

日本近來敵意併購案例之發展及其對我國法制之啟示

李智仁

壹、引言

併購 (Merger & Acquisition, M&A) 在近年來成為學術界與實務界所關注之重要焦點, 相關案例如雨後春筍般地出現, 進行併購之業別種類亦令人目不暇給。近期之國際併購動作頻仍, 例如美國旅遊集團 Sabre 控股公司於二〇〇五年五月十二日宣布併購英國線上折扣旅行社 Lastminute.com、美國 E-trade 財務公司於同日亦宣布併購其對手——線上證券公司 Ameritrade。此外, 英國巴克萊銀行於二〇〇五年五月九日亦宣布併購南非 Absa 銀行, 在此同時, 總部設於丹麥的全球最大航運公司——麥斯克公司亦準備收購荷蘭海運公司。反觀我國, 寶成工業收購其關係企業寶成鞋業、中華開發收購大華證券等案件, 或可謂是發動併購之先驅。其後, 遠東集團收購遠傳電信、台新銀行收購大安銀行、致達公司收購慧智科技、建華金融控股公司收購台北商銀等併購案件亦陸續出現。惟併購具有高度技術性, 法制配套屬於制度中重要的一環, 應予重視。自二〇〇〇年起, 在金融機構合併法、金融控股公司法、企業併購法以及相關法規 (如公司法、公平交易法、證券交易法) 相繼通過或配合修訂下, 企業併購法制儼然成形, 許多企業及金融機構也搭上併購列車, 讓我國金融版圖與企業疆域, 產生了合縱連橫的變動效果。這股風潮尚未止歇, 未來進一步之發展應屬可期。

企業併購依觀察角度之不同而異其分類, 若由「目標公司是否同意該項併購之進行」作為分類基點, 可區分為合意併購 (或稱友好性併購) 及敵意併購 (hostile takeover)¹。與我國有密切地緣關係的日本, 其企業文化一向持守以和為貴的和諧精神, 進行企業併購之案例雖不在少數, 惟採取敵意併購方式者則相當罕見, 且一般多不贊同此種方式之運用, 甚至以資本主義之獠牙視之。然於二〇〇五年二月間, 當日本 IT 產業界新星 Livedoor 公司²宣布已收購日本廣播電台 (ニッポ

¹ Hostile takeover 一詞在國內常見的翻譯有「敵意併購」、「惡意併購」、「敵意接管」、「非善意併購」、「敵對性併購」、「非合意併購」及「非友善性併購」等, 林林總總, 不一而足。本文使用「敵意併購」之理由在於弱化主觀上之描述性義涵, 同時並表達採用此模式可能形成之對立局勢。

² Livedoor 董事長堀江貴文在東京大學就讀時就創立有限公司從事網際網路服務, 至 1997 年中途輟學, 情況與美國微軟公司主席比爾·蓋茲有點相似。至 2000 年, 該公司就在新興企業市場上市, 並且不斷進行收購 (該公司曾收購日本全球 (Global) 證券 (現改名為 Livedoor 證券)), 而科網股泡沫爆破對他而言完全沒有影響。2004 年公司正式改名為 Livedoor, 該公司現時有四項主要業務, 包括了電子商務、應用、網際網路建構及設置網站內容, 並預定公司最終目標為發

放送；Nippon Broadcasting System, Inc.以下簡稱 NBS）百分之三十五以上股權，企圖介入該電台經營後，敵意併購之風潮開始席捲這個亞洲國家，而本案也引起國際間之廣泛重視。本案之效應，不僅喚起日本國人正視市場上敵意併購運用事實之意識，收購公司 Livedoor 所採行之併購模式，也引發諸多爭議。相對而生之防禦策略，在法制上有論辯空間，法院對此策略所表示之見解亦值參考。更值得一提者，基於此項震撼，亦牽動了金融相關單位如金融廳與東京證交所等，對於相關法制作出檢討與修訂之舉。本文旨在分析此極具代表性之案例，從中探索收購公司與目標公司間之攻擊防禦策略，並藉由司法裁判所得出之結論與主管當局之相關修法思維，檢視我國類此制度未來之可行方向。

貳、案例之說明與分析

一、背景說明

戰後以來，日本電視界存在著所謂的「雙元結構」，也就是公共電視和商業電視並存的制度。由於公共電視 NHK 的節目行銷全球，其動態較引人注意，反而使人容易忽略日本商業電視台的特色。日本的主要商業電視台都是由全國性報紙發展出來的媒體集團所把持，例如讀賣新聞集團經營日本電視（NTV），每日新聞有東京放送（TBS），朝日新聞也有朝日電視台，產經新聞有富士電視台，日本經濟新聞則經營東京電視台。日本報業和電視業的關係緊密且穩定，這樣穩定且沈滯的結構數十年來未曾改變³。但這樣的體制在二〇〇五年二月被打破，網路新貴 Livedoor 董事長堀江貴文透過外資融資，大舉買進日本放送（NBS）之股票，其行動並直指 NBS 之母公司－富士電視台－之經營權，震驚了日本各界，輿論反應不一，但案件內容有其政策及法制上之意義。

二、案例事實

NBS 是富士電視台（Fuji Television Network, Inc.）的子公司，二者採交叉持股之方式，NBS 擁有富士電視台百分之二十二點五的股權，富士電視台則僅擁有 NBS 約百分之十三的股權，其股權關係十分特殊，亦即形成規模較小的 NBS 居然是規模較大的富士電視台之最大股東的情形。富士電視台為使股權關係趨於正常，欲透過公開收購（takeover bid, TOB）之方式，讓 NBS 完全子公司化。孰

展成為一間業務遍及全球的跨國集團。日前該公司因與樂天集團相繼加入收購日本職棒球隊，更使其聲名大噪。Available at <http://www.takungpao.com/news/2005-3-16/JC-377129.htm>（visited on 2005/5/21）。然而，這位快速竄起而家喻戶曉的年輕網路新貴，卻在今（2006）年 1 月間因涉嫌製作假帳而被以違反證券交易法等罪名起訴，也為其傳奇性的人生更添一筆驚奇。

³ 參閱羅慧雯，〈台灣媒體需要世代交替〉，載於 2005 年 4 月 4 日媒體改造論壇。Available at <http://twmedia.org/archives/000909.html>（visited on 2005/5/25）。

料，在富士電視台展開公開收購期間，Livedoor 透過盤後交易之方式，於東京證券交易所大舉收購 NBS 之股票，並取得百分之三十五的股權，得以跨越日本商法所規範之門檻，進入董事會參與經營。但 Livedoor 之目的並不僅止於此，其乃企圖以 NBS 為跳板，進而參與富士電視台的經營活動⁴。

面對 Livedoor 凌厲的攻勢，NBS 方面亦迅速作出回應。二〇〇五年二月二十三日，NBS 董事會宣布決定向富士電視台發行認股預約權（新株予約權）達四千七百二十股。一旦富士電視台行使認股權，將取得 NBS 之控制權，同時並稀釋了 Livedoor 對於 NBS 之持股比例，此舉將摧毀 Livedoor 之併購成效。Livedoor 於次日隨即向東京地方法院提起訴訟，並聲請禁止 NBS 發行認股預約權之假處分，法院於同年三月十一日認可該項聲請⁵。雖經 NBS 提出異議，惟高等法院亦維持相同見解⁶。關於該項裁定可討論之重點頗多，然關於敵意併購防禦行為之主要爭點，乃集中在該認股預約權之發行「並非基於有利的條件」且「顯以不公平之方式為之」二點上⁷，容後敘述。不過，耐人尋味的是，本案發展最後急轉直下，Livedoor 與富士電視台達成和解，並朝策略聯盟之方向邁進。然而，本案所帶給日本社會的震撼效果，是極具歷史性與代表性的。茲將 Livedoor 對於 NBS 進行敵意併購期間之重要關鍵事項，以【表一】敘明：

【表一】Livedoor 對 NBS 進行敵意併購大事紀

日 期	發 生 之 重 要 事 件
2005 年 1 月 17 日	富士電視台聲明將對於日本放送（NBS）進行公開收購（TOB），收購之價格為每股 5,950 日圓。
2 月 8 日	Livedoor 集團宣告所取得 NBS 所發行股份已達 35%，並朝向

⁴ 附帶一提的是，由於 Livedoor 在收購時所籌措 800 億日元的收購資金，係向美國 Lehman Brothers 投資銀行出售可轉換公司債而取得。由於有美國公司間接控制日本媒體的可能性，此項敵意併購攻防戰也牽動了日本政治界、經濟界、金融界和傳媒界。參閱〈livedoor 欲控制日本富士電視台 美夢難圓〉，available at <http://www.epochtimes.com/b5/5/2/25/n826441.htm> (visited on 2005/5/25) .

⁵ 參閱 H17. 3.11 東京地方裁判所平成 17 年(ヨ)第 20021 号新株予約權發行差止仮処分命令申立事件，available at <http://courtdomino2.courts.go.jp/Kshanrei.nsf/webview/39474D7BE44D11CC49256FCF0028876A/?OpenDocument> (visited on 2005/5/25) .

⁶ 參閱 H17. 3.23 東京高等裁判所平成 17 年（ラ）第 429 号新株予約權發行差止仮処分決定認可決定に対する保全抗告，available at <http://courtdomino2.courts.go.jp/kshanrei.nsf/webview/65EA450FA1E373C249256FCD002988C5/?OpenDocument> (visited on 2005/5/25) .

