

非合意併購 的政策與法制

— 以強制收購與防禦措施為中心

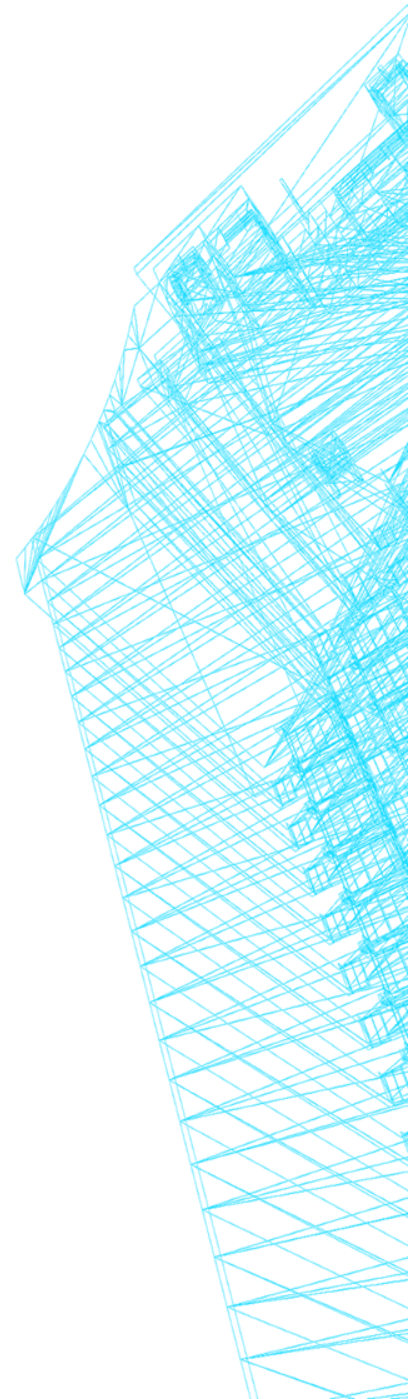
王文宇
台灣大學法律學院
2017年9月

講座大綱

- I. 非合意併購的經濟效益與法制規範目的
- II. 非合意併購與防禦措施的比較法制
 - 常見的防禦措施(Pre-Bid Defenses及Post-Bid Defenses)
 - 英國非合意併購法制
 - 美國非合意併購法制
- III. 我國非合意併購的法制與環境
 - 我國的公開收購法制
 - 強制收購制度？
 - 我國非合意併購的法規環境
 - 案例研究：開發金控收購環華証券案
- IV. 我國非合意併購於法制面之議題探討
 - 公司治理與股權結構關係
 - 議題一：強制收購制度之建立
 - 議題二：防禦措施的中立原則
- V. 結論

I. 非合意併購的經濟效益與法制規範目的

- 併購活動之分析：動機與功能面向
- 收購溢價(Bid Premium)
- 非合意併購制度—訊息傳遞機制
- 非合意併購制度的利弊分析
- 公開收購與強制收購制度的規範目的



併購活動之分析：動機與功能面向

理論	規範目的
綜效利得 (Synergy Gains) 理論	廠商結合後的總體價值會高於個別廠商結合前的價值，即發揮 $1+1 > 2$ 的效果。此理論是建立於規模經濟帶來的生產效率提高。
多角化經營 (Diversification) 理論	廠商併購的目的是為了多角化經營以分散風險。然而亦有學說認為多角化經營並無顯著作用，原因在於股東得藉由多元化投資組合(portfolios)達到分散風險的目的，而且投資組合的成本比併購活動更低。
管理階層建立企業帝國 (Managerial Empire Building)理論	併購的動機並非為了增加股東利益，而是管理階層為達自我實現，並藉由併購以增加自我的名聲、權力及建立企業帝國(empire building)。

併購活動之分析：動機與功能面向(續)

理論	規範目的	
促進公司控制權市場 (market for corporate control) 理論	基本假設	<ul style="list-style-type: none">• 公司的股票價格和經營者的績效間有相互關係。• Managerial inefficiency → 股票價格下降。• 收購人藉由控制權易手，能更有效率的經營公司，促使股票價格提高並從中獲利。
	併購活動的效果	<ol style="list-style-type: none">(1) 藉由控制權易手，更換不適任的經營者。(2) 因為低迷的股票價格會使公司成為容易併購的標的，併購威脅能帶來競爭壓力，促使經營者善盡注意義務執行業務，以達到股東利益或公司價值的最大化。

併購活動之分析：動機與功能面向(續)

- 對促進公司控制權市場(market for corporate control)理論的批評：
 - (1) 非合意併購之標的公司相對於同產業之其他公司，標的公司之經營績效並非不佳。(Julian Franks & Colin Mayer)
 - (2) 鑒於經營階層的不善治理(mismanagement)往往帶來不可逆轉(irreversible)的傷害，收購人往往不願意冒風險收購嚴重不善治理之公司。(Blanaid Clarke)
 - (3) 此理論鼓勵收購人藉由併購建立企業帝國，可能會傷害收購人本身的股東利益。(Andrei Shleifer & Robert Vishny)

收購溢價(Bid Premium)

