

非合意收購法制芻議

壹、問題之提出：從日月光兩次公開收購矽品談起

- 一、日月光兩次公開收購始末
- 二、若干觀察
 - (一) 收購提案的決定權歸屬有待釐清
 - (二) 收購提案應對措施似有不足
 - (三) 審查機制不明

貳、收購提案決定權的配置

- 一、收購提案決定權之思辨：美國法的討論
 - (一) 董事決定論
 - (二) 股東決定論（董事消極論）
 1. 股東否准論（董事無為論）
 2. 股東選擇論（董事提案論）
 - (三) 董事決定限制論
 - (四) 董事決定審查論
- 二、若干觀察
 - (一) 非合意收購之利弊
 - (二) 收購價格的決定
 1. 董事與股東間之資訊不對稱
 2. 收購溢價的追求
 - (三) 非合意收購之監督功能
 - (四) 公司永續存在的價值
 - (五) 小結

參、防禦措施的充實：以毒藥丸為例

- 一、運作機制
- 二、效用分析

三、我國現行法制下之可行性評估

- (一) 施放途徑
- (二) 差別待遇效果的創造
- (三) 資本總額的限制

四、小結：防禦性認股權憑證之確立

肆、審查機制的建立

一、非合意收購主要審查機制之觀察

- (一) 公開收購申報
- (二) 僑外投資及陸資來臺投資
- (三) 結合申報
- (四) 有價證券發行
- (五) 其他目的事業主管機關之審查
- (六) 小結：現行機制的過與不及

二、審查機制之比較法考察

- (一) 英國：收購及合併委員會
- (二) 美國德拉瓦州：法院

三、建構審查機制的若干思考

- (一) 審查客體的劃定
- (二) 審查主體的決定
 - 1. 內部審查
 - 2. 外部審查
- (三) 審查標準的內涵
- (四) 小結

伍、結論

壹、問題之提出：從日月光兩次公開收購矽品談起

在企業整併的態樣中，非合意收購往往引人注目，從南港輪胎、開發金併金鼎證至日月光公開收購矽品案，莫不皆然。撇開各該案件的話題性，不同非合意收購案件雖各自有其脈絡，但亦有共通的法律議題，日月光兩次公開收購矽品，則可謂集大全，若能以該案為始，鳥瞰非合意收購之相關問題，或將有助於我國法制的發展。

在此問題意識下，本文擬先整理提出日月光兩次公開收購矽品之始末¹，並觀察其中所凸顯的法律議題，以為後續討論之準備。

一、日月光兩次公開收購始末

2015年8月21日，日月光半導體製造股份有限公司（以下簡稱「日月光」）發布重大訊息，自2015年8月24日至9月22日，以每股新臺幣45元作為對價，公開收購矽品精密工業股份有限公司（以下簡稱「矽品」）已發行之普通股，並以每單位美國存託憑證（表彰矽品普通股5股）新臺幣225元之美元現金作為對價公開收購矽品流通在外之美國存託憑證，而以矽品已發行股份總數5%之股份應賣為收購條件，最高收購數量相當於矽品已發行股份總數25%之股份²。

對於日月光之公開收購，矽品依公開收購公開發行公司有價證券管理辦法（以下簡稱「公開收購辦法」）第14條之1第1項規定組成審議委員會，該審議委員會在審議日月光之公開收購文件後，提出以下四點理由，於2015年8月28日建議矽品股東勿參加應賣³：（一）矽品2015

1 本文僅是藉此個案作為論述的出發點，尚無意亦無完整資訊得以就該案內容進行臧否，合先敘明。另以下所引用之資訊，除另有指明，主要將來自於公開資訊觀測站，<http://mops.twse.com.tw/mops/web/index>（最後瀏覽日：2017年3月4日）。

