

## 敌意并购下目标公司董事的受任人 (受托)义务

——以开发金控敌意并购金鼎证券为例

刘连煜\*

**摘要:**对于敌意并购,各国立法政策上是否应采取董事会中立主义或董事会优先原则,涉及每一国家股东信息不对称、公司股权结构及公司治理等复杂问题,可能一时之间仍难有共识。在台湾地区,现行法制似较倾向采取董事会优先原则,则目标公司董事会对敌意并购所采取之防御措施是否违反受任人义务,并不是假议题而是真实必须立刻面对的问题。本文针对此一议题援用实际案例加以深入研究。

**关键词:**敌意并购 非合意并购 受任人义务  
受托义务 董事会优先原则

### 一、问题之说明

公司进行并购时,无论为合意(friendly takeover)或敌意并购(hostile takeover,或称为非合意并购、恶意并购),经营者之决策,往往是并购能

---

\* 台湾政治大学法律系教授,台湾证券交易所董事。

否成功之关键。经营者的每个决定,往往攸关种种并购面临的法律风险、成败与成本考虑。于敌意并购中,并购方(acquirer)之董事,往往需考虑:决策胜算多少?是否基于全体股东之最大利益?有无其他替代方案之可能?因事实困难如何进行查核?目标公司资产之评价、甚至是退出机制的预设,等等。相反的,目标公司之董事,所思考者乃为:经营权之保护、捍卫经营权是否仍为全体股东最大利益?被并购股东利益有无实现?如要抵抗,防御手段是否合法有效,以及如何确保公司的继续有效营运?等等。其实,并购时的层层关卡,皆对双方经营者形成莫大考验;尤其,并购时董事会须负担之义务与责任为何?本文以下以敌意并购下目标公司董事之义务为主要内容进行探讨,希望有助于台湾地区公司法制对此问题的厘清。

按从2005年起至2010年7月间,开发金控公司(以下简称开发金控)对于金鼎证券公司(以下简称金鼎证券)展开的敌意并购案,由于厮杀激烈,引起台湾地区各界瞩目。开发金控拟透过并购金鼎证券,以扩展开发金控在金融界之版图。唯金鼎证券一方不想被开发金控并购,于是双方展开一系列激烈无比的攻防,过程高潮迭起,但最后竟出现董监事双胞案的难解习题。虽然2010年7月底群益证券公司(以下简称群益证券)与开发金控、金鼎证券之张氏家族签订“协议书”,由群益证券公开收购金鼎证券股票,结果是开发金控、张氏家族都放手金鼎证券,双方全数退出群益、金鼎证券合并后的新事业体。此出敌意并购大戏,方才落幕。惟其中金鼎证券面对开发金控敌意并购所使用之防御措施,其中重要者,诸如委托书征求大战、推动金鼎证券与第一证券及远东证券“三合一”以稀释开发金控之持股、与雷格斯集团策略联盟对抗开发金控敌意并购,尤其2009年6月底金鼎证券之股东大会时以开发金控及其子公司开发工银名下42.9%持股非法为由,不计入董事及监察人选举权数,并将此等开发金控及开发工银名下的董监选票全数封存,送交法院裁定是否有效等,特别引来公司法学者之频频关注。由于本案历经长达5年之争战,又是台湾地区典型之敌意并购攻防案例,于其落幕之此时,正是最适合作为台湾地区敌意并购案例的研讨对象,深富启示意义。

一般而言,当目标公司董事会面对敌意并购时,防御措施

(defensive measures or frustrating action)之发动,于中国台湾地区、英国及德国法上,系采取严格之立场,即“董事会中立原则”,要求目标公司董事会在未经股东会(德国则由监事会<sup>①</sup>)同意的情况下,不得采取任何防御措施阻碍公开收购的完成。<sup>②</sup> 而于美国法上,则系采取较开放的态度,即采“董事会优先原则”,将防御措施之发动与否交由董事会依其专业知识判断之。究竟立法政策上应如何选择此二制,值得深入探究。

本文以下拟先从开发金控敌意并购金鼎证券案例事实说明起,其次并以美国德拉瓦州公司法之观点,对敌意并购所使用之防御措施合法性加以剖析,最后再论及究竟应采董事会优先原则抑或董事会中立原则,以供各国未来公司及证券法制走向之参考。

## 二、开发金控敌意并购金鼎证券案例始末<sup>③</sup>

### (一) 本件敌意并购之背景

2004年4月台湾地区辜氏家族主导之中信证券入主开发金控后,为扩大子公司大华证券公司(以下简称大华证券)营运规模,发展投资银行业务,建构完整金融版图,以及考虑自己在证券业之专长(相较于银行及保险业,开发金控以证券业见长),开发金控乃在2005年年初积极推动大华证券、中信证券与统一证券合并案,惟该合并案因公股董事在董事会上反对并购统一证券之价格而暂缓,导致合并案触礁,胎死

---

<sup>①</sup> 有关德国法反并购措施法制之介绍,参见陈彦良:“反并购措施法制之研析(上)”,载《台湾地区本土法学杂志》2006年第86期;及陈彦良:“反并购措施法制之研析(下)”,载《台湾地区本土法学杂志》2006年第87期。

<sup>②</sup> See e. g., Ferna Ipekci, *Defensive Measures under the Directive on Takeover Bids and their Effect on the UK and French Takeover Regimes*, 16 *European Business Law Review* 341, 341(2005). 中文文献,参见黄慧娴:“公开收购活动涉及之法律问题浅析——以美国及欧盟对于敌意收购之制约为例”,载《科技法律透析》2003年第15卷第1期;朱德芳:“效率、并购与公司治理——以敌意并购法规范为核心”,载《中原财经法学》2006年第17期。

<sup>③</sup> 请参阅台湾地区台北地方法院检察署1996年度侦字第22215号起诉书、台湾地区台北地方法院1998年度金重诉字第12号刑事判决及相关媒体报道。

腹中。

惟开发金控并未放弃打造大华证券为最大券商之计划,早在2005年6月开始,开发金开始布局并购金鼎证券。金鼎证券股本新台币(以下同)82亿元,为规模适中之上市柜综合券商(有经纪、承销及自营等业务),且股权分散、股价偏低(接近面额新台币10元),因此开发金控初期透过子公司中华开发工业银行股份有限公司(以下简称开发工银)及转投资的开发国际投资股份有限公司(以下简称开发国际),<sup>④</sup>陆续买进金鼎证券股份,展开对金鼎证券的布局。此外,开发金控在2005年7月5日向行政院金融监督管理委员会(以下简称金管会)申请投资金鼎证券5%~15%之股份,金管会于7月15日核准[开发金控其后又再申请一次,总计主管机关核准逾半数股份。参阅“金融控股公司法”(以下简称“金控法”)第36条第2项参照]。<sup>⑤</sup>

## (二)合纵连横策略之运用

金鼎证券于2005年8月公开明白表示不欢迎开发金控敌意并购,并积极备战固守张家经营权,金鼎证券随即推动合并第一证券、远东证券与环华证金,让金鼎证券股本从82亿元瞬间膨胀至172亿元。一旦四合一成功,开发金控当时持有金鼎证券的股权比率,立即被稀释到5%以下。借稀释(dilute)股权,提高敌意并购者并购难度。其中环华证券股本超过70亿元,是金鼎证券四合一后股本剧增的主因。

2005年9月开发金控公告,该集团已持有金鼎证券普通股股数达10.12%,成为金鼎证券最大的单一法人股东,<sup>⑥</sup>并快速反制金鼎证券四合一合并案,希望大华证券成为环华证券大股东,以降低开发金控后续并购成本。于2005年11月18日,在50日内,先以开发国际名义,与环华证券股东陆续预签股份买卖合同,取得股份达34.52%。随后,再以相隔超过50日的方式,安排开发国际、大华证券、中信证券、崧华投资、神创投资五家公司,与环华证券股东另签新买卖合同,以取代开

<sup>④</sup> 依据开发金2005年年报,开发国际为开发工银采权益法计价之被投资公司。

<sup>⑤</sup> 按既经核准投资,或许有人会问:为何开发金控持股不一举突破金鼎证券过半数股权?有谓是在当时政治氛围及本身有关当事人受到刑事调查下,开发金控接受主管机关之道德劝说所致。

<sup>⑥</sup> 开发金持有金鼎证股份0.92%,开发工银持股4.88%,开发国际持股4.32%。

发国际原先所签立的买卖合同。<sup>⑦</sup> 本项事实被台北地检署认定开发金控总经理辜○莹违反证交法强制公开收购之规定,于2009年9月21日被检察官追加起诉。<sup>⑧</sup>

同年12月因金鼎证券子公司金鼎期货股份有限公司爆发违法事件,金管会决议退回金鼎证券四合一合并案。随后,环华证金董事会决议终止前述合并契约,且有四成股权之股东转向支持开发金控,故金鼎证券所推四合一的合并乃告流产,但金鼎证券与第一证券及远东证券合并案(剩下之三合一)继续进行,开发金控持股稀释程度因而减少。

2005年11月开发金控召开临时董事会,监察人戴○义要求经理部门提出金鼎证券价值评估报告,惟会议主席董事长陈○在以未取得金鼎证券经营权,无法实地查核为由,并未处理戴监察人提议。2005年年底,开发金控及其子公司持有金鼎证券之持股比率已达32.11%。此期间金鼎证券极力希望引进新光金控充当“白马骑士”(white knight),来“拯救”金鼎证券,并与美国雷格斯集团(Legacy Partners Group)策略联盟,以对抗开发金控之步步进逼。

### (三) 开发金控采用公开收购进一步收购股权

2006年2月17日开发金控召开临时董事会决议对金鼎证券公开收购(tender offer;“证交法”第43条之1第2项~第43条之5),公开收购期间为2006年2月19日至3月1日,每股收购价:新台币14元。针对开发金控公开收购金鼎证券,金鼎证券2月19日召开临时董事会,做成“建议金鼎证券股东不参加公开收购”之决议。<sup>⑨</sup>

2006年2月22日金鼎证券与第一证券及远东证券合并过户截止日后,开发金控策反并收购远东证券大股东冠军建材之股权,远东证券

---

<sup>⑦</sup> 根据“证交法”第43条之1第4项授权,主管机关发布之“公开收购公开发行公司有限价证券管理办法”第11条规定:“任何人单独或与他人共同预定于五十日内取得公开发行公司已发行股份总额百分之二十以上股份者,应采公开收购方式为之(第一项)……”

