

編號：

# 跨國併購法制障礙之研究

## 期 末 報 告

委託單位：行政院經濟建設委員會

受託單位：理律法律事務所

中華民國九十三年六月二十五日

# 跨國併購法制障礙之研究

計畫主持人：葉秋英顧問

協同計畫主持人：劉紹樑律師、蘇鴻霞顧問

研究員：吳志光、盧偉銘、蔡宜芯  
洪欣儒

委託單位：行政院經濟建設委員會

受託單位：理律法律事務所

本報告內容純係作者個人之觀點，不應引申為行政院經濟建設委員會之意見

中華民國九十三年六月

# 目 錄

第一章 續 論.....	1
第一節 研究背景與目的 .....	1
第二節 研究方法 .....	2
第三節 研究架構 .....	3
第二章 我國跨國併購之現況以及國際跨國併購之趨勢 .....	4
第一節 我國跨國併購之發展與現況 .....	4
第二節 國際跨國併購之趨勢與我國現況之比較 .....	6
第三章 跨國併購案件在我國法令以及行政程序上所遭遇之障礙.....	13
第一節 併購類型 .....	13
第二節 法令面之障礙 .....	16
第三節 程序面之障礙 .....	20
第四章 跨國併購之國際趨勢 .....	23
第一節 日本併購法令的自由化趨勢 .....	23
第二節 中國大陸的併購趨勢 .....	26
第三節 亞洲金融機構之併購趨勢 .....	31
第五章 目前併購障礙相關議題討論及比較法研究 .....	34
第一節 股東表決權之行使方式 .....	34
第二節 承認外國公司法人格及廢止認許制度 .....	39
第三節 企併法下收購類型之適用 .....	40
第四節 放寬徵求委託書之限制 .....	46
第五節 股份轉換法制 - 我國與美國、日本制度之比較 .....	49
第六節 公開收購法制 .....	57
第七節 稅制建議--所得稅之徵免與緩課 .....	72
第六章 結論與建議.....	73

附錄一：參考文獻.....	102
附錄二：座談會會議紀錄.....	107
附錄三：訪談紀錄.....	113
附錄四：期中報告審查會發言記錄.....	121

## 圖表目錄

表一：我國代表性跨國併購案件之整理 .....	6
表二：各國法令架構之修正 .....	9
表三：跨國併購銷售量，依據賣方之地區/經濟體，1988-2002.....	11
表四：跨國併購購買量，依據買方之地區/經濟體，1988-2002.....	12
表五：併購的類型.....	13
表六：日本近年來敵意併購案件整理 .....	24
表七：金控法、企併法以及公司法所訂董事會以及股東會之決議方式.....	52
圖一：亞洲五國（韓國、泰國、印尼、馬來西亞、菲律賓）跨國併購以 及外國直接投資金額 .....	7
圖二：亞洲跨國併購的驅動原因 .....	8
圖三：亞洲地區國家之外國直接投資金額（2001 以及 2002 年） .....	10

# 第一章 續 論

## 第一節 研究背景與目的

行政院於九十二年十二月十七日向行政院陳報「強化公司治理政策綱領暨行動方案」草案，業經行政院通過並積極推動中，從公司治理之角度來看，併購活動可減低代理成本。近年來，台灣之公司治理架構從歐陸系統之內部人制度 (insider system)，轉變為英美系統之外部人制度 (outsider system) 或市場體系之趨勢，使併購活動在這個蛻變過程中扮演一個重要之角色。

併購法制可以說是公司法制之核心，而如果涉及上市櫃公司，更是涉及資本市場、金融制度、勞工權益、股東權益等重大事項，而涉及全面的法律規劃。而且，併購活動還涉及財務、會計與經濟分析；重大案件甚至引起朝野關注。所以，在「只要是重要的問題，在依法行政之國家，就會變成法律問題」的實務邏輯下，研究併購法制必然是一個既重要又須強調科際整合之的工作。

近年來隨著金融機構合併法（下稱「金併法」）、金融控股公司法（下稱「金控法」）以及企業併購法（下稱「企併法」）三法之訂定以及公司法、公平交易法（下稱「公平法」）、證券交易法（下稱「證交法」）等法規之配合修正，建構了有助於企業併購之法治環境，我國併購法制進入了一個嶄新的境界。惟若干法令仍不甚健全，法規疊床架屋，行政命令、解釋函令以及行政措施仍過於僵化，與經濟、財務以及國際趨勢脫節，導致跨國併購案件仍存有許多法制面以及現實面之障礙，不利公司治理之推動、我國企業之轉型以及與國際接軌。

為促進國內外企業之跨國合作，並提昇我國企業之國際競爭力，我國勢必建立符合時代潮流之立法，在與國際規範接軌之同時，亦能兼顧國內現有企業規範、實務與法制，而在既有體制下進行改善，以全面克服企業進行跨國併購活動之所有法制障礙。

本研究在探討國際跨國併購之趨勢，以及我國現行併購法制不利於跨國併購之條文以及機制，以研究改進方向以及建議修正條文。

## 第二節 研究方法

本計畫由計畫主持人訂定計畫目標，規劃架構與方法，並由其餘參與本計畫之專業人員，進行資料搜集與分析。主要採取之研究方法有：

### (一) 文獻以及案例研究

廣泛蒐集國內外有關跨國併購之文獻以及案例，以掌握國際最新資訊，作為本研究評估之基礎。

### (二) 比較法制分析

本研究主要針對併購最發達之美國立法例予以研究分析，並參採其他主要、先進國家之法制，以及其實施之績效，提出修改我國目前關於併購法制之可行性評估。

### (三) 專家學者訪談

針對我國法令就跨國併購之缺失，邀請學者、專家及對相關併購作業有深入研究之專業人士進行訪談，參考其寶貴之經驗及見解，以切中跨國併購法制障礙之核心。

### (四) 舉辦座談會交流意見

邀請民間代表，以座談會或研討會方式交流分享辦理併購常見障礙之經驗，以提供本研究計畫更多面向之研究資料。

### (五) 綜合歸納分析法

本計畫在研究相關範圍內，將針對所得資料綜合歸納分析，以研擬具體相關配套建議，俾供決策者參酌援引及付諸實行。

### 第三節 研究架構

本計畫總共分為六章。

第一章為緒論，闡述本計畫之研究背景、目的、方法及架構。

第二章介紹我國跨國併購之現況與發展，以及國際跨國併購之趨勢，並比較我國現況與國際趨勢之差異，進而探討我國跨國併購案件仍存在有許多法制面以及現實（程序）面之障礙，不利跨國併購之進行以及與國際接軌，有必要予以檢討改進。

第三章介紹外資來台從事併購活動之相關方法，以及歸納整理當前跨國併購案件在我國法令以及行政程序上所面臨之障礙，作為本計畫之研究主軸。

第四章介紹日本、中國大陸以及亞洲金融機構的自由化併購趨勢，俾瞭解全球化後國際間併購之發展，作為我國評估政策以及法制改革之他山之石，以則優參採俾收實效。

第五章則就特定併購議題提出深入之分析，包括政策以及立法例之研究與分析，並就我國法令之相關缺失予以論述，進而提出相關建議之修正方向，建立符合時代潮流之立法。

最末則於第六章綜整本計畫之結論及建議，就每一併購之障礙，提供建議之修正方向，並做成議題表，整理出相關議題，納入主管機關之意見以及本所建議之修正方向，以供各方先進參酌。



## 第二章 我國跨國併購之現況以及國際跨國併購之趨勢

### 第一節 我國跨國併購之發展與現況

為排除企業進行併購之法律障礙，解決我國產業經濟面臨轉型之困境，並進一步落實經發會共識意見，我國於二〇〇二年一月十五日經立法院三讀通過，於二〇〇二年二月六日經總統公佈正式實施企併法、證交法部份條文修正草案及公平法部份條文修正草案等企業併購相關法案（以下簡稱「企併三法」），對於排除以往法令對於企業進行併購之障礙，有相當大之貢獻，主要修正如下：

- (一) 企併法放寬法定合併的對價
- (二) 企併法及金控法開發三角（立體）併購之方式
- (三) 企併法及金控法容許各種換股及轉換方式（股份轉換、分割），且儘量給予相同之法律效果（如租稅減免）
- (四) 公司法允許一人法人股東公司，減少「法定人頭」的風險
- (五) 企併法及金控法採用利益延續原則，引進「免稅改組」之機制
- (六) 活化勞動法制，企併法及金控法提及併購案中的員工承接問題
- (七) 企併法及金控法容許連結稅制
- (八) 企併法及金控法皆允許跨國合併，並引進簡易合併及非對稱式合併方式
- (九) 轉換上市（櫃）之機制
- (十) 企併法排除股東及員工優先認股權與強制分散股權規定於併購案之適用
- (十一) 企併法明訂忠實義務與公開發行公司進行併購時強制估價規定
- (十二) 企併法引進承認股東表決權信託與限制股權轉讓之機制

- (十三) 證交法第四十三條之一對公開發行公司的公開收購要約採申報制，但大額收購應予強制要約
- (十四) 證交法第四十三條之六私募制度
- (十五) 公平法對結合採申報異議制與放寬門檻規定
- (十六) 企併法允許以債作股

我國早期企業發展並未依賴併購活動，惟未來必須要迎接加入世界貿易組織的轉型挑戰，企業轉型無法全盤仰賴以往內部、有機式成長，而必須借助合併收購等方式加速重組、整合、分割或擴大原事業之規模及業務，以適應快速變遷的全球化經營環境。同時，企業也必須利用合併收購等方式，促進國內外企業的跨國合作，以維持企業以及國家競爭力。透過企業併購及整合，可以藉再造企業轉型因而釋出或提高更多的股東價值。

因此在過去十餘年以來，我國企業進行跨國併購，以達成策略聯盟或產業升級的案例日益增加，其中不乏較大型與具備代表性的案件，此外最近許多金控公司成立的案件，也都有併購案件的性質。請見表一為代表性案例之整理<sup>1</sup>。此外，隨著台灣經濟的發展、加入世貿組織、台商對外投資形成區域性公司，台灣的跨國併購案件應會再增加。

---

<sup>1</sup> 劉紹樑，國際併購趨勢解析與我國有關立法(2002/3/28)，企業跨國併購商機國際研討會

表一：我國代表性跨國併購案件之整理

序號	案 例
1	開發基金及和信、神通、台聚等企業收購 NYSE 上市的慧智科技 (Wyse Technology)，並進行母子公司倒置的轉換，在國內上櫃
2	華智、茂矽的類似收購案
3	國巨與菲利普電子的收購案
4	花旗集團與富邦集體的發行部分新股收購暨策略聯盟及轉型為金控公司案
5	宏碁收購美商奧圖電腦案
6	統一集團收購美商溫頓食品案
7	日商 NTT DoKoMo 收購和信電訊部分股權收購案
8	收購裕隆汽車公司部分股權案
9	澳洲 BTR 集團收購華夏海灣集團公司案
10	國內有線電視業者與 Star TV 部分股權收購暨合作案

資料來源：劉紹樑，國際併購趨勢解析與我國有關立法(2002/3/28)，企業跨國併購商機國際研討會

## 第二節 國際跨國併購之趨勢與我國現況之比較

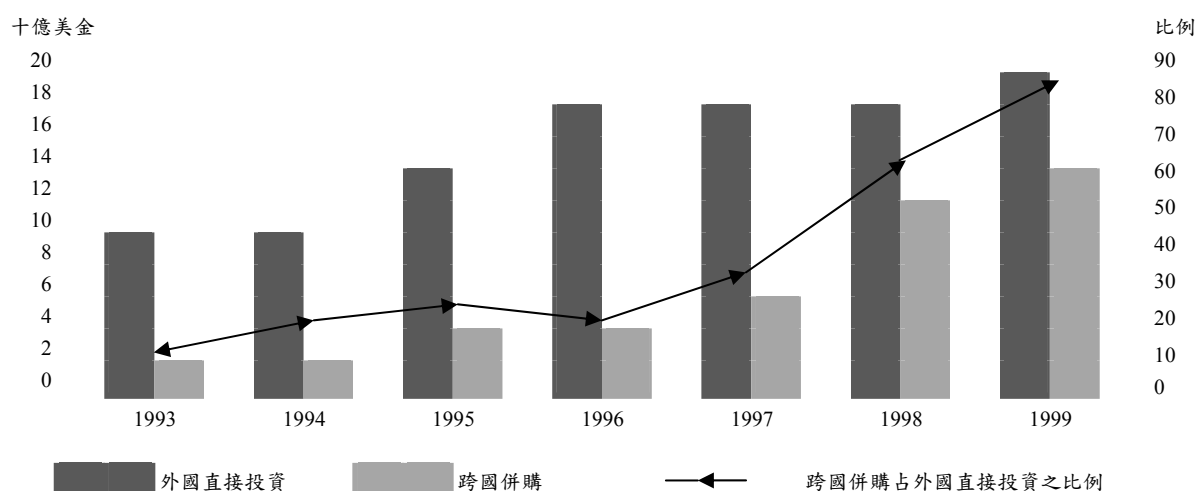
### 第一項 國際跨國併購之趨勢

根據聯合國貿易發展會議二〇〇三年世界投資報告，全世界的政府對於跨國投資採取愈來愈開放的態度，提供外國投資人更多的投資誘因，尤其是亞洲各國政府在亞洲金融危機後，正加速自由化的腳步，擴國併購量急劇增加（見圖一）<sup>2</sup>。於過去的十五年內，跨國併購案件約占

<sup>2</sup> James Zhan & Terutomo Ozawa, Business Restructuring in Asia: Cross-Border M&As in the Crisis Period (Copenhagen Business School Press, 2001)。根據聯合國貿易發展會議二〇〇三年世界投資報告，跨國併購在二〇〇〇年達到高峰，全球約有 7,894 件跨國併購，二〇〇一年約有 6,034 件跨國併購，二〇〇二年約有 4,493 件。二〇〇〇年跨國併購之平均交易價值為美金一億四千五百萬元；二〇〇一年跨國併購之平均交易價值為美金九千八百萬元；二〇〇二年跨國併購之平均交易價值為美金八千二百萬元。超出十億美金的跨國併購數量：二〇〇〇年有 175 件；二〇〇一年有 113 件；二〇〇二年有 81 件。

全球併購案件總數之 25%至 30%。近年來由於世界經濟的緩慢成長以及證券交易市場的不景氣造成跨國併購數量下降。二〇〇二年跨國併購數量減少 38%，共減少美金三千七百億元。二〇〇三年的跨國併購活動亦屬緩慢，但隨著市場環境好轉，跨國併購活動應會開始活絡，預計將於今年開始反彈，未來跨國併購在世界經濟中仍持續扮演重要角色<sup>3</sup>。

圖一：亞洲五國（韓國、泰國、印尼、馬來西亞、菲律賓）跨國併購以及外國直接投資金額



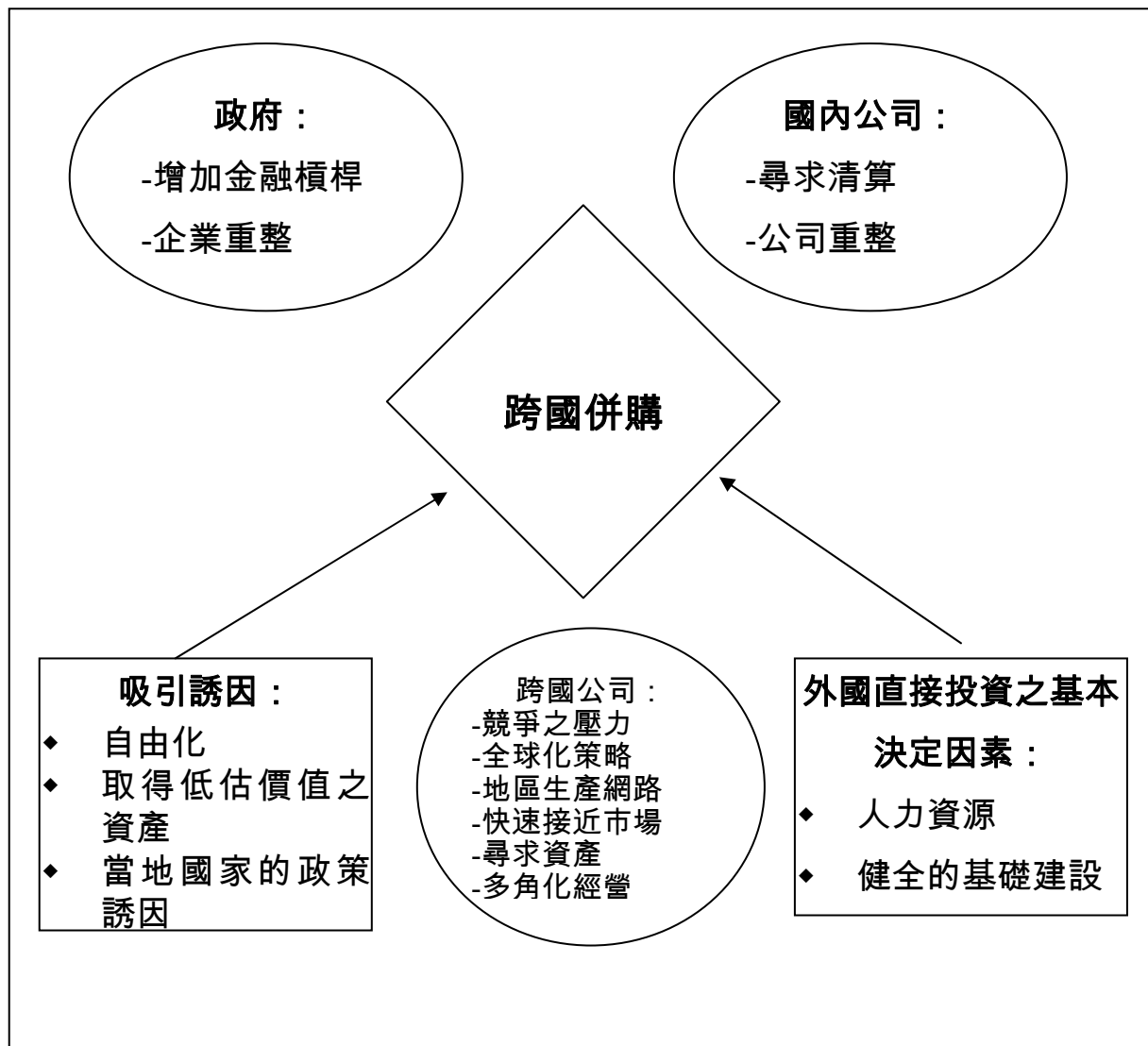
資料來源：James Zhan & Terutomo Ozawa, Business Restructuring in Asia: Cross-Border M&As in the Crisis Period

又跨國併購案件在亞洲其他各國迅速增加的原因，就政府而言，係為增加金融槓桿、企業重整、公司治理改革；就國內公司而言，係為尋求清算、公司重整、增加競爭力；就跨國公司而言，係基於競爭之壓力，以及全球化策略、地區生產網路、快速接近市場、尋求資產、多角化經營所驅動。跨國併購增加之誘因包括，自由化的政策、取得低估價值的資產以及當地國家的政策誘因。外國直接投資的基本決定因素，包括人力

<sup>3</sup> United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 2003 World Investment Report – FDI Policies for Development: National and International Perspectives (2003/12/30), see [http://unbisnet.un.org/ipac-cgi/ipac?tm=bib&db=ipac&lb=ipac&cl=3&cs=0101047781088760&sf=p&fd=1&dc=13&cd=1&sm=d&so=d&ft=c&bf=\\_su&df=a&sl=u&se=%5Fza225425a2&de=World+investment+report&uk=%5Fza225425a2&st=a&sn=15&ls=2&ts=bluemarble&mc=use&bc=dhl&ut=bib&sw=&sd=ipac&bd=ipac&pt=sum](http://unbisnet.un.org/ipac-cgi/ipac?tm=bib&db=ipac&lb=ipac&cl=3&cs=0101047781088760&sf=p&fd=1&dc=13&cd=1&sm=d&so=d&ft=c&bf=_su&df=a&sl=u&se=%5Fza225425a2&de=World+investment+report&uk=%5Fza225425a2&st=a&sn=15&ls=2&ts=bluemarble&mc=use&bc=dhl&ut=bib&sw=&sd=ipac&bd=ipac&pt=sum)

資源、健全的基礎建設以及長期成長可能性。請見圖二<sup>4</sup>。

圖二：亞洲跨國併購的驅動原因



資料來源：James Zhan & Terutomo Ozawa, Business Restructuring in Asia: Cross-Border M&As in the Crisis Period

<sup>4</sup> James Zhan & Terutomo Ozawa，同前揭註2。

近年來世界各國都在修正其法令架構，使外人投資更加簡便，見下表二。

表二：各國法令架構之修正

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
改變投資法令之國家數	35	43	57	49	64	65	76	60	63	69	71	70
法令改變之數目	82	79	102	110	112	114	151	145	140	150	208	248***
其中對外人投資比較有利者*	80	79	101	108	106	98	135	136	131	147	194	236
其中對外人投資比較不利者**	2	-	1	2	6	16	16	9	9	3	14	12

資料來源：UNCTAD

\* 包括自由化之改變或為加強市場機能以及投資誘因之改變

\*\* 包括為加強控制以及降低投資誘因之改變

\*\*\* 其中 67%都是關於提供投資誘因以及自由化之改變

因為全球化加速競爭，自由化造成市場開放與整合，與科技突破（尤其資訊、電信等四C產業之科技匯流趨勢）造成產業的改組，目前國際上進入近數十年來第五波的併購熱潮。從併購模式而言，外國的併購仍為以股換股為一重要特色，這是我國亟需借鏡之處。在歐洲，研議多年的第十三號公司法指令，雖然經里斯本部長會議支援，但在二〇〇一年七月因為德國企業及勞工的反對，未獲通過，以致歐盟促進併購法規統一化的努力大幅受挫。在日本，跨國併購的活動日益增加，包括轉型期的敵意收購，值得吾人注意<sup>5</sup>。

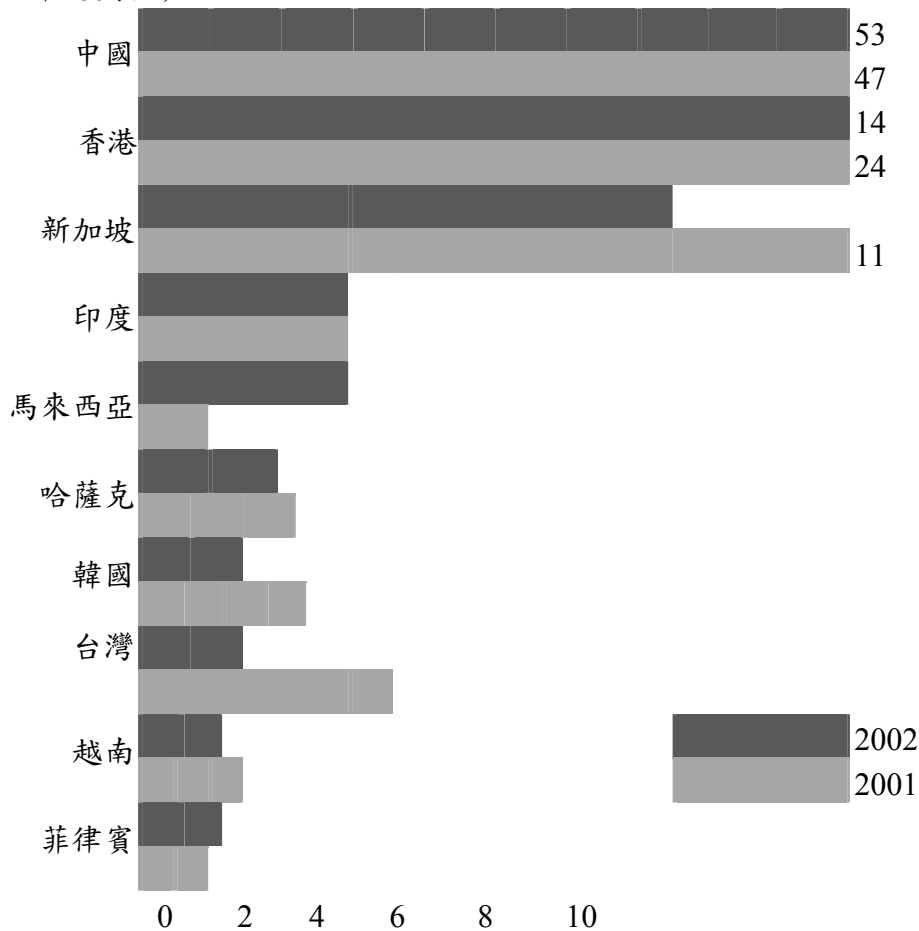
<sup>5</sup> 劉紹樑，同前揭註1。

## 第二項 國際跨國併購之趨勢與我國現況之比較

從下圖三可發現我國近年來外國直接投資金額降幅超出亞洲其他國家，且我國跨國併購量，無論是依據賣方或買方之地區/經濟體，都少於日本、韓國、香港、新加坡等亞洲國家（見下表三以及表四），因此實有必要檢討我國有關跨國併購的相關法令，探討現行法制下的相關問題，期能徹底解決我國跨國併購的法制障礙，增加跨國併購案件之數量，加速我國企業重組、整合、分割或擴大原事業之規模及業務，以適應快速變遷的全球化經營環境，並提昇產業之全球競爭力。否則，在亞洲各國修正法令架構加速自由化腳步之際，我國相關的法制障礙將影響外資來台之意願。

圖三：亞洲地區國家之外國直接投資金額（2001 以及 2002 年）

（單位：十億美金）



資料來源：UNCTAD

表三：跨國併購銷售量，依據賣方之地區/經濟體，1988-2002

單位：百萬美金

經濟體	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
全世界	115,623	140,389	150,576	80,713	79,280	83,064	127,110	186,593	227,023	304,848	531,648	766,044	1,143,816	593,960	369,789
美國	63,904	68,821	54,697	28,226	15,839	19,978	44,730	53,237	68,069	81,707	209,548	251,934	324,350	184,880	73,233
日本	29	1,612	148	178	230	93	750	541	1,719	3,083	4,022	16,431	15,541	15,183	5,689
韓國	-	68	-	673	-	2	1	192	564	836	3,973	10,062	6,448	3,648	5,375
香港	1,046	826	2,620	568	1,674	5,308	1,602	1,703	3,267	7,330	938	4,181	4,793	10,362	1,865
新加坡	262	114	1,143	237	276	362	355	1,238	593	294	468	2,958	1,532	4,871	556
中國	-	-	8	125	221	561	715	403	1,906	1,856	798	2,395	2,247	2,325	2,072
台灣	38	9	11	-	3	16	16	42	50	601	24	1,837	644	2,493	480

