收購但具有同樣效果的市場內長期收購行為，因此會和公開收購共同規範。當然，大量持有申報制度的規範並不適用於發行人持有的狀況，以下會先於非發行人公開收購說明之。

¹⁴⁹ 分別規範於日本金融商品交易法第章之 2 的第 1 節和第 2 節。

¹⁵⁰ 日本金融商品交易法施行令第 6 條第 1 項。

¹⁵¹ 日本非發行人公開收購有價證券資訊公開規則（原文：発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令）第 2 條。

一、大量持有申報制度與特例申報制度

大量持有申報制度，簡而言之，就是持有超過 5% 公開發行之有價證券持有人，必須在持有超過 5% 的五日內提出大量持有申報制度書，說明其持有的比例、資金來源、持有目的等¹⁵²。整體而言，大量持有申報制度，就是著眼於公司控制權「可能」的移轉所帶來的公司重大變動，然而對股東而言，這一項規範僅有資訊公開的效用而已。

但是此制度有一例外，稱為特例申報制度，亦即針對銀行業、證券業、證券投資顧問事業等，經常性以大量進行有價證券買賣作為其營業內容的法人投資人，減輕前述的申報義務¹⁵³。理由在於，此類事業的業務會因大量買賣有價證券而使其持有比例大幅變化，如果命其經常提出大量持有申報制度，會造成其過大的成本負擔。這些特殊持有人的申報義務，在 1990 年日本剛引進大量持有申報制度時，原僅需在每三個月一次的基準日後 15 日內提出申報書即可。但是在 2006 年的修正中，基準日的間隔縮短為一個月二次以上¹⁵⁴，提出期限也從 15 日減少為 5 日。

這中間的落差，必須要從特例申報制度的本質加以說明。原則上，減輕此類持有人的申報義務，乃是由於其以買賣有價證券為營業，且非以控制公司為目的。修正前的條文，也將「非以控制公司為目的之持有」作為特例申報的要件之一。但是由於近年來出現了積極行使股東權的投資基金等法人投資人，因此參與經營的特殊持有人較之一般持有人，不適宜減輕過多的資訊公開義務。本次的修正除了申報密度的提高，前述的條文在修正後也變更為「非以使企業活動進行重大變更、或對企業提案進行具重大影響之特定行為為目的之持有」，將參與經營與否的概念更明確化。並且，其中的提案包括了重要財產處分或讓與、高額借款、董事選任或解任、經理人重要變更、合併分割等組織變更、營業的一部或全部讓與或受讓或中止、盈餘分配方針的重要變更、資本政策的重要變更等¹⁵⁵，在許多方面補足了修正前條文未涵蓋的範圍。並且，當持有人欲進行此類提

¹⁵² 日本金融商品交易法第 27 條之 23。

¹⁵³ 日本金融商品交易法第 27 條之 26

¹⁵⁴ 日本金融商品交易法第 27 條之 26 第 3 項

¹⁵⁵ 日本金融商品交易法施行令第 14 條之 8 之 2。

案時，必須即時提出大量持有申報制度（提案五日前），不適用一個月二次基準日之規定。

二、非發行人公開收購與義務收購制度

即使絕大多數的非發行人公開收購是屬於非合意併購，但除此之外還有其他各種不同的目的，包括前述提及的合意併購、以及由發行人的經營者或多數股東為了使公司由公開轉為非公開（going private）發行所進行的 MBO（management buy out）。雖然未必會產生經營權的變化，但是仍然會對股東的持股價值產生影響，因此有一併討論的必要。

非發行人公開收購中，必須強制公開收購的買收行為有幾種不同的類型¹⁵⁶，包括：

（一）不經證券交易市場向不特定人買收，且買收後持有超過 5%者，但在收購期間與收購前 60 日內在市場外買收之交易相對人在 10 人以下者除外；（二）在收購期間與收購前 60 日內，不經證券交易市場向 10 人以下少數人買收，且買收後持有超過三分之一者，但公開收購人已持有該有價證券 50%以上者除外；（三）在市場內特殊交易（盤後交易）取得三分之一以上者；（四）除前三者情形外，三個月內由市場內外或因發行取得超過 10%（當中市場內特殊交易和市場外取得超過 5%），且取得後持有超過三分之一者；（五）在公開收購期間，取得該公開收購對象證券超過 5%者。

從公開收購追求公平分配控制權溢價的觀點來看，市場內的買收已經足以達到「向所有股東開放機會」的標準，因此一般而言應該會著重於市場外交易取得，但是從上述的整理中可以看出，本次修正後的第三款與第四款，並未侷限於市場外交易。這個修正方向除了防止脫法行為¹⁵⁷之外，更重要的意義在於公開收購的規範重點從「控制權溢價分配」往「控制權移動」靠攏了。

另外，本條中所稱之持有，除了本人之外，原則上還包括特別關係人¹⁵⁸，該特別關

¹⁵⁶ 以下整理自日本金融商品交易法第 27 條之 2 第一項，以及金融商品交易法施行令第 6 條之 2 及第 7 條。

¹⁵⁷ 例如雖然最終取得後之總數超過三分之一，但在由於少部分是事後從市場內交易或新股發行取得，因此一開始的市場外交易取得後總數仍不滿三分之一，用以規避強制公開收購的門檻。

¹⁵⁸ 參照日本金融商品交易法第 27 條之 2 第 7 項。

係人又分爲形式特別關係人與實質特別關係人，前者指的是具有法定關係¹⁵⁹之人，後者指的是合意共同取得、讓渡、行使表決權，或在收購後互相讓渡 / 受讓該有價證券者。但是在第四款的三個月取得三分之一的規範中，僅限後者實質特別關係人¹⁶⁰（惟仍有可能具有前者的法定關係）。

當符合上述的強制公開要件之後，所必須進行的收購程序主要規制中，又可以約略區分爲選擇權保障和價格的保障二大類別。前者包括公開收購的公告和申請書及其應記載事項¹⁶¹、20 至 60 個工作天的收購期間¹⁶²（稱爲思考期）、被收購公司之意見報告書、公開收購人的詢問答覆報告書¹⁶³、應賣人（除公開收購公告中有特別規定外）在公開收購期間有任意撤回權¹⁶⁴、第三人原則上在公開收購期間中非經公開收購不得收購目標公司證券¹⁶⁵。這些制度的目的都在於確保股東能夠在資訊充分公開、保障適當考慮期間的實質公平基礎上，作出出賣與否的決定。

但是若認爲公開收購制度的目的在於確保股東平等共享控制權溢價，則後者才是公開收購規範中最核心的部分，重點在於「股東平等」及「利益確保」，此部分的規範都可以列入上述二類的範疇內。其中，前者「股東平等」包括：公開收購條件的均一¹⁶⁶、應賣數超過預定收購數時（已在公開收購說明書中附加條件者除外）應依比例收購¹⁶⁷。後者的「利益確保」則包括：不得作不利於應賣人之變更¹⁶⁸、除目標公司或其子公司之業務財產有重大變更外不得任意撤回公開收購¹⁶⁹、收購後持有超過三分之二時必須收購

¹⁵⁹ 參照日本金融商品交易法施行令第 9 條第 1 項、第 2 項。本人爲自然人時，包括其配偶、一親等內血親或姻親、本人或前述親屬以自己或他人名義持有 20%以上表決權之法人，及該法人之董監經理人等。本人爲法人時，包括其經理人、其特別出資對象法人及其經理人等、對本人特別出資之法人及其經理人等。特別出資指：本人或前述親屬或其支配之法人以自己或他人名義持有 20%以上表決權。支配指：本人或前述親屬或其支配之法人以自己或他人名義持有 50%以上表決權。

¹⁶⁰ 參照日本金融商品交易法施行令第 7 條第 7 項。

¹⁶¹ 參照日本金融商品交易法第 27 條之 3。

¹⁶² 參照日本金融商品交易法施行令第 8 條。

¹⁶³ 上述二者，參照日本金融商品交易法第 27 條之 10。

¹⁶⁴ 參照日本金融商品交易法第 27 條之 12。

¹⁶⁵ 參照日本金融商品交易法第 27 條之 5。

¹⁶⁶ 參照日本金融商品交易法第 27 條之 2 第 3 項。

¹⁶⁷ 參照日本金融商品交易法第 27 條之 13 第 4 項、第 5 項。

¹⁶⁸ 參照日本金融商品交易法第 27 條之 6。

¹⁶⁹ 參照日本金融商品交易法第 27 條之 11。

全部¹⁷⁰等。以上制度中，公開收購的條件變更或撤回、以及全部收購義務，一直以來都是受重視的議題。

前者的問題，過去較重視目標公司企業價值的改變，近年來則聚焦在非合意併購時，目標公司所可能實施的防禦策略。亦即當非合意併購人發起公開收購後，目標公司爲了提高收購的困難，而進行股份分割、發行新股認購權等行爲，維持相同的條件進行收購可能會使公開收購人遭到無法預測的損害，因此在 2006 年的修正中，允許變更收購條件¹⁷¹或撤回收購¹⁷²的情形皆有增加，前者如股份分割或無償發行新股，後者除此之外尚針對：對第三人發行增資、賦予已發行股份選任及解任董監之權利、重要營業讓與等各種防禦策略，放寬撤回的規定¹⁷³。

至於後者，則是引進了英式的強制公開收購義務，又稱全部要約義務、全部收購義務。基本的要件是，當收購後之持有比例達到三分之二以上時，當次的公開收購必須以有價證券之全部爲對象（全部要約義務）。但是例外則是，若該次公開收購對象證券所表彰之股份持有人以股東會決議（或特別股股東會決議）同意不進行當次全部收購、或對象證券持有人未滿 25 人而其全數以書面表示同意¹⁷⁴、或該收購不以公開收購方式進行¹⁷⁵（如在一年間持續自特別關係人受讓者），皆無全部要約義務。另外，應賣數超過預定收購數時，雖有前述應依比例收購之原則規定，但當收購後持有比例達三分之二時，必須收購全部應賣的證券¹⁷⁶（全部收購義務）。

但是此一規範仍有其漏洞存在，例如公開收購人不願收購全數證券，而將將收購後

¹⁷⁰ 參照日本金融商品交易法第 27 條之 2 第 5 項、金融商品交易法施行令第 8 條第 5 項第 3 款。

¹⁷¹ 參照日本金融商品交易法第 27 條之 6 第 1 項，及金融商品交易法施行令第 13 條第 1 項，包括股份分割及無償對股東發行新股或新股認購權。

¹⁷² 參照日本金融商品交易法第 27 條之 1 第 1 項，及金融商品交易法施行令第 14 條第 1 項，包括目標公司及其子公司有組織變動、解散、破產或重整、資本變動、營業讓與或廢業、下市申請、股份分割、發行新股或新股認購權或附認股權公司債、庫藏股處分、重要財產處分、高額借款等，以及目標公司本身被提出破產或重整申請、跳票、下市、因天災遭受損害、執照被撤銷、10%以上主要交易相對人停止與其交易等。

¹⁷³ 內間裕、佐藤理恵子（2007），〈公開買付制度大量・保有報告制度の改正と実務への影響〔下〕〉，《旬刊商事法務》，1792 期，頁 12-15。

¹⁷⁴ 前述二者，參照日本非發行人公開收購有價證券資訊公開規則第 5 條第 3 項第 1 款及第 2 款。

¹⁷⁵ 參照日本金融商品交易法第 27 條之 2 第 1 項但書，非發行人公開收購有價證券資訊公開規則第 3 條第 1 項。

¹⁷⁶ 參照日本金融商品交易法第 27 條之 13 第 6 項。

比例訂在未滿三分之二時，仍有可能在公開收購期間因目標公司實施庫藏股、或公開收購人之特別關係人另外買受而使得最後的持有比例達到三分之二，實務應該小心處理¹⁷⁷。

三、發行人公開收購

由發行人進行收購，概念上似乎比較難和併購行為連結，但事實上，由發行人進行的收購一來有可能作為非合意併購的防禦策略，二來也有可能作為現金買收少數股東股份的代替手段，加強多數股東及其所支持的經營團隊的控制力，通常會在企業集團中的母公司欲將控制權提高時出現。廣義來說，這些都可以算是併購的一環，並且因為牽涉到股價（亦即公開收購後支付給股東的代價），所以也有股東權利保護的問題。