<sup>⑧</sup> 1998年度莅追字第18号以违反“证券交易法”第43条之1第3项(强制公开收购规定)追加起诉辜○莹等11人。

<sup>⑨</sup> 按这项决议系依据“公开收购公开发行公司有限价证券管理办法”第14条第1项规定:“被收购有限价证券之公开发行公司于接获公开收购……后七日内,应就下列事项公告……二、就本次收购对其公司股东之建议,并应载明任何持反对意见之董事姓名及其所持理由。”所做之回应。

董事长林○义及胞兄林○德在合并基准日(2月27日)前将手中持有之7成远东证券股票全数卖给开发金控。金鼎证券2月27日宣布远东证券违反合并契约,终止与远东证券合并,并函知金管会。金管会认定金鼎证券仅以书函函知金管会并非申请撤销合并案,故三合一合并案仍有效。

2006年3月2日金鼎证券针对远东证券具争议之股东,动支新台币1.6亿元资金声请假处分,禁止远东证券大股东股东权行使。因该笔资金运用与证券本业无关,未经金鼎证券董事会通过,亦未取得主管机关同意,资金运用违反相关法令,金管会处分命金鼎证券董事长陈○珠停止执行业务1年。

此时,开发金控公布公开收购取得6300万股金鼎证券股份,其中3400万股来自开发国际(即前述开发金控子公司开发工银转投资之公司),占总收购股数一半以上(约53%);另外1500万股来自外资,散户投资人则应卖不到1500万股。应注意到,开发国际自2005年2月至4月即以短期投资名义陆续买进金鼎证券,总计持有3500万股,平均成本仅9.8元;开发国际以14元卖给开发金控,转手赚进约一亿四千万,获利率高达43%。此行为被台北地检署认定开发金控总经理辜○莹涉内线交易及背信罪等罪,于2009年4月27日遭到起诉。<sup>⑩</sup>

2006年3月13日开发金控应独立监察人陈○枝与独立董事朱○一要求召开临时董事会,会议中质疑2月17日董事会,经营团队未提供完整的信息供董事会判断。财政部在调查后发现公股代表同时亦为开发金控董事长陈木在作为虽符合规定,但在信息揭露、公司治理上的确有不尽周延之处,董事长陈○在乃自动请辞,因此财政部决定更换陈○在的公股法人代表资格。在经一番波折后,由前诚泰商业银行董事长林○一(现已去世)接任,并经开发金控临时董事会通过其出任董事长。

#### (四) 征求委托书大战

金鼎证券于2006年5月2日召开股东会,开会前金鼎证券及开发

---

<sup>⑩</sup> 台北地检署侦查终结于2009年4月27日以涉违反“证券交易法”第157条之1第1项(内线交易)及“金控法”第57条背信罪起诉辜○莹等11人。

金控分别展开征求委托书战争(proxy war)以壮大自己的实力,开会当日股东出席高达99.7%,可谓创下上市柜公司股东会出席率最高记录。金鼎证券公司派因掌握股东名册、寄发委托书时机等优势以及公司上下全体总动员之情况下,公开征求股数占股权数13.22%;开发金控公开征求股数占股权数3.19%。金鼎证券以约52%得票率取得五董一监席次,开发金控则以43%得票率取得四董一监,金鼎证券公司派防卫开发金控敌意并购第一回合可说成功。至于雷格斯集团入股金鼎证券60亿元之公司章程修正议案,在本次股东会经开发金控与金鼎证券公司派协商后,则撤案。

#### (五) 开发金控及工银名下的董监选票遭全数封存导致董监事改选闹双胞

金鼎证券自2006年6月起进入金鼎证券原公司派及开发金控共治时代,开发金控持续买入金鼎证券股份。因“金控法”规定,开发金控已属控制性持股(持有表决权股超过25%;参照“金控法”第4条)本应编制合并财务报表(参照“金控法”第47条),但开发金控因缺乏对金鼎证券实质控制力,金管会于2006年11月27日同意开发金控免将金鼎证券纳入金控合并报表编制范围。

2009年1月9日“行政院”提出“二次金改检讨报告”,此时金鼎证券员工也发起连署向“立法院”陈情,反对并质疑开发金控入主金鼎证券之合法性,一时之间产生社会对开发金控敌意并购反感,金鼎证券为二次金改受害机构之印象。引来跨党派立委大批开发金控。一般认为,在政治力介入下,开发金控辜家持股问题似成了金鼎证券案问题之来源,形势更复杂。

物换星移,2009年6月30日金鼎证券股东会董监事改选再次来到。本次会议总出席率96.95%(按金鼎证券公司派征求委托书占15.23%,开发金控占9.03%,故金鼎证券公司派可控制之表决权数比例为39.46%,开发金控可控制比例则为57.49%),态势极为紧张。会议一开始,在程序问题上,便发生本次金鼎证券股东会由原董事长请假并临时指派刚刚改派之法人董事(“公司法”第27条第3项)代理主席以主持会议是否合法的争议。但此一争议后来并未真正妨碍会议的持续进行。起先主导议事的金鼎证券公司派主席同意让开发金控投票,未

予阻挠,但在投完票,立法委员邱○及小股东紧接着发言,以开发金控3年前违法购入金鼎证券股票遭检方起诉,法院仍在审理中为由,将开发金控及开工银名下选票全数封存(占42.9%)。金鼎证券公司派主导的董监名单选出后,主席随即宣布散会。不愿承认选举结果的开发金控,立刻聚集逾57%的出席股权,同时宣布前述散会无效,继续开会,并于重行计票后宣布不同于金鼎证券公司派主导之版本的董监事人选(参照“公司法”第182条之1及“金鼎证券股东会议事规则”第6条第1项及第2项)。两方人马在上述2010年6月的股东会结束后,随即出现股东会结果哪一组是合法的棘手问题,这一争议也十分困扰主管公司登记之经济部。经济部随后决定不接受任何一方之董监变更登记。

#### (六) 临时管理人的选出——解决难题之曙光乍现

此际,金管会和投保中心也积极研商,持有1000股金鼎证券股票的投保中心评估由其提出声请合法性不足,拟由金管会驻会检察官的名义,向法院提出声请派任临时管理人。2010年3月台北地检署派驻金管会驻会检察官黄○元依“公司法”第208条之1,向台北地院声请选任金鼎证券临时管理人。2010年6月4日台北地院判决<sup>①</sup>金鼎证券股东会改选董监案开发金控胜诉,亦即开发金控版本的董事会合法。2010年6月14日台北法院裁定<sup>②</sup>由前投保中心董事长朱○铨、李○兴律师及吴○正会计师3人担任金鼎证临时管理人,金鼎证由临时管理人代行董事长及董事会之职权。此外,先前开发金控向法院声请停止金鼎证券董事长行使职权的假处分,法院一并裁准,金鼎集团总裁张○沼之子、时任金鼎证董事长张○铭先生将不能行使职权。

#### (七) 终于落幕

几经折冲,2010年7月25日群益证券及开发金控在证交所召开记者会,宣布公开收购金鼎证券股权,收购目标67%~100%的股权。另外,2010年8月27日开发金控辜○莹所涉内线交易、违反公开强制收

<sup>①</sup> 1998年度诉字第1086号判决。

<sup>②</sup> 1999年度司字第9号裁定。



购及背信罪部分一审判决无罪,伪造私文书部分判处有期徒刑1年。<sup>⑬</sup> 2010年9月21日金鼎证券经全体出席临时管理人讨论后,对群益证券公开收购金鼎证券无反对意见。<sup>⑭</sup> 群益证券自同年9月23日至10月6日公开收购金鼎证券股票,占金鼎证股份高达89%,远超过金鼎证券公司派、开发金控及群益证券三方签署并购协议规定的67%门槛。经由公开收购,群益证券买下金鼎证券89%股权,合并乃成为定局。金鼎证券于11月22日举行临时股东会改选董监事,通过与群益证券合并案,群益证券则也通过合并案。群益证券以绝对优势入主金鼎证券,并以群益证券为存续公司,金鼎证券为消灭公司,2011年5月21日为合并基准日,缠斗五年多的金鼎证券经营权之争终于落幕,留下很多敌意并购法律问题待解。

### 三、美国德拉瓦州公司法之观点<sup>⑮</sup>

#### (一) 概说

美国在20世纪80年代的并购时期中,产生了许多新的法律争议。其中在 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum*<sup>⑯</sup> 案,德拉瓦州最高法院提出两个重要的问题。首先,董事会是否有权力及义务去反对一个合理察觉该敌意并购有害于公司存在的威胁?其次,是否董事会的防御措施受经营判断法则的保护?德拉瓦州最高法院肯定的响应此两个问题。然而,“由于对董事主要是追求其自身利益而非追求公司及公司之股东们的利益的质疑是无所不在,最高法院认为此时董事们有一个‘加强之义务’(enhanced duty;有译为:强化义务),即需要在开始时先受司法

<sup>⑬</sup> 1998年度金重诉字第12号判决。

<sup>⑭</sup> 参见“公开收购公开发行公司证券管理办法”第14条第1项规定。

<sup>⑮</sup> See Randy J. Holland, *Delaware Directors' Defenses to Hostile Takeovers*, 2009/11/30; Edward P. Welch & Andrew J. Turezyn, *Folk on the Delaware General Corporation Law: Fundamentals*, Aspen Publishers, 2006 ed., at 159 - 171; Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law*, West Group, 2000 ed., at 310 - 313.

<sup>⑯</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

审查,以作为受经营判断法则效力保护之适用前提”。<sup>①</sup>

在 *Unocal* 一案中,德拉瓦州最高法院认为在采用防御措施而受经营判断法则保护推定前,最初的举证会落在董事们身上。首先,董事们必须证明他们是基于合理理由相信该敌意并购对公司政策和效率将造成危险。而董事们可以“借由基于其已尽之善意且合理的调查来满足其举证责任”。<sup>②</sup> 其次,董事们必须证明该防御措施是“与敌意并购威胁间有合理关系”。而且,如果由多数外部独立董事组成之董事会支持该敌意并购方案,则此一举证责任将必须大大地提高。<sup>③</sup>

在 *Revlon, Inc. v. McAndrews*<sup>④</sup> 案中,德拉瓦州最高法院认为当目标公司的经营阶层认定公司拆解(break up)是不可避免的或于出售公司时,如同在 *Unocal* 案中一样,经营判断法则适用于董事行为之前,“加强的司法审查”也应该在一开始即被运用。其实,这两个部分之问题是不同的。当一个公司被出售时,防御措施的问题显然是了无意义的。<sup>⑤</sup> 因为董事们的角色从公司事业之防卫者,转变成须为股东卖得最好价格的拍卖者。<sup>⑥</sup>

按此处“加强司法审查”标准的特色是:由法院决定关于董事决议过程的完足性,包括董事决策所依据之信息,以及依当时存在的情况判定董事行为的合理性。关于敌意并购的防御措施或进行出售公司的行为时,“董事们有最初的举证责任证明其系信息充足决策下所为之合理的行为”<sup>⑦</sup>。如果董事们成功地尽到其最初的举证责任,则此时举证将转由原告负最终举证责任,即借由证明董事们违反受托(受任人)义务,以推翻董事受经营判断法则保护的推定。

德拉瓦州最高法院的判决见解,在 *Unocal* 和 *Revlon* 案建立一个明

<sup>①</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 954 (Del. 1985).

