

著作權聲明：

本文的全部或一部已登載於 軍法專刊第 21 卷第 12 期(2005 年 12 月)

## 強制公開收購法制之發展與問題檢視 ——以我國法為中心——

李智仁

### 壹、問題之提出

現行證券交易法第四十三條之一第三項規定：「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。」，咸認係關於強制公開收購之法源規定。依同條第四項授權訂定之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」，對於強制公開收購之條件有進一步之規範，架構出我國的強制公開收購制度。惟該相關規定自民國九十一年修正迄今，在理論與適用上並非全然無疑，容有進一步探討之必要。其主要面臨之問題，可從幾個構面加以分析。由制度設計面以觀，現行規定中所規範之強制公開收購制度，是否與所參考之法制原型合致？在法制適用層面上，證券交易法之該條項規定與授權主管機關所發布之行政命令，皆存在著些許問題，例如「共同取得」應如何認定？收購標的範圍為何？法律保留是否落實？以及公開說明書規定之適用等疑義，將於下文中一併探討。

### 貳、強制公開收購制度概論

#### 一、制度設計理念與存立必要

所謂強制公開收購 (mandatory offers; mandatory bid)，係指收購人取得被收購公司發行股份達一定控制比例，或在持有比例後於一定期間內再行增加持有比例時，依法律規定收購人需向被收購公司全體股東發出公開收購要約，並有收購其股份之義務。目前採行強制公開收購制度之國家主要為英國、西班牙、葡萄牙、新加坡、馬來西亞、大陸、香港與歐盟 (公司法第十三號指令) 等。雖然前開國家或地區對於強制公開收購已為相關規定，但制度背後理念之形成，卻有所不同，大致上可歸類為三種思考<sup>1</sup>：(一) 公平待遇說：該說認為在公司收購活動中，收購者為了節省成本，使流程簡便迅捷，往往只與控制性持股股東協商，以高價收購其股份，以達到控制公司之目的，然少數股東 (minority

<sup>1</sup> 參閱宁金成、赵丽丽，〈论公司收购中的强制收购制度〉，資料來源：

[http://www2.zzu.edu.cn/lawc/Article\\_Print.asp?ArticleID=39](http://www2.zzu.edu.cn/lawc/Article_Print.asp?ArticleID=39) (最後瀏覽日期：2005/6/15)

shareholders) 卻因此被歧視冷落。因此，為使所有股東獲得公平待遇，令少數股東亦享有以溢價出售股份之機會，得到與控制性持股股東同等之待遇，以杜絕雙層收購中對少數股東權益剝削壓迫之現象，應實行強制公開收購制度；(二) 選擇權說：該說認為少數股東購買某公司之股票，主要是出於對該公司經營者的能力與品質之信任，倘若公司之控制權發生移轉，少數股東投資之依據將不復存在。此際，雖然少數股東無力影響公司控制權之移轉，但應有公平之機會撤出投資，法律亦應保障少數股東得行使其選擇權<sup>2</sup>；(三) 控制權溢價 (control premium) 分享說：公司之多數表決制度使控制性持股股東享有比少數股東更多且更實質之公司利益，例如對於公司董事之選擇、公司事務之決策等。如果收購者想獲得公司之控制權，就應付出相當於控制股份之價格，而這種控制權溢價應歸全體股東共享，從而使少數股東在享有公司利益一事上少於控制性持股股東之不公平情況得到補償。依此而論，每位股東均應有相同機會，按相同條件與比例出售股份，以分享控制權溢價<sup>3</sup>。

針對上開理念，相對地自有反對之理由，舉其主要者如下：(一) 強制公開收購制度在維持股東平等方面之功能有限，蓋解決股東平等及利益均衡等問題，最終仍須依靠訊息公開、建立健全股東保障體系及完善的董事義務權責規範等機制，而非強制公開收購；(二) 強制公開收購將增加收購成本，阻礙收購者發起收購，從而影響公司外部監督對公司經營效率提高之激勵作用，以及資本之自由流動，最終則將影響股東及公司利益之最大化，對社會經濟產生負面作用；(三) 控制性持股股東所負擔之風險，相較於少數股東而言顯然較大，因此給予其高溢價收入並無悖於高風險高收益之原則。

關於強制公開收購制度之存立必要性，通說大致上採取肯定見解。首先，由立法理由中「基於股東平等之精神並使被收購公司全體股東有參與應賣之機會」一語，可以窺見立法時係以股東平等原則為論據。其次，有認為實務上常有大筆股權移轉之交易，收購人往往以高價向標的公司 (target company) 之控制性持股股東以高價購買高比例之股權，而其餘少數股東卻只能望之興嘆，捶胸頓足，其不平孰甚。因此，基於股東平等之精神，並使被收購公司全體股東有參與應賣之機會，可透過此制足以保障少數股東之權益<sup>4</sup>。亦有以我國股權集中結構之特質為出發點，認為在我國企業環境下，如何防止控制性股東之自利行為，為立法者需面臨之難題。如以此為基礎，則強制公開收購所帶來將控制權溢價 (control premium) 分享與所有股東之效果，即可降低成為控制性股東之誘因。換言之，

<sup>2</sup> See also J. H. Farrat, FARRAR'S COMPANY LAW, 2d ed, 545 (1988) .

<sup>3</sup> See e.g., Jesper Lau Hansen, *When Less Would be More: the EU Takeover Directive in Its Latest Apparition*, 9 Columbia J. of European l. 275 (Spring 2003).