和非發行人公開收購不同的是，發行人即公司本身，由公司收購自己的股份或其他證券，並不會造成控制權的移轉，也不會產生控制權溢價，但並非因此就完全喪失規範的必要性。一來，如前所述，發行人進行公開收購作為防禦策略時，通常就是和非合意併購者競爭公司控制權，因此，對股東（或持有人，下稱股東等）而言，仍有移轉或不移轉控制權的選擇問題。二來，公開收購的價格是否公平合理，也是股東等考量是否應賣出賣持有證券、退出公司經營、取得代價的重要因素，在這一點上和非發行人收購並無不同，毋寧認為發行人的收購可能因為無控制權溢價而使得收購價格比實際價值更低。最後，公開收購一般而言都會造成價格的提高，這些市價利益要公平地分配給所有股東（或持有人），就和前述控制權溢價公平分配的規範類似。

發行人收購的強制公開收購類型和非發行人有所不同，分為以下二種¹⁷⁸：（一）依據公司法第 156 條第 1 項實施庫藏股時；（二）該有價證券之發行人為外國公司，且在報章雜誌刊載有關該收購之應賣、勸誘資訊，或以文書、廣播、電影或其他方法使多數人知悉者。

¹⁷⁷ 內間裕、佐藤理恵子（2007），〈公開買付制度大量・保有報告制度の改正と実務への影響〔下〕〉，《旬刊商事法務》，1792 期，頁 16。

¹⁷⁸ 以下整理自日本金融商品交易法第 27 條之 22 之 2，以及金融商品交易法施行令第 14 條之 3 之 2。

至於其規範的內容，絕大多數準用非發行人收購，但有部分差異¹⁷⁹。首先，未就收購比例加以規範，因此也不會有特別關係人持有的問題。次之，有關資訊公開的部分，雖然有準用收購期間和公開收購說明書的作成義務，但是不需作成被收購公司之意見報告書、公開收購人的詢問答覆報告書（因為公開收購人和被收購公司同一）。應賣人的公開收購期間任意撤回權、第三人原則上在公開收購期間中非經公開收購不得收購目標公司證券等皆有準用。最後在價格保障方面，包括屬於「股東平等」的公開收購條件均一、應賣數超過預定收購數時應依比例收購，以及屬於「利益確保」的不利變更禁止原則、禁止任意撤回原則等皆在準用之列。

另外，不同於非發行人收購，資訊公開的部分又增加了關於業務上重要事實公開義務¹⁸⁰。理論上，發行人對於自己的企業價值所掌握的資訊應該最為即時、完整，但是這些資訊若未對外公開，發行人進行公開收購時未必依照企業真實的價值提出公開收購價格，為了避免此種減損應賣股東等財產價值的行為，因而有此規定。

第三節 金融機構併購與一般企業併購

在上一節中，說明了企業在併購的過程中可能會遭遇的各種股東權利保護議題，當然，金融業作為一個企業，也一樣會遇到同樣的狀況。本節中，則要就金融機構併購的特殊部分做說明，關於金融業相關的特別法，以及問題金融機構的救濟併購時，淨值為負的企業併購會面臨的特殊問題。

第一項 金融機構併購的特殊性

金融機構併購基於其金融業的特殊性，應該要做特殊規範處理，方為合理。確實，在日本法中，銀行法、金融機構合併法都有特別規定，但是最主要的程序，幾乎一律準用新公司法，連原有的銀行控股公司法¹⁸¹，也在公司法公布施行之後廢止。

銀行法與金融機構合併法的特別規定主要包含二大項：第一，原則上，銀行之間以

¹⁷⁹ 詳細準用條文，參照日本金融商品交易法第 27 條之 22 之 2 第 2 項。

¹⁸⁰ 參照日本金融商品交易法第 27 條之 22 之 3。

¹⁸¹ 全名：銀行持株会社の創設のための銀行等に係る合併手続の特例等に関する法律。

及銀行控股公司的合併、分割、營業讓與等都必需經過內閣總理大臣認可，異種金融機構之間的合併與轉換亦同¹⁸²，考量到金融業的管制密度，政府的介入無可避免但也絕對必要。第二，免除部分債權人保護程序¹⁸³等，這可以說是考量到金融機構的債權人的特色，由於金融機構最大的資產就是存款債務，但是存款人數量龐大，要一一踐行債權人通知程序，對於併購過程來說是極大的負擔，因而針對存款人有免除催告其異議的規定。

但是，若要從銀行法與金融機構合併法中尋找有關股東權利的特別保護規定，恐怕會徒勞無功。事實上，銀行法中關於合併、分割與營業讓與，除了上述的許可、債權人特別規定以及營業執照之外，概無其他規範。而金融機構合併法中，合併中的消滅銀行有股份收買請求權¹⁸⁴、新股認購權收買請求權¹⁸⁵的規定，但前者的請求權人等同於公司法第 785 條第 2 項第 1 款，並準用同條第 5~7 項的程序、同法第 786 條的價格決定等，後者則準用公司法第 787 條第 5~7 項的程序、同法第 788 條價格決定等；至於吸收合併後之存續銀行僅準用第 24 條的股份收買請求權，而未準用第 25 條的新股認購權收買請求權。（公司法上的新股認購請求權也僅限於消滅公司。）此外也就沒有其他有關股東權利保護的規範。

如此看來，日本法中金融機構併購對股東的保護和一般企業併購其實並無二致，原因可能是在於公司法 2005 年新制定的時候，就試圖要建立一個全能的公司法，因此將企業併購的有關規範皆一併納入，可以說在程序規範方面，公司法幾乎是囊括了所有併購類型所可能會出現的問題。從另一個角度來說，在金融業相關規範中尋求特殊規定的理由如果是基於金融業必須有嚴謹的規範，那麼當公司法的規範已經嚴謹足以應付金融業的併購時，特殊規範是否仍有其必要就不無疑問。從這個角度來看，日本公司法或許是在追求這樣的併購法制水準。

然而，在本文中所討論的金融機構是以「股份有限公司」型態的「銀行」或「金融控股公司」為主，但是金融業卻未必以「公司」的狀態存在，當這些非「公司」的金融

¹⁸² 參照日本銀行法第 30 條（銀行）、第 52 條之 35（銀行控股公司）、金融機構合併法第 5 條。

¹⁸³ 參照日本銀行法第 33 條（銀行合併）、第 33 條之 2（銀行分割）、第 34 條（銀行營業讓與）、第 35 條（銀行事業部分讓與）、金融機構合併法第 7 條（普通銀行與長期信用銀行合併）等。

¹⁸⁴ 參照金融機構合併法第 24 條。

¹⁸⁵ 參照金融機構合併法第 25 條。

業相互併購時，就不能依照公司法中的規範進行，僅由金融機構合併法和其他金融業法的規定，其實仍然有其不足。

第二項 淨值為負的問題金融機構

金融業與一般企業併購決定性的不同，有一大部分即在於消極併購。一般的企業經營不善當然就會有倒閉的風險，但是由於金融業倒閉帶給社會的衝擊大於一般產業，因此向來都會以消極併購問題金融機構來降低對社會的影響。但是因為經營不善的問題金融機構淨值為負，併購時會產生的問題又不同於一般的併購。

理論上，若因併購所產生之綜效大於問題金融機構的資產缺口，則對買收者而言，併購可以提高企業價值，對被買收者而言，併購可以維持企業的存續，那麼併購行為本身合理可行，但問題是所產生的綜效應該如何分配？針對這個問題，有論者認為既然被買收的企業淨值為負，那麼何妨讓買收者獨占全部的併購綜效¹⁸⁶。如此一來，被買收方（此處即問題金融機構）的股東雖然名義上仍然得行使股份收買請求權，並會得到「保證企業未為該行為時應有之經濟狀態」的保障，但是實際上由於企業淨值為負，股東等於是受任何保護。

這當中存在一個兩難問題。要促成淨值為負的問題金融機構藉由消極併購延續其營業，就必須提高對買收方的誘因，例如我國的賠付制度，不僅讓併購的銀行獨占併購綜效，還由政府填補其問題金融機構的負債缺口，減輕併購銀行的負荷。但是另一方面，問題金融機構能夠被併購，表示必定存有一定的價值，但是由於財務報表中顯示出的淨值為負，使這些理論上存在的價值無法讓股東分享，是否真的公平公正？尤其當股東行使股份收買請求權時，法院面臨這個問題，究竟應採取何種立場，更值得深思。

日本近年最有名的問題金融機構，即是 2000 年前的舊日本長期信用銀行。泡沫經濟後經營不善的長期信用銀行在 1998 年基於金融再生法¹⁸⁷、早期健全化法¹⁸⁸暫時國有

¹⁸⁶ 藤田友敬（2007），〈新会社法における株式買取請求権制度〉，黒沼悦郎、藤田友敬編，《江頭憲治郎先生還曆記念—企業法の理論（上巻）》，頁 291，東京：商事法務。

¹⁸⁷ 全名：金融機能の再生のための緊急措置に関する法律。

¹⁸⁸ 全名：金融機能の早期健全化のための緊急措置に関する法律。

化(類似我國的接管制度),後並以拍賣競價方式售出,由外資接手後更名為新生銀行。在整個過程中,最受批判的一點是在契約中加入了「瑕疵擔保條款」,意即新生銀行所承受的債權如在三年內價值下降超過 20%,則超過的部分將由存款保險機構收買。有此條款,銀行面對經營不善的債務人,往往不選擇重整而逼迫其破產清算,再將減少的價值令存款保險機構收買,以使銀行的債權獲得最高程度的保障,同時將迫使大量原有重整機會的融資企業被迫倒閉。因此對於買受的銀行來說保障提高,銀行整體效益當然也會提高,但是對政府來說,卻必須要花費更高的社會成本(包括買受債權、企業倒閉等)來填補銀行經營不善的缺口,金融併購的效益反而更極端地流向承受銀行,不僅原銀行的股東無法分享,更是將錢從全民的口袋拿出來奉獻給承受機構,讓一般企業倒閉造成失業問題,只為了成全一間銀行的存續。

在這個案例中,我們可以看到(承受銀行)股東權益獲得高度保護,但是在維持金融安定的大纛之下,政府的高度介入卻似乎反而讓社會付出了更高的代價,究竟對全民而言是福是禍尚難界定。然而我們可以了解到,問題金融機構的處理方式,除了存戶、股東之外,更牽涉到國庫(亦即全民)、企業界的安定,所必須要考量的各方利害因素遠超乎目前的想像,要如何在處理過程中拿捏股東保護的分寸,也是一個必須深究的問題所在。

第四節 小結

第一項 一般企業併購中的股東保護

日本法中的股東保護問題,較為完整的部分應屬「資訊公開」的規範,但除此之外整體而言仍嫌不足。

關於股東選擇權的確保,保守的日本業界目前還不如美國企業界熟悉非合意的併購,因此保護主義仍強,交易保護條款、防禦策略都是常見的企業併購爭議類型,在合法性判斷標準沒有明文的狀況下,仍然倚靠日本法院的實務見解。但是仔細研究近年來的案例,可知日本法院尚未建立起如同美國德拉瓦州判例般一貫的嚴謹判準,但是已經

有批判防禦策略的傾向出現。

關於狀態的維持，在公司法上明文賦予許多制止請求權是其優點。但這些看似得以事前阻止併購行為的手段，絕大多數都有相當程度的限制，例如股份分割無法適用發行新股的制止請求權、禁止合併與股份交換也無法適用於一般企業間的併購等，則是其為德不卒之處。至於事後的狀態回復，能否針對顯失公平的併購行為為之還是一大疑問，但是起訴期間與判決效力等特別規定則立意良好，值得參考。

然而，在狀態維持與回復的手段如此不足的情形下，併購後要維持股東持股價值不受減損的手段可說僅有股份收買請求權。雖然將此一概念放寬至新股認購權人的保護而有新股認購權收買請求權，是往良善的方向發展，但是關於請求權的性質本身，卻有論者認為賦予公開發行公司之股東股份收買請求權，將會提高股東投機之虞，而傾向嚴格立場。就此點而言，對股東權利的保護似乎還有很大的發展空間。

第二項 金融業的特殊問題

日本經由新制訂的公司法大幅整頓了各式各樣的企業併購特別法，因此在公司法施行後，金融機構併購也幾乎是依照公司法的程序在進行，少有特殊規定。其因在於公司法的規範已將過去的特別法加以整合，成為普通法，規範密度已足以處理金融機構併購。但是留下一塊非「公司」的金融業併購，無法適用公司法，頗為可惜。

另外關於問題金融機構，在金融相關特別法中也無特別規定，但是此類淨值為負的併購的確最常出現在金融業中。就公司法中針對此類併購的討論，主要就在於併購綜效的分配方式。惟綜效分配與淨值是否絕對相關的問題，見仁見智，實務見解也因缺乏案例而尚未有定論。

