

立法院法制局專題研究報告

編號：1744

本報告僅供委員參考

非合意併購之目標公司董事義務研究

法制局 彭文暉 撰

中華民國 113 年 11 月

非合意併購之目標公司董事義務研究

目 次

摘要

壹、前言	1
貳、企業併購與公司董事義務	2
一、企業併購之概念與態樣	2
二、公司董事所負義務	5
三、非合意併購之利害關係	7
參、問題檢討與建議	8
一、「收購」之涵義與規範內容	8
二、董事之注意義務	10
三、董事之忠實義務	12
四、併購資訊之揭露規範	19
五、非合意併購之防禦措施權限	22
六、防禦措施之適法性審查	26
肆、結論	31
參考文獻	34
附錄：「非合意併購之目標公司董事義務研究」專題研究報告（初稿）座談會紀錄及參採情形	38

摘 要

企業併購可能導致公司組織重組或經營權變更，因涉及公司董事會相關決策，董事依法須負相當義務與責任。而非合意併購時，目標公司董事會與併購公司之利害衝突較為激烈，目標公司董事可能會以公司經營權保護、防禦措施是否合法有效及如何確保公司繼續營運為決策重心，而未充分考量公司及全體股東之最大利益。

作為公司負責人之董事，除公司法明定其處理公司事務應負忠實及善良管理人注意義務外，企業併購法亦有相關規範。惟現行法制就董事於公司併購時之受託義務、權責及應遵循事項，似未能有明確完善之規範，恐有引發相關爭議之疑慮。

本報告爰概述企業併購之概念、態樣及董事對公司所負義務之內涵，並以美國法制為主要參考比較對象，針對我國現行有關規範進行檢討分析，並就相關法制疑義或爭議，研提因應與調適之建議，俾供本院委員問政參考。

非合意併購之目標公司董事義務研究

壹、前言

近年來，受到全球化思潮以及產業鏈整併趨勢之影響，促使企業為增加市場競爭力而以併購延續公司長期經營之意向。而企業進行併購時，無論係合意併購（Friendly Takeover）或非合意併購（Hostile Takeover），經營者之決策，往往攸關併購之法律風險與成本，而為併購成功與否之關鍵。

企業併購可能導致公司組織重組或經營權變更，制度上公司併購因涉董事會相關決策，董事仍須負擔適當義務與責任。尤其在面對非合意併購時，目標公司董事會與併購公司之利害衝突較合意併購更為激烈，公司董事可能為追求自身利益而忽略公司及股東之利益，而引發利益衝突。質言之，目標公司董事可能以公司經營權保護、防禦措施是否合法有效及如何確保公司繼續營運為決策重心，而未充分考量公司及全體股東之最大利益。

作為公司負責人之董事，現行法制除公司法明定其處理公司事務應負忠實及善良管理人注意義務外，企業併購法亦有相關規範。惟上開法律針對董事於公司併購時之受託義務、權責及應遵循事項，似未能有明確周延之規範，就攸關公司重大發展之併購程序言，恐有引發相關爭議之疑慮，進而不利公司治理法制之完善。

為探究非合意併購之目標公司董事義務與相關利益衝突問題，本報告爰概述企業併購之概念、態樣及董事對公司所負義務之內涵，並以美國法制為主要參考比較對象，針對我國現行有關規範進行檢討分析，並就相關法制疑義或爭議研提因應與調適之建議，俾供本院委員問政參考。

貳、企業併購與公司董事義務

一、企業併購之概念與態樣

(一) 企業併購之概念與法律適用

企業併購屬「公司重組」概念之一環，依其是否經雙方公司之合意而形成，可區分為「合意併購」與「非合意併購」(亦稱「敵意併購」或「惡意併購」) 2 種類型。前者係指併購公司與目標公司有併購意願，於雙方就併購模式及條件達成協議時，由雙方公司經營者透過談判協議確定併購之具體條件，且在雙方均可接受之範圍內訂定協議，再經雙方董事會將合併案提交股東會並決議通過；後者則指併購公司未經目標公司之同意，逕自發動併購行動，通常係透過向市場上不特定人購入目標公司之股份，以取得其經營權¹。

按企業併購法第 2 條第 1 項規定：「公司²之併購，依本法之規定；本法未規定者，依公司法、證券交易法、公平交易法、勞動基準法、外國人投資條例及其他法律之規定。」準此，公司併購應優先適用企業併購法之規定；該法未規定之事項，始適用其他相關法律所定規範。惟有關金融機構之併購，依該法第 2 條第 2 項規定，則應優先適用金融機構合併法及金融控股公司法之規定；上開二法未規定之事項，始有企業併購法所定規範之適用。

(二) 企業併購之態樣

企業併購可謂公司組織重組運作，不同公司間經由各種方式移轉資產或經營權之法律行為。惟公司重組之態樣多元³，實務上可包括公

¹ 林艾儒，《合意併購中公司董事之受託人義務—以利益衝突為中心》，臺北大學法律學系碩士論文，107 年 7 月，頁 32。

² 企業併購法第 4 條第 1 款規定：「公司：指依公司法設立之股份有限公司。」

³ 劉連煜，《現代公司法》，新學林出版股份有限公司，增訂第 15 版，109 年 9 月，頁 165。

司合併、股份轉換、股份交換、股份收購、分割及營業（財產）讓與等。茲略述其內涵如下：

1. 合併

依企業併購法第 4 條第 3 款規定，所稱「合併」係指參與合併之公司全部消滅，另成立 1 家新公司概括承受全部權利義務（新設合併）；或僅由存續之 1 家公司概括承受全部權利義務，其他公司歸於消滅（吸收合併）之情形⁴。

另按學說及實務分類，公司依相關法律如企業併購法、公司法或金融機構合併法規定程序進行之合併，稱為「法定合併」；將公司全部或主要營業或資產轉讓他公司，以換取他公司股份之資產收購方式，係受讓公司以發行新股作為資產讓與之對價，即「以股換資產」進行之合併，稱為「事實合併」⁵。實務上併購公司可能會採直接或間接方式進行，待收購一定股權後，再與目標公司合併，是為「兩階段併購」。

2. 股份轉換

依企業併購法第 4 條第 5 款規定，係指公司讓與全部已發行股份予他公司，而由他公司以股份、現金或其他財產支付公司股東作為對價之行為，如金融控股公司法第 26 條⁶及企業併購法第 29 條⁷等規定。此種收購方式，除可取得目標公司經營權，亦可使併購公

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

⁵ 劉連煜，同註 3，頁 168。

⁶ 金融控股公司法第 26 條第 1 項、第 2 項規定：「金融機構經主管機關許可者，得依股份轉換之方式轉換為金融控股公司之子公司。(第 1 項)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……。(第 2 項)」

⁷ 企業併購法第 29 條第 1 項規定：「公司經股東會決議，得以股份轉換之方式，被他既存或新設公司收購為其百分之百持股之子公司，並依下列各款規定辦理：……。」

司與目標公司轉為控股型態。

3. 股份交換

指企業間為達策略聯盟之目的，以公司發行新股作為受讓他公司已發行股份、新發行股份或所持有長期投資之對價，如公司法第156條之3規定⁸。按其雖亦屬「收購」之行為，惟因性質上僅屬「部分」股份之讓與，而與股份轉換之概念不同⁹。

4. 股份收購

指收購他公司已發行或新發行股份，而以股份、現金或其他財產作為收購對價之行為，並依收購取得之股份多寡，發生「投資」或「接管」之效果。按股份收購之分類與型態尚非明確，概念上可包括私人收購現股、公開收購股權（證券交易法第43條之1至第43條之5）及收購新股；而股份轉換亦屬股份收購態樣之一¹⁰。

5. 分割

依企業併購法第4條第6款規定，係指公司依相關法律規定將其得獨立營運之一部或全部之營業讓與既存或新設之他公司，而由既存公司或新設公司以股份、現金或其他財產支付予該公司或其股東作為對價之行為。即被分割公司將其經濟上為一整體之營業部門（包含資產及負債），以對既存公司或新設公司為現物出資之方式，由被分割公司或其股東取得既存公司或新設公司之股份、現金或其他財產，而既存公司或新設公司概括承受被分割公司該營業部門之資產及負債之一種程序¹¹。

⁸ 公司法第156條之3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。」

⁹ 劉連煜，同註3，頁194。

¹⁰ 劉連煜，同註3，頁196-197；李禮仲，〈金融控股公司間非合意併購問題法律之研究〉，《月旦法學雜誌》，第128期，95年1月，頁40。

¹¹ 劉連煜，同註3，頁201。

6. 營業（財產）讓與

指公司讓與或受讓營業（財產）之資產收購行為，如公司法第 185 條¹²及企業併購法第 27 條¹³、第 28 條¹⁴等規定。按營業（財產）讓與之對價不限於股份、現金或其他財產，亦不當然概括承受該營業之資產及負債，而與公司分割之概念尚有不同¹⁵。

二、公司董事所負義務

（一）董事之義務

按公司法第 8 條第 1 項規定，董事為股份有限公司之負責人。依同法第 23 條規定，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；公司負責人違反上開義務，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。由是，公司負責人對公司依法應負忠實義務與注意義務。

經查上開義務規範係民國 90 年¹⁶修正公司法第 23 條第 1 項所明定，100 年增訂「歸入權」規定並於修正理由指出：「『負責人忠實義務』之規定，係延續自英美法及日本商法『公司與董事間之委任關係』而來。」¹⁷按英美法就公司負責人對於公司應盡之義務稱為「受託義

¹² 公司法第 185 條第 1 項規定：「公司為下列行為，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之同意行之：一、締結、變更或終止關於出租全部營業，委託經營或與他人經常共同經營之契約。二、讓與全部或主要部分之營業或財產。三、受讓他人全部營業或財產，對公司營運有重大影響。」

¹³ 企業併購法第 27 條第 1 項規定：「公司經股東會代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意，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者，……。」

¹⁴ 企業併購法第 28 條第 1 項規定：「公司之子公司收購公司全部或主要部分之營業或財產，符合下列規定者，……。」

¹⁵ 劉連煜，同註 3，頁 210-211。

¹⁶ 本報告關於年分之使用，涉及外國法制或立法例部分，採西元紀年表述，其餘以民國紀年表述。

¹⁷ 立法院法律系統，法條沿革/公司法，網址：

<https://lis.ly.gov.tw/lglawc/lawsingle?004D2DD4981800000000000000000032000000007000000~045171101>