- **收購溢價(Bid Premium)的定義：**

- 收購溢價(Bid Premium) 是指非合意併購中之收購人認為被收購公司在現有經營者的管理下，並未達到最佳利用狀態，且併購能為被收購公司創造更高的價值。
- 從而，收購人往往以高於被收購公司股票市價相當多之對價進行股份收購，使得被收購公司的股東得藉此獲取可觀利益。

- **收購溢價之成因：**

- 基於「效率市場假說」，公司股東傾向於將股票市價作為判斷公司價值之唯一可信賴訊息，從而股票市價的上升，反而會提高股東繼續持有的意願，以等待更高買價的出現。
- 如收購人企圖直接自交易市場大量買進，將會導致一將近垂直的供應曲線出現，收購人即難以取得欲獲得之股份。

非合意併購制度—訊息傳遞機制

- 收購人企圖透過非合意併購制度，對被收購公司股東傳遞的訊息及目的為：
 - (1)收購價格高於股票市價的溢價部份，即反應被收購公司的控制權易手時，公司及其股票得以增加的價值。
 - (2)收購人如未能取得控制權，則公司因控制權易手可能增加的價值會消失無蹤。亦即，股票收購溢價可能只是「曇花一現的獎金」(short-lived bounty)。
 - (3)暗示被收購公司股東，非合意併購中**股票收購溢價**的出現，完全**取決於日後公司所有權及控制權有無產生變動**。
 - (4)非合意併購中的要約收購價格，和交易市場中不斷攀升的股票市價，兩者意義有所不同。

非合意併購制度的利弊分析

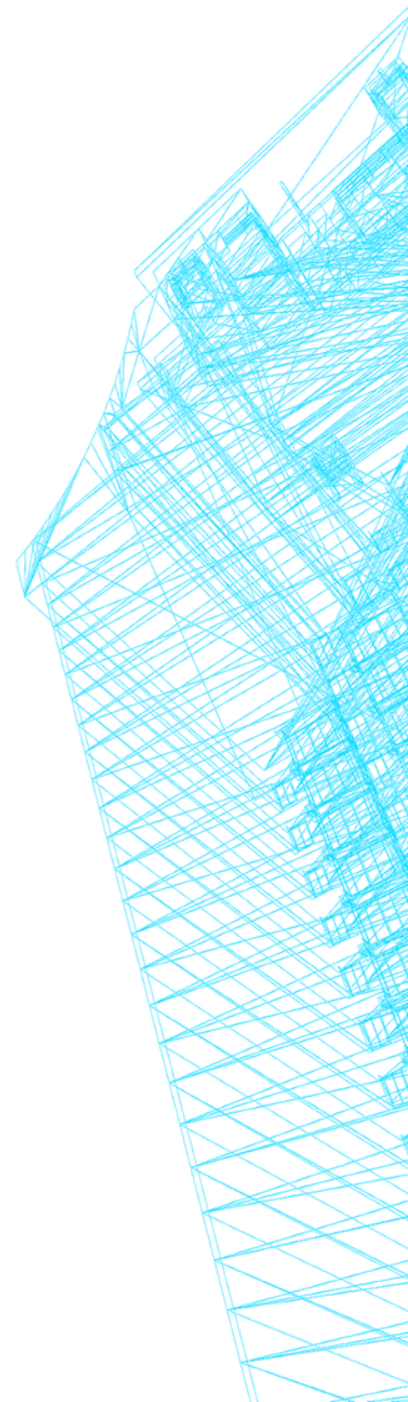
- 非合意併購往往伴隨高交易成本(廣告費、投資銀行的服務費、複雜的法律程序等)，本質上應該視為**監督公司治理的非常手段**，僅適合於處理特殊問題。
- 例如：
 - (1)某企業集團經營規模過大而無效率，公司外部人較易窺知弊病以及改善經營之道(例如分割缺乏綜效或不具效率的關係企業)，此時非合意併購能發揮正面功能。
 - (2)單一企業對外部人而言，往往缺乏必要的企業內部資訊，非合意併購帶來的功效可能有限。
- **小結：建構非合意併購的相關法制時，不應將其視為監控企業的萬靈丹，應該理智的分析其優缺點，並認清僅有某種特殊類型，才能適合非合意併購此種高成本的監督手段活動，更不宜率爾將非合意併購做為產業政策的工具。**

公開收購與強制收購制度的規範目的

類型	定義	規範目的
公開收購	收購人不經由集中交易市場，對非特定人以公告、廣告、廣播、電傳資訊或其他方式為公開要約而購買有價證券的行為。收購人通常可事先預定未達一定數量(附條件)得不進行收購。	<p>(1)有效市場理論：公司股價無法反映公司由良好經營團隊管理的實際價值時，藉由公開收購可以填補汰換經營團隊的功能缺口。</p> <p>(2)資訊公開原則：公開收購法制的建立，有助於股東取得充足資訊，並可提供股東與標的公司相當的時間採取策略。</p>
強制收購	收購人取得標的公司發行股份達一定控制比例時，依法律規定收購人須向標的公司全體股東發出公開收購要約。	<p>(1)公平待遇說/控制權溢價分享說：法律應保障少數股東亦享有收購溢價。</p> <p>(2)選擇權說：購買股票是基於對經營者的信任，當經營階層移轉時，法律應保障少數股東有選擇權得撤回投資。</p>