資料來源：UNCTAD，跨國併購資料庫



表四：跨國併購購買量，依據買方之地區/經濟體，1988-2002

單位：百萬美金

經濟體	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
全世界	115,623	140,389	150,576	80,713	79,280	83,064	127,110	186,593	227,023	304,848	531,648	766,044	1,143,816	593,960	369,789
美國	24,181	38,860	27,627	16,596	15,035	21,405	28,531	57,343	60,744	80,869	137,421	120,310	159,269	96,039	78,429
日本	13,514	7,525	14,048	11,877	4,392	1,106	1,058	3,943	5,660	2,747	1,284	10,517	20,858	16,131	8,661
韓國	-	235	33	187	72	74	500	1,392	1,659	2,379	187	1,097	1,712	175	98
香港	1,649	773	1,198	1,342	1,263	4,113	2,267	2,299	2,912	8,402	2,201	2,321	5,768	3,012	5,062
新加坡	8	764	438	570	294	849	1,174	892	2,018	2,888	530	4,720	8,847	16,516	2,946
中國	17	202	60	3	573	485	307	249	451	799	1,276	101	470	452	1,047
台灣	-	464	1,385	-	131	-	30	122	4	433	628	408	1,138	161	74

資料來源：UNCTAD，跨國併購資料庫

### 第三章 跨國併購案件在我國法令以及行政程序上所遭遇之障礙

#### 第一節 併購類型

本研究案所探討者僅限於外資來台從事跨國併購所遭遇之障礙，並不研究我國企業赴國外從事跨國併購活動之障礙，合先敘明。故謹於本章節介紹外資來台從事跨國併購之方法/類型，再介紹該等併購類型於我國法制下所產生之相關法令面以及程序面之障礙。

外資來台從事併購活動的方式包括股份之收購及資產、營業之收購，具有相當多元性。外資得依據企併法、公司法、證交法、金併法或金控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。從收購標的而言，可以涵蓋他公司之股份、營業或財產；從收購對價而言，包括股份、現金或其他財產<sup>6</sup>，見表五：

表五：併購的類型

收購標的 收購對價	股 份	營 業 或 財 產
股 份	類型 A (以股換股)	類型 B (以股份換營業或財產)
現 金	類型 C (以現金購股)	類型 D (以現金收購營業或財產)
其他財產	類型 E (以其他財產換股)	類型 F (以其他財產換營業或財產)

資料來源：葉秋英、吳志光，論企併法下收購類型之適用

#### (一) 類型 A——以股換股

類型 A 係指外國公司以其公司股份為對價，收購我國公司之股

<sup>6</sup> 葉秋英、吳志光，論企併法下收購類型之適用，月旦法學，94期（2003年3月），第226-237頁。

份，即以股換股之併購型態。作為對價之外國公司股份可能是其所發行之新股或庫藏股，作為標的之我國公司股份則可能是我國公司發行之新股、庫藏股（以我國公司為股份出賣人），也可能是我國公司股東所持有之股份（以我國公司股東為出賣人），例如外國公司與我國公司之母公司甲公司進行併購行為，約定以外國公司所發行之新股為對價，收購甲公司所持有我國公司之股權，則併購完成後，外國公司將成為我國公司之股東，甲公司則成為外國公司之股東。

公司法第一五六條第六項規定，公司設立後得發行新股作為受讓他公司股份之對價，需經董事會以三分之二董事出席，出席董事過半數決議行之。即屬於此類型之收購行為。

此外，企併法第四條第五款定義之股份轉換，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。則是屬於此類型收購行為之衍生類型，即外國公司以其公司全部已發行股份為對價，收購我國公司所發行之新股或發起設立所發行之股份，但併購行為完成後取得我國公司股份者並非外國公司，而是外國公司之股東。此等所謂「股份轉換」之收購類型並另於企併法第二章第二九條予以特殊類型化。如果我國公司為上市（櫃）公司，則應特別注意證交法有關申報及公開收購之規定，即依證交法第四三條之一之相關規定，於取得我國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證期會辦理申報。且若外國公司單獨或與他人共同預定於五十日內取得我國公司已發行股份總額百分之二十以上之股份者，依照證交法及公開收購公開發行公司有價證券管理辦法之規定，必須以公開收購方式為之。此為新修訂證交法，參照英國制度，所採行之「強制公開收購」（mandatory bid; mandatory offers），以確保在大型併購案之中，所有股東皆能共同享有「控制權溢價」（control premium）。

## (二) 類型 B——以股份換營業或財產

類型 B 係指外國公司以其股份為對價，收購我國公司之營業或財產，也就是以股份交換資產的營業讓與（即事實上之合併，*de facto merger*）。換個角度而言，則是我國公司以其營業或財產作價投資於外國公司，而取得外國公司之股份，成為外國公司之股東。公司法第一三一條第三項、第一五六條第五項、第二七二條但書等規定，明定認購股份之對價不以現金為限，即為肯認此類收購行為之可行性，包括民法第三〇五條之營業概括讓與及概括承受及公司法第一八五條所規定之讓與或受讓行為均屬之。

## (三) 類型 C——以現金收購股份

類型 C 係指外國公司以現金收購我國公司股份。同樣的，我國公司股份可能是我國公司所發行之新股、庫藏股（以我國公司為出賣人），更有可能是我國公司大股東所持有之股份（以我國公司股東為出賣人）。如我國公司為上市（櫃）公司則應特別注意證交法有關申報及公開收購之規定。

## (四) 類型 D——以現金收購營業或財產

類型 D 係外國公司以現金收購我國公司之營業或財產，即常見之資產讓與行為，包括民法第三〇五條之營業概括讓與及概括承受，以及公司法第一八五條所規定之讓與或受讓營業或財產之行為，均屬之。

## (五) 類型 E——以其他財產換股

所謂「其他財產」，於併購實務上，常係「他公司之股份」（即公司資產之一種）。當然，其他財產不限「他公司之股份」，其他廠房、土地或無體財產權等亦屬之。就類型 E 而言，常係指外國公司以其所持有之甲公司股份作為對價，經由以股換股之方式，向我國公司或其股東收購我國公司之股份。併購完成後，外國公司成為

我國公司之股東，我國公司或其股東則成為甲公司之股東。類此以他公司股份作為對價之併購行為，通常係關係企業間組織調整或整體投資策略規劃之結果，所以他公司之股份，往往是母公司所持有之子公司股份或子公司所持有之母公司股份。

#### (六) 類型 F——以其他財產換營業或財產

同樣的，所謂「其他財產」，常係指「他公司之股份」。就此而言，除以自己公司股份或他公司股份為對價乙節有所不同外，類型 F 基本上與類型 B 相同，均是以股份換資產之營業轉讓類型，同屬於「事實上之合併」型態。具體而言，唯一不同的是，外國公司收購我國公司資產所付之對價，不是外國公司自己之股份，而係外國公司所持有之其他財產（例如：甲公司股份）。

本研究案旨在探討現行併購法制不利於跨國併購之條文以及機制，研究改進方向，並建議修正方向。準此，謹先就前開併購方法在目前實務上所曾經遭遇之法令障礙以及不便臚列如下。

### 第二節 法令面之障礙

#### (一) 在公司法方面：

1. 股東若為外國公司時，參加國內公司召開之股東會及董事會時較為不便，可考慮從下列方向予以探討放寬：
  - (1) 得否以電子方式送達股東會之通知？
  - (2) 對於具有股東提案權之股東條件予以限制，固然能防止職業股東幹擾股東會之運作，但考量併購活動之需求，以及我國股票交易之高周轉率，原持股須「繼續六個月以上」之期間之要求，似乎無法因應實際需求，是否僅就持股數額予以限制，而不對持股期間予以限制？
  - (3) 股東表決權行使之方式是否可放寬以電子方式表決？電子

方式是否包括電話、簡訊、傳真等方式，或僅限於電子郵件？

(4) 檢討經濟部商業司對於我國公司之董事會不得於國外召開之函釋，將使董事會之召開不具運作彈性。

2. 依據現行法律規定，外國公司未經認許來台設立分公司，即無權利能力得取得抵押權及質權等，為不合時宜之立法規定，無法因應全球化貿易及經濟活動需求，滋生法律適用上之困擾。
3. 有關公司法第一百六十三條關於發起人持股轉讓限制之規定，是否有礙現行併購實務運作，應予以探討。
4. 特別股發行及收回之限制是否應予放寬，以賦予更具可行性之實務運用效益？
5. 修正公司法第二三五條第二項有關公司章程「應」訂明員工分配紅利成數之規定，可能影響外國投資人之投資或併購意願。應否改為公司章程「得」訂明員工分配紅利成數，以允許公司基於實際營運需求及產業競爭狀況，自由決定是否允許員工分紅及其成數？

## (二) 在企併法方面：

1. 按經濟部在企併法通過實施未久，即函示認為必須以符合該法第二章之交易型態為限，始得適用優惠規定也就是「一體適用」原則。惟企併法第四條第四款對於「收購」乙詞採取廣泛之定義方式，因此，舉凡公司依企併法、公司法、證交法、金併法或金控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，均為「收購」行為，而應有企併法第一章總則相關條文之適用，是否應考慮放寬企併法適用之範圍？
2. 因主管機關前述「一體適用」原則之解釋與企併法之立法原意

不符，滋生企併法第八條之適用疑義。依第四條第四款之定義，公司本得以發行新股作為收購他公司營業或財產之對價，然第八條卻未提及於此情形得排除員工之優先認購權，造成適用上之不平衡。

3. 依現行企併法之定義，公司限於依我國公司法設立之股份有限公司，僅於例外情形所允許跨國併購，肯認外國公司得適用企併法。至於二家經認許且於國內設有分公司之外國公司間關於國內分公司之併購行為，則認為無法適用企併法，無法符合實務運作需求。按外國公司經認許後，應與本國公司享有相同待遇，為公司法所示之基本原則，亦為經濟全球化趨勢下應有之政策方向。故應檢討放寬企併法之適用範圍，擴及於外國公司就其於國內所設分公司間之併購行為。
4. 企併法第十五條要求公司依企併法進行併購移轉勞工退休準備金至存續公司或受讓公司前，應提撥之勞工退休準備金應達到勞工法令相關規定申請暫停提撥之數額。此規定加重公司進行併購之額外負擔，反無法兼顧原有勞工及移轉勞工之權益，影響跨國併購之進行，應檢討修正之。
5. 企併法第十六條及第十七條僅允許資遣消滅公司或讓與公司之員工，事實上，併購後之整合是否成功，應以參與併購之全部公司整體視之，員工之安排亦同，因此，有關員工之留用或不留用，不宜僅以消滅公司或讓與公司之員工為限，應檢討修正之。
6. 企併法第二十三條規定公司於合併之決議後，應即向各債權人分別通知及公告。該分別通知之規定增加併購成本及程序不便，應考慮簡化程序。
7. 公司與外國公司以概括承受或概括讓與全部營業或財產方式為收購者，依企併法第二十七條，並無準用第二十五條相關規

定，應一併檢討。

### (三) 證交法

1. 按企併法第八條規定發行新股用於收購、被收購、分割等情形得不提撥一定比率對外公開發行，惟依據台灣證券交易所股份有限公司（以下稱證交所）營業細則第五十一條及證交所有價證券上市審查準則第十四條第二項規定，合併增資新股如欲申請上市仍須提出一定比率對外銷售，將對於合併之企業造成困擾，似有再考量之必要，並與證交所及櫃買中心進一步協商。
2. 目前公開收購之收購人尚不得以發行新股作為對價，實與各國立法例與國外併購實務相左，不但不符合國際潮流，亦大大阻礙外國公司來台進行併購之意願，故建議開放公開收購得以發行新股為對價。
3. 現行證交法一百五十條場外交易禁止原則，故外國公司無法以買賣老股之方式投資中華民國之上市公司，致國內體質佳之上市公司無法由其主要股東以出售老股之方式與外國公司進行換股並行策略聯盟。該場外交易禁止規定，實不符合全球交易國際化之原則。

### (四) 所得稅之徵免與緩課

公司進行各種型態之併購，被併購之公司及其股東可能因此發生所得，如其取得併購之對價為一定比率以上之股權，則符合權益之繼續性與併購之商業目的性，在併購時對該項所得課稅，實質上有提前課稅之現象，因此，應檢討增訂關於不同併購型態時，涉及所得稅徵免與緩課之規定。

### (五) 與其他特別法之配合

企併法允許以債作股，並與外國有關實務接軌公司法亦接受此種作法。不過企併法所容許之作法未必為特別法所容許，例如銀行法第



七十四條對於以債作股而形成之轉投資行為，有所規定。此部份仍是一個猶待排除或鬆綁的障礙。

#### (六) 勞動法規之配合調整

目前勞動法制以「保障」勞工的工作權益為核心，而併購法之目的卻是要發揮資源有限配置之效率，促進企業再造。所以如何在工作權與企業效率之間取得平衡，亦為未來跨國併購法制中勞動法層面的挑戰。

#### (七) 公平法

公平法對結合雖已改制為異議申報制，但依照公平會新修正之事業結合申報書附表二，要求結合事業必須針對每一季參與結合事業之主要商品及服務分別提出最近五年市場結構資料，資料內容包括排名前五大競爭事業之國內銷售數額及國內市場佔有率等。該申報資料不僅內容繁雜，且對於並無調查權之申報事業而言，欲提供涉及他事業銷售金額及市場佔有率之數據資料且期間長達五年，更有實際上之困難。按公平法修正之目的係在簡化結合申報程序，但參照前述相應修正之事業結合申報書所要求之數據資料，不僅未見簡化，反加重申報人之程序負擔，對外國投資人尤然，實有檢討修正之必要。

### 第三節 程序面之障礙

- (一) 管理外匯條例及僑外投資條例等法規，增加行政程序之成本及審核批駁之不確定性，應檢討簡化該等行政程序。
- (二) 依現行外國人投資條例之規定，外國人擬在中華民國境內進行併購非上市(櫃)公司，無論金額之多寡，均需事先向投審會申請核准。且現行規定委任書不但須經國外公證人公證，另需經中華民國駐外單位簽證，辦理程序費時，如遇駐外機關未蓋騎縫章，則仍須交由外交部向駐外機關求證後，始核准投資案，致外國人常無法即時向投

審會提出申請而延誤在中華民國進行投資之商機。

- (三) 依現行外國人投資條例第七條規定外國投資人申請投資於法律或基於法律授權訂定之命令而限制投資之事業，應取得目的事業主管機關之許可或同意。故實務上，外國人併購之標的倘涉及限制投資之事業，外國投資人不但必須向投審會申請外國人投資之核准，並須依各相關法令另案向各目的事業主管機關申請特許。此外，投審會亦將該外國人投資申請書轉送各目的事業主管機關查詢意見，嗣各目的事業主管機關答覆後，投審會始核准該外國人投資案，倘投資案件金額重大，則另須將該外人投資案送呈投審會會議討論，而投審會會議一個月僅召開一次，不但造成行政程序之重覆及人力資源之浪費，且延誤外人進行投資併購之時效。
- (四) 依據現行華僑及外國人投資證券管理辦法之規定，外國人投資有價證券須向證券主管機關申請核准後，即可於核准內之額度直接在證券交易市場買賣有價證券，惟該證券投資實與長期股權投資有別。故在實務上倘外國投資人擬以參與中華民國上市上櫃公司經營之方式進行併購本國企業，並參加董事會進行長期股權投資，因投資事業為上市上櫃公司之故，究係由經濟部投審會受理，並視為直接投資案？或由證期會受理，徒生疑義。
- (五) 雖現行外國人投資條例第六條規定外國人之出資種類除現金、自用機器設備或原料、專利權、商標權、著作財產權、專門技術或其他智慧財產權外並包括「其他經主管機關認可投資之財產」，且對外投資及技術合作審核處理辦法第三條亦規定對外投資之出資種類包括「國外有價證券」。惟現行實務，倘外國投資人擬以股份交換（share swap）之方式在中華民國併購國內企業，外國投資人必須事先取得主管機關核准始得為之，此一跨國併購之限制，係其他美國等先進國家所無，對於跨國併購造成障礙。
- (六) 國內上市公司與國外上市公司進行跨國合併，除投審會因涉及國內

外股份轉換問題，仍有許多限制外，存續公司之股東另須逐案申請外人投資或對外投資程序複雜，造成實務上仍有許多障礙。

- (七) 如外國人以公開收購之方式併購國內上市公司股份，雖依日前修訂之證交法對公開收購已採申報生效制，但外國人來台投資須取得其他主管機關之核准，仍採事先核准制，而公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第九條規定公開收購如須經其他主管機關核准或申報生效者，申報書件須經律師審核並出具具有合法性之法律意見，且載明公開收購案件如經其他主管機關不予核准、停止生效或廢止核准，公開收購人應對受損害之應買人負損害賠償責任。在此嚴苛之規定下，致一般外國投資人無意願採取公開收購之方式進行併購。

## 第四章 跨國併購之國際趨勢

於研究探討如何解決前開我國跨國併購之相關法制障礙前，有必要先瞭解國際上跨國併購之趨勢，以掌握外國併購之動向，以與國際接軌，從而本計畫於本章第一節先介紹日本之相關併購自由化之趨勢。此外，中國大陸在近年來亦加速自由化之腳步，吸引許多外資進入中國大陸投資，因此亦於本章一併介紹中國大陸併購之相關趨勢。最後，因為金融行業一向係管制最多的特許行業，則其解除管制之趨勢更值得吾人注意，故於本章最後敘述亞洲金融機構的併購趨勢。

### 第一節 日本併購法令的自由化趨勢

日本早期的文化以及法令造成併購不盛行，惟九〇年代後期，日本法令大幅修正後，併購案件開始激增<sup>7</sup>，甚至出現一些敵意併購的活動<sup>8</sup>，請見表六。

此外，從一些專業人士的意見，亦可看出日本敵意併購時代的來臨。例如Curtis J. Milhaupt教授表示：「許多投資銀行不再勸阻外國客戶從事敵意併購活動，且愈來愈多日本經理人也開始尋求如何避免被併購的專業建議<sup>9</sup>。」又如美林 (Merrill Lynch & Co.) 以及高盛集團 (Goldman Sachs Group Inc.) 於今年一月底以及二月初即公佈一個日本潛在收購對象的名單，這些日本公司都具有股價低以及現金多的特色，造成名單上的

---

<sup>7</sup> 2003年日本併購案件的數值占全球併購案件數值的8.4%。2003上半年，日本的併購案件共計八百三十七件，總值為美金四百六十億六千萬美元，比去年同期增加約54.8%。日本近年來跨國併購案件逐漸增加，2003年上半年的跨國併購案件比2002年增加約32.4%，金額達美金七十六億六千萬美元。日本的跨國併購案中，主要的買方為美國投資人（見Thomson Financial, Japanese M&A – Role Reversal—Japanese M&A Dominated by Foreign Firms & Financial Sector Activity Citigroup Tops Announced; Lehman, Mitsubishi Tokyo Top Completed Tables, see [http://www.thomson.com/cms/assets/pdfs/financial/league\\_table/mergers\\_and\\_acquisitions/2Q2003/press\\_releases/2003\\_Q2\\_MA\\_PR\\_Jap\\_Finl\\_Advisory.pdf](http://www.thomson.com/cms/assets/pdfs/financial/league_table/mergers_and_acquisitions/2Q2003/press_releases/2003_Q2_MA_PR_Jap_Finl_Advisory.pdf)）。

<sup>8</sup> Ronald Gilson, The Poison Pill in Japan: The Missing Infrastructure, Columbia University Law School, Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 244, see <http://ssrn.com/abstract=509522> or <http://www.ecgi.org/wp/10420.pdf>

<sup>9</sup> Curtis J. Milhaupt & Mark D. West, Institutional Change and M&A in Japan: Diversity through Deals, see <http://www.law.columbia.edu/lawec> or <http://www.law.umich.edu/centersandprograms/olin/papers.htm>

公司紛紛尋求如何避免被收購的專業建議<sup>10</sup>。

表六：日本近年來敵意併購案件整理

	時間	發起公司	日本對象公司	方式/態樣	結果	原因
1	2000 年	M&A Consulting (日本)	Shoei Corporation	敵意併購	失敗	銀行以及機構投資人支援現有管理階層
2	2002 年	M&A Consulting (日本)	Tokyo Style	委託書爭奪	失敗	銀行以及機構投資人支援現有管理階層
3	2000 年	Nippon Telephone and Telegraph Corp(日本)	International Digital Communications	股權轉換	失敗	Cable & Wireless 提供比 Nippon 股票價值更高的現金
4	2000 年	Cable & Wireless (英國)	International Digital Communications	現金收購	成功	
5	2000 年	Boehringer Ingelheim (德國)	SS Pharmaceuticals ("SSP")	公開收購	成功/ Boehringer Ingelheim 的股權自 20% 上升到 36%	

整理自：Ronald Gilson, *The Poison Pill in Japan: The Missing Infrastructure*

早期日本併購之法制障礙最主要是公開收購之法令系統以及外匯交易以及外國交易控制法所增加之限制。如日本於一九七二年允許公開收購，但相關法令管制相當嚴格。第一個：收購者必須於公開收購前向財政部提出事前申報，導致消息事先走漏，而就國內收購者此種事前申報制度已經廢除，惟對外國收購者並未廢除。第二個：收購者必須於申報後在報紙上刊登收購啟事，將把收購者之策略洩漏給競爭對手。導致日本公開收購案件非常少，敵意併購者更是少見<sup>11</sup>。

<sup>10</sup> Arran Scott, Japanese Firms Fear Takeover Bids, March 11, *Asian Wallstreet Journal*, P. M3

<sup>11</sup> Huong N. Higgins (February 29, 2003), *The Abnormal Returns of Japanese Acquisition Bidders-Evidence in the 1990s*, see <http://ssrn.com/abstract=389960>

導致近年日本併購案件增加之原因，第一個是日本經濟不景氣，第二個是法制改革。近年來，日本為吸引外資，加緊腳步消除管制，法制以及行政改革的結果有效地促進併購，主要的改革有：

- 關於公開收購：在公開收購之政令方面，一九九〇年十一月二十六日公佈「有關公開收購之大藏省令」，為配合商法、證交法及二〇〇二新政令之施行，於二〇〇二年三月二十八日公佈「有關公開發行公司以外者股票公開收購揭露之內閣府令」。職是之故，關於公開收購之案件，日本於一九九〇年修改證交法後明顯增加，除友好型公開收購外，在二千年時亦出現敵意性之公開收購。
- 關於股份交換及股份轉換：日本在一九九九年參考英國之強制收購制度及美國各州之股份轉換制度，通過商法修正案，引進股份交換及股份移轉制度，允許公司建立控股公司從事商業合併，同時為配合「相關法律配合商法等部分修改之整備法律」（二〇〇一年十一月二十八日法律第一二九號）之施行，證交法亦做修改。
- 關於公司分割：二〇〇一年四月開始生效，依照民事重整法，允許公司於營業實質損壞前更快速地將其全部或一部營業轉讓。
- 關於稅捐優惠：二〇〇一年四月開始生效，公司就營業合併將可獲得稅捐優惠。
- 關於會計：第一，自一九九九年四月起，日本公司必須提出合併財務報表，而非只有母公司之財務報表，此種新的會計制度造成企業出售獲利不佳之子公司之誘因，以增加財務報表之帳面獲利。第二，新的公平價值標準要求公司適用市場價值評估其財務財產(包括其交互持股)。之前日本會計實務係以帳面價值評估該等財產，惟此種方式卻產生大量的未實現利潤用來美化獲利。在公平價值會計制度下，股權之帳面以及市場價值之差距在資產負債表上係列於資產項下。適用公平價值來評估財務財產可以降低投資回收率，使公司出售價值低的交互持股。第三，法令要求企業提存其退休計畫中短

少的退休準備金。因為這些未被紀載的義務的數額相當大，公司資產負債表認列債務的問題亦加嚴重。第一個會計標準會影響公司損益表的獲利表現，而如公司的子公司以及關係企業表現不佳時，第二以及第三個會計標準會影響公司資產負債表的表現。這三個會計標準都造成公司出售其表現不佳的子公司以及關係企業的誘因，以美化其財務報表，因此進一步促進日本的併購風潮。因為日本經濟不景氣以及相關法制改革，日本近年來的併購案件數量大幅增加。

## 第二節 中國大陸的併購趨勢

### 壹、背景

早期中國大陸之外商投資企業法（即「中外合資經營企業法」、「中外合作經營企業法」及「外資企業法」），並沒有明文規定外商投資企業是否可以進行境內投資，直至一九九三年頒佈之公司法才第一次以法律確立了公司之投資行為。

二〇〇〇年七月二十五日發佈「關於外商投資企業境內投資暫行規定」，且必須同時遵守「外商投資產業指導目錄」，鼓勵外商投資。二〇〇一年十一月十四日，中國證監會《關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見》指出，符合中國證監會相關規定的外資企業可以申請上市或者採取受讓上市公司非流通股等方式進入中國內地資本市場，拉開了中國本地資本市場對外開放的序幕。隨著《關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知》、《利用外資改組國有企業暫行規定》和《外國投資者併購境內企業暫行規定》等一系列涉及中國資本市場的對外開放的法規和辦法的相繼出臺。外資可以併購的目標企業涵蓋多種組織形式與所有制形態的境內企業，即不僅可以併購上市公司（含國有股和法人股），還可以併購國有企業（包括大型國企）以及民營企業。外資併購的制度性障礙已經排除。

中國大陸外資併購形式將呈多元化發展趨勢，總的說來，有以下途

徑<sup>12</sup>：

1. 增資取得全部或部分股權。
2. 資產重組。
3. 資本重組。
4. 拍賣競買方式。
5. 託管輔助下的多種收購途徑。企業託管是指企業的所有者通過契約形式，將企業法人的財產交由具有較強經營管理能力，並能夠承擔相應經營風險的法人去有償經營。
6. 換股方式重組。收購方通過支付其他公司的股份或者增發本公司的股票來獲得目標公司的股權。通過購買控股公司，間接購並。
7. 利用其他金融衍生工具。諸如可轉換債券、認股權等都可以作為併購的工具。

## 貳、中國利用外資概況<sup>13</sup>

目前，外資在中國主要投資是製造業，一九九九年製造業投資占實際利用外資總額的 56%，二〇〇〇年為 63%；在經濟全球化和金融一體化和自身經濟發展迫切需要的推動下，中國已經成為世界上第二大資本輸入國。據估計，加入 WTO 後，外商直接投資將從現在每年 400 億美元較快地增長到每年一千億美元左右。外商投資的目光開始向服務業尤其是金融服務業轉移。隨著中國對外開放的不斷深入，《中共中央關於制定國民經濟和社會發展第十個五年計劃的建議》也提出了「適應跨國投資發展趨勢，積極探索採用收購、兼