<sup>4</sup> 參閱劉連煜，〈有價證券之強制公開收購與申報制〉，收錄於氏著《新證券交易法實例研習》，臺北：元照出版公司，2004年2月，頁176。

若收購人因被收購公司之經營者汲取私利以致未能使公司營運發揮最大效率，而欲奪取該公司經營權時，在被收購公司為股權集中結構之前提下，經營者往往會選擇與被收購公司之控制性股東私下磋商之方式進行收購，然控制性股東勢必將其得獲取之私人利益計算入股份賣價中，藉此過程使其將喪失之控制權利益獲得補償。職是之故，強制公開收購制度於股權集中之企業環境中，可發揮減少控制性股東鞏固私利之效能，使少數股東權益獲得保障<sup>5</sup>。本文贊同前開見解，並認為此制之採取，得以契合證券交易法之規範目的。按收購行為之發動，往往伴隨著股價之震盪，廣大投資者因其地位脆弱極易受到損害，因此透過強制公開收購制度之落實，不啻是對於少數股東財產權之保障，同時亦符合證券交易法第一條所揭櫫「發展國民經濟，並保障投資」之立法宗旨。按投資者平等地位之確保，無形中也更形堅固其對於證券市場之信心，對於證券市場發展實有正面影響。

## 二、強制公開收購制度於我國之發展沿革

自民國八十九年證券交易法大幅修正後，又因經濟局勢之快速變遷，為配合政府財經政策，分別又於民國九十年十一月、民國九十一年二月、六月及九十三年四月進行四次局部修正，最近一次之修法則見於今（九十四）年五月<sup>6</sup>。而所謂強制公開收購制度，係於民國九十一年二月六日修法時所引進，其立法理由係為避免大量收購有價證券致影響個股市場之價格，爰參酌英國立法例，納入強制公開收購之規定<sup>7</sup>。考諸民國七十七年證券交易法修訂時，參照美國威廉法（Williams Act）之相關規定，增訂第四十三條之一，作為公開收購之規範，而民國九十一年修法時引進強制公開收購制度，之所以參酌英國法制之規定，乃因美國聯邦法並無強制公開收購之規定，而僅散見於州法之故也。

修正後之證券交易法第四十三條之一第三項規定：「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。」自此公開收購案件之類型，可區分為任意公開收購及強

<sup>5</sup> 參閱王文宇，〈敵意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施為中心〉，載於《企業併購法制學術研討會論文集》（2005年6月17日於臺灣大學法律學院），頁54。

<sup>6</sup> 為避免重大證券犯罪行為人進行財產移轉行為，掩飾其犯罪所得，以維護公司權益，並使犯罪人或相對人無法享受其犯罪所得或財產上利益，依據行政院金融改革專案小組下設金融犯罪查緝工作小組決議及學者專家意見，決定修正證券交易法第174條之1、第174條之2及第181條之1，並已於今年五月十八日經總統令華總一義字第09400072521號公布施行，詳請點閱行政院金融監督管理委員會證券期貨局網站「最新法令函釋」[http://www.sfb.gov.tw/secnews/law/trait/94year/trait-21/9400072521\\_index.htm](http://www.sfb.gov.tw/secnews/law/trait/94year/trait-21/9400072521_index.htm)（最後瀏覽日期：2005/6/15）

<sup>7</sup> 資料來源：<http://www.sfc.gov.tw/scenews/law/trait/91year/trait-21/09100025050-4.doc>（最後瀏覽日期：2005/6/15）

制公開收購<sup>8</sup>。另綜觀民國九十一年八月十二日財政部證券暨期貨管理委員會(即現在的證期局)(91)臺財證(三)字第○九一○一四二三三○號令修正發布之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」<sup>9</sup>第十一條中規定：「任何人單獨或與他人共同預定於五十日內取得公開發行公司已發行股份總額百分之二十以上有價證券者，應以公開收購方式為之(第一項)；符合下列條件者，不適用前項應公開收購有價證券之規定：一、與第三條關係人間進行股份轉讓者。二、其他符合本會規定者。(第二項)」係為配合證券交易法第四十三條之一第三項所公布之行政命令，其立法理由亦為基於股東平等之精神並使被收購公司全體股東有參與應賣之機會，故任何人單獨或與他人共同預定於五十日內取得公開發行公司已發行股份總額百分之二十以上有價證券者，應以公開收購為之。另強制公開收購制度雖可顧及股東平等原則，惟為便利關係人間股權移轉之考量，實有部分情形具有豁免實施公開收購之需要，此即為該條第二項之例外豁免規定。

至於何謂「其他符合本會規定者」？主管機關曾就此作出函釋，陸續針對「實施股份轉換，以發行新股作為受讓其他公開發行公司股份之對價者」(臺財證(三)字第○九二○○○二五二○號)<sup>10</sup>、「公開發行公司內部人依法轉讓股權予特定人者」(臺財證(三)字第○九二○○○三四四一號)<sup>11</sup>、「依證交所受託辦理上市證券拍賣辦法取得有價證券者」(臺財證(四)字第○九一○○○五五○六號)

---

<sup>8</sup> 關於任意公開收購與強制公開收購之區分與說明，請參閱吳佳慧，〈變革後公開收購制度之簡介〉，《證交資料》，第491期，2003年3月，頁5-6。