務 (Fiduciary Duty)」，乃植基於信託關係中受託人與委託人間之信賴關係¹⁸，其內涵又可分為「注意義務」(Duty of Care) 與「忠實義務」(Duty of Loyalty) 二下位概念。由於信託關係中，委託人為信託之擔保或管理目的，而採取超出目的所必要之法律形式，將信託財產之所有權或權力移轉受託人，導致信託財產之「形式上」歸屬與信託利益之「實質上」歸屬不一致，且信託當事人間多存在長期且特殊之信賴關係，使得受託人往往被授與廣泛之權力（甚至財產處分權），而與傳統民法上契約關係或善良管理人之概念有所不同¹⁹。

（二）董事義務之內涵

1. 注意義務

所謂「注意義務」(Duty of Care)，係指公司負責人執行業務時，應盡社會一般誠實、勤勉而有相當經驗之人所應具備之注意義務²⁰。質言之，董事處理公司事務應盡各種注意而審慎評估，作成經營決定前，有義務了解所有合理取得之重要資訊；若涉有注意義務之違反，董事須就其故意、過失，對公司所受損害負賠償之責任。

公司法第 192 條第 5 項規定，公司與董事間之關係，除該法另有規定外，依民法關於委任之規定。按民法第 535 條²¹規定受任人處理委任事務，應與處理自己事務為同一之注意，其受有報酬者，應以善良管理人之注意為之。惟董事對公司之受託義務，不論其是

[21400^0000F001001](#)，最後瀏覽日期：113 年 9 月 23 日。

¹⁸ Julian Velasco，〈公司法中之忠實原則〉，收錄於 Evan J. Criddle、Paul B. Miller、Robert H. Sitkoff 主編《忠實法探義（上）》，喜瑪拉雅研究發展基金會，第 1 版，113 年 6 月，頁 77。

¹⁹ 王文宇，〈公司負責人的受託義務－溯源與展望〉，《月旦民商法雜誌》，第 68 期，109 年 6 月，頁 6-7。

²⁰ 吳盈德，〈由企業併購法第 27 條看董事義務〉，《台灣法學雜誌》，第 404 期，109 年 11 月，頁 20。

²¹ 民法第 535 條規定：「受任人處理委任事務，應依委任人之指示，並與處理自己事務為同一之注意，其受有報酬者，應以善良管理人之注意為之。」

否委任或受有報酬，依公司法第 23 條之規範意旨，皆不受影響²²。

2. 忠實義務

所謂「忠實義務」(Duty of Loyalty)，係指公司負責人於執行公司業務時，應謀求公司之利益，不得犧牲公司之利益，而圖謀個人或第三人之利益²³。質言之，為避免因職務關係而以公司內部資訊及商業機密謀取私利、影響公司之利益，董事應忠實執行公司業務。

隨著公司經營模式改變，「經營與所有分離」已成趨勢，董事作為公司的代理人自應忠誠執行公司業務保護公司最大利益，而不得利用職位圖謀自身或第三人之利益，基於被授與信託之受託人相同地位，忠實義務亦為控制董事代理成本之機制²⁴。

3. 義務內涵之區別

忠實義務與注意義務之內涵並不相同，忠實義務係為避免董事濫權而藉此圖利自身或他人之利益，乃處理利益衝突之機制，旨在調整不當利益之歸屬；而注意義務則係要求董事執行職務應以合理適當之注意與善意為之，乃企業倫理與道德操守之法制化²⁵。

關於忠實義務與注意義務之區別實益，論者指出注意義務之故意、過失要件，應由原告負舉證責任；忠實義務為無過失責任，無須由原告舉證故意、過失要件，而係由被告舉證負擔²⁶。

三、非合意併購之利害關係

公司之經營運作，本質上會涉及利害關係人如經營者、股東、債

²² 劉連煜，同註 3，頁 139。

²³ 吳盈德，同註 20，頁 20。

²⁴ 林艾儒，同註 1，頁 17。

²⁵ 劉連煜，〈董事責任與經營判斷法則〉，《月旦民商法雜誌》，第 17 期，96 年 9 月，頁 180。

²⁶ 林艾儒，同註 1，頁 8。

權人及員工間之利益衝突。尤其，在非合意併購下，公司經營權可能發生重大變動，目標公司之董事與股東間、併購公司與目標公司股東間因而存在利益衝突²⁷。茲略述如下：

1. 目標公司之董事與股東

企業進行非合意併購時，目標公司之董事對於公司所得請求之利益，主要為薪資及報酬；目標公司之股東對公司所得請求之利益，則係依股權主張公司剩餘財產分配權。

按企業併購將使目標公司之董事面臨喪失經營權、職位及薪資之處境，涉及公司經營權之根本利益是否繼續存在，因而增加經營團隊犧牲其他利害關係人以保障自身權益之可能性，導致董事將自身利益置於股東之上的利益衝突情形加劇。

2. 併購公司與目標公司股東

併購公司與目標公司股東間的利益衝突，主要來自雙方對於併購價格之考量。按併購公司當然希望以最低成本取得目標公司之控制權，在進行公開收購時，雖然收購價格通常高於目標公司現行股價，卻未必較其真實價格為高；對目標公司股東而言，則以不低於其真實價格出售股份，始符合最大利益。惟實務上併購公司可利用目標公司之股權結構達到壓迫股東應賣之效果，因而與目標公司股東間存在利益衝突。

叁、問題檢討與建議

一、「收購」之涵義與規範內容

按企業併購法第 4 條第 4 款明定，「收購」係指公司依該法、公

²⁷ 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》，第 17 期，95 年 12 月，頁 214-220。

司法、證券交易法、金融機構合併法或金融控股公司法規定取得他公司之股份、營業或財產，並以股份、現金或其他財產作為對價之行為。依其文義，所稱「收購」之涵義甚廣，幾可涵蓋所有以財產作為對價以取得公司股份、營業或財產之行為，且現行規範亦未就收購之股份數目有所限制，故解釋上應可含括股份轉換、股份交換、股份收購及營業（財產）讓與等相關態樣。

就企業併購法第 2 章第 2 節「收購」所定規範分析，該法第 27 條²⁸、第 28 條²⁹殆係關於營業（財產）讓與之收購事項，第 29 條以下規定則係關於股份轉換之收購事項。惟關於股份交換、股份收購等事項則無相關明文，是否皆有該法有關規範（如租稅優惠）之適用³⁰，似非無疑義。

實務上主管機關表示「收購」必須符合企業併購法第 2 章第 2 節或公司法第 185 條第 1 項第 2 款或第 3 款所定類型³¹，始足當之。惟司法機關認為上開見解係將股份收購排除在外，除不符該法第 4 條第 4 款所定文義，亦與企業併購之現況有悖，而未予採認³²。學者爰指出現行規範除可能導致法律適用爭議，恐亦使企業併購法第 4 條第 4 款規定形同具文³³。

綜上，考量實務上股份收購（交換）亦屬企業併購之態樣，爰建議主管機關或可檢討企業併購法有關規定，針對「收購」之定義及股

²⁸ 企業併購法第 27 條第 1 項規定：「公司經股東會代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意，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者，……。」

²⁹ 企業併購法第 28 條第 1 項規定：「公司之子公司收購公司全部或主要部分之營業或財產，符合下列規定者，……。」

³⁰ 經濟部 107 年 12 月 19 日經商字第 10702426510 號函表示，股份交換非依企業併購法第 29 條規定程序辦理，即無該法其他規定（如第 3 章租稅優惠措施）之適用。。

³¹ 經濟部 94 年 7 月 26 日經商字第 09402095620 號函。

³² 臺灣臺北地方法院 109 年度訴字第 4498 號民事判決。

³³ 劉連煜，同註 3，頁 196；廖義銘，〈法律漏洞與公司治理上之企業負責人注意義務—從大同公司經營權之爭論公司治理與人民財產權之保障〉，《台灣法學雜誌》，第 396 期，109 年 7 月 28 日，頁 3。

份收購如何具體適用妥予規範，以釐清相關疑義，避免實務爭議。

二、董事之注意義務

（一）注意義務有關規範

公司法第 23 條第 1 項規定，公司負責人應盡「善良管理人之注意義務」，乃指依交易上一般觀念，認為有相當知識經驗及誠意之人應盡之注意。依學者³⁴及司法實務³⁵見解，注意義務之判斷係採客觀標準，即認行為人注意之程度，應具社會一般誠實、勤勉而有相當經驗及智識之人對於一定事件所能注意者；至行為人有無盡此注意義務之知識或經驗，則在所不問。

企業併購法第 5 條第 1 項規定，公司進行併購時，董事會應為公司之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜。查其修法理由³⁶略以：「鑒於公司法第 23 條規定，董事係對『公司』而非『全體股東』負有忠實義務與善良管理人注意義務。按董事處理併購事宜與為公司執行業務之注意義務並無二致……。」準此，有關董事處理併購事宜之注意義務，解釋上即宜與公司法一致，同採客觀標準為斷。

（二）注意義務之內涵

注意義務除要求受任人應履行其職務，且須善盡履行之責任，是注意義務與受任人提出之服務內容及其履行品質有關，乃著重在是否專業、有無過失。因此，關於董事注意義務之判斷，即應斟酌其特定

³⁴ 劉連煜，同註 3，頁 137。

³⁵ 最高法院 79 年度台上字第 1203 號民事判決。

³⁶ 立法院法律系統，法條沿革/企業併購法，網址：

<https://lis.ly.gov.tw/lglawc/lawsingle?00505CFC1EE9000000000000000000032000000007000000^08107111052400^0001D001001>，最後瀏覽日期：113 年 9 月 23 日。

行為是否已盡相當程度之注意，如有無在會議前檢視相關文件、是否確實參與會議討論、有無尋求專業顧問之意見，而以符合公司利益之方式作成決策。亦即認定董事是否已盡其注意義務，仍須就其職務履行行為全盤之考量。

注意義務之具體內涵，學者³⁷認為應可包括監督義務、調查義務及資訊充足義務等面向。關於監督義務，學者³⁸指出我國司法實務並未針對監督義務之範圍有明確看法，參酌民法第 188 條³⁹所定受僱人侵權行為責任及證券交易法（下稱證交法）第 14 條之 1⁴⁰所定公開發行公司應建立財務、業務之內部控制制度等，應認內部控制制度之建置為董事監督義務之重要內涵及具體規範；調查義務又稱探詢義務，按董事為商業決策時須徵求多方意見，以審慎評估其利弊得失，故董事知悉公司併購案時，不能自我侷限為單純資訊接收者，而應本於受託義務，提高注意並為相關合理之調查，主動向經理人、專家探詢問題，以瞭解相關資訊是否完整正確⁴¹；至資訊充足義務，則係要求公司董事對於併購事項之重大決策，須於作成決定前獲取充分相關資訊，事先蒐集必要資料或聽取公司經理人、外部專家顧問之意見，俾進行合理評估，以提升決策品質、降低誤判⁴²。