II. 非合意併購與防禦措施的比較法制

- 常見的防禦措施
 - Pre-Bid Defenses
 - Post-Bid Defenses
- 英國非合意併購法制
 - 防禦措施 (Pre-Bid Defenses & Post-Bid Defenses)
 - 強制收購
- 美國非合意併購法制
 - 防禦措施 (Pre-Bid Defenses & Post-Bid Defenses)
 - 強制收購



常見的防禦措施— Pre-Bid Defenses

防禦措施類型	概要
董事分期改選 (Staggered Board)	標的公司董事任期區分成不同類型，部分董事須每年改選，部分董事具有三年任期保障。藉由董事分期改選制度，收購人將無法立即更迭標的公司的過半數董事。
毒藥丸 (Poison Pills)	標的公司發行具有權益證券性質的有價證券給股東時，特別規劃發行條件，使得公司一旦遭遇非合意併購時，股東有權以指定價格購買股份，收購人的成本將大幅提高。常見者有「翻越權」(flip-over)及「翻入權」(flip-in)兩種。
無表決權或複數表決權股 (Non-Voting and/or Multiple Voting Shares)	標的公司發行無表決權股或複數表決權股給股東、經營階層或特定人士，使得標的公司經營階層持股雖少，但因為高比例的表決權，而得以抵制特定提案並穩固控制權。

常見的防禦措施— Post-Bid Defenses

防禦措施類型	概要
訴訟或焦土政策 (Litigation / Scorched Earth)	<p>標的公司董事會可能刻意採取訴訟或啟動行政程序(如提出結合申請)，以拖延收購人的收購計劃；或是抱持玉石俱焚的心態，擅自出售公司的核心資產。</p> <p>根據美國實證資料(John Armour & David Skeel)，美國於1990年到2005年間的非合意併購案件，有33.9%的案件發生訴訟，因此訴訟係美國非合意併購中經常運用的防禦措施。</p>
白馬侍從 (White Squire)	<p>公司平時對友好的第三人(即白馬侍從) 發行一定數量的股份(通常約為25%~30%的已發行股份)，兩者並簽訂維持現狀契約(standstill agreement)；或是和公司員工成立員工持股計畫，防止非合意併購時第三人或員工支持收購人。</p>

英國非合意併購法制：防禦措施

項目	概要	說明
法源	The City Code on Takeovers and Mergers (1968年3月27日頒布，簡稱“Takeover Code”)	該規則主要是由「一般原則」(General Principle)及「規則」(Rules)所構成。
委員會	The Panel on Takeovers and Mergers	委員會成員大多數為機構(City Institutions)代表。
董事會是否可採取防禦措施	<ol style="list-style-type: none"> 1. Pre-Bid Defenses: 由法院審查。 2. Post-Bid Defenses: 當一善意之公開收購已向被收購公司提出，或被收購公司之董事會有合理基礎相信將有一善意之公開收購發生時，此時該董事會如未經股東會許可，不應採取任何可能阻礙該善意公開收購之措施。(Takeover Code第21號規則) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 董事會中立原則： 嚴格限制被收購公司之董事會採取防禦措施。 2. Shareholder primacy： 股東會為最終決定者。

英國非合意併購法制：Pre-Bid Defenses

項目	概要	說明
<p>董事會中立原則： Regulation of Pre-Bid Defenses</p>	<p>A. 董事受託義務 (Director's Fiduciary Duties)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 英國法院認為董事原則上僅對「公司」負受託義務，僅有在少數個案才須對股東負受託義務。由於股東不易就此類案件對董事提起訴訟，因此英國法院未能就防禦措施發展出完整的審查標準。此類案件董事受託義務的內涵包括： <ol style="list-style-type: none"> Duty to Promote the Success of the Company： 由於英國法院傾向不介入董事的經營判斷，因此董事很容易抗辯防禦措施的行使是為了保護公司的長期利益。 Duty to Act Within Powers： 以Howard Smith Ltd. Ampol Petroleum 乙案為例，Howard和Ampol兩間公司均對Miller公司提出收購要約，Miller公司的董事為稀釋Ampol所持有的多數表決權遂發行股份予Howard公司。本案法院認為Millers公司董事違反此「權利範圍內行使職權」原則，即該措施是董事職權的不當行使。

英國非合意併購法制：Pre-Bid Defenses

項目	概要	說明
董事會中立原則： Regulation of Pre-Bid Defenses	B. 打破控制法則 (The Breakthrough Rule)	<p>(1) 歐盟 Mini-Breakthrough Rule :</p> <p>此原則係源於歐盟執委會「公司法專家高層小組」(High Level Group of Company Law Expert)於2002年提出的公開收購報告(即“Winter’s Report”)。該報告的核心法則係「打破控制原則」，即禁止公司經營階層藉由限制股權轉讓與發行不同種類股份(如複數表決權)的方式來鞏固經營權。</p> <p>(2) U.K. Approach :</p> <p>歐盟公開收購指令(Takeover Directive)第12(2)條，要求英國須賦予註冊在英國的公司有權選擇接受「打破控制原則」；故英國2006年公司法第966條規定，公司可以經特別決議(special resolution)選擇採用打破控制原則。惟因英國公司的股東多為機構投資人，且只有少數的英國上市公司有雙層股權結構，故相較於其他歐盟國家，打破控制法則的採用對英國影響不大。</p>