第四章 我國金融機構併購法制中股東保護規範之檢討

在說明過日本法的法制建構、學界討論與實務案例後，本章將試圖以第三章的說明為基礎，回過頭來觀察我國的規範與實際。參考日本法在法制建構與實務中所面臨的問題，以及學界對問題的提出與批判，檢視我國在可能面臨同樣問題時，有無足夠的規範能夠對應，或是可供依循的實務見解。接下來，再針對目前的現況，提出整體性的實定法修正建議，以及法院審查標準的補充。

第一節 我國金融機構併購法制概要

關於我國的金融機構併購，一般而言必須參考的法制包括公司法、企業併購法、金融機構併購法、金融控股公司法、證券交易法、銀行法等，另外當然還有公平交易法（競爭法）以及保險法、信用合作社法等，但是以下的說明則是以銀行及金融控股公司的併購為主，與本文之主軸較無關連的部分在此略而不談。至於上述法律之間的關係，依企業併購法第 2 條：「公司之併購，依本法之規定；本法未規定者，依公司法、證券交易法、促進產業升級條例、公平交易法、勞動基準法、外國人投資條例及其他法律之規定。金融機構之併購，依金融機構合併法及金融控股公司法之規定；該二法未規定者，依本法之規定。」可知，金融機構合併法及金融控股公司法為企業併購法之特別法，若有不足才依企業併購法，再有不足，才依公司法、證券交易法。如此的法制設計當然是著眼於金融業的特殊性，此一特殊性已在第二章加以說明，在此不再贅述。至於少數股東保護的規範如何在此一法規範金字塔中展現，才是本章所要處理的重點。

若以併購的類型來區分，一般的積極併購中，若是同業之間的整併，則應依據金融機構合併法；若是成立金融控股公司、或是金融機構加入已成立之金融控股公司，則必須依據金融控股公司法；以上二法皆無規定時，則應該依序適用企業併購法及公司法之規定。另外，若併購之一方為公開發行公司，或併購之手段為公開收購，都必須適用證券交易法所之資訊公開相關規定。

至於消極併購（亦即問題金融機構處理），近年來的處理程序多是由行政院金融重建基金依據行政院金融重建基金設置及管理條例第 4 條第 1 項列管為經營不善之金融機構，無法改善時再由行政院金融監督管理委員會函中央存款保險股份有限公司接管，接下來，再由重建基金依管理條例第 10 條第 1 項、第 13 條決議委託中央存保公司辦理概括讓與問題金融機構資產、負債及營業之公開標售程序暨賠付負債超過資產之差額，最後由標得之金融機構概括承受。至於概括承受的程序，原則上是根據銀行法中第 62-3 條以下及金融機構合併法第 18 條所定的程序為之。

本章中，針對上述的各項法規，將會逐一說明現行規範之不足，並參考第二章及第三章中所提出的規範目的與比較法，同時對照我國的金融機構併購現況，提出修正建議。然而，不同於前二章著重於股東保護規範體系的說明，因此章節順序依照規範類型的不同加以分類，本章的重點相較之下偏向立法修正的探討，因此說明的順序將會先以實定法為主，著重各個法規的檢討，之後並提出實務上各項合法性審查標準的參考建議。

第二節 我國法制中的股東地位

公司法是我國企業併購的法制基礎，但不同於日本新制定的公司法中包含了併購的各個面向，我國關於企業併購的特別規定，有很大一部分置於企業併購法、金融機構合併法等特別法中，因此在公司法反而在適用的順序上被排在最後，基本上只有補充適用的地位。公司法中與股東保護有關的條文有很多，包括合併契約、併購行為之程序及資訊公開範圍、股東會決議效力、股份收買請求權、董事責任等，但是除了股東會決議效力之外，都和企業併購法有所重疊。因此，以下將就各項加以說明時，會就同一類規範跨法規地說明普通法與特別法的關係，討論實定法的爭議和法院審查的標準。

第一項 併購契約

合意的併購行為絕大多數都應先訂立契約，才能進行合併、分割、股份轉換等，有鑑於我國金融機構併購絕少以分割方式進行，在此處就以其他二者的契約為主說明之。公司法中關於併購契約，僅規定了合併與分割契約，至於股份交換及營業讓與則幾乎所

有的規定都列在企業併購法中，公司法中並未就此類契約加以規定，甚至合併與分割契約的規定也幾乎可以說已經被企業併購法架空了。

企業併購法第 22 條的規定的應記載事項包括：合併前後公司之名稱及資本額，合併後公司因合併發行股份或換發其他公司股份、現金、其他財產等相關事宜，因合併對於消滅公司股東配發合併後公司或其他公司股份、或換發現金或其他財產等相關事項，依法買回存續公司股份作為配發消滅公司股東股份之相關事項，合併後公司之章程，上市（櫃）公司換股比例計算之依據及得變更之條件。同法第 30 條的股份轉換契約則與本條內容大同小異。此二條文的內容乍看之下雖然較之公司法第 317-1 條所規範的事項更多，但基本上增加的部分幾乎都是來自於企業併購法開放合併對價，配合其對價的多样化而加入的文字，並沒有更進一步地增加實質的應記載事項。

至於金融合併法中的合併契約，以銀行之間的合併為例，依該法第 8 條所規定，非農、漁會信用部之金融機構合併契約中應記載事項，僅包括：合併前後之金融機構名稱、總機構地址、業務區域及發行股份總數、種類及數量，對消滅金融機構之股東配發股票有關事項，對債權人、基金受益人、證券投資人或期貨交易人之保障方式，及合併後之新章程。除了增加股東以外利害關係人的有關事項，關於股東權益的部分甚至比企業併購法的規範還要簡陋。

金融機構轉換為金融控股公司子公司之轉換契約，則規範於金融控股公司法第 27 條，包括：轉換後公司章程，轉換後公司發行新股事宜，轉換之股份總數、種類及數量，對金融機構股東配發之股份不滿一股應支付現金之有關規定，召開股東會決議之預定日期，股份轉換基準日，股份轉換基準日前發放股利限額，原任董事及監察人於股份轉換時任期未屆滿而繼續其任期至屆滿之有關事項或新設公司之董事及監察人名冊，與他金融機構共同為股份轉換設立金融控股公司者應記載其共同轉換股份有關事項。和前述的合併契約相較之下，此條的規範增加了人事資訊、發放股利限額等，但是對於對價的資訊、尤其換股比例是併購前後股東權益變動的重要因素，但其決定換股比例的基礎與過程相關資訊依然付之闕如，提交給股東的只有單純的決定結果，股東若僅憑這樣的資訊就作出併購與否的決議，實在難以認為是經過嚴密考慮後的結果。

並且，規範的對象應該不僅只有普通股而已，特別股的權利義務、以及新股認購權的權利義務等，將會因併購而有何改變，都應該是契約中應該清楚訂定的項目，以避免爭議的產生。雖然在企業併購法第 30 條第 5 項中，關於特別股股東之權利義務有承受的規定，此規定僅出現在本條的股份轉換後，母公司承受子公司特別股權義務的情形，至於新股認購權是否換發、或合併後是否特別股與普通股一概換發普通股等事項，則並未明訂於契約應記載事項中。

相較之下，日本公司法及其相關子法中的規範就十分完整，尤其併購的對價是影響股東持股價值是否會因併購行為有所增減的最重要資訊，因此針對開放後的各種對價種類，必須按其種類提出其鑑價基礎（對價為股份時其企業價值、對價為現金以外資產時其市價等）、以及對價比例計算的基礎資料等，才能夠讓股東真正了解到自己的持股有多少價值，以及併購後將會得到的對價是否價值相當。同時也包含新股認購權對價事宜，可以幫助認購權人決定是否繼續持有。我國的併購契約應記載事項，也應該朝向此一方向進行修正，關於對價的資訊公開愈多，併購的對價形成過程就會愈透明化，如此一來，才能讓股東充分發揮監督的效用，以避免董事與其支持股東強行通過不合理的併購比例，使得其他股東的持股價值在併購中不當地被剝奪、移轉，卻渾然不覺。而新股認購權（包含附認股權特別股、附認股權公司債）的權利義務承受與否或換價，尤其在股份轉換的情形，更應該作為應記載事項，否則法規就應該為必要的補充規定¹⁸⁹。

但是我國公司法與日本公司法的共通問題在於，或許是由於將營業讓與視為買賣，其相關規範較弱，甚至沒有規範其契約之法定應記載事項，因此營業讓與的對價也就更難以受到公開監督。事實上營業讓與之後將會使得企業內容完全改變或消失，其變動組織的重要性不亞與合併與股份交換，為何其規範密度如此之低實在令人費解。

從另外一個角度來說，契約內容的應記載事項向來而都是很容易被忽略的部分。在實務上，併購過程大部分皆由多數股東與經營團隊主導，無法影響併購過程的少數股東多半對併購內容不甚關心、也缺乏會計專業知識，即使在契約內容中充分的記載相關事

¹⁸⁹ 黃銘傑(2006)，〈企業併購法之檢討與省思〉，《公司治理與企業金融法制之挑戰與興革》，頁 273-274，台北：元照。

項，少數股東也未必有意願、有能力去了解自己將會得到的對價究竟是否和現在的持股有一樣的價值，甚至連討論併購決議的股東會都不出席，才是當今小股東的現實。或許是因此，併購對價的訊息才會如此不受重視。

第二項 應行程序及資訊公開

公司法中，關於非略式合併的一般合併程序相當簡單，僅有將合併契約提出於股東會（公司法第 317 條），由雙方股東會特別決議通過（公司法第 316 條）。在企業併購法中則增加了特別股股東會特別決議（企業併購法第 18 條），另外並針對公開發行公司增加應委請獨立專家就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性表示意見，並分別提報董事會及股東會之義務（企業併購法第 6 條）。金融機構合併法中針對合併程序，還有將附具經會計師查核簽證且經監察人（監事）核對之資產負債表、損益表及財產目錄，提出於股東會之義務（金融機構合併法第 8 條）。另外，金融機構合併法、金融控股公司法、銀行法等基於金融業的管理而增加主管機關許可一項（金融機構合併法第 5 條、金融控股公司法第 18 條、銀行法第 58 條）。

至於例外僅需經雙方董事會決議的略式併購程序，約有以下幾種類型：其一是控制公司與持股 90% 以上的子公司合併之略式合併（公司法第 316-2 條、企業併購法第 19 條、金融控股公司法第 32 條）；其二是存續公司規模遠大於消滅公司，存續公司為合併發行之新股，未超過其已發行有表決權股份總數之 20%，且交付消滅公司股東之現金或財產價值總額未超過存續公司淨值之 2% 時¹⁹⁰（企業併購法第 18 條第 5 項）；其三是母公司讓與全部或一部營業或財產予其 100% 持股並已合併財務報表之子公司以為出資，由子公司發行新股與母公司（企業併購法第 28 條）。當中前二者的決議門檻是董事會特別決議，而後者則僅以董事會普通決議為已足，這些不需經過股東會決議的略式併購，當然也就不適用前述向股東會提出各項資訊的規定。

另外一方面，關於一般資訊公開的義務，證券交易法僅要求公開發行公司在發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項時必須在二日內公開（證券交易法第 36 條第 2

¹⁹⁰ 但不包含消滅公司資產不足抵償負債之情形。

項)。金融機構合併法中則有公告決議內容及合併契約書應記載事項之義務，並應指定三十日以上之一定期間，聲明債權人、基金受益人、證券投資人或期貨交易人，得於期限內以書面提出合併將損害其權益之異議（金融機構合併法第 9 條）。前者只有公告併購事實之義務，後者雖然增加了契約應記載事項，但是契約應記載事項原本就只有最低限度的規範，而且僅適用於合併，如依金融控股公司法進行轉換，則不屬於此條的範疇。金融控股公司法則幾乎全無此類規範。至於其他的財務報表、獨立專家意見等，一概隻字未提，完全不需要對外公開。綜合以上來看，股權性質證券持有人要接觸到這些資訊可以說是難上加難，甚至如果進行的是非合併的併購程序（如股份交換），連股東會都未必能取得財務報表等資訊。可以說，相較與日本法中的規範，我國關於一般資訊公開義務匱乏的程度和併購契約內容不相上下。

一般資訊公開，可以說是對於股權性質證券持有人最主要的保障。包括新股認購權、附認股權公司債、可轉換公司債等，這些未來可能會成為股東，但是現在尚未具有股東身份的投資人，其所持有的證券價值和所表彰的股份息息相關，卻僅有在合併時能夠從金融機構合併法第 9 條之公告中得到最低限度的資訊，至於股份交換、營業讓與等併購時則幾無任何資訊公開。當然，這些證券持有人尚未成為股東，所以參與併購的程度理應較一般股東更低，但是若著眼於將來成為股東的可能性、以及投資價值的維護，至少應該保障其知的權利。（另外，此類證券還可能牽涉到公開收購與收買請求權等問題，留待後述一併討論。）