---

<sup>12</sup> 樂存存，外資併購與中國上市公司資產重組綜述，中國社會科學院經濟研究所，見 [http://www.cass.net.cn/chinese/s01\\_jjs/grxszlzbls/lcc/03.htm](http://www.cass.net.cn/chinese/s01_jjs/grxszlzbls/lcc/03.htm)

<sup>13</sup> 人民網：跨國併購進入高速成長期，見 <http://www.fdiip.cn/ReadArticle.asp?ArticleId=870>



併、投資基金和證券投資等多種方式利用中長期國外投資」大政方針，成爲中國證券市場國際化的重要標誌。

### 參、外資併購中國上市公司之方式<sup>14</sup>

#### (一) 以外國投資者身分跨境併購中國上市公司

1. 間接收購。收購上市公司的母公司，從而間接控制上市公司。
2. 直接收購。從收購所採取的手段來分，可以分爲協定收購、要約收購、增資式收購，茲摘述如下：
  - (1) 協定收購，即通過協定受讓的方式獲得上市公司的法人股或國家股。
  - (2) 要約收購，即通過公開發出要約的形式，以不同的價格分別收購國家股、法人股和流通股，達到一定的股權比例。
  - (3) 增資控股式收購，即對那些同時上市發行 A 股和 B 股的上市公司，通過上市公司向外資定向增發的方式，使外資大量增持 B 股的方式，最終達到參股或控股的目的。
  - (4) 以參與國有資產債轉股的方式進入上市公司。外資可以通過購買、承接債權的方式進入上市公司，並由債權人對上市公司進行重組。
  - (5) 以融資方式參與管理者收購。外資可以通過爲管理者提供融資的方式幫助上市公司的管理者完成對企業的收購，並通過控制管理者的方式進而控制上市公司。

---

<sup>14</sup>樂存存，同前揭註12。

## (二) 以具有中國法人資格的外商投資企業身份併購上市公司

根據《中外合資經營企業合營企業合營各方出資的若干規定》的補充規定，外商投資企業可以通過下列各種方式對國內企業實施全部收購或部分收購：

1. 企業投資者之間協定轉讓股權；
2. 企業投資者經其他各方投資者同意向其關聯企業或其他受讓人轉讓股權；
3. 企業投資者協定調整企業註冊資本導致變更各方投資者股權；
4. 企業投資者經其他各方投資者同意將其股權質押給債權人，質權人或受益人依照法律規定和合同約定取得該投資者股權；
5. 企業投資者破產、解散、被撤銷、被吊銷或死亡，其繼承人、債權人或其他受益人依法取得該投資者股權；
6. 企業投資者合併或者分立，其合併或分立後的承繼者依法承繼原投資者股權；或
7. 企業投資者不履行企業合同、章程規定的出資義務，經原審批機關批准，更換投資者或變更股權。

(三) 上市公司股權發生轉移的目的區分，大致有兩種類型，一是出於產業整合的目的進行戰略併購；二是以買殼收購為手段，進行重大資產重組，而後以再融資為目的的股權變動<sup>15</sup>。

### 1. 戰略併購的特徵和趨勢

---

<sup>15</sup> 戰略併購將成主流模式--上市公司並購案例分析，見  
<http://news.rednet.com.cn/Articles/2003/09/465759.HTM>

- (1) 戰略併購逐漸脫穎而出，為主戰場；
- (3) 國家的區域經濟政策是戰略併購的重要引導力量，東北可能成為下一階段戰略併購發生的重點地區；
- (4) 調整股權結構，使之趨於合理；以及
- (5) 多元化戰略與混合併購仍舊是目前中國企業的主流選擇。

## 2. 買殼收購的特徵和趨勢

- (1) 殼資源所在行業主要集中於製造業和商業，而部分經營困難的科技型企業也開始成為殼資源新的發源地；
- (2) 考慮成本因素，殼資源公司通常經營業績不佳股本與資產規模較小；
- (3) 買殼的支付方式通常為現金、現金加資產對價，收購資金主要來源於自籌，部分來源於銀行貸款；
- (4) 要獲得對殼公司的絕對控制權，需要付出較高的代價，通常買殼上市的股權轉讓交易溢價在 50%左右；
- (5) 買殼收購過程中的業務創新主要集中於以下兩個方面，一是收購資金來源。二是資產重組置換的方式。

## 肆、外資審批制度的障礙

由於現行之外資審批制度實行的是普遍審查制，即對外資之設立要經過立項、簽約、申請、審批、登記等環節的全面審查，這種外資審批制度帶有較為濃厚之計畫經濟色彩，效率不彰，直接影響到外資的引進。再者，由於中國目前之併購法令零散又缺乏系統，外資要進入大陸市場，仍有極大之法律風險。

### 第三節 亞洲金融機構之併購趨勢<sup>16</sup>

在一九九七年亞洲金融危機之前，跨國併購之案件極少，原因不外乎為法令管制、家族企業型之公司結構、市場上對財產固有價值之不確定性。亞洲經濟的動亂及持續之銀行問題引發當地的金融機構試圖利用跨國併購之方式增加金融機構之價值。雖然如此，不論在數量及交易額上，跨國的交易僅佔所有亞洲併購交易之一小部分，約百分之二十至三十左右。至今之跨國併購可以被區分為以下五個趨勢：

#### (一) 在地域上集中在北亞地區

以交易價格來說，日本佔了亞洲已揭露之所有跨國交易金額之百分之三十六，一九九六年底開始之金融改革及外匯交易自由化促使日本之經營者尋求外國夥伴之協助，彌補其不足之部分，以提升其競爭力。反之，在南亞洲地區，並無顯著之跨國併購活動，這並不令人驚訝，因為南亞地區之國家仍在努力度過一九九七年之金融風暴，且仍面臨金融機構過剩之情形。例如，馬來西亞有十個本國銀行，泰國有十三個本國銀行，菲律賓在四十五個本國銀行中有三十三個資產價值之市場佔有率低於百分之一，很明顯地，這些國家必須先進行國內之金融機構整合。

同時，在中國大陸，投資人及金融機構已經注意到市場之發展，在可預見之十年中，中國大陸有潛力取代日本之地位成為重要的跨國併購市場，但韓國及日本之跨國併購活動，特別是處分不良資產，並不會因此停止，因為在可預見之未來，金融機構之重整仍是這兩個經濟體之經濟趨勢。

#### (二) 少數大型具指標性之跨國交易

雖然跨國併購之件數不多，但併購者通常都希望其併購之數額及策

---

<sup>16</sup> Tab Bowers, Greg Gibb and Jeffrey Wong, *Banking In Asia, Acquiring a Profit Mindset* (2003, Second Edition).

略能為國際所注目，例如：二〇〇一年 DBS Bank 以超過五億美元併購 Dao Heng，是當時日本之外，亞洲最大之銀行跨國併購交易。未來的趨勢仍會傾向高金額之交易。

### (三) 戰略性之緊急需求

戰略性併購者利用併購在新興的市場取得立足點，在台灣，花旗集團收購富邦集團旗下五大公司：富邦產物保險、富邦證券、富邦銀行、富邦人壽及富邦投信，取得各百分之十五之股權，花旗集團可以藉此穩固在台灣市場之地位，同時也可增加分銷網路，提升競爭力。

在中國大陸，由於對外資所有人之嚴格管制，在法令全面鬆綁之前，僅得藉由取得銀行之少數股份，做戰略性之經營安排。例如：國際金融公司（International Finance Corporation）取得上海銀行、南京市立商業銀行及 Xian City 商業銀行之少數股權。二〇〇二年初，香港匯豐銀行以六千五百萬美金購買上海銀行百分之八的股權，此為第一個外國商業銀行購買本國銀行股權之例子，花旗銀行亦遵循此一模式，在二〇〇三年初購買上海浦東發展銀行百分之五的股權。

在韓國，亦有此種收購少數股權以便於將來發展機會之例子，ING 於一九九九年時購買 Housing & Commercial Bank 百分之十之股權，二千年時，德國的 Allianz 與 Hana Bank 成立策略聯盟，取得百分之十二點五的股權，二〇〇一年時，BNP Paribas France 購買韓國著名的金融機構 Shinhan Financial Group 百分之四的股權。

此種藉由購買少數股權，取得策略聯盟機會之跨國交易方式，在將來必然會繼續發生並增加，因為外國投資者可藉由此種方式取得當地國的技術，同時藉此於該國拓展事業版圖。

### (四) 處分不良資產

在韓國、日本，甚至中國大陸之市場，主管機關認知到資產價值的重要，開始鼓勵投資者接管或整合不良資產甚多且體質不佳之金融機構，同時也逐漸由政府導向的態度，轉而鼓勵民間的投資者購買不良債權，以拓展其業務範圍。私人投資機構投資銀行之例子繁多如：New Capital 於一九九九年取得 Korea First Bank 控制性之股權；一九九九年 Goldman Sachs 以五億美元取得 Korea Kookmin Bank 百分之十七的股權；二〇〇〇年 Carlyle Group 取得 KorAm Bank 百分之四十一的股權；二〇〇一年，Lone Star Fund 併購 Tokyo Sowa Bank，並改名為 Tokyo Star Bank。

(五) 策略性單一產業投資者 (strategic mono-line player) 是主要買家

雖然私人機構投資人投入在高價值之併購交易，策略投資者著重在長期投資特定之產品線，而非大規模之整體併購，以便取得核心技術。GE Capital 在各地併購消費金融公司，包括香港的 United Merchants Finance，印度的 SRF Finance，韓國的 Sindo Finance 及日本的 Koei Credit 及 Lake Co. 即是最好之例子。另一個例子則是渣打銀行以十三億美元購買香港 Chase Manhattan Bank 的信用卡營運，以鞏固其在市場之地位。

據上可知，自由化乃是不可避免的趨勢，世界各國，尤其是亞洲各國，紛紛修正其政策以及法令架構，以吸引外資，因此跨國併購案件都在急劇增加，甚至敵意併購案件亦日漸增加。我國政府實有必要再這一波自由化的潮流中，加速法制之改革，創造一個適合於跨國併購案件實行之環境。

## 第五章 目前併購障礙相關議題討論及比較法研究

基於前開國際趨勢之討論，茲就第三章所述我國跨國併購之障礙，擇定特定議題於本章作深入之探討與分析。

### 第一節 股東表決權之行使方式

#### (一) 前言

依照我國現行公司法之規定，股東必須親自出席或委託他人出席股東會行使表決權，然而隨著公司股權日趨分散，股東人數眾多，加以網路技術的進步以及網路的普及，基於節省人力、時間以及金錢的考量<sup>17</sup>，並提昇股東參與股東會之意願，應探討放寬公司得以電子方式傳輸股東會開會通知與相關資訊，以及股東得以電子方式行使表決權<sup>18</sup>。例如，美國證管會與美國各州公司法積極推動利用網路行使股東權，目前美國已有超過三十個州的公司法准許股東利用網路或其他電子方式（例如電子郵件）進行投票，以行使股東權。我國主管機關未來可考慮在我國現行法制下，研究是否得配合科技與國際趨勢發展，允許利用電子方式（包括電話、電子郵件以及網路）進行投票。

#### (二) 美國對利用電子方式行使股東權之發展與規定

在美國股東投票之方式係由各州州法規範，美國德拉瓦州於一九八九年開始准許電話投票，自此各州逐漸放寬對投票媒體之限制，目前已有超過三十個州准許股東利用電子方式（包括電子郵件、直接上網投票等方式）投票。相關的發展包括：於一九九九年的股東會季節中，已有多家美國公司利用網路現場時況轉播股東會進行的情

---

<sup>17</sup> 根據美國業者統計，網路投票的成本僅係書面投票的9%，見<http://www.streetlink.com/serv.html>

<sup>18</sup> 馮震宇，利用網路行使股東權之基本問題與可能性之研究，證券市場發展季刊，13卷3期（90年11月）。

況，並允許股東事後利用網路重新觀看<sup>19</sup>；美國許多機構投資人或股東開始利用網路行使股東權，如以網路徵求股東連署在股東會提出議案<sup>20</sup>、利用網路徵求委託書<sup>21</sup>或反對特定議案<sup>22</sup>、於敵意併購時徵求股東同意併購<sup>23</sup>、或與其他股東就應如何投票進行溝通<sup>24</sup>。

美國之所以在利用網路方面有如此迅速的進步，乃係基於美國聯邦與州政府開放的態度所致，例如美國證管會於一九九五年即表示公開發行公司利用電子媒體交付公開說明書或其他文件，如符合一定要件，可被視為符合證交法相關之交付規定<sup>25</sup>。

謹就美國德拉瓦州之相關規定摘要如下：

德拉瓦州於一九八九年大幅放寬對公司股東會開會與表決之限制，准許採用電子傳輸方式投票（包括電話投票）<sup>26</sup>，嗣後於二〇〇〇年七月，配合網路與電子傳輸技術之發展，德拉瓦州又再度領先各州大幅修改公司法之規定，准許公司以電子傳輸方式（by electronic transmission）遞交公司對股東應為之通知，並賦予利用遠距通訊方式（remote communications）所為之委託與投票等行為與書面投票具有實質相同之法律效力，允許公司得不召開實體股東會，股東得以遠距通訊方式參與股東會，召開真正的「網路股東會」<sup>27</sup>。

---

<sup>19</sup> Lawrence T. Kane & Loren D. Danzis, The Net May be A New Venue for Annual Meetings, The National Law Journal, June 28, 1999, at p. B06.

<sup>20</sup> 同上註。

<sup>21</sup> Securities and Exchange Commission, Use of Electronic Media for Delivery Purposes, SEC Release, No. 33-7233; 34-36345; IC-21399 (Oct. 6, 1995); Karen Donovan, The Web- A Valid Proxy for Proxy- Fight Notices? The National Law Journal, January 1996, at B01.

<sup>22</sup> David J. Berger, Marthe LaRosilieri, Takeover Battles Now Rage on the Internet, The National Law Journal, April 15, 1996 at C01.

<sup>23</sup> David J. Berger, 同上註。

<sup>24</sup> 馮震宇，從美國公司法制論利用網路行使股東權之發展與趨勢，經社法制論叢，29期，第139-180頁（2002年1月）。

<sup>25</sup> Securities and Exchange Commission, 同前揭註21。

<sup>26</sup> William O. Gauger, The Proxy Process: Electronic and Telephonic Voting, Insights, Dec. 1995 at 14.

<sup>27</sup> Delaware State Senate 140<sup>th</sup> General Assembly Senate Bill No. 363, July 1, 2000.



關於電子方式所為通知之效力，根據德拉瓦州公司法之規定，原則上若股東已經同意公司可以用特定之電子傳輸方式為通知時，則該公司利用該電子傳輸方式向股東所為之通知均屬有效。如有下列情形之一者，視為已為通知：(1)若利用傳真通訊方式，直接傳送至股東同意接受通知之傳真號碼；(2)若利用電子郵件，直接傳送至股東同意接受通知之電子郵件地址；(3)若利用張貼在電子網路上，並就此項張貼是由另行通知股東時，則以下列較晚之時間為準：(A)張貼之時間，或(B)另行通知之時間；(4)若利用其他任何形式之電子傳輸方式，直接傳送給該股東時。惟股東亦可隨時以書面方式向公司撤銷電子傳輸之同意，且有下列情事時，股東之同意視為已經撤銷：(1)該公司根據該同意以電子方式傳送通知時，連續二次均無法以電子方式交付該通知；且(2)該不能之事由已為公司之秘書、助理秘書、服務代理人或其他負責發通知之人所知悉<sup>28</sup>。

根據德拉瓦州公司法<sup>29</sup>之規定，股東得以遠距通訊方式為下列行為：

1. 參與股東會。
2. 不論該次股東會是在指定地點或全部以遠距通訊方式為之，只要符合下列要件，均可被視為親自出席並在股東會投票：
  - (1) 公司採行合理措施，以驗證每位被視為出席以及准許在股東會以遠距通訊方式投票的人均為公司之股東或股東委託之代理人。
  - (2) 公司應採行合理措施提供該等股東或其委託之代理人參與股東會與表決之合理機會，包括閱讀或通取程序的機會。
  - (3) 若任何股東或其委託之代理人在股東會以遠距通訊之方式投票或採取其他行為，股東應保存此等投票或其他行為之

---

<sup>28</sup> DGCL 232 (a).

<sup>29</sup> DGCL 221 (a) (2).

紀錄。

此外，德拉瓦州公司法亦將「書面投票」之意義擴大，亦即雖然原則上所有有關董事之選舉均應以書面投票為之，惟若經董事會通過，選舉董事仍可以電子傳輸（electronic transmission）<sup>30</sup>之方式為之，惟此等電子傳輸必須表明或附加適當資訊，使公司可以決定該電子傳輸係經股東或其委託之代理人授權所為<sup>31</sup>。

### (三) 國際趨勢

國際證券委員會組織("IOSCO")於一九九八年提出「網路上有價證券交易報告(Report on Securities Activity on the Internet)」，於該報告中，IOSCO亦特別針對網路股東會與投票的問題，建議各會員國「在考慮投資人保護與秘密性的原則下，各國證券主管機關應探討根據其本國公司法令，准許在委託書投票的過程中，利用網路作為協助股東積極參與股東常會或是其他股東會議方式之一的可能性」。例如在股東會投票方面，IOSCO就特別對各國公司與證券主管機關提出下列建議：「在考慮投資人保護與秘密性的原則下，各國證券主管機關應根據其本國公司法令，探討准許發行人、股務代理、集保機構與證券商能充分利用網路特性，以散播投票訊息的可能性，以及在委託書投票的過程中，利用網路作為協助股東積極參與股東常會或是其他股東會議方式之一的可能性。」此外，IOSCO亦建議賦予各國證券主管機關權限，以釐清在何種情況之下，允許使用認證技術或應要求書面簽名<sup>32</sup>。

在IOSCO與美國的影響下，其他國家也已經開始實施或推動透過網路行使股東權的法規與制度。例如英國在二〇〇〇年五月亦開始採

---

<sup>30</sup> 根據德拉瓦州公司法第 232 (c)條，電子傳輸係指任何種類的通訊，只要其非直接涉及實體上紙的傳輸，且該等通訊創造得被接受者保存、取得以及審閱之紀錄，並得由接受者利用自動化程序直接在紙張上複製。

<sup>31</sup> DGCL 211 (e).

<sup>32</sup> IOSCO Press communiqué, September 18, 1998, see <http://www.iosco.org/press/presscomm980918-eng.htm>.

行網路投票方式。英國所通過的電子通訊法案 (Electronic Communications Bill) 修改英國公司法，賦予董事會可直接通過採行電子投票的權力，而不需要股東會同意，使得網路投票在英國也開始發展<sup>33</sup>。日本則配合電子簽章法的立法修改公司法，於二〇〇二年開始採行網路投票制度<sup>34</sup>。

#### (四) 小結

配合國際趨勢發展以及科技的進步，我國若能參考美國的發展情況以及法規，接受IOSCO之建議，修正我國相關法令，將網路運用於公司股東會相關事務（如以網路投票）或股東會之召開，便利股東的投票，始股東更易獲得相關資訊，或可解決我國目前公司股東會召開以及股東行使表決權的相關問題。如要准許股東利用網路行使股東權，最好的方式，就是修改公司法或證交法的相關規定，或以法律授權訂定法規命令的方式為之<sup>35</sup>。

---

<sup>33</sup> Clickety-click, Proxy voting by internet fast becoming a reality, see <http://www.manifest.co.uk/news/200000309.htm>

<sup>34</sup> Adrienne Baker, E-lections, Investor Relations- September 2000, see <http://www.e-vote.net/latestnews/pressarticles/2000/InvestorRelationsSep2000.pdf>

<sup>35</sup> 馮震宇，同前揭註18。

## 第二節 承認外國公司法人格及廢止認許制度

依公司法第三百七十五條及民法總則施行法第十二條現行規定，外國法人是以經我國「認許」為條件，才能取得與我國法人一樣之權利能力。法務部及經濟部採此見解，先後作成函釋認為：「未經認許之外國法人，在我國境內並無權利能力，而不能作為權利主體」。影響所及，未經認許的外國法人，不僅無法在國內取得不動產所有權，甚至無法設定動產擔保及質權，使國際間非常普遍之交易行為，在國內卻無法進行。

以外人投資為例，依據現行外國人投資條例、華僑及外國人投資證券管理辦法等規定，於國內進行投資之外國人，有相當多數是未經認許之外國法人，如果堅持前述見解，認為這些於國內進行投資之外國法人，都因為未經認許而不具有權利能力，甚至不能作為權利主體，不僅將使大多數外人投資行為陷於是否具有法律效力的爭議，更將使外國專業投資機構法人望而卻步，因而阻斷外資之進入，嚴重斷害我國經濟之發展。

基於前述，「未經認許之外國法人，在我國境內並無權利能力，而不能作為權利主體」之見解，實不符合經濟全球化時代之需求。雖然司法實務界對此見解有所折衷，除承認未經認許之外國法人仍然有訴訟上之當事人能力外，更肯認其可以在訴訟程序上確定私權請求。不過，前述折衷均係將未經認許之外國法人當作「非法人團體」之結果，所以對於未經認許的外國法人於實體法上有無權利能力之爭議，仍然無法解決。

經建會最新公司法修正草案，雖已經將現行外國公司應經認許之要求予以刪除，但即使公司法完成修訂，在民法總則施行法未相應修訂，將認許制度全面廢除之前，未經認許之外國法人恐怕仍無法在我國成為具備權利能力之權利主體。故為因應全球化貿易及經濟活動需求，應放寬外國法人權利能力之認定，不以經認許為要件，以

免徒生法律適用上之困擾。

### 第三節 企併法下收購類型之適用

#### (一) 企併法之規定

依據企併法第四條第四款之定義，收購指公司依照企併法、公司法、證交法、金併法或金控法規定，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。基於此項定義之文義解釋，適用企併法關於「收購」規定者，顯不以依企併法所進行之收購行為為限。

#### (二) 經濟部之解釋

然而依據經濟部九十一年四月八日經商字第○九一○二○六六四三○號函附經濟部九十一年四月一日「研商公司法及企併法疑義」會議紀錄所示，「企併法第四條第四款雖規定，企業得透過取得他公司股份、營業或財產等方式進行收購，並得以股份、現金或其他財產之任何方式為對價。惟符合該法所稱之收購，應係依企併法第二章第二節收購專節所認定之交易類型，並適用相關優惠規定。」此外，依據上開會議結論，經濟部作成九十一年四月二十三日經商字第○九一○二○六六九三○號函釋：「按企業為進行組織調整，發揮企業經營效率所為之併購（第一條參照），而本法第八條之立法目的，係為利公司進行併購之意願，而特定一定類型之併購行為得排除員工、股東優先承購權，上開類型，自以本法第二章第二節規定之類型適用之。」

前揭決議及函釋內容，從理由構成而言，其為排除公司以購買他公司極少資產之方式，刻意適用企併法優惠規定之情形，明揭回歸企併法之立法目的：「為利企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效率」以為限制，此項論點值得肯定。然而，從結論而言，前揭決議及函釋內容將得適用企併法相關規定之收購類型，限縮為僅限於

企併法第二章第二節之類型，於法律解釋適用上，不免有邏輯跳躍之疑慮，且是否符合企併法之制訂本旨，值得進一步討論。再者，前揭決議及函釋結論，將適用企併法規定之收購類型限縮為企併法所明示類型，與企併法第四條第四款所明揭之定義規定，似有明顯之抵觸情形<sup>36</sup>。

### (三) 收購之多元類型

從併購實務而言，收購類型包括股份之收購及資產、營業之收購，具有相當多元性，可因應企業進行併購活動多元目的之需求。依據企併法第一章總則及第二章合併、收購及分割之規定，所謂收購類型可以概分為「一般收購類型」及「特殊收購類型」。

所謂一般收購類型，係指依企併法第四條第四款所定義之「收購」，即公司依據企併法、公司法、證交法、金併法或金控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，請參上開表五以及第二章之敘述。

除了依照企併法第四條第四款收購定義所演繹出來，於併購實務上可見之「一般收購類型」外，企併法於第二章第二節特別明文訂定下列數種「特殊收購類型」：(1)公司以概括承受或概括讓與方式為收購者。（企併法第二十七條）；(2)公司依公司法第一八五條第一項第二款（讓與全部或主要部分之營業或財產）或第三款（受讓他人全部營業或財產，對公司營運有重大影響）之方式為收購者。（企併法第二十七條）；(3)公司經董事會決議，讓與公司全部或主要部分之營業或財產，予其百分之百持股之子公司，子公司並作價發行新股給公司者。（企併法第二十八條）；(4)公司經股東會特別決議，得以股份轉換之方式被他既存或新設公司收購為百分之百持股之子公司者。（企併法第二十九條）；(5)前揭各收購類型涉及本國公司與外國公司間之跨國收購者。（企併法第二十七條第三項、

---

<sup>36</sup> 葉秋英、吳志光，同前揭註6。

第二十八條第二項、第三十條第三項)。

根據經濟部首揭決議及函釋內容，係將適用企併法之收購類型限縮為企併法第二章第二節所列舉之前述五種「特殊收購類型」，除此之外，「一般收購類型」所列者概不屬之。從併購實務需求而言，顯然未能符合企業界之期待，也與企併法之規定及立法目的未盡相符，蓋特殊收購類型並未規範一般收購股份（股份轉換時除外）或營業及財產時，應達何等程度，方得以適用企併法第一章有關限制員工及原股東之優先認購權、股東協議書、股份處分限制、退休準備金及勞工移轉等及第四章與第五章之相關規定。

然而，誠如「一般收購類型」所述，各該類型固皆屬併購實務所常見之類型，但由於各該類型並無收購多少股份或多少營業或財產之門檻限制，若容認企業任意以收購少數股份或少數營業或財產，即主張適用企併法，亦將產生「過猶不及」之弊，顯亦非企併法規範本旨。故如何在利弊之間尋求平衡點，劃定企併法之合理適用範圍，值得進一步研討。

#### (四) 依企併法之立法目的劃定收購類型界限

企併法第四條第四款將「收購」定義為，公司依據企併法、公司法、證交法、金併法或金控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。理論上，使企併法將廣泛地適用於所有符合定義範圍內之「一般收購類型」，但並未就收購標的之股份數額或營業或財產價值劃定界限，使少數股份收購或價值很低之營業、財產讓與，也可能成為符合此定義範圍內之「收購」，致損及企併法規範目的。準此以解，從企併法之規律計畫及其整體關聯性，應可推論企併法於收購之定義及企併法之適用範圍上產生了「法律漏洞」。既經認定屬於法律漏洞，自得應斟酌企併法之規範目的及內部體系，就此法律漏洞予以補充，以建構企併法之合理適用範圍。