<sup>②</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 955 [quoting *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548, 555 (Del. 1964)].

<sup>③</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 955 [quoting *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548, 555 (Del. 1964)].

<sup>④</sup> *Revlon, Inc. v. McAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

<sup>⑤</sup> *Revlon, Inc. v. McAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 182 (Del. 1986).

<sup>⑥</sup> *Revlon, Inc. v. McAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 182 (Del. 1986).

<sup>⑦</sup> *Paramount v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34, 45 (Del. 1994).

显的适用区分线。对敌意并购的防御措施只被允许在 Unocal 案下的情形;亦即,当公司非出售或公司的拆解非不可避免的情形;在另一方面,当公司要出售或公司的拆解是不可避免的情形,则防御措施未被允许。此一区分线是非常重要的。在 Time - Warner<sup>④</sup> 一案中,系争公司落在 Unocal 案下,属于防御行为是被允许的情形。相反的,在 Paramount v. QVC<sup>⑤</sup> 一案中,系争公司已同意公司控制权之更易;换言之,其意指公司将被出售,则此时防御措施是不被允许的。以下将详细讨论此等著名案例,以供比较法制参考。

## (二) 德拉瓦州重要案例回顾

本文以下的研究重点是落在 Unocal 案下,防御措施是被允许的这一边。首先,将先对德拉瓦州最高法院在 Unocal 案的事实及意见作讨论。其次,本文将简单地检视 Unocal 原则,如何在许多后续重要的德拉瓦州最高法院判决中开展。

### 1. Unocal 案

在 1985 年之 Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.<sup>⑥</sup> 判决事实中,被告公司董事会面对敌意并购者(Mesa 公司)之二阶段方式公开收购。Mesa 于第一阶段中以每股 54 美元取得 Unocal 公司约 37% 之股权,而 Unocal 董事会合理的相信该收购价格远低于公司股份应有之价值,Unocal 董事会乃采取“自我公开收购”(self-tender),亦即由公司自己扮演“竞争收购者”(competing bidder)之角色,但其自我公开收购则排除敌意并购者参与之权利。换言之,目标公司之自我公开收购将不收购该敌意并购者之持股,其争议即在于此种防御措施是否合法? Mesa 对于 Unocal 之“Mesa 除外条款”向法院申请初步禁制令(preliminary injunction),一审法院准许该禁制令。案经上诉至德拉瓦州最高法院,其主要争点即为 Unocal 董事会若有合理理由相信该敌意并购将伤害公司利益时,董事会是否有权力及义务反对该敌意并购之威胁,若答案是肯定的,则董事会所实行之防御措施是否受到经营判断

<sup>④</sup> *Paramount Comm, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990).

<sup>⑤</sup> *Paramount Coumm. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).

<sup>⑥</sup> *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

## 法则之保护?

在本案,德拉瓦州最高法院于一开始即就一家德拉瓦州公司的董事会有无权力去采用防御措施之基本争点展开论述。按一般法定授予董事会的权限是规定在德拉瓦州《公司法》的第 141 条(a)项,其规定的文字为:(a)除本章或公司章程另有规定外,依本章设立之每一公司的营业及业务,应由董事会经营或在其指挥下进行之。

因此,法院在 *Unocal* 案认为:“董事会有权力实行防御措施以响应敌意并购,是源自于合理地察觉到伤害的可能性存在(并且无论伤害来源为何),为保护公司财产(包括股东在内)须负之重大义务和责任。”<sup>②⑦</sup>在 *Unocal* 案中,德拉瓦州最高法院认为:“公司治理的广义内容,包含针对重大之公司(控制权)变动的争议,董事会并非仅是被动的机关。”<sup>②⑧</sup>

在承认前述原则后,*Unocal* 案中法院的意见转至董事当其面对敌意并购时行为之评估审查标准。在较早的 *Pogostin v. Rice*<sup>②⑨</sup> 一案中,德拉瓦州最高法院已经认为:“经营判断法则(包括作为评价董事行为的标准)可适用于并购的情形。”<sup>③①</sup>按经营判断法则,是一种推定公司董事作经营决策时,系依其充足信息行事,并且善意及诚实的相信其行为是为了公司的最佳利益下所作成。<sup>③②</sup>而经营判断法则的特征是:董事的决定如果可以被归因于理性的商业目的,则法院将不以其判断取代董事会的决定。<sup>③③</sup>

在 *Unocal* 案中,德拉瓦州最高法院承认:“当董事会面对一个尚未决定的并购要约时,其有责任去决定是否该要约符合对公司及股东的最佳利益。关于此方面董事会的责任,与其他董事会所承担的责任是没有不同的。且其对并购的决定也应与其他领域之经营决定一样受到

<sup>②⑦</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>②⑧</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>②⑨</sup> *Pogostin v. Rice*, 480 A.2d 619 (Del. 1984).

<sup>③①</sup> *Pogostin v. Rice*, 480 A.2d 627 (Del. 1984).

<sup>③②</sup> *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984) (citations omitted).

<sup>③③</sup> *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971). 有关经营判断法则之详细中文介绍,可参见刘连煜:“董事责任与经营判断法则之运用”,载《公司法理论与判决研究(五)》,2009年版,第1~41页。

尊重。然而,即便如此,过去判决还是存在对于董事会功能的适当行使有某种限制存在。这是由于董事主要是追求其自身利益而非追求公司及公司之股东们的利益的质疑是无所不在,从而,最高法院认为这时董事们有一个‘加强之义务’(enhanced duty),即需要在开始时先受司法审查,以作为受经营判断法则效力保护之适用条件。<sup>③</sup>”

面对此种固有的利益冲突,法院在 Unocal 案中认为:“董事们必须证明其有合理理由相信:因为其他拥有公司股权之人对公司的政策和效率存在危险。<sup>④</sup>”在 Unocal 案中,德拉瓦州最高法院指出:董事们可以“借由证明善意且合理的调查来满足其前述之举证责任……”<sup>⑤</sup>最高法院又指出:“如果由多数外部独立董事组成之董事会依上述的标准决议支持该敌意并购方案,则此一举证责任势将必须大大地提高。”<sup>⑥</sup>

因此,法院在 Unocal 一案认为:任何司法审判分析董事会行使公司权限阻挠敌意并购要约,应开始于“公司董事有为公司股东的最佳利益而为行为之受托(受任人)义务的基本原则下进行”。<sup>⑦</sup>在 Unocal 案判决出现之前,一些法律学者和经济学家认为:董事会对敌意并购威胁的响应应该是被动的。<sup>⑧</sup>但在 Unocal 案之后,被动响应并非是德拉瓦州公司法的见解。在 Unocal 案之后,董事会受托(受任人)义务下的注意义务扩大至保护公司和其所有人(股东)免于受到伤害,无论该威胁是来自第三人或其他股东。但这些权限并非绝对的。一个董事会并非拥有毫无拘束的裁量权限而以任何严苛的方法击败任何对公司的威胁。<sup>⑨</sup>

Unocal 案主要的限制,着重在对于敌意并购的防御措施是基于“董事们的行为不得仅仅或主要是出自永保自己席位的目的”<sup>⑩</sup>。此外,Unocal 案进一步认为:“不要以法律的借口,进行不公平的行为。”<sup>⑪</sup>

<sup>③</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>④</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>⑤</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>⑥</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>⑦</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>⑧</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>⑨</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>⑩</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>⑪</sup> *Schnell v. Chris - Craft Industries, Inc.*, 285 A.2d 437, 439 (Del. 1971).

在 Unocal 案,德拉瓦州最高法院想要确保:董事进行防御措施阻挠或阻止并购是基于善意,担心公司及其股东的福祉会受到侵害,以及在所有的情况下,董事是无任何诈欺或其他不当行为的情事。

再者,Unocal 案也提出了适用上衡平的要件。“如果一个防御措施是在经营判断法则的保护范围内,其必须与威胁间有合理关系。此需要董事分析并购要约的性质和其对公司事业的影响。关此考虑点的例子,可能包括:要约价格的不足够、要约的性质及时点、不法行为的问题以及除对股东外,还有对‘利害关系人’的影响(例如对债权人、客户、受雇人,甚至于对一般的小区的影响)、未完成交易的风险、以及在交易所中挂牌交易的证券质量之影响。”<sup>④</sup>总之,我们从 Unocal 案中学习的法则是:“德拉瓦州最高法院将不会以其判断来取代董事会的决策,除非法院有证据上的优势去证明董事面对敌意并购的决策主要是基于永保自己董事权位的动机,或一些其他违反受托(受任人)义务的行为,譬如诈欺、越权、欠缺诚信或信息不足等。”<sup>⑤</sup>

## 2. Moran 案

Unocal 案判决后的几个月,在 Moran v. Household Int'l, Inc.<sup>⑥</sup>一案中,德拉瓦州最高法院又重新检视当时用于公司并购的一个新的防御武器——优先股认股权计划(the Preferred Share Purchase Rights Plans),此计划有时称作股东权利计划(Shareholder Rights Plans);权利计划(Rights Plans)或毒药丸(poison pill)。在 1985 年,该防御措施的有效性吸引了全国性的关注。在 Moran 一案中,证管会及投资公司协会以法院之友(amicus curiae)身份所作之说明,充分支持上诉人的系争案件之见解。

在 Moran 本案,德拉瓦州衡平法院裁定“股东权利计划”是 Household 公司董事一个合法经营判断的行使。在上诉时,德拉瓦州最高法院对此亦肯定之。本文以下将说明 Moran 案的事实和德拉瓦州最高法院的判决要旨。

<sup>④</sup> Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>⑤</sup> Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>⑥</sup> Moran v. Household Int'l, Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