<sup>9</sup> 「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」係民國84年9月5日由財政部證券管理委員會(84)臺財證(三)字第02042號令所訂定發布，分別於民國90年及91年作全文性之修正。依原證券交易法第43條之1第3項所制定之該辦法，除參考美、日制度外，尚兼採英國及歐陸實質管理之精神，如原第7條規定得不核准之情形尚包括收購量未達一定標準(第3款，即「香港模式」)，公開收購人未能證明收購具社會經濟之比較利益(原第5款，已於民國90年修正時刪除)，以及考量公共利益(第6款)等。依新法所制定之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」及「公開收購說明書應行記載事項準則」，則除少數法律特別授權事項外，完全改採美、日公開申報制。有學者認為，在保護少數股東方面，自不及英國模式，有待將來修法。請參閱余雪明，《證券交易法》，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2003年4月4版，頁93。

<sup>10</sup> 財政部證券暨期貨管理委員會民國92年6月11日臺財證(三)字第0920002520號：「依公司法第156條第6項或企業併購法實施股份交換，以發行新股作為受讓其他公開發行公司股份之對價者，其受讓股份之行為屬公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第11條第2項第2款之『其他符合本會規定者』，不適用同條第1項應公開收購有價證券之規定。」

<sup>11</sup> 財政部證券暨期貨管理委員會民國92年8月26日臺財證(三)字第0920003441號：「公開發行公司之董事、監察人、經理人及持有公司股份超過股份總額百分之十之股東依證券交易法第22條之2第1項第3款轉讓股權予特定人者，該特定人受讓股份之行為得不適用證券交易法第43條之1第3項及公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第11條第1項應公開收購之規定。」

<sup>12</sup>等情形，明令為「其他符合本會規定」之事由，不適用強制公開收購。需注意者為，行政院金融監督管理委員會依法<sup>13</sup>預告之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」部分條文修正草案中，修正條文第十一條亦增列第二項第二款至第五款，將拍賣取得股份者、內部人持股轉讓予特定人、以發行新股作為受讓他公司股份者及標購取得股份者等四種情形，一併加以明文規範，排除強制公開收購規定之適用<sup>14</sup>，未來在適用上允宜留心。

證券交易法在民國九十一年二月引進強制公開收購制度之同時，也增訂了第四十三條之二至之五的規定，就公開收購之條件（之二）、公開收購期間平行購買之禁止（之三）、公開收購說明書及其責任（之四）及停止公開收購（之五）等加以明文規範。強制公開收購本屬公開收購之一種類型，於實施時亦應一併適用前開規定。

### 三、比較法制之說明 - - 以英國、歐盟及大陸地區為主

#### （一）英國

英國關於強制公開收購之法源，係訂定於「公開收購暨合併委員會」（the Panel on Takeover and Mergers）在一九六八年所頒佈之「公開收購暨合併守則」（the City Code on Takeover and Mergers）中。其實務及學說一般通認，採行強制公開收購乃保障少數股東之方法。蓋於經營權交替之際，為避免被收購公司之控制股東置少數股東之權益於不顧，在資訊未充分揭露之情況下，收購人與控制股東常私下以甚高的控制權溢價達成讓售股份之協議，故實有必要強制收購人採取公開收購之方式，對全體股東提出收買股份之要約，使所有股東均能在充分資訊揭露（disclosure）及平等條件下，享有公平脫離之權利，此亦即該制度之立法目的<sup>15</sup>。依「公開收購暨合併守則」第九條之規定，強制公開收購發生之情形有二：（一）任何人自行或與他人共同取得超過百分之三十有表決權之股份；（二）任何人自行或與他人共同持有超過百分之三十但未達百分之五十有表決權之股

---

<sup>12</sup> 財政部證券暨期貨管理委員會民國 91 年 10 月 31 日臺財證（四）字第 0910005506 號：「依『臺灣證券交易所股份有限公司受託辦理上市證券拍賣辦法』取得有價證券者，屬公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 11 條第 2 項第 2 款之『其他符合本會規定者』，不適用公開收購有價證券之規定。」

<sup>13</sup> 行政程序法第 151 條第 2 項準用第 154 條第 1 項。

<sup>14</sup> 參閱行政院金融監督管理委員會民國 94 年 5 月 9 日金管證三字第 0940001980 號公告，載《行政院公報》，第 11 卷第 85 期，2005 年 5 月，頁 10946。

<sup>15</sup> 參閱紀佳良，《控股公司架構下少數股東保護之研究》，國立臺灣大學法律研究所碩士論文，2003 年 6 月，頁 97。

份，欲再行取得超過百分之一有表決權之股份<sup>16</sup>。大致說來，強制公開收購與任意公開收購所適用之條款幾乎完全相同，所不同者在於強制公開收購之對價需以現金或現金之替代物為之，且收購人對於所有股東所提出之價格，應為自啟動強制公開收購之時點，回溯十二個月內，對該被收購公司收購股份所有出價之「最高價格」<sup>17</sup>。

## (二) 歐盟

另觀歐盟（EU）之相關法制發展，最重要者莫過於其所發布之「公開收購指令」（Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids），又稱為「公司法第十三號指令」<sup>18</sup>。從架構上而言，

<sup>16</sup> See the City Code on Takeover and Mergers, Rule 9.1.其原文為“Except with the consent of the Panel, when: (a) any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time, shares which (taken together with shares held or acquired by persons acting in concert with him) carry 30% or more of the voting rights of a company; or (b) any person who, together with persons acting in concert with him, holds not less than 30% but not more than 50% of the voting rights and such person, or any person acting in concert with him, acquires additional shares which increase his percentage of the voting rights, such person shall extend offers,……” available at <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/> (visited on 2005/6/18)