就前揭企併法於收購定義及企併法適用範圍所生之法律漏洞，因為第四條第四款之定義，其文義範圍顯然過廣，逾越企併法所欲適用之範圍。因此基於「目的性限縮」之補充方法，應參照企併法第一條所揭示之立法目的「為利企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效率」，將與企業組織調整或經營效率無關之「收購」（如少數股份之收購、價值低之營業或財產之收購等），排除於企併法特定條款之適用範圍之外，以符合企併法之制訂精神。

本報告嘗試從實務運作觀點，為所謂符合企併法規範目的之收購類型，分就股份之收購及營業、財產之收購劃定一個界限：

### 1. 股份收購方面

從企併法之立法目的觀之，於劃定股份收購類型之界限時，應考量者為多少股份之收購會對企業組織結構及經營效率產生影響力。就此而言，依據中華民國會計師公會全國聯合會財務會計委員會公佈、財團法人中華民國會計研究發展基金會財務會計準則委員會修訂之「財務會計準則公報第五號—長期股權投資會計處理準則」（一九九八年六月十八日第二次修訂）所載，長期股權投資按其對被投資公司之影響力大小，可分為三類：

#### (1) 有控制能力

投資公司對被投資公司有表決權之股份超過百分之五十者，通常對被投資公司有控制能力，即構成母子公司之關係，此時子公司之經營政策由母公司決定。此外，若母公司持有被投資公司有表決權之股份雖未超過百分之五十，惟與其子公司持有同一被投資公司有表決權之股份合計超過百分之五十者，該被投資公司之經營政策亦由母公司決定。此二情況，形式上，該等公司雖然各有其法律上之名稱或主體，實質上係同一經濟個體。



## (2) 有重大影響力

投資公司持有被投資公司有表決權之股份百分之二十以上者，通常對被投資公司之經營、理財及股利政策具有重大影響力。此外，雖然投資公司持有被投資公司有表決權之股份低於百分之二十者，對被投資公司通常不具重大影響力，但具有下列情形之一者，通常視為有重大影響力：(1) 投資公司持有被投資公司有表決權之股份百分比為最高者。(2) 投資公司及其投資持股比例超過百分之五十之其他公司派任於被投資公司之董事，合併超過被投資公司董事總席次半數者。(3) 投資公司指派人員獲聘為被投資公司總經理者。(4) 投資公司依合資經營契約規定，擁有經營權者。(5) 有其他足以證明投資公司對被投資公司具有重大影響力之事項者<sup>37</sup>。

## (3) 無重大影響力

投資公司持有被投資公司有表決權之股份低於百分之二十者，且無前述情形之一存在者，對被投資公司通常不具重大影響力。

有鑑於此，於財務會計處理上，既以持有百分之二十以上有表決權股份為認定有重大影響力之標準（雖然仍有其他認定有重大影響力之情形，可供為個案審查之用）。故於劃定適用企併法之股份收購界限時，以百分之二十以上股份為基準，對於非公開發行公司之股份收購而言，應有其立論依據。

然而，對於公開發行公司（尤其是上市（櫃）公司）之股份收

---

<sup>37</sup> 「國際會計準則第二十八號—對聯營企業投資的會計」（1989年4月公佈），對於認定投資者具有重大影響，亦以直接或間接擁有被投資者20%以上表決權作為認定原則。此外，明訂投資者存在之重大影響，通常可以經由下列一種或若干種方式予以證實：(1) 在被投資者之董事會或類似權力機構中設有代表；(2) 參與政策制訂過程；(3) 投資者與被投資者之間存在重要交易；(4) 交換管理人員；(5) 提供重要技術資料。

購，以百分之二十以上股份為基準，基於公開發行公司股權分散之情形，從實務面而言恐怕欠缺合理性。且依證交法之規定，均將持有股份超過股份總額百分之十之股東，與董事、監察人、經理人等併列於受相同規範要求之列，如證交法第二五條申報持股及其變動、設質之義務、第一五七條之一同受內部人交易限制等。此外，依據證交法第四三條之一第一項規定，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事項。足見，從證交法規範體系觀之，持有公開發行公司百分之十股份，應已達具有影響力之標準。

綜上，並再參照前述財務會計準則公報所示，除股權比例外之其他決定有重大影響力之情形（如最高持股、董事席次、擔任總經理、經營契約關係等），於公開發行公司之股份收購類型，應以百分之十之股份作為適用企併法之界限，較符合企併法之規範目的。

## 2. 營業、財產收購方面

在營業、財產收購類型中，如何劃定適用企併法之界限，基於前述目的性限縮意旨，似仍應回歸公司法第一八五條所謂「主要部分營業或財產」之認定，始符合企併法適用精神<sup>38</sup>。然而何謂「主要部分」，於公司實務上始終未能有較為明確之判斷標準，而取決於主管機關依照公司業務經營內容予以個案審查。

就此而言，行政院公平交易委員會曾在一九九九年作成函釋<sup>39</sup>，

---

<sup>38</sup> 就營業或財產收購類型而言，因以「主要部分營業或財產」為範圍，本文意見與經濟部目前所採取適用範圍並無不同，蓋企併法第二章已將收購主要部分營業或財產納入「特殊收購類型」之一，故即使依經濟部目前決議內容，「主要部分營業或財產」之收購類型，於企併法之適用性並無疑義，只是需要就何為「主要部分」進一步予以認定。

<sup>39</sup> 行政院公平交易委員會中華民國 88 年 12 月 3 日(八八)公法字第 03543 號書函。

從競爭法主管機關角度，認為「主要部分營業或財產」應該從財產的「量」（占讓與事業總財產的比例）及「質」（相較於讓與事業其他財產的重要性）予以判斷，再考量參與結合事業的市場地位是否因此有所改變。在個案上，則可就下列四點綜合考量：1.讓與部分的財產或營業占讓與事業之總財產價值比例或營業額比例。2.讓與部分的財產或營業可以與讓與事業分離，而可以被視為獨立存在的經營單位（例如行銷據點、事業部門、商標、著作、專利或其他權利或利益）。3.從生產、行銷通路或其他市場情形，讓與部分的財產或營業具有相當重要性。4.受讓事業取得讓與部分的財產或營業，將構成受讓事業經濟力的擴張，並可以增加其既有的市場地位。

上述公平交易委員會之函釋雖係著重於競爭法之觀點，並不當然可以作為論斷公司法或企併法「主要部分營業或財產」之依據，但其明白揭示應從「質」與「量」之觀點分別檢視之見解，相當值得重視及肯定，且於具體個案審查時，應可援用作為認定「主要部分之營業或財產」之方法。

至於更為具體的界限，依企併法第三十九條第二項規定，「主要之營業」係指讓與營業之最近三年收入達各該年度全部營業收入之百分之五十以上者；「主要之財產」係指讓與財產達移轉時總財產之百分之五十以上者。除此之外，或可參照財政部證期會於二〇〇二年十二月十日公佈之「公開發行公司取得或處分資產處理準則」，其中針對必須進行較為詳細之鑑價評估程序之資產交易，設定門檻為「公司實收資本額百分之二十或新台幣三億元以上」。此項規定，於認定是否為公開發行公司之「主要部分營業或財產」時，應可作為參考之依據。

#### 第四節 放寬徵求委託書之限制

另一個敵意併購的法制障礙係關於委託書徵求之限制。目前國內與

論趨勢雖多贊成採行「敵意併購」之方式進行併購，有助加速國內市場整併，可作為公司治理最佳的制衡工具，惟現行公司法及證交法相關法令對於徵求委託書之限制過多，妨礙敵意併購之進行，僅從防杜少數股東或職業股東「鬧場」之角度為規範出發，並未考慮公司併購之規劃與適用之可能性。如從提昇公司治理及促進併購市場的方向思考，委託書之運用將有助股權分散之公司調整經營團隊及董監事，淘汰表現不良的經營者，並可進一步調整公司股權結構<sup>40</sup>。

國內立法者一直存在有「公司派」至上的觀念，對委託代理出席股東會各方面加以限制。現行證交法也規定公開發行股票公司出席股東會使用委託書應予限制、「取締」或管理，可見我國立法多偏向公司派，從外部人的角度來看至為明顯，例如限制繼續持有一定期間之股東始得成為徵求人或委託信託事業擔任徵求人，此即限制公司派以外之人爭取經營權，即使外部人已成為大股東亦然。又例如過去及現行委託書相關規定限制外資及投信事業投資投票必須於股東會支援公司派提出之議案，亦是相同的思考模式。

借鏡外國委託書徵求之規定（即proxy solicitation rules）<sup>41</sup>，其內容規範完整，並著重於股東間之公平及資訊透明，且任何人有相關「政見」也都可以徵求委託書，此與財政部日前談企業併購首重公平透明互相呼應。目前公司法及委託書相關法令研擬修正，經建會日前也提出「強化公司治理政策綱領及行動方案」，特別強調落實經營者及大股東責任，呼應國外所盛行的「股東行動主義」（Shareholder Activism），我國應趁此機會將委託書規定作相關調整，放寬相關規定，確保各方皆

---

<sup>40</sup> 劉紹樞、盧偉銘，放寬徵求委託書之限制，經濟日報，2003年12月26日，6版。

<sup>41</sup> 關於美國委託書徵求之規定，請參SEC DIV. OF CORP. FIN., STAFF REPORT: REVIEW OF THE PROXY PROCESS REGARDING THE NOMINATION AND ELECTION OF DIRECTORS (July 15, 2003), see <http://www.sec.gov/news/studies/proxyreport.pdf>。關於各國委託書徵求之立法例比較，請參Douglas G. Smith, A Comparative Analysis of the Proxy Machinery in Germany, Japan and the United State: Implications for the Political Theory of American Corporate Finance, 58 U. Pitt. L. Rev. 145, 190-91 (1996)。

得公平取得股東名冊並得直接與股東溝通、徵求委託書<sup>42</sup>。

為推動公司治理，證期會於二〇〇三年十二月十一日公告「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」（以下稱「委託書規則」）修正草案。其中包括對股東擬採徵求委託書方式，支援特定人參選獨立董監事時，其最低持股成數打八折計算，是具體的鼓勵措施。惟委託書規則及修正草案皆仍要求委託書徵求人，於有選舉董事或監察人議案之股東會，除應持有一定數量之股份外，尚須繼續一定期間持有該公司股份<sup>43</sup>；又得委託信託事業或股務代理機構擔任徵求人者，亦有相類似之規定<sup>44</sup>。此等持有期間之限制似與既定財經政策及法律規定有所相違，似有不妥<sup>45</sup>。

台灣股市發行市場規模深度淺，股市交易週轉率為世界之冠，例如歐美、日本及香港股票週轉率約在 40%至 50%，而台灣則高達 400%以上，最高時甚至曾達 590%。如要求委託書徵求人必須繼續一定期間持有股份，則顯然將使委託書之徵求成為少數人鞏固經營權之工具。因此有學者指出，以委託書競逐董監事，不僅是國外證券市場上常有的現象，從公司治理角度而言，委託書亦是不可或缺之治理利器。委託書如能充分貫徹公開原則，使股東能夠充分明瞭議案的情形，則即為已足，股東將委託書交由何人使用，乃是股東個人私權選擇之問題，公司應嚴守中立，而且委託書規則不宜過度干預。

外國立法例多未規定委託書徵求人必須持有該公司股份繼續一定期間之限制。例如美國證交法對徵求人之資格，僅於徵求人主張提案權之情況下有門檻限制外，其餘情況並未要求委託書徵求人必須持有該公司一定股數或繼續一定之期間；日、韓等國亦未對此一問題設定限制。外

---

<sup>42</sup> 劉紹樞、計葵生、羅可擎，改變金融市場結構唯賴併購，經濟日報，2004年3月19日，6版。

<sup>43</sup> 公開發行公司出席股東會使用委託書規則修正草案第五條。

<sup>44</sup> 公開發行公司出席股東會使用委託書規則修正草案第六條。

<sup>45</sup> 應讓委託書發揮積極的功能，經濟日報〈社論〉，2003年12月03日，2版。

國股票週轉率低於台灣甚多，甚且未對委託書徵求人之持股期間作限制，台灣在普遍高週轉率之國情下，卻要求必須繼續持股達一定期間，似過於嚴格。

證交法雖允許主管機關訂定規則，就公開發行股票公司出席股東會使用委託書予以限制。惟其立法理由係為防止少數股東假借徵求委託書而操縱股東會。因此主管機關規定徵求人之持股數應達一定標準，即可達到防少數股東操縱股東會之目的。按法規命令之內容，不得逾越法律授權之範圍與立法精神，因此如對持股期間進一步再做限制，恐將超出母法立法目的及授權範圍。

此外，可能有人擔憂刪除持股期間之規定，則持股期間不長且與公司無相當關連之人，將輕易以徵求委託書方式當選董監事，可能無心專注公司經營，於公司長遠利益有害。惟即使股東徵求委託書當時持股期間雖不長，但徵求人仍須符合法規所要求持有特定股數之標準，與公司具有一定緊密之關係。且一旦其當選董監事，在其任內將受到證交法有關內部人持股轉讓之限制，不可能出現立即出脫或短暫持股之現象；又公司法規定，董監事如轉讓持股超過當選時半數，亦將當然解任。因此限制徵求人之持股期間恐無法真正達到目的。

我國近年參加 OECD 亞洲公司治理論壇，各國對我國近年之表現十分肯認，如能進一步放寬徵求委託書之限制，相信我國不僅在公司治理方面或在企業併購方面，將受到社會進一步的認同，對國際視聽亦有正面影響，宜謹慎處理。

## 第五節 股份轉換法制—我國與美國、日本制度之比較

### (一) 前言

按我國為強化金融業競爭力，促進金融組織再造，於二〇〇一年十一月一日公佈施行之金控法中，參考日本商法之規定引進股份轉換

制度<sup>46</sup>，以便於金融機構設立完全控股公司。其次，二〇〇一年十一月十二日公佈施行之公司法，亦參考美、日有關股份交換之規定，新增訂第一百五十六條第六項<sup>47</sup>，以及二〇〇二年二月六日公佈施行之企併法亦設有與金控法類似之股份轉換制度。惟該三法之規定略有出入，導致實務上適用之疑義，為通盤瞭解制度之內容及立法之原意，有必要就美、日之立法例分析比較，俾便提出更好之修正建議，彌補現行制度之不足。

## (二) 現行法制存在之問題

### 1. 股東的保護－決策程序

為排除公司創設完全控股公司之障礙，並配合日本參考美國金融控股公司制度引入銀行控股公司、保險控股公司及證券控股公司制度，日本於平成十一年修正商法引入股份交換及股份移轉制度，以利公司轉換為完全控股公司組織，我國金控法第二十六條第二項之規定：「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……。」可知金控法所引進之股份轉換制度，原則上包括股份交換及股份移轉兩種類型，為免條文繁複，統一稱為股份轉換制度<sup>48</sup>，而在條文上以預定之金融控股公司為既存公司或新設

---

<sup>46</sup> 金控法二十六條立法理由說明：「本法股份轉換係參考日本商法第三百五十三條以下有關股份交換之規定及第三百六十五條以下有關股份移轉之規定，創設以股東會特別決議之方式將為提出異議股東之股份概括轉讓予預定成為金融控股公司之另一既存公司或新設公司，並以該轉讓股份作為現物出資，以繳足金融機構股東承購預定成為金融控股公司之他既存公司發行新股或發起設立所需股款之行為。」

<sup>47</sup> 依立法委員林忠正等三十一人提案增訂該條項之立法理由為：「增訂第六項係參考美、日有關股份交換之規定，於股份交換時，受讓公司發行新股造成原股東股權稀釋，股東權益減少之情形，故需經董事會特別決議並限制可交換發行新股之比例，以保障原股東權益，又因股份交換取得新股東之有利資源，對公司整體之營運將有助益。」參閱經濟部商業司，公司法第十一次修正案，民國九十年十月二十五日。

<sup>48</sup> 以下如未特別說明，即以「股份轉換」統稱我國之股份交換及股份移轉規定。

公司，區別其程序。

依美國一九八四年「模範公司法」第十一、〇二條及第十一、〇三條(a)項規定，原則是採類似公司合併之程序設計，亦即股份轉換除應取得既存之預定控股公司（以下稱「收購方」）與被收購公司之董事會決議通過，並做成股份轉換計畫外，同時被收購公司尚應就股份轉換計畫提出於股東會，由股東會決議通過，惟並不要求收購方之股東會決議通過，此種透過大量之股份發行，實現基礎變更的企業結合，卻不需得到收購方之股東會承認<sup>49</sup>，一直被指摘有問題<sup>50</sup>，因此，美國法曹協會公司法委員會於一九九九年所提出之「模範公司法之基礎性變更」，除將條次變動外，亦於第十一、〇四條(a)項及(b)項明定股份轉換計畫應經當事公司之董事會決議。此外除非有同條第(g)項所定之情事，可不經併購公司之股東會決議同意者外，原則上尚應提請當事公司雙方股東會決議同意<sup>51</sup>。為避免收購方之經營階層企圖擴大規模而進行對被收購方股東沒有利益之收購，日本商法第三百五十三條第一項規定，股份交換應經收購及被收購方之股東會同意，我國金控法第二十六條第二項第一款，採日本立法例，規定除被收購公司外，預定之受讓股份之公司為既存公司者，亦應經股東會特別決議。企併法第二十九條第一項之規定亦同。

另查，金控法及企併法僅規定股東會之決議方式，並無規定董事會應採特別決議或普通決議。在我國現行公司法制下，如進

---

<sup>49</sup> 但美國證券交易所及櫃臺買賣中心（NASDAQ）的上市規定，如果上市公司發行百分之二十以上之股份，必須先經股東會決議，以調和大額換股案件中不同股東的利益，避免不當稀釋及訂價之問題。見劉紹樑，金融法制企業併購與典範遷移—以合併法與控股法為中心，台灣金融財務季刊第二輯第二期，90年6月，頁70。

<sup>50</sup> 邱淑芳，創設完全控股公司的股份轉換制度—我國與日本制度之比較，證交資料，485期，頁8，91年9月。

<sup>51</sup> 王志誠，股份轉換法制之基礎構造—兼評企併法之股份轉換法制，政大法學評論，71期，頁99之註38，91年9月。



行股份轉換，收購公司必須增資發行新股，在授權資本之範圍內，即應經董事會特別決議（公司法第二百六十六條第二項），新增訂之公司法第一百五十六條第六項似本於斯旨而來，明訂收購公司之董事會得以特別決議之方式增資發行新股，作為受讓他公司股份之對價；相對地，被收購公司是否亦應經董事會特別決議，本屬立法政策之問題，除非法律另有規定，否則僅經董事會普通決議即可。此外，如認股份轉換類似於公司合併，則依現行公司法之規定（第三百一十六條、第三百一十七條、第二百零六條第一項），亦僅需經董事會普通決議即可。若依此解釋，將造成兩家進行股份交換之公司，董事會決議方法不一致之現象。關於三法中股份轉換所涉及之股東會決議及董事會決議方式，請參見下表七：

表七：金控法、企併法以及公司法所訂董事會以及股東會之決議方式

		金控法	企併法	公司法 (§156XI)
預定之控股公司(既存公司即收購方)	董事會	未規定 <sup>52</sup>	未規定 <sup>53</sup>	特別決議
	股東會	特別決議 (§26I)	特別決議 (§29I)	未規定
既存公司(被收購公司即子公司)	董事會	未規定	未規定	未規定
	股東會	特別決議 (§26I)	特別決議 (§29I)	未規定

<sup>52</sup> 我國現行公司法制下，如進行股份轉換，收購公司必須增資發行新股，在授權資本之範圍內，即應經董事會特別決議（公司法第二百六十六條第二項）。

<sup>53</sup> 同上註。

依新修正公司法第一百五十六條第六項之規定，雖欲引進股份轉換法制，但卻未明定股份轉換之具體轉換架構，而係僅規定收購公司與被收購公司進行股份轉換時，收購公司董事會所應踐行之決議方法，但實務上如何適用公司法進行股份轉換，誠有疑義。特別是在企併法制訂之後，如何適用公司法第一百五十六條第六項之規定，亦值得討論<sup>54</sup>。按企併法第二條「公司之併購，依本法之規定；本法未規定者，依公司法、證交法、促進產業升級條例、公平法、勞動基準法、外國人投資條例及其他法律之規定。」，有學者認為，企併法為公司法之特別法，故就股份轉換之行為，本應優先適用企併法之規定，惟查，企併法對股份轉換時，收購公司董事會之決議方法，並未設有特別規定，雖公司法第一百五十六條第六項並不足以構成完善之股份轉換法制，但解釋上，應適用公司法之規定，收購公司董事會應以特別決議方式通過，始為合法<sup>55</sup>，由註 54 之經濟部函示觀之，經濟部似亦採取此種見解。

惟應強調者是，公司法僅規定收購公司之董事會決議方法，而未明定被收購公司董事會之決議方法，故立法政策上實有必要重新思考公司法第一百五十六條第六項與企併法及企併法間之適用關係。學者有謂<sup>56</sup>，「公司法如欲引進股份交換制度，本應就經營機關之功能及決議方法加以明定，且兩家既存公司如進行股份交換，理論上其董事會之決議方法宜取法一致，較稱允當，而不宜有所差異。」同時，股份轉換帶有強制轉讓股份之性質，為保障被收購公司股東之利益，似亦採董事會特別決議

---

<sup>54</sup> 經濟部於九十一年五月一日發佈之經商字第 09102077120 號函示認為，股份轉換，讓與已發行股份達百分之百之情形，屬企併法規範範疇。至公司法第一百五十六條第六項規定之股份交換自不包括受讓他公司以發行股份達百分之百之情形。又公司法第一百五十六條第六項規定：「公司設立後得發行新股……需經董事會以三分之二董事出席，出席董事過半數決議行之……」準此，股份交換時，發行新股之公司自依上開規定辦理。

<sup>55</sup> 王志誠，同前揭註 51，頁 102。

<sup>56</sup> 王志誠，同前揭註 51，頁 101。

為宜，故建議修正公司法第一百五十六條第六項之條文，規定讓與股份之轉讓公司亦需經董事會特別決議，以資明確。

## 2. 簡易股份轉換程序

按股份轉換之程序，必須踐行公司內部程序仔細評估，以保護少數股東之權益，避免股權因此稀釋，故通常必須花費大量之時間、勞力及費用。相對地，若股份轉換對於股東權益影響甚微時，踐行繁雜之股東會程序，反阻礙了股份轉換之進行。前述日本商法雖然原則上規定股份交換應經收購方股東會同意，但從促進企業組織再造及追求經營效率之觀點，日本商法仿造簡易公司合併制度，引進簡易股份交換制度，對於規模差距懸殊公司間之股份交換案件，採行簡易股份交換之程序。日本商法第三百五十八條規定，預定母公司於股份交換時發行新股之總數不逾公司已發行股份總數之二十分之一，而且支付預定子公司股東之股份交換金額不逾預定母公司現存純資產額之五十分之一時，得不經預定母公司股東會特別決議為股份交換<sup>57</sup>。

此外，依美國一九九九年「模範公司法之基礎性變更」第六、二一條(f)項、第十一、〇一條(e)項、第十一、〇四條(a)項、(b)項及(g)項等規定，對於股份交換亦採取與公司合併相同之處理方式，明訂如收購公司因股份交換所應增資發行之有表決權股份總數，未超過其已發行有表決權股份總數之百分之二十時，即不必經收購公司之股東會決議同意<sup>58</sup>。

觀諸我國之金併法及企併法係仿造日本之制度，股份轉換應經收購方之股東會特別決議通過，惟不知何故，並未同時引進日本商法中之簡易股份交換制度。而新修正之公司法第一百五十六條第六項卻又僅規定收購方公司應經董事會特別決議，至於

---

<sup>57</sup> 邱淑芳，同前揭註 50，頁 9。

<sup>58</sup> 王志誠，同前揭註 51，頁 108。

股份交換時，股東會決議之程序則付之闕如。如前述所提，金併法及企併法為公司法之特別法，股份轉換之程序，應優先適用金併法及企併法之規定，而該二法中未設簡易股份轉換制度，將增加企業進行併購之成本及障礙，未來應考量修法於金併法及企併法中參照日本商法之規定增訂簡易股份轉換制度<sup>59</sup>，並於公司法中建構完整之股份轉換法制，以避免法律適用上之紊亂。

另應補充的是，金控法二十六條第二項及企併法第十二條第一項第五款規定，收購公司及被收購公司之異議股東得享有股份收買請求權。如引進簡易股份轉換制度，亦應一併賦予股份收買請求權。惟在簡易股份轉換時，對收購公司之股東權益影響甚微，僅須經董事會決議通過即可，反對股東無法於董事會中表達意見，為保護收購公司少數股東之利益，可仿造日本商法第三百五十八條第五項至第七項之規定，除併購公司於做成股份轉換契約起兩週內，應將股份交換基準日及免經股東會決議之意旨公告並通知各股東外，反對股東如於上開公告或通知之日起二週內，對公司以書面通知表達反對之意思，即得請求公司以公平價格收買其股份。

### 3. 股份轉換後，是否需就自己持有之股份再發行新股？

按甲公司持有乙公司股份，如甲乙公司進行合併，以甲公司為存續公司，乙公司為消滅公司，並以甲公司發行之新股為對價，就甲公司本身所持有之乙公司股票，甲公司是否仍應發新股以進行換股？經濟部商業司八十八年七月二十六日經八八商字第八八二一四三五三號函釋認為，「公司合併時，消滅公司持有存續公司之股份，存續公司持有消滅公司之股份及消滅公

---

<sup>59</sup> 為使簡易程序之標準統一，可仿造企併法第十八條第六項之規定，股份交換後之母公司為交換發行之股份未超過其已發行股份總數百分之二十，且交付之現金或資產不超過公司淨值百分之二時，適用簡易股份轉換制度。

司彼此間相互持有之股份，均應於合併時一併銷除.....」，是以，存續公司因吸收合併而發行新股時，無庸就自己持有消滅公司之股份發行新股<sup>60</sup>。

惟在股份轉換之情形，甲公司若持有乙公司百分之三十之股份，兩公司欲做股份轉換時，甲公司是否需發行全部新股以換發乙公司百分之百之股份，在發行基準日再銷除相當於換發乙公司百分之三十之股份，或僅發行百分之七十部分股份做轉換即可，亦即甲公司就自己持有乙公司股份不必再發行新股，在現行之企併法，並無明文規定。

