

敵意併購下目標公司董事的 受任人（受託）義務 ——以開發金控敵意併購金鼎證券為例

劉 連 煜*

要 目

壹、問題之說明	六、臨時管理人的選出——解決難 題之曙光乍現
貳、開發金控敵意併購金鼎證券案例 始末	七、終於落幕
一、本件敵意併購之背景	參、美國德拉瓦州公司法之觀點
二、合縱連橫策略之運用	一、概 說
三、開發金控採用公開收購進一步 收購股權	二、德拉瓦州重要案例回顧
四、徵求委託書大戰	(一)Unocal案
五、開發金控及工銀名下的董監選 票遭全數封存導致董監事改選 鬧雙胞	(二)Moran案
	(三)Revlon案
	(四)Time-Warner案
	(五)Unitrin案

* 政治大學法律學系教授，美國史丹福大學法學博士。

投稿日期：一〇〇年七月十四日；接受刊登日期：一〇〇年七月二十八日

責任校對：林嘉瑛

(六)Quickturn案	三、董事會優先原則
(七)Liquid Audio案	四、現行法制下防禦措施之選擇可能
(八)Stroud案	能
(九)小 結	(一)毒藥丸
肆、臺灣法制之分析	(二)股份交換
一、開發金控敵意併購金鼎證券案	(三)董事可否分期改選？
綜合評析	(四)立法政策的討論
二、董事會中立原則	伍、結 語

摘 要

對於敵意併購，各國立法政策上是否應採取董事會中立主義或董事會優先原則，涉及每一國家股東資訊不對稱、公司股權結構及公司治理等複雜問題，可能一時之間仍難有共識。在臺灣，現行法制似較傾向採取董事會優先原則，則目標公司董事會對敵意併購所採取之防禦措施是否違反受任人義務，並不是假議題而是真實必須立刻面對的問題。本文針對此一議題援用實際案例加以深入研究。

關鍵詞：敵意併購、防禦措施、非合意併購、受任人義務、受託義務、董事會優先原則

壹、問題之說明

公司進行併購時，無論為合意（Friendly Takeover）或敵意併購（Hostile Takeover，或稱為「非合意併購」、「惡意併購」），經營者之決策，往往是併購能否成功之關鍵。經營者的每個決定，往往攸關種種併購面臨的法律風險、成敗與成本考量。於敵意併購中，併購方（acquirer）之董事，往往需考量：決策勝算多少？是否基於全體股東之最大利益？有無其他替代方案之可能？因事實困難如何進行查核？目標公司資產之評價、甚至是退出機制的預設等等。相反的，目標公司之董事，所思考者乃為：經營權之保護、捍衛經營權是否仍為全體股東最大利益？被併購股東利益有無實現？如要抵抗，防禦手段是否合法有效，以及如何確保公司的繼續有效營運等等。其實，併購時的層層關卡，皆對雙方經營者形成莫大考驗；尤其，併購時董事會須負擔之義務與責任為何？本文以下以敵意併購下目標公司董事之義務為主要內容進行探討，希望有助於我國公司法制對此問題的釐清。

按從二〇〇五年起至二〇一〇年七月間，開發金控公司（以下簡稱「開發金控」）對於金鼎證券公司（以下簡稱「金鼎證券」）展開的敵意併購案，由於廝殺激烈，引起臺灣各界矚目。開發金控擬透過併購金鼎證券，以擴展開發金控在金融界之版圖。惟金鼎證券一方不想被開發金控併購，於是雙方展開一系列激烈無比的攻防，過程高潮迭起，但最後竟出現董監事雙胞案的難解習題。雖然二〇一〇年七月底群益證券公司（以下簡稱「群益證券」）與開發金控、金鼎證券之張氏家族簽訂「協議書」，由群益證券公開收購金鼎證券股票，結果是開發金控、張氏家族都放手金鼎證券，雙方全數退出群益、金鼎證券合併後的新事業體。此齣敵意併購大戲，方才落幕。惟其中金鼎證券面對開發金控敵意併購所使用之防禦措

施，其中重要者，諸如委託書徵求大戰、推動金鼎證券與第一證券及遠東證券「三合一」以稀釋開發金控之持股、與雷格斯集團策略聯盟對抗開發金控敵意併購，尤其二〇〇九年六月底金鼎證券之股東大會時以開發金控及其子公司開發工銀名下42.9%持股非法為由，不計入董事及監察人選舉權數，並將此等開發金控及開發工銀名下的董監選票全數封存，送交法院裁定是否有效等等，特別引來公司法學者之頻頻關注。由於本案歷經長達五年之爭戰，又是臺灣本土典型之敵意併購攻防案例，於其落幕之此時，正是最適合作為臺灣敵意併購案例的研討對象，深富啟示意義。

一般而言，當目標公司董事會面對敵意併購時，防禦措施（defensive measures or frustrating action）之發動，於英國、中國大陸及德國法上，係採取嚴格之立場，即「董事會中立原則」，要求目標公司董事會在未經股東會（德國則由監事會¹）同意的情況下，不得採取任何防禦措施阻礙公開收購的完成²。而於美國法上，則係採取較開放的態度，即採「董事會優先原則」，將防禦措施之發動與否交由董事會依其專業知識判斷之。究竟立法政策上應如何選擇此二制，值得深入探究。

本文以下擬先從開發金控敵意併購金鼎證券案例事實說明起，

¹ 有關德國法反併購措施法制之介紹，參閱陳彥良，反併購措施法制之研析——德國法啟示兼論金鼎案之實證（上），台灣本土法學雜誌，86期，頁7-26，2006年9月；陳彥良，反併購措施法制之研析——德國法啟示兼論金鼎案之實證（下），台灣本土法學雜誌，87期，頁22-34，2006年10月。

² See e.g., Ferna Ipek, *Defensive Measures under the Directive on Takeover Bids and their Effect on the UK and French Takeover Regimes*, 16 EUR. BUS. L. REV. 341, 341 (2005). 中文文獻，參閱黃慧嫻，公開收購活動涉及之法律問題淺析——以美國及歐盟對於敵意收購之制約為例，科技法律透析，15卷1期，頁22，2003年1月；朱德芳，效率、併購與公司治理——以敵意併購法規範為核心，中原財經法學，17期，頁204，2006年12月。

其次並以美國德拉瓦州公司法之觀點，對敵意併購所使用之防禦措施合法性加以剖析，最後再論及我國究竟應採董事會優先原則或董事會中立原則，以供我國未來公司法制走向之參考。

貳、開發金控敵意併購金鼎證券案例始末³

一、本件敵意併購之背景

二〇〇四年四月臺灣辜氏家族主導之中信證券入主開發金控後，為擴大子公司大華證券公司（以下簡稱「大華證券」）營運規模，發展投資銀行業務，建構完整金融版圖，以及考量自己在證券業之專長（相較於銀行及保險業，開發金控以證券業見長），開發金控乃在二〇〇五年初積極推動大華證券、中信證券與統一證券合併案，惟該合併案因公股董事在董事會上反對併購統一證券之價格而暫緩，導致合併案觸礁，胎死腹中。

惟開發金控並未放棄打造大華證券為最大券商之計畫，早在二〇〇五年六月開始，開發金開始佈局併購金鼎證券。金鼎證券股本新臺幣（以下同）82億元，為規模適中之上市櫃綜合券商（有經紀、承銷及自營等業務），且股權分散、股價偏低（接近面額10元），因此開發金控初期透過子公司中華開發工業銀行股份有限公司（以下簡稱「開發工銀」）及轉投資的開發國際投資股份有限公司（以下簡稱「開發國際」）⁴，陸續買進金鼎證券股份，展開對金鼎證券的佈局。此外，開發金控在二〇〇五年七月五日向行政院金融監督管理委員會（以下簡稱「金管會」）申請投資金鼎證券5%

³ 請參閱臺灣臺北地方法院檢察署96年度偵字第22215號起訴書、臺灣臺北地方法院98年度金重訴字第12號刑事判決及相關媒體報導。

⁴ 依據開發金2005年年報，開發國際為開發工銀採權益法計價之被投資公司。

至15%之股份，金管會於七月十五日核准（開發金控其後又再申請一次，總計主管機關核准逾半數股份。參閱金融控股公司法（以下簡稱「金控法」）第三十六條第二項參照）⁵。

二、合縱連橫策略之運用

金鼎證券於二〇〇五年八月公開明白表示不歡迎開發金控敵意併購，並積極備戰固守張家經營權，金鼎證券隨即推動合併第一證券、遠東證券與環華證金，讓金鼎證券股本從82億元瞬間膨脹至172億元。一旦四合一成功，開發金控當時持有金鼎證券的股權比率，立即被稀釋到5%以下。藉稀釋（dilute）股權，提高敵意併購者併購難度。其中環華證券股本超過70億元，是金鼎證券四合一後股本劇增的主因。

二〇〇五年九月開發金控公告，該集團已持有金鼎證券普通股股數達10.12%，成為金鼎證券最大的單一法人股東⁶，並快速反制金鼎證券四合一合併案，希望大華證券成為環華證券大股東，以降低開發金控後續併購成本。於二〇〇五年十一月十八日，在五十日內，先以開發國際名義，與環華證券股東陸續預簽股份買賣合約，取得股份達34.52%。隨後，再以相隔超過五十日的方式，安排開發國際、大華證券、中信證券、崧華投資、神創投資等五家公司，與環華證股東另簽新買賣合約，以取代開發國際原先所簽立的買賣合約⁷。本項事實被臺北地檢署認定開發金總經理辜○瑩違反證交

⁵ 按既經核准投資，或許有人會問：為何開發金控持股不一舉突破金鼎證券過半數股權？有謂是在當時政治氛圍及本身有關當事人受到刑事調查下，開發金控接受主管機關之道德勸說所致。

⁶ 開發金持有金鼎證股份0.92%，開發工銀持股4.88%，開發國際持股4.32%。

⁷ 根據證券交易法第43條之1第4項授權，主管機關發布之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第11條規定：「任何人單獨或與他人共同預定於五

法強制公開收購之規定，於二〇〇九年九月二十一日被檢察官追加起訴⁸。

同年十二月因金鼎證券子公司金鼎期貨股份有限公司爆發違法事件，金管會決議退回金鼎證券四合一合併案。隨後，環華證金董事會決議終止前述合併契約，且有四成股權之股東轉向支持開發金控，故金鼎證券所推四合一的合併乃告流產，但金鼎證券與第一證券及遠東證券合併案（剩下之三合一）繼續進行，開發金控持股稀釋程度因而減少。

二〇〇五年十一月開發金控召開臨時董事會，監察人戴○義要求經理部門提出金鼎證券價值評估報告，惟會議主席董事長陳○在以未取得金鼎證券經營權，無法實地查核為由，並未處理戴監察人提議。二〇〇五年底，開發金控及其子公司持有金鼎證券之持股比例已達32.11%。此期間金鼎證券極力希望引進新光金控充當「白馬騎士」（White Knight），來「拯救」金鼎證，並與美國雷格斯集團（Legacy Partners Group）策略聯盟，以對抗開發金控之步步進逼。

三、開發金控採用公開收購進一步收購股權

二〇〇六年二月十七日開發金控召開臨時董事會決議對金鼎證券公開收購（tender offer；證交法第四十三條之一第二項至第四十三條之五參照），公開收購期間為二〇〇六年二月十九日至三月一日，每股收購價：14元。針對開發金控公開收購金鼎證券，金鼎證