<sup>17</sup> 關於英國強制收購制度之分析，可進一步參閱曾宛如，〈英國公開收購制度之架構〉，《萬國法律》，第 105 期，1999 年 6 月，頁 41-46；林黎華，〈英國強制收購制度之研究〉，《證券暨期貨月刊》，第 23 卷第 2 期，2005 年 2 月，頁 30-46。

<sup>18</sup> 公司法第 13 號指令主要適用於有價證券已在歐盟會員國內之合法證券市場交易之公司(第 1 條第 1 項)。不論要約人取得有價證券之行為係出於自願(voluntary)或強制(mandatory)，其取得之股份依會員國法令已達到足以控制被收購公司，或要約本身即以取得被收購公司之控制權為目的者，均屬本指令之適用範圍。制訂該指令之構想最早可推至 1985 年，歐盟執委會早在 1989 年便提出第一次之指令建議案，然第一次建議案之規範內容因過於詳細，難以達到共識，同時，當時會員國間就整合企業公開收購規範之必要性，亦存在極大之意見紛歧，因此第一次立法建議案宣告失敗。其後，執委會在 1996 年復提出第二次建議案，此次建議案改弦易張，僅針對收購要約做原則性規範，而將執行細節交由各會員國依其內國企業文化與資本市場之發展程度，制訂執行面之細節規定。第二次建議案各方原本預期可在 2001 年通過，唯因執委會對部份議題的規範建議，始終無法取得歐洲議會認可，因此，第二次建議案又告失敗。有鑑於歐盟視該指令之通過為完成歐盟資本市場整合之重要步驟之一，為達到歐盟理事會所揭櫫在 2005 年完成資本市場整合之行動綱領，執委會在第二次建議案胎死腹中後，旋即在 2001 年 9 月設置「公司法專家高層小組」(High Level Group of Company Law Experts)，由 Jaap Winter 教授領導，就議會所質疑之三大主要議題進行研議，於 2002 年 10 月提出第三次建議案。該指令於 2004 年 4 月在法國召開之歐盟理事會正式通過。關於各建議案之說明，詳請參閱黃慧嫻，〈歐盟第十三號公司法指令草案(收購要約指令草案)簡介〉，《科技法律透析》，第 14 卷第 12 期，2002 年 12 月，頁 20-24；黃

本指令承襲第二次建議案之基本架構，僅就公開收購所涉及之重要問題，指出會員國應共同遵守、確保之重要原則。就指令之內容而言，主要側重對於少數股東保護、收購程序之公開透明化、重要交易資訊之揭露、反收購規範及董事會面對收購要約時之角色定位、證券市場交易安全之維護及收購資金來源之確保等方面，制訂歐盟境內最低之保障標準。指令之其他條文規定內容，均係針對上諸原則所做之明確化規範。

對於是否應於歐盟層次設立強制公開收購制度之課題，一直以來爭議頗多。該指令第一次建議案中其實已提出強制公開收購制度之構想，各國對此評價不一（例如德國與荷蘭即強烈反對）。嗣後，於一九九七年的提案中則採取了較折衷的方式，亦即讓各會員國有權選擇全面強制收購、部分強制收購或其他對等方式來實現保障少數股東利益之目標。然最終正式通過之「公司法第十三號指令」第五條則明確地否認了一九九七年的提議，規定各會員國必須全面強制收購，且無選擇權。依該指令第五條第一項之規定，倘若一自然人或法人或其共同行動之人取得目標公司之股份後，連同自己原已持有及共同行動人所持有之股份，已使其直接或間接取得該公司一定比例之表決權，從而取得該公司之控制權者，歐盟之會員國應當強制要求該人對於該公司全體股東發出公開收購要約，以作為保護該公司少數股東利益之方式。該要約應儘早向所有股東發出，並以公平合理之價格予以收購<sup>19</sup>。

有關「公平價格」如何決定，前二次建議案中均未進一步指明，歐洲議會因此對該指令之整合效力，產生莫大質疑。為此，歐盟執行委員會特別委託公司法專家高層小組(High Level Group of Company Law Experts)加以研究。依據專家小組之研析報告，指令本身若對於此一問題未提供較明確之判斷標準，則一旦爭議發生，勢必交由法院裁決，收購的利益在法院做出裁決以前，恐怕早已消失殆盡。此外，對此問題若未預先就其定義與判斷標準予以規範，則在個案發生時，價格

---

正一，〈歐洲聯盟之公開收購規定〉，《法令月刊》，第 52 卷第 12 期，2001 年 12 月，頁 51-67。另可參閱 Niamh Moloney, *EC Securities Regulation*, 832-833( Oxford University , 2002).

<sup>19</sup> Article 5(1) provides: “Where a natural or legal person, as a result of his/her own acquisition or the acquisition by persons acting in concert with him/her, holds securities of a company as referred to in Article 1(1) which, added to any existing holdings of those securities of his/hers and the holdings of those securities of persons acting in concert with him/her, directly or indirectly give him/her a specified percentage of voting rights in that company, giving him/her control of that company, Member States shall ensure that such a person is required to make a bid as a means of protecting the minority shareholders of that company. Such a bid shall be addressed at the earliest opportunity to all the holders of those securities for all their holdings at the equitable price as defined in paragraph 4.” available at <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/Notice.do?val=387147:cs&lang=en&list=387147:cs.&pos=1&page=1&nbl=1&pgs=10&checktexte=checkbox&visu=#texte> (visited on 2005/6/18)