企併法所謂之股份轉換，文字定義雖指百分之百之股份轉換，亦即發新股用以轉換對方公司百分之百的股份，但實際運作應以實質結果來看，即轉換後，目標公司成為百分之百之子公司，而不應以形式是不是百分之百之股份轉換來看，若執著法條文字而要求存續公司必須發行全部股份，再銷除存續公司持有消滅公司股份，徒增程序困擾，目前證期會及經濟部之內部意見認為在上述例子，甲公司只要發相當於轉換乙公司百分之七十部份股份之新股即可，甲公司就自己持有乙公司股份不必再發行新股，未來修法應將此明訂於企併法，以資明確。

### (三) 小結

日本近十年來因受經濟不景氣之衝擊，為配合民間企業進行併購之殷切需求及加速企業進行組織重整，日本公司法制、證交法及稅法等相關制度均進行大幅度之修正。尤其是商法修正引入股份交換、股份移轉及公司分割等制度、證交法有關公開收購規定之修正及私募制度之創設及稅法配合相關修正。我國現行公司法、證交法、企併法雖參考相關日本之制度，但修法時卻又未全盤加以引進，造成我國法制上適用之困難，增加跨國併購之障礙，展望未來，應思考

---

<sup>60</sup> 經濟部九十一年三月十一日，經商字第0九一〇二〇三八三一〇號函。

如何進一步將日本商法中簡易股份轉換制度及相關便於股份轉換之條文融入我國公司法制中，以使企業能易於利用股份轉換之制度達成公司組織再造之目的。

## 第六節 公開收購法制

### (一) 我國現行公開收購制度

按公開收購 (takeover) 制度，特別是收購對象為上市公司時，可直接透過股票交易市場，由收購者以公開收購方式取得被收購公司之經營權，手續十分簡便，因此，收購易成為炒作股票之手段，或敵意收購之方式 (未經被收購公司同意而取得公司經營權)，並可能發生利害關係人或大股東間之私相授受，而損害一般大眾之利益。我公開收購制度自民國七十七年證交法增訂第四十三條之一引進公開收購要約制度以來至今僅有三件案例<sup>61</sup>。主要原因除了台灣實務上，欲掌控公司經營權者，往往透過徵求委託書、市場買入等方式，對於公開收購之認識及熟悉度上有不足外，公開收購制度本身有許多規定忽視經營權重置的需求，造成利用此制之困難，相信才是主要原因<sup>62</sup>。在民國九十一年六月十二日就證交法中公開收購制度作大幅之修正，除將原先之審核制改為申報制外，並增列於收購股權比例未超過百分之五、公開收購子公司情形下之除外規定，同時更引進英國之強制公開收購制度，在「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第十一條規定，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。

此外，公平法亦配合修正，將「事前申請許可制」改為「事前申報

---

<sup>61</sup> 首宗案例為民國八十五年九月寶成工業公開收購倍利實業公司股票，第二件案例則為民國九十年三月中華開發公司公開收購大華證券公司股票，第三件案例則為民國九十年十二月台新銀行公開收購大安銀行股票。

<sup>62</sup> 紀天昌，併購三法通過後我國公開收購法制之分析，法令月刊，53卷4期，頁300-301，2002年4月。

異議制度」，分別公告金融機構及非金融機構的合併審查門檻，增訂對於市場競爭機能並無減損的事業結合排除公平法適用之規定，故公開收購行為產生結合效果時，舊法時因結合審查程序導致併購障礙之疑慮已不復存在。

## (二) 現行公開收購法制存在之問題

### 1. 強制公開收購要約

#### (1) 英國「強制收購」制度之簡介

英國之公開收購制度主要依據規範為「公司接管與合併規則」(The City Code on Takeovers and Mergers)，其制度之特色除了延續自律組織自我規制的精神外，在比較法上最具特色的是所謂「強制收購」(mandatory takeover bid)制度。強制收購，係英國法上特有之制度，凡收購人收購公司股份達到可有效控制(effective control)公司之程度者，除非經英國公司接管合併管理小組之同意，收購人必須宣佈對被收購公司所有股東提出收購要約。採用此制之國家尚有西班牙、葡萄牙、新加坡、馬來西亞及香港等。此制之主要考量在於避免收購人已對公司取得控制之情形下，少數未應賣之股東的股份控制權價值會過低而無法出脫其持股<sup>63</sup>。又基於股東平等原則，避免收購人預先利用其他管道，收購被收購公司股份而達到被收購公司經營權之情形。基於強制收購主要目的在規範以取得控制權為目的而收購目標公司股權，故英國法上構成強制收購之情形有二：(A)取得超過百分之三十投票權之股份；(B)已取得百分之三十以上但未達百分之五十之投票權，在十二個月內，意欲再取得超過百分之一之投票權。

<sup>63</sup> 劉紹樑，「採行強制收購，落實忠實義務，剖析企業併購三法系列三」，工商時報5版，2002年2月1日。論者有謂強制收購制度之目的，係將「控制權溢價」分享予所有股東，亦即在大幅收購案中，不容許少數大股東先以其他方式出脫持股。

採行強制收購之實益在於，當公司控制權因收購人或大股東之股份取得行為而可能產生變動而達到強制收購之門檻時，要求收購人向所有股東提出收購要約，以供股東就控制權之移轉有決定是否出售其持股之權。簡言之，強制收購制度是賦予股東在公司經營權可能變更時，一個能夠檢視股東是否認同收購行為的機會，同時也有使股東得知相關資訊之效果<sup>64</sup>。

## (2) 強制收購之除外規定

民國九十一年六月證交法增訂第四十三條之一第三項，規定強制收購之原則性定義，對於所取得股份達「一定比例」，以及「除符合一定條件外」等不確定法律概念，均委由主管機關以行政命令補充之。九十一年十月二十二日證期會頒佈之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第十一條規定，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。第二項並規定，符合下列條件者，不適用前項應公開收購有價證券之規定：(A)與第三條關係人間進行股份轉讓者；(B)其他符合本會規定者。

強制收購之制度所附加之除外規定，係為避免限制過嚴反妨礙正常之投資活動，避免對影響股東權益甚微之股份取得行為予以過多的限制，此次修法於證交法四十三條之一第二項僅增列於收購股權比例未超過百分之五、公開收購子公司情形下之除外規定，其餘除外規定則有意將之委由證期會以行政命令加以規範，在證期會尚未明確表示何為強制收購之除外規定時，似可參照國外立法例中所列舉之

---

<sup>64</sup> 紀天昌，同前揭註 62，頁 308-309。



強制收購除外規定，以作為將來訂立相關行政命令之參考。

歐盟指令對於以下之情形，免除強制收購之適用<sup>65</sup>：

- A. 無償取得之有價證券；
- B. 因合併而取得；
- C. 因分割而取得；
- D. 承諾於期限內轉讓取得之證券；
- E. 已對其有控制權公司之股份取得；
- F. 控制權仍保留在目標公司股東；
- G. 因股東優先認購權。

日本對於強制公開收購之豁免有完整之規範，其內容如下<sup>66</sup>：

- A. 準用有價證券市場交易買賣，店頭交易市場為豁免之範圍。
- B. 為銷除股票，依政令不適用公開收購者包括：依商法規定行使股份收買請求權、法令上之義務所收購之股份、即因行使新股認購權、請求轉換之公司債所為公開收購。
- C. 公開收購人於公開收購後，所持有股票與特別關係人所持有股票比率之合計未超過標的公司已發行總股份之百分之五者。

---

<sup>65</sup> 王泰銓，歐洲事業法（一）－歐洲公司企業組織法，五南出版公司，1998年1月，頁308-309。

<sup>66</sup> 易建明，「兩岸及日本公開收購制度之比較研究：以公開收購制度程序、強制公開收購為中心」，臺北大學法學論叢期，頁139，91年12月。

歸納英國、香港、歐盟及其他立法例規定之豁免條件，主要可區分為以下幾類<sup>67</sup>：

- A. 公開收購人證明並未實際取得控制權：英國公開收購是以持股達到百分之三十，持股人取得公司之控制權為前提，因此，若持股人證明其未能取得公司之控制權，例如有其他股東持有相同或更大比例之股份，可以考慮予以豁免。
- B. 經目標公司無利害關係之股東多數同意。
- C. 受讓股份之目的係為挽救目標公司所必須，如多數有控制權之股東向收購人出售股份是為使目標公司免於破產。
- D. 由於公司合併、分立導致公司控制股權移轉。
- E. 特殊目的收購：例如銀行為實現質權或公司破產管理人、清算人取得目標公司之多數股份。
- F. 對於關係人或子公司之收購：此種收購並非創造新的控制權關係，而是對原有控制權之加強，少數股東對於控制權股東之存在應早有預期，不致損害其權益。

各國所規定之除外規定文字雖不盡相同，但皆係避免適用強制收購制度導致收購人必須付出與目標公司之規模及價值不相稱之成本。

惟與各國立法例不同的是，我國「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第二條已就公開收購定義為「不經由有價證券集中市場或證券商營業處所，對非特定人以公告、廣告、廣播、電傳資訊、信函、電話、發表會、說明

---

<sup>67</sup> 易建明，同前揭註 66，頁 141。

會或其他方式為公開要約而購買有價證券之行為」，已排除在店頭市場或非以購買或公開要約方式取得大量股權之行為，故上述立法例中對於公開收購許多排除態樣，本不屬於我國公開收購法制適用之範圍。另由於取得股份方式的多樣化，除外原因實無法一一列舉，在強制收購會對股份取得人造成不公平的情形下，主管機關亦應在特別之交易型態個案給予豁免，惟必須明確指明予以豁免之原因，避免對少數股東造成不公平之對待<sup>68</sup>。

### (3) 強制收購之問題

在保障少數股東之利益而引進強制收購制度之副作用即為阻礙有效率地控制權移轉交易之進行。換言之，因強制收購制度可能帶來諸如收購股份之價格難以確定、所需資金龐大、無法選擇其他合宜併購方式等問題<sup>69</sup>，反犧牲選擇公開收購以外併購方式所帶來之效率。

美國學者有謂，英國此種規定反使實務皆採用全部收購要約，反而扼殺部分收購要約之優點，且全部收購要約仍可能因收購人濫用收購手段而危害少數股東權益並非採行全部收購要約即可避免。因此，美國大部分的州法並無採行強制收購制度。

就我國情形而言，公開收購之案例本就甚少，除在申報制取代核准制度後可望增加外，於引進強制收購之規定後，應會使以往以其他方式大量取得公司股權之行為被納入公開收購之規範下，因此可能導致公開收購之案例明顯增加，惟我國強制收購之門檻訂為百分之二十，較英國之百分之三十為低，且除外規定並不明確，強制收購制度實施

---

<sup>68</sup> 易建明，同前揭註 66，頁 309-310。

<sup>69</sup> 王泰銓，同前揭註 65，頁 308。

之後是否反而會導致對併購行為規範過嚴，而造成企業選擇併購方式之障礙，亦值得觀察。

## 2. 公開收購之對價

### (1) 美國及日本法制對於收購對價之規定

按公開收購因給付對價之不同，可能為現金公開收購(cash tender offer)、股份交換公開收購(exchange offer)或為其混合。現金公開收購之情形，收購人係以現金作為取得目標公司股份之對價，而為股份交換之公開收購，則係以自己公司所發行的有價證券作為收購之對價。美國在一九六八年通過威廉斯法案(William Act)對於現金收購加以規範，至於以股份交換進行公開收購時，一九九三年之證券法即規定其發行股份做為公開收購之對價，應依公開發行之規定辦理，故收購公司發行有價證券以支付收購股份之行為由於涉及公開發行，必須受到一九三三證券法及一九三四證交法之雙重規範<sup>70</sup>。

以日本「證交法」上之公開收購制度為例，除可採行現金公開收購之外，依第二十七條之四第一項之規定，採取股份交換公開收購。

亦即公開收購人得以有價證券為公開收購之對價，以交換目標公司股東所持有股份。惟由於公開收購人必須發行有價證券，做為公開收購股權之對價，故在日本證交法上，亦涉有有價證券募集及轉讓等問題，亦即在公開收購人發行股份做為公開收購目標公司股票之對價時，應適用有價證券募集及轉讓之規定，依法向內閣總理大臣申報<sup>71</sup>。

---

<sup>70</sup> 紀天昌，同前揭註 62，頁 312。

<sup>71</sup> 王志誠，同前揭註 51，頁 89-90。

## (2) 我國之規定

我國九十一年修正之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第八條規定，以有價證券做為公開收購對價者，應以下列範圍為限：

- A. 國內有價證券以依本法規定已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之有價證券為限。
- B. 國外有價證券以符合本會規定者為限。

由此可知，我國目前之規定尚不允許以發行新股做為公開收購之對價。同時，關於僑外人出資種類，投審會就現行以進行合併、收購、分割之投資方式，雖已於九十二年十月二十四日修正放寬為股份交換之國外標的物公司，應為有實際營業活動且經營資訊已達透明化之公司。然證期會尚未明文規定何種國外有價證券得作為公開收購之對價。

以上公開收購對價之限制，實與美、日立法例與國外併購實務相左，不但不符合國際潮流，亦大大阻礙外國公司來台進行併購之意願。按以何種方式進行公開收購並不影響公開收購之本質，僅其涉及其他規範時必須另受相關法令限制（即以收購人自己發行之新股用以交換，需受到證交法關於公開發行規定之規範），實無必要將收購對價限於現金或已上市上櫃之有價證券或限於特定之國外有價證券，蓋法律僅需要求收購人將資訊充分揭露即可，至於對價是否相當，應由目標股東自行判斷是否決定接受收購要約，法令無須增加不必要之限制。

若在未來能開放公開收購得以發行新股為對價時，收購公司於選定目標公司後，由收購公司宣佈公開收購目標公司一定之股份，其後並以收購公司所發行之新股作為公開收

購之對價與目標公司股東之股份進行交換，其結果，如收購公司公開收購目標公司百分之五十以上之股份則收購公司於公開收購成功後，即可同時轉換為目標公司之控制公司<sup>72</sup>。在目標公司股權分散之情形下，既可利用公開收購向所有股東一併要約之優點，同時造成形同股份交換進行合併之效果，達成迅速建立控股公司組織之目的。

### 3. 股權整合機制

公開收購制度宜參照外國立法例，增列「股權整合」(squeeze-out) 相關機制。所謂「股權整合」機制，係指透過公開收購等方式而持有公司超過一定比例股權以上之公開收購人，於公開收購期間屆滿一定期間內有權強制收購所有未應買人所持有之有價證券，以達整合公司股權、發揮經營效率之目的。此外，為保護少數股東權利，多數國家亦規定未應賣人亦有權於公開收購期間屆滿一定期間內，將其持有股份強制出售予該等持有公司超過一定比例股權以上比例之公開收購人，該公開收購人不得拒絕，以求公平。

股權整合機制之優點在於有助於公開收購人取得被收購公司進行百分之百之股權，以避免完成公開收購後，卻因少數股東個人因素（例如失聯、生病、死亡）無法或不願出售股權，而造成公司必須為少數股東一再召開股東會，浪費公司成本，而且少數股東雖然無法影響公司重大決策，但仍得行使股東權，且公司董事對該等少數股東仍負忠實義務，對於持有多數股權之主要股東而言，造成公司營運之諸多不便，亦無法使公開收購人得以百分之百持有被收購公司之股份，以發揮該公司之經營效率。且既然高達百分之九十之多數股東均已認同該公開收購之價格，而願意交付股票致使公開收購人持有被收購公司百分

---

<sup>72</sup> 王志誠，同前揭註 51，頁 89-93。

之九十以上之股權時，該等公開收購價格應為適當合理之市場價格，少數股東以此價格被強制收買，對其權益應無重大之影響。

目前英國、法國、義大利、荷蘭、挪威、瑞典、芬蘭、香港及新加坡等國法制均設有股權整合機制，以利持有公司超過一定股權以上比例之大股東強制收購其他股東所持有之股份，以達到進一步整合公司股權之目的。上開多數外國立法例對於前述一定股權比例定為百分之九十，參酌我國簡易合併及連結稅制之持股比例亦定為百分之九十，爰建議我國亦以百分之九十作為行使股權整合機制之比例。

反之，就公開收購制度未設有股權整合機制之國家來看，不利經濟發展最為著例者為德國。二〇〇一年八月二十八日亞洲華爾街日報社論以「活在過去：德國公開收購法制應儘速修訂（Living in the Past – German takeover laws need an update）」為題，批評德國公開收購制度過於老舊，並無股權整合機制，造成英國電信公司 Vodafone 雖已收購德國電信公司 Mannesmann 百分九十九點六之股權，卻仍必須專為百分之零點四的股東每年召開股東會，而此等少數股東無法影響公司決策，但仍必須召開徒具形式之股東會，顯無意義且喪失競爭力。

綜上所述，參酌其他國家配合公開收購法令之股權整合機制後對提升企業競爭力之影響，我國實有必要考量在證交法公開收購之規定中引進股權整合機制，俾利我國企業進行公開收購後達成進一步整合公司股權及發揮經營企業效率之目標。

#### 4. 敵意併購

##### (1) 美國敵意併購之發展演變<sup>73</sup>

---

<sup>73</sup>黃日燦，美國敵意併購的發展演變，經濟日報 93 年 2 月 23 日，第 6 版。

美國之敵意併購由來已久，在一九三〇年代經濟大恐慌之前就已有企業敵意併購行為，當時敵意併購，主要是透過委託書攻擊戰進行，雙方巧取豪奪之方式，五花八門。一九三四年美國聯邦政府頒佈了證交法以匡正當時股市投機舞弊之風氣，並制訂委託書徵求使用規則（Proxy Rules），冀求維持公平之遊戲規則讓攻防雙方遵循。

一九六〇年代，敵意併購者開始從收買股份下手，公開收購要約乃應運而生，由於現金收購不受證券法規約束，乃成為敵意收購之利器，股東之考量由「跟隨公司派賭未來」的心態，轉為現金要約時代客觀之股價數字比較，簡單明瞭，為了規範現金要約，美國政府於一九六八年頒佈了威廉斯法案（William Act），將現金要約的管理規則納入證交法之條款，一方面要求收購人揭露收購條件及資金來源，另一方面也要求目標公司之管理階層揭露贊成或反對的立場及理由等必要資訊，俾讓公司股東面對現金要約時能取得充分透明的消息憑以作出明智的決定。

一九八〇年代美國敵意併購者得到垃圾債券市場之支援，對歷史悠久的上市公司發動攻擊取得經營權後再變賣公司資產、清算裁員以償還債務，引起社會大眾之負面反應，當時的州法乃通過許多法律，對公開收購要約橫加額外限制，或允許反收購之防禦措施，以保護公司之當權派，矯枉過正之結果，導致許多反敵意併購之州法被認定為抵觸威廉斯法案或阻礙州際商業活動而無效，因此新一代之州法乃採中間溫和略偏公司派之路線，尤以德拉瓦州為著例。

近年來，美國敵意併購舞臺有顯著變化，很多敵意併購案件，都是由正當正派之公司所發動，目的是為了建立策略聯盟，發揮整合綜效。自有資金加上適度之銀行貸款，取



代了垃圾債券，成為支付併購價款之主要資金來源，敵意併購逐漸與「惡意掠奪」之劣名脫鉤，而成為一種正當之商業活動。

綜上可知，美國對敵意併購採開放之態度，並適度規範目標公司之防禦行為，避免影響併購活動。反觀我國，對目標公司反收購之防禦措施並無規範，爰於下述討論之。

## (2) 目標公司防禦之規範

由於公開收購大量股權可能造成公司經營權之移轉，公司目前當權派之態度及目前經營狀況相當程度左右目標公司股東決定是否應賣，我國目前公開收購管理辦法亦規定目標公司就經營狀況及對該公開收購行為之態度應予公告，以給予股東評估是否應賣之機會。

然而目標公司當權派面對敵意之公開收購要約時，在面對喪失經營權的威脅下，往往採取許多防禦措施，在我國可能採行之防禦措施，例如：

### (A) 引進友善之第三人

以增資入股、發行具表決權優先順序之特別股、發行具認股權或可轉換之特別股、發行具認股權之其他有價證券之方式，稀釋併購者持股比例以增加併購者取得經營權之困難。

### (B) 發行員工認股權證

稀釋併購者持股比例以增加併購者取得經營權之困難。

### (C) 買回庫藏股

提昇公司股價以增加併購者進一步取得股權之成本，

可以公開收購方式為競爭收購之要約，以避免經營權之轉移。

(D) 提高股東會或董事會之表決權數

使對手難以取得控制權，且需購買更多股份以增加併購成本。

(E) 企業組織重組

以合併、分割或出售資產方式，降低併購者取得目標公司之意願。

(F) 訂立去職之鉅額補償（golden parachute）

高階管理階層在公司被惡意併購而遭解雇時，可一次領得鉅額退休金、離職金或額外津貼。藉此種安排降低併購者入主目標公司之吸引力。

(G) 高價買回股權（green mail）

以溢價向特定併購者買回公司股權，並約定不得再為收購行為。

(H) 反向收購（pacman）

收購併購者公司之股權，使併購者迫於自衛而放棄收購。

(I) 揭露公司「長期經營策略」且宣示經營者達成目標之決心，以爭取其他股東之支援。

(J) 事先預警系統—密切掌握短時間累積持股或持股超過一定比率之大股東，並採取防範措施。

(K) 提前召開股東會，提早閉鎖期開始之時間點以制止或拖延併購者進一步收購股權之行動，同時，使對手來

不及於提出不得以臨時動議提出之議案（例如改選董事、監察人、變更章程、公司解散、合併、分割或處分重大資產或營業之議案）。

- (L) 向法院提出假處分申請或提出訴訟，禁止敵意併購者違反強制公開收購之規定在市場上繼續取得公司股份，以制止或拖延對手進一步行動。

目標公司進行防禦措施不外乎兩個原因<sup>74</sup>：

- (A) 為保住自己的地位

收購對於股權轉讓之雙方當事人而言，極有可能為雙贏，收購者以相對低廉的價格取得目標公司之經營控制權標公司之股東獲得出售股票之溢價。但對於目標公司之經營者卻往往是大難臨頭，收購者將改組董事會另選經營者，既有經營者因而喪失經營權，同時公司被收購往往會被認為係經營不善所致，既有經營者之聲譽亦會受到影響，因此，他們將不惜一切代價以阻止收購者之收購。

- (B) 為實現公司長遠發展目標

某些上市公司經營者為企業選擇一條穩定而可持續發展之道路，勵行改革亦不去炒作股票，導致該股票之市場價值低於其內在價值，但這並不能說明公司經營者之管理不善，更不能表示公司之前景不佳，為了企業之長遠發展，在不認同併購者之經營理念之下，公司經營者往往會採取防禦措施，以維護股東之權益。

面對敵意收購時，公司董事會採行之防禦策略，本屬

---

<sup>74</sup> 吳國平、周世中，參見《企業併購與併購法》，2003年，山東人民出版社。

於其業務決定權限之內，但在目標公司因現任經營者不願交出經營權，在以經營者自身利益考量為前提所進行之防禦策略可能會產生下列弊病：(A)使公司喪失經營改良之機會，進而使股東遭受損失(B)公司收買自己股份或為競爭要約時，需要大量之現金，會影響公司資本之確實性，故有防止其濫用防禦手段之必要，惟防禦措施可能對股東有利或不利，不可一概而論，故不分情形一律禁止或鼓勵都是不可能的，應在允許防禦措施的同時經其嚴格限制在一定的條件和範圍之內也趨利避害，保護股東之權益。

然證交法通過之後，對於目標公司之防禦手段並未規範，立法者係有意不加限制或是立法疏漏，易生爭議。鑑於股東權益確保及避免防禦手段之濫用使得合理之併購無法進行，政府應研議給予相當之規範，以避免濫用防禦手段之弊端。<sup>75</sup>

### (三) 結論：

依我國國情，商業往來向來強調善意協商，公開收購股份如對公司所有股東為要約，通常表示公開收購者未事先與目標公司進行協商或協商破裂，欲藉由取得目標公司大量股權之方式，取得經營權，因此目標公司對此帶有「敵意」之收購要約，通常不具好感，甚至對此要約採取防禦措施。民國九十一年以前之證交法對於公開收購要約採核准制，而其中一個不予核准之理由即是對社會、經濟有不良之影響，反映政府一貫支援「公司當權派」之立場，反對所謂「敵意」併購之行為。然而，跳脫公司當權派之角度來看，其他股東（包括注重長期公司治理績效之外資機構投資人及注重短期獲利之散戶）並不認為此收購要約為敵意，因為一旦有人提出收購要

---

<sup>75</sup> 紀天昌，同前揭註62。

約，股價會上漲，流通性因而增加，可依股東自主之意願做財富之良性再分配。如今法令雖已改變為申報制，而目前的法制環境及政策卻仍對公司之當權派有利，政府部門應繼續積極掃除所謂「敵意」併購之障礙，才能真正落實此一新政策，迎接敵意併購時代之來臨，維持台灣市場之競爭力<sup>76</sup>。

## 第七節 稅制建議--所得稅之徵免與緩課

公司進行各種型態之併購，被併購之公司及其股東可能因此發生所得，如其取得併購之對價為一定比率以上之股權，則符合權益之繼續性與併購之商業目的性，在併購時對該項所得課稅，實質上有提前課稅之現象。美國聯邦所得稅法第三六八條之 A（法定合併）、B（股份轉換）、C（以資產換股）、D（分割）四種類型所設計之併購模式，適用免稅改組（tax-free reorganization），其主要目的在藉由「實質利益延續」（continuity of interest）之原則，認為並無利益實現，而賦予租稅中立（即緩課）之待遇，以促進經濟發展。

因此，參照外國立法例，對合於一定要件之併購，不應課徵併購目標公司之所得稅，而其股東之所得稅於取得股權之範圍內則予以緩課，以保持租稅中立之原則。至簡易合併於合併前已有百分之九十以上之絕對持股控制關係，不合於所得稅免徵與緩課之目的，應於企併法中明定不予適用。

---

<sup>76</sup> 劉紹樑，迎接敵意併購之時代，經濟日報理律法律專欄，92年12月19日。

## 第六章 結論與建議

### (一) 公司法部分

1. 承認外國公司法人格及廢止認許制度（公司法第三百七十五條）  
建議：因應全球化貿易及經濟活動需求，應放寬外國法人權利能力之認定，不以經認許為要件，以免徒生法律適用上之困擾。
2. 允許國外召開董事會（公司法第二百零五條）  
建議：應檢討經濟部商業司對於我國公司之董事會不得於國外召開之函釋。為使董事會能更具經營及運作彈性，應允許董事會得於國外召開，並有更具彈性之表決及集會方式。
3. 考量是否探討發起人持股轉讓限制（公司法第一百六十三條）  
建議考慮是否探討公司法第一百六十三條關於發起人持股轉讓限制之規定。
4. 放寬特別股發行條件以及收回之限制（公司法第一百五十七以及一百五十八條）  
建議：放寬特別股發行條件及收回之限制，以賦予更具可行性之實務運用效益。建議從特別股的發行條件著手，例如：不以優先分配股利為限，亦可增訂指派董監事優先權等。
5. 公司得自由決定員工是否分紅以及成數（公司法第二三五條第二項）  
建議：修正公司法第二三五條第二項有關公司章程「應」訂明員工分配紅利成數之規定，改為公司章程「得」訂明員工分配紅利成數，以允許公司基於實際營運需求及產業競爭狀況，自由決定是否允許員工分紅及其成數。
6. 併購