⁷ 參閱「新株予約權發行差止仮処分と敵対的買収対策」商事法務 1726 号（商事法務研究会・2005 年 3 月 25 日）70 頁。

	50%之目標前進。同時並向富士集團提出事業合作之邀請。
9日	富士電視台拒絕 Livedoor 所提出之合作邀請。
11日	富士電視台將公開收購（TOB）之下限由 50%調降到 25%，公開收購（TOB）之期限亦由 2月21日延長至 3月2日。
23日	NBS 決定對富士電視台發行認股預約權。
24日	Livedoor 向東京地方法院聲請假處分，禁止認股預約權之發行。
3月11日	東京地方法院認定 NBS 發行認股預約權之舉有顯不公正之情事，判決 NBS 敗訴，並為禁止發行之假處分。NBS 獲悉後旋即向東京地方法院對該假處分提出異議。
16日	Livedoor 宣布取得 NBS 股份已超越 50%，足以影響決定權。 東京地方法院駁回 NBS 提出之異議，並認可禁止認股預約權發行之命令。
23日	東京高等法院駁回 NBS 所提之抗告，並認可禁止命令。
4月18日	Livedoor 與富士電視台達成和解，並決定由富士電視台向 Livedoor 收購 32.4%之 NBS 股份，並買進 Livedoor 12.75%之股份。Livedoor 敵意併購 NBS 一案，至此終告落幕。

資料來源：堀井慎一『敵対的買収』（徳間書店・2005年5月31日）30-31頁。作者依本文之論述重點，已酌予修改調整。

三、本案之爭點分析

綜觀東京地方法院及高等法院針對 Livedoor 對 NBS 實施敵意併購一案所作出之**裁定**，所論及重點有三：一為「認股預約權之發行目的」，二為「NBS 之企業價值評估」，最後為「Livedoor 於交易所外（立会外）之盤後交易（時間外取引）行為之適法性」，本段謹針對第一點及第三點加以說明。

（一）關於發行認股預約權目的之認定

1.NBS 經由股東會特別決議發行認股預約權一事，因非基於特別有利之條件而為發行，違反日本商法第二百八十條之二十一第一項之規定

按日本商法第二百八十條之二十一第一項之規定，發行認股預約權時，必須揭示同法所規定之事項⁸，另關於「特別有利之條件」應如何認定，法院認為乃

⁸ 商法第 280 条ノ 21 第 1 項：「株主以外ノ者ニ対シ特ニ有利ナル条件ヲ以テ新株予約権ヲ発行スルニハ定款ニ之ニ関スル定アルトキト雖モ其ノ新株予約権ニ付テノ前条第二項第一号・第二号及第四号乃至第八号ニ掲グル事項並ニ各新株予約権ノ最低発行価額（無償ニテ発行スル場合

發行價格不得過度低於公平價格。至於所謂公平價格，應綜合現在之股價、行使權利之價格、權利行使期間、利息、股價變動率以及認股預約權發行之時點等要素加以考量後計算得出⁹。然依案件事實所示，NBS 向富士電視台所發行之認股權證，其行使價格為五千九百五十日圓，遠低於當時之市價六千七百五十日圓（平成十七（二〇〇五）年二月二十二日收盤價），甚至僅相當於市價百分之九十三的價格而已。基此之故，法院認為本件發行認股預約權一案，其發行價格之計算方法有不合理之處，因此並非屬於有利之發行，與前開商法規定有違。地方法院與高等法院就此所為之意見一致。

2.NBS 係以顯不公平之方式發行認股預約權，該當日本商法第二百八十條之十「以顯不公平方式發行」之規定

依日本商法第二百八十條之三十九第四項準用第二百八十條之十之規定¹⁰可知，公司違反法令之規定或以顯不公平之方式發行認股預約權，而有侵害股東利益之虞者，該公司股東得請求其停止發行¹¹。法院認為本案被告 NBS 發行認股預約權之舉，係欲藉此作為達成其不正當目的之手段。詳言之，NBS 向第三人發行認股預約權，並非基於保護全體股東利益之目的所為之資金籌措行為，乃單純為了鞏固其經營團隊對於公司之經營權。而其藉由向第三人發行認股預約權，降低特定股東持股比率之方式，顯屬以不公平之方式從事發行¹²，該當商法第

ニハ其ノ旨)ニ付第三百四十三條ニ定ムル決議アルコトヲ要ス此ノ場合ニ於テハ取締役ハ株主總會ニ於テ株主以外ノ者ニ對シ特ニ有利ナル條件ヲ以テ新株予約權ヲ發行スルコトヲ必要トスル理由ヲ開示スルコトヲ要ス」 Available at http://law.e-gov.go.jp/cgi-bin/idxselect.cgi?IDX_OPT=2&H_NAME=&H_NAME_YOMI=%82%b5&H_NO_GENGO=H&H_NO_YEAR=&H_NO_TYPE=2&H_NO_NO=&H_FILE_NAME=M32HO048&H_RYAKU=1&H_CTG=1&H_YOMI_GUN=1&H_CTG_GUN=1 (visited on 2005/5/27) .

⁹ 參閱註 5 及註 6 之判決主文。

¹⁰ 商法第 280 條ノ 10:「会社ガ法令若ハ定款ニ違反シ又ハ著シク不公正ナル方法ニ依リテ株式ヲ發行シ之ニ因リ株主ガ不利益ヲ受クル虞アル場合ニ於テハ其ノ株主ハ会社ニ對シ其ノ發行ヲ止ムベキコトヲ請求スルコトヲ得」; 第 280 條ノ 39 第 4 項:「第二百二十二條ノ二第三項、第二百八十條ノ十及第二百八十條ノ十一ノ規定ハ新株予約權ヲ發行スル場合ニ之ヲ準用ス」

Available at

http://law.e-gov.go.jp/cgi-bin/idxselect.cgi?IDX_OPT=2&H_NAME=&H_NAME_YOMI=%82%b5&H_NO_GENGO=H&H_NO_YEAR=&H_NO_TYPE=2&H_NO_NO=&H_FILE_NAME=M32HO048&H_RYAKU=1&H_CTG=1&H_YOMI_GUN=1&H_CTG_GUN=1 (visited on 2005/5/27) .

¹¹ 對於附認股權公司債之適用則為商法第 341 條之 15 第 4 項準用商法第 280 條之 10。

¹² 向來判例與通說，於檢視新股（或認股預約權）發行之相關案例時，多會就該發行目的究係籌措資金或強化經營權加以衡量。參閱グレゴリー・パフ＝山本和也「日本におけるポイズン・ピルの具体化の検討」商事法務 1694 号（商事法務研究会・2004 年 4 月 5 日）18 頁。而涉及確

二百八十條之十之規定，身為股東之 Livedoor 自得請求其停止發行。法院並認為，在公司經營權爭奪過程中，也有可能藉此排除不適任之經營者，使公司之經營更趨合理化，因此對於類此之收購行為似不應一概加以否定¹³。

3. 小結 - - NBS 發行認股預約權之目的不正當

綜合二法院之見解以觀，東京地方法院認為 NBS 發行認股預約權之目的僅係為了維持現任經營者的經營優勢，其採取之手段顯不公平；東京高等法院更進一步指出，其發行認股預約權之行為，不僅為鞏固 NBS 董事會之經營權，其欲藉此捍衛富士電視台經營權之意圖亦昭然若揭。職是之故，NBS 向富士電視台發行認股預約權之目的顯不正當，其發行之行為應予禁止。