2 日月光2015年8月21日下午4點35分重大訊息公告。

3 矽品2015年8月28日下午2點重大訊息公告。矽品審議委員會並於2015年9月7日上午7點20分提出兩點補充意見，惟仍不脫原先4點意見的範圍，故於此未

年 8 月 21 日（含）最近 90 個營業日之每日成交均價為每股 44.87 元，以之為設算基礎，日月光所提出之公開收購價格為每股 45 元，收購溢價僅約為 0.29%；（二）根據矽品取得之合理性意見書，矽品股份之合理交易價格區間為每股 48.91 至 60.58 元，日月光提出之收購價格低於合理交易價格區間下緣；（三）日月光在相關公告及申報中皆聲明本次公開收購純屬財務性投資，並無介入經營矽品業務之計畫，然而日月光亦公開表示面對全球競爭加劇，半導體產業加速整併趨勢日益明顯，公開收購矽品股權之目的在於尋求建立日月光與矽品合作的基礎及機會，這兩個聲明互相矛盾，矽品審議委員會無法瞭解日月光之此次公開收購之真實目的；（四）日月光此次公開收購，事前完全未與矽品進行溝通以致矽品毫不知情，形同利用國內股市震盪之際對同業競爭者進行突襲，此為國內企業鮮見之行徑，與矽品之企業文化有所迥異，加上其公開收購之目的矛盾不明，其公開說明書之內容亦相當空洞，關於未來日月光與矽品之間的同業競爭、客戶關係、業務影響、員工安排等問題皆充滿高度不確定性。除了矽品審議委員會之意見，矽品董事會並聘請摩根大通銀行臺北分行為獨立財務顧問取得意見書，顯示日月光所提出之公開收購對價並不足夠，而以該意見書及矽品審議委員會之四點意見為基礎，不建議矽品股東參與應賣⁴。

在對日月光公開收購依據公開收購辦法向股東提出建議同時，矽品並於 2015 年 8 月 28 日公告與鴻海精密工業股份有限公司（以下簡稱「鴻海」）簽訂意向書，擬成立策略聯盟由矽品與鴻海各自發行新股進行當時公司法第 156 條第 8 項之股份交換⁵，由鴻海取得矽品增資後之 21.24% 股權，矽品取得鴻海增資後之 2.20% 股權，換股比例為鴻海普通

予引用。

4 矽品 2015 年 8 月 28 日下午 7 點 2 分重大訊息公告。除了重大訊息所公告，矽品並於 2015 年 9 月 10 日發出致股東公開信，籲請股東勿參加公開收購應賣，可參見矽品公司網站，<http://www.spil.com.tw/chinese/about/?u=2>（最後瀏覽日：2016 年 1 月 3 日）。

5 於 2018 年 11 月公司法修正後，該規定則改列第 156 條之 3。

股 1 股換發矽品普通股 2.34 股⁶，並決議於 2015 年 10 月 15 日召集股東臨時會，討論章程修正及取得或處分資產處理程序修正案⁷，擬提高公司資本總額，並增加矽品得投資個別有價證券之上限，以應與鴻海股份交換等需求⁸。

對於矽品與鴻海的策略聯盟，日月光於策略聯盟消息發布當日（2015 年 8 月 28 日）亦發布重大訊息，除表示其公開收購不受影響，並指出在矽品與鴻海的股份交換中，矽品股份之換算價格為每股 37.86 元，低於日月光提出之公開收購價格，鼓勵矽品股東參與公開收購的應賣⁹。嗣後，日月光之公開收購於 2015 年 9 月 18 日公告條件成就，並於 9 月 22 日公開收購期間屆滿時，收購取得矽品相當於已發行股份總數約 25% 股份¹⁰，並於 2015 年 10 月 1 日辦理交割¹¹。矽品與日月光經營團隊，則於 2015 年 9 月 23 日首次會面¹²。

日月光於公開收購期間屆滿同日（2015 年 9 月 22 日），向臺中地院聲請假處分禁止矽品股東臨時會之召集¹³，矽品及日月光並各自提出多封公開信，向矽品股東表達其立場¹⁴。日月光之假處分聲請雖為臺中地

6 矽品 2015 年 8 月 28 日下午 6 點 5 分重大訊息公告。該策略聯盟案嗣後經矽品董事會於 2015 年 9 月 15 日決議通過（矽品 2015 年 9 月 15 日下午 7 點 24 分重大訊息公告）。

7 矽品 2015 年 8 月 28 日下午 8 點 39 分重大訊息公告。

8 矽品精密工業股份有限公司，民國 104 年第一次股東臨時會議事手冊，頁 3-4，矽品精密工業股份有限公司，2015 年。

9 日月光 2015 年 8 月 28 日下午 10 點 50 分重大訊息公告。

10 日月光 2015 年 9 月 22 日下午 4 點 55 分重大訊息公告。

11 日月光 2015 年 9 月 29 日下午 5 點 3 分重大訊息公告。

12 經濟日報，張虔生訪林文伯反對換股案，2015 年 9 月 24 日 A5 版。

13 矽品 2015 年 11 月 20 日下午 7 點 50 分重大訊息公告。

14 日月光部分，可見其 2015 年 8 月 28 日、9 月 25 日、9 月 28 日、9 月 30 日、10 月 1 日及 10 月 5 日於公司網站發布之公告或公開信，http://www.aseglobal.com/en/IR_c/ir_announcements.asp（最後瀏覽日：2016 年 1 月 3 日）；矽品部分，則係於 2015 年 9 月 15 日、9 月 24 日、9 月 28 日、10 月 5 日、10 月 6 日於公司網站發布公告或公開信，<http://www.spil.com.tw/chinese/about/?u=2>（最後瀏覽日：2016 年 1 月 3 日）。