建議：由於公司法過去對於公司併購著墨不多，故立法院已制定企併法，以補其不足。長期而言，應將企併法中有關企業併購部分併入公司法為宜，但由於企併法甫經立法院通過，短期內似無廢止之可能，且於配套措施未同步實施前，仍宜維持目前公司法與企併法並存之型態。

至於企併法之修正建議，請見下述(二)。

## (二) 企併法部分

### 1. 放寬企併法對「收購」之適用

建議：企併法第四條第四款對於「收購」乙詞採取廣泛之定義方式，舉凡公司依企併法、公司法、證交法、金併法或金控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，均為「收購」行為，而應有企併法第一章總則相關條文之適用，不應僅限於第二章第二節之收購始得適用。經濟部如考慮過於放寬有所不妥，可以設一門檻，以符合企併法鼓勵併購進行之立法原意。例如：股份收購時必須符合下述門檻，公開發行公司：持有百分之十以上有表決權的股份，非公開發行公司：持有百分之二十以上有表決權的股份；營業或財產收購時，必須係收購主要營業或主要財產，「主要之營業」係指讓與營業之最近三年收入達各該年度全部營業收入之百分之五十以上者；「主要之財產」係指讓與財產達移轉時總財產之百分之五十以上者。

### 2. 證交所對合併增資發行新股要求一定比率對外銷售之規定

建議：按企併法第八條規定發行新股用於收購、被收購、分割等情形得不提撥一定比率對外公開發行，惟依據台灣證券交易所股份有限公司營業細則第五十一條及證交所有價證券上市審查準則第十四條第二項規定，合併增資新股如欲申

請上市仍須提出一定比率對外銷售，將對於合併之企業造成困擾，似有再考量之必要，建請轉洽證交所及櫃買中心進一步協商。

### 3. 承認兩家外國公司之國內分公司間之併購得適用企併法

建議：依現行企併法，二家經認許且於國內設有分公司之外國公司間關於國內分公司之併購行為，無企併法之適用，無法符合實務運作需求。按外國公司經認許後，應與本國公司享有相同待遇，為公司法所示之基本原則，亦為經濟全球化趨勢下應有之政策方向。故應檢討放寬企併法之適用範圍，擴及於外國公司就其於國內所設分公司間之併購行為。況且，外國公司於國內所設之分公司，均擁有一定資產及營業，更有聘僱員工，故企併法相關規定之適用，有其實益。

### 4. 修訂企併法第二十一條關於外國公司型態之限制

現行企併法第二十一條規定，本國公司與外國公司合併應符合該條第一項所列三款條件，其中第三款規定「公司與外國公司合併者，存續或新設公司以股份有限公司為限」。然而，本國公司與外國公司合併而外國公司為存續公司時，由於外國公司型態與我國公司法所規定之公司型態並不盡相同，故不應限制外國存續公司為股份有限公司，故企併法第二十一條第一項第三款應予修訂，僅於存續公司為本國公司時，始限制必須為股份有限公司。

### 5. 修訂企併法第二十七條第三項以準用同條第二項之規定

企併法第二十七條第一項規定，公司以概括承受或概括讓與，或依公司法第一百八十五條第一項第二款或第三款讓與或受讓營業或財產之方式為收購者，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。同條第二項規定，受讓公司取得讓與公司之財



產，其權利義務事項之移轉及變更登記，準用第二十五條之規定，亦即關於財產權利之變更或合併登記，得檢附文件向相關登記機關辦理批次登記，且不受權利人及義務人應共同辦理之限制。

然而，本國公司與外國公司以概括承受或概括讓與全部營業或財產之方式為收購者，依企併法第二十七條第三項規定，僅準用第一項及第二十一條之規定，並未及於同條第二項規定（即準用第二十五條之規定）。惟從立法意旨觀之，此顯屬立法疏漏，應予修改。

6. 發行新股作為收購他公司營業或財產之對價得排除員工之優先認購權（企併法第八條）

依企併法第四條第四款之定義，公司本得以發行新股作為收購他公司營業或財產之對價，然現行企併法第八條卻未提及於此情形得排除員工之優先認購權，造成適用上之不平衡。企併法第八條應明文規定公司發行新股全數用於收購他公司之營業或財產時，得排除公司法以及證交法有關員工及原有股東優先承購權之適用，經濟部九十二年八月一日公佈之企併法部分條文修正草案已經明文規定之<sup>77</sup>。

7. 公司進行併購僅須就現有之勞工退休準備金剩餘金額之全數或按比例移轉至存續公司或受讓公司之勞工退休準備金監督委員會專戶（企併法第十五條第二項）

現行企併法第十五條第二項後段要求公司依企併法進行併購移轉勞工退休準備金至存續公司或受讓公司前，應提撥之勞工退休準備金應達到勞工法令相關規定申請暫停提撥之數額。此規定加重公司進行併購之額外負擔，無法兼顧原有勞工及移轉勞工之權

---

<sup>77</sup> 參見經濟部商業司，企併法部分條文修正草案總說明 (<http://www.moea.gov.tw/~meco/doc/ndoc/920801a.doc>)，以及企併法部分條文修正草案條文對照表 (<http://www.moea.gov.tw/~meco/doc/ndoc/920801b.doc>)。

益，影響跨國併購之進行，應刪除該條第二項後段之規定，使公司進行併購僅須就現有之勞工退休準備金剩餘金額之全數或按比例移轉至存續公司或受讓公司之勞工退休準備金監督委員會專戶即可。

8. 併購後留用或不留用之員工，不僅以消滅公司或讓與公司為限（企併法第十六條）

現行企併法第十六條及第十七條僅允許資遣消滅公司或讓與公司之員工，事實上，併購後之整合是否成功，應以參與併購之全部公司整體視之，員工之安排亦同，因此，有關員工之留用或不留用，不宜僅以消滅公司或讓與公司之員工為限，應包括消滅公司、讓與公司、存續公司、被分割公司以及受讓公司。

9. 所得稅之徵免與緩課

建議於企併法中增加下列條文：

- (1) 第三十九條第三項文末增訂：

讓與公司之股東因前項讓與取得之股票或其他對價，超過原始投資之溢額，準用第三十九條第一項之規定。

被分割公司股東因分割而取得股票，超過其原始投資之溢額，準用第三十九條之一第一項之規定。

- (2) 增訂第三十九條之一（合併之所得稅徵免及簡易合併之排除適用）

公司依本法進行合併，消滅公司股東因合併自存續或新設公司取得股票及其他對價，超過其原始投資之溢額，依左列規定課徵所得：

(A) 消滅公司之股東如為中華民國公司法組織設立之公司，依所得稅法第四十二條之規定，不計入所得額課稅。

(B) 消滅公司之股東全體，取得合併後存續或新設公司之有

表決權股票達合併交易價格百分之五十以上者，前款以外股東取得股票部分之所得免予計入當年度所得額，於股票轉讓時作為轉讓年度之股利所得；取得其他對價部分之所得，應作為取得年度之股利所得，申報課徵所得稅，其股利金額應就溢額按取得其他對價佔全部對價之金額比例計算之。

- (C) 消滅公司之股東全體，取得合併後存續或新設公司之有表決權股票未達合併交易價格百分之五十者，第一款以外之股東，應就全部之溢額視為取得年度之股利所得，申報繳納所得稅。

前項第二款之存續或新設公司因合併承受消滅公司之資產，應按消滅公司合併時之帳面價值入帳。

公司依第十七條進行簡易合併，不適用前條第一項第二款之規定。存續之母公司以外之股東因合併而自存續公司取得對價超過其原始投資之溢額，應視為取得年度之股利所得，申報課徵所得稅。存續公司因合併承受消滅公司之資產，應按消滅公司合併時之帳面價值入帳。

- (3) 增訂第三十九條之二（股份轉換之所得稅徵免）

公司依本法第二十九條之規定進行股份轉換者，原公司股東取得股票之價值，超過其原始投資之溢額，準用第三十九條第一項之規定。

### (三) 證交法部分

1. 放寬證交法第一百五十條禁止場外交易之限制

依現行證交法第一百五十條規定禁止場外交易，故外國公司無法以買賣老股之方式投資中華民國上市公司，致國內體質佳之上市公司無法由其主要股東以出售老股之方式與外國公司進行換股並進行策略聯盟。

按依證期會之函釋，依外人投資條例取得本國公司股份之外國人，若轉給其他奉准投資之外國人，可以排除證交法第一百五十條之規定。然而，於該外國人有意將股份處分予本國人時，或本國人有意將持股轉讓予外國人時，均尚無法排除證交法關於禁止場外交易之限制，而必須於集中交易市場為之，導致跨國併購之難度大增，建議主管機關研議放寬之。

## 2. 放寬外國公司對國內上市（櫃）公司公開收購程序

(1) 如外國人以公開收購之方式併購國內上市公司股份，雖依日前修訂之證交法對公開收購已採申報生效制，但外國人來台投資之取得其他主管機關之核准，仍採事先核准制，而公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第九條規定公開收購如須經其他主管機關核准或申報生效者，申報書件須經律師審核並出具具有合法性之法律意見，且載明公開收購案件如經其他主管機關不予核准、停止生效或廢止核准，公開收購人應對受損害之應賣人負損害賠償責任，致一般外國人無法以公開收購之方式進行併購。

### (2) 放寬公開收購之對價

目前公開收購尚不得以發行新股為對價，實與各國立法例及國外併購實務相左，不但不符合國際潮流，亦大大阻礙外國公司來台進行併購之意願，故建議開放公開收購得以發行新股為對價。

### (3) 增加強制收購之除外規定

### (4) 增加股權整合之機制

持有公司超過一定比例（建議訂為百分之九十）股權以上之公開收購人，於公開收購期間屆滿一定期間內有權強制收購所有未應買人所持有之有價證券，以達整合公司股權、發揮經營效率之目的

## (5) 研議制訂反收購防禦措施之規範

### (四) 簡化外人投資許可之申請書件及程序

#### 1. 研議引進事後報備與事先核准制併行之制度

由於外國人常因無法即時向投審會提出申請而延誤在中華民國進行投資之商機，可研議引進事後報備與事先核准制併行之制度，若投資金額或投資比例低於規定之標準，外國投資人可事先匯入外匯進行投資新創事業或現有事業並逕行辦理公司登記相關事宜，惟外國投資人必須在投資後將相關匯款文件及書表檢送投資審議委員會報備後，始可享受外國人投資條例所規定之各項權益。對於重大投資案，則仍維持事先核准之制度。對於投資案實行後投資計劃之變更或轉讓亦建議以同一原則辦理之。對於投資人最終受益人之查證，亦可先核准投資案後，授權主管機關事後予以查證之權限，倘經查核後認定最終受益人有利用外資人頭在台投資之情形，則可依法撤銷原已核准之投資案，以免外國人因投資審查程序繁瑣，而放棄在中華民國進行投資，影響國家之競爭力。

#### 2. 在涉及外國人限制投資項目時，簡化投審會行文會各主管機關之程序。

依現行外國人投資條例第七條規定，外國投資人申請投資於法律或基於法律授權訂定之命令而限制投資之事業，應取得目的事業主管機關之許可或同意，故實務上，外國人投資案倘涉及限制投資之事業，外國投資人不但必須向投資審議委員會申請外國投資之核准，並須依各相關法令另案向各目的主管機關申請特許。此外，投資審議委員會亦將該外國人投資申請書轉送各目的主管機關查詢意見，嗣各目的主管機關答覆後，投資審議委員會始核准該外國人投資案，倘投資案件金額重大，則另須將該外人投資案送呈投資審議委員會會議討論，而投資審議委員會會議一個月僅

召開一次，不但造成行程程序之重覆及人力資源之浪費，且延誤外人進行投資併購之時效。實則，倘外國人投資案涉及外國人投資限制項目，則投資審議委員會仍可依前項以事後報備或事先核准之方式，逕行原則核准外國人投資案而無須再行文會各主管機關。倘外國人無法取得各目的事業主管機關之特許，該外國投資仍因無法取得公司登記主管機關之核准進行投資，應已足可達成管理之目的。

3. 雖依據現行華僑及外國人投資證券管理辦法之規定，外國人投資有價證券須向證券主管機關申請核准後，即可於核准內之額度直接在證券交易市場買賣有價證券，惟該證券投資實與長期股權投資有別。故在實務上倘外國投資人擬以參與中華民國上市上櫃公司經營之方式進行併購本國企業，並參加董事會進行長期股權投資，需另向投審會申請核准，無法收事權統一之效，且實務上投審會辦理外資併購本國上市櫃公司或進行長期股權投資必須發文會證期會及外匯局，涉及兩段之行政流程，時間漫長，應傾向簡化流程以增加審理效率，建議除屬於僑外投資負面表列者應由投審會審理外，對於外資欲參與上市櫃公司經營以進行長期投資或併購者，應簡化或取代各主管機關間之協調流程，並由投審會透過行政委託方式直接委由證期會統籌辦理。因此外資無論是以短期投資之方式對上市櫃公司進行投資，或係參與上市櫃公司經營以進行長期投資或併購者，皆可由證期會統籌受理審核，以統一事權並增加審理效率。

#### 4. 外國人出資之種類

雖現行外國人投資條例第六條規定，外國人之出資種類除現金、自用機器設備或原料、專利權、商標權、著作財產權、專門技術或其他智慧財產權外，並包括「其他經主管機關認可投資之財產」，且對外投資及技術合作審核處理辦法第三條亦規定對外投資之出資種類包括「國外有價證券」。故投審會已逐步放寬股份

交換之國外標的公司資格，由原本之「股份收購國外標的物公司須為外國政府核准之交易所掛牌公司或該公司已向當地交易所正式提出掛牌之申請並經受理者」，至投審會於九十二年十月二十四日修訂放寬為「股份交換之國外標的物公司應為有實際營業活動，且經營資訊已達透明化之公司」，並明確訂定認定標準。惟為鼓勵跨國併購之進行，仍可朝向進一步開放之方向邁進。

#### (五) 建立協調統籌機制

建議對外國人來台投資，無論係以場外交易、換股、跨國合併或公開收購之方式進行併購國內上市公司，相關主管機關如證期會、投審會、商業司、外匯局、公平會、勞委會等應協商統籌辦理之機制。

#### (六) 程序簡化之建議

##### 1. 公司法部分

##### (1) 增訂股東會通知方式規定（公司法第一百七十二條第四項）

建議：

- 得以電子方式（公司法包括電話、簡訊、傳真、電子郵件等方式）送達股東會之通知。
- 董事會之召集方式應併案予以檢討，並明文放寬其召集方式得以電子方式為之。

##### (2) 放寬股東行使表決權方式（公司法第一百七十七條之一）

建議：

- 得以電子方式（包括電話、簡訊、傳真、電子郵件、網路等方式）行使表決權。
- 應併案考量放寬董事會開會及表決之方式，允許更具彈性之運作，例如允許於國外召開董事會，或逕以書面方式就議案予以表決，不一定要召集會議。

##### 2. 企併法部分

(1) 合併之決議得僅以公告方式通知債權人（企併法第二十三條）

現行企併法第二十三條規定公司於合併之決議後，應即向各債權人分別通知及公告。該分別通知之規定增加併購成本及程序不便，應考慮簡化程序，參考金併法第九條以及第十八條有關合併通知及公告之規定，放寬公司合併得僅以公告方式通知債權人，以求經濟之效。

(2) 引進簡易股份轉換制度

仿造企併法第十八條第六項簡易合併之規定，明訂如收購公司因股份轉換所應增資發行之有表決權股份總數，未超過其已發行有表決權股份總數之百分之二十，且擬交付之現金或資產不超過公司淨值百分之二時，即不必經收購公司之股東會決議同意。

3. 公平法部分－結合申報程序之簡化

依照公平會之事業結合申報書附表二「結合行為有關之商品（服務）產銷數據資料」要求結合事業必需分別針對各該事業之前五大主要商品（服務）及與結合相關之商品或服務，提供最近五年之多項產銷數據資料；且依附表三「水平競爭市場結構資料」，要求事業針對每一參與結合事業之前揭主要商品（服務），分別提供最近五年市場結構資料，資料內容包括排名前五大競爭事業之國內銷售金額及國內市場佔有率等。

前述要求申報資料不僅內容繁雜，且對於並無調查權之申報事業而言，欲提供涉及他事業銷售金額及市場佔有率之數據資料，且期間長達五年，更有實際上之困難。

由於公平法前次修正主要內容之一，係在簡化結合申報程序，但參照前述相應修正之事業結合申報書所要求之數據資料，不僅未見簡化，反而加重申報人之程序負擔，與修法精神實有未合。準此，建議將要求資料數據期間予以縮短（例如二年），且不應將調查競爭事業之銷售金額及市場佔有率數據之義務課予申報人。



## 議 題 表

### (一) 公司法

	議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
1	承認外國公司法人格及廢止認許制度	公司法第三百七十五條	<p><b>經濟部商業司：</b></p> <p>原則上公司法認許制度是源於民法總則施行法 11 條規定，外國法人除法律規定外不認許其成立。所以如果外國公司之認許制度在民法總則未相對應修訂的話，未經認許的外國法人恐怕也無法成為具有權利能力的權利主體。因此在法律架構上應該就相關措施做一個整體配套檢討，才能克盡其功，並非單就公司法這部份即可以探討。</p>	<p>因應全球化貿易及經濟活動需求，建議放寬外國法人權利能力之認定，不以經認許為要件，以免徒生法律適用上之困擾。</p> <p>本研究團隊贊同中華民國工商協進會鄭義鈴委員之見解，外國法人之承認與外國法人之營業認許，本屬兩個截然不同之制度，民法總則施行法第十一條所稱「認許其成立」，乃指外國法人人格之承認而言，應不及於外國法人在內國經營業務之許可，為避免名詞上之混淆，建議修正民法總則施行法有關規定，將「認許」一詞正名為「承認」較為適宜。</p>
2	允許國外召開董事會	公司法第二百零五條	<p><b>經濟部商業司：</b></p> <p>涉及跨國之間的投資，如果有僑外投資進來的話，原則上董事會不作任何限制，可以到國外開董事會，所以要加以澄清。只要僑外資進來只有一股的話，不論有無擔任董事，董事會都可以拉到國外去開，除非沒有僑外投資的公司，就限制在國內召開董事會。我們曾經接到很多電話，有些非僑外投資的公司想到國外召開董事會，</p>	<p>本研究團隊贊同中華民國工商協進會鄭義鈴委員之見解，限制董事會召開之地點必須在國內，可能不符合憲法上之平等原則，不論是否為僑外投資公司，似無限制董事會必須在國內召開之必要。何況，非僑外投資公司之董事也可能是外國人，為何不能在國外開會？商業司或可再重新考量將此限制予以放寬。</p> <p>故建請經濟部商業司重新考量對於我國公司之董事會不得於國外召開之函釋，允許董事會得於國外召開，並有更具有彈性之表決及集會方式，使董事會能更具經營及運</p>

	議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
			<p>理由是董事剛好要到國外視察，就安排其中一天行程在國外召開董事會。我們就推測可能是利用公司資源去國外開董事會順便考察、遊玩，認為不是很恰當。公司法第 205 條原本即是針對非僑外投資公司一定要在國內開會的情形，即使國外董事也要委託國內董事或國內股東來作代理登記，這是有特殊背景的考量。</p>	<p>作彈性。</p>
3	<p>考量是否探討發起人持股轉讓限制</p>	<p>公司法第一百六十三條</p>	<p>經濟部商業司： 如果涉及併購，並沒有受到公司法第 163 條一年內的限制。若非併購，在實務上發現有部分公司的董事欠稅達到一定額度限制出境，於是不想要擔任該公司董事，欲將所有股份全數轉讓，才能將限制出境的部分加以解套，但又因為公司法第 163 條限制造成持股無法轉讓，所以實際上有這個需要。但在併購情形就排除第 163 條適用，不受限制。</p>	<p>依企併法第 29 條及第 32 條之規定，在股份轉換或分割之情形，得不受到公司法第 163 條一年內不得轉讓之限制者，以新設公司為限，既存公司似無其適用。因此，仍建議考慮重新探討公司法第一百六十三條關於發起人持股轉讓限制之規定。</p>
4	<p>放寬特別股發行條件以及收回之限制</p>	<p>公司法第一百七以及一百五十八條</p>	<p>經濟部商業司： 原則上於不違反公司法精神，我們是採放寬的態度來處理。報告中有建議不以優先分配股利為限，或增訂指派董監事之優先權，而公司在實務運作上章程規定分派股</p>	<p>研究團隊建議放寬特別股發行條件及收回之限制，以賦予更具可行性之實務運用效益。或可參考國外實例，從特別股的發行條件著手，例如：不以優先分配股利為限，亦可考慮允許董監事指派優先權等。</p>

	議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
			<p>利也不一定要訂定優先分派股利，目前並沒有要求特別要訂定出來，也可以與普通股立於同樣階段分派股利，並未有任何強制分派股利的情形。至於指定董監事之優先權可能有待斟酌，因為實務上董監事是以選舉票得票數較多人當選，應該維持這樣的機制，而不應有優先權指派董監事的問題。</p>	
5	<p>公司得自由決定員工是否分紅以及成數</p>	<p>公司法第二三五條第二項</p>	<p>經濟部商業司： 當時立法原則是配合勞動基準法規定，員工分紅配股沒辦法在勞動基準法中規定，因此由公司法明定。這部份如同剛才會計師提到一人公司發行新股可否排除員工認購的權利，針對這種類似個案我們曾經詢問過勞委會。勞委會今年 2 月 4 日給我們一個意見：認為促進員工生活福祉、強化勞資合作關係、共謀事業發展，第 267 條立意甚佳，如果要排除該條，原則上應該先徵詢勞工學者專家各界代表意見，所以必須考慮勞委會的意見。</p>	<p>建議修正公司法第二三五條第二項有關公司章程「應」訂明員工分配紅利成數之規定，改為公司章程「得」訂明員工分配紅利成數，以允許公司基於實際營運需求及產業競爭狀況，自由決定是否允許員工分紅及其成數。至於勞委會考慮之員工福祉問題，公司亦得利用分紅以外之其他方式保障員工，排除員工分紅訂明於章程之規定，並不當然影響勞工之權益。</p>

## (二) 企併法

	議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
1	放寬企併法對「收購」之適用		<p><b>財政部証期會：</b> 企併法第 4 條有關收購問題，對於收購門檻放寬我們只是主張取得處分資產與收購範圍必須有明確訂定，不能混雜在一起，所以不宜訂的太寬鬆，若過於寬鬆可能後面會有稅賦的問題。而理律法律事務所認為營業或財產在適用上可以採第 39 條認定是否重大，我們認為可行，若是相當重大的收購可以和一般取得處分資產切割清楚，則處理上並沒有問題；至於究竟要在總則定義或是各章節定義就一定要清楚，如果在總則就一體適用，在各章節就個別適用，須視不同的政策措施來做區分，也注意到不要割裂適用的問題。</p> <p><b>經濟部商業司：</b> 在今年 4 月 16 日經立法院三讀通過共修了 21 條條文。其中先前有提議案，於修正收購定義時當時學者專家機關開會結果，有關收購比例如果放的太小可能會引發爭議，所以才維持現行條文。這部份已經與相關機關討論過。</p>	<p>企併法第四條第四款對於「收購」乙詞採取廣泛之定義方式，舉凡公司依企併法、公司法、證交法、金併法或金控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，均為「收購」行為，而應有企併法第一章總則相關條文之適用，不應僅限於第二章第二節之收購始得適用。經濟部如考慮過於放寬有所不妥，可以設一門檻，以符合企併法鼓勵併購進行之立法原意。例如：股份收購時必須符合下述門檻，公開發行公司：持有百分之十以上有表決權的股份，非公開發行公司：持有百分之二十以上有表決權的股份；營業或財產收購時，必須係收購主要營業或主要財產，「主要之營業」係指讓與營業之最近三年收入達各該年度全部營業收入之百分之五十以上者；「主要之財產」係指讓與財產達移轉時總財產之百分之五十以上者。</p> <p>主管機關因對收購門檻比例尚有爭議，故未修正該條文，惟目前對收購之定義影響企併法之適用甚巨，主管機關前開見解恐對跨國併購造成之防礙，建議應繼續會同相關機關檢討修正之。</p>

	議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
2	證交所對合併增資發行新股要求一定比率對外銷售之規定	台灣證券交易所股份有限公司營業細則第五十一條及證交所有價證券上市審查準則第十四條第二項	<p><b>財政部証期會：</b></p> <p>在證交所 OTC 上市審櫃審查或營業細則相關規定部分，尤其在股票要公開銷售部份，主要是針對不同種類，尤其是特別股部分。為什麼發行不同種類股份要再去承銷？原因在於怕不同種類股份太少，容易造成市場上操縱，目前在交易所上市上櫃發行不同種類再發行特別股可能很少，所以不需要掛牌，怕數量太少容易被操控，所以其實上市上櫃也是有最低的發行量，而且要做股權分散的動作，不能集中在少數持有人身上。這是考量到掛牌上市上櫃時，若為不同標的(譬如普通股特別股個別掛牌的情況下)我們會考慮量的問題，所以才會有公開銷售的規定或股權分散的動作。</p>	<p>按企併法第八條規定發行新股用於收購、被收購、分割等情形得不提撥一定比率對外公開發行，惟依據台灣證券交易所股份有限公司營業細則第五十一條及證交所有價證券上市審查準則第十四條第二項規定，合併增資新股如欲申請上市仍須提出一定比率對外銷售，將對於合併之企業造成困擾，似有再考量之必要。</p> <p>本研究團隊認為若主管機關考量在發行不同種類之特別股時應進行股權分散，建議在企併法第八條中做例外規定，避免法律適用上之困擾。。</p>
3	承認兩家外國公司之國內分公司間之併購得適用企併法		<p><b>經濟部商業司：</b></p> <p>企業併購法主要目的組織調整和提高經營效率，如果兩家外國公司的主體來做併購，當然是依照外國法律來進行併購；而台灣分公司究竟佔整個總公司的營業額比例多寡？若為了兩家主體公司在外國的併購而台灣分公司都去適用企業併購法，考量租稅優惠的情形，則除賦稅署能否同意租稅優惠或其他考量外，原則上企業併購法並無法規範。</p>	<p>依現行企併法，二家經認許且於國內設有分公司之外國公司間關於國內分公司之併購行為，無企併法之適用，無法符合實務運作需求。按外國公司經認許後，應與本國公司享有相同待遇，為公司法所示之基本原則，亦為經濟全球化趨勢下應有之政策方向。故應檢討放寬企併法之適用範圍，擴及於外國公司就其於國內所設分公司間之併購行為。況且，外國公司於國內所設之分公司，均擁有一定資產及營業，更有聘僱員工，故企併法相關規定之適用，有其實益。</p>