在 Moran 案中,股东权利计划的争议,系 Household 提供普通股股东在某些启动的条件下,每一普通股得认购一股的优先股。于此,有两个可以启动股东权利计划的情形。第一种是(任何第三人)对 Household 发动以取得 30% 以上之公开收购[所谓之 30% 启动(trigger)],第二种是任何个体或团体取得 Household 公司 20% 以上之已发行股份。

必须指出的是,“Household 并非在与公司掠夺者(敌意并购者)交战时才实行此一股东权利计划,但却作为一种预防机制以避免未来发生的可能”。<sup>⑤</sup> 其实这实际反映 Household 董事会忧心近来在金融服务业中并购活动确有频繁的增加,所造成的“预防”结果。

在 Moran 案中,德拉瓦州最高法院判决的主要争点在于:是否经营判断法则适用于采用“股东权利计划”的标准应该被检视。最高法院承认此一争点的许多疑义,在其最后作成的 Unocal 判决中已经有所决定。<sup>⑥</sup> 简言之,在 Unocal 案中,答案是肯定的,即可适用经营判断法则。

然而,Moran 案的事实是不同的,因为防御措施是被采取用来阻挡未来可能的敌意并购,而非用以对特定威胁所反应的一种措施。在 Moran 案中,德拉瓦州最高法院认为“检视一个事前规则的防御措施,其甚至是更合适适用经营判断法则来判断”。<sup>⑦</sup>

Moran 案法院认为在德拉瓦州《公司法》第 157 条规定董事会有权采取股东权利计划。Moran 案判决也一再强调依同法第 141 条(a)项赋予董事会固有权限以管理公司的营业和事务(business and affairs)<sup>⑧</sup>。尽管如此,Moran 案法院的意见特别指出,董事会有权采取股东权利计划并非系绝对的。

此外,Moran 案的判决意见中特别指出:“当 Household 董事会面对(敌意并购者之)公开收购及要求收回股东权利计划时,他们将不能任意地拒绝要约。他们将被要求检视是否在相同的受托(受托人)义务标准下,任何其他的董事会也将会决定采取一种防御措施;一如在相同

<sup>⑤</sup> *Moran v. Household Int'l, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

<sup>⑥</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>⑦</sup> *Moran v. Household Int'l, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

<sup>⑧</sup> *Unocal v. Mesa*, 493 A.2d at 953.

的标准下,他们会在一开始就决议采用股东权利计划一样。”<sup>49</sup>

法院既然已认为,对于采取股东权利计划是在董事会的权限范围内,Moran 案的法院自然必须审查决定是否董事已经达到其在经营判断法则下的举证责任。董事会会议记录反映部分董事所担心的事情,系关于在金融服务业持续增加的并购案件。最高法院认为董事会“合理地相信 Household 公司易受敌意并购策略之伤害而采取一个合理的防御措施以保护其自身”。<sup>50</sup> 因此,Moran 案判决的结论是:董事会为了目前之该目的,其决定应当被经营判断法则所保护。

然而,事情并未结束。Moran 案法院的结论意见中认为,“对于一个实际的敌意并购要约之最终响应,必须在当时针对董事行为来判断,且在此我们没有说解除董事对公司及股东基本的重要义务”。<sup>51</sup> 因此,如果有一个现存的敌意并购攻击存在,董事使用股东权利计划将必须被评价是否合法。

### 3. Revlon 案

在 Moran 案中法院所作的观点,预告了在几个月后出现的 Revlon 判决中法院所作的决定。

1985 年之 Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. <sup>52</sup>—案系起源于 Pantry 公司对目标公司 Revlon 公司展开敌意并购,并表示在收购后,将解散 Revlon 公司并将公司资产出售。Revlon 公司董事会以 Pantry 公司之收购价格不合理且收购对公司造成威胁为由,拒绝其公开收购要约(tender offer),并且实行买回公司股份以及发行毒药丸之防御措施。之后,由于 Pantry 公司不断提高收购价格,防御措施无法有效吓阻,故 Revlon 公司另寻求 Forstmann Little 公司作为“白马骑士”。然 Forstmann Little 公司所提收购案由于是采融资收购方式为之,收购后亦将会解散 Revlon 公司并出售其资产,但 Revlon 公司董事会仍一致同意此由“白马骑士”所提出之收购条件,同时为确保 Forstmann Little 公司与 Pantry 公司间激烈竞争的收购能够成功,又与 Forstmann

<sup>49</sup> *Moran v. Household Int'l, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

<sup>50</sup> *Moran v. Household Int'l, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

<sup>51</sup> *Moran v. Household Int'l, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

<sup>52</sup> *Revlon, Inc. v. McAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).



Little 公司签订相关 lock-up 契约(包括锁定资产选择权、2500 万美元高额终止费等)以及黄金降落伞等契约,因而 Pantry 公司遂主张 Revlon 公司董事违反其受托义务。<sup>⑤</sup>

简言之,在 Revlon 案中,为响应敌意并购提案,Revlon 公司董事们除采取股东权利计划外,董事会也采取许多其他的防御措施。在 Revlon 案判决中,德拉瓦州最高法院认为:直到董事会授权管理阶层出售公司而与第三人商讨收购或合并以前的防御,包括多重多样的防御措施,是被允许的。相反的,在董事会授权管理阶层出售公司而与第三人商讨收购或合并行为的时候,则没有防御手段会被允许。董事的角色从公司的防卫者变为拍卖者。此时,董事的义务是为股东争取最好的价格。<sup>⑥</sup> 本件法院认为,Forstmann Little 公司已取得有利条件进行竞争收购,Revlon 公司复再与 Forstmann Little 公司签订交易保护措施(前述锁定资产选择权契约等)之行为,使原本得继续竞价之竞争收购停止,该签订保护契约行为不符合上述拍卖者义务,故属于违反董事之受托义务。<sup>⑦</sup>

值得注意的是,该法院并明白指出:当董事会允许经营阶层进行与第三人磋商合并或收购有关事项时,即可认定该公司即将被出售。<sup>⑧</sup> 本文认为,法院此一明确见解,对于 Revlon 法则的运用,至为重要。

总之,吾人可说 Moran 和 Unocal 案法院的意见在 Revlon 案被适

<sup>⑤</sup> *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d 173, 177 (Del 1986)

<sup>⑥</sup> *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d, at 182. (原文为:“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.”)

<sup>⑦</sup> *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d, at 183 - 184.

<sup>⑧</sup> See Edward P. Welch & Andrew J. Turezyn, *Folk on the Delaware General Corporation Law: Fundamentals*, Aspen Publishers, 2006 ed., at 159.

用。在 Revlon 案中的董事可以适当地采取股东权利计划作为一种防御措施。然而,一旦公司将被出售,其将不能留下该防御或其他适当的防御措施。

#### 4. Time - Warner 案

在 1989 年的 Time - Warner 判决<sup>⑦</sup>进一步解释 Unocal 和 Revlon 案的区别以及如何适当使用防御措施。本案,在最初的并购契约中提到 Time 公司和 Warner 公司可能开始合并。关此,第一个被德拉瓦州最高法院提出来的问题是:是否 Time 公司与 Warner 公司所签订之最初的合并契约已属将出售公司?德拉瓦州最高法院认为 Time 和 Warner 的最初的合并契约并没有援引适用 Revlon 法则的义务,因为这里没有控制权的更换以及 Time 公司的拆解并非不可避免的。

然而,当 Paramount 发动敌意并购时,在 Time 和 Warner 间的合并契约被修正以供 Time 得以购买 Warner。在 Time - Warner 一案,德拉瓦州最高法院认为,本件修正的协议是一种对 Paramount 敌意并购威胁的回应防御,且 Time - Warner 修正的协议被放置于 Unocal 案所建立标准下作分析。德拉瓦州最高法院在 Time - Warner 案认为,在 Unocal 标准下,防御措施于转换合并契约成为购买契约是合乎比例原则的,所以可被允许。

#### 5. Unitrin 案

公元 1995 年,在 Unocal 案判决作成后的第十年,于 Unitrin v. American General(以下简称 AG)<sup>⑧</sup>一案中,德拉瓦州最高法院审理此一件涉及防御措施作为阻挠敌意并购的案子。Unitrin 案的事实是很明确的。本案并购公司 AG 公开宣称与 Unitrin 以每股 50 美元总计达 26 亿美元的合并计划。某些 Unitrin 公司的股东以原告身份,向衡平法院起诉禁止 Unitrin 公司于“股份买回计划”(防御措施)中买回其自己公司的 1000 万元的股票。

在 Unitrin 本案,德拉瓦州最高法院认为:“衡平法院在适用 Unocal 一案所要求之比例原则加以检视时,着重在是否股份买回计划是一个

<sup>⑦</sup> *Paramount Comm., Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990).

<sup>⑧</sup> *Unitrin v. American General*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

‘非必要’的防御措施,系有所错误的。”<sup>59</sup>反之,依最高法院见解,衡平法院应该作“加强司法审查”。其审查议题有二:首先,是否 Unitrin 董事会所实施股份买回计划过于严苛,即造成预先排除(preclusive)或产生强制(coercive)的效果;其次,如果此行为非属过于严苛的情形,则其是否在合理的范围内防御并购公司 AG 的收购要约。<sup>60</sup>

本案原告股东们最初主张:Unitrin 的董事会以实施股份买回计划的方式出售公司。这意味着董事在 Revlon 标准下有义务,而非依 Unocal 的标准行事。<sup>61</sup>然而,衡平法院裁定股东没有确立“合理的”可能性,即股份买回计划构成控制权的移转(从 Unitrin 公众股东到具股东身份的董事)。<sup>62</sup>此一裁定并未被上诉,因此德拉瓦州最高法院决定以 Unocal 标准适用于 Unitrin 案。

在 Unitrin 案中,德拉瓦州最高法院分析指出:评估“挑战目标公司的董事会面对敌意并购时的防御措施,最高法院认为衡平法院应该评价董事会的所有反应,包括每个防御措施的正当理由,以及该防御所达到的结果。当目标公司的所有防御措施是密切相关时,则 Unocal 原则要求这些防御行为被集体地审查,如同对所感知威胁的单一反应一般”。<sup>63</sup>从而,本案除了采取权利计划(Rights Plan)的防御外,Unitrin 董事会也采取股份买回计划,但均必须禁得起 Unocal 案的比例原则检视。

德拉瓦州最高法院当时检视过去适用 Unocal 原则的案件,并发现:“一个直接关联性存在于:是否合乎比例原则的发现与司法审查是否防御措施属严苛的(因其具有强制的或预先排除效果的本质)之间”。<sup>64</sup>例如,在 Time - Warner 案中,德拉瓦州最高法院认为“Time 董事会的防御措施是合理且符合比例原则的,因为该董事会并非欲以其

<sup>59</sup> *Unitrin v. American General*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

<sup>60</sup> *Unitrin v. American General*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

<sup>61</sup> *See Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d at 182.