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股份者，應採公開收購方式為之（第一項）……。」

⁸ 98年度蒞追字第18號以違反證券交易法第43條之1第3項（強制公開收購規定）追加起訴辜○瑩等11人。

券二月十九日召開臨時董事會，作成「建議金鼎證券股東不參加公開收購」之決議⁹。

二〇〇六年二月二十二日金鼎證券與第一證券及遠東證券合併過戶截止日後，開發金控策反並收購遠東證券大股東冠軍建材之股權，遠東證董事長林○義及胞兄林○德在合併基準日（二月二十七日）前將手中持有之七成遠東證券股票全數賣給開發金控。金鼎證券二月二十七日宣布遠東證券違反合併契約，終止與遠東證券合併，並函知金管會。金管會認定金鼎證僅以書函函知金管會並非申請撤銷合併案，故三合一合併案仍有效。

二〇〇六年三月二日金鼎證券針對遠東證券具爭議之股東，動支1.6億資金聲請假處分，禁止遠東證券大股東股東權行使。因該筆資金運用與證券本業無關，未經金鼎證券董事會通過，亦未取得主管機關同意，資金運用違反相關法令，金管會處分命金鼎證券董事長陳○珠停止執行業務一年。

此時，開發金控公布公開收購取得6,300萬股金鼎證券股份，其中3,400萬股來自開發國際（即前述開發金控子公司開發工銀轉投資之公司），占總收購股數一半以上（約53%）；另外1,500萬股來自外資，散戶投資人則應賣不到1,500萬股。應注意者，開發國際自二〇〇五年二月至四月即以短期投資名義陸續買進金鼎證券，總計持有3,500萬股，平均成本僅9.8元；開發國際以14元賣給開發金控，轉手賺進約1.4億元，獲利率高達43%。此一行為被臺北地檢署認定開發金總經理辜○瑩涉內線交易及背信罪等罪，於二

⁹ 按這項決議係依據公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第14條第1項規定：「被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購……後七日內，應就下列事項公告……二、就本次收購對其公司股東之建議，並應載明任何持反對意見之董事姓名及其所持理由。」所作之回應。

○○九年四月二十七日遭到起訴¹⁰。

二○○六年三月十三日開發金控應獨立監察人陳○枝與獨立董事朱○一要求召開臨時董事會，會議中質疑二月十七日董事會，經營團隊未提供完整的資訊供董事會判斷。財政部在調查後發現公股代表同時亦為開發金控董事長陳木在作為雖符合規定，但在資訊揭露、公司治理上的確有不盡周延之處，董事長陳○在乃自動請辭，因此財政部決定更換陳○在的公股法人代表資格。在經一番波折後，由前誠泰商業銀行董事長林○一（現已去世）接任，並經開發金控臨時董事會通過其出任董事長。

四、徵求委託書大戰

金鼎證券於二○○六年五月二日召開股東會，開會前金鼎證券及開發金控分別展開徵求委託書戰爭（proxy war）以壯大自己實力，開會當日股東出席高達99.7%，可謂創下上市櫃公司股東會出席率最高紀錄。金鼎證券公司派因掌握股東名冊、寄發委託書時機等優勢以及公司上下全體總動員之情況下，公開徵求股數占股權數13.22%；開發金控公開徵求股數占股權數3.19%。金鼎證券以約52%得票率取得五董一監席次，開發金控則以43%得票率取得四董一監，金鼎證券公司派防衛開發金控敵意併購第一回合可說成功。至於雷格斯集團入股金鼎證券60億元之公司章程修正議案，在本次股東會經開發金控與金鼎證券公司派協商後，則撤案。

五、開發金控及工銀名下的董監選票遭全數封存導致董監事改選鬧雙胞

金鼎證券自二○○六年六月起進入金鼎證券原公司派及開發金

¹⁰ 臺北地檢署偵查終結於2009年4月27日以涉違反證券交易法第157條之1第1項（內線交易）及金控法第57條背信罪起訴辜○瑩等11人。

控共治時代，開發金控持續買入金鼎證券股份。因金融控股公司法規定，開發金控已屬控制性持股（持有表決權股超過25%；金控法第四條參照）本應編製合併財務報表（金控法第四十七條參照），但開發金控因缺乏對金鼎證券實質控制力，金管會於二〇〇六年十一月二十七日同意開發金免將金鼎證納入金控合併報表編製範圍。

二〇〇九年一月九日行政院提出「二次金改檢討報告」，此時金鼎證券員工也發起連署向立法院陳情，反對並質疑開發金控入主金鼎證券之合法性，一時之間產生社會對開發金控敵意併購反感，金鼎證券為二次金改受害機構之印象。引來跨黨派立委大批開發金控。一般認為，在政治力介入下，開發金控辜家持股問題似成了金鼎證券案問題之來源，形勢更複雜。

物換星移，二〇〇九年六月三十日金鼎證券股東會董監事改選再次來到。本次會議總出席率：96.95%（按金鼎證券公司派徵求委託書占15.23%，開發金控占9.03%，故金鼎證券公司派可控制之表決權數比例為39.46%，開發金控可控制比例則為57.49%），態勢極為緊繃。會議一開始，在程序問題上，便發生本次金鼎證券股東會由原董事長請假並臨時指派剛剛改派之法人董事（公司法第二十七條第三項）代理主席以主持會議是否合法的爭議。但此一爭議後來並未真正妨礙會議的持續進行。起先主導議事的金鼎證券公司派主席同意讓開發金控投票，未予阻撓，但在投完票，立法委員邱○及小股東緊接著發言，以開發金控三年前違法購入金鼎證券股票違反內線交易遭檢方起訴，法院仍在審理中及二次金改缺失報告認定該投資有疑問為由，以其投資效力尚未確定依公司法第一七八條，將開發金控及開發工銀名下選票全數封存（占42.9%）。金鼎證券公司派主導的董監名單選出後，主席隨即宣布散會。不願承認選舉結果的開發金控，立刻聚集逾57%的出席股權，同時宣布前述散會無效，繼續開會，並於重行計票後宣布不同於金鼎證券公司派

主導之版本的董監事人選（公司法第一八二條之一及金鼎證券股東會議事規則第六條第一項及第二項參照）。兩方人馬在上述二〇一〇年六月的股東會結束後，隨即出現股東會結果哪一組是合法的棘手問題，這一爭議也十分困擾主管公司登記之經濟部。經濟部隨後決定不接受任何一方之董監變更登記。

六、臨時管理人的選出——解決難題之曙光乍現

此際，金管會和投保中心也積極研商，持有1,000股金鼎證券股票的投保中心評估由其提出聲請合法性不足，擬由金管會駐會檢察官的名義，向法院提出聲請派任臨時管理人。二〇一〇年三月臺北地檢署派駐金管會駐會檢察官黃○元依公司法第二〇八條之一，向臺北地院聲請選任金鼎證券臨時管理人。二〇一〇年六月四日臺北地院判決¹¹金鼎證券股東會改選董監案開發金控勝訴，亦即開發金控版本的董事會合法。二〇一〇年六月十四日臺北法院裁定¹²由前投保中心董事長朱○銓、李○興律師及吳○正會計師等三人擔任金鼎證臨時管理人，金鼎證由臨時管理人代行董事長及董事會之職權。此外，先前開發金控向法院聲請停止金鼎證券董事長行使職權的假處分，法院一併裁准，金鼎集團總裁張○沼之子、時任金鼎證董事長張○銘先生將不能行使職權。

七、終於落幕

幾經折衝，二〇一〇年七月二十五日群益證券及開發金控在證交所召開記者會，宣布公開收購金鼎證券股權，收購目標：67%至100%股權。另外，二〇一〇年八月二十七日開發金控辜○瑩所涉

¹¹ 臺灣臺北地方法院98年度訴字第1086號民事判決。

¹² 臺灣臺北地方法院99年度司字第9號民事裁定。

內線交易、違反公開強制收購及背信罪部分一審判決無罪，偽造私文書部分處有期徒刑一年¹³。二〇一〇年九月二十一日金鼎證券經全體出席臨時管理人討論後，對群益證券公開收購金鼎證券無反對意見¹⁴。群益證券自同年九月二十三日至十月六日公開收購金鼎證券股票，占金鼎證券股份高達89%，遠超過金鼎證券公司派、開發金控及群益證券三方簽署併購協議規定的67%門檻。經由公開收購，群益證券買下金鼎證券89%股權，合併乃成為定局。金鼎證券於十一月二十二日舉行臨時股東會改選董監事，通過與群益證券合併案，群益證券則也通過合併案。群益證券以絕對優勢入主金鼎證券，並以群益證券為存續公司，金鼎證券為消滅公司，二〇一一年五月二十一日為合併基準日，纏鬥五年多的金鼎證券經營權之爭終於落幕，留下很多敵意併購法律問題待解。

參、美國德拉瓦州公司法之觀點¹⁵

一、概 說

美國在一九八〇年代的併購時期中，產生了許多新的法律爭議。其中在Unocal Corp. v. Mesa Petroleum¹⁶案，德拉瓦州最高法院提出兩個重要的問題。首先，董事會是否有權力及義務去反對一個合理察覺該敵意併購有害於公司存在的威脅？其次，是否董事會的

¹³ 臺灣臺北地方法院98年度金重訴字第12號刑事判決。

¹⁴ 參閱公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第14條第1項規定。

¹⁵ See RANDY J. HOLLAND, DELAWARE DIRECTORS' DEFENSES TO HOSTILE TAKE-OVERS, Working Paper 1-30 (2009); EDWARD P. WELCH & ANDREW J. TUREZYN, FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW: FUNDAMENTALS 159-71 (2006); FRANKLIN A. GEVURTZ, CORPORATION LAW 310-13 (2000).

¹⁶ Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

防禦措施受經營判斷法則的保護？德拉瓦州最高法院肯定的回應此兩個問題。然而，「由於對董事主要是追求其自身利益而非追求公司及公司之股東們的利益的質疑是無所不在，最高法院認為此時董事們有一個『加強之義務』（enhanced duty；有譯為：強化義務），即需要在開始時先受司法審查，以作為受經營判斷法則效力保護之適用前提¹⁷」。

在Unocal一案中，德拉瓦州最高法院認為在採用防禦措施而受經營判斷法則保護推定前，最初的舉證會落在董事們身上。首先，董事們必須證明他們是基於合理理由相信該敵意併購對公司政策和效率將造成危險。而董事們可以「藉由基於其已盡之善意且合理的調查來滿足其舉證責任¹⁸」。其次，董事們必須證明該防禦措施是「與敵意併購威脅間有合理關係」。而且，如果由多數外部獨立董事組成之董事會支持該敵意併購方案，則此一舉證責任將必須大大地提高¹⁹。

在Revlon, Inc. v. McAndrews²⁰案，德拉瓦州最高法院認為當目標公司的經營階層認定公司拆解（break up）是不可避免的或於出售公司時，如同在Unocal案中一樣，經營判斷法則適用於董事行為之前，「加強的司法審查」也應該在一開始即被運用。其實，這兩個部分之問題是不同的。當一個公司被出售時，防禦措施的問題顯然是了無意義的²¹。因為董事們的角色從公司事業之防衛者，轉變成須為股東賣得最好價格的拍賣者²²。

¹⁷ *Id.* at 954.

