

【論著】

淺談併購私有化與企業 併購法修正草案

楊哲夫 (證券期貨局
專員)

壹、前言

在國際經濟情勢瞬息萬變下，企業經營面臨相當嚴峻之考驗，為提昇企業經營綜效及建立企業長期競爭優勢，企業可能透過併購方式來建立競爭優勢，主要考量重點有：(1) 透過資金挹注，協助被投資企業成長 (2) 透過併購者專業知識，吸引專業人才及提升企業經營效能等附加價值及 (3) 協助提供併購資本，充實企業營運資金及增加國際競爭力。

根據 Mergermarket M&A Trend Report(2013) 統計資料，全球併購 (Mergers and acquisitions, M&A) 活動在 102 年度金額達 2 兆 2,151 億美元，較 101 年度金額 2 兆 2,888 億美元，下降約 3.2%，而根據經濟部商業司的統計資料，臺灣地區併購案件 102 年度計 184 件，金額約新臺幣 458 億元，較 101 年度併購金額新臺幣 534 億元 (184 件) 減少約 14.2%。

貳、私募股權基金與管理階層收購介紹

私募股權基金¹多係以併購為專業的投資組合，企業可透過引進國際資金加速企業全球化之發展，同時可補強企業經營者在併購及財務方面之規劃與執行能力不足的劣勢，對於產業面臨技術、營運瓶頸或世代交替問題之解決或有所助益。但無可否認，私募股權基金大多設有獲利目標及退場期限，通常設定為 5 至 7 年。

私募股權基金在世界各國從事投資或併購行為，其常見併購方式之一，係採管理階層收購（Management Buyout, MBO）方式進行，即收購者與目標公司內部管理人共組收購團隊收購目標公司之股票，收購完成後之股權及管理權全數由內部管理人掌控，甚者，併購公開發行公司後將之下市，即所謂「併購私有化」²。根據公開資訊觀測站的統計，101 及 102 年度國內公開發行公司申報公開收購案件分別為 8 件及 16 件、屬收購後下市（櫃）者分別有 5 件及 3 件。

近來國內外均有私募股權基金結合公司大股東（或管理階層）進行併購私有化之案例，其中較具知名之國內公司個案如，遨睿投資股份有限公司〔係由國巨股份有限公司（下稱國巨公司）董事長陳泰銘與私募基金 Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.（下稱 KKR）共同投資荷蘭商 ALPHARD INVESTMENT NETHERLANDS COOPERATIEF U.A. 而設立之投資公司〕計畫以新臺幣每股 16.1 元現金公開收購國巨公司（上市公司）案（以下簡稱遨睿收購國巨案）；國外知名案例如，Dell 電腦公司（美國上市公司）創辦人兼執行長 Michael Dell 和私募基金 Silver Lake Partners（下稱 Silver Lake）共同提出計畫以每股 13.65 美元（最後收購價格為每股 13.75 美元並加發每股 0.13 元的現金股利）收購 Dell 電腦公司股份並下市³（以下簡稱 Dell 公司下市案）。

1 所謂私募股權基金（Private Equity Fund），係相對於公開招募（Public Offering）而言，指該筆資金之來源非從公開市場或不特定大眾募集而來，乃係向特定組織或群體透過私下募集之方式而來。參閱李存修、葉銀華，〈國際私募股權基金之發展與監理〉，97 年 6 月，頁 10。

2 所按香港對上市公司私有化（包括依管理階層收購進行私有化）之規範，主要係「公司收購、合併及股份購回守則」及香港聯交所「上市規則」。而「公司收購、合併及股份購回守則」包含「公司收購及合併守則」（下稱收購守則）及「公司股份購回守則」（下稱股份購回守則）二守則，係投資人進行收購、合併和股份購回時，應遵守之商業操守及行為標準規範。針對有關併購私有化之決議程序，依「收購守則」第 2.2、2.10 條及「股份購回守則」第 3.3 條規範，要求須符合以下條件：