(二) Livedoor 所為盤後交易行為之適法性

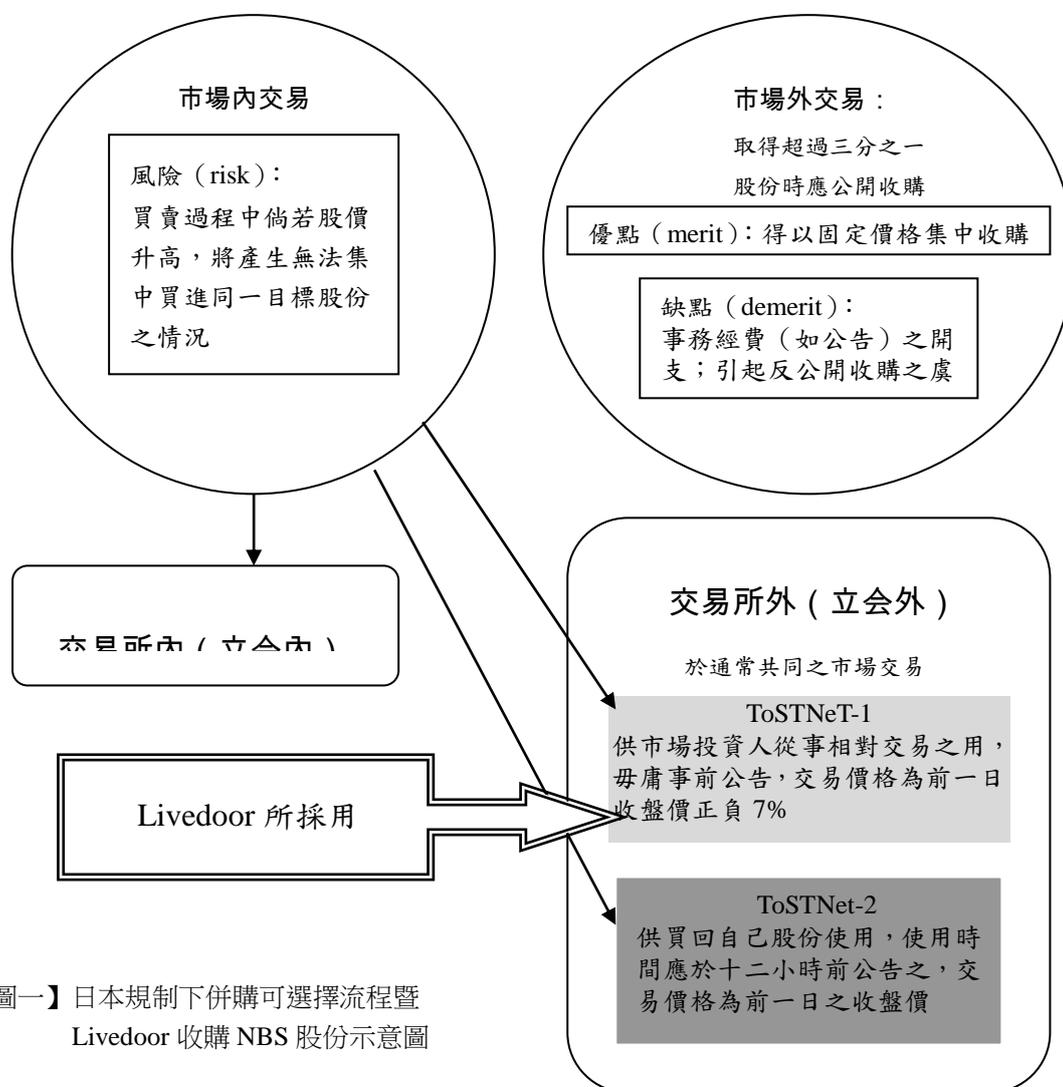
Livedoor 取得 NBS 超過三分之一的股權，卻未以公開收購之方式為之，NBS 對此提出質疑。惟查日本證券交易法第二十七條之二之規定¹⁴，係規範於「市場外」取得上市公司股權超過三分之一者，應透過公開收購之方式為之。然 Livedoor 係突破所謂「時間外交易」之盲點，從事收購行為。所謂「時間外交易」係指於早上八點二十分至九點及下午三點至四點三十分這二段時間中，非透過東京證券

保公司經營權與不公平發行行為之主要案例，除本文所探討者外，尚有秀和/忠実屋・いなげやの事件（東京地決 1989.7.25）、宮入バルブ製作所/高橋産業の事件（東京地決 1988.12.2、東京地決 1989.9.5）及ベルシステム 24/CSK の事件（東京地決 2004.7.30）等，參閱森信靜治=川口義信=湊 雄二『M&A 戦略と法務』（日本經濟新聞社・2005 年 4 月 20 日 2 版）119-120 頁。最新相關案例則見 H17. 6.15 東京高等裁判所平成 17 年（ラ）第 942 号新株予約権発行差止仮処分決定認可決定に対する保全抗告（原審事件番号：平成 17 年（モ）第 3629 号），available at [http://courtdomino2.courts.go.jp/kshanrei.nsf/\\$DefaultView/467B8F7BF9AD58B949257022002D65A B?OpenDocument](http://courtdomino2.courts.go.jp/kshanrei.nsf/$DefaultView/467B8F7BF9AD58B949257022002D65A B?OpenDocument)（visited on 2005/6/17）。

¹³ 參閱註 5 及註 6 之判決主文。

¹⁴ 証券取引法第 27 条の 2 第 1 項：「その株券、新株予約権付社債券その他の有価証券で政令で定めるもの（以下この章及び第二十七条の三十の十一（第四項を除く。）において「株券等」という。）について有価証券報告書を提出しなければならない発行者の株券等につき、当該発行者以外の者による取引所有価証券市場外における買付け等（株券等の買付けその他の有償の譲受けをいい、これに類するものとして政令で定めるものを含む。以下この節において同じ。）は、公開買付けによらなければならない。ただし、次に掲げる株券等の買付け等については、この限りでない。……」 Available at http://law.e-gov.go.jp/cgi-bin/idxselect.cgi?IDX_OPT=2&H_NAME=&H_NAME_YOMI=%82%b5&H_NO_GENGO=H&H_NO_YEAR=&H_NO_TYPE=2&H_NO_NO=&H_FILE_NAME=S23HO025&H_RYAKU=1&H_CTG=1&H_YOMI_GUN=1&H_CTG_GUN=1（visited on 2005/5/27）。

交易所，而是透過電腦網路 ToSTNeT-1 系統於市場上從事交易而言。Livedoor 即利用此種方式（相當於我國之盤後交易）於「市場內」進行交易，規避了前開法律針對「市場外」要件之規範，也因此規避了公開收購規定之適用。關於 Livedoor 取得 NBS 股份之併購軌跡與選擇方式如【圖一】所示：



【圖一】日本規制下併購可選擇流程暨 Livedoor 收購 NBS 股份示意圖

資料來源：週刊ダイヤモンド 2005 年 4 月 16 日号。轉引自堀井慎一『敵対的買収』（徳間書店・2005 年 5 月）87 頁。

就此，法院表示，ToSTNeT-1 是東京證券交易所於一九九八年所建立之電子交易系統，專為「單一有價證券」及「組合有價證券」之配對交易所設計，買賣雙方可透過該系統進行交易條件之議定。本案當事人係透過該系統於有價證券市場上從事交易，亦屬於日本證券交易法上所規定於有價證券市場從事之交易（証券取引法第二條第十四項、第十六項及第十七項參照）。其既非於市場外從事交易，自無違反證券交易法第二十七條之二之規定可言。但不能否認的是，ToSTNeT-1 所提供者畢竟不是競爭買賣之市場，投資人毋須提供充分之公開資訊，因此發生

透過取得大量股份所帶來公司經營權移轉之情事，自無可免。惟證券交易法中之所以有強制公開收購之要求，其旨趣在於使公司股東於面臨此種伴隨經營權變動之大量股份收購情事時，能夠透過所公開之資訊，作出適宜之投資判斷，以及決定所欲支持之一方。Livedoor 之收購行為與證券交易法之規範意旨有所不符，然囿於現行法之規定所限，自難謂其牴觸前開法規。此項見解亦為東京地方法院所作成，高等法院所維持。

四、本案之意義與影響

(一) 意義所在

透過向第三人發行新股或認股預約權以達到增資或維持經營權目的，本案並非唯一案例。於一九八九年的「秀和/忠実屋・いなげやの事件」及二〇〇四年的「ベルシステム 24/CSK の事件」中即曾經出現此類爭議。將本案與向來相關案例並陳相較，具有以下幾點特色。

首先，本案為日本裁判史上首宗法院正面予以承認，受敵意併購威脅公司之董事會在一定例外情形，而不符合日本商法本來所預定之發行目的下，得以發行新股或認股預約權作為防禦敵意併購之一種措施。法院所為之決定，以及對於日本關於敵意併購防禦措施適法性問題之意見，使本案在諸多判決中具有劃時代的意義。其次，以往在論及目標公司即被併購公司以發行新股或認股預約權作為防禦措施之適法性時，所使用之判斷基準乃所謂的「主要目的原則」（主要目的ルール），亦即探究董事會之主要發行目的為何，究係為公司籌措資金抑或維持其經營地位，倘屬後者則通常會被認為欠缺適法性。在本案中，似乎也承襲以往的認定標準，並未採用美國實務運作常用之「經營判斷原則」（Business Judgment Rule）¹⁵，然向來認定標準是否流於形式，令人存疑。再者，本案也揭櫫，縱使不是為了維持經營團隊本身利益，而是為了維持支持經營團隊並對其具備事實上影響力之特定股東，以確保其經營權之目的者，亦屬於法所不容許之「不當目的」。最後，本案**裁定**肯認董事會於面臨敵意併購時，於一定條件下得採取事前防禦策略，基此，日後是否將出現日本版「毒藥丸」（Poison Pill）等事前防禦措施橫生之情形，值得考量，此點亦具有重大的實務意義¹⁶。

¹⁵ 所謂「經營判斷原則」（Business Judgment Rule）係指，只要公司管理階層基於善意，以公司及股東之利益為依歸，根據合理經營判斷之思考所作出之決定與行為，法院原則上均應予以尊重，以免公司之管理階層捉襟掣肘，無所適從。See also *Unocal Corp. v. Mesa petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 955 (Del. Supr. 1985) ; *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 182 (Del. Supr. 1986) .