公平性之問題會給予法院過多的解釋空間。因此，專家小組乃建議，收購價格適當性之定義與判斷標準問題，必須透過指令加以整合，如此方可提高收購者對收購成本的預見性，並讓收購案更加容易進行，從而歐盟資本市場的運作也可以更有效率。基此，執委會乃接受專家小組建議，於第三次建議案中針對「公平價格」訂定更明確之認定標準<sup>20</sup>。通過後之指令第五條第四項即揭示，收購價格之公平與否主要依據最高價原則與流通性原則判定。亦即，於正常情形下，收購價格為公開收購要約前六至十二個月內，收購人為取得被收購公司股份所支付之最高對價<sup>21</sup>。而收購者選擇使用其他有價證券做為支付工具時，若該有價證券不具流通性，各會員國內國法應要求收購者必須另外提出現金，供應賣股東作為對價之另一種可能選擇(指令第五條第五項)。

至於強制公開收購之門檻為何，歐盟公司法第十三號指令並未提供一明確之具體標準。詳言之，該指令第五條第三項僅謂：「所持有得以享有目標公司控制權之股份比例及其計算方法，由公司註冊地之會員國法律自行規定。」<sup>22</sup>亦即該號指令只是從框架上對該臨界點(threshold)作出規定，而具體比例則應依據各國具體國情加以制定。此種指導性之規定協調了會員國間的差異，也賦予會員國某程度的自由裁量權，也成就了各國保障少數股東利益之實質公平<sup>23</sup>。而未來各國有關股權收購之規範，勢必走向整合。歐盟公司法第十三號指令雖然是調整歐

---

<sup>20</sup>參閱黃慧嫻，〈歐盟第十三號公司法指令草案（收購要約指令草案）簡介〉，《科技法律透析》，第14卷第12期，2002年12月，頁22。

<sup>21</sup> Article 5(4) provides: “The highest price paid for the same securities by the offer, or by persons acting in concert with him/her, over a period, to be determined by Member States, of not less than six months and not more than 12 before the bid referred to in paragraph 1 shall be regarded as the equitable price. If, after the bid has been made public and before the offer closes for acceptance, the offeror or any person acting in concert with him/her purchases securities at a price higher than the offer price, the offeror shall increase his/her offer so that it is not less than the highest price paid for the securities so that it is not less than the highest price paid for the securities so acquired.” available at <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/Notice.do?val=387147:cs&lang=en&list=387147:cs.&pos=1&page=1&nbl=1&pgs=10&checktexte=checkbox&visu=#texte> (visited on 2005/6/18)

<sup>22</sup> Article 5(3) provides: “The percentage of voting rights which confers control for the purposes of paragraph 1 and the method of its calculation shall be determined by the rules of the Member State in which the company has its registered office.” available at <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/Notice.do?val=387147:cs&lang=en&list=387147:cs.&pos=1&page=1&nbl=1&pgs=10&checktexte=checkbox&visu=#texte> (visited on 2005/6/18)

<sup>23</sup> 參閱董玲，〈試論歐盟強制要約收購制度——結合《要約收購指令》加以解讀〉，資料來源：<http://64.233.187.104/search?q=cache:vSVLq7bJAVUJ:www.lichangqi.com/wz/wz1.asp%3Fid%3D95+%E6%AD%90%E7%9B%9F%E7%AC%AC%E5%8D%81%E4%B8%89%E8%99%9F%E6%8C%87%E4%BB%A4&hl=zh-TW> (最後瀏覽日期：2005/6/19)

盟領域公司執行公開收購之主要依據，但亦不容否定其所具有之指標性意義，其未來發展仍值注意。

### (三) 大陸地區

一九九八年十二月二十九日通過之「中華人民共和國證券法」，乃大陸地區用以規範證券發行與交易之基本法，其中第四章（第七十八條至第九十四條）對於上市公司收購事宜設有規定<sup>24</sup>。對於該部法律之評價，一般認為相較於以往之規範形式，已有所突破，但與先進國家之立法相比，仍失之簡陋與籠統<sup>25</sup>。雖言如此，該法中針對強制公開收購亦設有規範，得予觀察。

啟動強制公開收購之規定，見諸該法第八十一條：「通過證券交易所的證券交易，投資者持有一個上市公司已發行的股份的百分之三十時，繼續進行收購的，應當依法向該上市公司所有股東發出收購要約。但經國務院證券監督管理機構免除發出要約的除外。」<sup>26</sup>同法第八十二條<sup>27</sup>與第八十三條<sup>28</sup>則係規範強制公開收購報告書之記載事項、報送義務以及相關的期限規定。對於前開規定，學者也提出許多質疑，例如第八十二條規定「依照前條規定發出收購要約」才需報告，亦即強制公開收購揭露義務之賦予，惟既謂「前條」，自不及於前條所未規範之任意公開收購情形，如此規定是否妥當，不無疑義；又如第八十一條中所稱「投資者持有一個上市公司已發行的股份的百分之三十」一語，雖然在現階段之適用上尚稱允當（大陸地區之股份並沒有表決權有無之區別），但從未來發展角度以觀，股票的種類必會增加，無表決權股份也將成為大陸投資市場重要的股份種類之一，屆時實施強制公開收購之義務，必須是針對有一定比例表決權而得以控制公司之收購行為，而非單純的投資行為，法律似乎可以防患於未然。再者，何謂

---

<sup>24</sup> 在該部法典出現前，收購之規範散見於「中華人民共和國公司法」、「股票發行與交易管理暫行條例」、「公開發行股票公司信息披露實施細則（試行）」，以及某些地方性規定中，時常出現權責衝突的混亂情狀。