³⁷ 林國彬，〈董事忠誠義務與司法審查標準之研究—以美國德拉瓦州公司法為主要範圍〉，《政大法學評論》，第 100 期，96 年 12 月，頁 156。

³⁸ 王志誠，〈董事之監督義務—兆豐銀行遭美國紐約州金融服務署裁罰一·八億美元案之省思〉，《月旦法學雜誌》，第 259 期，105 年 12 月，頁 16；邵慶平，〈董事受託義務內涵與類型的再思考—從監督義務與守法義務的比較研究出發〉，《臺北大學法學論叢》，第 66 期，97 年 6 月，頁 17。

³⁹ 民法第 188 條第 1 項規定：「受僱人因執行職務，不法侵害他人之權利者，由僱用人與行為人連帶負損害賠償責任。但選任受僱人及監督其職務之執行，已盡相當之注意或縱加以相當之注意而仍不免發生損害者，僱用人不負賠償責任。」

⁴⁰ 證交法第 14 條之 1 規定：「公開發行公司、證券交易所、證券商及第十八條所定之事業應建立財務、業務之內部控制制度。(第 1 項)主管機關得訂定前項公司或事業內部控制制度之準則。(第 2 項)第一項之公司或事業，除經主管機關核准者外，應於每會計年度終了後三個月內，向主管機關申報內部控制聲明書。(第 3 項)」

⁴¹ 林國彬，同註 37，頁 153。

⁴² 林國彬，同註 37，頁 156。

（三）比較法之觀察

英美法概念下之「注意義務」，係指公司董事為決策時應審慎評估，並基於一般合理謹慎之人於類似情形所能盡到之謹慎義務，其判斷亦採客觀標準⁴³。依美國德拉瓦州最高法院見解，注意義務係要求董事應「充分了解相關資訊」後，謹慎作成經營決定，且僅於董事行為構成重大過失時，始負違反注意義務之賠償責任，是美國法之注意義務應屬關於決策過程之程序性要求⁴⁴。

英美法針對公司負責人所負注意義務，係將義務與個人地位緊密結合，並對不同職位者定有不同期許與規制，故擔任公司業務經營者之內部董事、高階經理人，其注意義務即與外部董事有所差異⁴⁵。至於注意義務之具體內涵，司法實務則認應涵蓋董事對於日常業務之監督、內控機制之建立，以及即時獲取所需資訊之要求等面向⁴⁶。

（四）研析與建議

關於董事之注意義務內涵，學說看法不一，現行公司法及企業併購法似亦未予明確分類與具體規範。為督促董事善盡專業履行其職務，建議相關主管機關似可統整公司併購實務類型，並透過自律模式引導建立注意義務之行為規範，俾供遵循。

三、董事之忠實義務

（一）忠實義務有關規範

⁴³ John C.P. Goldberg，〈受託人之注意義務〉，同註 18，頁 484。

⁴⁴ 尹廣容，〈敵意併購下目標公司之董事責任〉，臺灣大學法律學研究所碩士論文，108 年 9 月，頁 117。

⁴⁵ 王文宇，同註 19，頁 13。

⁴⁶ 尹廣容，同註 44，頁 27、117-118。

1. 公司法

公司法第 23 條第 1 項規定，公司負責人「應忠實執行業務」，乃董事忠實義務之明文規範。違反該義務，應就公司所受損害應負賠償責任；同條第 3 項另規定，其為自己或他人為該行為者，股東會得決議將該行為之所得視為公司之所得。查其立法理由⁴⁷略謂：「負責人忠實義務」係延續自英美法及日本商法「公司與董事間之委任關係」而來，為避免公司負責人動輒中飽私囊並逕為脫產，爰參照同法 209 條增訂「股東歸入權」。

公司法第 196 條規定，董事之報酬，未經章程訂明者，應由股東會議定，不得事後追認。查其立法理由⁴⁸略謂：為避免董事利用其為公司經營者之地位與權利，恣意索取高額報酬，故不以董事會決議為足，而須將董事報酬委由章程於股東會決議定之。惟依主管機關函釋⁴⁹，除章程訂明全體董事及監察人之報酬，授權董事會議依同業通常水準支給外，可於章程中增訂全體董事及監察人報酬之總額、上限、一定比例等明確授權之範圍。

公司法第 206 條第 2 項、第 4 項規定，董事會議之事項，董事有自身利害關係時，應於當次董事會說明其自身利害關係之重要內容；倘其自身利害關係致有害於公司利益之虞，並準用同法第 178 條規定不得加入表決⁵⁰。查其立法理由⁵¹略謂：為健全公司治理，促使董事之行為更透明化，以保護投資人權益，董事對於會議之事項，有自身利害關係時，應於當次董事會說明其自身利害關係之重要內

⁴⁷ 立法院法律系統，同註 17。

⁴⁸ 立法院法律系統，同註 17。

⁴⁹ 經濟部 106 年 10 月 16 日經商字第 10602423970 號函。

⁵⁰ 經濟部 99 年 10 月 22 日經商字第 09902145220 號函略謂：「……應有具體、直接利害關係致有害於公司利益之虞，始構成本條之規定。因涉及具體個案事實之認定，倘有爭議，允屬司法機關認事用法範疇。」

⁵¹ 立法院法律系統，同註 17。

容。又若有利益衝突之情形，該董事則須迴避而不得參與董事會表決。

公司法第 209 條規定，董事為自己或他人為屬於公司營業範圍內之行為，應對股東會說明其行為之重要內容並取得其許可；董事違反該規定，為自己或他人為該行為時，股東會得決議將該行為之所得視為公司之所得。按董事得參與公司業務執行，從而熟知公司營業上機密。若許其與公司自由競業，恐利用所得機密為自己或他人謀利致損害公司利益。

公司法第 223 條規定，董事為自己或他人與公司為買賣、借貸或其他法律行為時，應由監察人為公司之代表。按為避免董事在與自己具有利害衝突之法律行為中有自我圖利機會，應由監察人代表公司而為交易⁵²。

2. 企業併購法

企業併購法第 5 條第 1 項規定，公司進行併購時，董事會應為公司之最大利益行之。按董事係對「公司」而非「全體股東」負忠實義務，司法實務⁵³認為公司之經營運作，涉及各種不同利害關係人之利益衝突，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，負責經營決策者之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 23 條第 1 項所定忠實義務之規範意旨所在。故董事處理併購事項時，全體股東之最大利益固為重要考量，惟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。即董事會關於企業併購所應

⁵² 學者指出司法實務上並不認為未經監察人代表之董事自我交易行為當然無效，甚至無須股東會或董事會之明確決議，而可以由公司之其他行為及事實以認定公司之承認。邵慶平，〈忠實義務的相對化〉，《月旦法學雜誌》，第 337 期，112 年 6 月，頁 57。

⁵³ 臺灣高等法院 96 年度重上字第 145 號民事判決。

盡之忠實義務，應以追求「公司之最大利益」為考量依據。論者⁵⁴尚認為董事作成併購決策，除股東以外其他利害關係人之權益，甚至應兼顧社會責任，始符合公司追求最大利益之要求。

企業併購法第 18 條第 6 項規定，公司持有其他參加合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事者，就其他參與合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權。查其立法理由⁵⁵略謂：鑒於合併通常係為提升公司經營體質，強化公司競爭力，故不致發生有害於公司利益之情形，且公司持有其他參與合併公司之一定數量以上股份，以利通過該參與合併公司之決議，亦為國內外合併收購實務上常見之作法（即先購後併），爰明定不適用公司法第 178 條及第 206 條第 2 項準用公司法第 178 條之規定。另查同法關於「收購」事項之規範，如第 27 條第 7 項、第 28 條第 5 項、第 29 條第 7 項、第 30 條第 4 項及第 35 條第 13 項等，亦明文準用上開免除利益迴避之規定。

（二）忠實義務之內涵

忠實義務係要求受託人須本於誠信執行職務，並以委託人之利益為最大考量，面對利益衝突之情形，必須以委託人之利益為依歸，並為行為之準則，其本質乃為解決受託人與委託人之間所涉利益衝突而形成之法理⁵⁶。

忠實義務之具體內涵，如前述說明，現行規範略有「董事報酬」（公司法第 196 條）、「利害關係董事之說明及表決迴避」（公司法第 206 條第 2 項、第 4 項）；「競業禁止」（公司法第 209 條）及「自我交易之自己代理與雙方代理禁止」（公司法第 223 條）等類型；另企業

⁵⁴ 尹廣容，同註 44，頁 120。

⁵⁵ 立法院法律系統，同註 36。

⁵⁶ 王文宇，同註 19，頁 7。

併購法第 18 條第 6 項及相關準用該項之規定，則係針對公司併購排除適用利害關係董事說明及表決迴避之例外規範。

（三）比較法之觀察

忠實義務之概念核心實係避免衝突之義務，基本上包括利益衝突法則（The Conflict of Interest Rule）與義務衝突法則（The Conflict of Duty Rule）⁵⁷。學者⁵⁸表示英美法針對忠實義務雖未全部予以明文規範，惟經由判例之長期累積已形成共識，且逐漸具體化及類型化，包括利害關係人交易、董事報酬、利用公司機會（商業機會、資產、資訊）及非合意併購案之防禦措施等。另學者⁵⁹分析美國德拉瓦州法院相關案例，並歸納違反忠實義務之行為類型如下：

1. 利害關係人交易—包括交易之一方為公司，另一方為公司董事；或雙方均為公司，但有兼任雙方公司之董事積極參與交易過程，並對其中一方偏好而失去獨立性及中立性。
2. 董事報酬—董事報酬若由董事會自行決定，顯有利益衝突關係，自須有程序控制及司法審查之機會。
3. 奪取公司機會—包括奪取公司商業機會、使用公司資產或資訊及競業行為等。

（四）研析與建議

1. 檢討公司法有關規定之妥適性，並補強忠實義務內涵之具體規範

忠實義務之內涵，若未予明確具體之規範，實務上易生適用疑義及裁判爭議，例如公司法第 196 條明定董事之報酬，應由章程訂明或股東會議定。主管機關就此表示得經章程訂明範圍，授權董事