¹⁶ 參閱太田 洋「ニッポン放送新株予約権発行差止仮処分申立事件決定とその意義〔上〕」商事法務 1729 号（商事法務研究会・2005 年 4 月 15 日）28-29 頁。可併參太田 洋＝野田昌毅「敵

(二) 本案所帶來之影響

其實，在二〇〇五年年初，關於敵意併購之防禦與相關之防禦強度問題，均已被視為經濟制度之重要改革課題¹⁷。然而，Livedoor 敵意併購案之發生，卻也再次撼動了日本經濟界與金融界。在 Livedoor 於訴訟上取得勝利後，日本金融廳也迅速做出回應。由於 Livedoor 所採用者乃前述之時間外交易手法，鑽了日本證券交易法極微妙之漏洞。易言之，現行日本證券交易法第二十七條之二所規範之強制公開收購對象為「有價證券交易市場外之買賣」，而 Livedoor 所從事者仍為市場內之買賣行為，從而規範之效力並未及之。金融廳遂提出修正案，將強制公開收購之對象擴及「市場內之買賣」及「透過競買競賣方式所為之有價證券買賣」¹⁸。東京證券交易所之相關交易規則，亦隨之配合修正。另外，論者亦有認為，關於敵意併購之立法論，尚應考量在如何在司法上確立具有實效性之救濟方式，以及目前欠缺實施「毒藥丸」依據之必要性等問題¹⁹。

參、敵意併購防禦機制之比較分析

一、防禦模式之種類概述²⁰

簡單言之，所謂敵意併購可定義為，在未經被收購公司之現任經營者同意之情況下，市場派（外界企業或其他大股東）以龐大資金收購股權，發動爭奪公司經營權，以達到入主目標公司之行為。敵意併購之攻擊策略，常見者如於集中市場收購、公開收購（Tender Offer）、委託書徵求（Proxy solicitation）、尋求中間大股東之支持……等。而此種併購之特色，就發動目的而言，其主要係為了取得目標公司之經營權或控制權；就發動者而言，其通常是目標公司之外部人士（如跨國性投資機構、國內外其他公司或個人等）或目標公司當時並未掌握經營權或

対的企業買収と第三者割当増資——ベルシステム 24 新株予約権発行差止仮処分申立事件決定の分析を通じて」商事法務 1710 号（商事法務研究会・2004 年 10 月 5 日）48-59 頁。

¹⁷ 參閱日下部聰「2005 商事法務展望——經濟制度之重要課題」商事法務 1719 号（商事法務研究会・2005 年 1 月 5・15 日合併号）72 頁。

¹⁸ 可參閱「時間外取引に関する証取法改正」商事法務 1728 号（商事法務研究会・2005 年 4 月 5 日）54 頁。

¹⁹ 參閱竹平征吾「希釈化型ボイズン・ピルの適法性——司法の役割とその限界」商事法務 1729 号（商事法務研究会・2005 年 4 月 15 日）40 頁。

²⁰ 參閱森信靜治＝川口義信＝湊 雄二『M&A 戦略と法務』（日本經濟新聞社・2005 年 4 月 20 日 2 版）306-312 頁；黃偉峯，《併購實務的第一本書》，台北：商周出版，2002 年 6 月，頁 226-236；黃日燦，《法律決勝負——企業併購與技術授權》，台北：天下雜誌出版公司，2004 年 6 月，頁 120-126；林倬仲，〈國內金融市場敵意併購之探討〉，《今日合庫》，第 355 期，2004 年 7 月，頁 7-11。

控制權之股東。當併購者計畫以敵意併購之方式取得公司經營權或控制權時，併購者除了本身要有相當之資金來源與策略規劃，還必須透過目標公司之股票買賣、股東權利、股東會決議、董事改選、變更經營團隊等章程規定，或其他營運措施之借力使力，才能順利取得目標公司之經營權或控制權。因此，所謂敵意併購之防禦措施，主要也就從目標公司如何確保現有經營權之角度出發，讓目標公司得以股份移轉、股東表決權、特別股、董事改選、公司債、公司進行併購等章程規定，或其他營運措施為基礎，研擬各種能提高併購者進行敵意併購代價之方式，以及各種能令併購者放棄進行敵意併購之手段。敵意併購之防禦模式，大致上可分為下列幾類：

(一) 訂定「驅鯊條款」(Shark Repellent)：

訂定驅鯊條款係指，在公司章程中規定若干特殊條款，以提高敵意併購之難度，屬於事前預防措施。常見之驅鯊條款如「超高比例決議條款」(Super-majority provision)：規定有關公司併購或處置重大資產等重要事項，必須有超高比例董事或股東之出席及決議方可通過決行，用以增加前開事項取得認可之難度；「分期改選董事條款」(Staggered terms of Board of Directors)：亦即將公司董事加以分組，讓每組董事任期屆滿之期間相互錯開(例如於章程中規定，每年只能改選三分之一的董事，而不能撤換全體董事)，致使敵意併購者無法在一年內更換所有董事，而立即取得公司經營權，此種條款大約百分之六十的美國上市公司均有之；「反綠色郵件條款」(Anti-greenmail Provision)：當併購者買下公司相當數量之股份後，主動發函(greenmail)予公司，要求公司以高價買回其持股時，此種條款將限制或禁止公司從事買回之動作，如此一來，敵意併購者將不易為賺取股票溢價而大量收購公司股票。

(二) 毒藥丸(Poison Pill) 策略

毒藥丸策略之目的在於稀釋股權並膨脹股數，使敵意併購者較難取得所需比例之股份，或必須以更多的資金購買更多股份，以遂行其併購目的。詳言之，目標公司在發行特別股或公司債時，對其行使條件特別加以規劃或設計之調。此種佈局可使公司一旦遭逢敵意併購之奇襲時，能透過原先已「下過毒」的特別股或公司債，使併購者的併購成本大增，致令其降低併購意願。常見的毒藥丸譬如於公司遭遇敵意併購時，特別股股東有權以較低價格優先認購公司所發行之新股；或是原無表決權之特別股將自動轉換為有表決權之普通股；甚或於公司債中增列提早償還條款，或自動到期條款。其目的無非均在使敵意併購人降低併購意願，以達成捍衛經營權之理想。此種策略興起於一九八〇年代中期，原則上只要董事會通過即可實施，因此大受歡迎。

(三) 黃金降落傘 (Golden Parachute) 及錫降落傘 (Tin Parachute) :

黃金降落傘係指目標公司在有關退職金給付之契約條款中，特別規定當公司遭遇敵意併購而發生經營權移轉情事時，敵意併購者必須支付該公司現任董事長、董事及總經理等高階管理階層龐大之金額或遣散費用，以增加併購者之財務負擔。惟此舉嚴格說來並非對公司必然有利，大抵乃高階人員退路之安排工作。另有類似之策略即錫降落傘之製作，二者之差異點在於前者適用之對象為高階經理人員，後者則適用於一般員工。

(四) 買回公司股份 (Share Repurchase ; Buyback) :

此種策略模式類似於我國的庫藏股制度，即目標公司自公開市場、大股東或市場勒索者 (green mailer) 處買回 (透過公開收購或向特定股東洽購) 自身公司股票之防禦策略。此種策略之優點不僅可以增加公司本身之持股，以降低敵意併購者之持股比率，同時亦可使公司股票維持高價，讓敵意併購者因股份收購成本增加，而放棄併購。在實務上，有些敵意併購者發動攻擊之居心，便是想將其持股以高價傾倒給目標公司，因此為免其意圖得逞，不少美國公司在章程中均明文禁止向敵意併購者買回自己之股份。

(五) 反併購對策 (Pac Man Defense ; Pac Man) :

反併購對策主要是指，公司於遭遇敵意併購時，也反向對該收購公司進行敵意併購。但採取此種模式，可能會形成交叉持股之關係，於實務上亦屬罕見。

(六) 白馬騎士 (White Knight) 策略 :

當目標公司面臨敵意併購情事而無力對抗時，可以尋找與其交好之第三人擔任善意併購人，與敵意併購者一起角逐經營權。此第三人可以是與公司維持良好關係之其他企業，亦可係與公司現任經營團隊關係友好之大股東及董事等特定人士，這些人即為所謂的「白馬騎士」。而目標公司為吸引第三人之協助，通常會賦予其較優惠之價格認購新股，或優先以較優惠之價格收購目標公司較具價值資產之權利。

(七) 白馬使者 (White Squire) 策略 :

目標公司於敵意併購發生後，特地發行新股，請求其認購之有力人士謂之「白馬使者」。其可能是公司原來之重要股東，也可能是公司外部之特定第三人。惟其與白馬騎士不同者，在於白馬騎士必須擔負併購之工作，白馬使者之任務則在

於支援公司以牽制敵意併購者。而目標公司發行新股予特定之友好對象，可使公司流通在外之股份增加，且又集中於特定友好對象手中，致使敵意併購者之整體持股減少，同時增加併購之難度。

(八) 處分「王冠上的寶石」(Crown Jewel)：

所謂王冠上的寶石是指，公司本身之特殊營業或別具價值之專門技術、專利權、品牌、營業權等資產。從對抗敵意併購之角度而言，若併購者發動敵意併購之目的是為奪取王冠上之寶石，故目標公司倘將該寶石出售、移轉予併購者以外之第三人時，併購者應無繼續實行併購之必要。換言之，此策略乃藉由處分公司極富價值之資產，以打消併購者完成敵意併購念頭之手段。

(九) 焦土作戰(Scorched Earth)策略：

此種策略除了將最有價值的資產處分給非併購者的公司或個人，也可能將公司其他營業、技術、品牌、專利權、營業權等資產逐項出售或移轉，甚至可能發放高額股利或大量舉債，使公司之價值或魅力大幅降低，使敵意併購者之意願逐漸削弱。此種方式較為激烈，也可能在驅退敵意併購者後，發生資金短缺或營運困難等後續問題，因此使用上必須仔細評估。