<sup>62</sup> *See Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).

<sup>63</sup> *Unitrin v. American General*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

<sup>64</sup> *Unitrin v. American General*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

管理阶层所支持之方案勉强股东接受;换言之,其非强制的;且无预先排除 Paramount 对合并后之 Time - Warner 公司进行并购要约,故也非预先排除性质”。<sup>⑤</sup>

在 Unitrin 案,德拉瓦州最高法院提到其也适用“Unocal 案的比例原则审查标准(proportionality test)于 Moran v. Household Int'l, Inc. 案董事会采纳的股东权利计划”。<sup>⑥</sup> 在 Moran 一案,“法院在承认股东权利计划的采纳,是在董事会的法定权限内之后。”德拉瓦州最高法院判决:“股东权利计划的实施对于敌意并购的理论上威胁是符合比例原则的防御措施。在理由上,部分是因为其并未‘剥夺’股东接受公开收购的权利,且也无重大的限制委托书征求之竞争”。<sup>⑦</sup> 换言之,其不具预先排除的性质。

在 Unitrin 一案,德拉瓦州最高法院简述其如何适用 Unocal 比例原则审查标准的发展。其认为:“至少董事会对威胁回应所采取防御措施的两个严苛性质,已成为司法审查的焦点”。<sup>⑧</sup> 在 Unitrin 案,德拉瓦州最高法院认为:从发布 Unocal 意见起,它一贯地认为防御措施具预先排除(preclusive)或强制性质(coercive)者,视为严苛的(draconian)。因而,这些被视为严苛的防御措施,在德拉瓦州法律下是不被允许的。

在 Unitrin 案,法院意见也提到:“如果防御措施并非严苛的,因为无强制或预先排除的性质,Unocal 比例原则审查标准要求司法审查的重点会转换为:是否‘在合理的范围内’(the range of reasonableness)<sup>⑨</sup>。适当的及合乎比例的防御措施系被允许作为阻挠可察觉的敌意并购威胁。当公司不是被出售时,则董事会是公司的防卫者及公司股东的保护者。防御措施必须无强制或预先排除性质这个事实,并未因此禁止董事会对敌意并购者出现在公司门前(指已发生并购事实)以前,不可

<sup>⑤</sup> *Unitrin v. American General*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

<sup>⑥</sup> *Moran v. Household Int'l, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

<sup>⑦</sup> *Moran v. Household Int'l, Inc.*, 500 A.2d 1357 (Del. 1985).

<sup>⑧</sup> *Unitrin v. American General*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

<sup>⑨</sup> *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34, 45 - 46 (Del. 1994).

对敌意并购作防御之反应”。<sup>⑩</sup>

在 *Unitrin* 案,德拉瓦州最高法院解释:“采‘合理的范围’标准之理由是:当董事会防御可察觉的并购威胁时,董事会有弹性的需求以履行其对公司及股东的受托(受任人)义务。”<sup>⑪</sup>此必然结果是司法限制的要求。因此,于 *Unitrin* 案,德拉瓦州最高法院的意见认为:“如果董事会的防御响应并非严苛的(预先排除或强制),且在合理的范围内,法院不应以其判断取代董事会的决策。”<sup>⑫</sup>换言之,董事会的防御措施是经营判断法则所保护的。

### 6. *Quickturn* 案

另一件检视对抗敌意并购的案子,是从衡平法院上诉至最高法院的重要判决。本件争执起因于一个进行中的敌意并购要约者 *Mentor* 公司欲收购目标公司 *Quickturn* 公司而来。<sup>⑬</sup>

*Quickturn* 董事会采取两个防御措施,以响应 *Mentor* 公司的敌意并购要约。首先,董事会修改公司内部细则(*by-law amendment*),该办法原允许持股 10% 以上的股东得召开特别股东会;其次,董事会修正 *Quickturn* 公司的股东权利计划(以下简称权利计划)排除其“永久型”(dead hand)特征,并以“延缓赎回计划”(deferred redemption provision)取代,其结果将会限制新上任之董事会在特定条件下(新任董事会之多数董事系由敌意并购者之支持下当选),于 6 个月内对于“毒药丸”失去赎回权限,如果赎回的目的或效果会促使其与“利害关系人”(interested person)交易(按此利害关系人系指:提出董事人选、正式提名董事或曾给予董事会上新的董事选举在财务上支持者)。在此定义下,*Mentor* 公司会是位利害关系人。延缓赎回计划的影响是延迟新任董事会的能力,亦即由 *Mentor* 公司提名选任之董事会在其被选任的 6 个月内,不可在与任何利害关系人交易下,赎回权利计划或所谓之“毒药丸”。

本件衡平法院认为,*Quickturn* 董事会采取前述修改公司内部细则

<sup>⑩</sup> *Unitrin v. American General*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

<sup>⑪</sup> *Unitrin v. American General*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

<sup>⑫</sup> *Unitrin v. American General*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

<sup>⑬</sup> *Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro*, 721 A.2d 1281 (Del. 1998).

并未违反存在于 *Unocal* 案及其后出现的案例中有关受托(受任人)义务的原则。惟衡平法院就此修改内部细则的裁定并非在其后上诉德拉瓦州最高法院之争点内。

德拉瓦州最高法院分析 *Quickturn* 一案的权利计划中的所谓“延缓赎回计划”时,系适用其既有先例有关董事会有权限采取股东权利计划或毒药丸的见解。在前述 *Moran* 案中,最高法院认为:“依第 141 条(a)赋予董事会固有权限以管理公司的营业和事务(business and affairs),此点已提供董事会额外的权限以制定股东权利计划。”<sup>⑭</sup>因此,德拉瓦州最高法院赞同在 *Moran* 案中采取的股东权利计划系董事会合法行使其经营判断的看法。<sup>⑮</sup>然而,如前所述,在 *Moran* 案最高法院又认为:“对并购要约的最终回应必须以董事行为当时来判断,且在此我们没有说解除他们对公司及股东基本的受托(受任人)义务。”<sup>⑯</sup>

在 *Quickturn* 案,我们可发现德拉瓦州最高法院一再重复下面见解:“一项德拉瓦州公司法最基本的原则是董事会须为管理公司的营业和事务负最终的责任。第 141 条(a)要求任何限制董事会的权限须规定于公司章程内。”<sup>⑰</sup>但 *Quickturn* 公司章程并未有规定任何限制董事会的权限的条款。

德拉瓦州最高法院在 *Quickturn* 案中,所特别注意的问题点是:“延缓赎回计划会禁止新任董事会在 6 个月内完全地履行其对公司及其股东的重要管理义务。”<sup>⑱</sup>最高法院认识到:“延缓赎回计划虽只限制董事会的一方面权限而已,但其仍然限制了董事会对股东的重要领域里的权限——协商一个可能的公司出售机会。”<sup>⑲</sup>因此,在 *Quickturn* 案,德拉瓦州最高法院认为延缓赎回计划在德拉瓦州公司法第 141 条(a)下

---

<sup>⑭</sup> *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346, 1353 (Del. 1985), citing *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum co.*, 493 A.2d 946, 953 (Del. 1985).

<sup>⑮</sup> *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346, 1353 (Del. 1985), citing *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum co.*, 493 A.2d 946, 953 (Del. 1985).

<sup>⑯</sup> *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d at 1357.

<sup>⑰</sup> Del. Code Ann. tit. 9, § 141(a). See *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, 1280 (Del. 1989).

<sup>⑱</sup> *Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro*, 721 A.2d 1281 (Del. 1998).

<sup>⑲</sup> *Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro*, 721 A.2d 1281 (Del. 1998).

是不合法的,该条授予任何新选任的董事会有完全的权限管理一个德拉瓦州公司的营业和事务。<sup>④</sup>

德拉瓦州最高法院为了解释在 *Quickturn* 案中的判决理由,其再次评述德拉瓦州公司董事的受托(受托人)义务是不可免除的。最高法院也引用其以前在 *QVC* 案的判决谓:“于契约的内容,或其条款中,意图要求董事会的行为或不行为导致如同限制其受托(受托人)义务的行使系非法且不可强制执行的。”<sup>⑤</sup>由此类推,本案中之延缓赎回计划“似以实质的方式限制新任董事在管理事务上的决策自由”。<sup>⑥</sup>因此,“此计划违反每一新任董事在案由提交到董事会时,应行使其最佳判断于案由上的义务”。<sup>⑦</sup>

### 7. Liquid Audio 案

另外一件关于对敌意并购的防御是有名的 *MM v. Liquid Audio*<sup>⑧</sup> 案。*Liquid Audio* 是一家公开上市的公司。超过一年的时间,MM 极欲取得 *Liquid Audio* 公司的控制权。在这段努力期间,MM 宣布其打算在下次的 *Liquid Audio* 年度选举会议上提名属于它自己的候选人并占 *Liquid Audio* 公司董事会的两个席次。

随着时间的推移,MM 所支持的提名人将在公司年度股东会上被选出而取代现任的两位 *Liquid Audio* 董事会成员,已十分明显。但此规划给现任的董事带来极大的压力及关注。面对预期失去的两名“友善的”董事,*Liquid Audio* 宣布董事会已修正公司内部细则增加董事会规模,成员由五人变为七人。董事会也宣布 *Lames D. Somes* 及 *Judith N. Frank* 已经被任命填补新增的董事职位。<sup>⑨</sup>

紧接着在 MM 的两位被提名人于 *Liquid Audio* 董事选举后就任,MM 便提出对于内部细则修正案的诉讼,挑战董事会任命两名新额外

<sup>④</sup> Del. Code Ann. tit. 8, § 141(a). See, e. g., *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34, 41-42 (Del. 1994).

<sup>⑤</sup> See *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d at 51. See, e. g., *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d at 1281).

<sup>⑥</sup> *Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro*, 721 A.2d 1281 (Del. 1998).

<sup>⑦</sup> *Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro*, 721 A.2d 1281 (Del. 1998).

<sup>⑧</sup> *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.*, 813 A.2d 1118 (Del. 2003).