英國非合意併購法制：Post-Bid Defenses

項目	概要	說明
<p>董事會中立原則： Regulation of Post-Bid Defenses</p>	<p>A. The regulation of Post-Bid Defenses</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Takeover Code第21號規則揭示「禁止阻擾原則」(non-frustration prohibition)，禁止經營階層在未取得股東會同意下，實施任何防禦措施。 • 標的公司經營階層得採取的防禦措施，僅限於以下三種： <ol style="list-style-type: none"> (1) 說服股東不應出售股票； (2) 遊說公平交易法的主管機關； (3) 尋找白馬騎士(White Knights)參與收購競爭，原因在於英國法認為白馬騎士可以foster competing bids，通常對提升股東權益有所助益。
	<p>B. The principle of Shareholder Choice</p>	<p>英國法採取嚴格的Shareholder primacy，經營階層的防禦措施應先取得股東會的同意。</p>

英國非合意併購法制：強制收購

項目	概要	說明
是否採行 強制收購 制度	<p>任何人自行或與他人共同取得30%以上有表決權之股份，或任何人自行或與他人共同持有35%以上，但未超過50%有表決權之股份，於12個月內擬再增加有表決權之持股時，除非經委員會同意，否則收購人有義務向包含目標公司所有的有表決權及無表決權權益證券、與有表決權之非權益證券持有者提出收購要約。</p> <p>(Takeover Code 第9號規則)</p>	<ul style="list-style-type: none">▪ 當收購人一產生強制收購義務，應立即宣布其強制收購的意圖。▪ 宣佈內容包括收購人的財務顧問或其他適當獨立人選的確認，確認內容為保證收購人有足夠財務資源進行全部收購。▪ 強制收購之收購人於收購過程面臨較多限制，例如強制收購要約原則上不得附加條件。

美國非合意併購法制：防禦措施

項目	概要	說明
法源	<ul style="list-style-type: none">• Williams Act of 1968• Securities and Exchange Act of 1934	<ul style="list-style-type: none">• 主要規範資訊揭露為主，並未觸及非合意併購及防禦措施的合法界線。• Section 13(d) 要求任何實質上會導致並併購結果的收購股份行為，在滿足一定門檻時，負有揭露的義務；• Section 14 (d) 任何人意圖發動公開收購時，應公開揭露其意圖並告知目標公司的股東收購要約之條款。• 由於美國聯邦法律和州法沒有就防禦措施具體規定，因此防禦措施之適法性係由法院來加以判斷。

美國非合意併購法制：防禦措施

項目	概要	說明
董事會是否可採取防禦措施	德拉瓦州 Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co.	<ul style="list-style-type: none"> 判斷董事會得防禦措施是否受經營判斷則的保護，審查標準為： <ol style="list-style-type: none"> 經營者所為之防禦措施應具備合理的理由(reasonable grounds)，認為該非合意併購會對公司經營策略(corporate policy)和效率(effectiveness)帶來危險。 防禦措施與威脅應有合比例的關聯(reasonable in relation to the threat)，並為對抗非合意併購的適當措施。
	德拉瓦州 Moran v. Household International, Inc.	肯認公司董事會得在收購要約前採取毒藥丸的防禦措施。
	德拉瓦州 Unitrin v. American General Corporation	確立董事會有權未經股東會同意即採取防禦措施的原則。由於股東對股票長期價值的無知，法院認為經營階層的介入，可以阻止對股東不利的收購。

美國非合意併購法制：防禦措施

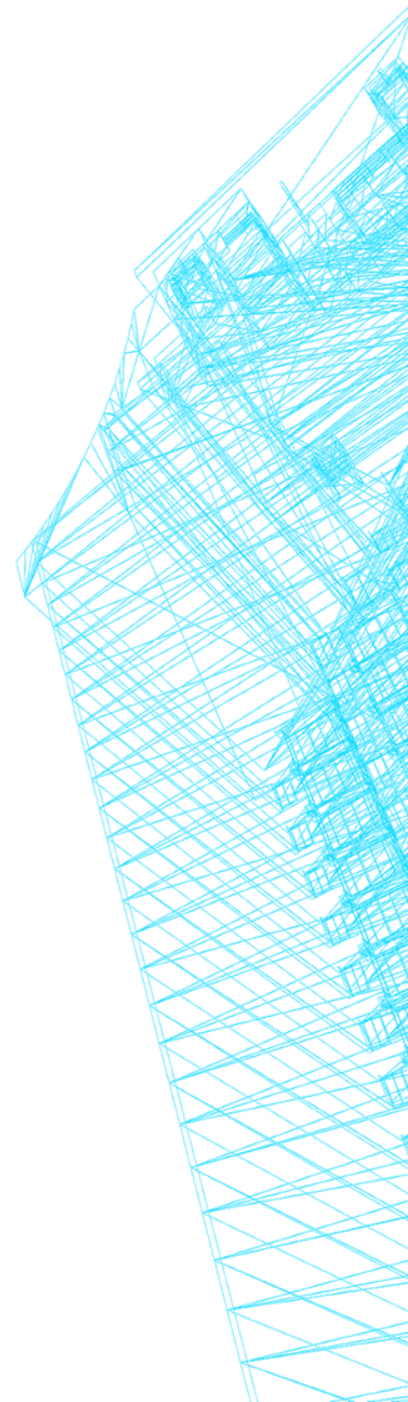
項目	概要	說明
董事會優越原則	A. 美國採用董事會優越原則的背景	<ul style="list-style-type: none">• 美國企業界普遍認為公司應為股東的利益而經營，故被收購公司的經營者(包括相當比例的外部獨立董事)即便採用防禦措施，亦不得枉顧股東利益而為之。• 儘管美國非合意併購法制可能對標的公司股東造成不利益，但此為美國獨特企業文化所孕育出的良性市場機制。
	B. 2008年金融危機後的趨勢	<ul style="list-style-type: none">• 在金融風暴下，公司的股票市價被扭曲(mispriced)，亦即股票市價可能被投資人嚴重低估，而無法反映公司的真實價值，「效率市場假說」亦受到質疑。• 因此，賦予經營階層採用防禦措施，反而可以保障股東權益。