前開所述敵意併購之防禦策略模式，並非一體適用於每個國家，蓋因政策規制或市場環境有所不同，選用之種類自有所差異。茲將上舉防禦模式加以分類整理如【表二】：

【表二】敵意併購防禦模式分類表

防 禦 模 式	相 關 概 念	性 質		
訂定「驅鯊條款」	超高比例決議條款	股東會決議	嚇阻性質之手段(需經股東會同意)	
	分期改選董事條款			董事改選
	反綠色郵件條款			公司買回股票
毒藥丸策略	特別股型毒藥丸	特別股	打擊性質之手段(除少部分情形必須取得股東會決議同意外，大多數情況屬於董事會之決策範圍)	
	公司債型毒藥丸	公司債		
黃金降落傘及錫降落傘	董事報酬及勞動契約			
買回公司股份	庫藏股；公司買回股份			
反併購對策	敵意併購		報復性質之手段	
白馬騎士策略	善意併購		尋找救援之手段	
白馬使者策略	特定第三人認購新股			
處分「王冠上的寶石」	營業或財產之處分		自我傷害之手段	
焦土作戰策略	處分資產或承擔負債			

資料來源：參閱黃偉峯，《併購實務的第一本書》，台北：商周出版，2002年6月，頁236，圖6-11。本文作者已作部份修改，併此敘明。

二、主要國家之實施經驗與發展沿革

(一) 美國

在資本主義之經濟型態下，為因應科技經濟變化之衝擊，企業為追求其成長無可避免地會從事合併與分離獨立之活動。美國為資本主義最極致之國家，也是併購行為最盛行的地區。其前後發生了四次併購之風潮，第一次發生於十九世紀末，其型態為水平合併（horizontal consolidation）；第二次發生在一九二〇年代，主要是一九二五年至一九三〇年，其內容為垂直整合（vertical integration）；第三次併購風潮則起於第二次世界大戰後，由一九五〇年代中期開始，到六〇年代後期達到高峰，其特色為多角化合併之出現；第四次併購風潮著重於融資重組（leveraged reorganization），以高度融資進行合併，此次風潮不僅在美國國內如火如荼，更帶動全世界之企業併購風潮，該風潮至今尚未接近尾聲²¹。

在敵意併購方面，美國敵意併購活動由來已久，已有數十年歷史。其於一九三〇年代經濟大恐慌之前，已有敵意併購之行為，當時主要是透過委託書爭奪戰進行。一九五〇年代，發動敵意併購者在委託書爭奪戰中失利，部分原因是當時投資人之心態較為保守，除非公司長期未發股利，否則大多數散戶股東不會見異思遷。另一方面則是投資信託及退休基金等機構投資人開始崛起，多數咸信支持公司當權派較為穩妥，且免違背信託基金管理人法定之忠實及謹慎義務。到了一九六〇年代，敵意併購者開始改弦易轍，轉由收買股份下手，公開收購（Tender offer）應運而生。其中以現金要約之公開收購方式因不涉及證券發行或委託書徵求，不受聯邦法規之約束，因此大受歡迎，也成為敵意併購者之主力武器。此際，股東之考量也從主觀跟隨公司的心態，轉化為客觀的股價數字比較。而為了規範蓬勃發展之現金要約，美國聯邦政府於一九六八年頒訂威廉斯法（Williams Act），將現金要約之管理規則納入證券交易法之條款。該法採取維持中立之原則，一方面要求收購人揭露收購條件與資金來源等必要資訊，另一方面亦要求目標公司之管理階層揭露贊成或反對之立場和理由等必要資訊，讓公司股東面對現金要約時能取得充分透明之消息，以作出明智決定。一九八〇年代，美國敵意併購者得到垃圾債券市場大量資金之支持，頻頻對歷史悠久、聲譽卓著之大型上市公司發動攻擊攫取控制權，得手後經常要變賣公司資產、清算裁員以償還併購債務，引起社會大眾之反感。許多公司當權派乃藉機批評聯邦證券法律對於正派經營企業之保障不夠，遂轉向州法尋求奧援，各州政府也爭先恐後地通過各種法律，在聯邦威廉斯法之規定上疊床架屋，作出許多明顯保護公司當權派之規定。

²¹ 參閱王文字，〈世界主要國家購併相關法律規定之比較〉，收於氏著《公司與企業法制》，台北：元照出版公司，2000年5月，頁158-160。

矯枉過正的結果，導致許多反敵意併購之州法，遭美國聯邦最高法院以牴觸聯邦威廉斯法或不當阻礙州際商業活動為由而認定違憲。有鑑於此，新一代之州法乃改走中間溫和路線，避免重蹈覆轍，其中尤以印第安那州與德拉瓦州為著例²²。

在敵意併購的數十年歷程中，攻擊與防禦之方法不斷推陳出新，上文中所論及之各種防禦手段，於美國敵意併購史中大部分得以體現。而且縱使前揭州法之立法遭到合憲性質疑，各州又會提出更新穎之防禦措施，也為當時的攻擊與防禦戲碼，提供更多的訴訟題材²³。

(二) 歐盟、德國與英國

敵意併購於歐洲大陸之發展，是到了一九九〇年代末期，陸續發生數樁大型敵意併購案後，才逐漸有興起的態勢。綜觀歐盟（EU）之相關法制發展，最重要者莫過於其於二〇〇四年所發布之「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」²⁴。從架構上言，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。

²² 參閱黃日燦，《法律決勝負——企業併購與技術授權》，台北：天下雜誌出版公司，2004年6月，頁112-115。各州之代表性立法可參太田洋・今井英次郎「米国各州における企業買収規制立法の最新状況〔上〕」商事法務1722号（商事法務研究会・2005年2月15日）35-42頁。

²³ 參閱王文字，〈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47。

²⁴ 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）。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，惟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 Maloney, *EC Securities Regulation* (Oxford University, 2002), at 832-833.

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。

關於敵意併購之防禦策略問題，在歐洲委員會（the European commission）及英國、歐洲議會（the European parliament）與諸多北歐國家間，曾產生對立之意見。反對就敵意併購設置防禦機制者認為，基於實現自由資本主義之考量，不應否定敵意併購之行為，如此亦有助於賦予實現前開指令之積極意義；贊成者則認為，敵意併購實阻礙了以資本主義為根基的企業運作機能，是否納入指令規範必須慎重為之²⁵。在指令通過後（二〇〇六年施行），對於敵意併購之防禦設有規定，其中最主要者為「董事會之中立義務」（第九條）及「特別股破除（breakthrough）原則」（第十一條）之規範。所謂董事會之中立義務係指，董事會在敵意併購期間，除非事先徵得股東會之同意，否則不得採取任何妨礙公開收購之措施（第九條第二項）²⁶；而所謂「特別股破除原則」見諸第十一條之規定²⁷，其主要意涵為禁止公司之經營階層擅自以發行特殊種類股份之方式，抑或

²⁵ 相關見解可參 André Nilsen, “The EU Takeover Directive and the Competitiveness of European Industry”, OCGG Economy Analysis, no. 1 (November 2004), at 2; Communication of the Commission-Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan, COM (1999) 232(May 11, 1999).

²⁶ Article 9.2 provides: “... the board of the offeree company shall obtain the prior authorisation of the general meeting of shareholders given for this purpose before taking any action, other than seeking alternative bids, which may result in the frustration of the bid and in particular before issuing any shares which may result in a lasting impediment to the offeror's acquiring control of the offeree company.” available at <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0025:EN:HTML> (visited on 2005/7/2) .

²⁷ Article 11 provides: “1. Without prejudice to other rights and obligations provided for in Community law for the companies referred to in Article 1(1), Member States shall ensure that the provisions laid down in paragraphs 2 to 7 apply when a bid has been made public. 2. Any restrictions on the transfer of securities provided for in the articles of association of the offeree company shall not apply vis-à-vis the offeror during the time allowed for acceptance of the bid laid down in Article 7(1). Any restrictions on the transfer of securities provided for in contractual agreements between the offeree company and holders of its securities, or in contractual agreements between holders of the offeree company's securities entered into after the adoption of this Directive, shall not apply vis-à-vis the offeror during the time allowed for acceptance of the bid laid down in Article 7 (1) . 3. Restrictions on voting rights provided for in the articles of association of the offeree company shall not have effect at the general meeting of shareholders which decides on any defensive measures in accordance with Article 9. Restrictions on voting rights provided for in contractual agreements between the offeree company and

藉由限制股權轉讓等方式鞏固現任經營者之經營權。在指令第十二條中亦規範了選擇適用條款，由歐盟會員國於適用上有所採擇空間。

德國基本上並非全然應和歐盟公司法第十三號指令，尤其是其中的董事會中立原則。其於二〇〇一年年底通過之「公開收購有價證券暨企業併購法」（Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz）中即包含反收購之規定，而允許經營階層只要獲得監察人會（the supervisory board）之同意，無須再經股東會同意，即可採取敵意併購之防禦措施²⁸。也因為這部法律中反對敵意併購之特徵十分明顯，因此也有「反敵意併購法」之別稱²⁹。其所以採取強烈反對之立場，主要係基於其股權結構安定之考量³⁰，並慮及外資入侵收購問題與一向以來保護勞工利益之傳統使然³¹。

holders of its securities, or in contractual agreements between holders of the offeree company's securities entered into after the adoption of this Directive, shall not have effect at the general meeting of shareholders which decides on any defensive measures in accordance with Article 9. Multiple-vote securities shall carry only one vote each at the general meeting of shareholders which decides on any defensive measures in accordance with Article 9. 4. Where, following a bid, the offeror holds 75 % or more of the capital carrying voting rights, no restrictions on the transfer of securities or on voting rights referred to in paragraphs 2 and 3 nor any extraordinary rights of shareholders concerning the appointment or removal of board members provided for in the articles of association of the offeree company shall apply; multiple-vote securities shall carry only one vote each at the first general meeting of shareholders following closure of the bid, called by the offeror in order to amend the articles of association or to remove or appoint board members. To that end, the offeror shall have the right to convene a general meeting of shareholders at short notice, provided that the meeting does not take place within two weeks of notification. 5. Where rights are removed on the basis of paragraphs 2, 3, or 4 and/or Article 12, equitable compensation shall be provided for any loss suffered by the holders of those rights. The terms for determining such compensation and the arrangements for its payment shall be set by Member States. 6. Paragraphs 3 and 4 shall not apply to securities where the restrictions on voting rights are compensated for by specific pecuniary advantages. 7. This Article shall not apply either where Member States hold securities in the offeree company which confer special rights on the Member States which are compatible with the Treaty, or to special rights provided for in national law which are compatible with the Treaty or to cooperatives. ” Available at <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0025:EN:HTML>

(visited on 2005/7/2) .