	議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
4	修訂企併法第二十一條關於外國公司型態之限制	企併法第二十一條	<p><b>經濟部商業司：</b></p> <p>開放非股份公司型態進來併購，應該考慮平衡性的問題。如果本國公司是以股份有限公司或有限公司來當作併購的對象，且存續公司以股份有限公司為限；但外國公司要開放不限於股份有限公司型態，必須考量對本國公司公平待遇的問題。</p>	<p>現行企併法第二十一條規定，本國公司與外國公司合併應符合該條第一項所列三款條件，其中第三款規定「公司與外國公司合併者，存續或新設公司以股份有限公司為限」。然而，本國公司與外國公司合併而外國公司為存續公司時，由於外國公司型態與我國公司法所規定之公司型態並不盡相同，故不宜限制外國存續公司為股份有限公司，建議修訂企併法第二十一條第一項第三款，僅於存續公司為本國公司時，始限制必須為股份有限公司。</p>
5	公司進行併購僅須就現有之勞工退休準備金剩餘金額之全數或按比例移轉至存續公司或受讓公司之勞工退休準備金監督委員會專戶	企併法第十五條第二項	<p><b>勞委會：</b></p> <p>勞退準備金是否須提足後才能進行比例分割：這部分在實務上常有許多建議，建議報告提到在不增加負擔的狀況下可以直接分割。這部份可否請研究單位併同研究，針對移轉過去的部分提足即可。</p>	<p>現行企併法第十五條第二項後段要求公司依企併法進行併購移轉勞工退休準備金至存續公司或受讓公司前，應提撥之勞工退休準備金應達到勞工法令相關規定申請暫停提撥之數額。此規定加重公司進行併購之額外負擔，無法兼顧原有勞工及移轉勞工之權益，影響跨國併購之進行，應刪除該條第二項後段之規定，使公司進行併購僅須就現有之勞工退休準備金剩餘金額之全數或按分出去之員工比例移轉至存續公司或受讓公司之勞工退休準備金監督委員會專戶即可。</p> <p>另勞工退休金條例草案，已經立法院一讀通過，將來退休金制度將改為可攜式，此一修正將同時影響勞工退休準備金制度，涉及層面甚大，建議主管機關另行委託研究勞工退休制度變更後，對相關法令之影響及修正方式，以免片面修正企併法後，與其他法規產生矛盾。</p>

	議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
6	併購後留用或不留用之員工，不僅以消滅公司或讓與公司為限	企併法第十六條	<p><b>勞委會：</b></p> <p>關於企併法第十六條資遣員工是否可及於其他存續/被分割/新設/受讓公司：這問題應該在於勞動基準法第十一、二十條乃至於現在十六條有關解僱限制的問題，這是通盤的問題。如果需要勞委會特別針對這樣的狀況做比較放寬的處理，建議在理由上必須比較充份。另外新設公司會不會有這樣的狀況，勞委會是持比較保留的態度，因為經過併購後成立的新設公司，某部份員工是從舊僱主留用下來，也有可能是重新招募，有所謂再解雇員工的問題嗎？</p>	<p>本研究團隊建議</p> <p>現行企併法第十六條及第十七條僅允許資遣消滅公司或讓與公司之員工，事實上，併購後之整合是否成功，應以參與併購之全部公司整體視之，員工之安排亦同，因此，有關員工之留用或不留用，不宜僅以消滅公司或讓與公司之員工為限，應包括消滅公司、讓與公司、存續公司、被分割公司以及受讓公司。當然，在存續公司及受讓公司之情形，未經留用的勞工或不同意留用之勞工，雇主仍需依勞基法之規定給付退休金或資遣費，並不因併購而影響勞工之權益。</p>
7	所得稅之徵免與緩課	企併法第三十九條以下	<p><b>財政部賦稅署：</b></p> <p>認同本研究關於合併時股東拿到的對價超過原始投資的部分都稱為投資收益的看法，但對於對價是否要給予緩課，賦稅署目前持保留之看法。</p>	<p>建議於企併法中增加下列所得稅之徵免與緩課條文：</p> <p>(1)第三十九條第三項文末增訂：</p> <p>讓與公司之股東因前項讓與取得之股票或其他對價，超過原始投資之溢額，準用第三十九條第一項之規定。</p> <p>被分割公司股東因分割而取得股票，超過其原始投資之溢額，準用第三十九條之一第一項之規定。</p> <p>(2)增訂第三十九條之一（合併之所得稅徵免及簡易合併之排除適用）</p> <p>公司依本法進行合併，消滅公司股東因合併自存續或新設公司取得股票及其他對價，超過其原始投資</p>

議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
			<p>之溢額，依左列規定課徵所得：</p> <p>(A) 消滅公司之股東如為中華民國公司法組織設立之公司，依所得稅法第四十二條之規定，不計入所得額課稅。</p> <p>(B) 消滅公司之股東全體，取得合併後存續或新設公司之有表決權股票達合併交易價格百分之五十以上者，前款以外股東取得股票部分之所得免予計入當年度所得額，於股票轉讓時作為轉讓年度之股利所得；取得其他對價部分之所得，應作為取得年度之股利所得，申報課徵所得稅，其股利金額應就溢額按取得其他對價佔全部對價之金額比例計算之。</p> <p>(C) 消滅公司之股東全體，取得合併後存續或新設公司之有表決權股票未達合併交易價格百分之五十者，第一款以外之股東，應就全部之溢額視為取得年度之股利所得，申報繳納所得稅。</p> <p>前項第二款之存續或新設公司因合併承受消滅公司之資產，應按消滅公司合併時之帳面價值入帳。</p> <p>公司依第十七條進行簡易合併，不適用前條第一項第二款之規定。存續之母公司以外之股東因合併而自存續公司取得對價超過其原始投資之溢額，應視為取得年度之股利所得，申報課徵所得稅。存續公司因合併承受消滅公司之資產，應按消滅公司合併時之帳面價值入帳。</p>



議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
			<p>本研究團隊建議</p> <p>(3)增訂第三十九條之二（股份轉換之所得稅徵免）</p> <p>公司依本法第二十九條之規定進行股份轉換者，原公司股東取得股票之價值，超過其原始投資之溢額，準用第三十九條第一項之規定。</p> <p>應請注意者，關於併購租稅問題之研究並不包含在本研究計畫中，上開條文建議僅為研究團隊附帶提出之建議，是否恰當，須審慎為之。由於租稅制度涉及政府政策及產業發展問題，經濟部宜另行委託專案研究。</p>

### (三) 證交法

議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
1 放寬證交法第一百五十五條禁止場外交易之限制	證交法第一百五十五條	<p><b>財政部證期會：</b></p> <p>有關證交法 150 場外交易之問題，特定人若為場外交易（符合證交法 22 條之 2 董監經理人或持股超過 10%之大股東），如果是按照公司法企併法或金融控股公司法相關規定去做這些發行新股、受讓他公司股份、合併分割股份轉換或概括承受，都被認定是特定人，所以基本上不受證交法 150 條不能場外交易之限制。特定人的轉讓本身就有場外交易的特准。</p>	<p>依現行證交法第一百五十五條規定禁止場外交易，故外國公司無法以買賣老股之方式投資中華民國上市公司，致國內體質佳之上市公司無法由其主要股東以出售老股之方式與外國公司進行換股並進行策略聯盟。</p> <p>按依證期會之函釋，依外人投資條例取得本國公司股份之外國人，若轉給其他奉准投資之外國人，可以排除證交法第一百五十五條之規定。然而，於該外國人有意將股份處分予本國人時，或本國人有意將持股轉讓予外國人時，均尚無法排除證交法關於禁止場外交易之限制，而必須於集中交易市場為之，導致跨國併購之難度大增，建議主管機關研議放寬之。</p>

	議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
				<p>證期會雖認為證交法第一百五十條第四款已有規定符合主管機關之規定，得進行場外交易，惟個案申請許可，不確定性太高，造成外國人併購之障礙，建議證期會發佈函示放寬場外交易之限制，以資明確。</p>
2	<p>放寬外國公司對國內上市（櫃）公司公開收購程序</p>		<p><b>財政部金融局：</b> 對於銀行以債作股，現在已經有在研議，目前已經有草案。</p> <p><b>財政部証期會：</b> (1) 公開收購有關放寬收購程序部分：目前皆已改為申報制，所以問題可能不在我們這邊。另外程序上必須出具法律意見書與其他主管機關核准，否則要負損害賠償責任，這部份其實在公開收購管理辦法有一些先進提出來這些問題。但我們認為依照民法規定，非出於故意或過失所構成之侵權行為本來就是不負損害賠償責任。這樣規定的理由主要是怕藉著其他主管機關核准駁的部份為工具來做公開收購，會影響股票市場的價格，所以只要向其他主管機關申報，如果不是故意或過失不准駁，這部分都不用擔心會有民事賠償責任的問題。若還有其他理由，可以再提出來討論。</p>	<p>(1) 如外國人以公開收購之方式併購國內上市公司股份，雖依日前修訂之證交法對公開收購已採申報生效制，但外國人來台投資之取得其他主管機關之核准，仍採事先核准制，而公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第九條規定公開收購如須經其他主管機關核准或申報生效者，申報書件須經律師審核並出具具有合法性之法律意見，且載明公開收購案件如經其他主管機關不予核准、停止生效或廢止核准，公開收購人應對受損害之應責人負損害賠償責任，致一般外國人無法以公開收購之方式進行併購。</p> <p>若如主管機關之解釋認為僅在因故意或過失之情形造成主管機關不予核准公開收購時，始對應責人負擔損害賠償責任，應在上開法條文字明確化，避免因適用該法條時之疑義，導致外國人不敢進行公開收購。</p> <p>(2) 放寬公開收購之對價 目前公開收購尚不得以發行新股為對價，實與各國立法例及國外併購實務相左，不符合國際潮流，亦可能阻礙外國公司來台進行併購之意願，故建議開放公開</p>

議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
		<p>(2) 放寬發行新股的方式來做公開收購的對價：目前這部分機制並沒有發行新股，有一小部分機制：現行可以發行新股受讓他公司股份作為對價，或許實務上會收不到那麼多股份，還要另外再加公開收購方式才能收到這麼多股份。如果這樣做，個人提出公開收購沒有太大的問題，但法人若提出公開收購的比例比較大（例如 90% 或 95%），可能就類似合併，只是差異在於收購的話兩個法人都存在，合併的時候會有消滅公司。所以假設法人提出公開收購的比例比較大，就類似合併，而依照現行法制若公司要合併都是由股東會決議，但是法人公開收購並沒有要求需經股東會同意，這就造成程序上的不同。不曉得國外實際上的做法是如何？能否提供參考？再進一步決定是否開放。這部分是否可以給予進一步的資訊，才可決定是否開放。</p> <p>(3) 關於公開收購增加強制收購的除外規定：我們有發布一些函令，對於拍賣或發行新股受讓他公司股份或轉讓給</p>	<p>收購得以發行新股為對價。</p> <p>至於以發行新股作為公開收購之對價乙節，涉及證交法及相關公開收購辦法之修正，本研究計畫限於經費與時間，無法提供全盤程序面及執行面之建議及立法例之參考，建議主管機關另行委託研究此議題。</p> <p>(3) 增加強制收購之除外規定</p> <p>(4) 增加股權整合之機制</p> <p>持有公司超過一定比例（建議訂為百分之九十）股權以上之公開收購人，於公開收購期間屆滿一定期間內有權強制收購所有未應買人所持有之有價證券，以達整合公司股權、發揮經營效率之目的。</p> <p>(5) 建議若市場機制成熟，反收購案件增多時，應研議是否制訂反收購防禦措施之規範</p>

議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
		<p>特定人，都是屬於強制收購的除外規定，目前已有除外規定，當然國內強制收購的案件並不是很多，這部份我們會視國內收購案件需要再加以研究，看看是否還要再放寬其他規定。</p> <p>(4) 增加股權整合機制：目前如果收購超過 70% 是要下市下櫃的，若下市下櫃後承諾要收購其他公司的股份，其實也達到股權整合的目的，制度精神已經存在。至於是否要訂定反收購防禦措施，我們認為並不是公開收購辦法的問題，應該屬於公司策略而非法制上的問題，所以應該說尊重市場機制，公司要怎麼去反收購是公司內部策略的問題，並非遊戲規則的問題。</p>	

#### (四) 簡化外人投資許可之申請書件及程序

議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
1 研議引進事後報備與事先核准制併行之制度			由於外國人常因無法即時向投審會提出申請而延誤在中華民國進行投資之商機，或可研議引進事後報備與事先核准制併行之制度，若投資金額或投資比例低於規定之標準，外國投資人可事先匯入外匯進行投資新創事業或

	議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
				<p>本研究團隊建議</p> <p>現有事業並逕行辦理公司登記相關事宜，惟外國投資人必須在投資後將相關匯款文件及書表檢送投資審議委員會報備後，始可享受外國人投資條例所規定之各項權益。對於重大投資案，則仍維持事先核准之制度。對於投資案實行後投資計劃之變更或轉讓亦建議以同一原則辦理之。對於投資人最終受益人之查證，亦可先核准投資案後，授權主管機關事後予以查證之權限，倘經查核後認定最終受益人有利用外資人頭在台投資之情形，則可依法撤銷原已核准之投資案，以免外國人因投資審查程序繁瑣，而放棄在中華民國進行投資，影響國家之競爭力。</p>
2	在涉及外國人限制投資項目時，簡化投審會行文會各主管機關之程序			<p>倘外國人投資案涉及外國人投資限制項目，建議投資審議委員會仍可依前項以事後報備或事先核准之方式，逕行原則核准外國人投資案而無須再行文會各主管機關。倘外國人無法取得各目的事業主管機關之特許，該外國投資仍因無法取得公司登記主管機關之核准進行投資，應已足可達成管理之目的。</p>
3	對於外資欲參與上市櫃公司經營以進行長期投資或併購者，應簡化目前各主管機關間之協調流程		<p><b>財政部證期會：</b></p> <p>簡化外人投資申請：目前制度已經改為登記制，另外在投審會案件中，我們一直在和投審會協商，因為在國際上直接投資歸屬於投審會；間接投資屬於證期會。而協商結果是五千萬美金以下的外資案件還是要依照間接投資的方式來處理，超過五千</p>	<p>實務上投審會辦理外資併購本國上市櫃公司或進行長期股權投資必須發文會證期會及外匯局，涉及兩段之行政流程，建議再簡化流程以增加審理效率，建議除屬於僑外投資負面表列者應由投審會審理外，對於外資欲參與上市櫃公司經營以進行長期投資或併購者，應簡化或取代各主管機關間之協調流程，並由投審會透過行政委託方式直接委由證期會統籌辦理。因此外資無論是以短期</p>

	議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
			<p>萬才歸屬於投審會，尤其是上市上櫃興櫃公司。我們是很希望直接投資不論金額多寡皆切給投審會，如果是間接投資才到我們(證期會)這邊，間接投資有個規定是要必須找保管機構，而保管機構要收費，會增加外國人投資的成本，所以既然是直接投資就應該歸到投審會，不歸我們管轄。因此往後我們會再進一步與投審會協商。</p>	<p>投資之方式對上市櫃公司進行投資，或係參與上市櫃公司經營以進行長期投資或併購者，皆可由證期會統籌受理審核，以統一事權並增加審理效率。</p>
4	外國人出資之種類			<p>雖現行外國人投資條例第六條規定，外國人之出資種類除現金、自用機器設備或原料、專利權、商標權、著作財產權、專門技術或其他智慧財產權外，並包括「其他經主管機關認可投資之財產」，且對外投資及技術合作審核處理辦法第三條亦規定對外投資之出資種類包括「國外有價證券」。故投審會已逐步放寬股份交換之國外標的公司資格，由原本之「股份收購國外標的物公司須為外國政府核准之交易所掛牌公司或該公司已向當地交易所正式提出掛牌之申請並經受理者」，至投審會於九十二年十月二十四日修訂放寬為「股份交換之國外標的物公司應為有實際營業活動，且經營資訊已達透明化之公司」，並明確訂定認定標準。惟為鼓勵跨國併購之進行，仍可朝向進一步開放之方向邁進。</p>
5	建立協調統籌機制			<p>建議對外國人來台投資，無論係以場外交易、換股、跨國合併或公開收購之方式進行併購國內上市公司，相關主管機關如證期會、投審會、商業司、外匯局、勞委會</p>

	議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
				等可協商統籌辦理之機制。
6	廢除公認証之制度		<p><b>經濟部投資審議委員會：</b></p> <p>關於這個問題，投審會內部也開過很多討論會議。為什麼要認證，基本上只是一個確保投資人權益的措施。外商投資是把資金帶進來，認證是代理人的認證，真正可以達到的目的是如何，投審會內部也討論很久。實際上認證的執行並不是外界所講的這麼嚴苛，基本上若認證沒有完全完成，投審會還是會核准申請，不過需要延後再做。一個受委託的動作若缺乏合法形式，則對於投資人權益保障是有影響的。首先，從第一個步驟進來有受委託的情況；接下來若有轉讓，則委託書的影響就很大了，因為如果是偽造或變造，當股權轉讓出去時，發生問題會很嚴重，此時公務員就會承受比較大的壓力。這部份投審會已經檢討很多次，比較簡便的方法是如果認證未完成，我們同意延後再做。如果因為這些程序造成投資障礙而且又無法達到其實質意義，當然可以考慮改進這些繁瑣的程序，</p>	<p>依現行外國人投資條例之規定，外國人擬在中華民國境內進行併購非上市(櫃)公司，無論金額之多寡，均需事先向投審會申請核准。且現行規定委任書不但須經國外公證人公證，另需經中華民國駐外單位簽證，辦理程序費時，如遇駐外機關未蓋騎縫章，則仍須交由外交部向駐外機關求證後，始核准投資案，致外國人常無法即時向投審會提出申請而延誤在中華民國進行投資之商機。且參諸今年二月份行政院公平交易委員會廢除「事業結合申報須知」第四條關於外國事業申請結合時，其法人證明文件與授權書等相關文件以及事業資料應送我國駐外單位認證之規定，顯見公平會已肯認認證並無實質意義，徒然增加申請成本，故建議在外人投資案件審核時，投審會或可考慮廢除相關文件公認証之制度，以便利外國人來台投資。</p>

### (五) 程序簡化之建議

	議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
1	增訂股東會通知方式規定	公司法第一百七十二條第四項	經濟部商業司： 增訂股東會通知或放寬股東會行使表決權以電子方式行使，在我國公司法配合公司治理修正部分已經提到行政院由吳政務委員審查中，必須配合一小部分條文，尚未提報行政院會討論。	(1)得以電子方式（公司法包括電話、簡訊、傳真、電子郵件等方式）送達股東會之通知。 (2)董事會之召集方式應併案予以檢討，並明文放寬其召集方式得以電子方式為之。
2	放寬股東行使表決權方式	公司法第一百七條之一	經濟部商業司： 增訂股東會通知或放寬股東會行使表決權以電子方式行使，在我國公司法配合公司治理修正部分已經提到行政院由吳政務委員審查中，必須配合一小部分條文，尚未提報行政院會討論。	(1)得以電子方式（包括電話、簡訊、傳真、電子郵件、網路等方式）行使表決權。 (2)應併案考量放寬董事會開會及表決之方式，允許更具彈性之運作，例如允許於國外召開董事會，或逕以書面方式就議案予以表決，不一定要召集會議。
3	合併之決議得僅以公告方式通知債權人	企併法第二十三條	經濟部商業司： 關於合併決議以公告方式通報債權人：我們可以理解金融事業以公告排除個別通知情形是比較嚴格；其他事業若以公告代替個別通知，是否會造成不論公司大小皆須適用的情形，對於整個公司債權人之保護可能不周，因為公告刊登在報紙上有時候並沒有被看到，所以有待斟酌。	現行企併法第二十三條規定公司於合併之決議後，應即向各債權人分別通知及公告。該分別通知之規定增加併購成本及程序不便，應考慮簡化程序，參考金併法第九條以及第十八條有關合併通知及公告之規定，放寬公司合併得僅以公告方式通知債權人，以求經濟之效。



	議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
4	引進簡易股份轉換制度		<p><b>經濟部商業司：</b></p> <p>簡易股份轉換制度：現行公司法第 156 條第 6 項已經有引進，主要是能否適用租稅優惠的考量，否則目前機制已經存在。</p>	<p>可仿造企併法第十八條第六項簡易合併之規定，明訂簡易股份轉換制度，如收購公司因股份轉換所應增資發行之有表決權股份總數，未超過其已發行有表決權股份總數之百分之二十，且擬交付之現金或資產不超過公司淨值百分之二十時，即不必經收購公司之股東會決議同意。</p> <p>公司法第一百五十六條並不足以提供完整之股份轉換機制，企併法增加簡易股份轉換制度仍有其必要。</p>
5	公平法部分－結合申報程序之簡化		<p><b>公平會：</b></p> <p>公平法對於事業結合規範的態度是為了預防市場上獨佔力量的產生，所以在 91 年公平會配合經建會共識與國際潮流，放寬結合管制方式，從結合申報許可制改成申報異議制，並且將會裡同意結合的時間縮短為三十天，同時大幅放寬必須申請結合的門檻。對於金融事業的結合公平會認為達到雙門檻制(10 億與 200 億)才需要申請，普通事業只要 10 億與 100 億才需要申請，所以依照現行修正過後的公平法規定，必須向公平會為結合申報的事業，基本上在市場上有一定的占有率或有一定之銷售額或對於市場有一定的影響力。由於結合管制已經放寬，且須申報的事業在市場上具有相當力量，倘若公平會放任結合，則很</p>	<p>依照公平會之事業結合申報書附表二「結合行為有關之商品(服務)產銷數據資料」要求結合事業必需分別針對各該事業之前五大主要商品(服務)及與結合相關之商品或服務，提供最近五年之多項產銷數據資料；且依附表三「水平競爭市場結構資料」，要求事業針對每一參與結合事業之前揭主要商品(服務)，分別提供最近五年市場結構資料，資料內容包括排名前五大競爭事業之國內銷售金額及國內市場佔有率等。</p> <p>本研究瞭解公平會欲管制結合可能造成市場獨佔而影響競爭之立場，惟前述要求申報資料不僅內容繁雜，且對於並無調查權之申報事業而言，欲提供涉及他事業銷售金額及市場佔有率之數據資料，且期間長達五年，更有實際上之困難。</p> <p>由於公平法前次修正主要內容之一，係在簡化結合申報程序，但參照前述相應修正之事業結合申報書所要求之數據資料，不僅未見簡化，反而加重申報人之程序負</p>

議題	法條	主管機關之意見	本研究團隊建議
		<p>容易造成市場上的獨占力量，所以公平會在把關上有一個很重要的判準，即結合必須對於整體經濟的利益大於限制競爭的不利益，而這個要件除公平會同仁做市場資料蒐集外，同時須參與結合事業提供資料，因為參與事業最清楚目前市場上有多少市場實力，與事業結合後會有多少利益及市場占有率，我們希望藉由雙方合作備齊資料，經審酌討論後，認為結合案對於整體經濟利益大於限制競爭不利益，我們就不會提出異議，三十日內就會自動產生結合效果。</p>	<p>擔，與修法精神實有未合。準此，建議將要求資料數據期間予以縮短（例如二年），且不應將調查競爭事業之銷售金額及市場佔有率數據之義務課予申報人。</p> <p>另外，由於公平會發佈之域外結合案件處理原則並不明確，造成外國企業進行併購時，常困擾是否應辦理結合申報或申請免為管轄之豁免，因此增加併購成本。建議公平會是否應發佈更明確之域外結合案件申報標準，以供外國企業遵循，避免因評估錯誤而遭受公平會之處罰。</p>

## 附錄一：參考文獻

### 一、中文部份

- (1) 人民網：跨國併購進入高速成長期，見  
<http://www.fdiip.cn/ReadArticle.asp?ArticleId=870>
- (2) 山繆·威佛(Samuel C. Weaver)、弗瑞德·威斯頓(J. Fred Weston)著，陳儀譯，企業併購：全方位評估並掌握當前 M&A 環境，美商麥格羅·希爾國際股份有限公司台灣分公司，2002 年 6 月
- (3) 王文宇，我國公司法購併法制之檢討與建議--兼論金融機構合併法，月旦法學，68 期，頁 24-45，2001 年 1 月
- (4) 王文宇，世界主要國家併購相關法律規定之比較，經濟情勢暨評論，4 卷 2 期，頁 60-102，1998 年 8 月
- (5) 王志誠，企業併購法制與控股公司之創設，月旦法學，68 期，頁 45-64，2001 年 1 月
- (6) 王志誠，股份轉換法制之基礎構造—兼評企併法之股份轉換法制，政大法學評論，71 期，頁 99，2002 年 9 月
- (7) 王泰銓，歐洲事業法（一）—歐洲公司企業組織法，五南出版公司，1998 年 1 月
- (8) 王泰允著「企業購併實用」，遠流出版公司
- (9) 中國收購兼併研究中心，東方高經投資顧問公司編著，中國併購評論第四冊，清華大學出版社，2003 年
- (10) 日本企業併購風潮與各產業合併動向之探討，今日經濟，377 期，頁 96-101，1999 年 12 月
- (11) 易建明，「兩岸及日本公開收購制度之比較研究：以公開收購制度程序、強制公開收購為中心」，臺北大學法學論叢期，頁 139，2002 年 12 月
- (12) 易建明，「公開出價收購」(tender offer) 與市場操縱-以美國證券交易法為中心，證券暨期貨管理，1998 年 10 月