美國非合意併購法制：強制收購

項目	概要	說明
是否採行 強制收購 制度	<p>美國聯邦法律對於強制公開收購並無明文規定，僅有少數州法律採取類似如英國強制公開收購的制度。</p> <p>因此，一般認為美國法並未採取強制公開收購制度。</p>	<ul style="list-style-type: none">• 美國多強調不干預交易，支持市場的自由運作，其立法偏重於資訊揭露，認為在提供充分資訊後，收購人可以基於資訊平等的立場來做出最有利的投資判斷。• 少數採取類似英國強制公開收購制度的州法律，例如賓州、緬因州及猶他州之州法。

III. 我國非合意併購的 法制與環境

- 我國的公開收購法制
- 強制收購制度？
- 我國非合意併購的法規環境
- 案例研究：開發金控收購環華證券案



我國公開收購法制

項目	內容
法源	「證券交易法」第43條之1以下、「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」、「公開收購說明書應行記載事項準則」等
公開收購標的	股票、新股認購權利證書、認股權憑證、附認股權特別股、轉換公司債、附認股權公司債、存託憑證及其他經金管會核定之有價證券
公開收購對價	(1)現金。(2)上市上櫃之國內有價證券，外國有價證券之範圍由金管會另定之。(3)公開收購人為公開發行公司者，其募集發行之股票、公司債其他財產。
公開收購程序	收購人原則上應向金管會申報並公告特定事項後始得為之。公開收購之期間不得少於20日或多於50日，且不得縮短公開收購期間。

強制收購制度？

《證券交易法》第43條之1第3項規定：「任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，除符合一定條件外，應採公開收購方式為之。」

《公開收購公開發行公司有價證券管理辦法》第11條第1項：「任何人單獨或與他人共同預定於**50日**內取得公開發行公司已發行股份總額**20%**以上股份者，應採公開收購方式為之。」

1. 觀諸證券交易法第43條之1立法過程，可見我國強制公開收購規定係借鏡自英國立法例。
2. 然若進一步從文義觀察，可知英國法上之強制收購，係要求買方收購全部股份，我國則僅「限制」買方需以公開收購之方式為之，但未要求其對全部的股東為要約收購，亦未要求對於超出預訂收購數量的股份應全部收買，故我國未引進類似英國的強制收購制度。
3. 有論者認為，我國等亞洲國家之**部分強制公開收購制度**，係屬獨立於英國法（全部強制收購）及美國法（不採強制收購）以外的第三個法系。

我國非合意併購的法規環境

《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。」

1. 惟以常見的防禦措施「毒藥丸」為例，由於毒藥丸計畫涉及可轉換或附認股權特別股的發行，因此毒藥丸在我國現行公司法與證券交易法制下，尚須經章程特別記載，亦應經股東會決議之拘束，並非董事會所能單方為之。
2. 我國董事會可以採取的防禦措施顯然較美國少，然而在我國公司法體制下，被收購公司的董事會仍可能刻意採取訴訟或啟動行政程序等方式，拖延收購人的收購計劃；或是未經股東會同意，即擅自出售核心資產。
3. 在公司法第202條修法賦予董事會較大的裁量空間後，法制面如不預先規範五花八門的防禦措施，恐會滋生爭議。

案例研究：開發金控收購環華証券案

本案適用法律

《公開收購公開發行公司有價證券管理辦法》第11條第1項：
「任何人單獨或與他人共同預定於**50日**內取得公開發行公司已發行股份總額**20%**以上股份者，應採公開收購方式為之。」

《公開收購公開發行公司有價證券管理辦法》第12條：「前條所稱與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份，係指預定取得人間因共同之目的，以**契約、協議或其他方式之合意**，取得公開發行公司已發行股份。」

案例研究：開發金控收購環華証券案

開發金控

董事會
決議投資

金鼎證券

(一) 開發金控擬收購金鼎證券

開發金控董事會於2005年6月27日決議通過轉投資金鼎證券已發行股份總數5%至15%，並在2005年7月21日經金管會銀管(六)字第0940018410號函核准此一轉投資案。