²⁸ 參閱王文宇，前揭註 23 文，頁 49。

²⁹ 參閱末岡晶子「EU 企業買収指令における敵対的買収防衛策の位置づけと TOB 規制」商事法務 1733 号（商事法務研究会・2005 年 6 月 5 日）42 頁。

³⁰ 同上註。

³¹ 參閱王文宇，前揭註 23 文，頁 49。

至於英國部分，必須區分歐盟指令施行前後以觀。指令施行前的現行法規中，由「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)對於公開收購事宜有原則性之重要規範³²。其中一般原則第七條³³揭示，當善意之公開收購(a bona fide offer)已向目標公司提出，或目標公司之董事會有合理基礎相信將有一善意收購發生，此時該董事會如未經股東會許可，不應採取任何可能阻礙該善意公開收購之措施³⁴。而總括以言，英國所採取之防禦措施，係概括禁止之立場，基本上其管制原則較為明確，運作上也少窒礙之處。而將來為配合歐盟前揭指令之施行，二〇〇五年一月二十日英國貿易產業部(the Department of Trade and Industry)發布「因應歐盟企業併購指令施行之相關公司法文件」(a Consultative Document-Company Law Implementation of the European Directive on Takeover Bids)，即為了配合前開歐盟指令之施行所為；除此之外，對於現行公開收購暨合併守則亦作了部分調整³⁵，未來在適用上須注意及之。

(三) 日本

受限於傳統強調和諧的文化性格，亞洲地區的日本認為併購無異於被其他企業所侵吞，因而對於併購之接受程度偏低，敵意併購尤然。在法律制定方面，有關企業併購之規範亦較為閉鎖，對於敵意併購之限制亦多，諸如保護經營者之法令、企業彼此間之交叉持股以及企業的經營型態等，不僅不利於併購活動之展開，亦不利於外國企業以併購方式進入日本市場。但隨著產業競爭加劇、企業家逐漸接受併購觀念以及美國政府在美日貿易結構障礙會議上強烈批評等環境之變遷，日本遂於一九九〇年修改證券交易法中有關於公開收購之相關規定，其後更陸續擬定並執行多項鼓勵外商併購日本企業之政策，使日本企業併購活動亦逐

³² 另外，在 1985 年之公司法 (the Companies Act 1985) 及「公開收購暨合併委員會」(the Panel on Takeover and Mergers) 所公佈之大量取得股份規則 (the Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares, the SARs) 中，對於公開收購事宜亦有相關規定，宜一併參酌。

³³ General Principles 7 provides: “At no time after a bona fide offer has been communicated to the board of offeree company, or after the board of offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, may any action be taken by the board of offeree company in relation to the affairs of the company, without the approval of the shareholders in general meeting, which could effectively result in any bona fide offer being frustrated or in the shareholders being denied an opportunity to decide on its merits.” available at <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/> (visited on 2005/7/2) .

³⁴ 本段翻譯用語係參考王文宇，前揭註 23 文，頁 46。

³⁵ 參閱末岡晶子「EU 企業買収指令における敵対的買収防衛策の位置づけと TOB 規制」商事法務 1733 号 (商事法務研究会・2005 年 6 月 5 日) 45-46 頁。

漸增加³⁶。其主要併購方式仍不以公開購買股權為主，此外資產購買（asset acquisition）、合併（merger）、合資經營與策略聯盟（joint venture and strategic alliance）及公開收購（tender offer）等為常見之併購方式³⁷。

在敵意併購防禦課題方面，以往針對併購行動之反制作為，常見者為發行新股、認股預約權、發行附認股權公司債、買回自己股份、安定股東工作、活用關係企業之表決權、提出禁止併購方行使表決權之假處分聲請，以及主張獨占禁止法中之相關規定……等。其後，在美國的影響下，日本也開始檢討相關的防禦對策，並逐漸準備開始採用諸如毒藥丸、焦土作戰、白馬騎士及反併購對策等方式³⁸。而 Livedoor 一案對於日本企業界之影響甚廣³⁹，也似乎成為喚醒日本國人正視敵意併購趨勢的暮鼓晨鐘，已如前所述。有感於逐漸攀升的敵意併購浪潮，日本經濟產業省（Ministry of Economy, Trade and Industry, METI）成立「公司價值研究小組」（Corporate Value Study Group），負責研擬「敵意併購防禦措施準則」（Guidelines for Hostile Takeover Defensive Measures），該準則係本於「提高公司價值」及「遵循世界標準」等原則而設計。此小組亦於廣泛研究英美防禦措施之相關法制及判決先例後，於二〇〇五年三月發表臨時報告⁴⁰。此報告揭櫫合理的防禦措施可增進股東之獲利，並於報告中詳盡分析美國德拉瓦州敵意併購之法制經驗，特別是毒藥丸、Unocal Rule 及其後相關判例所發展出之法則，其中並建議將相關法則加以整合後，作為日本效法之範本。此外，報告中尚提及如何確保防禦措施之合理性，諸如加強獨立董事之參與、讓股東保有透過委託書爭奪戰替換董事之能力。簡言之，此份報告提出之建議雖係標榜以「遵循世界標準」為原則，實則為德拉瓦州併購法律體系之全面移植⁴¹。嗣後，於同年五月二十七日，前開經濟產業省會同法務省發布「確保及提升企業價值暨股東利益之併購防禦相關策略方針」⁴²，方針中說明該指標之訂定目的，乃鑑於日本不若美國或歐盟等

³⁶ 參閱〈從國內金融業整合看敵意併購之發展〉，《一銀產經資訊》，第 466 期，2004 年 1 月，頁 15。

³⁷ 參閱王文宇，〈世界主要國家購併相關法律規定之比較〉，收於氏著《公司與企業法制》，台北：元照出版公司，2000 年 5 月，頁 196。

³⁸ 參閱森信靜治＝川口義信＝湊 雄二『M&A 戦略と法務』（日本經濟新聞社・2005 年 4 月 20 日 2 版）311-312 頁。

³⁹ 影響所及，日本松下電器產業決定於 2005 年 6 月底所召開之股東會中，表決正式採用毒藥丸策略。

⁴⁰ See Curtis J. Milhaupt, *In the Shadow of Delaware? The Rise of Hostile Takeovers in Japan*, Paper presented at the international conference on corporate governance, Held by Seoul National University (May 19-20, 2005), at 31. 轉引自王文宇，〈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 50。

⁴¹ 參閱王文宇，上註文，頁 50。

⁴² 參閱日本經濟產業政策局產業組織課平成 17 年（2005 年）5 月 27 日「企業價值・株主共同

先進國家，擁有較多的敵意併購經驗，因此對於何謂公平的併購方式以及防禦方法等重點上，必須在企業社會參與者間，形成共通的行為規範⁴³。其並提出日後併購防禦措施所應依循之三大原則，即 1.確保暨提升企業價值與股東共同利益之原則（亦即防禦策略之導入、發動與廢止，應以確保並提升股企業價值及股東共同利益為優先目標）；2.防衛策略事前揭露與尊重股東意思之原則（亦即導入防禦策略之際，應將其目的、內容等為具體揭露，並以股東之合理意思為依據）；3.確保必要性及相當性之原則（亦即併購防禦策略雖以防止併購為目的，但亦應以必要且相當之手段為限）⁴⁴。該方針雖無法律拘束力，但對於實務運作及未來之修法（或立法）取向均有影響，其所提出之說明亦富參考價值。

肆、本案對於我國敵意併購相關機制與法制之啟發

因為尚未熟諳敵意併購之應對，因此 Livedoor 一案受到各方的重視，引發了諸多政策及法制效應，也迫使企業先行兵棋推演，預擬防禦措置。透過本案反視己身，我國現行法制是否已有適當之防禦設計？Livedoor 案是否可能於我國重演？各類敵意併購防禦措施是否得以全然適用於我國？未來法院應依循何種標準判斷此類案件？法制上尚應如何配合？另外，從本案例中衍生出公司治理之相關問題如企業價值與股東利益之權衡若何？提升企業價值且無礙敵意併購之路徑究竟存不存在？……若我們得由本案經驗，加以體會並思索，相信必有所獲。以下分別由敵意併購環境與公司治理思維之角度，探討上開問題。

一、由敵意併購環境之角度以觀

（一）防禦措施採行之可能性

1.各類防禦策略於我國之適用性

我國對於敵意併購可採行之防禦策略，幾乎為公司法及企業併購法或相關行政命令所規範。以下謹依上文所論及之防禦策略，檢視其於我國之適用性⁴⁵：

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」及び企業価値研究会「企業価値報告書」の公表について資料，available at <http://www.meti.go.jp/press/20050527005/20050527005.html> (visited on 2005/7/6) .