¹⁸ *Id.* at 955 (quoting *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548, 555 (Del. 1964)).

¹⁹ *Id.*

²⁰ *Revlon, Inc. v. McAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

²¹ *Id.* at 182.

²² *Id.*

按此處「加強司法審查」標準的特色是：由法院決定關於董事決議過程的完足性，包括董事決策所依據之資訊，以及依當時存在的情況判定董事行為的合理性。關於敵意併購的防禦措施或進行出售公司的行為時，「董事們有最初的舉證責任證明其係資訊充足決策下所為之合理的行為²³。」如果董事們成功地盡到其最初的舉證責任，則此時舉證將轉由原告負最終舉證責任，即藉由證明董事們違反受託（受任人）義務，以推翻董事受經營判斷法則保護的推定。

德拉瓦州最高法院的判決見解，在Unocal和Revlon案建立一個明顯的適用區分線。對敵意併購的防禦措施只被允許在Unocal案下的情形；亦即，當公司非出售或公司的拆解非不可避免的情形；在另一方面，當公司要出售或公司的拆解是不可避免的情形，則防禦措施未被允許。此一區分線非常重要的。在Time-Warner²⁴一案，系爭公司落在Unocal案下，屬於防禦行為是被允許的情形。相反的，在Paramount v. QVC²⁵一案，系爭公司已同意公司控制權之更易；換言之，其意指公司將被出售，則此時防禦措施是不被允許的。以下將詳細討論此等著名案例，以供比較法制參考。

二、德拉瓦州重要案例回顧

本文以下的研究重點是落在Unocal案下，防禦措施是被允許的這一邊。首先，將先對德拉瓦州最高法院在Unocal案的事實及意見作討論。其次，本文將簡單地檢視Unocal原則，如何在許多後續重

²³ Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34, 45 (Del. 1994).

²⁴ Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1990).

²⁵ QVC Network, Inc., 637 A.2d at 34.

要的德拉瓦州最高法院判決中開展。

(一)Unocal案

在一九八五年之Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.²⁶判決事實中，被告公司董事會面對敵意併購者（Mesa公司）之二階段方式公開收購。Mesa於第一階段中以每股54美元取得Unocal公司約37%之股權，而Unocal董事會合理的相信該收購價格遠低於公司股份應有之價值，Unocal董事會乃採取「自我公開收購；self-tender」，亦即由公司自己扮演「競爭收購者；competing bidder」之角色，但其自我公開收購則排除敵意併購者參與之權利。換言之，目標公司之自我公開收購將不收購該敵意併購者之持股，其爭議即在於此種防禦措施是否合法？Mesa對於Unocal之「Mesa除外條款」向法院申請初步禁制令（preliminary injunction），一審法院准許該禁制令。案經上訴至德拉瓦州最高法院，其主要爭點即為：Unocal董事會若有合理理由相信該敵意併購將傷害公司利益時，董事會是否有權力及義務反對該敵意併購之威脅，若答案是肯定的，則董事會所採行之防禦措施是否受到經營判斷法則之保護？

在本案，德拉瓦州最高法院於一開始即就一家德拉瓦州公司的董事會有無權限去採用防禦措施之基本爭點展開論述。按一般法定授予董事會的權限是規定在德拉瓦州公司法的第一四一條(a)項，其規定的文字為：

(a)除本章或公司章程另有規定外，依本章設立之每一公司的營業及業務，應由董事會經營或在其指揮下進行之。

因此，法院在Unocal案認為：「董事會有權力採行防禦措施以

²⁶ Mesa Petroleum Co., 493 A.2d at 946.

回應敵意併購，是源自於合理地察覺到傷害的可能性存在（並且無論傷害來源為何），為保護公司財產（包括股東在內）須負之重大義務和責任²⁷。」在Unocal案中，德拉瓦州最高法院認為：「公司治理的廣義內容，包含針對重大之公司（控制權）變動的爭議，董事會並非僅是被動的機關²⁸。」

在承認前述原則後，Unocal案中法院的意見轉至董事當其面對敵意併購時行為之評估審查標準。在較早的Pogostin v. Rice²⁹一案中，德拉瓦州最高法院已經認為：「經營判斷法則（包括作為評價董事行為的標準）可適用於併購的情形³⁰。」按經營判斷法則，是一種推定公司董事作經營決策時，係依其充足資訊行事，並且善意及誠實的相信其行為是為了公司的最佳利益下所作成³¹。」而經營判斷法則的特徵是：董事的決定如果可以被歸因於理性的商業目的，則法院將不以其判斷取代董事會的決定³²。

在Unocal案，德拉瓦州最高法院承認：「當董事會面對一個尚未決定的併購要約時，其有責任去決定是否該要約符合對公司及股東的最佳利益。關於此方面董事會的責任，與其他董事會所承擔的責任是沒有不同的。且其對併購的決定也應與其他領域之經營決定一樣受到尊重。然而，即便如此，過去判決還是存在對於董事會功能的適當行使有某種限制存在。這是由於董事主要是追求其自身利

27 *Id.*

28 *Id.*

29 Pogostin v. Rice, 480 A.2d 619 (Del. 1984).

30 *Id.* at 627.

31 Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984) (citations omitted).

32 Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971). 有關經營判斷法則之詳細中文介紹，可參閱劉連煜，董事責任與經營判斷法則之運用，載：公司法理論與判決研究(五)，頁1-41，2009年4月。

益而非追求公司及公司之股東們的利益的質疑是無所不在，從而，最高法院認為這時董事們有一個『加強之義務』（enhanced duty），即需要在開始時先受司法審查，以作為受經營判斷法則效力保護之適用條件³³。」

面對此種固有的利益衝突，法院在Unocal案的意見認為：「董事們必須證明其有合理理由相信：因為其他擁有公司股權之人對公司的政策和效率存在著危險³⁴。」在Unocal案中，德拉瓦州最高法院指出：董事們可以「藉由證明善意且合理的調查來滿足其前述之舉證責任……³⁵」。最高法院又指出：「如果由多數外部獨立董事組成之董事會依上述的標準決議支持該敵意併購方案，則此一舉證責任勢將必須大大地提高³⁶。」

因此，法院在Unocal一案認為：任何司法審判分析董事會行使公司權限阻撓敵意併購要約，應開始於「公司董事有為公司股東的最佳利益而為行為之受託（受任人）義務的基本原則下進行³⁷」。在Unocal案判決出現之前，一些法律學者和經濟學家認為：董事會對敵意併購威脅的回應應該是被動的³⁸。但在Unocal案之後，被動回應並非是德拉瓦州公司法的見解。在Unocal案之後，董事會受託（受任人）義務下的注意義務擴大至保護公司和其所有人（股東）免於受到傷害，無論該威脅是來自第三人或其他股東。但這些權限並非絕對的。一個董事會並非擁有毫無拘束的裁量權限而以任何嚴

33 *Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d at 946.

34 *Id.*

35 *Id.*

36 *Id.*

37 *Id.*

38 *Id.*

苛的方法擊敗任何對公司的威脅³⁹。

Unocal案主要的限制，著重在對於敵意併購的防禦措施是基於「董事們的行為不得僅僅或主要是出自永保自己席位的目的⁴⁰」。此外，Unocal案進一步認為：「不要以法律的藉口，進行不公平的行為⁴¹。」在Unocal案，德拉瓦州最高法院想要確保：董事進行防禦措施阻撓或阻止併購是基於善意，擔心公司及其股東的福祉會受到侵害，以及在所有的情況下，董事是無任何詐欺或其他不當行為的情事。

再者，Unocal案也提出了適用上衡平的要件。「如果一個防禦措施是在經營判斷法則的保護範圍內，其必須與威脅間有合理關係。此需要董事分析併購要約的性質和其對公司事業的影響。關此考量點的例子，可能包括：要約價格的不足夠、要約的性質及時點、不法行為的問題，以及除對股東外，還有對『利害關係人』的影響（例如對債權人、客戶、受雇人，甚至於對一般的社區的影響）、未完成交易的風險，以及對在交易所中掛牌交易的證券品質之影響⁴²。」總之，我們從Unocal案中學到的法則是：「德拉瓦州最高法院將不會以其判斷來取代董事會的決策，除非法院有證據上的優勢去證明董事面對敵意併購的決策主要是基於永保自己董事權位的動機，或一些其他違反受託（受任人）義務的行為，譬如詐欺、越權、欠缺誠信或資訊不足等⁴³。」

39 *Id.*

40 *Id.*

41 *Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc.*, 285 A.2d 437, 439 (Del. 1971).

42 *Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d at 946.

43 *Id.*

(二) Moran案

Unocal案判決後的幾個月，在Moran v. Household Int'l, Inc.⁴⁴一案中，德拉瓦州最高法院又重新檢視當時用於公司併購的一個新的防禦武器——優先股認股權計畫（the Preferred Share Purchase Rights Plans），此計畫有時稱作：「股東權利計畫」（Shareholder Rights Plans）、權利計畫（Rights Plans）或「毒藥丸」（poison pill）。在一九八五年，該防禦措施的有效性吸引了全國性的關注。在Moran一案，證管會及投資公司協會以法院之友（amicus curiae）身分所作之說明，充分支持上訴人的系爭案件之見解。

在Moran本案，德拉瓦州衡平法院裁定「股東權利計畫」是Household公司董事一個合法經營判斷的行使。在上訴時，德拉瓦州最高法院對此亦肯定之。本文以下將說明Moran案的事實和德拉瓦州最高法院的判決要旨。

在Moran案中，股東權利計畫的爭議，係Household提供普通股股東在某些啟動的條件下，每一普通股得認購一股的優先股。於此，有兩個可以啟動股東權利計畫的情形。第一種是（任何第三人）對Household發動以取得30%以上之公開收購（所謂之30%啟動（trigger））；第二種是任何個體或團體取得Household公司20%以上之已發行股份。

必須指出的是，「Household並非在與公司掠奪者（敵意併購者）交戰時才採行此一股東權利計畫，但卻是作為一種預防機制以避開未來發生的可能⁴⁵。」其實這實際反映Household董事會憂心近來在金融服務業中併購活動確有頻繁的增加，所造成的「預防」結果。

⁴⁴ Moran v. Household Int'l, Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

⁴⁵ *Id.*

在Moran案中，德拉瓦州最高法院判決的主要爭點是在於：是否經營判斷法則適用於採用「股東權利計畫」的標準應該被檢視。最高法院承認此一爭點的許多疑義，在其最後作成的Unocal判決中已經有所決定⁴⁶。簡言之，在Unocal案中，答案是肯定的，即可適用經營判斷法則。

然而，Moran案的事實是不同的，因為防禦措施是被採取用來阻擋未來可能的敵意併購，而非用以對特定威脅所反應的一種措施。在Moran案，德拉瓦州最高法院認為「檢視一個事前規劃的防禦措施，其甚至是更合適適用經營判斷法則來判斷⁴⁷。」

Moran案法院認為在德拉瓦州公司法第一五七條規定董事會有權採取股東權利計畫。Moran案判決也一再強調依同法第一四一條(a)項賦予董事會固有權限以管理公司的營業和事務（business and affairs）⁴⁸。儘管如此，Moran案法院的意見特別指出，董事會有權採取股東權利計畫並非係絕對的。

此外，Moran案的判決意見中特別指出：「當Household董事會面對（敵意併購者之）公開收購及要求收回股東權利計畫時，他們將不能任意地拒絕要約。他們將被要求檢視是否在相同的受託（受任人）義務標準下，任何其他的董事會也將會決定採取一種防禦措施；一如在相同的標準下，他們會在一開始就決議採用股東權利計畫一樣⁴⁹。」

法院既然已認為，對於採取股東權利計畫是在董事會的權限範圍內，Moran案的法院自然必須審查決定是否董事已經達到其在經

⁴⁶ *Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d at 946.