開發金控並同時與金鼎證之經營團隊接觸洽商併購可能性。

案例研究：開發金控收購環華証券案

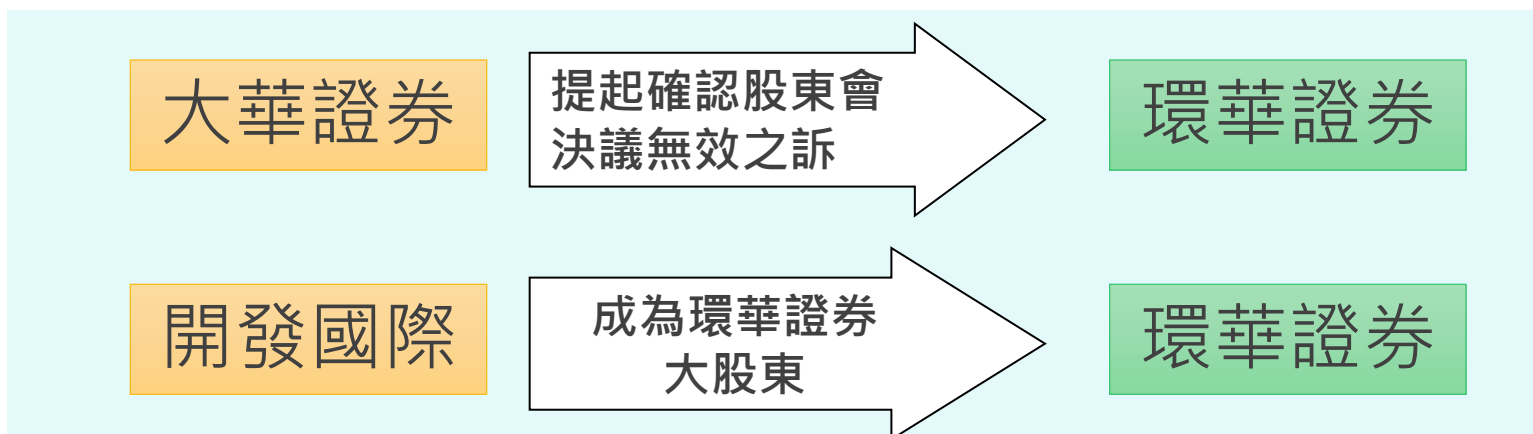


(二) 金鼎證券以四合一反制開發金的非合意併購

金鼎證之經營團隊為反制開發金控之併購決定，於2005年8月25日與**環華證券、第一證券、遠東證券**簽訂合併契約及合併協議書，將以金鼎證為存續公司，環華證金、第一證券及遠東證券之股票均轉換為金鼎證之股票，四合一合併案並於2005年10月13日**經各公司股東會通過合併案**。

若上開合併成功之結果，將使金鼎證券股本由82億膨脹至172億，藉以稀釋開發金控之所持有金鼎證券之股份。

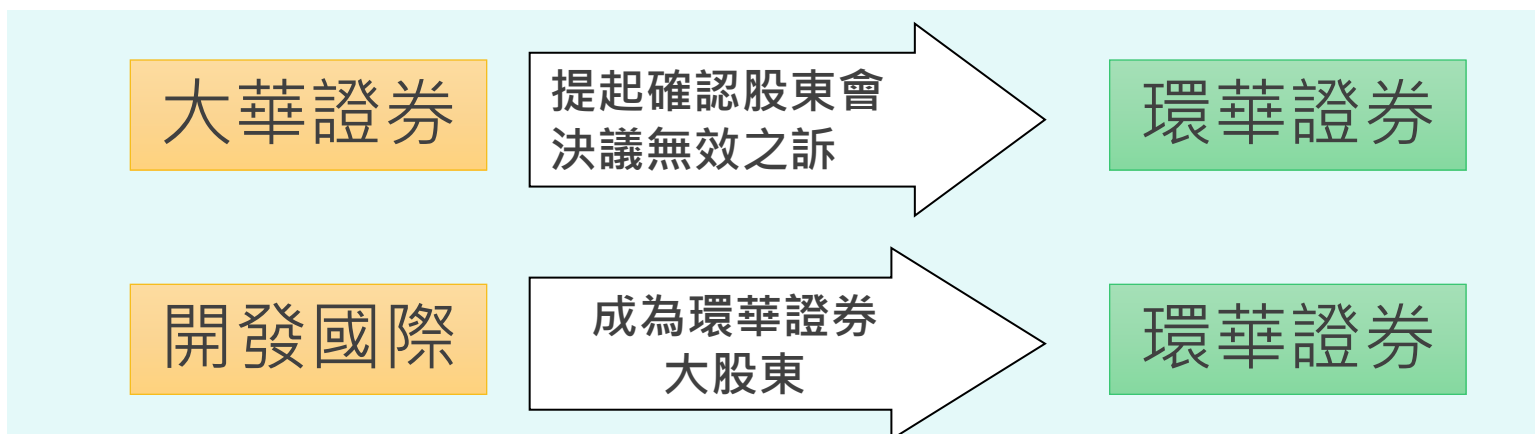
案例研究：開發金控收購環華証券案



(三) 開發金反制金鼎證券四合一合併案：購買環華證券

- 大華證券(開發金控子公司且為環華證券股東)提起確認環華證券2005年10月13日通過與金鼎證券合併之股東會無效之訴。
- 開發金於2005年11月7日及11月9日，決議先以子公司開發國際名義與環華證券有意出售股權之股東簽約，並短期大量洽購環華證券股票，之後再由開發國際或其指定之人負責買受並分段辦理交割。