⁴³ 同上註資料內容。

⁴⁴ 同上註。

⁴⁵ 此部分論述主要係參閱黃偉峯，《併購實務的第一本書》，台北：商周出版，2002年6月，頁237-243。

- (1) 關於驅鯊條款之訂定：就「超高比例決議條款」以言，透過公司章程之設計，並非不能預先規劃，因此似屬可行；就「分期改選董事條款」一項，公司法中未有明文規範，但只要在不違反公司法之架構精神下，原則上亦應可納入章程之中；至於「反綠色郵件條款」之訂定，因我國公司法對於買回自己之股份有限制規定，從而縱令併購者發出勒索信函要求買回，於我國亦非得任意買回，因此實益不大。
- (2) 關於毒藥丸策略：以美國之型態言，常見者為「翻越權」(flip-over)及「翻入權」(flip-in)二種。惟如在我國欲實行此種毒藥丸計畫，將涉及認股權憑證或附認股權特別股之發行，依公司法第二百六十八條之一之規定，雖允許董事會決議發行此種有價證券，但如係發行附認股權特別股，因需依公司法第一百五十七條將特別股相關事項於章程中訂之，故需經股東會決議變更章程之程序，倘於目標公司為公開發行公司之情形，尚需將認股辦法之可認購股份數額於章程中載明(證券交易法第二十八條之三第二項)，亦應經股東會決議⁴⁶。然而，按公司法第二百四十六條之規定，公司只要經由三分之二以上董事出席，及出席董事過半數之同意即可行之，因此所發行者若為公司債型毒藥丸，在程序上顯較簡易。
- (3) 關於黃金降落傘與錫降落傘之製作：為製作黃金降落傘，至少必須召開股東會，取得股東同意方可辦理，但不免落入自肥之譏，於我國實務似乎不太可能運用；錫降落傘之立意雖佳，但依我國目前勞工福利事務之發展狀況而言，其具體操作上，似亦有難處。
- (4) 關於買回公司股份：相較於前開訂定反綠色郵件條款之方法，因證券交易法已容許上市(櫃)公司，為股權轉換或為維護公司信用及股東權益而買回公司自己之股份，故而此種方式於我國實務操作上較為可行。
- (5) 關於反併購對策：反併購本質上也是一種敵意併購，因此所面對之挑戰及限制與原先敵意併購者相同，然揆諸我國現行法令與實務，尚不易操作敵意併購，反併購之舉似乎也面臨相同命運。
- (6) 關於白馬騎士策略：因其係以善意併購作為抵擋敵意併購之手段，目標公司雖有喪失經營權之風險，但似乎是我國公司或企業在未來可以詳加規劃的對應之道。
- (7) 關於白馬使者策略：依公司法之規定，原則上不得於發行新股時，直接找特定第三人請其認購新股。倘若一般公司使用此種方式，則公司實際發行新股時，可能會因安排原有股東和員工之優先認購而延誤時機，在操作上較為繁複；若使用者係公開發行公司，則僅需覓得特定人士並取得股東會同意，公司即可對其直接發行新股，使其協助公司對抗敵意併購者。
- (8) 關於處分王冠上的寶石與焦土作戰：此二種策略均涉及公司全部或主要部分之營業或財產的讓與⁴⁷，因此公司於實際操作時，除了可能必須另外召

⁴⁶ 參閱王文宇，前揭註 23 文，頁 45。

⁴⁷ 關於營業讓與所涉及之現行法規，有公司法第 185 條、企業併購法第 27、28 條、公平交易法

開股東會，以取得股東同意外，尚需面臨相關法規之規制。衡酌法令與實務之現況，似乎也不容易被採行。

2. Livedoor 案於我國重現之可能性

一般認為，Livedoor 一案中 NBS 發行認股預約權之方式乃毒藥丸策略之變型，甚至有謂係屬日本型的毒藥丸策略，且在 Livedoor 案後陸續萌生⁴⁸。姑且不問其如何歸類，於我國是否也有可能發生，或許更需關心。推究我國相關制度可知，在我國繁複的資本發行制度下，實不易透過立即發行新股，以稀釋敵意併購者所掌握之股權，於私募之情形亦然。此外，我國除予員工認股權外，發行公司並無發行一般性認股權之權限，與日本商法承認認股預約權不同。因此，本案法院以 NBS 在已有敵意併購者之情況下發行認股預約權，係違反日本商法禁止以顯失公平之方式發行新股之規定，論者認為於我國應不易有類似之防禦案例⁴⁹。

(二) 敵意併購防禦策略於未來法制適用上之思考

縱令 Livedoor 之類似案件於我國不易產生，但對於敵意併購熱潮興起之重視仍不應稍減。對於現任經營者而言，敵意併購或許在意識上被導向惡意之心態。然而，就廣大股東而言，隨時存在的外部敵意併購壓力，不但可以發揮制衡現有公司經營者之功能，使其心生警惕而在公司經營上不敢妄所欲為，而且其功能若能充分發揮，更有助於建立企業控制權之競爭市場，引入更適合之經營者，使公司之營運更臻健全，為股東謀取更大之利潤。再者，由金融市場之角度觀之，透過敵意併購機制，亦可促使金融整合之加速，活絡金融市場⁵⁰。惟國內相關企業法令往往以追求公司穩健經營為主要訴求，使得相關法令中常隱含有利於公司當權者之規定⁵¹。按理而推，此種法制環境應有利於敵意併購之防禦策略建構，

第 61 條、金融機構合併法第 11 條及銀行法第 62 條之 3 等條文。另關於現行法制營業讓與構造問題之精闢分析，請參閱王志誠，〈營業讓與之法制構造〉，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 115-157。

⁴⁸ 例如 H17. 6. 1 東京地方裁判所平成 17 年（ヨ）第 20050 号新株予約権発行差止仮処分命令申立事件、H17. 6. 15 東京高等裁判所平成 17 年（ラ）第 942 号 新株予約権発行差止仮処分決定認可決定に対する保全抗告等。Available at [http://courtdomino2.courts.go.jp/kshanrei.nsf/\\$DefaultView/467B8F7BF9AD58B949257022002D65AB?OpenDocument](http://courtdomino2.courts.go.jp/kshanrei.nsf/$DefaultView/467B8F7BF9AD58B949257022002D65AB?OpenDocument) (visited on 2005/7/7) .

⁴⁹ 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 26。

⁵⁰ 參閱林倬仲，〈國內金融市場敵意併購之探討〉，《今日合庫》，第 355 期，2004 年 7 月，頁 21。

⁵¹ 例如公開收購乃敵意併購經常運用之主要武器，但依證券交易法規定，公開收購原須事先取得證券主管機關核准始得進行，對於敵意併購者實屬不利，此制直到 2002 年 2 月才改為申報制；

卻又不然。目前所形成者，乃一方面偏頗公司派，另一方面留予公司派建構防禦工事之創意空間亦屬有限的法律佈局⁵²。展望未來之法制適用，謹提出幾點建議俾供參考：

1. 明訂防禦措施之實施要件

綜觀前開比較法例，可以發現德國、英國、歐盟以至於美國，其防禦敵意併購機制之實施要件有所不同。基本上德國側重監察人會之同意，美國多採董事會優越（board supremacy）之立場（美國之所以採此立場，係基於其董事之受託人義務內涵已發展成熟之故），而英國與歐盟則採取董事會中立之原則。相較之下，我國係於二〇〇一年公司法修正時，方於第二十三條第一項增訂受託人義務規範，至其內涵則尚屬曖昧不明，更遑論以此審查防禦措施之適法性⁵³。職是之故，學者遂建議我國法應以英國及歐盟之立法為仿效藍本，明訂董事會如未經股東會許可，不得採取任何阻撓敵意併購之防禦措施⁵⁴。換言之，董事會將不介入防禦措施之發動與實施，而責由股東會決定。本文贊同此項觀點，蓋我國董事之注意義務與忠實義務之內涵尚未發展成熟，相關法規之規範內容亦非清晰可斷，為避免適用上徒滋疑義，現階段之作法自以上開見解為佳。日後亦可配合相關制度發展之成熟度，與實際案例之適用結果，再考量有無調整必要及調整方向。

2. 法院審理此類案件之重點宜予掌握

本文建議，未來法院在審理敵意併購攻防案件之際，應適切掌握以下重點：

（1）應及時且審慎地處理紛爭：蓋敵意併購過程中之爭執訴訟若遭拖延，即使事後勝訴，可能已經改朝換代，於事無補。但及時卻需審慎相佐，否則當事人所遭受之損失將難以估計⁵⁵；

（2）審理時所採用之判斷基準應予形成：Livedoor一案中，法院用以判斷防禦措施之標準遭受質疑，被認為流於形式。另觀美國之審理概況得知，當公司經營階層採取反敵意併購之防禦措施時，其防禦是否合法須由多年來發展出之「經營判斷原則」加以檢驗。而該原則乃司法體系自我節制之體現，體認到法官並非全然具備企業管理專長，不宜過度越俎代庖，因此在公