<sup>25</sup> 參閱關家濤，〈我國證券法中上市公司收購法律規定之檢討〉，資料來源：

<http://www.hecom.gov.cn/wtofadian/wen/xxtg/>（最後瀏覽日期：2005/6/19）

<sup>26</sup> 資料來源：<http://finance.sina.com.cn/roll/20030723/1459379018.shtml>（最後瀏覽日期：2005/6/19）

<sup>27</sup> 第八十三條：「收購人在依照前條規定報送上市公司收購報告書之日起十五日後，公告其收購要約。（第一項）收購要約的期限不得少於三十日，並不得超過六十日。（第二項）」

<sup>28</sup> 第八十二條：「依照前條規定發出收購要約，收購人必須事先向國務院證券監督管理機構報送上市公司收購報告書，並載明下列事項：（一）收購人的名稱、住所；（二）收購人關於收購的決定；（三）被收購的上市公司名稱；（四）收購目的；（五）收購股份的詳細名稱和預定收購的股份數額；（六）收購的期限、收購的價格；（七）收購所需資金額及資金保證；（八）報送上市公司收購報告書時所持有被收購公司股份數占該公司已發行的股份總數的比例。（第一項）收購人還應當將前款規定的公司收購報告書同時提交證券交易所。（第二項）」

「通過證券交易所的證券交易」？「上市公司股東」如何界定？……等疑惑，專家學者仍陸續檢證中<sup>29</sup>。大陸地區證券法之修正工作，現正如火如荼地進行中<sup>30</sup>，至於未來是否會就前開問題加以檢討並修正，亦有待觀察。

## 參、問題分析與對策

證券交易法第四十三條之一第三項與公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第十一條之規定，似乎已順理成章地被認為是我國現行關於強制公開收購之規範條文。但經過上文之探討，似乎可以發現，實際上我國法制與真正為一般所識之強制公開收購制度相較之下，似乎僅是類似強制公開收購之制度。在此制度下，亦不免產生一些適用上或理解上的疑義，謹分析探討如下。

### 一、形同實異的微妙空間 - - 與英國式強制公開收購法制之差異

依英國「公開收購暨合併守則」第九條之規定，強制公開收購乃「任何人自行或與他人共同取得超過百分之三十有表決權之股份」，或「任何人自行或與他人共同持有超過百分之三十但未達百分之五十有表決權之股份，欲再行取得超過百分之一有表決權之股份」時，收購人應對全體股東為公開收購。此項法制之推展，也影響了其他將強制公開收購法制化的國家之立法，故以英國式稱之。從各國立法例之比較中，似乎可以發現，我國相關法制與之有所不同。

從構成要件觀之，目前普遍採行強制公開收購制度之立法例，其規範重點係著眼於因單獨或共同取得人取得一公司之有表決權股份比例達一定程度，而造成「控制權移轉」之效果時，方課以該單獨或共同取得人對公司已發行股份之所有有價證券持有人發出全面要約之義務。但徵諸我國現行規定，似乎僅要求取得之股份達一定比例以上，即應採用公開收購，而不問是否已產生控制權移轉之效果。此外，無論是證券交易法或公開收購公開發行公司有價證券管理辦法之規定，均未要求對於全部之有價證券持有人進行全面性之要約，與各國立法例亦有所不同，併觀目前行政命令及主管機關對於個案（致達科技收購慧智科技案）之見解亦同。其次，從法律效果觀之，真正的英國強制公開收購制度，係由自律規章加以規定，原則上不具刑罰效果，但反觀我國法制，違反的效果則是伴隨著證券交易法第一百七十五條之刑罰效果<sup>31</sup>。

另外，就強制公開收購之門檻與期間加以規範之公開收購公開發行公司有價

<sup>29</sup> 可參閱宁金成、赵丽丽，前揭註 1 文之說明。

<sup>30</sup> 詳情可參 <http://finance.sina.com.cn/nz/zqfxg/index.shtml>（最後瀏覽日期：2005/6/19）

<sup>31</sup> 參閱林黎華，〈我國強制收購制度規範內容與適用疑義之探討（下）〉，《集保月刊》，第 138 期，2005 年 5 月，頁 19-20 及頁 28。

證券管理辦法第十一條，亦受到論者質疑。蓋該規定降低了起算門檻，相較於前舉各國法例，可謂相當嚴峻；但就母法及子法均為要求收購人對全體股東承諾收購全數股份一點，卻又相對地顯得寬鬆。再者，辦法中所規定的五十日期間亦非一般強制公開收購制度所常見<sup>32</sup>。因此總括而言，我國現行之強制公開收購似較傾向限制大額交易之類似強制公開收購制度，而非純粹的英國式強制公開收購制度。其中所存在的差異空間，不可不辨。但揆爰其故，二者差異之因乃在於投資環境與法制形成過程之不同所致。

## 二、法制適用上之疑義

### (一) 關於「共同取得」之認定

現行公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第十二條係針對前條所稱「共同預定取得人」所為之補充規定，其立法理由為參酌「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報事項要點」之規定，爰明訂共同預定取得人之範圍。就後者對於共同取得人之定義，必須併參該要點之第三條及第五條。第三條謂：「本要點所稱與他人共同取得股份之共同取得人包括左列情形：(一) 由本人以信託、委託書、授權書或其他契約、協議、意思聯絡等方法取得股份者。(二) 本人及其配偶、未成年子女及二親等以內親屬持有表決權股份合計超過三分之一之公司或擔任過半數董事、監察人或董事長、總經理之公司取得股份者。(三) 受本人或其配偶及前款公司捐贈金額達實收基金總額三分之一以上之財團法人取得股份者。」而其中所稱「取得」股份不以過戶為取得之要件，其取得方式，依同辦法第五條之規定，係指(一) 買進或互易、(二) 受贈、(三) 轉換公司債其轉換權之行使、(四) 繼承、遺贈或承受、(五) 公司合併之股份換發、(六) 信託讓與等六種方式。