第三項 公開收購制度

一、大量持有申報制度

我國的公開收購制度，也包含了大量持有申報制度。證券交易法第 43-1 條第 1 項規定的大量持有門檻是 10%，但是我國沒有如日本法中的特例申報制度，因此原則上任何人取得 10% 以上，都必須負擔相同的申報義務，唯一的例外是，若是取得的方式為公

開收購，則免為申報¹⁹¹。至於特例申報制度究竟有無必要，有鑑於日本近來為了管理積極參與公司經營的投資基金，而將過於放寬的特例申報制度適度修正，且我國的門檻又較日本為高，10%的持有已足以控制股權較為分散的公司，尤其以資本額極高的金融控股公司來說，不停地併購下的結果，股權也會隨之分散，而且當金融控股公司欲買收金融業作為子公司或是買收另一金控公司，勢必會動用到銀行、證券、保險等子公司的資金，而這些子公司正是特例申報制度的對象。因此本文認為依我國之申報門檻，尚不適宜引進特例申報制度。

二、強制公開收購

在證券交易法的公開收購規範，包括了第三人和公司本身的取得，同法第 43-1 條以下的規範原則上適用二者，但是公司取得庫藏股另外有第 28-2 條，二者之間相互競合，因此公司實施庫藏股，依其目的是否屬於第 28-2 條的範疇¹⁹²，其規範略有不同。

至於必須依公開收購程序進行的取得類型¹⁹³，包含有：(一) 不經證券交易市場向不特定人買收，且買收後持有超過 5%者，但買收人已持有該有價證券 50%以上者除外；(二) 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，但自關係人受讓或依拍賣、股份交換、或由發行公司之董事、監察人、經理人或持有公司股份超過股份總額 10%之股東依同法第 22-2 條申報轉讓等方式取得者除外。此處的關係人¹⁹⁴，亦即計算持有比例時應合算之人。

第一種類型，主要著眼於溢價的分配，因此重在市場外對不特定人要約，且買收人已有控制權者除外。而第二種類型，則重在快速取得控制權，相較於日本法，我國法的比例門檻雖然較低（20%vs.30%），但是時間較短（50 日 vs.三個月），只要稍微拉長取

¹⁹¹ 公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 27 條。

¹⁹² 包含：轉讓股份予員工；或配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證之發行，作為股權轉換之用；或為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份等目的所取得者。

¹⁹³ 參照證券交易法第 43-1 條、公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 11 條。

¹⁹⁴ 和日本法相同，亦區分形式關係人與實質關係人，惟形式關係人僅限於配偶、子女、關係企業，因此主要會以實質關係人加以認定，但當實質關係認定較為困難，必須倚賴形式關係人的規範，因此形式關係人似乎應該列舉更詳細的關係，以避免脫法行為的發生，並降低實務上認定的困擾。

得的時間，就可以規避本條的規範。但此亦屬於行政成本判斷的問題，相較之下，取得的有價證券類型僅限於「股份」反而更值得討論。

當然，將對象證券限縮在股份，確實有其合理之處，然而，基於公開收購管理控制權移轉的性質來看，與其將對象限縮在股份，不如更細緻地針對「表決權」作規範。例如，無表決權特別股，雖然也是已發行股份，但是不具有表決權，即使取得再多也不會產生移轉控制權的效果，課予公開收購的義務似乎不甚合理。反之，除了有表決權股份之外，新股認購權、附認股權公司債、可轉換公司債、可轉換特別股等，這些股權性質的債券雖然不具有股東權，但是未來行使其附加權利時，都能用以取得公司控制權，卻不在公開收購的規範之內，成了法律漏洞，應該修法納入。

至於公開收購的程序規範，包含有：一般的資訊公開義務（公開收購說明書¹⁹⁵）、思考期¹⁹⁶（10~50日）、被收購公司之意見報告書¹⁹⁷等，惟並無公開收購人詢問答覆報告書之提出義務，應賣人的撤回權也受到限制，在公開收購人公告公開收購條件成立後，原則上不得撤回¹⁹⁸。相較之下，對於應賣人的所提供的保護較為不足。

而關於價格保障方面，當然也包含收購條件均一及不利於應賣人變更禁止原則¹⁹⁹、停止收購禁止原則²⁰⁰、按比例收購義務²⁰¹。其中，關於公開收購的條件變更或停止，例外反而較原則更為重要。但是目前證券交易法中關於收購價格、數量、期間等條件都是嚴格禁止不利益變更，而停止事由²⁰²也僅限於被收購公司發生財務、業務狀況之重大變化，公開收購人破產、死亡、受禁治產宣告或經裁定重整，出現競爭公開收購者，被收購公司董事²⁰³同意，或有其他正當事由。一來，關於「財務、業務狀況之重大變化」並無例示，難以掌握其範圍，以金融控股公司被收購為例，若出現財務、業務狀況重大變

¹⁹⁵ 參照公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 9 條。

¹⁹⁶ 參照公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 18 條。

¹⁹⁷ 參照公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 14 條。

¹⁹⁸ 參照公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 19 條第 3 項。

¹⁹⁹ 參照證券交易法第 43-2 條。

²⁰⁰ 參照證券交易法第 43-5 條。

²⁰¹ 參照公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 23 條。

²⁰² 參照證券交易法第 43-5 條、公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 24 條。

²⁰³ 且全體董事必須符合證券交易法第 26 條及公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則所規定之持股成數。

化的並非控股公司，而是其 100% 持股的銀行子公司時，影響必定重大，但是否該當本款還有待主管機關的解釋。二來，當被收購公司實施防禦策略時，面對不同種類的防禦策略，是否該當於所謂的「正當事由」，也亟需釐清。三來，僅就停止事由設下例外，卻嚴格禁止條件變更，容易陷入全有或全無的二難，尤其公開收購成本相當高，在公布訊息後對市場的影響也大，而且經常會面臨股東會的時效性，當面對防禦策略時，停止後重行設定新的條件再次公開收購²⁰⁴未必是最有效率的方法，與其准予停止公開收購，不如准予變更條件，但我國法卻反其道而行之，頗有本末倒置之感。

雖然公開收購屬於市場規範，防禦策略屬於公司法範疇，但是由於公開收購的規範方式會影響到非合意併購者能否對抗防禦策略，二者之間有高度相關，因此在設計公開收購的規範時，應該同時要考量到公司法上對防禦策略採取何種立場。若公司法制上採取限縮防禦策略的立場，公開收購法制的建構就必須朝向有利於公開收購人對抗防禦策略的方向修正，放寬防禦策略時的條件變更或停止限制；反之，若肯認防禦策略的合法性，則應嚴格限縮條件變更或停止之事由。在我國的公司法架構下，不能排除防禦策略發動的可能性（合法性則待下一項中說明），從目前的公開收購制度來看，尚未清楚顯示立法者對防禦策略的看法，惟「正當事由」可以作為停止公開收購之事由，卻不能變更條件，似乎在暗示著必須要是非停止不可的事由才能稱為正當，可以說是較為容忍防禦策略的法規建構方式。但是未來修法時仍應預想被收購公司發動防禦策略的情形，補充目前的不足，使管制立場明確化。

三、義務收購制度

關於我國的公開收購制度，除了上述的爭議之外，另外值得說明的是，我國法中僅有強制公開，不包含義務收購。日本近年的修正中引進此一條款，門檻則從英國原本的 30%²⁰⁵提高至三分之二²⁰⁶，其理由是取得三分之二後，該有價證券會有下市的可能，因

²⁰⁴ 停止公開收購後原則上在一年內不得就同一公司進行公開收購，但有正當理由經核准者除外。參照證券交易法第 43-5 條第 3 項。

²⁰⁵ 王文宇（2005），〈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》，125 期，頁 163。

此爲了避免下市會造成證券持有人因證券下市無法出賣而陷於不安定的地位，而增設此一義務²⁰⁷。但是在日本學界中，針對此項修正，也有認爲：爲了不要對企業間健全的股份等移動行爲加諸不必要的過多規制，應該要採取較軟性的解釋方法等，對於全部收購義務採取較爲保守的看法²⁰⁸。由於於此一制度之起源英國法向來支持被收購公司股東、採取嚴格禁止防禦策略立場²⁰⁹，因此義務收購有其「有利於非合意併購人的公開收購制度」背景，相對於此，日本法對於防禦策略反而較傾向美國法式的個案審查，較英國法賦予公司董事更大的空間，卻納入了英國式的高度股東保護，不免使學者有所疑慮，可能會造成非合意併購人過大的負擔。而我國法一方面對於防禦策略的立場曖昧不明，一方面對於上市公司也有股權分散的要求²¹⁰，但是否因此需要引進此一制度還有討論的空間。日本法自 2006 年底引進此一制度，實施尚未滿二年，或許還可以繼續觀察實務的動向，以爲我國之借鏡。

但是本文欲補充說明的是，若說公開收購制度的條件變更與停止要件擺盪在收購人與被收購公司之間，會影響非合意併購的意願門檻，那麼義務收購制度其實也具有同樣的影響。英國法的 30% 門檻若是放在（有限度）允許防禦策略的法架構中，勢必會大幅降低非合意併購的可行性，或許反而會抑制公司控制權的合理移轉，同時減損了股東選擇經營者的機會。然而日本法提高到三分之二，甚或是依我國的上市公司股權分散標準提高到 80%，是否就能適當地在促進公司控制權合理移轉、與股東持股價值維護之間取得平衡點，依然是未來觀察的重點。

第四項 董事剝奪股東選擇權之合法性

董事在併購過程中剝奪股東選擇權，亦即所謂的交易保護措施與防禦策略（下稱防

²⁰⁶ 參照本文第三章第二節第五項。

²⁰⁷ 內間裕、佐藤理恵子（2007），〈公開買付制度大量・保有報告制度の改正と実務への影響〔中〕〉，《旬刊商事法務》，1791 期，頁 44。

²⁰⁸ 武井一弘、野田昌毅（2007），〈企業買収のスピード制限と実務上の留意点—改正証券取引法における新しい強制公開買付制度〉，《旬刊商事法務》，1790 期，頁 16。

²⁰⁹ 王文宇（2005），〈非合意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施爲中心〉，《月旦法學雜誌》，125 期，頁 163。

²¹⁰ 參照臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第 4 條第 1 項第 4 款等，原則上少數股東必須持有 20%。

禦策略等)，此二者都是併購法制中非常重要的一個環節。在形式上，交易保護措施和防禦策略各有許多手法，但是在本質上，都是董事在其權限範圍內剝奪股東選擇權的行為，因此，能否受到法院的合法性監督，就是併購實務上將會面臨的問題。然而，目前在我國的實定法中，卻尚未對此二者有具體明確的規範。

雖然我國的董事會權限並不若美國法大，但是在公司法第 202 條²¹¹修正之後，只要是未明文要求經過股東會決議的事項，解釋上都屬於董事會的權限範圍。因此，除了發行特別股等必須變更章程的類型會受到股東會監督外，例如簽訂解約金契約條款、在不變更章程範圍內對合意併購對象發行新股、可轉換公司債、或是約定出售某些特定資產，這些可以由董事會決議進行的防禦策略等，在我國法下都有可能實施。因此，我國法仍應對防禦策略等作出適當的規範，以避免未來可能發生的爭議²¹²。尤其是針對同樣的行為（例如：發行新股），什麼時候符合防禦策略等的範圍（例如：符合大量持有的門檻是否屬於非合意併購），此時其合法性的判準為何（例如：是否對公司造成威脅）有無其他的輔助參考標準（例如：公正第三人意見），不合法時的效果為何（例如：可撤銷），有何救濟手段（例如：賦予制止請求權或損害賠償）等。其中，尤其以合法性判準及救濟手段最為重要，前者更是防禦策略等爭議問題的中心。

雖然目前我國法中尚未針對防禦策略等有特別規定，但是在法無明文的狀況下，或許可以回歸到民法上「權利濫用」的法理來思考這個問題。事實上，所謂董事剝奪股東選擇權，也就意指了董事權限的濫用，在我國法下似乎也可以主張「權利濫用」的方式請求救濟。但是此種救濟方式高度倚賴法院的裁量，目前既無此類判例，其合法性判準及救濟方式皆混沌未明。後者雖可以在增設此類條文時，明確地列出「可撤銷」、「制止請求權」、「損害賠償」等各種效果，但是合法性判準最終仍必須由法院個案判斷，因此，未來法院累積防禦策略等的相關實務見解就顯得相當重要。