院於 2015 年 10 月 13 日駁回¹⁵。惟矽品提出之章程及取得或處分資產處理程序修正案，亦未獲股東會通過¹⁶。

2015 年 12 月 11 日，矽品公告與大陸之紫光集團有限公司（以下簡稱「紫光」）擬進行策略聯盟，由紫光控制之公司以私募方式認購股矽品普通股，矽品董事會並決議於 2016 年 1 月 28 日召集 105 年第 1 次股東臨時會，討論矽品章程修正案及私募案¹⁷。然對於此一策略聯盟案，立法院於 2015 年 12 月 18 日通過主決議，要求現階段政府不得開放陸資投資半導體設計產業，且紫光投資矽品等三家封測公司案，經濟部未向法院報告影響評估前不得許可¹⁸。矽品董事會嗣後於 2016 年 4 月 28 日決議與紫光終止私募案，並與紫光合意終止相關認股協議書以及策略聯盟契約¹⁹。

相對於矽品與紫光的策略聯盟，日月光於 2015 年 12 月 14 日公告向矽品董事會提議以每股普通股現金新臺幣 55 元、每單位美國存託憑證新臺幣 275 元之價格，取得矽品全部股權²⁰，此項提議經矽品回應將於 2015 年 12 月 28 日召集董事會進行討論²¹，日月光則於 2015 年 12 月 22 日公告通過董事會決議，將於同年 12 月 29 日以上開條件，公開收購相當於矽品已發行股份總數 24.71% 之普通股及美國存託憑證，並表示在矽品 105 年第 1 次股東臨時會未通過章程修正案及私募案，或是矽品終止與紫光私募案並撤銷召集 105 年第 1 次股東臨時會之任一條件成就下，將推動矽品董事全面改選，在取得過半席次後，再推動矽品與日光光的

15 日月光 2015 年 10 月 13 日下午 4 點 53 分重大訊息公告。

16 矽品 2015 年 10 月 15 日下午 7 點 14 分重大訊息公告。

17 矽品 2015 年 12 月 11 日下午 6 點 33 分及 7 點 8 分之各則重大訊息公告。據媒體報導，本件私募案完成後，紫光將取得矽品增資後約 25% 股權，日月光持股將降為 18.7%（經濟日報，砸 687 億 紫光入股矽品南茂，2015 年 12 月 12 日 A1 版）。

18 經濟日報，陸投資我 IC 設計 立院封殺，2015 年 12 月 19 日 A3 版。

19 矽品 2016 年 4 月 28 日上午 11 點 30 分重大訊息公告。

20 日月光 2015 年 12 月 14 日下午 7 點 36 分重大訊息公告。

21 矽品 2015 年 12 月 21 日下午 5 點 43 分重大訊息公告。

股份轉換，使矽品成為日月光的 100%子公司²²。對此，矽品於 2015 年 12 月 28 日之董事會，決議暫緩召集 105 年第 1 次臨時股東會，並在日月光終止第二次公開收購且合意協商的基礎上，將對於日月光之 100%收購提案進行評估²³。日月光於 2015 年 12 月 28 日公告對於矽品董事會決議之回應，表示將續行公開收購，但將維持矽品之存續及矽品公司名稱、留任矽品全體董事、經營團隊並維持其現有之薪酬及相關福利、維持矽品現有的員工福利、工作條件及人事規章，留任矽品全部員工以保障其工作權，惟要求矽品必須依相關契約約定或法令規定終止或撤銷紫光參股案（及其他任何將稀釋矽品股權之參股或其他任何交易案）²⁴。

接續上開董事會決議，日月光於 2015 年 12 月 29 日公告，自 2015 年 12 月 29 日至 2016 年 2 月 16 日，以每股現金新臺幣 55 元、每單位美國存託憑證新臺幣 275 元之價格，公開收購矽品股份，最高收購數量為相當於矽品已發行股份總數 24.71%之股份，並以矽品已發行股份總數 5%之股份應賣為收購條件²⁵。

矽品審議委員會於 2016 年 1 月 7 日提出審議結果，認為日月光之第二次公開收購有以下疑慮，而對之持保留態度²⁶：（一）根據矽品審議委員會取得之合理性意見書中，矽品股份之合理交易價格區間分別為每股 56.33 至 68.6 元及 58.32 元至 63.44 元，日月光提出之收購價格低於上述區間；（二）日月光之收購價格與私募應募人入股相同，然比較兩案之控制權取得性及取得股份流通性，日月光應出較高之溢價，始為合理；（三）日月光本次公開收購說明書並未揭露其是否經過完整評估及向各國家或地區之主管機關進行申報之情形，臺灣行政院公平交易委員會（以下簡稱「公平會」）與其他國家或地區反托拉斯主管機關對反托拉斯案之審核時間長短不一，若日月光未能在公開收購期間內取得反托拉斯