⁵⁷ Andrew S. Gold, 〈受託人之忠誠義務〉，同註 18，頁 461。

⁵⁸ 王文宇，同註 19，頁 12。

⁵⁹ 林國彬，同註 37，頁 175-181。

會議依同業通常水準支給。惟學者認為實務作法似未符法律規範意旨及公司治理精神⁶⁰，並指現行條文已名存實亡⁶¹。

又公司法第 206 條第 2 項所指董事自身利害關係，文義上似僅限董事會決議事項，實務上若屬不須經董事會決議而得由董事長或執行董事逕行處理之事項，似即可能不受規範；另董事應說明之自身利害關係重要內容究指為何，似亦未予具體明定。

另公司法第 209 條是否亦適用於董事利用公司機會之行為，尚非無疑。按美國法制之違反忠實義務類型中，奪取公司機會行為之內涵包括奪取公司商業機會、使用公司資產或資訊及競業行為等，惟現行公司法是否全然涵蓋規範，似有疑義。

至公司法第 223 條關於董事與公司間自我交易之規制，僅明定由監察人代表公司，所涉處理程序及資訊揭露事項則無相關規範。學者⁶²表示為調和、減緩企業併購案所涉利益衝突，應著重在利害關係董事之迴避決議及相關資訊之充分揭露，而非僅強調應由何人代表公司簽約。

此外，司法實務⁶³曾表示忠實義務之理念約可歸納為「禁止利益衝突之規範」及「禁止奪取公司利益」2 類型；學者⁶⁴亦建議可分就公司經營與自我交易之面向，針對忠實義務明定不同之行為規範。由是，學者⁶⁵認為公司法對於違反忠實義務之行為態樣似仍未予完善妥適之類型化規範。爰建議主管機關或可參考美國相關法制，將忠實義務內涵之類型予以具體明文規範，俾利實務運作並避免爭議。

⁶⁰ 劉連煜，同註 3，頁 498。

⁶¹ 邵慶平，同註 52，頁 58。

⁶² 曾宛如，〈董事忠實義務之內涵及適用疑義—評析新修正公司法第二十三條第一項〉，《台灣法學雜誌》，第 38 期，91 年 9 月，頁 62-63。

⁶³ 臺灣高等法院 104 年度上易字第 1255 號民事判決。

⁶⁴ 曾宛如，〈公司治理法則之改造〉，《月旦法學雜誌》，第 268 期，106 年 9 月，頁 22。

⁶⁵ 王文宇，同註 19，頁 18、22。

2. 檢討企業併購法有關排除利益迴避之規範合理性

依現行企業併購法第 18 條第 6 項及準用該項之有關規定，董事會有利害衝突之法人董事對於公司併購事項之決議尚毋須迴避。論者⁶⁶認為企業併購法上開規定似不當然適用於非合意併購之目標公司董事。蓋其立法理由⁶⁷略謂：併購得提升公司經營體質、強化公司競爭力，並不生有害公司利益之情事，且先購後併為實務上常見作法，故增訂排除規定以促進併購交易，可知企業併購法第 18 條預設之適用範圍為合意併購；再者，主管機關表示企業併購法所指收購限於同法第 2 章第 2 節所定型態，即係指下列情形：(1) 公司以概括承受或概括讓與方式為收購者；(2) 依公司法第 185 條第 1 項第 2 款或第 3 款讓與或受讓營業或財產者；(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；(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；(5) 前述各收購類型涉及本國與外國公司間之跨國收購者。由是，就其整體觀察，符合上開情形者似僅見於合意收購。

按就前開規範言，當目標公司董事不止具有目標公司股東身分，同時身兼併購公司之代表人時，其表決權行使似非屬單純之股東權，是公司經營決策似不宜僅憑董事多數決而決定，而應先檢視董事是否已盡其忠實義務。學者⁶⁸指出併購公司透過收購股份成為控制股東時，對目標公司尚無任何義務，但併購公司或其代表人當選目標公司董事而涉及公司經營決策時，對目標公司即負受託義務，在併購公司與目標公司間本質上因存在利益衝突問題，依公司法第 178

⁶⁶ 尹廣容，同註 44，頁 121-122。

⁶⁷ 立法院法律系統，同註 36。

⁶⁸ 王文宇，《新公司法與企業法》，元照出版有限公司，第 1 版，92 年 1 月，頁 279。

條規範意旨，董事自應迴避表決，若排除利益迴避規範之適用，可能侵害少數股東權益。

另有學者⁶⁹認為就董事所涉利益衝突之迴避言，前開規範實不合理。蓋董事關於公司併購案應視為其業務執行之一部分，自宜適用利益迴避規範，而由不具利害關係董事作成決議較為適當；另指出或可研議容許聘用獨立專業人士擔任審議委員，並檢討企業併購法第6條第2項所定特別委員會應由審計委員會取代之規範，讓特別委員會更能發揮獨立性⁷⁰。

綜上，建議主管機關宜通盤檢討企業併購法所涉利益衝突及排除迴避規範適用之合理性，以落實董事忠實義務，維護股東相關權益。

四、併購資訊之揭露規範

（一）資訊揭露機制之功能

公司董事對公司負有忠實義務及注意義務，處理公司事務時自應以公司利益為優先考量，不得圖謀自己或第三人之利益，若董事所為決策涉及自我利益或利用公司交易而有獲利之虞，則應事前對其他無利益衝突董事或股東為充分之揭露，並得其同意與支持始屬正當。就非合意併購言，因公司營運可能發生根本性變動，股東對於併購案之相關內容與後續結果需有一定程度之了解，始能在資訊充分情況下理性行使表決權。為避免董事利用併購案圖謀自身利益或侵害目標公司利益，並解決董事對於併購公司與目標公司可能皆負受託義務之兩難，透過充分之資訊揭露應可達到防止利益衝突之

⁶⁹ 劉連煜，同註3，頁226。

⁷⁰ 劉連煜，〈大法官釋字第770號併購正當程序與權利救濟解釋的檢討——以資訊揭露、利害迴避、現金逐出門檻與股份收買請求權為中心〉，《月旦法學雜誌》，第306期，109年11月，頁99。

功效⁷¹。

（二）企業併購法有關規範

企業併購法第 5 條第 3 項、第 4 項規定：「公司進行併購時，公司董事就併購交易有自身利害關係時，應向董事會及股東會說明其自身利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由。」、「前項情形，公司應於股東會召集事由中敘明董事利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由，其內容得置於證券主管機關或公司指定之網站，並應將其網址載明於通知。」準此，非合意併購之目標公司董事就併購案涉有自身利害關係時，對於董事會及股東會應負說明其利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議理由之資訊揭露義務。

另依同法第 6 條第 1 項、第 3 項規定：「公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，應設置特別委員會，就本次併購計畫與交易之公平性、合理性進行審議，並將審議結果提報董事會及股東會。但本法規定無須召開股東會決議併購事項者，得不提報股東會。」、「特別委員會或審計委員會進行審議時，應委請獨立專家協助就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性提供意見。」由是，目標公司若屬公開發行股票之公司，於召開董事會決議併購案前，除應設置特別委員會及委請獨立專家提供相關意見，對於併購案之審議結果亦須提報董事會及股東會，以彌補股東處於資訊不對稱之劣勢。

（三）比較法之觀察⁷²

以美國法制為例，資訊揭露義務亦屬公司董事受託義務之內涵之一，即董事應本於受託義務，對於董事會及股東負充分且公平揭露重

⁷¹ 林艾儒，同註 1，頁 64。

⁷² 郭大維，〈企業併購交易中董事利益衝突資訊之揭露—評最高法院 107 年度台上字第 1834 號民事判決〉，《月旦裁判時報》，第 126 期，111 年 12 月，頁 50-52。

大資訊之義務，以供董事會或股東會進行審查、投票決定之參考，俾減少資訊不對稱之情況。美國德拉瓦州最高法院於 1977 年 Lynch v. Vickers Energy Corp. 一案即表示董事應負完全坦率之受託義務，即公司董事尋求股東同意交易時，僅提供適當密切相關事實之資訊尚有未足，必須揭露其所知之任何資訊，且須遵守完全坦白 (Complete Frankness) 之要求。

另美國證券交易委員會 (Securities and Exchange Commission, SEC) 依 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) 第 13 條第 e 項第 1 款授權訂定 Rule 13e-3 及 Schedule 13e-3，有關併購交易之資訊揭露事項包括：「系爭交易相關事實」之揭露，即在程序面確保出售股票之股東可獲得足夠之交易相關資訊；「確保交易公平性事項」之揭露，即要求說明是否合理相信對目標公司股東係屬公平交易，以及確信之基礎為何。

綜言之，美國法制係透過落實董事對於併購交易案之資訊揭露義務，判斷董事有無違反受託義務之情事或股份價值是否被低估，作為是否啟動違反受託義務之訴訟或行使股份收買請求權之參考，以確保相關股東之權益，並藉由不同密度之司法審查機制，平衡股東權益之保護與董事經營決策之自由。

(四) 研析與建議

依現行企業併購法第 5 條第 3 項、第 4 項規定，公司董事應向董事會及股東會說明其利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由。惟該「利害關係之重要內容」所應揭露之資訊範圍為何，似非具體明確。查司法院釋字第 770 號解釋理由書指出：「……就充分資訊之部分，……法律至少應使未贊同合併之股東及時獲取合併對公司利弊影響之重要內容、有關利害關係股東及董事之自身利害關係之重

要內容及贊成或反對併購決議理由之資訊。……。」則上開規範明定之揭露事項是否充足而符該解釋之意旨，尚值研酌。

按資訊揭露義務亦屬董事受託義務之一部分，在非合意併購案中，目標公司董事尤應本於忠實義務，對於董事會及股東充分且公平的揭露必要資訊，使董事會或股東會能在充分資訊下進行審查與議決。否則，董事可能因此構成受託義務之違反。為保護少數股東之權益，主管機關或可參考美國法制，針對併購交易所應揭露之資訊內容，透過修法或授權法規予以具體明確規範，並將目標公司之真實價值及併購公司分析納入資訊揭露範圍⁷³，供股東行使表決權之參考。另考量公司董事既皆負受託義務，則關於贊成或反對併購決議之理由，其說明義務之主體似亦宜含括未具利害關係之董事⁷⁴，以資周妥並避免疑慮⁷⁵。

五、非合意併購之防禦措施權限

（一）防禦措施之權限分配

現行有關法規似未明文規範董事會中立義務及公司採行防禦措施之權限分配，是非合意併購之目標公司董事義務與權限，除就公司法及企業併購法有關規範進行理解，似亦可參考外國相關法制加以探求。查學說對於目標公司董事會之權限分配，尚有不同觀點，爰析述如下：