當法院在判斷此類案例時，應該審酌的第一個層次，是關於防禦策略等要選擇採取

²¹¹ 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。」

²¹² 王文宇（2005），〈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》，125 期，頁 162-163。

嚴格或合理性審查的立場。若採前者，則只要確認有非合意併購者的存在即是違法；反之若採後者，則必須實質審查防禦策略等的實行是否具有達到股東權益最大化的主觀目的或客觀效果，此時可以考量的因素有：非合意併購者的併購目的、合意併購的綜效與效率是否遠高於非合意併購以及防禦策略的適當性，另外包括董事判斷併購目的的事實基礎、獨立董事的意見、公正第三人意見、與合意併購者的交涉過程等都可以作為輔助的判斷標準。

日本法院近年來在防禦策略的判斷上高度參考了美國德拉瓦州一些有名的判例，但是仍然略有修正，顯示出與美國相異的防禦策略審查立場。事實上，審查立場的嚴格與否又牽涉到是否願意高度開放公司經營權市場。而在這裡，本文欲提出的觀點是，金融機構併購的審查標準是否適於和一般企業併購相當，或是應該有嚴格或寬鬆的修正。

在第三章所提及的舊 UFJ 集團一案，就是屬於金融機構併購中的交易保護措施，雖然在假處分（獨占交涉條款強制履行）與本案訴訟（債務不履行的損害賠償）中，法院並沒有明顯表示因為「金融業」的性質而有特殊處理，但是下級法院的裁定曾經以未來難以達成併購目的為由，否認該項條款的效力。法院最後雖然承認了系爭條款的效力，但另一方面又在考量假處分要件時，認為假處分禁止 UFJ 繼續與東京三菱進行交涉會對 UFJ 帶來的影響極大，這些都很明顯地將併購的成功率納入考量。雖然此案未必代表了審查金融機構併購的案件都會傾向促成現有的併購對象，但是就追求規模與競爭力的金融業來說，確實有可能是一大因素。

尤其是非合意併購、以及違反交易保護措施所尋求的新併購對象，都比一般的合意併購要付出更高的程序成本，可以推知併購方必定是預期替換經營團隊之後，所能夠提高效率、綜效、收益等，遠高於併購時所花費的成本。因此，以金融業追求經營效率、支持促進無效率經營團隊的淘汰來看，本文贊成對於金融機構併購中的防禦策略等採取較為嚴格的審查立場。

第五項 假處分

一、目前可行之定暫時狀態假處分

在我國的法制下，要事前阻止併購的進行必須以假處分之方式為之。除了第二章中所說明的，以股東會決議效力為本案之外，日本法中所討論的「董事違法行為制止請求權」在我國也有明文。此二者的解釋問題，在我國法與日本法中相當類似。

以前者來說，能否針對一個程序合法但併購比例顯失公平的併購行為提起，一直是最大的疑問，且不論我國法或日本法中的解釋，大多數皆採否定見解。前述第三章中曾說明到，日本實務上肯認以「股東權之妨害排除請求權」為被保全權利聲請假處分，但是也尚未有併購爭議以此方式進入法院。至於在我國的實務運用此見解的可能性，以依照第二章中所說明的和川公司對彰化銀行一案，法院似乎認為只要是「法律關係」可能造成股東（和川公司）的損害，且其損害與不進行併購時公司（彰化銀行）其他股東可能受到的損害相較，有定暫時狀態之必要，就可以容認假處分之聲請。從這個角度觀之，我國實務上似乎有依此主張聲請假處分之餘地。但是事實上，目前幾乎沒有以假處分阻止併購進行的成功案例，這樣的見解能否被法院採納，還有賴未來實務案例的累積。

另一方面，後者在我國的運用，也和日本法面臨相同的問題，亦即（一）併購行為是否屬於董事之行為，以及（二）顯失公平的換股比例是否造成公司的損害。在第三章中曾說明日本學界試圖以擴張解釋此項制止請求權的適用範圍，使之可以達到阻止併購進行的目的：關於行為的性質，認為董事會將併購案提交股東會，可以符合此項要件；關於損害的性質，則認為包含公司之非財產損害，甚至有論者認為應直接解釋為股東之損害，但是目前為止都還是少數見解。並且，由於我國公司法第 193 條的董事違法行為制止請求權，明文僅限於「董事會決議違反法令或章程致公司受有損害」，相較於日本公司法第 360 條、第 422 條的文句是：「董事為公司目的範圍以外或其他違反或章程之行為、或有此之虞，而該行為會對公司造成顯著損害者」，我國法又更為狹隘。一來，僅限於董事會決議、二來僅在董事會決議違反法令或章程時適用。關於損害的性質，從

文義解釋上也難以擴張解釋成包含股東之損害。因此，一個形式上合法但顯失公平併購程序，在我國似乎難以用董事違法行為制止請求權對抗之。

綜上所述，以我國目前的法規範而言，要事前阻止顯失公平的併購行為，唯一有可能的途徑是依循民事保全的定暫時狀態假處分，主張股東權利受到侵害。但是目前實務上並無前例，難以窺知法院的見解。假設此一主張被採納，則假處分聲請後必須提出的本案訴訟，似乎必須會是侵權行為訴訟，則又會牽涉到公司是否對內部負損害賠償責任的疑問。或許，另外以明文創設併購行為的制止請求權較能解決此一爭議。

二、未來可以增設的制止請求權

若要另行創設獨立的併購行為制止請求權，或許也可以參考日本法中的制度。詳如第三章說明，日本法中有合併 / 股份交換制止請求權以及發行新股 / 新股認購權二種特殊的請求權制度。但是前者只限略式合併才有適用，後者則僅針對發行行為，二者皆有其不足。如第三章所說明，在日本學界也多有主張類推適用此二項請求權，廣泛運用到各種併購行為（甚至包含作為防禦策略所進行的股份分割等），以作為對抗董事與多數股東聯手強渡關山的併購行為。因此，如果要引進此類制度，或許可以考慮將適用範圍適度擴大，至少將非略式的一般併購行為包含在內，似乎較能提高此制度的功能，運用得當還能夠達到控制不適法防禦策略的目的。

但是增設此類制止請求權以救濟顯失公平的併購行為，極有可能招來二種造成併購程序無效率的質疑。其一是，顯失公平本身是一個不確定法律概念，必須留待實務加以補充，並且併購比例本來就非絕對的數字，依不同的案例可能有不同的判準，難保不會招來投機的股東動輒訴請制止併購。其二是，股份收買請求權的制度即是為了讓併購可以進行，在決議門檻上的妥協後用以彌補不同意的股東，既然如此，賦予股東制止請求權又無異於走回頭路，一方面等於讓股東有否決權，一方面也架空了股份收買請求權制度。

但是，考量到現實的併購案例，尤其當併購行為的瑕疵已經達到撤銷、無效、不存在時，與其事後以緩不濟急的訴訟爭執其效力，事先的假處分制度仍然有其存在的必要

性。且股東未必只有「大股東 vs.小股東」的問題，尤其以金融機構併購來說，更多的是「大股東 vs.大股東」的例子，以彰化銀的案例為例，主要就是民股的台新金與公股之間的相互角力，此種有多數暴力之虞的爭議類型，若無迅速及時的假處分制度，之後只會衍生更冗長的訴訟，未必會使併購更有效率。如此看來，假處分的制度在併購中還是有其不可或缺的地位。我國的法制也應該就假處分、制止請求權等規範作一明確的建構，以提前防範未來可能會發生的爭議。

第六項 併購行為效力之訴

除了略式併購程序僅需經董事會決議之外，絕大多數的併購行為都必需經過股東會的決議。要爭執併購行為的效力，方式會因併購行為是由股東會或董事會決議而有所不同。股東會決議之訴向來是公司法中的一個重點，但是董事會決議卻涉及了董事會與股東會權限分配的問題，股東能否干涉屬於董事會權限的事項。以下將分別說明二者。

關於爭執股東會決議之效力，有撤銷決議之訴、確認決議無效之訴、確認決議不存在之訴等三種，但是在公司法中，僅有關於前二者的條文，且相當簡單：股東會之召集程序或決議方法違反法令或章程時，可在 30 日內訴請撤銷²¹³；決議內容違反法令或章程時，無效²¹⁴。若和日本公司法相對照，可以發現我國公司法在無效和得撤銷事由之範圍上和日本法略有出入，在我國屬於無效範圍的「決議內容違反章程」，在日本法中僅為得撤銷，並且日本法下得撤銷的事由，又加入了「召集程序或決議方法顯失公平」以及「特別利害關係者行使表決權而作成顯著不當之決議」二個類型，可以看出日本法對於撤銷的範圍放得較寬。除此之外，日本法中原告資格較我國更寬，除了股東之外還有身份會因該決議受到影響的特別利害關係人，而 3 個月的起訴時間也較我國為長。

整體而言，在日本法下，無效之訴的範圍較狹隘，而撤銷之訴則似乎是較我國更為寬鬆。這當中，一方面關係到救濟手段是否足夠、另一方面也牽涉到法律關係應及早確定的問題。其中，限縮無效的範圍應屬適當，尤其當章程有特殊規定時，一概無效對於

²¹³ 公司法第 189 條。

²¹⁴ 公司法第 191 條。

交易相對人的保護較為不足；而撤銷事由與原告資格的放寬，確實提高了保護利害關係人的功能，以避免董事利用程序上的手段排除異己參與股東會；以上二者皆值得參考。然而起訴期間應該多長就頗為見仁見智，如果是為了救濟程序上的顯失公平，考量到當事人可能無從知悉決議，似乎應該拉長起訴期間，但是訴訟本身曠日廢時，基於法律關係懸而未決絕非善事，似乎又應該縮短為佳。至於金融機構併購是否會因為牽涉金融業，而務求安定，也是一個可以思考的方向。

另外一方面，董事會決議的行為，除了前述的董事違法行為制止請求權以外，對於不違法的董事會決議，在我國法制上尚無其他的救濟方式。因此若因參與決議的董事應迴避而為迴避而通過顯失公平的併購，尚得行使違法行為制止請求權，但若是決議本身形式上不違法，則日本公司法又另外創設各種特殊的訴訟類型來對應。包括：合併、分割、股份交換、股份移轉、發行新股與新股認購權等行為的無效之訴，以及發行新股、新股認購權等發行行為的確認不存在之訴。這些訴訟類型可以救濟原應經股東會決議但行略式程序的合併等組織變更、以及原本就是依董事會權限進行的發行行為，但是在運用上其實不限於董事會決議的併購行為，而是廣泛地包含了以股東會決議進行者。更重要的是，考量到併購行為較其他一般決議更應該盡早確定，而增加了無效之訴起訴期間以及無效不溯及既往的特別規定²¹⁵，提高法律關係的穩定度。

有鑑於併購是企業組織重大變更，其救濟的方式應該更致力於法律關係的穩定。因此在併購行為進行前，廣開事前禁止的大門，以避免行為完成後的救濟會遭到回復原狀的高成本問題；但是在行為完成後，似乎應該優先考量維持現狀，而以個別的、持股價值的救濟為主，方能降低併購行為無效所帶來的衝擊。依此考量，上述日本法的規範方式相當值得參考，且依本文的看法，至少在金融機構併購的範圍內，應該要作此種修正。否則假設二家銀行合併之後，可能已經作了業務上的整合，或是成為金融控股公司之子公司，與金控體系中的其他金融業進行共同行銷、客戶資訊共通等，之後若因無效確定，要再回復到未進行併購的狀態可說非常困難，縱使有無效不溯及既往的特別規定，仍然

²¹⁵ 黃銘傑(2006)，〈企業併購法之檢討與省思〉，《公司治理與企業金融法制之挑戰與興革》，頁 271-272，台北：元照。

是個很大的問題，最終的修正方向應該朝向擴大事前、即時的假處分救濟，而限縮無效撤銷等訴訟為佳，同時健全股份收買請求權及損害賠償權等個別救濟管道，以為配套。

第七項 董事責任

我國法下的董事責任，有公司法第 23 條的忠實義務和善良管理人注意義務，違反致公司受有損害者，負損害賠償責任；以及企業併購法第 5 條的股東利益最大化義務和善良管理人注意義務，違反法令、章程或股東會決議處理併購事宜，致公司受有損害時，參與決議之董事，對公司應負賠償之責。觀察此二者即可發現，董事負責的對象都是公司本身，而非股東，因此當公司未受損害，而股東受有損害時，理論上股東無法依此二條向董事求償。