- (13) 林進富、蘇聰儒、莊國偉、金文悅，公司併購法律實戰守則，永然文化出版股份有限公司，1999年8月
- (14) 林進富，公司併購教戰守則，聯經出版事業公司，1999年5月
- (15) 東方高經投資顧問公司編著，併購革命，北京理工大學出版社，2002年
- (16) 吳國平、周世中，參見企業併購與併購法，山東人民出版社，2003年
- (17) 邱淑芳，創設完全控股公司的股份轉換制度－我國與日本制度之比較，證交資料，485期，頁8，2002年9月
- (18) 紀天昌，併購三法通過後我國公開收購法制之分析，法令月刊，53卷4期，頁300-301，2002年4月
- (19) 經濟日報 2版〈社論〉，應讓委託書發揮積極的功能，2003年12月03日
- (20) 馮震宇，從美國公司法制論利用網路行使股東權之發展與趨勢，經社法制論叢，29期，第139-180頁，2002年1月
- (21) 馮震宇，利用網路行使股東權之基本問題與可能性之研究，證券市場發展季刊，13卷3期，2001年11月
- (22) 黃日燦，美國敵意併購的發展演變，經濟日報第6版，2004年2月23日
- (23) 葉秋英、吳志光，論企併法下收購類型之適用，月旦法學，94期，第226-237頁，2003年3月
- (24) 葉軍，外資併購中國企業的法律分析，法律出版社，2004年
- (25) 劉紹樑、葉秋英、蘇鴻霞等著，企業併購與金融改革，台灣金融研訓院，2002年10月
- (26) 劉紹樑等主持，行政院經濟建設委員會委託理律法律事務所執行，公司法制有關併購、換股機制調整與修正研究計畫，2001年7月
- (27) 劉紹樑，國際併購趨勢解析與我國有關立法，企業跨國併購商機國際研討會，2002年3月28日
- (28) 劉紹樑、盧偉銘，放寬徵求委託書之限制，經濟日報 6版，2003年12月26日

- (29) 劉紹樑，「採行強制收購，落實忠實義務，剖析企業併購三法系列三」，工商時報 5 版，2002 年 2 月 1 日
- (30) 劉紹樑，迎接敵意併購之時代，經濟日報理律法律專欄，92 年 12 月 19 日
- (31) 劉紹樑、計葵生、羅可擎，改變金融市場結構唯賴併購，經濟日報 6 版，2004 年 3 月 19 日
- (32) 劉紹樑，金融法制企業併購與典範遷移－以合併法與控股法為中心，台灣金融財務季刊第二輯第二期，頁 70，2001 年 6 月
- (33) 樂存存，外資併購與中國上市公司資產重組綜述，中國社會科學院經濟研究所，見[http://www.cass.net.cn/chinese/s01\\_jjs/grxszlzbls/lcc/03.htm](http://www.cass.net.cn/chinese/s01_jjs/grxszlzbls/lcc/03.htm)

## 二、英文部份

- (1) Adrienne Baker, E-lections, Investor Relations- September 2000, see <http://www.e-vote.net/latestnews/pressarticles/2000/InvestorRelationsSep2000.pdf>
- (2) Announced; Lehman, Mitsubishi Tokyo Top Completed Tables, see [http://www.thomson.com/cms/assets/pdfs/financial/league\\_table/mergers\\_and\\_acquisitions/2Q2003/press\\_releases/2003\\_Q2\\_MA\\_PR\\_Jap\\_Finl\\_Advisory.pdf](http://www.thomson.com/cms/assets/pdfs/financial/league_table/mergers_and_acquisitions/2Q2003/press_releases/2003_Q2_MA_PR_Jap_Finl_Advisory.pdf)
- (3) Arran Scott, Japanese Firms Fear Takeover Bids, March 11, Asian Wallstreet Journal, P. M3
- (4) Clickety-click, Proxy voting by internet fast becoming a reality, see <http://www.manifest.co.uk/news/200000309.htm>
- (5) Curtis J. Milhaupt & Mark D. West, Institutional Change and M&A in Japan: Diversity through Deals, see <http://www.law.columbia.edu/lawec> or <http://www.law.umich.edu/centersandprograms/olin/papers.htm>
- (6) Douglas G. Smith, A Comparative Analysis of the Proxy Machinery in Germany, Japan and the United State: Implications for the Political Theory of American Corporate Finance, 58 U. Pitt. L. Rev. 145, 190-91 (1996)
- (7) David J. Berger, Marthe LaRosiliere, Takeover Battles Now Rage on the Internet, The National Law Journal, April 15, 1996 at C01

- (8) Huong N. Higgins (February 29, 2003), The Abnormal Returns of Japanese Acquisition Bidders- Evidence in the 1990s, see <http://ssrn.com/abstract=389960>
- (9) Jaideep Anand, Andrew Delios, Absolute and Relative Resources As Determinants of International Acquisitions, April 18, 2002, see <http://ssrn.com/abstract=305347>
- (10) James Zhan & Terutomo Ozawa, Business Restructuring in Asia: Cross-Border M&As in the Crisis Period (Copenhagen Business School Press, 2001)
- (11) Joo, Thomas Wuil, A Trip Through the Maze of 'Corporate Democracy': Shareholder Voice and Management Composition, St. John's Law Review, Vol. 77, Fall 2003, see <http://ssrn.com/abstract=457381>
- (12) Julian di Giovanni, What Drives Capital Flows? The Determinants of Cross-Border M&A Activity, November 2003, see <http://repositories.cdlib.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1004&context=iber/cider>
- (13) Karen Donovan, The Web- A Valid Proxy for Proxy- Fight Notices? The National Law Journal, January 1996, at B01
- (14) Lawrence T. Kane & Loren D. Danzis, The Net May be A New Venue for Annual Meetings, The National Law Journal, June 28, 1999, at p. B06
- (15) Ronald Gilson, The Poison Pill in Japan: The Missing Infrastructure, Columbia University Law School, Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 244, see <http://ssrn.com/abstract=509522> or <http://www.ecgi.org/wp/10420.pdf>
- (16) Securities and Exchange Commission, Use of Electronic Media for Delivery Purposes, SEC Release, No. 33-7233; 34-36345; IC-21399 (Oct. 6, 1995)
- (17) SEC DIV. OF CORP. FIN., STAFF REPORT: REVIEW OF THE PROXY PROCESS REGARDING THE NOMINATION AND ELECTION OF DIRECTORS (July 15, 2003), see <http://www.sec.gov/news/studies/proxyreport.pdf>

- (18) Tab Bowers, Greg Gibb and Jeffrey Wong, *Banking In Asia, Acquiring a Profit Mindset* (2003, Second Edition)
- (19) Thomson Financial, *Japanese M&A – Role Reversal—Japanese M&A Dominated by Foreign Firms & Financial Sector Activity Citigroup Tops*
- (20) William O. Gauger, *The Proxy Process: Electronic and Telephonic Voting*, *Insights*, Dec. 1995 at 14
- (21) United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 2003 *World Investment Report – FDI Policies for Development: National and International Perspectives* (2003/12/30), see [http://unbisnet.un.org/ipac-cgi/ipac?tm=bib&db=ipac&lb=ipac&cl=3&cs=0101047781088760&sf=p&fd=1&dc=13&cd=1&sm=d&so=d&ft=c&bf=\\_su&df=a&sl=u&se=%5Fza225425a2&de=World+investment+report&uk=%5Fza225425a2&st=a&sn=15&ls=2&ts=bluemarble&mc=use&bc=dhl&ut=bib&sw=&sd=ipac&bd=ipac&pt=sum](http://unbisnet.un.org/ipac-cgi/ipac?tm=bib&db=ipac&lb=ipac&cl=3&cs=0101047781088760&sf=p&fd=1&dc=13&cd=1&sm=d&so=d&ft=c&bf=_su&df=a&sl=u&se=%5Fza225425a2&de=World+investment+report&uk=%5Fza225425a2&st=a&sn=15&ls=2&ts=bluemarble&mc=use&bc=dhl&ut=bib&sw=&sd=ipac&bd=ipac&pt=sum)

## 附錄二：座談會會議紀錄

### 「跨國併購法制障礙之研究」座談會會議紀錄

時間：九十三年三月三十一日上午九時三十分至十一時

座談會地點：理律法律事務所會議室

出席：美商高盛亞洲證券有限公司台北分公司執行董事邱文友先生、理律法律事務所劉紹樑律師、蘇鴻霞顧問、林鳳律師、蔡宜芯律師、洪欣儒律師、郭念慈學習律師

研究計畫簡報：（略）

發言：

**蘇鴻霞顧問：**

上開簡報係純粹從法律的角度來看目前在執行面上所面臨的問題。但是從總體面的角度來看，一個投資銀行家從事併購時，會遇到哪些大方向的問題？

**邱文成先生：**

坦白說，以個人經驗而言，行政程序上的這些東西很繁瑣，而從法律的角度來看，當然對外國企業來說必須花一段很長的教育過程，他們(外國企業)才能夠了解。但我不認為在法律層面上可以阻止外國企業來台灣進行併購，因為他們(外國企業)總是會找到執行的方法。而從我所比較常接觸的高科技產業案例中來觀察，我認為減少併購的主要原因在於 operational business synergy，而不是法律層面上的問題。因為如果外資併購意願夠強，縱使現在法律上有許多的限制，還是可以用其他的方式來克服，突破現行法的障礙。

**蘇鴻霞顧問：**



我覺得目前比較特別的是在公開收購的部分。

劉紹樑律師：

- (1) 跨國併購不出兩個部分：outbound 和 inbound。而 outbound 部分錢匯出國外後，剩下的部分就是外國法的問題。因此第一個政府應該是把焦點集中在 inbound 的部分。
- (2) 就邱先生剛剛的觀點，比較麻煩的是 inbound 的部分，而且剛剛邱先生提到的公司都是私人公司，也比較容易進行公司企業重整。第三個，關於 operational business synergy，這邊我想您的意思是，如果擔心跨國併購的障礙，應該是擔心外資並不將台灣當成主要市場。

邱文成先生：

- (1) 從長久經驗累積下來，在高科技產業部分，台灣的技術比較偏向製程設備的領域。譬如像台灣最大的 ODM(不論是 computer ODM 或是 3C ODM)，其實在 manufacturing 都是相同的，因為技術水平也不夠高。和國外企業掌握品牌(Brand)、掌握通路、掌握智慧財產權、掌握設計是不同的，而國外這些公司只想要用台灣這些 ODM 的製造而已，並無意把國外的相關技術引進，所以並不會走回頭路。
- (2) 當我們在看這些產業合併時，比較有意義的就是半導體 (Semiconductor) 產業，但是台灣的半導體產業其實是沒有 know-how 的，除了像台積電、聯電，在 process technology 的部分有 know-how，其他像 DRAM 是沒有 know-how。譬如從事 DRAM 的公司，技術都是從國外引進的，當國外的公司移轉技術進來時，並不是真正移轉所謂的 know-how，基本上只是給一本操作手冊，告訴你這個機台的這個部分的這個參數設定是多少，而沒有告訴你為什麼要這樣設定。因此台灣公司的技術受限在這個框框裡頭，對國外公司而言只是一個下游廠商，而非併購的對象。

這也是這幾年就我從事的交易所得到的結論。

**蘇鴻霞顧問：**

其實很多障礙並不構成跨國企業併購行為的一個阻力，但是整個法律架構的確造成很多奇奇怪怪的障礙。尤其當對象是公司，不論以什麼方式併購，目前環境比較欠缺，而必須走很多路，無法一步到位。第二個部分，假設有外國公司併購國內一家上市公司，不是友善(friendly)而是敵意的(hostile)，但敵意併購制度上要如何達到效果？因為敵意併購不見得對公司不好，也許只是一個品質的轉變，也許是企業轉型，追求股東之更大利益，可是在我們這邊環境是比較欠缺的，因為台灣法律是比較保護公司派。所以若往這邊規劃，就會發現敵意併購很少，機制也很有限，國外的東西也不見得能適用進來。不曉得邱先生有什麼看法？

**邱文成先生：**

坦白說，過去這幾年，我並沒有接觸過有外國企業想要併購台灣公司。但是基本的議題而言，真正的 inbound 並沒有那麼多，這一兩年碰到的反而是 outbound 的情形。

**劉紹樑律師：**

這個點出了另外一個問題。

如果 inbound 或是純粹國內的併購在高科技產業較少，那如果是非技術(non-tech)的產業，你們內部會不會認為外資併購之意願較高？

**邱文成先生：**

我覺得併購在其他產業應比科技產業活絡，但我不確定多出多少，而且其實我覺得像跨國併購的部分，這並非有助益的議題。國內的問題解決完之後，才有能力去談這個問題。因為其實國內彼此之間併購就已經不是那麼容易，比如最近常有人問我，台積電會不會被別人敵意

併購(hostile takeover)? 這是個很合理的想法，這些公司為什麼在台灣不必擔心被敵意併購? 這反映出國內關於併購的法規並沒有像美國那樣成熟。至於國內公司去買國外公司的例子很多，因為台灣公司也想尋求突破，可以慢慢地擴展拿到一些智慧財產權和資源，事實上許多台灣公司都在看國外的公司，因為 outbound 限制並沒有那麼多，縱使有限制，可以透過境外公司之方式解決。

**劉紹樑律師：**

- (1) 先做一個小結論，outbound 相較之下比較容易。
- (2) 如果在國內併購比較有市場，可能國外的資金比較可能會進來，敵意併購可能無法完全以外國的角度切入。

**蘇鴻霞顧問：**

- (1) 我同意。因為基本上國內公開收購或敵意收購制度本來就不夠完備，必須等到國內制度已經健全，再加上外人投資進入。
- (2) 假設連國內本身的制度都無法提供國內併購的環境，跨國併購更難執行。請問跨國案例是否多為 friendly takeover?

**邱文成先生：**

是的。以前多為敵意併購。國外客戶要進來時面臨主要的問題(1)外匯；(2)若外國人擁有台灣企業後的權利義務；(3)過程是如何? 因為外國人喜歡走直線而不喜歡拐彎抹角。

**劉紹樑律師：**

請問外國人來台灣從事收購行為而須換發外國公司股票做股份轉換時。請問有無和證期會私下溝通過?

**邱文成先生：**

是的以前曾經談過。

**蘇鴻霞顧問：**

目前公開收購不能用自己新發行的股票來交換，但可以拿別人的股票來換。

**邱文成先生：**

但很少人拿別人的股票來換。

**劉紹樑律師：**

(1) 這種情形是少數，譬如台塑可以拿南亞的股票來換。

(2) 市場是否願意接受，這也是個問題。

**邱文成先生：**

這種情形就像是東元拿聯電的股票去買聲寶一樣。

**劉紹樑律師：**

這種方式有點像作 TDR，但技術上總是有些不一樣，所以我猜他們(外國企業)應該沒有胃口。但理論上如果願意做的話，TDR 的法規我們也有。

**林鳳律師：**

外國人如果來台灣投資，事後覺得不盡理想，他們如何撤資？

**蘇鴻霞顧問：**

事先規劃時會不會將此點考慮進去？

**邱文成先生：**

就個人接觸案例，基本上沒有考慮過。但若談到合資時，當然會考慮進去，而這些並非法律層面，而是屬於設計結構層面。

**蘇鴻霞顧問：**

若從賣方角度來看，我碰到滿多例子是只要是碰到撤資就一定是滿盤輸，因為事前沒有規劃。所以相對的在那個狀態下是沒有保障的。如果是持股 100%，就不用討論退出機制。但如果只是部分，也許是 60%，這時候就必須去考慮。

邱文成先生：

如果是買一個比較有意義的上市公司，這問題應該不大。就發 DR 即可。

蘇鴻霞顧問：

如果要發 DR，必須有公司的 sponsor。若不願意 sponsor 就無計可施。DR 是種一翻兩瞪眼的東西。

邱文成先生：

這牽涉公司 sponsor 的問題。譬如 A 公司每天持續倒 B 公司的股票，拼命倒。

林鳳律師：

但事實上還是傷害到自己，股價會一直跌。

蘇鴻霞顧問：

此問題還是回到如果公司不支持，就無法解決。

劉紹樑律師：

今日之座談會就到此結束，感謝邱先生的參與並惠賜寶貴意見。

### 附錄三：訪談紀錄

## 「跨國併購法制障礙之研究」 訪談記錄(一)

時間：九十三年五月十七日上午十一點

訪談對象：譚耀南博士、朱永宜律師

**蔡宜芯律師：**

本所此次訪談之目的，係為獲取更多實務意見，以供跨國併購研究案之參考。

**朱永宜律師：**

我覺得最主要的是股份轉換的部份，因為企業併購法規定是百分之百，會變得沒有彈性。股份轉換最重要的意義係以股份轉換達成組織調整之目的，若規定要百分之百轉換，則彈性不足。尤其收購的定義在總則的適用有些問題，如果是這種情形，其實可以把收購的定義刪除。總則的部分一直提到「收購」，但事實上反而限定在第二章的型態，不如把收購明白定義是哪幾種型態，會比較明確。

**蔡宜芯律師：**

此部分在我們的期中報告中業已提及。

**譚耀南先生：**

這是提到企業併購法的部份。關於跨國併購，我覺得除了法規面之外，實務面亦須有所檢討。企業併購法要如何修正，這是法制面的問題。那天也有提到幾個重點，例如證券交易法 150 條場外交易禁止的問題，其實報告中也有說明，但就我們的角度來看似乎有所保留。期中報告提到要再加以討論，或者是否可以比較間接的方式：雖然有證

券交易法 150 條，但可以開放更多的例外或明確的準則。那天證期會的李啟賢委員說：我們有一堆對證券交易法 150 條之相關函令解釋，而這些函令其實都是構成 150 條的例外情形，或者是大家可以來申請解釋，視具體情況決定是否要准許。我個人認為證券交易法第 150 條修法在執行面上是可行的，當然需要有一些配套措施。就我的立場，原則上如果有配套，我就會支持刪除 150 條。當然這和美國的情形並不相同，美國有 registration rights 的概念，當 IPO 之後，要 register 這些 shares，才能在公開交易市場上做，否則只能在 secondary market 上面賣，譬如一個公司持有百分之五的股票，但是在 IPO 後並沒有註冊，既然沒有註冊，在公司上市之後，這些股票還是不能在公開市場賣，所以法規上不能禁止在 secondary market 賣出去，這就是所謂場外交易。在我國並沒有這個概念，我們是 IPO 時，董監事大股東必須有一定的比例集保，把股票放入後，只要滿足集保的要求，即使是我是小股東只持有一張股票，我就可以在公開市場上賣，所以並沒有註冊的概念。因此證期會的主張在某程度上是有道理的。證期會說我們這裡跟美國不一樣，我們所謂的上市是「公司上市」，而美國的上市是「share 上市」，即股票掛牌，就是說有登記註冊的股票才能掛牌。所以美國可以場外交易而我國不行，這個理論上說的通，可是因為例外越來越大，對於跨國併購的限制越來越多，是否有配套措施的情況下把 150 條刪除，這當然有個前提是與 registration 的概念有關，可是我們並沒有在這方面深入研究，也許可以考慮採納美國登記註冊的概念，這是可以探討的方向，並且對於證交法 150 刪除的事情攤開來談。尤其是證期會李啟賢委員也談到並不是完全反對，只是認為茲事體大，總是要研究配套措施。似可在期末報告中建議請經建會另以專案委託研究證交法第 150 條之修法事宜。

**譚耀南先生：**

至於公開收購的部分，我當天提到的是「交易暫停」的部分，我本來的意思是交易暫停的事情不應該是主管機關的行政裁量，而是在滿足

一定的要件下，必須暫停交易。這個其實有很多立法例可以參考，可以去看香港、新加坡有很多重要的交易限制，而不是主管機關的裁量。我覺得有很多相呼應的東西，例如 disclosure、confidential，有些東西必須儘可能揭露，當予以揭露時有些交易的限制或禁止，在我看來有三件事情同時存在：交易限制、disclosure 與 conflict interests，有些規範涉及到利益衝突面，但我們似乎不太講；有些東西如何讓交易更透明化；另外一個面向是交易在如何的情況下應該被暫停/限制；我覺得後兩個其實是互動的，但我們似乎是少了 trading suspension 這一塊。

**朱永宜律師：**

關於 conflict interests 的部分，其實在併購的時候，董事會還沒有公佈前，其實是禁止交易的，但是 trading restriction 比較重要的是牽涉到投資人保護的部分，因為我們很怕董監事內部人要炒作價格。

**譚耀南先生：**

這可以分兩個部分，一個是 inside trader，因為董監事可能會操弄股價，雖然證券交易法有規定，但是執行面上可能有些問題。另外一個是非內部人，外界消息出去，但是繼續交易時，理論上會影響股價造成波動。這些東西應該要建立關於暫停交易的一套規則。就這個部分的強制面來看，我們是空白的。

**朱永宜律師：**

其實證券交易法也有講，但是證交法授權給證券交易所/櫃檯買賣中心。

**譚耀南先生：**

這部分就我個人感覺是很缺乏的。因為外資會顧慮有罰責或是要申請 FIA 很麻煩。可是還是缺乏一些想像中在其他國家應該有的東西，在我們碰到的案例中，trading suspension 就是其中之一。最後一個關於



競爭收購，現在的寫法好像有一點模糊，競爭收購必須在五天之前提出來，可是很難在這個機制中很難讓競爭收購的 counter competing over 出現，看起來理論上可行，但是實務上只能讓我 make it over，讓另外一個第三方做一個 competing over，如此一來反反競爭收購的空間似乎是有限的。理論上競爭收購好像要 offer 的比原來還要好，可是這個好或不好很難去定義，因為有國內股票或國外股票，或現金加股票各種不同的排列組合，如何去定義規範，我不是很清楚。我只是認為這樣的機制可能會讓對方停止收購，好像不是很完整，還要再研究。從有利於併購或競爭收購的角度來看，將公開收購辦法提升到立法層次也未嘗不是件好事，所以如果有公開收購的法律訂定出來，也可以談一談。

#### 譚耀南先生：

跨國併購的問題其實是慢慢往下走的，如果要利用一次性的法律修正加以解決，其實不太容易，而且報告是屬於研究案的報告，並非條文修正的報告。有可能會落實到下一個步驟，要開始修正法律，而這些案子再委外作一個修正條文對照表，這是下一個階段的東西。另外何副主委上次有提到某些東西可以單獨提出來，好像是稅的部分。我覺得稅賦是一個滿大的問題，這邊不太可能去 cover。關於 transfer pricing、獎勵投資條例與促進產業升級條例中租稅優惠繼續的問題，涉及促進產業升級條例與企業併購法之間租稅的適用問題，這些都相當複雜。那天每個單位都就其專精的部分發表意見。這些大家都可以做成一個專案，這可能是主管機關的權限。可是既然在會議中大家有談到，我倒是建議在期末報告中可以直接建議哪些題目可以另行委託專案研究。

#### 蔡宜芯律師：

當初我們在接案時有和經建會談到，受限於時間與經費，此研究並不包括稅的部分，因為太多值得討論的議題。我們僅就企業併購法部分

提到一點點。

**洪欣儒律師：**

想請教您對於企業併購法中關於勞工退休準備金移轉的問題看法如何？你們覺得如何移轉比較合理？現在是說提足之後才可以移轉。

**朱永宜律師：**

立法意旨當然有它的目的。希望藉由企業併購法把之前沒有作好的事情完成，但這地方會造成很大的負擔，因為當企業在進行併購的時候，勞工問題一定是最大的，如果併購還要花這麼大的成本去提足，成本實在太高了。

**譚耀南先生：**

現在有個勞工退休金條例草案正在審核，我不清楚與這個部分會不會有關係，理論上應該會有牽涉。以現在來說，退休金 2%-5%唯一可以移轉是在合併的時候，除此之外都不行。草案通過後會不會有影響，因為退休金變成 portable，也許這樣就不會有問題了。現行要提足是因為不能 portable，所以要提足才可以移轉。如果說有人要離職或被資遣，而可以拿走準備金時，這個問題是否就可以解決了？還是說仍然存在或應該修法因應？這個可以討論。所以我覺得這是有實然面的問題，但我覺得它一直有新的變數。與其現在要全盤修正這個部份，不如等到勞動準備金條例通過的時候一起考量。

**洪欣儒律師：**

感謝您今日撥冗接受本所之訪談，您的寶貴意見將一併被放入期末報告中，供相關主管機關參考及研究。

## 訪談記錄(二)

時間：九十三年五月二十八日下午一點

訪談對象：王志誠教授

**蔡宜芯律師：**

本所此次訪談之目的，係為獲取更多相關意見，以供跨國併購研究案之參考。

**王志誠教授：**

### (一) 解除管制

貴所之報告內容主要係針對解除管制，大致上方向是正確的，因為目的是為降低交易成本。我希望提一個相關的意見，就解除管制的手段而言，法律與租稅優惠要分開，而且租稅優惠要分產業而有不同，尤其是金融產業。例如一般產業中的科技產業會有國家安全的問題，因為依據外國人投資條例第七條以及華僑回國投資條例第七條規定對國家安全、公共秩序、善良風俗或國民健康有不利影響之事業禁止投資人投資；而目前國家安全政策並無具體化的內涵。所以程序面與實體面要分開來看，解除管制要從不同的政策面切入，尤其是製造業（高科技產業、國防工業）、服務業等產業，要注意外國人投資條例與華僑回國投資條例的問題，相關要件要事先具體化。

### (二) 公司法少數股東保護的問題

好的公司法要興利，企業併購法是廣義的公司法，但是公司法對少數股東以及債權人的利益保護不足。貴所的報告應該要點出公司法、證券交易法以及企業併購法在併購過程內關於少數股東以及債權人保護不足的問題，例如：企業併購法第十條以及第十一條關於「公示」之規定，規定不夠完整。此外，要注意「事後救

濟」的問題，我一直主張公司法以及證券交易法要「私法化」，朝向任意法的方向發展，例如股東書面協議等。最後，就「事前救濟」的部分，例如企業併購法第六條規定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；專家意見就是一種事前救濟。公司法欠缺「Fiduciary Duty」的概念。企業併購法有規定簡易合併毋庸提報股東會，但是未規定簡易股份轉換以及簡易分割。就事前監督而言，資訊應事前公開，這樣才能提高市場信任，減少非市場因素的干擾，所以如何揭露企業併購法第六條所定之專家意見，如何告知股東以及債權人之權利（例如公司法的受託人責任），是急需研究的課題。

### (三) 公平交易法的事前申報

公平會的域外結合申報辦法標準不夠明確，應該修正。

### (四) 簡易組織再造

企業併購法第十九條有規定簡易合併，但是未規定簡易股份轉換以及簡易分割，事實上簡易股份轉換以及簡易分割法理相同。基於解除管制的目的，簡易化最好，應朝此方向發展，但是要注意員工保護的問題（應一併準用暫停提撥勞工退休準備金的規定）。

### (五) 三角合併

三角合併可以做，但有因為現行法下有股份轉換以及分割，所以實際上並不需要三角合併。但是就跨國股份轉換，要注意 ADR 以及 GDR 的問題，國外可以將國外股份賣出國，但是台灣只能賣 ADR 以及 GDR，程序太過繁複，目前實務上之操作恐有困難。若將公司法第一五六條第六項視為一種股份交換之方式，亦需兼顧少數股東的保護。

洪欣儒律師：

感謝您今日撥冗接受本所之訪談，您的寶貴意見將一併被放入期末報告中，供相關主管機關參考及研究。

## 附錄四：期中報告審查會發言記錄