<sup>⑨</sup> 按有些国家公司法可由董事会任命新的董事,此点与台湾地区“公司法”不同。

的 Somes 和 Frank 董事。在修正的控告状中,MM 主张 Liquid Audio 董事会的扩张时机及董事会任命的两名新任董事违反先前德拉瓦州在 Blasius<sup>⑥</sup> 及 Unocal 案中的原则。据 MM 的主张,该董事会的行动阻挠了 MM 企图得到至少 1 年可在董事会的“实质存在”(substantial presence),且因而保证了 Liquid Audio 的现有管理阶层拥有对董事会控制权或“实质存在”(substantial presence)至少多了 2 年。<sup>⑦</sup>

按德拉瓦州最高法院在 Liquid Audio 案的见解,先开始于一基本观念的检视。“最重要的公司治理原则是在公司内部股东和董事会之间的权利分配功能。股东的权利是有权对特定事务行使表决权,特别在选举董事一事上。公司管理权限是赋予在股东会适当地选出之董事会成员身上。因此,虽这些‘德拉瓦州公司法的重要原理提供了控制权与所有权分离’的看法,但董事管理的权限的合法性仍来自股东权利上[虽然法院也说股东权利已被描绘成具‘理想性的基础’(ideological underpinning)的特性]”<sup>⑧</sup>。”

在 Liquid Audio 案,最高法院认为“于股东选举董事的权利和董事会董事管理公司的权限之间,在权利分配中保持适当的平衡,是取决于董事选举时股东未受阻碍的有效投票权利。”<sup>⑨</sup>德拉瓦州最高法院一再反复地指出:“如果股东无法满足他们选出之管理阶层的表现或行为时,公司民主(corporate democracy)的效用是:董事重新选举时,股东可替换现任的董事。”<sup>⑩</sup>因此,几年前,德拉瓦州最高法院认为:“本州岛法院将不允许藉由操作这部公司机器或在德拉瓦州法律借口下阴谋破坏‘公司民主’。据此,在董事继任者之选举上,股东行使投票权,如已被有效地挫败和否认时,谨慎的司法审查将会介入。”

数十年来,德拉瓦州最高法院和其衡平法院作出的判决,“仍是一丝不苟的谨慎检视任何董事会行为有无故意介入或阻碍由股东有效运

<sup>⑥</sup> Blasius Indust., Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).

<sup>⑦</sup> MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d 1118 (Del. 2003).

<sup>⑧</sup> MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d 1118 (Del. 2003).

<sup>⑨</sup> MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d 1118 (Del. 2003).

<sup>⑩</sup> MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d 1118 (Del. 2003).



作的公司民主,特别是董事的选举一事”。<sup>④</sup>

### 8. Stroud 案

在 *Blasius*<sup>⑤</sup> 案,知名之法官 Chancellor Allen 阐释谓:“尤其是在 *Blasius* 一案中董事选举争夺席次的特别背景下,当董事会行为的主要目的是介入或阻挠股东投票权的有效行使时,司法审查如亦步亦趋地顺从传统的经营判断法则标准是很不适当的(因为所牵涉之议题是受托人与受益人股东间权限划分之问题,非商业判断,故无经营判断法则之适用)。”在 *Blasius* 一案,原告证实董事会行为的主要目的是介入或阻挠股东投票权的有效行使,惟衡平法院 Chancellor 对此并未采取一个自动无效的原则。反之,Chancellor 认为这样的情况要求加强司法审查。据此,董事会须“负担沉重的举证责任证明其有不得已之正当理由(compelling justification)为此类行为”。<sup>⑥</sup> 在之后的 *Stroud v. Grace*<sup>⑦</sup> 案,德拉瓦州最高法院认为 *Blasius* 案的“不得已之正当理由”必须是被运用在 *Unocal* 案的加强司法审查范围的情形。

在 *Liquid Audio* 案,衡平法院依据 *Unocal* 的加强司法审查标准,适当地决定检视董事会对于扩张成员(从5人到7人)的防御行为。衡平法院认为该防御行为并未具预先排除的或强制的性质。因为从 *Unitrin* 案可知,如果一个防御措施并非严苛的,因为其非强制也非有预先排除的性质,则在 *Unocal* 案下比例原则的检视,要求加强司法审查的焦点会转至“合理的范围”内。

如前所述,在 *Unocal* 案的要件中,任何防御措施与威胁间应符合比例原则且是合理的。然而,在 *Liquid Audio* 案的情况下,衡平法院并未“认知到保护股东选举权又特别重要”。<sup>⑧</sup> 因为衡平法院已经认为:

<sup>④</sup> *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.*, 813 A.2d 1118 (Del. 2003).

<sup>⑤</sup> *Blasius Indust., Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988). 按本案目标公司 *Atlas* 董事会面对 *Blasius* 之敌意并购,决定将其董事席次由原先7人增为9人,并任命两人担任此新职。

<sup>⑥</sup> *Blasius Indust., Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).

<sup>⑦</sup> *Stroud v. Grace*, 606 A.2d 75, 92 n.2 (Del. 1992). 本案之相关议题讨论, See Edward Welch & Andrew Turezyn, *FOLK on the Delaware General Corporation Law: Fundamentals*, 2006 Ed., Aspen, at 133.

<sup>⑧</sup> *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.*, 813 A.2d 1118 (Del. 2003).

Liquid Audio 董事会防御措施的主要目的是介入或阻止股东的选举权有效的行使于董事选举竞争中,故董事会负有举证其行为有不得已之正当理由。惟该董事会无法满足该举证责任。故在 Liquid Audio 一案,德拉瓦州最高法院最后认为系争董事会席次的扩张(从 5 人到 7 人)是不合法的。

### 9. 小结

关于董事会如何针对敌意并购行使防御措施的问题上,吾人可回想本文先前已讨论之德拉瓦州法院最著名的 Revlon 和 Unocal 案件所建立的一个明显的区隔线。

在 Revlon 案这一面,没有防御措施会被允许。一个公司在 Revlon 案这一边会有三种情况:第一,当公司被出售;第二,当其同意控制权的移转;第三,当公司被拆解是不可避免的。在这些情况下,董事会的义务是为股东取得最好的价格。

如在 Unocal 案另一面,当公司寻求抵抗敌意并购以及保持公司独立。在此背景下,董事的义务是保护公司和其股东。而在 Unocal 案,法院认为,董事会必须确认威胁存在,然后在合理的范围内作符合比例原则的响应。

在 Unitrin 案,判决解释了预先排除和强制的防御是不被允许的,因为他们是严苛的且在合理的范围之外。

在 MM v. Liquid Audio 案,法院认为如果防御的主要目的是介入或阻止股东选举权的有效运作,董事会必须提出一个为了防御的不得已正当理由。但运用上须注意,只有在董事会的举证符合较高的“不得已正当理由”标准下才可以。

此外,当一个董事会采取不只一个防御措施时,如果这些措施对于董事会已确认的威胁是合乎比例原则的,则德拉瓦州最高法院在判决时将整体地一并检视这些防御措施是否合理。

## 四、台湾地区法制之分析

### (一) 开发金控敌意并购金鼎证券案综合评析

从前述开发金控敌意并购金鼎证券之案例中观察,无论合纵连横策略之运用(如金鼎证券使用四合一或三合一合并案以稀释开发金控股权)或引进“白马骑士”或策略联盟对象或进行征求委托书战争,在现行法下,只要手段合法,原则上似均应被允许作为防御措施。然而,综观本案,除一如其他经营权争夺案例,本案继续凸显股东会主席对议事进行握有强势主控权者,是经营权争夺之一时胜败的关键因素外,更有问题的是,如以前述美国法之判例原则审思,在股东会时将竞争之一方选票全数封存不计票的剧烈防御方法是否合理?手段是否合乎比例原则?是否不用受到禁止权利滥用之限制?甚至是否相关人有构成刑法背信罪之虞(违反忠实义务;“刑法”第342条)?以及是否有诚信遵守经营权争夺游戏规则的基本法治观念(特别是一方已取得地方法院假处分命令准许投票之情形下)?甚至有人怀疑采用此一手段是否有经过董事会之决议?此等疑义,似均值得关心公司法制者严重关切。关此,本文认为,如果从前述美国法所建立之判例原则而论,此一手段之适法性,恐有问题。

此外,在公司治理与防御措施之关系上,假设金鼎证券当时设有独立董事席位(或其监察人能发挥监督功能),则其情况是否会有不同?这是一个值得研究观察的有趣议题。关此,美国哈佛大学法学院 Lucian A. Bebchuk 教授等人以实际数据研究指出,美国独立董事在防止经营者滥用防御措施上,并未能发挥功能。<sup>⑤</sup>

### (二) 董事会中立原则

如前所述,面对敌意并购时,欧洲有些国家(如英、德)之立法例似

---

<sup>⑤</sup> 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).

较倾向采取“董事会中立原则”,其立法政策,无非是对董事主要是追求其自身利益而非追求公司及公司之股东们利益的利益冲突仍有所质疑,或是由股东是公司之所有者的角度切入所致,或是基于股东平等原则而来,<sup>⑦</sup>故主张由股东会(德国则由监事会)<sup>⑧</sup>决定是否实行防御措施。然而,反对此制者,则以为此制实益并不大,因为台湾地区之公开发行公司一般均有控制大股东(controlling shareholders)存在,目标公司经营者由于往往也是大股东,因此欲取得股东会同意(持股再加上透过征求委托书)以进行防御措施并不困难。另外,采取“董事会中立原则”,有时正给予目标公司经营者借由股东会决议正当化其行为的借口,反而在其防御措施不合比例原则、不合理之情形下难以追究董事会违反受任人(受托)义务之责任。此外,技术上而言,召开股东会旷日废时,似乎难以应付奇招百出、迫在眉睫之敌意并购方式。其实,理论上而言,敌意“公开收购”才有较多时间(期间一般是10~50天)可让目标公司股东会反应。

### (三) 董事会优先原则

按台湾地区“公开收购公开发行公司有价证券管理办法”<sup>⑨</sup>第14条第1项规定:“被收购有价证券之公开发行公司于接获公开收购……后七日内,应就下列事项公告……二、就本次收购对其公司股东之建议,并应载明任何持反对意见之董事姓名及其所持理由。”由此规定,似可见台湾地区“法”并未采取像有些国家一样以法律要求董事会对敌意并购应持中立主义(当然,目标公司事实上是可公告对特定收购者采中立立场,让股东自行决定是否接受收购要约)。因此,在现行法下,台湾地区似较倾向美国法(如德拉瓦州公司法)采取较开放的态度,亦即实行“董事会优先原则”,将防御措施之决定交由董事会依其

<sup>⑦</sup> 参见陈彦良:“反并购措施法制之研析(上)”,载《台湾地区本土法学杂志》2006年第86期;及陈彦良:“反并购措施法制之研析(下)”,载《台湾地区本土法学杂志》2006年第87期。