⁴⁷ *Household Int'l, Inc.*, 500 A.2d at 1346.

⁴⁸ *Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d at 953.

⁴⁹ *Household Int'l, Inc.*, 500 A.2d at 1346.

營判斷法則下的舉證責任。董事會會議紀錄反映部分董事所擔心的事情，係關於在金融服務業持續增加的併購案件。最高法院認為董事會「合理地相信Household公司易受敵意併購策略之傷害而採取一個合理的防禦措施以保護其自身⁵⁰。」因此，Moran判決的結論是：董事會為了目前之該目的，其決定應當被經營判斷法則所保護。

然而，事情並未結束。Moran案法院的結論意見中認為，「對於一個實際的敵意併購要約之最終回應，必須在當時針對董事行為來判斷，且在此我們沒有說解除董事對公司及股東基本的重要義務⁵¹。」因此，如果有一個現存的敵意併購攻擊存在，董事使用股東權利計畫將必須被評價是否合法。

(三)Revlon案

在Moran案中法院所作出的觀點，預告了在幾個月後出現的Revlon判決中法院所作的決定。

一九八五年之Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.⁵²一案係起源於Pantry公司對目標公司Revlon公司展開敵意併購，並表示在收購後，將解散Revlon公司並將公司資產出售。Revlon公司董事會以Pantry公司之收購價格不合理且收購對公司造成威脅為由，拒絕其公開收購要約（tender offer），並且採行買回公司股份以及發行毒藥丸之防禦措施。之後，由於Pantry公司不斷提高收購價格，防禦措施無法有效嚇阻，故Revlon公司另尋求Forstmann Little公司作為「白馬騎士」。然Forstmann Little公司所提收購案由於是採融資收購方式為之，收購後亦將會解散Revlon公

⁵⁰ *Id.*

⁵¹ *Id.*

⁵² *MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d at 173.

司並出售其資產，但Revlon公司董事會仍一致同意此由白馬騎士所提出之收購條件，同時為確保Forstmann Little公司與Pantry公司間激烈競爭的收購能夠成功，又與Forstmann Little公司簽訂相關lock-up契約（包括鎖定資產選擇權、2,500萬美元高額終止費等）以及黃金降落傘等契約，因而Pantry公司遂主張Revlon公司董事違反其受託義務⁵³。

簡言之，在Revlon案，為回應敵意併購提案，Revlon公司董事們除採取股東權利計畫外，董事會也採取許多其他的防禦措施。在Revlon判決中，德拉瓦州最高法院認為：直到董事會授權管理階層出售公司而與第三人商討收購或合併以前的防禦，包括多重多樣的防禦措施，是被允許的。相反的，在董事會授權管理階層出售公司而與第三人有商討收購或合併行為的時候，則沒有防禦手段會被允許。董事的角色從公司的防衛者變為拍賣者。此時，董事的義務是為股東爭取最好的價格⁵⁴。本件法院認為，Forstmann Little公司已取得有利條件進行競爭收購，Revlon公司復再與Forstmann Little公司簽訂交易保護措施（即前述鎖定資產選擇權契約等）之行為，使原本得繼續競價之競爭收購停止，該簽訂保護契約行為不符合上述

⁵³ *Id.* at 173, 177.

⁵⁴ *Id.* at 182. (原文為：“**The Revlon board’s authorization permitting management to negotiate a merger or buyout with a third party was a recognition that the company was for sale.** The duty of the board had thus changed from the preservation of Revlon as a corporate entity to the maximization of the company’s value at a sale for the stockholders’ benefit. This significantly altered the board’s responsibilities under the *Unocal* standards. It no longer faced threats to corporate policy and effectiveness, or to the stockholders’ interests, from a grossly inadequate bid. The whole question of defensive measures became moot. **The directors’ role changed from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company.**”))

拍賣者義務，故屬於違反董事之受託義務⁵⁵。

值得注意者，該法院並明白指出：當董事會允許經營階層進行與第三人磋商合併或收購有關事項時，即可認定該公司即將被出售⁵⁶。本文認為，法院此一明確見解，對於Revlon法則的運用，至為重要。

總之，吾人可說Moran和Unocal案法院的意見在Revlon案被適用。在Revlon案中的董事可以適當地採取股東權利計畫作為一種防禦措施。然而，一旦公司將被出售，其將不能留下該防禦或其他適當的防禦措施。

(四)Time-Warner案

在一九八九年的Time-Warner判決⁵⁷進一步解釋Unocal和Revlon案的區別以及如何適當使用防禦措施。本案，在最初的併購契約中提到Time公司和Warner公司可能開始合併。關此，第一個被德拉瓦州最高法院提出來的問題是：是否Time公司與Warner公司所簽訂之最初的合併契約已屬將出售公司？德拉瓦州最高法院認為Time和Warner的最初的合併契約並沒有援引適用Revlon法則的義務，因為這裡沒有控制權的更換以及Time公司的拆解並非不可避免的。

然而，當Paramount發動敵意併購時，在Time和Warner間的合併契約被修正以供Time得以購買Warner。在Time-Warner一案，德拉瓦州最高法院認為，本件修正的協議是一種對Paramount敵意併購威脅的回應防禦，且Time-Warner修正的協議被放置於Unocal案所建立標準下作分析。德拉瓦州最高法院在Time-Warner案認為，

⁵⁵ *Id.* at 183-84.

⁵⁶ See WELCH & TUREZYN, *supra* note 15, at 159.

⁵⁷ *Time, Inc.*, 571 A.2d at 1140.

在Unocal標準下，防禦措施於轉換合併契約成為購買契約是合乎比例原則的，所以可被允許。

(五)Unitrin案

西元一九九五年，在Unocal案判決作成後的第十年，於Unitrin v. American General (“AG”)⁵⁸一案中，德拉瓦州最高法院審理此一件涉及防禦措施作為阻撓敵意併購的案子。Unitrin案的事實是很明確的。本案併購公司AG公開宣稱與Unitrin以每股50美元總計達26億美元的合併計畫。某些Unitrin公司的股東以原告身分，向衡平法院起訴禁止Unitrin公司於「股份買回計畫」（防禦措施）中買回其自己公司的1,000萬元股票。

在Unitrin本案，德拉瓦州最高法院認為：「衡平法院在適用Unocal一案所要求之比例原則加以檢視時，著重在是否股份買回計畫是一個『非必要』的防禦措施，係有所錯誤的⁵⁹。」反之，依最高法院見解，衡平法院應該作「加強司法審查」。其審查議題有二：首先，是否Unitrin董事會所實施股份買回計畫過於嚴苛，即造成預先排除（preclusive）或產生強制（coercive）的效果；其次，如果此行為非屬過於嚴苛的情形，則其是否在合理的範圍內防禦併購公司AG的收購要約⁶⁰。」

本案原告股東們最初主張：Unitrin的董事會以實施股份買回計畫的方式出售公司。這意味著董事在Revlon標準下有義務，而非依Unocal的標準行事⁶¹。然而，衡平法院裁定股東沒有確立「合理的」可能性，即股份買回計畫構成控制權的移轉（從Unitrin公眾股

⁵⁸ Unitrin v. American General, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

⁵⁹ *Id.*

⁶⁰ *Id.*

⁶¹ See *MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d at 182.

東到具股東身分的董事)⁶²。此一裁定並未被上訴，因此德拉瓦州最高法院決定以Unocal標準適用於Unitrin案。

在Unitrin案，德拉瓦州最高法院分析指出：評估「挑戰目標公司的董事會面對敵意併購時的防禦措施，最高法院認為衡平法院應該評價董事會的所有反應，包括每個防禦措施的正當理由，以及該防禦所達到的結果。當目標公司的所有防禦措施是密切相關時，則Unocal原則要求這些防禦行為被集體地審查，如同對所感知威脅的單一反應一般⁶³。」從而，本案除了採取權利計畫(Rights Plan)的防禦外，Unitrin董事會也採取股份買回計畫，但均必須禁得起Unocal案的比例原則檢視。

德拉瓦州最高法院當時檢視過去適用Unocal原則的案件，並發現：「一個直接關聯性存在於：是否合乎比例原則的發現與司法審查是否防禦措施屬嚴苛的（因其具有強制的或預先排除效果的本質）之間⁶⁴。」例如在Time-Warner案，德拉瓦州最高法院認為「Time董事會的防禦措施是合理且符合比例原則的，因為該董事會並非欲以其管理階層所支持之方案勉強股東接受；換言之，其非強制的；且無預先排除Paramount對合併後之Time-Warner公司進行併購要約，故也非預先排除性質⁶⁵。

在Unitrin案，德拉瓦州最高法院提到其也適用「Unocal案的比例原則審查標準（proportionality test）於Moran v. Household Int'l, Inc.案董事會採納的股東權利計畫⁶⁶。」在Moran一案，「法院在承認股東權利計畫的採納，是在董事會的法定權限內之後。」德拉瓦

⁶² See *QVC Network, Inc.*, 637 A.2d at 34.

⁶³ *American General*, 651 A.2d at 1361.

⁶⁴ *Id.*

⁶⁵ *Id.*

⁶⁶ *Household Int'l, Inc.*, 500 A.2d at 1346.

州最高法院判決：「股東權利計畫的實施對於敵意併購的理論上威脅是符合比例原則的防禦措施。在理由上，部分是因為其並未『剝奪』股東接受公開收購的權利，且也無重大的限制委託書徵求之競爭⁶⁷。」換言之，其不具預先排除的性質。

在Unitrin一案，德拉瓦州最高法院簡述其如何適用Unocal比例原則審查標準的發展。其認為：「至少董事會對威脅回應所採取防禦措施的兩個嚴苛性質，已成為司法審查的焦點⁶⁸。」在Unitrin案，德拉瓦州最高法院認為：從發布Unocal意見起，它一貫地認為防禦措施具預先排除（preclusive）或強制性質（coercive）者，視為嚴苛的（draconian）。因而，這些被視為嚴苛的防禦措施，在德拉瓦州法律下是不被允許的。

在Unitrin案，法院意見也提到：「如果防禦措施並非嚴苛的，因為無強制或預先排除的性質，Unocal比例原則審查標準要求司法審查的重點會轉換為：是否「在合理的範圍內」（the range of reasonableness）⁶⁹。適當的及合乎比例的防禦措施係被允許作為阻撓可察覺的敵意併購威脅。當公司不是被出售時，則董事會是公司的防衛者及公司股東的保護者。防禦措施必須無強制或預先排除性質這個事實，並未因此禁止董事會對敵意併購者出現在公司門前（指已發生併購事實）以前，不可對敵意併購作防禦之反應⁷⁰。

在Unitrin案，德拉瓦州最高法院解釋：「採『合理的範圍』標準之理由是：當董事會防禦可察覺的併購威脅時，董事會有彈性的需求以履行其對公司及股東的受託（受任人）義務⁷¹。」此必然結

⁶⁷ *Id.* at 1357.