1. 董事會優先原則

董事會優先原則係指目標公司採取防禦措施之權限以及應採

⁷³ 朱德芳，同註 27，頁 250；吳博聰、洪憲明，〈我國非合意併購案例於法制面問題探討暨修法芻議〉，《證券服務》，第 658 期，106 年 4 月，頁 55。

⁷⁴ 陳文智，〈解讀企業併購法 2022 年之修法〉，《當代法律》，第 14 期，112 年 2 月，頁 38。

⁷⁵ 方嘉麟，〈大股東推動併購交易其對價之合理性—以資訊揭露規範為核心〉，《月旦法學雜誌》，第 329 期，111 年 10 月，頁 191。

取何種防禦措施，交由董事會依其專業判斷之。查公司法第 202 條規定：「公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之。」依其文義解釋，目標公司面對非合意併購時，除屬公司法或章程規定應由股東會決議之事項外，董事會對於防禦措施之採行，應有裁量決定之權限⁷⁶。質言之，股東會雖係公司之最高意思機關，惟為避免股東會職權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，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，是為股東會與董事會之權限分配原則。亦即公司法上開規定明文賦予董事會固有權限以管理公司之營業事務。

按企業併購係現代公司業務之重要一環，相關防禦措施之採行自屬公司經營決策之範疇。鑒於董事會基於公司經營專業，對於防禦措施是否採行，較有充分資訊可予判斷，且目標公司股東面對非合意併購，通常難以客觀評估目標公司之真實內在價值，遑論判斷併購公司提出之收購價格是否合理，是防禦措施之採行權限仍應交由董事會行使⁷⁷。

學者⁷⁸指出現行法較傾向美國法所採「董事會優先原則」，防禦措施之採行係交由董事會依其專業經營知識判斷。我國公開發行公司一般皆有控制股東存在，目標公司經營者往往也是大股東，若採取「董事會中立原則」反使目標公司經營者可透過股東會決議正當化其行為，從而防禦措施倘有所不當，將難以追究董事會違反受託義務之責任，且召開股東會曠日費時，可能無法即時因應迫在眉睫

⁷⁶ 朱德芳，同註 27，頁 245。

⁷⁷ 郭大維，〈論公開收購下目標公司防禦措施之規範〉，《月旦會計實務研究》，第 45 期，110 年 9 月，頁 15。

⁷⁸ 劉連煜，〈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〉，《政大法學評論》，第 125 期，101 年 2 月，頁 36-37。

之企業併購方式。

2. 董事會中立原則

所謂董事會中立原則係指目標公司董事會在併購活動中應保持中立，應由股東會作為是否採取防禦措施之決定者，而董事會必須取得股東會之授權，始得採取防禦措施。其主要考量係公司經營階層之董事面對非合意併購，容易基於自身利益考量，將其利益置於股東利益或公司整體利益之上，因此應將目標公司採行防禦措施之權限交由股東會決定⁷⁹。質言之，目標公司之管理者於非合意併購時，考量失去經營權之風險，將有較強動機反對併購，並透過採行防禦措施或支持其他能保障經營職位之併購者等方式遂行其反對目的，而無視是否減損公司股東及其他利害關係人權益之結果。

學者⁸⁰指出由公司經營者採行防禦措施，可能削弱非合意併購之公司治理監督效果。按目標公司經營者對公司負有「受託義務」，須以公司或股東之最大利益為依歸⁸¹，不得任意採取防禦措施。以我國而言，股權集中結構已為控制股東營造牟取私利之絕佳環境，加以關係人交易規範之不足、獨立董事之欠缺，如再為經營者廣開採行防禦措施之大門，將使控制股東之自利行為變本加厲。

另有學者⁸²認為，我國公司法制目前仍多將決定權交由股東會，則關於防禦措施之採行亦應先經由股東會同意。惟亦有學者⁸³認為單純以「股東會決議」尚不足以降低併購所生當事人間利益衝突，特別是我國公司多有控制股東存在，故應強化配套規範如資訊揭

⁷⁹ 郭大維，同註 77，頁 16。

⁸⁰ 王文宇，〈非合意併購的政策與法制——以強制收購與防禦措施為中心〉，《月旦法學雜誌》，第 125 期，94 年 10 月，頁 173。

⁸¹ 王震宇，金控整併應由全體股東決定，自由時報，113 年 8 月 28 日，第 A16 版。

⁸² 黃銘傑，〈我國公司法制關於敵意併購與防衛措施規範之現狀與未來〉，《月旦法學雜誌》，第 129 期，95 年 2 月，頁 157。

⁸³ 朱德芳，同註 27，頁 247。

露義務，以予調和。

（二）比較法之觀察

按美國法制關於經營階層受託義務之內涵發展成熟，獨立董事亦屬企業文化常態，其係採董事會優先原則，即目標公司防禦措施之發動與否乃由董事會依其專業判斷之。惟目標公司董事會所採防禦措施是否合法、有無損及股東之利益，則另透過事後之司法審查機制加以處理⁸⁴。

歐盟似採董事會中立原則，依其 2004 年發布有關公司法之「公開收購指令」(Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids)⁸⁵第 9 條規定，董事會在公司面臨公開收購期間，未經股東會事前決議，不得採取任何妨礙公開收購要約之行為，特別是可能妨礙公開收購者欲取得目標公司控制權之發行新股行為。但董事會為鼓勵競爭收購出現之行為，不在此限⁸⁶。亦即禁止目標公司董事會面對公開收購時，採取任何防禦措施，除非取得股東會之同意⁸⁷。另德國於其企業併購暨公開收購法第 33 條亦規定，目標公司董事會不得阻撓併購；倘經監事會同意則可採行防禦措施，似亦傾向採董事會中立原則⁸⁸。

（三）研析與建議

⁸⁴ 郭大維，同註 77，頁 15。

⁸⁵ 歐盟 EUR-Lex，網址：<https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2004/25/oj>，最後瀏覽日期：113 年 10 月 7 日。

⁸⁶ Directive 2004/25/EC Article 9, paragraph 2: "During the period referred to in the second subparagraph, the board of the offeree company shall obtain the prior authorization of the general meeting of shareholders given for this purpose before taking any action, other than seeking alternative bids, which may result in the frustration of the bid and in particular before issuing any shares which may result in a lasting impediment to the offeror's acquiring control of the offeree company."

⁸⁷ 郭大維，同註 77，頁 17。

⁸⁸ 陳彥良，〈企業併購中目標公司之董事責任〉，《臺北大學法學論叢》，第 89 期，103 年 3 月，頁 276。

如前述說明，董事會優先原則與董事會中立原則各有優缺，如採董事會優先原則，目標公司無須經股東會之同意，董事會即得採行防禦措施，目標公司可迅速因應非合意併購。然因未經股東會同意，董事會所採防禦措施會有濫權之虞，對股東之保護可能較為不足；若採董事會中立原則，目標公司所採防禦措施必須取得股東會同意，對股東之保護較為充足，然目標公司可能無法迅速採行防禦措施，而難以因應非合意併購⁸⁹。

就公司法第 202 條規定分析，我國現行法制似採董事會優先原則，是非合意併購之防禦措施似屬董事會之權限。考量董事具有經營專業及資訊優勢，由目標公司董事會享有非合意併購案之防禦措施權限，似屬合理之制度設計。惟為避免董事濫用其決策權限，並宜參考美國法制，建立適法性審查機制，針對目標公司董事會所採防禦措施，是否涉及利益衝突而違反受託義務進行有效監督，以保護公司股東之權益。另亦可參酌學者意見，研議將防禦措施權限交由獨立董事或監察人組成之特別委員會行使之可行性，以兼顧效率與合理監督。

六、防禦措施之適法性審查

（一）公司併購相關申報程序

依證券交易法第 43 條之 1 第 4 項授權訂定之公開收購公開發行公司有價證券管理辦法（下稱公開收購辦法）第 7 條規定，公開收購之進行，需向金融監督管理委員會（下稱金管會）申報並公告後，始得為之。按非合意併購多涉取得目標公司過半數股份，若併購公司擬於 50 日內取得目標公司已發行股份總數總額 20% 以上時，依同辦法第 11 條第 1 項規定，須以公開收購方式為之。另依同辦法第 14 條規定，目標公司則應就其董事、監察人持股狀況、相關事項查證情形及

⁸⁹ 郭大維，同註 77。

對公開收購之意見與理由等事項申報備查。

此外，併購公司擬取得目標公司三分之一以上股份或其他直接或間接控制目標公司情事，且符合公平交易法（下稱公平法）第 11 條所定市場占有率或銷售金額門檻要件者⁹⁰，亦須向公平交易委員會（下稱公平會）提出結合申報；如所申報之結合，對整體經濟利益大於限制競爭之不利益者，主管機關即不得禁止其結合。

觀察公開收購所涉申報程序，現行規範主要係要求併購公司與目標公司須依公開收購辦法向金管會申報有關事項，然其申報內容似屬公開收購相關資訊，而未涉目標公司之防禦措施。至另涉其他申報程序，如公平會對於結合案之申報規範，則著重在公司併購對市場競爭之影響，與非合意併購之股東權益保障問題亦無關涉。學者⁹¹就此爰認現行規範關於非合意併購所涉防禦措施之適法性審查機制，似有所不足。

（二）防禦措施之適法性審查機制

就非合意併購言，由於現行法尚乏針對目標公司採行防禦措施之有關規範，且部分防禦措施依法須經股東會同意（如修改公司章程增加授權資本、私募等），而股東在市場無效率、資訊不對等限制下，極可能因集體行動問題否決防禦措施以接受併購公司提案。考量公司董事雖負有受託義務，惟對於董事經營決策之內部監督仍有其限制，是建立外部審查機制確有其必要，除有助目標公司防禦不當併購，亦能遏阻董事不當阻礙股東以合理價格出售股份⁹²。

⁹⁰ 公平法第 11 條第 1 項規定：「事業結合時，有下列情形之一者，應先向主管機關提出申報：一、事業因結合而使其市場占有率達三分之一。二、參與結合之一事業，其市場占有率達四分之一。三、參與結合之事業，其上一會計年度銷售金額，超過主管機關所公告之金額。」

⁹¹ 黃朝琮，〈非合意收購法制芻議〉，《台北大學法學論叢》，第 101 期，106 年 3 月，頁 165。

⁹² 尹廣容，同註 44，頁 140。

關於防禦措施之審查主體，查我國現行法制針對併購交易之行政審查，多半與股東權益保障無關，公開收購辦法要求之申報內容雖得連結股東權益，然尚未涵蓋目標公司之防禦措施，且主管機關亦無終止公開收購之權限，而其他如公平會之行政審查，主要著眼於市場競爭公平性之公益維護，其性質亦不適合審理非合意併購所涉爭議，故關於防禦措施之適法性審查機制，似宜透過司法程序處理較為適宜。