案例研究：開發金控收購環華証券案



(三) 開發金反制金鼎證券四合一合併案：購買環華證券

- 為避免開發國際取得環華證券已發行股份總額10%需依證交法向主管機關申報公告，以致消息曝光，開發國際遂於2015年11月23日通過轉投資不超過環華證券已發行股份總額**9.99%**之議案。
- 惟自2015年11月18日起算50日內，開發金控透過開發國際、大華證券、崧華投資、神創投資等與環華證券股東私下買賣之方式，取得環華證券已發行股份**47.23%**，違反證交法應採公開收購方式之規定。

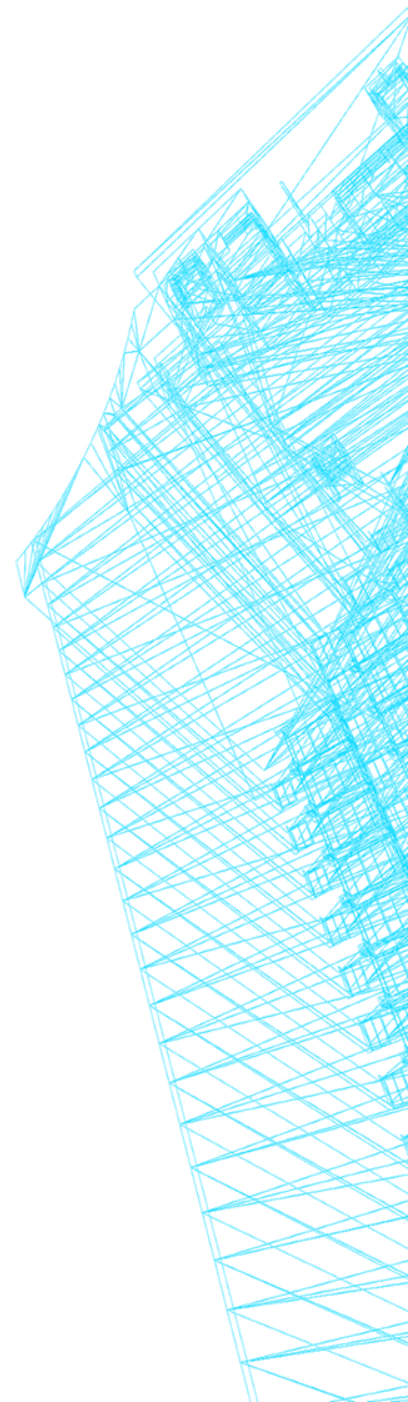
案例研究：開發金控收購環華証券案

(四) 歷審判決

法院	案號	日期	主文概要
臺北地方 法院	98 年金重訴 字12號	2010/08/27	被告等人共同違反預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，應採公開收購方式為之規定，處有期徒刑4~8月不等。
臺灣高等 法院	99 年金上重 訴字61 號	2013/11/27	被告等人共同違反預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，應採公開收購方式為之規定，有期徒刑減為2~4月不等，可易科罰金。
最高法院	104 年台上字 720號	2015/03/19	駁回被告等人上訴，全案定讞。

IV. 我國非合意併購於 法制面之議題探討

- 公司治理與股權結構關係
- 議題一：強制收購制度之建立
- 議題二：防禦措施的中立原則



公司治理與股權結構關係

股權結構	管制重心	國家
股權分散 (經營與所有分離)	防止經理人濫權，犧牲所有股東的利益。	英國、美國
股權集中 (控制權多落在控制股東或家族股東)	取締控制股東的自利行為(如利益輸送與關係人交易)，以保障小股東的權益。	台灣

議題一：確立強制收購制度

- 我國為股權集中與家族持股的典型，且交叉持股嚴重，加以公司普遍欠缺獨立董事的參與，以及法制面上關係人交易規範的不足，凡此種種，容易導致控制股東的自利行為。
- 由於強制收購帶來的**收購溢價**會分享給所有股東，當被收購公司股權集中結構的前提下，經營者往往會選擇與被收購公司的控制股東私下磋商之方式進行收購，控制股東勢必會**將其獲取的私人利益計算入股份賣價中**，藉此將其喪失的控制權利獲得補償。
- 強制收購人向被收購公司的全體股東提出收購要約，可發揮減少控制股東鞏固私利的效能，使少數股東權益獲得保障。
- 引進英國強制收購的立法，在我國股權集中的企業環境下有其必要性。