⁶⁸ *American General*, 651 A.2d at 1361.

⁶⁹ *QVC Network, Inc.*, 637 A.2d at 45-46.

⁷⁰ *American General*, 651 A.2d at 1361.

⁷¹ *Id.*

果是司法限制的要求。因此，於Unitrin案，德拉瓦州最高法院的意見認為：「如果董事會的防禦回應並非嚴苛的（預先排除或強制），且在合理的範圍內」，法院不應以其判斷取代董事會的決策⁷²。換言之，董事會的防禦措施是被經營判斷法則所保護的。

(六)Quickturn案

另一件檢視對抗敵意併購的案子，是從衡平法院上訴至最高法院的重要判決。本件爭執起因於一個進行中的敵意併購要約者Mentor公司欲收購目標公司Quickturn公司而來⁷³。

Quickturn董事會採取兩個防禦措施，以回應Mentor公司的敵意併購要約。首先，董事會修改公司內部細則（by-law），該辦法原允許持股10%以上的股東得召開特別股東會；其次，董事會修正Quickturn公司的股東權利計畫（簡稱「權利計畫」）排除其「永久型」（dead hand）特徵，並以「延緩贖回計畫」（Deferred Redemption Provision）取代，其結果將會限制新上任之董事會在特定條件下（新任董事會之多數董事係由敵意併購者之支持下當選），於六個月內對於毒藥丸失去贖回權限，如果回贖的目的或效果會促使其與「利害關係人」（Interested Person）交易（按此利害關係人係指：提出董事人選、正式提名董事或曾給予董事會上新的董事選舉在財務上支持者）。在此定義下，Mentor公司會是位利害關係人。延緩贖回計畫的影響是延遲新任董事會的能力，亦即由Mentor公司提名選任之董事會在其被選任的六個月內，不可在與任何利害關係人交易下，贖回權利計畫或所謂之「毒藥丸」。

⁷² *Id.*

⁷³ Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro, 721 A.2d 1281 (Del. 1998).

本件衡平法院認為，Quickturn董事會採取前述修改公司內部細則（by-law）並未違反存在於Unocal案及其後出現的案例中有關受託（受任人）義務的原則。惟衡平法院就此修改內部細則的裁定並非在其後上訴德拉瓦州最高法院之爭點內。

德拉瓦州最高法院分析Quickturn一案的權利計畫中的所謂「延緩贖回計畫」時，係適用其既有先例有關董事會有權採取股東權利計畫或毒藥丸的見解。在前述Moran案中，最高法院認為：「依第一四一條(a)項賦予董事會固有權限以管理公司的營業和事務（business and affairs），此點已提供董事會額外的權限以制定股東權利計畫⁷⁴。」因此，德拉瓦州最高法院贊同在Moran案中採取的股東權利計畫係董事會合法行使其經營判斷的看法⁷⁵。然而，如前所述，在Moran案最高法院又認為：「對併購要約的最終回應必須以董事行為當時來判斷，且在此我們沒有說解除他們對公司及股東基本的受託（受任人）義務⁷⁶。」

在Quickturn案，我們可發現德拉瓦州最高法院一再重複下面見解：「一項德拉瓦州公司法最基本的原則是董事會須為管理公司的營業和事務負最終的責任。第一四一條(a)項要求任何限制董事會的權限須規定於公司章程內⁷⁷。」但Quickturn公司章程並未有規定任何限制董事會權限的條款。

德拉瓦州最高法院在Quickturn案中，所特別注意的問題點是：「延緩贖回計畫會禁止新任董事會在六個月內完全地履行其對

⁷⁴ *Household International, Inc.*, 500 A.2d at 1353, citing *Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d at 946, 953.

⁷⁵ *Id.*

⁷⁶ *Household International, Inc.*, 500 A.2d at 1357.

⁷⁷ Del. Code Ann. tit. 9, § 141(a). See *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, 1280 (Del. 1989).

公司及其股東的重要管理義務⁷⁸。」最高法院認識到：「延緩贖回計畫雖只限制董事會的一方面權限而已，但其仍然限制了董事會對股東的重要領域裡的權限——協商一個可能的公司出售機會⁷⁹。」因此，在Quickturn案，德拉瓦州最高法院認為延緩贖回計畫在德拉瓦州公司法第一四一條(a)項下是不合法的，該條授予任何新選任的董事會有完全的權限管理一個德拉瓦州公司的營業和事務⁸⁰。

德拉瓦州最高法院為了解釋在Quickturn案中的判決理由，其再次評述德拉瓦州公司董事的受託（受任人）義務是不可免除的。最高法院也引用其以前在QVC案的判決謂：「於契約的內容，或其條款中，意圖要求董事會的行為或不行為導致如同限制其受託（受任人）義務的行使係非法且不可強制執行的⁸¹。」由此類推，本案中之延緩贖回計畫「似以實質的方式限制新任董事在管理事務上的決策自由⁸²」。因此，「此一計畫違反每一新任董事在案由提交到董事會時，應行使其最佳判斷於案由上的義務⁸³」。

(七)Liquid Audio案

另外一件關於對敵意併購的防禦是有名的MM v. Liquid Audio⁸⁴案。Liquid Audio是一家公開上市的公司。超過一年的時間，MM極欲取得Liquid Audio公司的控制權。在這段努力期間，MM宣布其打算在下次的Liquid Audio年度選舉會議上提名屬於它自己的

⁷⁸ *Shapiro*, 721 A.2d at 1281.

⁷⁹ *Id.*

⁸⁰ Del. Code Ann. tit. 8, § 141(a). *See, e.g., QVC Network, Inc.*, 637 A.2d at 41-42.

⁸¹ *See QVC Network, Inc.*, 637 A.2d at 51. *See, e.g., Macmillan, Inc.*, 559 A.2d at 1281.

⁸² *Shapiro*, 721 A.2d at 1281.

⁸³ *Id.*

⁸⁴ *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.*, 813 A.2d 1118 (Del. 2003).

候選人並占Liquid Audio公司董事會的兩個席次。

隨著時間的推移，MM所支持的提名人將在公司年度股東會上被選出而取代現任的兩位Liquid Audio董事會成員，已十分明顯。但此一規劃給現任的董事帶來極大的壓力及關注。面對預期失去的兩名「友善的」董事，Liquid Audio宣布董事會已修正公司內部細則增加董事會規模，成員由五人變為七人。董事會也宣布Lames D. Somes及Judith N. Frank已經被任命填補新增的董事職位⁸⁵。

緊接在MM的兩位被提名人於Liquid Audio董事選舉後就任，MM便提出對於內部細則修正案的訴訟，挑戰董事會任命兩名新額外的Somes和Frank董事。在修正的控告狀中，MM主張Liquid Audio董事會的擴張時機及董事會任命的兩名新任董事違反先前德拉瓦州在Blasius⁸⁶及Unocal案中的原則。據MM的主張，該董事會的行動阻撓了MM企圖得到至少一年可在董事會的「實質存在」（substantial presence），且因而保證了Liquid Audio的現有管理階層擁有對董事會控制權或「實質存在」至少多了二年⁸⁷。

按德拉瓦州最高法院在Liquid Audio案的見解，先開始於一基本觀念的檢視。「最重要的公司治理原則是在公司內部股東和董事會之間的權利分配功能。股東的權利是有權對特定事務行使表決權，特別在選舉董事一事上。公司管理權限是賦予在股東會適當地選出之董事會成員身上。因此，雖這些『德拉瓦州公司法的重要原理提供了控制權與所有權分離』的看法，但董事管理的權限的合法性仍來自股東權利上（雖然法院也說股東權利已被描繪成具「理

⁸⁵ 按有些國家公司法可由董事會任命新的董事，此點與我國法不同。

⁸⁶ Blasius Indust., Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).

⁸⁷ *Liquid Audio, Inc.*, 813 A.2d at 1118.

想性的基礎」〔ideological underpinning〕的特性)⁸⁸。」

在Liquid Audio案，最高法院認為：「於股東選舉董事的權利和董事會董事管理公司的權限之間，在權利分配中保持適當的平衡，是取決於董事選舉時股東未受阻礙的有效投票權利⁸⁹。」德拉瓦州最高法院一再反覆的指出：「如果股東無法滿意他們選出之管理階層表現或行為時，公司民主（corporate democracy）的效用是：董事重新選舉時，股東可汰換現任的董事⁹⁰。」因此，幾年前，德拉瓦州最高法院認為：本州法院將不允許藉由操作這部公司機器或在德拉瓦州法律藉口下陰謀破壞「公司民主」。據此，在董事繼任者之選舉上，股東行使投票權，如已被有效地挫敗和否認時，謹慎的司法審查將會介入。

數十年來，德拉瓦州最高法院和其衡平法院作出的判決，「仍是一絲不苟的謹慎檢視任何董事會行為有無故意介入或阻礙由股東有效運作的公司民主，特別是董事的選舉一事⁹¹。」

(八)Stroud案

在Blasius⁹²案，知名之法官Chancellor Allen闡釋謂：「尤其是在Blasius一案中董事選舉爭奪席次的特別背景下，當董事會行為的主要目的是介入或阻撓股東投票權的有效行使時，司法審查如亦步亦趨地順從傳統的經營判斷法則標準是很不適當的（因為所牽涉之議題是受託人與受益人股東間權限劃分之問題，非商業判斷，故無

88 *Id.*

89 *Id.*

90 *Id.*

91 *Id.*

92 *Atlas Corp.*, 564 A.2d at 651. 按本案目標公司Atlas董事會面對Blasius之敵意併購，決定將其董事席次由原先7人增為9人，並選任命兩人擔任此新職。

經營判斷法則之適用)。」在Blasius一案，原告證實董事會行為的主要目的是介入或阻撓股東投票權的有效行使，惟衡平法院Chancellor對此並未採取一個自動無效的原則。反之，Chancellor認為這樣的情況要求加強司法審查。據此，董事會須「負擔沉重的舉證責任證明其有不得已之正當理由（compelling justification）為此類行為⁹³。」在之後的Stroud v. Grace⁹⁴案，德拉瓦州最高法院認為Blasius案的「不得已之正當理由」必須是被運用在Unocal案的加強司法審查範圍的情形。

在Liquid Audio案，衡平法院依據Unocal的加強司法審查標準，適當地決定檢視董事會對於擴張成員（從五人到七人）的防禦行為。衡平法院認為該防禦行為並未具預先排除的或強制的性質。因為從Unitrin案可知，如果一個防禦措施並非嚴苛的，因為其非強制也非有預先排除的性質，則在Unocal案下比例原則的檢視，要求加強司法審查的焦點會轉向至「合理的範圍」內。

如前所述，在Unocal案的要件中，任何防禦措施與威脅間應符合比例原則且是合理的。然而，在Liquid Audio案的情況下，衡平法院並未「認知到保護股東選舉權有特別重要⁹⁵」。因為衡平法院已經認為：Liquid Audio董事會防禦措施的主要目的是介入或阻止股東的選舉權有效的行使於董事選舉競爭中，故董事會負有舉證其行為有不得已之正當理由。惟該董事會無法滿足該舉證責任。故在Liquid Audio一案，德拉瓦州最高法院最後認為系爭董事會席次的擴張（從五人到七人）是不合法的。

⁹³ *Id.*

⁹⁴ Stroud v. Grace, 606 A.2d 75, 92 n.2 (Del. 1992). 本案之相關議題討論，See WELCH & TUREZYN, *supra* note 15, at 133.