（三）比較法之觀察

美國法制關於目標公司董事會所採防禦措施是否合法、有無損及股東利益，原則上係由法院透過事後審查機制為認定。一般而言，公司董事之商業決策，實務上通常適用「經營判斷法則」(Business Judgment Rule) 加以保護⁹³。

經營判斷法則「推定」董事進行經營決策時，係基於充足資訊，善意且誠實確信其所為符合公司之最佳利益。美國法院引用經營判斷法則時，則須符合以下要件：1. 限於商業決定；2. 基於公正且獨立之立場所為之經營判斷；3. 須盡合理適當之注意；4. 須為善意；5. 未濫用裁量權。此外，董事之行為如涉有詐欺、不合法、越權及浪費公司資源等情事，縱其經營決策符合公司最佳利益，亦不受經營判斷法則之保護。實務上，若公司董事之經營判斷符合上開要件，法院即不得就該判斷之妥當性進行事後審查，從而原告對董事起訴時，必須舉證董事違反經營判斷法則之要件；當原告推翻經營判斷法則之推定，則由董事負證明其行為並未違反受託義務之舉證之責。質言之，經營判斷法則在訴訟程序上具有舉證責任分配之功能⁹⁴。

惟面對非合意併購，因董事採行防禦措施可能基於維護自身對公

⁹³ 郭大維，同註 72，頁 50。

⁹⁴ 郭大維，〈論美國公司法制下董事之監督義務——一個比較法上的思考〉，《東海大學法學研究》，第 57 期，108 年 5 月，頁 93-95。

司之控制權或既有利益，美國德拉瓦州最高法院於 1985 年 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*一案乃修正經營判斷法則，改以「強化之司法審查」(Enhanced Scrutiny)作為檢驗防禦措施是否適法之標準。另 1995 年 *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*一案更具體指出⁹⁵，目標公司董事採行防禦措施因應非合意併購時，必須符合以下前提要件始能適用經營判斷法則之保護：一係合理相信有危害公司政策與效率之威脅存在(即「合理性測試標準」(Reasonableness Test))——指目標公司董事必須證明經合理調查後，基於善意相信該非合意併購對公司政策與效率造成威脅；二係對此威脅所採防禦措施確屬適當(即「比例性測試標準」(Proportionality Test))——指目標公司董事必須證明所採防禦措施合理地與非合意併購造成之威脅具相當關係，且施行效果亦合乎比例⁹⁶。

另並非董事涉及利益衝突即可推翻經營判斷法則之推定，而須參與決議之董事過半數有利益衝突或缺獨立性，始得完全推翻經營判斷法則之推定。按美國判例法強調董事須具獨立性，縱董事本身與決議事項並無利害關係，但基於某些因素受他人(如有利益衝突之董事或控制股東)干擾而未能獨立客觀履行職務時，亦得以董事未具獨立性而據為質疑或推翻經營判斷法則推定之理由⁹⁷，此與我國公司法第 206 條所定「利害關係」之內涵認定似有差異。

此外，若公司董事涉及利益衝突而有違反受託義務之情形，將以整體公平性測試(Entire Fairness Test)進行審查⁹⁸，以確保交易之合法性，而不適用經營判斷法則。實務運作上係要求董事就該交易行為之交易程序公平(Fair Dealing)及交易價格公平(Fair Price)有關事項

⁹⁵ 王志誠，〈目標公司董事之義務及審查標準〉，《當代法律》，第 35 期，113 年 11 月，頁 75。

⁹⁶ 郭大維，同註 77，頁 16。

⁹⁷ 王志誠，同註 95，頁 74-75。

⁹⁸ 郭大維，同註 72，頁 50。

負舉證之責任⁹⁹。按所稱交易程序公平，係審查交易進行過程之公平性，包括發起交易之時點、交易架構、協商經過、如何向董事會說明該交易及如何取得董事會及股東同意等；而交易價格公平，則係從經濟及財務面就該筆交易之對價是否公平進行審查，以併購交易為例，即須考量資產性質、公司市價、營收狀況、未來展望及其他一切足以影響公司內在價值之因素¹⁰⁰。另尚有「安全港」(Safe Harbor)相關程序，例如在充分揭露利益衝突情形下，得由不具利害關係之董事或由獨立董事組成之特別委員會作成決議，以兼顧股東之權益維護，並降低董事之責任風險¹⁰¹。

(四) 研析與建議

按我國現行法制似未針對目標公司之防禦措施，明定相關外部審查機制。惟現行公司法第 23 條明定公司負責人之受託義務，故似可參考美國德拉瓦州之實務作法，以受託義務為客體針對董事會所採防禦措施之適法性進行審查。又公司法第 194 條賦予繼續一年以上持有股份之股東，得請求董事會停止違反法令或章程之行為，則可作為制止董事違反受託義務行為之依據。另查財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心（下稱投保中心）於實務上¹⁰²因具有上市（櫃）公司股東之身分，依法亦得行使上開制止請求權。

此外，商業事件審理法第 80 條授權訂定之商業事件審理細則第 37 條規定：「法院審理商業事件，得審酌下列各款情事，以判斷公司負責人是否忠實執行業務並盡善良管理人注意義務：一、其行為是否本於善意且符合誠信。二、有無充分資訊為基礎供其為判斷。三、有

⁹⁹ 葉妤婷，《經營權爭奪下董事會採行防禦措施與董事受託義務之研究》，政治大學法律學系碩士論文，110 年 7 月，頁 69-70。

¹⁰⁰ 王志誠，同註 95，頁 74。

¹⁰¹ 王文宇，同註 19，頁 12、17。

¹⁰² 中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第 4 條之 1 第 4 項規定；財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則第 8 條第 1 項規定。

無利益衝突、欠缺獨立性判斷或具迴避事由。四、有無濫用裁量權。五、有無對公司營運進行必要之監督。」就其內容觀察，似已將經營判斷法則納入法院審理程序。惟該細則之性質殆係法規命令，拘束力恐仍有限；學者並認為使董事處理併購能以公司最大利益為考量，關於企業併購案之適用亦宜有所限縮¹⁰³。

綜上，學者¹⁰⁴認為我國現行實體法及程序法已有近似美國法制之規範，實務上投保中心亦可啟動相關程序，訴請法院就非合意併購案有關事項進行外部審查。惟現行公司法對於受託義務內涵之具體規範似仍有未足，企業併購法對於非合意併購之防禦措施亦缺乏有關規範，爰建議主管機關或可參考美國德拉瓦州相關法制實務，研議將經營判斷法則及利益衝突審查標準入法¹⁰⁵之可行性，以強化其規制效力，並符法律保留原則之要求。

肆、結論

企業併購屬「公司重組」概念一環，依其是否經雙方公司之合意而形成，可區分為「合意併購」與「非合意併購」2種類型。按公司重組之態樣多元，實務上則包括公司合併、股份轉換、股份交換、股份收購、分割及營業（財產）讓與等型態。就企業併購法有關規定分析，企業「收購」應可含括股份轉換、股份交換、股份收購及營業（財產）讓與等態樣，惟主管機關僅限於該法第2章第2節或公司法第185條第1項第2款或第3款所定類型，導致司法實務有所爭議。

公司併購涉及董事會決策，董事依法須負相當義務與責任。尤其面對非合意併購時，目標公司董事會與併購公司之利害衝突更為顯著

¹⁰³ 陳彥良，〈我國經營權市場亂象與董事會中立原則的思考〉，《當代法律》，第13期，112年1月，頁24。

¹⁰⁴ 黃朝琮，同註91，頁179-180。

¹⁰⁵ 劉連煜，〈董事責任與經營判斷法則的運用—從我國司法判決看經營判斷法則的發展〉，《財金法學研究》，第3卷，第1期，109年3月，頁31-32。；王文宇，同註19，頁15、22。

。按董事為公司之負責人，依公司法第 23 條規定應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務。惟董事之注意義務，現行公司法及企業併購法似未有明確分類與具體規範；董事之忠實義務雖略有「董事報酬」、「利害關係董事之說明及表決迴避」、「競業禁止」及「自我交易之自己代理與雙方代理禁止」等規範，然仍有相關疑義，而企業併購法排除公司併購之利益迴避，其規範合理性亦為學者所批評。

此外，非合意併購之目標公司董事就併購案涉有自身利害關係時，依法應對董事會及股東會說明其利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由。惟該「利害關係之重要內容」所應揭露之資訊範圍似非具體明確。又現行法規似未明定董事會中立義務及公司採行防禦措施之權限歸屬，學說與外國法制亦有不同觀點。另現行法制針對目標公司所採防禦措施，亦乏有關規範，考量董事雖負有受託義務，但其內部監督仍有所限，而有透過外部機制審查其經營決策適法性之必要。

綜上，本報告爰針對企業「收購」之涵義、董事之注意義務與忠實義務、併購資訊之揭露規範、非合意併購之防禦措施權限及防禦措施之適法性審查等面向及所涉問題，參酌外國相關法制，研提有關建議如下，俾供委員問政之參考：

- 一、檢討企業併購法，針對「收購」之定義及其適用範圍妥予規範，以避免爭議。
- 二、統整公司併購實務類型，並透過自律模式引導建立注意義務之行為規範，俾供遵循。
- 三、檢討公司法有關規定之妥適性，補強忠實義務之具體內涵，以利實務運作。
- 四、檢討企業併購法關於排除利益迴避之規範合理性，以落實董

事忠實義務。

五、明定併購資訊揭露之具體內容及義務主體，以資明確。

六、非合意併購防禦措施之採行權限宜歸董事會，並透過外部機制審查其適法性，以免董事濫權。

七、研議將經營判斷法則及利益衝突審查標準入法之可行性，以強化其規制效力。

參考文獻

一、書籍

1. 王文字，《新公司法與企業法》，元照出版有限公司，第1版，92年1月。
2. 劉連煜，《現代公司法》，新學林出版股份有限公司，增訂第15版，109年9月。
3. Evan J. Criddle、Paul B. Miller、Robert H. Sitkoff 主編《忠實法探義（上）》，財團法人喜瑪拉雅研究發展基金會，第1版，113年6月。