併購程序中，如果是董事因利益衝突而進行了減損公司價值的併購，例如營業讓與出資取得的股份價值顯失公平，則確屬公司受有損害的情形。但是要股東提起訴訟請求損害賠償，仍然會面臨許多問題。第一，併購行為有許多必需經過股東會決議，是否能夠解為是「董事」的行為不無疑義；第二，併購行為有無減損公司價值絕大多數極難判斷，且沒有絕對的標準，對於同樣的併購案，可能有人看好、有人看壞，因此會有多數通過的併購案，而賦予少數股份收買請求權，而且縱使認為有損害，其損害額也極難確認；第三，股東代表訴訟制度，一直以來受到詬病的即是其程序對起訴的股東極為不利。首先，公司法第 212 條必需經由股東會決議，可能被董事即其支持股東所反對；次之，第 214 條有一年以上、3%以上的持股限制，公開發行公司的小股東可能無法滿足此一條件，且當監察人不起訴而由股東自行起訴時，法院因被告董事之申請，得命起訴之股東，提供相當之擔保；如因敗訴，致公司受有損害，起訴之股東，對於公司還必須負賠償之責；最後，訴訟所依據之事實若顯屬虛構，判決確定時，起訴之股東，尚對於被訴之董事因此訴訟所受之損害，負賠償責任，但是若勝訴了，所獲得的損害賠償卻是歸於公司。以上這些程序規定都對股東加諸極大的負擔，尤其股東之經濟情況一般而言較公司與董事為差，卻必須負擔訴訟費用、擔保、甚至賠償責任，同時還必須花費更多的時間成本，即使勝訴了也是為他人作嫁，造成股東提起訴訟的莫大門檻，此一訴訟制

度也流於形式。

另外一方面，更有可能發生的情形是併購的對價不適當。此種情形，由於併購本身仍會發生綜效，對於公司本身並無損害，但是對價過低會使得股東無法公平分享綜效所帶來的利益，甚至有可能對價較原本的持股價值更低。但此時要依董事責任求償就有困難，理由已如第二、三章所述。但是在這裡，必須討論有關董事責任本質的問題，善良管理人注意義務源自董事和公司之間的委任關係，並無疑義，但是當公司法引進忠實義務之後，就引起了相當多的討論。其原因是英美法上的忠實義務源自於受託人地位，主要目的在處理代理成本問題，著重於利益衝突的規範，因此當利益衝突造成此類損害時，股東（信託人）可以向董事（受託人）求償。然而此一觀點在當初公司法修正引進忠實義務時並未被完整地引進，而英美法系的損害賠償範圍通常是依個案判斷是否違反忠實義務，到了我國就變成了硬梆梆的條文，必須要對「公司」造成損害才能求償。在一般的情形下，「公司」受到損害時股東會受到「間接損害」，因此求償後其利益也會間接地歸於股東，但是當出現此類股東受到「直接損害」的情形，限制請求權人反而無法貫徹其原始的規範目的。此點向來在公司法的忠實義務議論當中皆有提及，在併購程序當中也是同理，未來的忠實義務應該朝此方向修正，方能徹底保護股東權利。

但是既然在我國目前的法制下，股東無法向公司董事直接求償，是否可以考慮向對方公司董事求償？依公司法第 23 條第 2 項，公司負責人對於公司業務之執行，如有違反法令致他人受有損害時，對他人應與公司負連帶賠償之責。在日本法的討論當中曾經說明，此處的他人解釋上較難以包含公司自己的股東，但是如果是對方公司的股東，理論上就是屬於「他人」的範圍。此一觀點似乎極少有人論及，但是當合併、股份交換等併購行為中，將對價訂在使對方股東受損的情形，似乎不應該被排除在本條的適用範圍之外。但是同樣的，這樣的方式也會落入前述「是否為董事執行業務行為」的問題中。若是以保護股東的觀點加以解釋，將依此對價進行併購的計畫或契約提交股東會，或許也可以解釋為此處之董事執行業務。此一「行為」性質的解釋在第三章中曾經說明，但目前尚無定論，惟若是由董事會決議通過即可進行的略式併購行為，似乎就可以運用此一解釋方法，向對方董事請求損害賠償。

另外，在第三章討論向公司請求損害賠償時亦有提及，對公司請求收買股份及對公司請求損害賠償，都是公司資產向外流出。但是此處討論的損害賠償的對象是董事，似乎就不會有這個問題產生。然而，董事責任的損害賠償，對股東而言，其在經濟上的效果相當，皆是取得現有對價與應有對價之間的差額，可能產生雙重保護的質疑，認為已經賦予股東收買請求權之後，不應該另行賦予其損害賠償請求權。然而，股份收買請求權最大的盲點在於無法繼續對公司投資，股東可能贊成併購行為本身，僅是不滿於對價，但是股份收買請求權的行使卻會剝奪股東繼續其投資的機會。就這一點來說，損害賠償請求權一方面維持股東的身份，另一方面使之獲得經濟價值的保障，可以彌補股份收買請求權的不足，仍然有其必要性。

第八項 股份收買請求權

一、股份收買請求權之架構問題

我國法中的股份收買請求權²¹⁶，使用的文句是「請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份」。關於所謂「當時」的時間點，依我國法院的見解，有採聲請日說²¹⁷，也有採決議日說²¹⁸。前者主要是依非訟事件法第 182 條²¹⁹第 2 項所稱「斟酌『聲請時』當地證券交易實際成交价格核定之」，後者則認為依公司法之文義，應為請求收買時（即決議時）之價格，僅協議不成時方聲請法院裁定。此一爭議在第三章中說明日本法時亦有說明，將基準時點向後推移容易造成股東的投機心態，尤其若採聲請時，則會依不同股東在不同時點聲請而有不同之價格，且非訟事件法之意僅在於要求法院就公開發行公司之價格應考量市價，並非唯一標準，理論上仍應以後者較為符合股份收買請求權之規範目的²²⁰。並且，若要防免股東的投機心理，也可以考慮參考美國模範商業公司法

²¹⁶ 參照公司法第 186 條、第 316-2 條、第 317 條

²¹⁷ 如：台灣高等法院 91 年抗字第 2560 號裁定。

²¹⁸ 如：最高法院 71 年台抗字第 212 號判決、台灣高等法院 91 年抗字第 5137 號裁定。

²¹⁹ 修正前為非訟事件法第 89 條。

²²⁰ 許美麗（2004），〈股份收買請求權實務問題之研究〉，《全國律師》，8 卷 11 期，頁 63-64。

(Model Business Corporation Act, MBCA) 的措施²²¹，要求股東提存股票。

但是另外一方面，股份收買請求權的程序設計長久以來即被指為繁瑣且高成本，對少數股東而言不是一個容易利用的制度，實用性不高²²²。而為了防免股東投機心態，又在解釋上、程序上增加行使的困難度，對於持股比例原本就不高的不同意之股東而言，無異於雪上加霜，行使收買請求權的程序成本甚至可能超越行使後可以獲得的利益，因而使原本良善的制度設計流於形式。因此，股份收買請求權的程序應該朝向有利於股東的方向作修正，以前述的美國修正模範商業公司法為例，其中就有許多優惠股東的程序規範。例如：股東行使收買請求權後，公司必須在 30 日內先支付其所認定之公平價格²²³，若不同意股東認為此一價格不當，則向公司通知其認定之適當價格，要求公司支付差額²²⁴。在 60 日內無法達成協議價格時，由公司向法院聲請裁定價格，否則公司即應支付股東所要求之價格²²⁵。除聲請時應將全部合於法定程序之不同意股東列於同一程序²²⁶外，法院亦可裁定由公司負擔指定鑑價之費用等程序費用²²⁷。

惟此處另外值得一提的是美國法上所謂的「股票市場出脫例外」(the stock market exception) 理論，認為公開發行公司之股份已經在證券交易市場上買賣，對股東而言，若選擇退出公司經營，只消在市場上出賣持股即可，不需要以股份收買請求權保護。但是此一理論似乎是基於所謂的「效率資本市場理論」，認為市場價格可以即時且完全地反應證券之真實價值，然而市場機制並非絕對，仍有可能因為資訊不完全或非基於公司本身之原因(如：政治因素)出現不合理的價格，否則也不會有上述股東投機心理之疑慮。且縱使有市場，但若股份本身流通性過低，仍然不能保證所有不同意股東皆能以合理價格出賣。因此，在尚未確保交易市場的「流動性」與「可信賴性」之前，不宜將公開發行公司之股東排除在收買請求權之外²²⁸。

²²¹ MBCA §13.23 (c).

²²² 游啓璋 (2006)，〈股份收買請求權的股東退場與監控機制〉，《月旦法學雜誌》，128 期，頁 67。

²²³ MBCA §13.24.

²²⁴ MBCA §13.26.

²²⁵ MBCA §13.30 (a) & (b).

²²⁶ MBCA §13.30 (c).

²²⁷ MBCA §13.31 (a).

²²⁸ 劉連煜 (2006)，〈公司合併態樣與不同意股東股份收買請求權〉，《月旦法學雜誌》，128 期，頁 31。

另外，我國的收買請求權，主體僅限股東，而不若日本法中開放新股認購權人的收買請求權（含附認股權公司債）。就本文一直強調的股權性質債券持有人保護的立場，在此也主張應將新股認購權、附認股權公司債、可轉換公司債等納入收買請求權的對象證券內。至於附認股權特別股、可轉換特別股等持有人已具股東身份，自然可以請求收買股份，惟其價格自然應與普通股有所不同，方足以救濟在併購之後僅能取得普通股為對價之特別股股東。

二、無股份收買請求權適用之情形

縱使股份收買請求權的規範本身已然完備，對於不適用股份收買請求權的併購行為仍然無法救濟。這種情形包括法規本身排除適用，以及併購方式的設計規避。

前者包括：收購他公司部分（非全部，含主要部分）營業²²⁹、比例懸殊的合併²³⁰、略式合併中的母公司²³¹、100%子公司受讓母公司營業²³²、以及問題金融機構²³³。首先，收購他公司營業，雖非全部營業讓與，但已對受讓公司產生重大影響者，竟然被排除於公司法第 185 條及第 186 條之股東會特別決議及股份收買請求權之外，一直以來深為學界所詬病²³⁴，已如第二章所說明。相較於比例懸殊的合併，應該是基於不會造成公司重大影響的理由而排除適用，但若依此例外規定之比例進行的營業讓與，能否免除公司法第 185、186 條之規定則不無疑問。公司法第 185 條第 1 項第 3 款的用語是「對公司有重大影響」，因此理論上，比例懸殊之營業讓與無重大影響，可免除此條規定，但是其判準不若企業併購法第 18 條第 6 項明確，未來公司法第 185 條也應該參照本條加以修正，方能使體系一貫。

至於略式合併中的母公司，則是由於其原本已經由高度持股關係控制子公司營業並受其盈虧影響，理論上對母公司的營運不會有重大影響，爲了提高此時的併購效率而被

²²⁹ 參照公司法第 185 條第 1 項第 3 款反面解釋。

²³⁰ 參照企業併購法第 18 條第 6 項、第 12 條第 1 項第 2 款。

²³¹ 參照公司法第 316-2 條第 5 項、企業併購法第 12 條第 1 項第 3 款。

²³² 參照企業併購法第 28 條。

²³³ 參照銀行法第 62-4 條第項（概括承受）、第 2 項（合併）、金融機構合併法第 13 條（銀行概括承受農漁會）。

²³⁴ 游啓璋（2006），〈股份收買請求權的股東退場與監控機制〉，《月旦法學雜誌》，128 期，頁 60。

排除適用，但是此一制度容易被利用來規避原本應適用股份收買請求權的合併，詳如後述。另外，金融控股公司法第 32 條第 3 項之略式合併反而賦予母公司少數股東收買請求權，此例外之例外應予修正，以符合體系²³⁵。100%子公司受讓母公司營業，則是和略式合併同樣基於高度持股關係而放寬，且本條限 100%持股，甚至可僅由董事會普通決議為之。但有趣的是，相較於將部分營業讓與 100%子公司之新設分割，讓與比例低的分割需要按照一般程序，但全部或主要營業讓與卻排除股東會決議和股份收買請求權之適用，似乎於理不合。營業讓與後的母公司，可能會轉型為控股公司，本質上已和股東原本欲投資的事業完全不同，為何極端地排除股東權利保障程序，相較於金融控股公司法中以營業讓與方式轉換為金融控股公司²³⁶，就有準用公司法第 185、186 條，縱使企業併購法第 28 條要求 100%持股關係，二者之間的差異仍然大到令人難以費解。