另依證券交易法之規定，對於公開發行公司股東使用委託書「應予限制、取締或管理」，固有其箝制不肖市場作手之時代背景，但用語及精神顯然偏頗公司派。類此種種，都是法制上不利於敵意併購運作之障礙。參閱黃日燦，《法律決勝負——企業併購與技術授權》，台北：天下雜誌出版公司，2004年6月，頁97-98；〈從國內金融業整合看敵意併購之發展〉，《一銀產經資訊》，第466期，2004年1月，頁25。

⁵² 參閱黃日燦，上註書，頁98。

⁵³ 參閱王文宇，前揭註23文，頁55。

⁵⁴ 同上註。

⁵⁵ 參閱黃日燦，前揭註51書，頁98。

司經營階層之決定與行為係善意且合理之前提下，法院通常選擇不任意干涉之角色定位⁵⁶。未來我國法院面臨斯類案型時，應嘗試透過判決之累積漸次形成最適合我國現時環境之判斷基準；（3）妥善處理當事人提出之定暫時狀態假處分聲請：民事訴訟法第五百三十八條關於有定暫時狀態假處分之必要應如何認定，依向來之標準（如二〇年抗字第三六六號判例）以觀，在要件上似過於寬鬆，未來法院實務可嘗試逐漸使其更加具體化且精緻化。在我國，聲請假處分乃目標公司常見之防禦措施，因事涉公司經營權，所影響之權益甚鉅。此際，法院所扮演之重要裁決角色，宜審慎考量股東利益之保護，並彈性操作裁量空間，作出因案制宜之正確判斷⁵⁷。

3. 應通盤檢視相關法規並設置配套措施

本案中 Livedoor 因規避了日本證券交易法之規定而順利地取得併購所需比例之股份，也促使主管機關展開修法。縱使類似情形於我國不易發生，但此前車之鑑不啻再次提醒，應就我國併購相關法令加以檢視，方不致於事發後措手不及。此外，縱或敵意併購之防禦應被許可，但如果防禦過當則不被容許。美國證管會曾於一九八四年核准一項法案，其內容即在規範上市公司於公開收購期間與競標期間（bid period）不准採取之防禦措施，以確保目標公司股東權益⁵⁸。日本近來重視敵意併購問題，也深究相關之防禦課題，而如何避免防禦過當（日語「過剩防衛」）更為經濟產業省的研討重點之一⁵⁹。為達成避免防禦過當之目標，其企盼建構由公正第三人如律師參與決策、由股東會承認實施，並該併購案對股東有利時得解除防禦之防禦措施，而此種措施要獲得市場及股東之支持，擬定具體之規則實有必要⁶⁰。我國在重行檢視敵意併購攻防法規之際，亦不應遺漏防禦過當機制之配套。

二、由公司治理思維之角度以觀

⁵⁶ 對於經營判斷原則與司法審查必要性間之批判與申論，請參閱德本 穰「敵対的企業買収と対抗措置理論——新株発行の局面を中心として」私法 65 号（日本私法学会・2003 年 4 月）208-209 頁。

⁵⁷ 參閱王文字，〈公司經營權爭奪與假處分制度〉，《台灣本土法學》，第 58 期，2004 年 5 月，頁 89-90，97-99。

⁵⁸ 參閱伍忠賢=蔣成，〈從美國購併經驗看台灣公司經營權攻防規劃〉，《證券市場發展季刊》，第 24 期，1994 年 10 月，頁 147。

⁵⁹ 其他諸如東京證券交易所也發出要求避免防衛過當之自律聲明，呼籲實施合法的防禦措施，以避免侵害股東權利。參閱堀井慎一『敵対的買収』（徳間書店・2005 年 5 月）28 頁。

⁶⁰ 參閱森信靜治=川口義信=湊 雄二『M&A 戦略と法務』（日本經濟新聞社・2005 年 4 月 20 日 2 版）312 頁。

(一) 敵意併購防禦策略與公司價值之提升關係

由 Livedoor 一案所啟發之敵意併購防禦策略，可與公司治理（Corporate Governance）之思維聯結。按併購本身只是一個決策行為，其動機與目的相當多元，提升公司治理僅是其中的一種。而併購市場之運作主要是透過控制權競爭之方式，使生產及管理資源趨向更有效的配置，得以保護無法直接控制公司之其他投資人，本質上屬於外部治理機制⁶¹。然而，以提升公司治理為動機之併購，由於多涉及更換原有經營者，所以主要是以敵意併購之方式存在，但因其屬於較為激烈之公司治理機制，相關成本（例如企業重組、整合成本）通常頗高⁶²。徵諸高成本之成因可窺見，影響長期關係之穩定性乃原因之一，故欲以併購機制進行公司治理時，也必須考慮此一副作用（如經營者與員工間之互信破壞（breach of trust））。惟依此一角度言，適度地容許防禦策略運作，可以提高員工甚至經營者投資與公司間長期關係之意願，故不可全然禁絕。然而，防禦策略同時也容易淪為經營者固守自身地位之工具（如本案中之 NBS）。從而，在利害相權後，防禦策略之總效果是否有益於公司價值，並無定論，但不論目標公司是否採用防禦策略，要在併購過程中增益自家股東之財富，良好的公司治理仍屬不可或缺⁶³。

(二) 獨立董事與敵意併購防禦策略之關係

獨立董事（independent director）為落實公司治理機制的重點之一，而經調查指出，設有獨立董事會（independent board）之目標公司，其股東較未設有獨立董事會者，多獲致百分之二十三的報酬，顯示獨立董事會較能立於提升目標公司股東利益之立場，使用防禦策略⁶⁴。日本為回應大眾改善企業內部架構之要求，於二〇〇二年修訂商法相關法令，要求資本於五億日圓以上之大型公司設有重要財產委員會者，應有至少一名外部董事⁶⁵，惟設置情形仍未普遍。相對於日本法制上對於敵意併購防禦策略之鬆綁，若無足額的獨立董事以為配套，不難預見的是經營者之地位將更為堅固，而股東利益犧牲之情事將更形加增。在 Livedoor 一案後，日本金融廳開始檢討獨立董事之設置義務，並規劃其就防禦策

⁶¹ 參閱周行一主持，《外部公司治理——資訊揭露與接管市場》（公司治理研究報告第 4 冊），財團法人中華公司治理協會出版，2003 年，頁 197。

⁶² 同此見解，見黃偉峯，〈從太平洋 SOGO 股權爭奪戰談公司的股權、經營權規劃〉，《實用稅務》，第 337 期，2003 年 1 月，頁 40。

⁶³ 參閱周行一主持，前揭註 61 報告，頁 216 及 225。

⁶⁴ 同上註，頁 225。

⁶⁵ 參閱吳當傑，《公司治理理論與實務》，財團法人孫運璿學術基金會出版，2004 年 7 月，頁 318。相關法令見「株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律」第一条の三，available at <http://law.e-gov.go.jp/cgi-bin/idxselect.cgi>（visited on 2005/7/9）。

略之實施與監督（例如避免防禦過當）之權責內容⁶⁶。我國於去（二〇〇五）年十二月二十日三讀通過「證券交易法部分條文修正案」，並經總統於今年一月十一日以華總一義字第 09500002801 號令公布實施。該法第十四條之二至第十四條之五中，增列獨立董事與審計委員會之相關規定（於二〇〇七年施行），未來此制施行後，在決斷是否以及如何採取敵意併購防禦策略時，獨立董事或審計委員會諒必將扮演重要角色⁶⁷。

伍、結語

乍讀本案一系列裁判，頗能領會孫子兵法中「凡戰者，以正合，以奇勝。故善出奇者，無窮如天地，不竭如江河。」（勢篇第五）一語之妙，而實務上敵意併購案件間之攻防交鋒，更是千變萬化。本文之重心為敵意併購之防禦課題，以日本近來發生之著名案例為出發點，探討彼邦對該案件及該課題之觀點，並旁徵其他主要國家法例以為對比，最後嘗試檢視我國法制與機制之現況，並提出簡陋建議。今（二〇〇六）年六月三十日於行政院金融監督管理委員會所舉行之台灣經濟永續發展會議中，研商「金融健全化」等相關議題，其中針對「是否應禁止敵意併購，並就其所造成之市場壟斷行為加以限制」提出研議⁶⁸，也透露出主管機關對於敵意併購問題之重視。未來敵意併購於我國發展情況或未可知，但如何在尊重市場機制與貫徹金融監理之間求取平衡，則是不容迴避的關鍵課題。筆者學植未深，未能提出高瞻洞見，惟謹企盼在各式併購來臨的時代裡，我們能夠擁有嚴整的法制與完備的機制，從容以對。

（作者為本所資深顧問）

⁶⁶ 參閱堀井慎一『敵対的買収』（徳間書店・2005年5月）31-32頁。

⁶⁷ 關於新法中增設獨立董事與審計委員會之規定，學者有不同之觀察重點，詳請參閱賴英照，〈股市遊戲規則——最新證券交易法解析〉，自版，2006年2月初版，頁118-130；劉連煜，〈公開發行公司董事會、監察人之重大變革——證交法新修規範引進獨立董事與審計委員會之介紹與評論〉，《證券櫃檯》，第116期，2006年2月，頁12-21。

⁶⁸ 參看「台灣經濟永續發展會議財金組召開研商『金融健全化』議題會議」（行政院金融監督管理委員會2006年7月3日新聞稿），available at <http://www.fscey.gov.tw/ct.asp?xItem=1749232&ctNode=1470&mp=2> (visited on 2006/7/4).