二、期刊論文

1. 王文字，〈非合意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施為中心〉，《月旦法學雜誌》，第125期，94年10月，頁155-175。
2. 王文字，〈公司負責人的受託義務—溯源與展望〉，《月旦民商法雜誌》，第68期，109年6月，頁5-22。
3. 王志誠，〈董事之監督義務—兆豐銀行遭美國紐約州金融服務署裁罰一·八億美元案之省思〉，《月旦法學雜誌》，第259期，105年12月，頁5-18。
4. 王志誠，〈目標公司董事之義務及審查標準〉，《當代法律》，第35期，113年11月，頁66-75。
5. 方嘉麟，〈大股東推動併購交易其對價之合理性—以資訊揭露規範為核心〉，《月旦法學雜誌》，第329期，111年10月，頁188-208。
6. 尹廣容，《敵意併購下目標公司之董事責任》，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文，108年9月。
7. 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》，第17期，95年12月，頁195-259。
8. 李禮仲，〈金融控股公司間非合意併購問題法律之研究〉，《月旦法

- 學雜誌》，第 128 期，95 年 1 月，頁 37-52。
9. 吳盈德，〈由企業併購法第 27 條看董事義務〉，《台灣法學雜誌》，第 404 期，109 年 11 月，頁 15-21。
 10. 吳博聰、洪憲明，〈我國非合意併購案例於法制面問題探討暨修法芻議〉，《證券服務》，第 658 期，106 年 4 月，頁 45-56。
 11. 邵慶平，〈忠實義務的相對化〉，《月旦法學雜誌》，第 337 期，112 年 6 月，頁 51-64。
 12. 邵慶平，〈董事受託義務內涵與類型的再思考—從監督義務與守法義務的比較研究出發〉，《臺北大學法學論叢》，第 66 期，97 年 6 月，頁 1-43。
 13. 林艾儒，〈合意併購中公司董事之受託人義務—以利益衝突為中心〉，國立臺北大學法律學系碩士論文，107 年 7 月。
 14. 林國彬，〈董事忠誠義務與司法審查標準之研究—以美國德拉瓦州公司法為主要範圍〉，《政大法學評論》，第 100 期，96 年 12 月，頁 135-214。
 15. 郭大維，〈論美國公司法制下董事之監督義務—一個比較法上的思考〉，《東海大學法學研究》，第 57 期，108 年 5 月，頁 87-125。
 16. 郭大維，〈論公開收購下目標公司防禦措施之規範〉，《月旦會計實務研究》，第 45 期，110 年 9 月，頁 13-21。
 17. 郭大維，〈企業併購交易中董事利益衝突資訊之揭露—評最高法院 107 年度台上字第 1834 號民事判決〉，《月旦裁判時報》，第 126 期，111 年 12 月，頁 46-54。
 18. 陳文智，〈解讀企業併購法 2022 年之修法〉，《當代法律》，第 14 期，112 年 2 月，頁 36-41。
 19. 陳彥良，〈企業併購中目標公司之董事責任〉，《臺北大學法學論叢》，第 89 期，103 年 3 月，頁 231-292。
 20. 陳彥良，〈我國經營權市場亂象與董事會中立原則的思考〉，《當代

- 法律》，第 13 期，112 年 1 月，頁 20-24。
21. 曾宛如，〈董事忠實義務之內涵及適用疑義—評析新修正公司法第二十三條第一項〉，《台灣法學雜誌》，第 38 期，91 年 9 月，頁 51-66。
22. 曾宛如，〈公司治理法則之改造〉，《月旦法學雜誌》，第 268 期，106 年 9 月，頁 17-29。
23. 黃朝琮，〈非合意收購法制芻議〉，《台北大學法學論叢》，101 期，106 年 3 月，頁 103-195。
24. 黃銘傑，〈我國公司法制關於敵意併購與防衛措施規範之現狀與未來〉，《月旦法學雜誌》，第 129 期，95 年 2 月，頁 134-160。
25. 葉妤婷，《經營權爭奪下董事會採行防禦措施與董事受託義務之研究》，國立政治大學法律學系碩士論文，110 年 7 月。
26. 廖義銘，〈法律漏洞與公司治理上之企業負責人注意義務—從大同公司經營權之爭論公司治理與人民財產權之保障〉，《台灣法學雜誌》，第 396 期，109 年 7 月 28 日，頁 1-8。
27. 劉連煜，〈董事責任與經營判斷法則〉，《月旦民商法雜誌》，第 17 期，96 年 9 月，頁 178-196。
28. 劉連煜，〈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〉，《政大法學評論》，第 125 期，101 年 2 月，頁 1-53。
29. 劉連煜，〈董事責任與經營判斷法則的運用—從我國司法判決看經營判斷法則的發展〉，《財金法學研究》，第 3 卷，第 1 期，109 年 3 月，頁 1-34。
30. 劉連煜，〈大法官釋字第 770 號併購正當程序與權利救濟解釋的檢討—以資訊揭露、利害迴避、現金逐出門檻與股份收買請求權為中心〉，《月旦法學雜誌》，第 306 期，109 年 11 月，頁 86-110。

三、其他

1. 王震宇，金控整併應由全體股東決定，自由時報，113 年 8 月 28 日，第 A16 版。
2. 立法院法律系統，法條沿革/公司法，網址：
<https://lis.ly.gov.tw/lglawc/lawsingle?004D2DD4981800000000000000032000000007000000^04517110121400^0000F001001>，
最後瀏覽日期：113 年 9 月 23 日。
3. 立法院法律系統，法條沿革/企業併購法，網址：
<https://lis.ly.gov.tw/lglawc/lawsingle?007F49E7264B00000000000000032000000007000000^08107111052400^00059001001>，
最後瀏覽日期：113 年 9 月 23 日。
4. 經濟部 94 年 7 月 26 日經商字第 09402095620 號函。
5. 經濟部 99 年 10 月 22 日經商字第 09902145220 號函。
6. 經濟部 106 年 10 月 16 日經商字第 10602423970 號函。
7. 經濟部 107 年 12 月 19 日經商字第 10702426510 號函。
8. 最高法院 79 年度台上字第 1203 號民事判決。
9. 臺灣高等法院 96 年度重上字第 145 號民事判決。
10. 臺灣高等法院 104 年度上易字第 1255 號民事判決。
11. 臺灣臺北地方法院 109 年度訴字第 4498 號民事判決。
12. 歐盟 EUR-Lex，網址：<https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2004/25/oj>，最後瀏覽日期：113 年 10 月 7 日。

附錄：「非合意併購之目標公司董事義務研究」專題研究報告（初稿）

座談會紀錄及參採情形

時間：113 年 11 月 12 日（星期二）下午 2 時

地點：立法院法制局 304 會議室

主席：黃組長良瑩

紀錄：彭文暉

參加人員：

一、學者專家

中國文化大學 王教授志誠

二、經濟部商業發展署政策規劃組商業法規科

科長 顏和慶

視察 蘇莉雯

三、本局出席人員

方研究員華香

楊助理研究員翔宇

陳助理研究員韋佑

發言要點：

中國文化大學王教授志誠：

一、有關經營判斷法則之敘述，建議酌予補充說明美國新近發展之審查案例，可使報告內容更為完整。

二、企業併購交易與目標公司董事間具有利害關係時，依美國法院判

例，目標公司董事所為決定於經營判斷法則之適用，係以整體公平性測試進行審查，建議可詳述其概念內涵。

三、董事涉及利益衝突未必即可推翻經營判斷法則之推定，建議可補充說明美國法制關於董事獨立性之內涵，俾供我國未來研修相關法規之參考。

四、本報告第 31 頁「結論」首段關於企業「收購」態樣與主管機關見解之論述，似宜酌就標點符號加以修正；相關建議部分亦可考量需否修法，或由主管機關透過函釋方式解決爭議。

五、本報告結論針對董事注意義務，所提「統整實務相關類型，並依職務特性明定注意義務之類型與規範」等意見，建議或亦可透過自律模式建立相關行為規範，引導民眾遵循。

參採情形：

一、第一點意見，已參採並補充說明（本報告第 29 頁；註 95）。

二、第二點意見，已參採並補充說明（本報告第 30 頁；註 100）。

三、第三點意見，已參採並補充說明（本報告第 29 頁；註 97）。

三、第四點意見，已參採並酌予修正有關內容（本報告第 9 頁、第 31-32 頁）。

四、第五點意見，已參採並酌予修正有關內容（本報告第 12 頁、第 32 頁）。

經濟部商業發展署政策規劃組商業法規科顏科長和慶：

一、按企業併購法第 1 條規定：「為利企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效率，並兼顧股東權益之保障，特制定本法。」即企業併購法制定目的係為排除公司法及證券交易法等各種法律對企業併購之障礙。104 年企業併購法大修時，除增訂併購方式及

多元對價，以增加併購彈性外，亦增訂多項關於股東權益保障之條文；111 年企業併購法修正時，因應司法院釋字第 770 號解釋，增訂公司應於股東會召集事由中敘明董事利害關係重要內容及贊成或反對併購決議之理由，以保障股東資訊權。因此，企業併購法相關規範之調整，均應在股東權益保障與促進併購發展間維持平衡。

二、現行企業併購法並無將併購區分為合意併購或非合意併購兩類型，無論何種併購，其併購行為皆須遵循企業併購法等相關法令規定。

三、有關目標公司採行防禦措施之適法性問題，應回歸公司治理原則判斷。參考國外經驗，部分防禦措施屬事前防禦型(例如公司事前於章程中設計特別認股條件之機制，在公司發生非合意併購時稀釋股權並膨脹股數，使非合意併購者較難取得所需比例之股份，或須以更多資金購買股份)，公司於修正章程時尚無併購發生，倘其章程修正內容及程序均符合相關法令，如何事先審查？是否有干預企業自治之虞？又部分防禦措施屬事實行為型(例如併購者發動非合意併購旨在奪取目標公司之特殊營業專門技術、權利、品牌、營業權等資產，倘目標公司將該資產處分轉讓時，併購者應無繼續實行併購之必要)，如公司處分資產之程序符合相關法令規定，如何認定公司處分有適法性疑慮？尚難一概而論。

四、從我國實務觀察，非合意併購之併購方多先以公開收購方式取得目標公司一定比例之股權，並因此取得目標公司之經營權，接著併購方再推動對目標公司後續之併購行為(即先購後併)，但並非所有公開收購行為皆屬併購行為，仍須個案判斷。

五、美國法制對董事之注意義務採行之經營判斷法則，採行事後審查

制，係由法院就具體個案情形為判斷。我國如欲將經營判斷法則法制化，立法技術上有一定難度，恐難以有限的法條文字規範各種實務類型；且惡意公司或可藉由規避法條之規定，迂迴達到脫法目的，又會衍生法條解釋爭議；或可由資本市場自律組織針對公開發行公司之併購研訂指導原則。另考量商業事件審理細則第 37 條針對法院判斷公司負責人是否忠實執行業務及注意義務得審酌情事已有相關規定，個案董事是否有違反注意義務或忠實義務等情形，仍宜回歸個案由司法機關判斷。