⁹⁵ *Liquid Audio, Inc.*, 813 A.2d at 1118.

(九)小 結

關於董事會如何針對敵意併購行使防禦措施的問題上，吾人可回想本文先前已討論之德拉瓦州法院最著名的Revlon和Unocal案件所建立的一個明顯區隔線。

在Revlon案這一面，沒有防禦措施會被允許。一個公司在Revlon案這一邊會有三種情況：第一，當公司被出售；第二，當其同意控制權的移轉；第三，當公司被拆解是不可避免的。在這些情況下，董事會的義務是為股東取得最好的價格。

如在Unocal案這另一面，當公司尋求抵抗敵意併購以及保持公司獨立。在此背景下，董事的義務是保護公司和其股東。而在Unocal案，法院認為，董事會必須確認威脅存在，然後在合理的範圍內作符合比例原則的回應。

在Unitrin案，判決解釋了預先排除和強制的防禦是不被允許的，因為他們是嚴苛的且在合理的範圍之外。

在MM v. Liquid Audio案，法院認為如果防禦的主要目的是介入或阻止股東選舉權的有效運作，董事會必須提出一個為了防禦的不得已正當理由。但運用上須注意，只有在董事會的舉證符合較高的「不得已正當理由」標準下才可。

此外，當一個董事會採取不只一個防禦措施時，如果這些措施對於董事會已確認的威脅是合乎比例原則的，則德拉瓦州最高法院在判決時將**整體地**一併檢視這些防禦措施是否合理。

肆、臺灣法制之分析

一、開發金控敵意併購金鼎證券案綜合評析

從前述開發金控敵意併購金鼎證券之案例中觀察，無論合縱連橫策略之運用（如金鼎證券使用四合一或三合一合併案以稀釋開發金控股權）或引進白馬騎士或策略聯盟對象或進行徵求委託書戰爭，在現行法下，只要手段合法，原則上似均應被允許作為防禦措施。然而，綜觀本案，除如同其他經營權爭奪案例，本案繼續凸顯股東會主席對議事進行握有強勢主控權者，是經營權爭奪之一時勝敗的關鍵因素外，更有問題的是，如以前述美國法之判例原則審思，在股東會時將競爭之一方選票全數封存不計票的劇烈防禦方法是否合理？手段是否合乎比例原則？是否不用受到禁止權利濫用之限制？甚至是否相關人有構成刑法背信罪之虞（即違反忠實義務；刑法第三四二條）⁹⁶？以及是否有誠信遵守經營權爭奪遊戲規則的

⁹⁶ 按刑法背信罪犯罪判斷之重點為：(1)具備特別主觀構成要件「意圖」；(2)具備主觀構成要件故意；(3)客觀構成要件行為（「違背任務之行為」）該當；(4)客觀構成要件結果（「致生損害於本人之財產或其他利益」）該當。由於刑法背信罪之本質在於違背信賴（託）關係，故在犯罪判斷上尤須注意「違背任務之行為」之認定。實務上認背信罪「違背任務之行為」包含「信賴（託）義務之違背」之情形（參閱最高法院80年度臺上字第4789號、82年度臺上字第282號判決）。在判斷行為人是否該當「違背任務之行為」構成要件時，自須明瞭行為人有何種「信賴（託）義務」？何種行為構成「信賴（託）義務」之違背？依我國公司法第23條第1項、企業併購法第5條、第6條之規定，在公司併購之情形，收購公司、目標公司負責人（董事）均負有忠實義務及應盡善良管理人之注意義務。若收購公司、目標公司負責人（董事）違反受任人（受託）義務，自該當「違背任務之行為」之構成要件。參閱林東茂，刑法綜覽，頁2-191至2-192，2009年9月。（林教授特別指出：公司負責人賤售公司資產給關係企業或高價向自己的關係企業購物，是為他人處理事務，但違背忠誠義務，故成立背信罪。）

基本法治觀念（特別是一方已取得地方法院假處分命令准許投票之情形下）？甚至有人懷疑採用此一手段是否有先經過董事會之決議？此等疑義，似均值得關心公司法者嚴重關切。關此，本文以為，如果從前述美國法所建立之判例原則而論，此一手段阻止股東選舉權之有效運作，其防禦措施之適法性，恐有問題。

此外，在公司治理與防禦措施之關係的問題上，假設金鼎證券當時設有獨立董事席位（或其所設監察人能發揮監督功能），則其情況是否會有不同？這是一個值得研究觀察的有趣議題。關此，美國哈佛大學法學院Lucian A. Bebchuk教授等人以實際數據研究指出，美國獨立董事在防止經營者濫用防禦措施上，並未能發揮功能⁹⁷。

二、董事會中立原則

如前所述，面對敵意併購時，歐洲有些國家（如英、德）之立法例似較傾向採取「董事會中立原則」，其立法政策，無非是對董事主要是追求其自身利益而非追求公司及公司之股東們利益的利益衝突仍有所質疑，或是由股東是公司之所有者的角度切入所致，或是基於股東平等原則而來⁹⁸，故主張由股東會（德國則由監事會⁹⁹）決定是否採行防禦措施。然而，反對此制者，則以為此制實益並不大，因為我國公開發行公司一般均有控制大股東（control-

⁹⁷ See Lucian A. Bebchuk, John C. Coates IV & Guhan Subramanian, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Further Findings and a Reply to Symposium Participants*, 55 STAN. L. REV. 885, 891-900 (2002).

⁹⁸ 參閱陳彥良，同註1。

⁹⁹ 按德國由監事會決定是否採行防禦措施，是體現員工及股東共同決定之精神，因大型企業之監事會是由員工及股東共同組成。故此制帶有濃厚社會主義色彩之精神。

ling shareholders) 存在，目標公司經營者由於往往也是大股東，因此欲取得股東會同意（持股再加上透過徵求委託書）以進行防禦措施並不困難。另外，採取「董事會中立原則」原則，有時正給予目標公司經營者藉由股東會決議正當化其行為的藉口，反而在其防禦措施不合比例原則、不合理之情形下難以追究董事會違反受任人（受託）義務之責任。此外，技術上而言，召開股東會曠日廢時，似乎難以應付奇招百出、迫在眉睫之敵意併購方式。其實，理論上而言，敵意「公開收購」才有較多時間（期間一般是十至五十天）可讓目標公司股東會反應。

三、董事會優先原則

按我國公開收購公開發行公司有價證券管理辦法¹⁰⁰第十四條第一項規定：「被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購……後七日內，應就下列事項公告……二、就本次收購對其公司股東之建議，並應載明任何持反對意見之董事姓名及其所持理由。」由此規定，似可見我國法並未採取像有些國家一樣以法律要求董事會對敵意併購應持中立主義（當然，目標公司事實上是可公告對特定收購者採中立立場，讓股東自行決定是否接受收購要約）。因此，在現行法下，我國似較傾向美國法（如德拉瓦州公司法）採取較開放的態度，亦即採行「董事會優先原則」，將防禦措施之決定交由董事會依其專業經營知識判斷之¹⁰¹。

此外，公司法第二〇二條規定：「公司業務之執行，除本法或

¹⁰⁰ 2009年12月29日行政院金融監督管理委員會金管證交字第0980069191號令修正。

¹⁰¹ 學者有謂：我國法制並未對反併購措施立法規範，但無礙於目標公司董事會中立義務存在之可能。參閱陳彥良，反併購措施法制之研析——德國法啓示兼論金鼎案之實證（下），同註1，頁34。

章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之。」由此可知，股東會雖為公司之最高意思機關，惟為避免股東會職權太大，致過度干預公司經營管理之專業決策，並為符合企業所有與經營分離之原則，我國公司法明定股東會得為決議之事項以公司法或章程規定者為限，以此作為股東會與董事會兩機關權限分配之原則。換言之，我國公司法第二〇二條也賦予董事會固有權限以管理公司的營業和事務。這項規定似乎也提供「董事會優先原則」另一個堅實的基礎。

當然，這裡可能牽涉到一個基本問題：本條所稱「公司業務之執行」究竟何所指？有無包括併購及反併購之決策及執行在內？持廣義見解者可能認為，從現代公司併購已是企業業務茁壯的不二法門來看，併購應可說是現代公司業務的重要一環。相同的，反併購決策似亦應如是看待，才稱妥適。當然，在現行法下，也有可能不同於前述看法之狹義見解存在，認為此處所謂公司業務應指公司所營事業而已，不包括併購等之非經常性公司業務活動。關此問題，依本文前述美國德拉瓦州公司法之說明，在Unocal案，德拉瓦州最高法院顯然採取**廣義見解**以解釋類似我國公司法第二〇二條規範內容之德拉瓦州公司法的第141條(a)項條文內涵。

針對上述解釋上疑義，本文亦從廣義見解。否則於面對敵意併購時，如目標公司現有經營者無論如何只能綑綁雙手，眼睜睜看著他人可能強取豪奪經營權或公司資產，甚至傷害公司利益，恐也不符董事會應為保護公司財產（包括股東在內）所須負之重大義務和責任。只是董事會防禦措施，應符合比例原則、合理及誠信等遊戲原則之制約而已。相信如能如此，再經由市場機制及股東選舉權之有效運作，最後也應能合理決定出經營權誰屬，不致產生類似開發

金控敵意併購金鼎證券案的兩敗俱傷結果¹⁰²。

四、現行法制下防禦措施之選擇可能

（一）毒藥丸

當然，可能有人會認為開發金控敵意併購金鼎證券案件最後之所以失控（指將對手選舉權全數封存），這是因為我國雖然傾向採取董事會優先原則，但是遇有敵意併購時，除發動委託書徵求戰爭外¹⁰³，目標公司董事會能採用的合法防禦措施卻不多。例如，類似其他國家常用之「毒藥丸」防禦措施（如前述Moran案所使用之防禦計畫），即難以使用。按所謂之「毒藥丸」，係在國外常被用來作為一種對抗敵意併購之防衛措施。其發展至今種類已多，日益繁雜。其大致的概念是指：對於公司之現有（普通股）股東發給一種新的特別股或權利或認股權憑證，且該股份或權利或憑證附有一定之啟動條件，若在一定條件成就後，有認股權利之股東（敵意併購者無此權利）得以取得新股，藉以稀釋敵意併購者之持股，使其併購成功之難度升高或產生持股價值降低之不利益¹⁰⁴。因為我國公司法有股東新股認購權（公司法第二六七條第三項參照）以及所

¹⁰² 學者方嘉麟教授主張就經營權歸屬，股東會應有權就此等事項決議，其略謂：「倘特定股東已可獲得多數股權支持，讓自己支持的議案於股東會通過，則應儘速讓該股東取得經營權……。」參閱方嘉麟，論股東會與董事會權限之劃分——對經營權爭奪之影響，載：財經法新課題與新趨勢，頁44，2011年5月。