惟上開要點第三條第二款規定「本人及其配偶、未成年子女及二親等以內親屬持有表決權股份合計超過三分之一之公司或擔任過半數董事、監察人或董事長、總經理之公司取得股份者」亦屬於所謂的共同取得人，然單純以客觀的身份關係為認定基準，其影響所及者乃證券交易法中罰則規定之適用，是否妥適，值得檢討。民國九十三年十二月十七日司法院大法官會議作出釋字第五八六號解釋，針對此項規定，提出違憲之宣告<sup>33</sup>。其解釋理由書進一步作了詳盡說明：「……

<sup>32</sup> 參閱劉紹樑，〈強化企業併購法制〉，載於《企業併購法制學術研討會論文集》(2005年6月17日於臺灣大學法律學院)，頁32。

<sup>33</sup> 司法院大法官會議釋字第586號解釋文：「財政部證券管理委員會(後更名為財政部證券暨期貨管理委員會)，於中華民國84年9月5日訂頒之『證券交易法第43條之1第1項取得股份申報事項要點』，係屬當時之證券交易主管機關基於職權，為有效執行證券交易法第43條之1第1項規定之必要而為之解釋性行政規則，固有其實際需要，惟該要點第3條第2款：『本人及其

要點第三條第二款：『本人及其配偶、未成年子女及二親等以內親屬持有表決權股份合計超過三分之一之公司或擔任過半數董事、監察人或董事長、總經理之公司取得股份者』亦認定為共同取得人之規定及第四條相關部分，雖係主管機關為有效揭露資訊，妥適保障投資人權益，考量親屬關係於我國企業文化之特殊性，以客觀上具備一定親屬關係與股份取得行為為標準，認定行為人間意思與行為共同之必然性所訂定。此種定義方式雖有其執行面上之實際考量，然其忽略母法『共同』二字依一般文義理應具備以意思聯絡達到一定目的（如控制、投資）之核心意義，不問股份取得人間主觀上有無意思聯絡，一律認定其意思與行為共同之必然性。衡諸社會現況，特定親屬關係影響、支配家族成員股份取得行為之情形雖屬常見，但例外情形亦難認不存在。單以其客觀上具備特定親屬關係與股份取得行為，即認定股份取得人手中持股為共同取得，屬應併計申報公開之股權變動重大資訊，可能造成股份取得人間主觀上無共同取得之意，卻因其具備客觀之親屬關係與股份取得行為，未依法併同申報而成為母法第一百七十八條第一項第一款、第一百七十九條處罰之對象，顯已逾越證券交易法第四十三條之一第一項『共同取得』之文義可能範圍，增加母法所未規範之申報義務，涉及憲法所保障之資訊自主權與財產權之限制，違反憲法第二十三條之法律保留原則，為避免證券市場失序，該項規定應自本解釋公布之日起，至遲於屆滿一年時，失其效力。」<sup>34</sup>。前開解釋雖僅針對證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報事項要點之相關規定而為解釋，但此乃囿於大法官受理解釋制度之本質使然。惟具有類似規定之公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第十二條第一項第二款至第六款以及同條第二項，似亦具有雷同之瑕疵，容有一併修正之必要。

金融監督管理委員會亦體認前開修正之需要，於今（九十四）年五月九日預告之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」部分條文修正草案<sup>35</sup>中，亦修訂前開條文，修訂後刪除原規定第一項第二款至第六款以及第二項之規定，而規定為：「前條所稱與他人共同預定取得公開發行已發行股份，係指預定取得人間因共同之目的，以契約、協議或其他方式之合意，取得公開發行公司已發行股份。」

---

配偶、未成年子女及二親等以內親屬持有表決權股份合計超過三分之一之公司或擔任過半數董事、監察人或董事長、總經理之公司取得股份者』亦認定為共同取得人之規定及第四條相關部分，則逾越母法關於『共同取得』之文義可能範圍，增加母法所未規範之申報義務，涉及憲法所保障之資訊自主權與財產權之限制，違反憲法第 23 條之法律保留原則，應自本解釋公布之日起，至遲於屆滿一年時，失其效力。」資料來源：司法院大法官解釋爭點總覽介面 [http://www.judicial.gov.tw/constitutionalcourt/p03\\_01.asp?expno=586](http://www.judicial.gov.tw/constitutionalcourt/p03_01.asp?expno=586)（最後瀏覽日期：2005/6/19）

<sup>34</sup>資料來源：[http://www.judicial.gov.tw/constitutionalcourt/p03\\_01.asp?expno=586](http://www.judicial.gov.tw/constitutionalcourt/p03_01.asp?expno=586)（最後瀏覽日期：2005/6/19）

<sup>35</sup>參閱行政院金融監督管理委員會民國 94 年 5 月 9 日金管證三字第 0940001980 號公告，載《行政院公報》，第 11 卷第 85 期，2005 年 5 月，頁 10946-10947。