更重要的是，金融業的特殊規範中，為了問題金融機構的處理，也犧牲了股份收買請求權，其理由可能在於處理問題金融機構務求迅速、且需要大量資金等²³⁷。但是依照我國的問題金融機構處理程序，過去洽特定銀行承受時就已由行政院金融重建基金賠付問題金融機構的資產缺口，現在主要採取特定不良債權與營業資產分開標售的方式。就處理程序的效率而言，為了避免得標的銀行無法通過股東會特別決議，已經放寬的股東會決議的門檻，則一來分開標售已經減少承受銀行處理不良債權的壓力，且賠付制度依舊，最主要的資產負債已由政府介入彌補，二來銀行本身應該具有風險承受能力，在投標時應該可以將可能的股份收買成本納入考量，卻仍然不允許承受銀行之不同意股東行使股份收買請求權，於理似有不合之處。

另一方面，以併購方式的設計規避股份收買請求權者，最標準的手法即是三角合併。成立子公司後，使子公司和目標公司合併，效果雖然等同於股份交換，但由於併購公司並非合併當事人，也就不適用股東會決議、股份收買請求權等規範。雖然純粹的三角合併無法達到營業上的完全整合，但是若在成立子公司後，將全部營業讓與子公司，即可達到此一目的，且 100%子公司受讓母公司營業作為出資，也不適用股東會決議、

²³⁵ 劉連煜（2006），〈公司合併態樣與不同意股東股份收買請求權〉，《月旦法學雜誌》，128 期，頁 31。

²³⁶ 參照金融控股公司法第 24 條。

²³⁷ 劉連煜（2006），〈公司合併態樣與不同意股東股份收買請求權〉，《月旦法學雜誌》，128 期，頁 31。

股份收買請求權之規範，可能剝奪多數股東之收買請求權²³⁸。或是在三角合併之後再與存續之子公司進行略式合併，同樣可以達到營業整合的目的，同時也規避股東會決議及股份收買請求權²³⁹。針對以上這些規避行為，可以考慮針對略式合併及子公司受讓母公司營業的規範上作更細緻化的調整，以避免利用虛設行號的方式達到規避的效果。

三、股份公平價格之裁定

股份收買價格之裁定在實務上一直都面臨著價格如何決定的問題，在第二章曾說明有關股份價格決定的各種計算方法，根據其用作參考的基礎資料可以粗分為資產、市價、收益三種類型，不管是哪一種鑑價方法，都是由這三者發展而成。但是，「市價」作為參考標準之一，多半還是僅適用於公開發行公司，此從非訟事件法第 182 條第 2 項限定上市上櫃公司就可以知道。因此，在我國實務上的價格裁定，約略也可以分為公開發行公司和非公開發行公司。

其中，關於在集中交易市場交易的公開發行公司，實務上就多採用基準日（意即股東會決議日）的交易價格為收買價格²⁴⁰。例如台灣高等法院 91 年抗字第 3795 號裁定（匯通銀行²⁴¹股份交換為國泰金控之子公司）、同院 91 年抗字第 5137 號裁定（中興票券股份轉換為交銀金控²⁴²之子公司）、同院 92 年抗字第 1129 號裁定（中國國際商銀²⁴³股份轉換為交銀金控之子公司）。

至於沒有在集中交易市場買賣的未公開發行公司，則採取過較多樣化的評價方式，例如：板橋地院 87 年司字第 124 號裁定採取了盈餘資本化法（earnings capitalization）；台灣高等法院 90 年抗字第 2695 號、第 2696 號、91 年抗字第 578 號裁定中則採用了全部加權平均收購價格，將實務上所適用之七種企業合併收購價格基礎模式、原始評價基礎模式（以市值淨值比法、本益比法及市價法加權計算）、依合併契約條件內容計算、

²³⁸ 黃銘傑（2006），〈企業併購法之檢討與省思〉，《公司治理與企業金融法制之挑戰與興革》，頁 270，台北：元照。

²³⁹ 游啓璋（2006），〈股份收買請求權的股東退場與監控機制〉，《月旦法學雜誌》，128 期，頁 61。

²⁴⁰ 許美麗（2004），〈股份收買請求權實務問題之研究〉，《全國律師》，8 卷 11 期，頁 67。

²⁴¹ 改名為國泰銀行後，又與世華銀行合併，現為國泰世華銀行。

²⁴² 現兆豐金融控股股份有限公司。

²⁴³ 現兆豐國際商業銀行。

依金融商品之公平價值計算等十種評價方法之平均值²⁴⁴。

比較二者之後，可以發現實務上就具有市場價格者，傾向於直接以市價決定之，但是這和前述「股票市場出脫例外」同樣地具有市場可信度的問題，市場的價格並非完全可信，因而「股票市場出脫例外」受到高度的質疑，如果在允許股東行使收買請求權之後，仍依市價裁定其公平價格，就失去了原本賦予公開發行公司股東股份收買請求權的意義。因此，法院在裁定公開發行公司之收買價格時，亦應比照非公開發行公司，延請專業的鑑定人，而市價的變化過程、有無納入鑑定時的考量因素等，則應該僅是法院判斷鑑定意見是否公正可值參考的輔助判斷之一。

然而更大的問題在於，即使送交鑑定，依何種鑑價方式評定公司價值將會造成鑑定意見結果有極大的不同，以第三章中的 *kanebo* 案為例，公司方所主張的價格，也是由公司延請專業的財務顧問根據公司所提供之資訊所鑑價出的結果，卻與股東所主張的價格相差三倍。且如果未來我國法修正後，賦予問題金融機構併購程序中的股東收買請求權，又會因為不良債權以及無形資產的鑑價大幅影響價格的裁定；又或許問題金融機構的股東主張，在進行併購之後，將綜效分配予問題金融機構之後，會使得問題金融機構的淨值為正，法院應如何判斷都是將來實務上有可能面臨的問題。

就鑑定方法的選擇，似乎必須仰賴具有財務或會計專業素養的法官，才能在依照不同方式所做的鑑定意見中作出合理的判斷。但是是否要將綜效分配予淨值為負的問題金融機構，就必須是政策上的選擇。惟若選擇將綜效分配與問題金融機構，淨值縱使轉為正，分配給股東後理論上仍然極低，收買請求權行使的程序成本相較之下更為偏高，突顯出朝向有利於股東方向修正的必要性。

第三節 小結

本章整理我國的併購法制中會面臨的各種股東權利，並針對金融機構併購的案例作檢討。整體而言，金融機構併購法制面上的特殊性主要在於債權人與證券投資人的保護，至於股東權利保護的部分則較少有特殊規範，惟問題金融機構進行消極併購時例

²⁴⁴ 許美麗（2004），〈股份收買請求權實務問題之研究〉，《全國律師》，8卷11期，頁66。

外。為積極促進處理問題金融機構之程序，在銀行法、金融機構合併法等特別法中，都排除適用了許多股東權利保護的機制，例如：併購契約的作成與提出於股東會之義務、股東會特別決議門檻降為普通決議、股份收買請求權的完全排除等。



第五章 結論與反思

第一節 效率與嚴謹的平衡點

企業併購是一股無法阻擋的全球浪潮，在各種產業皆是如此，爲了在全球化的時代快速提高我國企業在全球的競爭力，企業併購法制乃不得不朝向降低程序門檻、鼓勵開放併購的方式建構。而在這一股腦往前衝的氛圍中，本論文試圖去發掘那些反被削減規範密度的部分，從併購過程的不同角度觀察各種股東權保護。這些股東保護的各項法規設計，表面上看起來是就不同的程序階段加以規範，但事實上，不論是經營者的選擇（投資的交付對象）、併購的決定權（投資內容的變更）、投資的換價（免於投資價值的減損）皆殊途同歸，最終目的都是在確保股東能夠掌握其投資價值、降低代理成本。當然，保護規範愈多愈繁瑣，也實質上增加了併購的行政成本與門檻，但若一味追求併購效率，股東無法掌握其投資，除了對股東個人、也會對市場上的投資信心造成影響。

由於金融業一方面是龐大企業的代表，另一方面又幾乎都是股權分散的公開發行公司，是企業所有與經營分離最極端的例子，正是最需要考量代理成本的代表性企業，但金融業的併購非但沒有更嚴謹的規範，反而爲了問題金融機構的處理、提升金融業的全球競爭力，除了股東保護之外，也犧牲了競爭秩序的審查等應有的程序，就金融業深刻影響產業與社會的性質而言，似乎不應該如此。尤其金融機構併購是將原本就相當龐大的企業加速地擴大，且掌握金融業的經營將可以掌握金融資源對各個產業與社會整體的影響力，然而其資產卻都是來自全民的儲蓄，當金融機構併購發生時，是在選擇如此影響鉅大之財力的託付對象，卻沒有相對應的規範，實在值得深思。

尤其我國的一般企業規範原本就對股東保護過於忽略，企業併購法中僅加強了併購的彈性，卻沒有同時增加監督的機制，事前與事後的救濟規範幾乎付之闕如，當金融業的併購只能參照此等規範時，又更令人爲將來可能發生的爭議捏一把冷汗。政府在極力推動金融機構併購的同時，更應該及早建構完整的併購法制，才能讓股東與股東之間、

股東與董事之間的競爭能有更良善的遊戲規則。

而參考日本以新制訂的公司法、新修正的金融商品交易法等所建構的一套股東保護規範，可以看出在日本法的架構下，一方面開放對價的種類後，也相對應地針對併購對價的相關訊息課予高度的資訊公開義務，另一方面對於事前制止併購行為有比較多的特殊規定、而事後回復併購前狀態的救濟方式就較為緊縮。雖然從許多實務見解及學說討論中可以觀察到日本法本身的不足，但是其整體的方向若能作為我國的參考，應該可以讓我國的併購法制更為完善。惟股份收買請求權及損害賠償等機制的利用便利性仍低，頗受詬病，此也可作為我國之借鏡。

考量金融機構併購之重要性，就我國法制中的不足與缺失，本文提出的修正建議如下，但仍可作為一般企業併購修正之參考：

- 一、關於併購契約：其法定應記載事項應針對「對價」一項作細部規範，增加對價價值的參考資訊，以確保股東的判斷能有充分的資訊基礎。並增加對於特別股、新股認購權、附認股權公司債、可轉換公司債等權利義務的記載為佳。
- 二、關於資訊公開：除公告契約應記載事項外，應增加獨立專家之意見、參與併購公司之財務報表等，以利投資基金等不參與公司經營類型的投資人，判斷應否出脫所持有之股份或其他債券。
- 三、關於假處分或制止請求權制度：考量併購是重大變更，且事後回復原狀不易，維持原狀之救濟方法應以事前為主。但現行法下假處分運用方法曖昧不清，建議增設針對合併、股份交換、發行新股或認股權等併購行為之制止請求權。
- 四、關於併購行為效力訴訟：基於前述理由，事後的回復原狀救濟方式以限縮為佳，無效等確認之訴應附加起訴期間，並改以健全股份收買請求權或損害賠償代替之。且為避免回復原狀後法律關係混亂，宜增加訴訟確定後之無效不溯及既往之規定。
- 五、關於公開收購制度：強制公開收購之對象證券應以是否為表彰「表決權」之證券為判準，去除無表決權特別股，增加有表決權股份之認股權、轉換權等。至於變更條件與停止事由應考量防禦策略政策、以及金融控股公司之性質，重新檢討。
- 六、關於（股份）收買請求權：應納入新股認購權，並在程序規定中增加優惠請求權人

的措施，以提高收買請求權之實效，並提防規避收買請求權之併購方法設計。至於價格認定方法，實務應該考量更廣泛的鑑價方法。

七、關於董事責任：應充實忠實義務的內涵，將損害賠償的範圍放寬，承認對股東的損害亦屬於違反忠實義務範疇，配合股東集體訴訟，以利股東向董事求償。

八、關於防禦策略：完全禁止或有限度允許，乃屬於立法選擇，但仍應增加審查機制，以避免董事濫用其權限，剝奪股東之選擇權。實務尚未建立審查標準，美國法院與日本法院採取之標準略有不同，足供參考。

第二節 資本市場中的投資人保護

本論文雖然將重點置於股東的權益，但是事實上，多為公開發行公司的金融業，其投資人不僅只有股東，在金融商品愈趨複雜多樣化的現代資本市場中，投資人除了以購買股票、成為股東的方式分享獲利，可能還有認購權證、認售權證、公司債、可轉換公司債、附認股權公司債等可以作為投資標的，尤其是持有新股認購權、轉換權等，介於股東與債權人之間的股權性質證券持有人，究竟在併購程序中應該保護到何種程度，一直以來在我國幾乎都是被忽略的問題。