¹⁰³ 有關「委託書徵求」，我國主要之規範係證券交易法第25條之1及其授權制定之「公開發行公司使用委託書管理規則」，其詳細介紹，參閱賴英照，最新證券交易法解析，頁232-265，2011年2月再版；劉連煜、林國全、洪秀芬、曾宛如，股東會委託書之管理，2007年5月。

¹⁰⁴ 有關討論，參閱林國彬，敵意併購防衛措施之研究——以財務性防禦措施中之毒藥丸為主要範圍，臺北大學法學論叢，71期，頁90-92，2009年9月。

謂之股東平等原則，故恐無法以「毒藥丸」排除敵意併購者之認股權利。除非係經由私募方式為之，但私募必須經股東會特別決議行之（證交法第四十三條之六），非目標公司董事會即可單獨決議為之。前述金鼎證券公司派為抵抗開發金控敵意併購企圖引進雷格斯集團入股金鼎證券無法成功，便是難獲股東會決議通過之例子。

(二) 股份交換

截至目前為止，我國較為可行之稀釋敵意併購者持股之防禦措施是依據公司法第一五六條第八項之「股份交換」規定，即：「公司設立後得發行新股作為受讓他公司股份之對價，需經董事會三分之二以上董事出席，以出席董事過半數決議行之，不受第二百六十七條第一項至第三項之限制。」惟亦有學者方嘉麟教授認為，股東會亦得以股東會決議令董事會於一定期間內不得為股份交換之決策行為。按方教授之所以如此主張，實因其認為凡與經營權有關事項，均應從寬認定股東會有權決議¹⁰⁵。

(三) 董事可否分期改選？

至於公司董事可否分期改選（有譯為「董事交錯任期制度」；staggered boards）以對抗敵意併購者順利取得過半數董事席次？設若公司已於章程中明訂採行董事分期改選制度（以下簡稱董事分期改選），並依該制度召開股東會選舉部分董事，則公司就該次選出之董事向主管機關申請辦理變更登記，主管機關可否拒絕辦理？

關此，主張肯定見解者，認為可分期改選之理由如下：1. 公司將全體董事分類為數組，於不同年度改選，每年僅改選部分董事，此一制度在美國已行之有年，考其優點乃在於每年僅改選部分董

¹⁰⁵ 參閱方嘉麟，同註102，頁45。

事，使其他有經驗之董事得以留任，並將公司治理之傳承予新任之董事，有助於公司治理之穩定性。2.我國目前雖尚無董事分期改選之個案，惟依我國公司法第一九五條第一項規定：「董事任期不得逾三年，但得連選連任。」法律僅就董事任期設有三年之上限，並未限制各董事需同時改選，故基於公司治理，於章程中明訂採行董事分期改選，錯開董事任期並分期改選者，應屬可行¹⁰⁶。

至於採否定見解之理由如下：現行實務上，股東會選舉董事時，均係選舉全體董事，尚無董事分期改選之情形。在現行公司法架構下，是否有空間可允許公司於章程訂定董事可分期改選，不無疑義。依公司法第二〇三條規定：「董事會由董事長召集之。但每屆第一次董事會，由所得選票代表選舉權最多之董事召集之。每屆第一次董事會……」法條既稱「每屆」董事會，如採董事分期改選制度，每年僅改選部分董事，則所謂每屆董事會，係何所指？不無疑義；又依公司法第二〇一條規定：「董事缺額達三分之一時，董事會應召開股東臨時會補選之。」如採董事分期改選制度，將與上開規定，產生扞格之處。是以，在現行公司法架構下，尚不允許公司章程採董事分期改選制度。故董事分期改選制度，似涉及修法，屬立法政策問題，目前經濟部採否定說¹⁰⁷。本文則認為現行法下仍有透過解釋允許公司章程採行董事分期改選制度之空間。當然如須訴諸立法，亦值得明文引進，以利公司遇敵意併購時，可供作為經營權爭奪之防禦措施之一。

¹⁰⁶ 惟因有累積投票制之問題，每次改選席次應有兩席董事以上才可，如僅改選一席董事將與累積投票制相牴觸而不合法。相關討論，參閱劉連煜，累積投票制與應選董事人數之縮減，載：公司法理論與判決研究(一)，頁23-34，1995年1月。

¹⁰⁷ 2011年3月16日經商字第10002405040號函。

(四)立法政策的討論

我國現行法制既然傾向採取「董事會優先原則」，立法政策上似宜檢討公司經營者究竟可以採取何種防禦措施，例如應否開放上述公司董事可分期改選等等。否則如「讓目標公司董事會為自己利益，任意採行抵制措施而傷害股東權益」，實非保護投資人應有的方法¹⁰⁸。本文認為，為保護投資人利益及讓經營者有所警惕，目標公司如係上市櫃公司，且其董事會之防禦措施如有不合理、不合比例原則之情形，除可追究相關負責人違反董事受任人（受託）義務之責任外，應可考慮在情節嚴重下停止股票交易（參閱臺灣證交所營業細則第五十條之一）。

再者，公司法第二十三條第一項規定之文字為：「公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任。」（應注意者，二〇一二年公司法第二十三條第三項增訂公司負責人違反忠實義務之歸入權規定：「公司負責人對於違反第一項之規定，為自己或他人為該行為時，股東會得以決議，將該行為之所得視為公司之所得。但自所得產生後逾一年者，不在此限。」）另外，企業併購法（以下簡稱「企併法」）第五條則規定：「公司依本法為併購決議時，董事會應為全體股東之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜（第一項）。公司董事會違反法令、章程或股東會決議處理併購事宜，致公司受有損害時，參與決議之董事，對公司應負賠償之責。但經表示異議之董事，有紀錄或書面聲明可證者，免其責任（第二項）。」由上述公司法與企併法規定加以比較觀察，下列問題值得思考：1. 當公司面對敵意公開收購時，被收購公司若欲採取反併購防禦措施，應由董事會或股東會決定？2. 反併購防禦措施有無企併

¹⁰⁸ 參閱賴英照，同註103，頁296-297。

法第五條之適用可能？亦即，反併購防禦措施是否僅須顧及被收購公司全體股東最大利益才可？3.如反併購防禦措施僅考量被收購公司全體股東最大利益，未考量其他利害關係人（如該公司員工、債權人）之利益是否妥適？4.董事若違反企併法第五條第一項規定，股東對董事有無損害賠償請求權（即企併法第五條第一項是否為受害股東之請求權規範基礎）？此等問題，迄今較少學者論及，本文擬拋磚引玉就併購直接相關之議題，詳論如下：

首先，企併法第五條是否會使公司法第二十三條第一項的義務產生變化？由於企併法第五條係規定董事會應「為全體股東之最大利益行之」，與公司法第二十三條的為「公司」盡忠實及善良管理人注意義務文字上有所不同。前者的忠實、注意義務之對象係對股東，後者則係對公司，而且所謂為全體股東的最大利益及為公司利益是否互相完全一致？不無疑義。

當然，吾人或許可說原則上公司與股東的利益應該是相一致的，惟我國企併法和公司法的立法文字上的差異，會生公司負責人的受任人（受託）義務究竟是對誰負責的爭議問題。例如，除公司與全體股東外，是否包含其他利害關係人（stakeholder）？參照美國法，現在已經有超過三十幾個州立法允許公司的經營者在從事決策的工作時，「可以」考量除了股東以外的利害關係團體的利益問題（康乃迪克州之規定原係強制性質，但於二〇一〇年也改為任意性質）¹⁰⁹。

¹⁰⁹ 美國這些州立法的情形及討論，參閱JESSE H. CHOPER, JOHN C. COFFEE & RONALD J. GILSON, *CASES AND MATERIALS ON CORPORATIONS* 41-48 (5th ed. 2000)；劉連煜，現代公司法，頁38，2010年9月增訂6版；劉連煜，企業併購時董事之受任人（受託）義務——農民銀行與合庫合併案最高法院九十九年度台上字第二六一號判決及其歷審判決評析，月旦法學雜誌，195期，頁236，2011年8月。

從法律規定文字而言，我國企併法第五條似過於狹隘，如果董事只須對全體股東負責，會不會造成企業社會責任論理架構上的困難？是否與當代公司社會責任的思潮相符？由於公司法第二十三條第一項規定公司董事負責對象是「公司」，某種程度上似可為公司的社會責任建立堅實之基礎架構（但其缺點則是股東並無直接請求權，股東僅能代位請求；參閱公司法第二一四條、第二一五條）；反之，在企併法，併購及反併購決策僅考慮股東最佳利益，似乎就會失之偏頗。雖然現在公司法的學說主流還是以股東優先主義（shareholder primacy）為主，但全然只為股東利益的貫徹是否妥當？不無疑問。例如有關債權人、勞工等利益問題，在董事決策時須否考量進去？值得再思考。因此，正確的立法方式應係朝向企業社會責任思考模式才是正確的方向。至少不能全以股東的利益為考量，法規範如顯然排除其他利害關係人之利益，似非良策。

在實務上，臺灣高等法院民事判決九十六年度重上字第一四五號，則是肯定企併法第五條的對象應包括股東外之其他利害關係人。該則判決謂：「公司法關於公司負責人之忠實義務及注意義務，於第二十三條第一項規定：『公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任。』以為具體規範，此規定於董事自亦有其適用。準此，董事除應具備相當能力以履行注意義務外，仍應具有忠實執行職務之操守，此為公司賦予董事執行業務權力相對之基本要求。注意義務係指公司董事在處理公司事務時，所應注意之事項和程度之客觀要求；至於忠實義務係指公司董事於執行業務時，應盡力為公司謀取最大利益並禁止有損害公司利益行為之主觀要求。而企業併購法有關董事於企業併購時應盡之義務則於第五條第一項：『公司依本法為併購決議時，董事會應為全體股東之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜。』依此文義，董事會關於企業併購

之決議時，除應盡『善良管理人之注意義務』外，其忠實義務應以『全體股東之最大利益』為考量。惟查：1. 依企業併購法第五條第一項之立法理由『股份有限公司之董事係由股東會選出，董事執行業務自應以全體股東之最大利益為之，故第一項明定董事於進行併購決議時，應為全體股東最大利益行之，不得為董事本人之利益或公司之大股東或指派其擔任董事之法人股東等其他人之利益作為決議併購行為之考量，且董事受公司有償委任，執行公司業務，參照民法第五三五條及公司法第二十三條之規定，應以善良管理人之注意處理公司併購事宜。』以觀，堪認該條所規定『善良管理人之注意義務』與公司法第二十三條相同。至所謂『應為全體股東之最大利益行之』，則重在強調不得僅考量部分董事或股東之利益，而應考量股東整體之利益以為併購之決策；2. 而公司之經營運作，涉及各種不同利害關係人之利益衝突，例如：大股東與小股東、股東與債權人、股東與員工、股東與經營者等，而負責經營決策者，其任務即在合理調和此等利害衝突，使符合公司整體利益之最大化，此即公司法第二十三條第一項忠實義務之規範意旨所在。在企業併購之情形，上述各項利害對立、衝突亦復存在，例如：涉及股東利益之換股比例、併購後公司員工是否留任之生計問題、公司向來建立之傳統延續等，考量並調和此等對立、衝突，始能使併購程序順利進行，以實現發揮企業經營效率、提升公司整體價值之併購目的。準此以觀，實難認董事會於企業併購之決策時，得無視於其他利害關係人之利益而僅慮及股東之利益，應認董事所負忠實義務之對象實係針對公司整體而言，董事於處理併購事項時，全體股東之最大利益固為其考量之重要依據，仍須顧及並調和其他利害關係人之利益衝突，以追求公司整體利益之最大化。易言之，毋寧謂公司整體利益之最大化即為全體股東之最大利益，董事會關於企業併購之決議時，應盡之忠實義務乃以追求『公司之最大利益』考量依據。」