議題二：確立防禦措施的中立原則

- 根據Bernard Sharfman (2017)，採用英國法制董事會中立原則的優點包括：

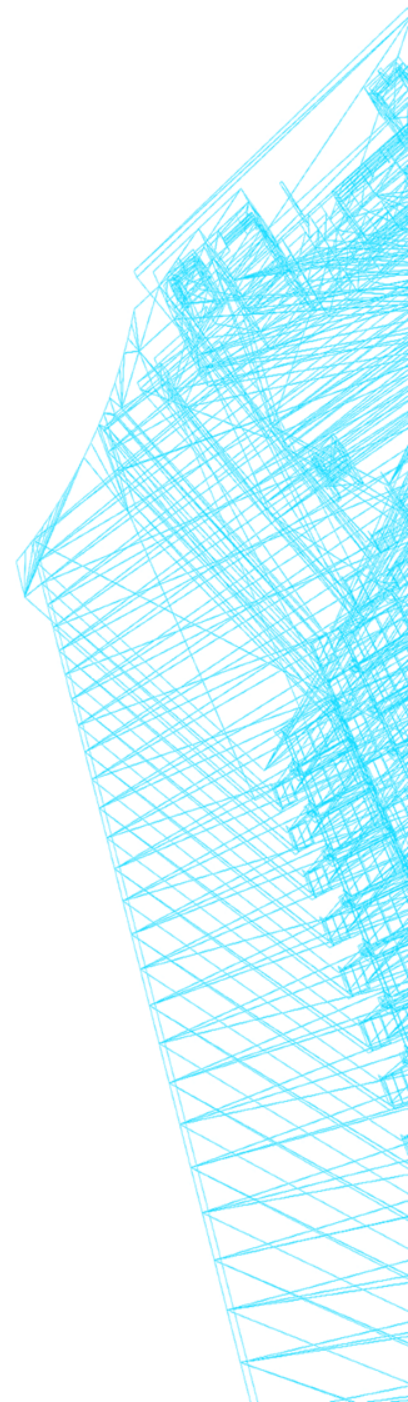
(1)修復機能(corrective mechanism)的效果：如允許董事會採用防禦措施，則顯然收購人難以取代無效率的經營者(managerial inefficiencies)，而無法達到修復機能。

(2)促進公司控制權市場(market for corporate control)的形成：實證資料顯示，主動式避險基金(Activist hedge fund)具有類似惡意併購人的機能，即對經營者之懈怠發揮制衡功能，可以促進公司控制權市場的運作並增進股東財富。

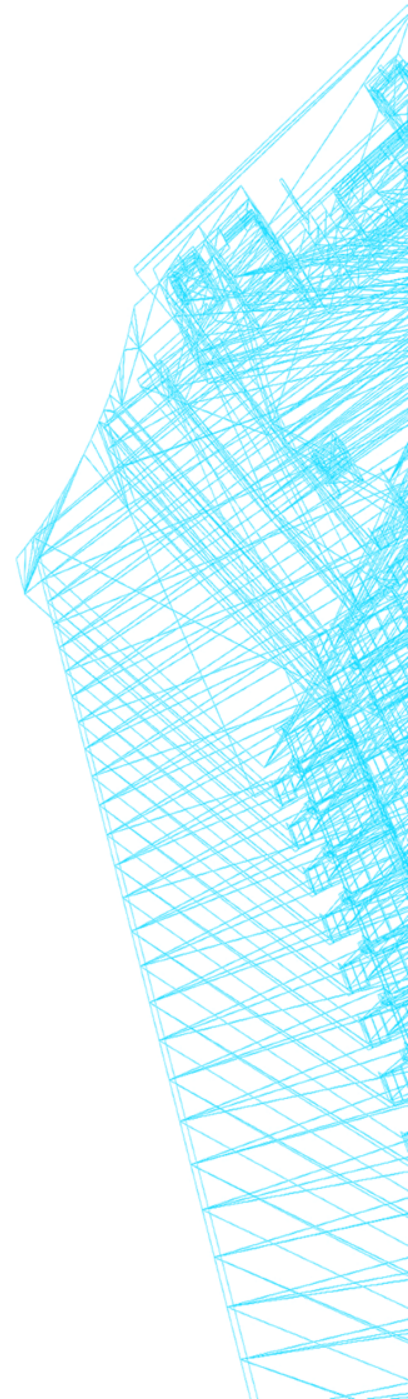
議題二：確立防禦措施的中立原則 (續)

- 觀察公司法第23條第1項及第3項規定之忠實義務及違反忠實義務之歸入權規定，及2015年7月8日修正後之企業併購法第5條規定，將原本董事會應為全體股東之最大利益行之，修改為應為「公司」之最大利益行之，與公司法所規定之忠實義務對象相同。
 - 經營階層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，朝向企業社會責任思考模式。
- 我國股權集中結構為控制股東營造牟取私利的環境，如再為經營者得採取防禦措施廣開大門，無異將使控制性股東的自利行為變本加厲。
- 我國應以英國及歐盟立法為仿效藍本，明訂董事會如未經股東會許可，不得採取任何防禦措施，以避免控制股東為維持私利，而阻擾對被收購公司有利的非合意併購。

V. 結論



1. 非合意併購制度對被收購公司股東具有**訊息傳遞機能**，但在建構非合意併購的相關法制時，政府及市場參與者宜保持**中立態度**，不應將其視為監控企業或產業政策的工具。
2. 非合意併購的比較法制，美國係採取「**董事會優越原則**」，英國與歐盟係採取「**董事會中立原則**」。應注意各國選擇的非合意併購制度，往往是該國特殊文化背景下的政策與利益考量。
3. 我國為**股權集中與家族控股的典型**，容易導致控制股東的自利行為，在思考建構非合意併購法制時，防止控制股東的利益輸送係重要目標：
 - (1)**確立強制收購制度**，減少控制股東自利行為的流弊。
 - (2)股會會權限、股權與投資人結構的因素。
 - (3)就**防禦措施宜採董事會中立原則**，以提高併購攻防規則的明確性，俾減少爭議。



報告完畢、敬請指教