六、有關報告第 5 頁「6. 營業(財產)讓與」段落第 3 行「…並無保護公司債權人程序之適用..」，建議參酌企業併購法第 27 條第 8 項及第 9 項規定酌予調整。

七、感謝法制局研提本報告，相關建議將納為相關法令未來修法之參考。

參採情形：

一、第一點及第二點意見，係表明企業併購法相關規範之調整應在股東權益保障與促進併購發展間維持平衡，以及無論合意併購或非合意併購皆須遵循企業併購法相關法令規定，與本報告意見並無相左。

二、第三點及第五點意見，按我國現行法制似未針對目標公司採行之防禦措施，明定相關審查機制。現行公司法第 23 條既明定公司負責人負有受託義務，爰建議參考美國德拉瓦州司法實務作法，針對董事會所採防禦措施有無違反受託義務，進行事後之適法性外部審查。查現行商業事件審理細則第 37 條規定雖似將美國法制之經營判斷法則納入法院審理程序，惟其僅屬法規命令性質，審判上之拘束力恐仍有限，爰建議或可參考美國相關法制，研議

將經營判斷法則及利益衝突相關審查標準入法之可行性，以強化其規制效力，並符法律保留原則之要求；另注意義務之行為規範相關回應，如中國文化大學王教授志誠第五點意見之參採情形說明，併予說明。

三、第四點意見，企業併購法第 4 條第 4 款所稱「收購」，依其文義解釋應可含括股份轉換、股份交換、股份收購及營業（財產）讓與等態樣。按實務上非合意併購之模式既多先透過公開收購取得目標公司一定比例股權，再進行後續併購行為（即先購後併），自不宜率將股份收購排除於上開規範之外。為使相關疑義得以釐清，爰建議針對上開「收購」定義及其適用範圍妥予研修，以免致生法律爭議。

四、第六點意見，已參採並酌予調整修正（本報告第 5 頁）。

五、第七點意見，係表示將本報告相關建議納為未來修法之參考。

方研究員華香：

一、查本報告第 4 頁說明股份交換與股份轉換概念不同，股份轉讓係依據企業併購法第 4 條第 5 款規定：「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股款之行為。」而股份交換似係依據公司法第 156 條之 3（修正前第 156 條第 8 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…」準此，讓與已發行股份達 100%之情形，屬企業併購法之規範範疇，至股份交換自不包括受讓他公司已發行股份達 100%之情形，因非依企業併購法第 29 條規定程序辦理，即無該法其他規定（如第 3 章租稅優惠措施）之適用（參照經濟部 107 年 12 月 19 日經商字第 10702426510 號函）。承上，本報告第 9 頁表示「惟關

於股份交換……等事項則無相關明文，是否皆有該法有關規範（如租稅優惠）之適用，似非無疑義。」一節，建議或可考量補充上開主管機關見解供參。

二、本報告第 19 頁提及「建議主管機關宜通盤檢討企業併購法所涉利益衝突及排除迴避規範適用之合理性」一節，觀諸第 18-19 頁內容，似傾向主張認為在某些情況下，董事於併購案事項之決議仍須利益迴避，倘如此，初稿第 32 頁之建議四文字，何妨更精確地表達：「建議『限縮（或刪除）』企業併購法關於排除利益迴避之適用範圍（或規定），以落實董事忠實義務。」

三、本報告第 22 頁提及學說對目標公司董事會之權限分配尚有不同觀點，另第 26 頁敘明「就公司法第 202 條規定分析，我國現行法制似採董事會優先原則，是非合意併購之防禦措施似屬董事會之權限。……，似屬合理之制度設計。」第 32 頁第肆章結論提及「六、非合意併購防禦措施之採行權限宜歸董事會……」一節，是否表示就我國法制上之防禦措施之權限分配（是否歸屬董事會）以解釋論即可處理而無須修法？（對照報告初稿第 25 頁之歐盟、德國法制，係法有明文，以供適用）

參採情形：

- 一、第一點意見，已參採並酌予補充（本報告第 9 頁；註 30）。
- 二、第二點意見，按現行企業併購法第 18 條第 6 項及準用該項之有關規定，就其立法理由及規範事項分析，似認實務上公司併購並不生有害公司利益情事。惟論者指出上開規範不當然適用於非合意併購之目標公司董事；學者則認併購公司或其代表人當選目標公司董事而涉及公司經營決策時，在併購公司與目標公司間本質上存在利益衝突問題，自宜適用利益迴避規範。鑒於實務觀點與

學說見解有所差異，現行規範內容是否妥適無疑，非無研議空間，爰建議主管機關檢討企業併購法排除利益迴避規定之合理性，以避免爭議。

三、第三點意見，按歐盟發布之「公開收購指令」第 9 條明定，除非取得股東會之同意，原則上禁止目標公司董事會就公開收購採取任何防禦措施；德國之企業併購暨公開收購法第 33 條亦規定，目標公司董事會經監事會同意，始可就併購採行防禦措施，學者爰認歐盟、德國法制似採董事會中立原則。惟我國公司法第 202 條明定，除該法或章程規定應由股東會決議之事項外，公司業務之執行應由董事會決議行之。準此，目標公司面對非合意併購時，其董事會宜認有決定是否採行防禦措施之權限。即就我國現行法制言，解釋上應可認係採董事會優先原則，而無修法明定之必要，爰予說明。

楊助理研究員翔宇：

一、本報告探討非合意併購目標公司董事之注意義務、忠實義務、資訊揭露等，並提出相關法制建議，以落實維護股東之權益，均敬表贊同。

二、本報告第 27 頁有關公平會處理結合申報案件部分，經查 106 年 6 月修正公布公平法第 11 條第 10 項但書規定：「參與結合事業之一方不同意結合者，主管機關應提供申報結合事業之申報事由予該事業，並徵詢其意見。」規範公平會受理非合意之結合申報案件，應主動向不同意結合者提供申報事由並徵詢其意見。是公平會雖依公平法第 13 條規定，就結合後「整體經濟利益」是否大於「限制競爭之不利益」加以審查，惟在其審查程序中，非合意併購之利害關係人仍得為其權益提出相關防禦性或適法性之

意見，作為公平會審查考量事項之一。換言之，公平會審查結合申報案件並非全然未涉及利害關係人之權益，建議酌予修正報告文字，惠請參酌。

三、本報告第 2 頁敘明金融機構之併購應優先適用金融機構合併法及金融控股公司法規定，若上開二法未規定事項，始有企業併購法規範之適用，惟後續論述內容似漏未注意上開法規之優先適用原則，於第 29 頁提及我國現行法制未針對目標公司之防禦措施，明定相關外部審查機制。然若併購案件涉及特許行業，其目的事業主管機關應有對該併購案件進行外部審查機制之權限。以金融控股公司非合意併購案為例，金融主管機關以法規命令明定金融控股公司必須符合「符合資本充實、經營能力佳、有國際布局發展能力及企業社會責任良好等一定條件者」才能申請進行非合意併購，且金融主管機關將考量併購雙方股東權益、金控經營穩定與金融市場秩序等因素，作為併購案准駁之依據，就金管會不受併購雙方董事會決議之限制，以及考量金融市場整體情況獨立判斷等情況，應屬一種外部審查機制之適例。因此，若本報告第 29 頁主要係為探討公司法或企業併購法相關法制內容，建議宜補充「除其他特別法另有規定外」為前提，較為周妥，並與前文一致性，惠請參酌。

參採情形：

- 一、第一點意見，係贊同本報告之建議。
- 二、第二點意見，按公司經營運作所涉利害關係人，殆包括經營者、股東、債權人及員工等。而在非合意併購下，目標公司之董事與股東間，以及併購公司與目標公司股東間之利益衝突尤為明顯。經查公平會所訂「公平交易委員會對於結合申報案件之處理原則」及「事業結合申報須知」，並未就非合意併購之目標公司所採

防禦措施定有相關申報規範，是公平會當無從針對非合意併購之結合案件所涉防禦措施對公司股東權益之影響進行審查。惟為免疑義，爰參酌修正有關文字（本報告第 27 頁）。

三、第三點意見，查金融控股公司投資管理辦法第 2 條第 9 項所定「符合資本充實、經營能力佳、有國際布局發展能力及企業社會責任良好等一定條件」之要求，以及所指併購雙方股東權益、金控經營穩定與金融市場秩序等准駁考量因素，皆與目標公司董事會所採防禦措施之適法性審查無涉。爰仍維持本報告論述文字，爰予說明。

陳助理研究員韋佑：

一、報告第 31 頁提及我國目前法制針對非合意併購之目標公司所採防禦措施，缺乏規範，董事雖負有受託義務，但其內部監督非常有限，有賴外部機制審查其經營決策適法性之必要，論點明確詳實，值得贊同。

二、企業併購將使目標公司之董事喪失經營權、職位及薪資之處境，將增加董事會將自身利益置於股東之上的利益衝突，對此雖有企業併購法第 5 條規定之董事會注意義務規範，以及公司法第 23 條所定損害賠償請求權、歸入權等規範。但股東得以訴訟成功挑戰董事會決策者實不易見，目標公司股東如依公司法第 23 條規定提起損害賠償訴訟時，除公開財報外，得以取得之資料不多，且此類訴訟似有證據多存於公司一方之證據偏在情形，是否有於法律明定舉證責任轉換之必要，供主管機關參酌。

三、報告第 12 頁提及關於董事之注意義務內涵，現行公司法及企業併購法似未具體規範與明確分類。為督促董事善盡專業履行其職務，建議主管機關統整實務類型，依職務特性明定具體行為規範

，以建立注意義務之客觀化標準，論點詳實。如進一步建請主管機關以指引方式明定違反各類注意義務之賠償或歸入之責任，將使保障更為完整妥適，供主管機關參酌。

參採情形：

一、第一點意見，係贊同本報告之建議。

二、第二點意見，所指目標公司股東依公司法第 23 條規定提起之損害賠償訴訟，似有證據多偏重於公司一方之情形，查民事訴訟法第 277 條規定：「當事人主張有利於己之事實者，就其事實有舉證之責任。但法律別有規定，或依其情形顯失公平者，不在此限。」是上開訴訟除得依公平原則個案調整分配當事人之舉證責任外，法制上須否另於相關法律明定舉證責任應予轉換之必要，錄供主管機關參考。

三、第三點意見，相關回應如中國文化大學王教授志誠第五點意見之參採情形說明。

散會：下午 3 時 15 分