將現行條文以客觀情事為判斷標準之情形予以調整，較原規定更契合大法官會議解釋之意旨，誠屬正確。

## (二) 關於收購標的之問題

按英國強制公開收購法制之規定，係規定強制公開收購時需對各類具有股權性質之有價證券進行全面性收購。惟觀乎我國證券交易法第四十三條之一第三項，因條文文義不甚明確，無從得悉為強制公開收購時，是否需對全部具有股權性質之有價證券為要約。加以缺乏相關解釋，實務也無相關案例，在收購標的之認定上仍屬有疑。為符合實際上之需求，日前金融監督管理委員會證券期貨局宣布，將修正相關規定，將海外存託憑證納入公開收購之範圍<sup>36</sup>。如此一來，目前可確定之收購標的種類為股票、可轉換公司債、附認股權轉換債，以及同具股權性質之海外存託憑證。

然不論如何，因我國證券交易法上強制公開收購畢竟與英國式強制公開收購有間，而較傾向限制短期大量取得股份交易方式之規定，仍屬部分收購制度。從而，似不宜解為需對全部各類股份進行強制公開收購，而應有所限縮；但爾後倘完全採行英國式強制公開收購時，就所謂「已發行股份」之解釋，則應包括各類股份以及具有股權性質之有價證券<sup>37</sup>。

## (三) 公開說明書規定之準用問題

承前所述，強制公開收購乃因符合法律所規定之要件，而強制收購人必須向全體（在我國為部分）股東為收購要約之一種公開收購類型，因而公開收購之相關規定於強制公開收購自應適用之。民國九十一年六月修正證券交易法時增訂第四十三條之四，規範公開收購人交付公開收購說明書之義務，其謂：「公開收購人除依第二十八條規定買回本公司股份者外，應於應賣人請求時或應賣人向受委任機構交存有價證券時，交付公開收購說明書。（第一項）前項公開收購說明書，其應記載之事項，由主管機關定之。（第二項）第三十一條第二項及第三十二條之規定，於第一項準用之。（第三項）」<sup>38</sup>。須注意者，為辦理公開收購所編製之公開收購說明書，應不屬於同法第十三條<sup>38</sup>之範疇。其因在於，公開收購係屬於

<sup>36</sup> 參閱中央社「存託憑證納入公開收購範圍·購併添新管道」，資料來源：

<http://news.pchome.com.tw/finance/cna/20050509/index-20050509215754180337.html>（最後瀏覽日期：2005/6/16）

<sup>37</sup> 參閱林黎華，〈我國強制收購制度規範內容與適用疑義之探討（下）〉，《集保月刊》，第 138 期，2005 年 5 月，頁 24。

<sup>38</sup> 證券交易法第 13 條：「本法所稱公開說明書，謂發行人為有價證券之募集或出賣，依本法之規定，向公眾提出之說明文書。」

交易市場之買賣，且收購人係買入證券，並非為「有價證券之募集或出賣」，與第十三條之定義顯不相符，此或為證券交易法第四十三條之四第三項使用「準用」方式規範之故。基於此項準用規定，在運用上所產生之問題有二：

#### 1. 公開收購說明書內容虛偽不實之刑事責任疑義：

查證券交易法第一百七十四條第一項乃關於虛偽記載之罰則規定，其第三款謂：「發行人或其負責人、職員有第三十二條第一項之情事，而無同條第二項免責事由者」，應依該條規定處罰。惟同條項第五款復規定，公開收購人於依法製作之帳簿、表冊、傳票、財務報告或其他有關業務文件之內容有虛偽之記載者，亦在處罰之列。而第三款所謂有「第三十二條第一項之情事」，是指募集有價證券，向認股人或應募人交付之公開說明書有虛偽或隱匿情事，與公開收購之情形容有不同。因此，公開收購說明書內容虛偽不實刑事責任之論處，須視其是否符合第一百七十四條第一項第五款之規定而斷。惟公開收購說明書是否包括在第五款所稱「其他有關業務文件」之範圍，條文規定尚欠明確，適用上易滋疑義，似應修法作明確之規範<sup>39</sup>。

#### 2. 違反交付公開收購說明書義務之刑事責任疑義：

證券交易法第一百七十七條第一款規定違反第三十一條第一項之規定者，處一年以下有期徒刑、拘役或科或併科新臺幣一百二十萬元以下罰金，是為違反交付公開說明書義務之刑事責任規範。然因證券交易法第四十三條之四第三款僅準用第三十一條第二項，從而僅生民事責任之法律效果，刑事責任則付之闕如<sup>40</sup>。此種情形，使得公開說明書之規範體系產生不公平之現象（為何獨厚於公開收購說明書），為弭爭議，似宜修法調整為當。

## 肆、結語

證券管理之範圍雖廣，但主要以四部份為核心，即規範（regulation）、公開原則（disclosure）、內部人交易（insider dealing）及公開收購（take-over）<sup>41</sup>。強制公開收購係指收購人取得被收購公司發行股份達一定控制比例，或在持有一定比例後於一定期間內再行增加持有一定比例時，依法律規定收購人需向被收購公司全體股東發出公開收購要約，並有收購其股份之義務而言。本文嘗試由制度

---

<sup>39</sup> 參閱賴英照，〈論公開說明書之規範（補遺）〉，《建華金融季刊》，第 28 期，2005 年 3 月，頁 169-170。

<sup>40</sup> 參閱賴英照，〈論公開說明書之規範〉，《建華金融季刊》，第 27 期，2004 年 12 月，頁 7。

<sup>41</sup> 參閱曾宛如，〈證券交易法原理〉，台北：元照出版公司，2005 年 3 月，頁 6。

設計之理念出發，並探討該制度之比較法制與我國之發展概況，最後分析法制適用上之疑義並提出些許個人淺見，企盼對於此核心問題之未來發展能有所助益。  
(作者為本所資深顧問)