<sup>⑧</sup> 按德国由监事会决定是否实行防御措施,是体现员工及股东共同决定之精神,因大型企业之监事会是由员工及股东共同组成。故此制带有浓厚社会主义色彩之精神。

<sup>⑨</sup> 2009年12月29日“行政院金融监督管理委员会”金管证字第0980069191号令修正。

专业经营知识判断之。<sup>⑨</sup>

此外,“公司法”第 202 条规定:“公司业务之执行,除本法或章程规定应由股东会决议之事项外,均应由董事会决议行之。”由此可知,股东会虽为公司之最高意思机关,惟为避免股东会职权太大,致过度干预公司经营管理之专业决策,并为符合企业所有与经营分离之原则,台湾地区“公司法”明定股东会得为决议之事项以公司法或章程规定者为限,以此作为股东会与董事会两机关权限分配之原则。换言之,台湾地区“公司法”第 202 条也赋予董事会固有权限以管理公司的营业和事务。项规定似乎也提供“董事会优先原则”另一个坚实的基础。

当然,这里可能牵涉一个基本问题:本条所称“公司业务之执行”究竟何所指?有无包括并购及反并购之决策及执行在内?持广义见解者可能认为,从现代公司并购已是企业业务茁壮的不二法门来看,并购应可说是现代公司业务的重要一环。相同的,反并购决策似亦如是看待,才称妥适。当然,在现行法下,也有可能不同于前述看法之狭义见解存在,认为此处所谓公司业务应指公司所营事业而已,不包括并购等之非经常性公司业务活动。关此问题,依本文前述美国德拉瓦州公司法之说明,在 Unocal 案,德拉瓦州最高法院显然采取广义见解以解释类似台湾地区“公司法”第 202 条规范内容之德拉瓦州公司法的第 141 条(a)项条文内涵。

针对上述解释上疑义,本文亦从广义见解。否则于面对敌意并购时,如目标公司现有经营者只能捆绑双手,眼睁睁看着他人可能强取豪夺经营权或公司资产,甚至伤害公司利益,恐也不符董事会应为保护公司财产(包括股东在内)所须负之重大义务和责任。只是董事会防御措施,应符合比例原则、合理及诚信等游戏原则之制约而已。相信如能如此,再经由市场机制,最后也应能合理决定出经营权谁属,不致产生

---

<sup>⑨</sup> 学者有谓:台湾地区法制并未对反并购措施立法规范,但无碍于目标公司董事会中立义务存在之可能。参见陈彦良:“反并购措施法制之研析(下)”,载《台湾地区本土法学杂志》2006 年第 87 期。

类似开发金控敌意并购金鼎证券案的两败俱伤结果。<sup>⑩</sup>

#### (四) 现行法制下防御措施之选择可能

##### 1. “毒药丸”

当然,可能有人会认为开发金控敌意并购金鼎证券案件最后之所以失控(指将对手选举权全数封存),这是因为台湾地区虽然倾向采取董事会优先原则,但是遇有敌意并购时,除发动委托书征求战争外,<sup>⑪</sup>目标公司董事会能采用的合法防御措施却不多。例如,类似其他国家常用之“毒药丸”防御措施(如前述 Moran 案所使用之防御计划),即难以使用。按所谓之“毒药丸”,系在国外常被用来作为一种对抗敌意并购之防卫措施。其发展至今种类已多,日益繁杂。其大致的概念是指:对于公司之现有(普通股)股东发给一种新的特别股或权利或认股权凭证,且该股份或权利或凭证附有一定之启动条件,若在一定条件成就后,有认股权利之股东(敌意并购者无此权利)得以取得新股,借以稀释敌意并购者之持股,使其并购成功之难度升高或产生持股价值降低之不利益。<sup>⑫</sup>因为台湾地区“公司法”有股东新股认购权(参照“公司法”第 267 条第 3 项)以及所谓之股东平等原则,故恐无法以“毒药丸”排除敌意并购者之认股权利。除非系经由私募方式为之,但私募须经股东会特别决议行之(“证交法”第 43 条之 6),非目标公司董事会即可单独决议为之。前述金鼎证券公司派为抵抗开发金控敌意并购企图引进雷格斯集团入股金鼎证券无法成功,便是难获股东会决议通过之例子。

##### 2. 股份交换

截至目前为止,在台湾地区较为可行之稀释敌意并购者持股之防

---

<sup>⑩</sup> 学者方嘉麟教授主张就经营权归属,股东会应有权就此等事项决议,其略谓:“倘特定股东已获得多数股权支持,让自己支持的议案于股东会通过,则应尽速让该股东取得经营权……”参见方嘉麟:“论股东会与董事会权限之划分——对经营权争夺之影响”,载政治大学法学院财经法中心编:《财经法新课题与新趋势》,元照,《政治大学法学丛书 66》,2011 年版,第 44 页。

<sup>⑪</sup> 有关“委托书征求”,台湾地区主要之规范系“证券交易法”第 25 条之 1 及其授权制定之“公开发行公司使用委托书管理规则”,其详细介绍,参见赖英照:《最新证券交易法解析》,2011 年 2 月再版 2 刷,第 232~265 页;刘连煜、林国全、洪秀芬、曾宛如:“股东会委托书之管理”,元照,2007 年 5 月。

<sup>⑫</sup> 有关讨论,参见林国彬:“敌意并购防卫措施之研究——以财务性防御措施中之毒药丸为主要范围”,载《台北大学法学论丛》2009 年 9 月。

御措施是依据“公司法”第156条第4项之“股份交换”规定,即“公司设立后得发行新股作为受让他公司股份之对价,需经董事会三分之二以上董事出席,以出席董事过半数决议行之,不受第二百六十七条第一项至第三项之限制。”惟亦有学者方嘉麟教授认为,股东会亦得以股东会决议令董事会于一定期间内不得为股份交换之决策行为。按方教授之所以如此主张,实因其认为凡与经营权有关事项,均应从宽认定股东会有权决议。<sup>⑨</sup>

### 3. 董事可否分期改选?

至于公司董事可否分期改选(有译为“董事交错任期制度”; staggered boards)以对抗敌意并购者顺利取得过半数董事席次?设若公司已于章程中明订实行董事分期改选制度(以下简称董事分期改选),并依该制度召开股东会选举部分董事,则公司就该次选出之董事向主管机关申请办理变更登记,主管机关可否拒绝办理?

关此,主张肯定见解者,认为可分期改选之理由如下:第一,公司将全体董事分类为数组,于不同年度改选,每年仅改选部分董事,此一制度在美国已行之有年,考其优点乃在于每年仅改选部分董事,使其他有经验之董事得以留任,并将公司治理之传承予新任之董事,有助于公司治理之稳定性。第二,台湾地区目前虽尚无董事分期改选之个案,惟依台湾地区“公司法”第195条第1项规定:“董事任期不得逾三年,但得连选连任。”法律仅就董事任期设有3年之上限,并未限制各董事需同时改选,故基于公司治理,于章程中明订实行董事分期改选,错开董事任期并分期改选者,应属可行。<sup>⑩</sup>

至于采否定见解之理由如下:现行实务上,股东会选举董事时,均系选举全体董事,尚无董事分期改选之情形。在现行“公司法”架构下,是否有空间可允许公司于章程订定董事可分期改选,不无疑义。依

<sup>⑨</sup> 参见方嘉麟:“论股东会与董事会权限之划分——对经营权争夺之影响”,载政治大学法学院财经法中心编:《财经法新课题与新趋势》,元照,《政治大学法学丛书66》,2011年版,第45页。

<sup>⑩</sup> 惟因有累积投票制之问题,每次改选席次应有两席董事以上才可,如仅改选一席董事将与累积投票制相抵触而不合法。相关讨论,参见刘连煜:“累积投票制与应选董事人数之缩减”,载《公司法理论与判决研究(一)》,1995年版,第23~34页。

“公司法”第203条规定:“董事会由董事长召集之。但每届第一次董事会,由所得选票代表选举权最多之董事召集之。每届第一次董事会……”,法条既称“每届”董事会,如采董事分期改选制度,每年仅改选部分董事,则所谓每届董事会,系何所指?不无疑义;又依《公司法》第201条规定:“董事缺额达三分之一时,董事会应召开股东临时会补选之。”如采董事分期改选制度,将与上开规定,产生扞格之处。是以,在现行“公司法”架构下,尚不允许公司章程采董事分期改选制度。故董事分期改选制度,似涉及修法,属立法政策问题,目前经济部采否定说。<sup>④</sup> 本文则认为现行法下仍有透过解释允许公司章程实行董事分期改选制度之空间。当然如须诉诸立法,亦值得明文引进,以利公司遇敌意并购时,可供作为经营权争夺之防御措施之一。

#### 4. 立法政策的讨论

台湾地区现行法制既然倾向于采取“董事会优先原则”,立法政策上似宜检讨公司经营者究竟可以采取何种防御措施,例如应否开放上述公司董事可分期改选,等等。否则如“让目标公司董事会为自己利益,任意实行抵制措施而伤害股东权益”,实非保护投资人应有的方法。<sup>⑤</sup> 本文认为,为保护投资人利益及让经营者有所警惕,目标公司如系上市柜公司,且其董事会之防御措施如有不合理、不合比例原则之情形,除可追究相关负责人违反董事受任人(受托)义务之责任外,应考虑在情节严重下停止股票交易。

再者,“公司法”第23条第1项规定之文字为:“公司负责人应忠实执行业务并尽善良管理人之注意义务,如有违反致公司受有损害者,负损害赔偿。”另外,“企业并购法”(下称“企并法”)第5条则规定:“公司依本法为并购决议时,董事会应为全体股东之最大利益行之,并应以善良管理人之注意,处理并购事宜(第一项)。公司董事会违反法令、章程或股东会决议处理并购事宜,致公司受有损害时,参与决议之董事,对公司应负赔偿之责。但经表示异议之董事,有记录或书面声明可证者,免其责任(第二项)。”由上述“公司法”与“企并法”规

<sup>④</sup> 2011年3月16日,经商字第10002405040号函。

<sup>⑤</sup> 参见赖英照:《最新证券交易法解析》,2011年2月再版2刷,第296~297页。



定加以比较观察,下列问题值得思考:(1)当公司面对敌意公开收购时,被收购公司若欲采取反并购防御措施,应由董事会或股东会决定?(2)反并购防御措施有无“企并法”第5条之适用可能?亦即,反并购防御措施是否仅须顾及被收购公司全体股东最大利益才可?(3)如反并购防御措施仅考虑被收购公司全体股东最大利益,未考虑其他利害关系人(如该公司员工、债权人)之利益是否妥适?(4)董事若违反“企并法”第5条第1项规定,股东对董事有无损害赔偿请求权(“企并法”第5条第1项是否为受害股东之请求权规范基础)?此等问题,迄今较少学者论及,本文拟抛砖引玉就并购直接相关之议题,详论如下:

首先,“企并法”第5条是否会使“公司法”第23条第1项的义务产生变化?由于“企并法”第5条系规定董事会应“为全体股东之最大利益行之”,与“公司法”第23条的为“公司”尽忠实及善良管理人注意义务文字上有所不同。前者的忠实、注意义务之对象系对股东,后者则系对公司,而且所谓为全体股东的最大利益及为公司利益是否互相完全一致?不无疑义。

当然,吾人或许可说原则上公司与股东的利益应该是相一致的,惟台湾地区“企并法”和“公司法”的立法文字上的差异,会生公司负责人的受任人(受托)义务究竟是对谁负责的争议问题。例如,除公司与全体股东外,是否包含其他利害关系人(stakeholder)?参照美国法,现在已经有超过三十几个州立法允许公司的经营者在从事决策的工作时,“可以”考虑除了股东以外的利害关系团体的利益问题(康乃迪克州之规定原系强制性性质,但于2010年也改为任意性质)。<sup>⑩</sup>

从法律规定文字而言,台湾地区“企并法”第5条似过于狭隘,如果董事只须对全体股东负责,会不会造成企业社会责任论理架构上的困难?是否与当代公司社会责任的思潮相符?由于“公司法”第23条第1项规定公司董事负责对象是“公司”,某种程度上似可为公司的社

<sup>⑩</sup> 美国这些州立法的情形及讨论,参阅 Choper, Coffee & Gilson, *Cases and Materials on Corporation*, Fifth Ed. 2000, Aspen Law & Business, 第41~48页;刘连煜:《现代公司法》,2010年9月增订6版,第38页;刘连煜:“企业并购时董事之受任人(受托)义务——农民银行与合库合并案最高法院九十九年度台上字第二六一号判决及其历审判决评析”,载《月旦法学杂志》2011年第195期。

会责任建立坚实之基础架构(但其缺点则是股东并无直接请求权,股东仅能代位请求;参阅“公司法”第214条、215条);反之,在“企并法”,并购及反并购决策仅考虑股东最佳利益,似乎就会失之偏颇。虽然现在“公司法”的学说主流还是以股东优先主义(shareholder primacy)为主,但全然只为股东利益的贯彻是否妥当?不无疑问。例如有关债权人、劳工等利益问题,在董事决策时须否考虑进去?值得再思考。因此,正确的立法方式应系朝向企业社会责任思考模式才是正确的方向。至少不能全以股东的利益为考虑,法规如显然排除其他利害关系人之利益,似非良策。

在实务上,台湾地区“高等法院”民事判决1996年度重上字第145号,则是肯定“企并法”第5条的对象应包括股东外之其他利害关系人。该则判决谓:“‘公司法’关于公司负责人之忠实义务及注意义务,于第23条第1项规定:‘公司负责人应忠实执行业务并尽善良管理人之注意义务,如有违反致公司受有损害者,负损害赔偿责任。’以为具体规范,此规定于董事自亦有其适用。准此,董事除应具备相当能力以履行注意义务外,仍应具有忠实执行职务之操守,此为公司赋予董事执行业务权力相对之基本要求。注意义务系指公司董事在处理公司事务时,所应注意之事项和程度之客观要求;至于忠实义务系指公司董事于执行业务时,应尽力为公司谋取最大利益并禁止有损害公司利益行为之主观要求。而企业并购法有关董事于企业并购时应尽之义务则于第5条第1项:‘公司依本法为并购决议时,董事会应为全体股东之最大利益行之,并应以善良管理人之注意,处理并购事宜。’依此文义,董事会关于企业并购之决议时,除应尽‘善良管理人之注意义务’外,其忠实义务应以‘全体股东之最大利益’为考虑。惟查:(1)依企业并购法第5条第1项之立法理由‘股份有限公司之董事系由股东会选出,董事执行业务自应以全体股东之最大利益为之,故第一项明定董事于进行并购决议时,应为全体股东最大利益行之,不得为董事本人之利益或公司之大股东或指派其担任董事之法人股东等其他人之利益作为决议并购行为之考虑,且董事受公司有偿委任,执行公司业务,参照《民法》第535条及公司法第23条之规定,应以善良管理人之注意处理公司并购事宜。’以观,堪认该条所规定‘善良管理人之注意义务’与‘公司法’第

23 条相同。至所谓‘应为全体股东之最大利益行之’，则重在强调不得仅考虑部分董事或股东之利益，而应考虑股东整体之利益以为并购之决策。(2)而公司之经营运作，涉及各种不同利害关系人之利益冲突，例如：大股东与小股东、股东与债权人、股东与员工、股东与经营者等，而负责经营决策者，其任务即在合理调和此等利害冲突，使符合公司整体利益之最大化，此即‘公司法’第 23 条第 1 项忠实义务之规范意旨所在。在企业并购之情形，上述各项利害对立、冲突亦复存在，例如：涉及股东利益之换股比例、并购后公司员工是否留任之生计问题、公司向来建立之传统延续等，考虑并调和此等对立、冲突，始能使并购程序顺利进行，以实现发挥企业经营效率、提升公司整体价值之并购目的。准此以观，实难认董事会于企业并购之决策时，得无视于其他利害关系人之利益而仅顾及股东之利益，应认董事所负忠实义务之对象实系针对公司整体而言，董事于处理并购事项时，全体股东之最大利益固为其考虑之重要依据，仍须顾及并调和与其他利害关系人之利益冲突，以追求公司整体利益之最大化。易言之，毋宁谓公司整体利益之最大化即为全体股东之最大利益，董事会关于企业并购之决议时，应尽之忠实义务乃以追求‘公司之最大利益’考虑依据。”

关此，台湾地区“高等法院”此一推理及结论诚值赞同。惟法院透过迂回解释的方式得到董事会亦须对其他利害关系人负责的结果，此解释结果是否逸脱“企并法”第 5 条第 1 项条文文义之可能范围？是否同样会受到其他法院之支持？特别是“最高法院”永远不变的认同，仍有待观察。<sup>109</sup> 本文认为“企并法”第 5 条法律文字仍可重新加以斟酌，毕竟“高等法院”此一解释并无坚强之法律依据，可能随时被挑战。

其次，“企并法”第 5 条第 1 项是否不同于“公司法”第 23 条第 1 项而赋予股东一个直接的诉权？亦即，在董事会为并购决议时未尽到忠实及注意义务时，得否作为股东的请求权基础？虽然理论上言，应得作为股东的请求权基础，惟由于法未明文，立法理由亦未写明，实务操作

<sup>109</sup> 本件最高人民法院 1999 年度台上字第 261 号完全认同同案台湾地区高等法院民事判决 1996 年度重上字第 145 号判决的见解。

上似难认股东有直接诉权。至于第5条第2项规定的主体系“公司”,<sup>⑩</sup>因此该项也不能作为股东的请求权基础。所以即使有第1项的“为全体股东之最大利益行之”,却因为法无明文似难认股东因并购决议受有损害时,得以本条向公司董事请求损害赔偿。当初起草者或可能谓:基于当初立法急迫而未于本文明示此旨。本文虽亦肯定本条项应作为股东的请求权基础,惟认为似仍须修法明定之,以有利股东权利之主张,较为妥适(但其他利害关系人对董事应无直接请求权,仅其利益得被董事决策时考虑)。

最后,“企并法”第5条第1项的“公司”系指并购公司或被并购公司(即目标公司)?是否仅限于敌意并购时始得主张?或合意并购时亦得主张?本文认为,不论敌意并购或合意并购皆有适用,且本条项的“公司”,应该指并购公司及目标公司,皆包括在内。惟在面对敌意并购时,目标公司的防御措施是否系为了股东的最大利益即可?抑是应平衡考虑相关当事人利益?此外,目标公司董事可否以“经营判断法则”抗辩其采取敌意并购之防御措施是合法的?对于前者,如上所述,本文认为现行“企并法”文字下,解释上恐仍有争议,有待有权解释机关进一步厘清。关于后者,因具体案例情形不同,“经营判断法则”抗辩能否成立,答案也不能一概而论。当然,应注意的,不是只有敌意并购存在上述问题,在友善并购(或称合意并购)下,只要发生利益冲突时,亦会有是否违反受任人(受托)义务的问题发生。针对上述疑难,或许美国德拉瓦州公司法相关司法判决的见解,其有关法理及精神适足以提供我们司法具体运用时或者公司法制再次修法时之参考。

## 五、结 语

从开发金控敌意并购金鼎证券案件,我们可以有下面几点结论及

---

<sup>⑩</sup> “企并法”第5条第2项规定:“公司董事会违反法令、章程或股东会决议处理并购事宜,致公司受有损害时,参与决议之董事,对公司应负赔偿之责。但经表示异议之董事,有纪录或书面声明可证者,免其责任。”

省思:

对于敌意并购,各国立法政策上是否应采取董事会中立主义或董事会优先原则,涉及每一国家股东信息不对称、公司股权结构及公司治理等复杂问题,可能一时之间仍仁智互见,无法有共识。例如,不相信公司董事会之“公司治理”功能者,恐怕对采取董事会优先原则会存有疑虑,因为他们必定会认为董事仅对自己之董事席位及利益关切,哪里可能真正关心公司及股东之利益而进行防卫措施。

此外,在台湾地区现行法较倾向于采取董事会优先原则下,目标公司董事会对敌意并购所采取之防御措施是否违反受托人义务,则不是假议题而是真实必须立刻面对的问题。前述美国司法实务的宝贵经验,或许其核心判决精神(特别是 Unocal 及 Revlon 案所建立之法则)一定程度也值得台湾地区司法实务在追究公司负责人民事或刑事责任时参考。当然,台湾地区司法相关审查的能力,也须进一步提升才能克竟其功。另外,虽学者普遍认为敌意并购具有制裁无效率经营者之公司治理上功能,惟对于金融机构(特别是银行及保险业)是否适合作为敌意并购之对象,因涉及金融稳定等问题,实值得进一步加以探讨。

总的来说,敌意并购在亚洲国家特别是华人的世界,由于目标公司真正负责人之爱面子,不容他人强取其公司经营权的观念根深蒂固,一定程度也使这个问题更加复杂,研究法社会学的学者或许有兴趣针对这个有趣而重要的问题从事深入研究。