尤其在法制上，股東保護的各項規範只限於股東能運用，而不及於「將來很有可能成為股東」的投資人，單純的債權可以經由債權人保護程序得到清償，但是股權性質的證券卻無法得到正確的價值評價，顯示我國的法制在開放這些多元化的金融商品時，其實並未就此類證券的權利作全方面的考量，才會導致在併購程序中，這些證券持有人受到的保護遠不及於單純的股東或債權人。這些都是未來法制改善值得考量的重點之一。

日本法下的併購契約應記載事項，有許多條針對此類特殊的證券，要求將其權利義務列入，亦即在併購時，衡量這些股權證券（甚至包括特別股）的價值計算對價，並同樣地必須公開對價的相關資訊。並且，除了對價之外，還要賦予收買請求權才能夠更完整地保障此類證券持有人的地位，日本法中就有針對新股認購權人賦予某些特定情況下的收買請求權，包括附認股權公司債也可以行使。但是，一來是新股認購權與股份的收買請求權之間，要差別處理到什麼程度，二來，附轉換權公司債是否也應該列入收買請

求權等，設計法規時所必須考慮的問題不僅只是「有無」的問題，還必須考量「如何」，才能將保護規範更細緻化。

第三節 過度金融的陷阱

在說明金融機構併購的起因時，曾提到過度金融的問題，由於過度金融所產生的惡性競爭，造成了金融業體質不佳的現況，因此爲了追求效率，乃有併購的風潮。但是，這樣的說明其實隱含了一個看不見的陷阱，就是金融業追求完全的效率，而忽略了金融服務的特殊性，必須照顧到全民的需求。

由於現在我國過度金融的問題仍在，根據金管會所公布的「金融機構國內分支機構管理辦法」，已經極力地限制增設分支機構（原則上一年二處）。但是實際上由於金融機構的分布不平均，偏遠地區的金融服務反而有嚴重缺乏問題。根據金管會發表的資料²⁴⁵，截至 2008 年月底，全國仍有 165 個鄉鎮市區的金融服務欠缺（每 10 萬人平均擁有本國銀行分行及信合社分社家數低於 4 處）。

金管會確實試圖扭轉此一城鄉差距的現況，根據前述管理辦法的第 4 條，申請設置地點有益城鄉均衡發展者，申請家數得增加一處，指的就是前述的金融服務欠缺地區。然而同時，金管會爲了提高問題金融機構處理的效率，也提供了「配合金融監理政策協助處理經營不善金融機構」在分支機構的設置上利基，並且在標售問題金融機構時，往往附加分支機構遷移的誘因²⁴⁶。因此近幾年來，問題金融機構處理標售之後，往往大量將分行移往台北縣市，造成台北縣市五年來分行數增加上百家，而偏遠地區的分行數卻不增反減²⁴⁷。至於非問題金融機構處理的積極併購，則更是以效率、獲利率掛帥，如果任由金融業以此爲原則進行整併，極有可能會裁撤獲利率低的偏遠地區分支機構，對於金融服務不足的地區而言絕非福音。

理論上，偏遠地區的金融服務應該由農會、漁會、信用合作社、郵局等作爲主力方

²⁴⁵ 詳參 97 年度審核金融機構申請設置分支機構案之金融服務欠缺地區鄉鎮名單：
<http://www.banking.gov.tw/public/Attachment/842917164971.xls>（最後瀏覽日：2008/6/7）。

²⁴⁶ 詳參中央存款保險公司 20 週年回顧與展望專刊，同文載於：
<http://www.cdic.gov.tw/ct.asp?xItem=1008&ctNode=463>（最後瀏覽日：2008/6/7）。

²⁴⁷ 中國時報（2008/04/05），陳怡慈、劉宗志三鄉無 A T M 全台 3 分之 1 鄉鎮沒銀行，A1 要聞。

爲理想，而大型銀行爲追求獲利則集中在都市，但是農漁會與地方結合的結果是引入地方勢力並產生大量不良債權，因此近年來的問題金融機構處理，將許多此類地方性金融機構由都市銀行接收。但是一方面，對都市銀行而言，接收了和自己體質不合的金融機構未必有住銀行整體效益提升，反而更有可能只是配合政府安定金融的策略而犧牲銀行本身的利益，對銀行的股東並無益處，另一方面，被接收的地方性金融機構反而容易在當地消失，對當地的金融服務也是打擊。未來政府輔導不同性質的金融機構整併時，應該要更注意此類問題，以免顧此失彼，雖達到免於倒閉的目的，卻依舊犧牲銀行股東與地方存戶的重要利益。

第四節 金融機構併購的財團化與政治化

爲了改善金融業的整體體質，金融機構併購近年來一直是政府的主要金融政策之一，尤其我國的銀行業中，公營以及官股的比重仍然相當高，政府更不能自外於金融業的改革浪潮。但是金融業的經營者操控著存戶、保戶等特殊債權人的資產，幾乎可以正當地將全民的財產爲己所用，因此金融機構併購的影響之大，絕非僅止於從金融的安定圖社會中個人及產業的安定，更大的問題將會存在於財閥的形成，以及政府的利用。當金融業爲了改革開放，逐漸民營化、釋出官股，事實上就是政府在選擇未來主控金融業的人選，而主導了金融業，就掌握了資金，當政府在選擇經營者的同時，也是在選擇全民財產的交付對象，不可不慎，但是政府作出選擇時，真的是爲全民、爲整體金融業的前景著想嗎？或者其實是有更大一部分是爲了確保自己在金融業的影響力，間接投資自己將來的政治資本？

以 2004 年以來的開發金控爲例，當初財政部爲何棄公司派就市場派，一直都有政治考量的傳言，由於民進黨政府想要藉機從開發金剷除國民黨的勢力，才會將捨棄代表劉泰英殘餘勢力的陳敏薰，而選擇中信集團爲合作對象，以提高民進黨在開發金中的影響力。否則以持股的比例來說，中信集團的持股雖然有 6% 左右，但是絕大多數是利用旗下企業（中國人壽、中信證券）的資金，辜家自己的持股還不到 2%，財政部選擇辜家的合理性究竟何在，頗值得懷疑。而當中信集團有了資金卻不提高開發金的持股，反

而買下了中央投資公司，這種行為實質上等同金援中投背後的國民黨，政府也就從這裡開始顯現對辜家的不信任。因此當辜家提出開發金子公司大華證券、中信證券與統一證券的三合一併購案時，政府的反對即有可能是基於辜家可以藉由中信證券的持股，不花一毛錢即可換得 79 億現金與開發金 3% 的股份²⁴⁸。

事實上，金融業是個大餅，掌握了資金這項最大的資源，因此在可以看到金融機構併購的經營權爭奪中，政府與企業之間的爾虞我詐、合縱連橫並不下於一般的企業併購。因此，當政府在金融機構併購中無法擺脫股東立場維持中立時，事實上就和爭取經營權的企業家一樣，是在爭奪用全民財產累積出來的資源。如此一來，金融機構併購縱使空有法制，也未必能夠有效率地讓金融企業經營團隊更替，讓金融業的經營更加健全，這不能不說是我國金融機構併購的隱憂。政府在此方面應該更嚴守本分，維持其監理的角色，維護市場的彈性與自由，而不是任意利用官股金融業作為酬庸的道具。

另外一方面，基於我國法向來有普通法修法困難、特別法反而容易修正的立法現實，掌握龐大資金的金融機構反而能夠利用高可見度，領先一般企業併購的修法腳步。目前法院也有研擬成立金融專業法庭之呼聲，原本極度沈默的司法機關也開始有所作為，從我國的現狀來看，更是可以利用社會大眾對金融業的監督，從金融業的併購開始進行法制與實務的改革，亦是可行之道。

²⁴⁸ 夏傳位（2008），《塑膠鴉片－雙卡風暴刷出台灣負債危機》，頁 221-223，台北：行人。

參考文獻

一、中文

王文宇（2004），《新金融法》，2版，台北：元照。

王文宇（2005），〈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》，125期，頁155-175。

王志誠（2005），《企業組織再造法制》，台北：元照。

林碯力等六人（1995），《金融機構合併之研究》，台北：中央存款保險公司。

夏傳位（2008），《塑膠鴉片—雙卡風暴刷出台灣負債危機》，台北：行人出版社。

許美麗（2004），〈股份收買請求權實務問題之研究〉，《全國律師》，8卷11期，頁60-70。

陳博志（2006），〈金融問題的本質與改革方向〉，《台灣智庫通訊》，20期，頁1-3。

曾宛如（2006），〈「讓與全部或主要部分營業或財產」之探討—間論董事會與股東會權限劃分之議題〉，《台大法學論叢》，35卷1期，頁267-310。

游啓璋（2006），〈股份收買請求權的股東退場與監控機制〉，《月旦法學雜誌》，128期，頁53-68。

黃銘傑（2006），《公司治理與企業金融法制之挑戰與興革》，台北：元照。

劉紹樑（2003），〈我國併購法制的蛻變與前瞻〉，《經社法制論叢》，32期，頁1-33。

劉連煜（2004），〈公司分割與營業讓與〉，《台灣本土法學》，54期，頁133-140。

劉連煜（2006），〈公司合併態樣與不同意股東股份收買請求權〉，《月旦法學雜誌》，128期，頁26-36。

韓忠謨教授法學基金會（2001），《「金融控股公司與跨業合併法制」學術研討會》，台北：韓忠謨教授法學基金會。

二、日文

中山裕介（2005），〈独占交渉権の有用性と限界—UFJグループ統合交渉差止仮処分事件をめぐって〉，《金融法務事情》，1729期，頁58-65。

中山龍太郎（2007），〈外国会社による三角合併利用に係る実務上の課題〉，《旬刊商事法務》，1802期，頁24-34。

太田洋、野田昌毅（2004），〈敵対的企業買収と第三者割当増資—ベルシステム24新株発行差止仮処分申立事件決定の分析を通じて〉，《旬刊商事法務》，1710期，頁48-59。

手塚裕之（2004），〈M&A契約における独占権付与とその限界—米国判例からみたUFJグループ統合交渉差止仮処分決定の問題点〉，《旬刊商事法務》，1708期，頁12。

布井千博（2005），〈一部上場会社において筆頭株主の持株比率を著しく低下させる新株発行について「著シク不公正ナル方法」によるものと認められなかった事例—ベルシステム24新株発行差止請求事件〉，《金融・商事判例》，1209期，頁55-60。

関西大学法学研究所（2005）《学術フロンティア研究成果報告書—国際金融革命と法》，大阪：関西大学法学研究所。

岩倉正和、大井悠紀（2004）〈M&A取引契約における被買収会社の株主の利益保護〉，《旬刊商事法務》，1743期，頁32-41，1745期，頁27-38，1747期，頁30-41，1748期，頁37-44。

松本真輔（2006），〈敵対的買収をめぐるルールに関する実務上の課題〉，《旬刊商事法務》，1756期，頁41-50。

武井一弘、野田昌毅（2007），〈企業買収のスピード制限と実務上の留意点—改正証券取引法における新しい強制公開買付制度〉，《旬刊商事法務》，1790期，頁4-19。

神田秀樹（2007），《会社法》，9版，東京：弘文堂。

新谷勝（2005），〈M&A契約における独占交渉権に基づく、第三者との経営統合協議等差止仮処分申請が認められなかった事例—住友信託銀行対UFJホールディングス等事件〉，《金融商事判例》，1206期，頁58-64。

藤田友敬（2004），〈ニッポン放送新株予約権発行差止事件の検討〉，《旬刊商事法務》，1745期，頁4-12，1746期，頁4-14。

黒沼悦郎、藤田友敬編（2007），《江頭憲治郎先生還暦記念—企業法の理論（上巻）》，東京：商事法務。

内間裕、佐藤理恵子（2007）、「公開買付制度大量・保有報告制度の改正と実務への影響」、『旬刊商事法務』、1790期、頁20-30、1791期、頁44-53、1792期、頁12-19。

野村修也、中東正文編（2007）、『M&A判例の分析と展開』、東京：経済法令研究会。

三、英文

John C. Coates IV & Guhan Subramanian, A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory and Evidence, 53 Stan. L. Rev. 307-396 (2000).

Michael E. Porter, Klaus Schwab and Augusto Lopez-Claros (ed.), The global competitiveness report 2006-2007, Basingstoke: Palgrave Macmillan (2006).