22 日月光 2015 年 12 月 22 日下午 6 點 29 分重大訊息公告。

23 矽品 2015 年 12 月 28 日下午 1 點 30 分重大訊息公告。

24 日月光 2015 年 12 月 28 日下午 9 點 21 分重大訊息公告。

25 日月光 2015 年 12 月 29 日上午 7 點 31 分重大訊息公告。

26 矽品 2016 年 1 月 7 日下午 6 點 25 分重大訊息公告。

主管機關之核准，恐有導致應賣人股份不能交割之風險。對此，矽品董事會亦採同見解，而對日月光之第二次公開收購持保留態度²⁷。

另一方面，日月光在提出結合申報後，因公平會決議延長該案的審議時間，故日月光延長公開收購期間至 2016 年 3 月 17 日²⁸，而因公平會並未於 3 月 17 日前作成是否准予結合之決定，日月光第二次公開收購因條件未成就而無法完成。2016 年 3 月 23 日，公平會認為第二次公開收購已無實施可能，宣布終止審議日月光之結合申報²⁹。2016 年 5 月 26 日，日月光與矽品發表聯合聲明，將合意推動籌組新設控股公司，以（一）日月光每 1 股普通股換發新設控股公司普通股 0.5 股，及（二）矽品每 1 股普通股換發現金新臺幣 55 元之對價，同時由新設控股公司取得日月光及矽品百分之百股權³⁰。雙方嗣後於 2016 年 6 月 30 日召集董事會，決議並簽署共同轉換股份協議³¹，於 2018 年 2 月 12 日股東臨時會通過後，新設控股公司於同年 4 月 30 日掛牌³²。

根據以上資訊，日月光公開收購矽品，可進一步彙整相關主要事件如下表 1：

27 矽品 2016 年 1 月 7 日下午 6 點 38 分重大訊息公告。

28 日月光 2016 年 2 月 24 日下午 5 點 37 分重大訊息公告。

29 公平交易委員會，「有關日月光及矽品結合案，所繫之公開收購業於 105 年 3 月 17 日屆期，故客觀上本結合案已無實施之可能，公平會爰予中止審議」（2016 年 3 月 23 日新聞資料，相關資訊留存於 Perma.cc，2016 年 5 月 20 日），網址：<https://perma.cc/7RKG-UBMK>。

30 日月光 2016 年 5 月 26 日下午 6 點 9 分重大訊息公告、矽品 2016 年 5 月 26 日下午 6 點 00 分重大訊息公告。

31 日月光 2016 年 6 月 30 日下午 8 點 55 分重大訊息公告、矽品 2016 年 6 月 30 日下午 9 點 7 分重大訊息公告。

32 聯合晚報，日月光控股 4/30 台美無縫掛牌上市，2018 年 2 月 25 日 B2 版。

表 1：日月光公開收購矽品相關主要事件

事件 時間	日月光 公開收購	矽品鴻海 策略聯盟	矽品紫光 策略聯盟
2015 年 8 月 21 日	日月光公告進行第一次公開收購		
2015 年 8 月 28 日	矽品審議委員會及董事會不建議股東應賣	1. 矽品公告與鴻海簽署策略聯盟意向書 2. 矽品公告於 2015 年 10 月 15 日召集股東臨時會	
2015 年 9 月 15 日		矽品董事會通過與鴻海策略聯盟	
2015 年 9 月 18 日	日月光第一次公開收購條件成就		
2015 年 9 月 22 日	日月光第一次公開收購期間屆滿	日月光向臺中地院聲請假處分	
2015 年 9 月 23 日		日月光團隊拜訪矽品團隊，反對策略聯盟案	
2015 年 10 月 13 日		臺中地院駁回日月光假處分聲請	
2015 年 10 月 15 日		矽品董事會提案未獲股東臨時會決議通過	
2015 年 12 月 13 日			1. 矽品公告與紫光進行策略聯盟。 2. 矽品公告於 2016 年 1 月 28 日召集股東臨時會
2015 年 12 月 14 日	日月光向矽品董事會提議收購矽品全部股權		
2015 年 12 月 18 日			立法院通過主決議，於向立法院報告影響評估前，經濟部不得許可紫光投資矽品等三家封測公司案。