關此，臺灣高等法院此一推理及結論誠值贊同。惟法院透過迂迴解釋的方式得到董事會亦須對其他利害關係人負責的結果，此解釋結果是否逸脫企併法第五條第一項條文文義之可能範圍？是否同樣會受到其他法院之支持？特別是最高法院永遠不變的認同，仍有待觀察¹¹⁰。本文認為企併法第五條法律文字仍可重新加以斟酌，畢竟高院此一解釋並無堅強之法律依據，可能隨時會被挑戰。

其次，企併法第五條第一項是否不同於公司法第二十三條第一項而賦予股東一個直接的訴權？亦即，在董事會為併購決議時未盡到忠實及注意義務時，得否作為股東的請求權基礎？雖然理論上言，應得作為股東的請求權基礎，惟由於法未明文，立法理由亦未寫明，實務操作上似難認股東有直接訴權。至於第五條第二項規定的主體係「公司」¹¹¹，因此該項也不能作為股東的請求權基礎。所以即使有第一項的「為全體股東之最大利益行之」，卻因為法無明文似難認股東因併購決議受有損害時，得以本條向公司董事請求損害賠償。當初起草者或可能謂：基於當初立法急迫而未於本文明示此旨。本文雖亦肯定本條項應作為股東的請求權基礎，惟認為似仍須修法明定之，以有利股東權利之主張，較為妥適（但其他利害關係人對董事應無直接請求權，僅其利益得被董事決策時考量）。

最後，企併法第五條第一項的「公司」係指併購公司或被併購公司（即目標公司）？是否僅限於敵意併購時始得主張？或合意併購時亦得主張？本文認為，不論敵意併購或合意併購皆有適用，且本條項的「公司」，應該指併購公司及目標公司，皆包括在內。惟

¹¹⁰ 本件最高法院99年度臺上字第261號完全認同同案臺灣高等法院96年度重上字第145號民事判決的見解。

¹¹¹ 企併法第5條第2項規定：「公司董事會違反法令、章程或股東會決議處理併購事宜，致公司受有損害時，參與決議之董事，對公司應負賠償之責。但經表示異議之董事，有紀錄或書面聲明可證者，免其責任。」

在面對敵意併購時，目標公司的防禦措施是否係為了股東的最大利益即可？抑是應平衡考量相關當事人利益？此外，目標公司董事可否以「經營判斷法則」抗辯其採取敵意併購之防禦措施是合法的？對於前者，如上所述，本文認為現行企併法文字下，解釋上恐仍有爭議，有待有權解釋機關進一步釐清。關於後者，因具體案例情形不同，「經營判斷法則」抗辯能否成立，答案也不能一概而論。當然，應注意者，不是只有敵意併購存在上述問題，在友善併購（或稱合意併購）下，只要發生利益衝突時，亦會有是否違反受任人（受託）義務的問題發生。針對上述疑難，或許美國德拉瓦州公司法相關司法判決的見解，其有關法理及精神適足以提供我們司法具體運用時或者公司法制再次修法時之參考。

伍、結 語

從開發金控敵意併購金鼎證券案件，我們可以有下面幾點結論及省思：

對於敵意併購，各國立法政策上是否應採取董事會中立主義或董事會優先原則，涉及每一國家股東資訊不對稱、公司股權結構及公司治理等複雜問題，可能一時之間仍仁智互見，無法有共識。例如，不相信公司董事會之「公司治理」功能者，恐怕對採取董事會優先原則會存有疑慮，因為他們必定會認為董事僅對自己之董事席位及利益關切，哪裡可能真正關心公司及股東之利益而進行防衛措施。

此外，在我國現行法較傾向採取董事會優先原則下，目標公司董事會對敵意併購所採取之防禦措施是否違反受任人義務，則不是假議題而是真實必須立刻面對的問題。前述美國司法實務的寶貴經驗，或許其核心判決精神（特別是Unocal及Revlon案所建立之法

則) 一定程度也值得我國司法實務在追究公司負責人民事或刑事責任時參考。當然, 我國司法相關審查的能力, 也須進一步提升才能克竟其功。另外, 雖學者普遍認為敵意併購具有制裁無效率經營者之公司治理上功能, 惟對於金融機構(特別是銀行及保險業)是否適合作為敵意併購之對象, 因涉及金融穩定等問題, 實值得進一步加以探討。

總的來說, 敵意併購在亞洲國家特別是華人的世界, 由於目標公司真正負責人之愛好面子, 不容他人以不適當手段強取其公司經營權的觀念根深蒂固, 一定程度也使這個問題更形複雜, 研究法社會學的學者或許有興趣針對這個有趣而重要的問題從事深入研究。

參考文獻

一、中 文

1. 方嘉麟，論股東會與董事會權限之劃分——對經營權爭奪之影響，載：財經法新課題與新趨勢，頁3-45，2011。
Faung, Kai-Lin, A Study of the Allocation of Power between the Shareholders Meeting and the Board of Directors—An Impact on Contests of Control, in *New Issues and Trends of Financial & Economic Law*, pp. 3-45, 2011.
2. 朱德芳，效率、併購與公司治理——以敵意併購法規範為核心，中原財經法學，17期，頁195-259，2006。
Chu, Te-Fang, Efficiency, Takeovers and Corporate Governance: From the Perspective of Hostile Takeover Legislation in Taiwan, *Chung Yuan Financial & Economic Law Review*, no. 17, pp. 195-259, 2006.
3. 林東茂，刑法綜覽，2009。
Lin, Dong-Mau, *A General Survey of the Criminal Law*, 2009.
4. 林國彬，敵意併購防衛措施之研究——以財務性防禦措施中之毒藥丸為主要範圍，臺北大學法學論叢，71期，頁81-125，2009。
Lin, Kuo-Bin, The Defense Measures for Hostile Takeover—Focus on the Poison Pill of the Financial Defense Tactics, *Taipei University Law Review*, no. 71, pp. 81-125, 2009.
5. 陳彥良，反併購措施法制之研析——德國法啟示兼論金鼎案之實證（上），台灣本土法學雜誌，86期，頁7-26，2006。
Chen, Yen-Liang, A Study of the Legal System of Hostile Takeover and Defensive Tactics (I), *Taiwan Law Journal*, no. 86, pp. 7-26, 2006.
6. 陳彥良，反併購措施法制之研析——德國法啟示兼論金鼎案之實證（下），台灣本土法學雜誌，87期，頁22-34，2006。
Chen, Yen-Liang, A Study of the Legal System of Hostile Takeover and Defensive Tactics (II), *Taiwan Law Journal*, no. 87, pp. 22-34, 2006.
7. 黃慧嫻，公開收購活動涉及之法律問題淺析——以美國及歐盟對於敵意收

購之制約為例，科技法律透析，15卷1期，頁19-24，2003。

Huang, Hui-Hsien, A Basic Study of the Legal Issues of Tender Offers—An Example of the Restrictions that USA and EU Laws Place on Hostile Takeover, *Science & Technology Law Review*, vol. 15, no. 1, pp. 19-24, 2003.

8. 劉連煜，累積投票制與應選董事人數之縮減，載：公司法理論與判決研究(一)，頁23-34，1995。

Liu, Len-Yu, Cumulative Voting System and the Reduction of the Number of Directors, in *A Study of Corporate Law Theories and Cases I*, pp. 23-34, 1995.

9. 劉連煜、林國全、洪秀芬、曾宛如，股東會委託書之管理，2007。

Liu, Len-Yu, Lin, Kuo-Chuan, Hung, Shiu-Feng & Tseng, Wang-Ruu, *Regulation of Proxy for Shareholders' Meeting*, 2007.

10. 劉連煜，董事責任與經營判斷法則之運用，載：公司法理論與判決研究(五)，頁1-41，2009。

Liu, Len-Yu, Directors' Liability and Application of the Business Judgment Rule, in *A Study of Corporate Law Theories and Cases V*, pp. 1-41, 2009.

11. 劉連煜，現代公司法，增訂6版，2010。

Liu, Len-Yu, *Modern Corporate Law*, 6th ed., 2010.

12. 劉連煜，企業併購時董事之受任人（受託）義務——農民銀行與合庫合併案最高法院九十九年度台上字第二六一號判決及其歷審判決評析，月旦法學雜誌，195期，頁225-243，2011。

Liu, Len-Yu, The Fiduciary Duty of the Directors under Mergers and Acquisitions—The Supreme Court 2010 Tai Shan Zu no. 261 Decision and its Related Decisions Concerning the Farmers Bank and the Taiwan Cooperative Bank Merger Case, *Taiwan Law Review*, no. 195, pp. 225-243, 2011.

13. 賴英照，最新證券交易法解析，再版，2011。

Lai, In-Jaw, *The Analysis of Securities Exchange Law*, 2d ed., 2011.

二、外 文

1. Bebchuk, Lucian A., Coates IV, John C. & Subramanian, Guhan, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Further Findings and a Reply to Symposium Participants*, 55 STAN. L. REV. 885 (2002).
2. CHOPER, JESSE H., COFFEE, JOHN C. & GILSON, RONALD J., CASES AND MATERIALS ON CORPORATIONS (5th ed. 2000).
3. Gevurtz, FRANKLIN A., CORPORATION LAW (2000).
4. HOLLAND, RANDY J., DELAWARE DIRECTORS' DEFENSES TO HOSTILE TAKEOVERS, Working Paper 1-30 (2009).
5. Ipekel, Fena, *Defensive Measures under the Directive on Takeover Bids and their Effect on the UK and French Takeover Regimes*, 16 EUR. BUS. L. REV. 341 (2005).
6. WELCH, EDWARD P. & TUREZYN, ANDREW J., FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW: FUNDAMENTALS (2006).

The Fiduciary Duty of Directors of A Target Company Arising from Directors' Defenses to Hostile Takeovers: The Case of the Hostile Takeover of Taiwan International Securities Corp. by China Development Financial Holdings Co.

Len-Yu Liu^{*}

Abstract

Hostile takeovers are very complicated issues: it is not easy to achieve a consensus amongst the legislative policies of different legal regimes on whether to adopt the so-called “director neutralization” or “director primacy” model due to such complex problems as information asymmetry of shareholders, shareholding construction and corporate governance, etc. In Taiwan, it seems that the current legal regime tends to adopt the “director primacy” model, and therefore whether the defensive measures adopted by a target company have violated fiduciary duty is not an imaginary but a real issue, one which should be dealt with

^{*} Professor of Law, National Chengchi University, College of Law; JSD, Stanford University, Law School.

Received: July 14, 2011; accepted: July 28, 2011

seriously and immediately. This article tries to explore in-depth these issues with a case study.

Keywords: Hostile Takeovers, Defense Tactics, Non-Friendly Takeovers, Mandate Duty, Fiduciary Duty, Director Primacy