A. 在適當地召開的無利害關係股份的持有人的會議上，獲得親身或委派代表出席的股東附於該等無利害關係股份的投票權至少 75% 的票數投票批准。

B. 投票反對決議的票數不得超過附於所有無利害關係股份的投票權的 10%。

3 蔡昌憲，2013，「下市交易中利益衝突之淨化機制：從我國國巨案及美國戴爾電腦案之比較談起」之研究

前述個案雖均屬 MBO 案，惟其執行過程及結果大相逕庭，其中遨睿收購國巨案因經濟部投資審議委員會駁回投資案而失敗，反觀 Dell 公司下市案因其採取美國法院實務要求之合理併購程序而獲成功下市，探究其成功或失敗原因，不難發現該等公司雖未違反當地國法令要求形式規定，惟雙方對於實質落實執行少數股東權益（投資人）保障之程序卻明顯有別，其中遨睿收購國巨案過程中並未成立獨立之特別委員會，且董事會決議時因利害關係董事進行利益迴避，僅剩一名獨立董事來決定其被收購價格條件之合理性，以致外界質疑相關決策不透明及收購價格不合理等；反之 Dell 公司下市案係由 Dell 公司之獨立董事組成特別委員會，經其聘請獨立專家（包括獨立財務顧問、獨立法律顧問及投資顧問等）評估收購條件，案經其特別委員會審核同意後，最後經 Dell 公司股東臨時會中無利害關係之少數股東多數決同意。

參、企業併購法及修正草案介紹

我國企業併購法（以下簡稱企併法）自 91 年 2 月 6 日公布施行後，對於國內企業從事併購活動，促進組織調整及加速企業轉型，提供重要之法規遵循，惟自 93 年 5 月 5 日修正以後，距今超過 10 年餘，由於國內外經濟環境變化快速，現行規範架構下已無法周全，尤其近年於我國發生之併購行為，其類型與態樣日趨多元，各界對於增加併購型態彈性與保障股東權益之需求日益提升。爰經濟部就簡化併購程序、增加併購彈性、併購對價選擇多元化及保障投資人等方向提出修正草案，案經行政院於去（102）年底通過企併法修正草案，目前尚待立法院審議。以下謹針對保障股東權益有關之修正草案部分條文重點摘述如下：

- 一、增訂董事於併購交易有自身利害關係時，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之理由（修正草案條文第 5 條）。
- 二、增訂公開發行股票之公司應設置特別委員會，就併購交易之公平性、合理性進行審議；委員會審議時，應委任獨立專家就併購對價之合理性表示意見，特別委員會並應向董事會及股東會報告審議結果，俾使股東在進行併購決議時獲得充足之資訊（修正草案條文第 6 條）。
- 三、增訂董事會併購決議內容、合併契約、轉換契約、分割計畫、特別委員會審議結果及獨立專家意見等資料應附於股東會召集通知發送予股東，或於董事會決議後通知股東，俾使股東取得充分完整資訊，以利作成決定（修正草案條文第 7 條、第 19 條、第 22 條、第 30 條、第 31 條、第 37 條及第 38 條）。
- 四、增訂異議股東行使股份收買請求權時，公司應就其所認定之公平價格先支付價款予股東，並應由公司全體未達協議之股東為相對人向法院聲請裁定買回股份之

價格，減省異議股東行使收買請求權之程序及成本、俾以改善現行股份收買請求權行使過程冗長、股東交易成本過高及法院裁定價格歧異等缺失（修正草案條文第 12 條）。

五、增訂提高併購私有化案件股東會決議門檻標準，如屬上市（櫃）公司參與合併後消滅，且存續或新設公司為非上市（櫃）公司者，應經該上市（櫃）公司已發行股份總數三分之二以上股東之同意行之⁴（修正草案條文第 18 條）。

肆、企業進行併購時國外設置特別委員會之相關規範介紹

為落實少數股東權益保障，且避免類似前述遨睿收購國巨案引發之爭議，爰企併法修正草案條文第 6 條規定：「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…前項規定，於公司依證券交易法設有審計委員會者，由審計委員會行之；其辦理本條之審議事項，依證券交易法有關審計委員會決議事項之規定辦理。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。特別委員會之組成、資格、審議方法與獨立專家之資格條件、獨立性之認定、選任方式及其他相關事項之辦法，由證券主管機關定之。」

依前述企併法修正草案條文規定，未來倘公開發行公司進行重大併購案均應設置特別委員會（或審計委員會），並委請獨立專家提供價格合理性意見，並將審議結果提報董事會及股東會。是以，謹就國內外類似特別委員會之組成、資格條件及審議方法，暨獨立專家資格條件、獨立性之認定及選任方式等規範簡述如下：

一、有關特別委員會組成、資格條件及審議方法：

（一）特別委員會組成

1. 國外規範⁵：

（1）美國德拉瓦州法院審理相關訴訟案時，原則上要求被收購公司應由獨

4 按「臺灣證券交易所股份有限公司上市公司申請有價證券終止上市處理程序」第 2 條規定：「為維護投資人之權益，上市公司申請其有價證券終止上市案，應經董事會或股東會決議通過，且表示同意之董事或股東，其持股需達已發行股份總數三分之二以上。」惟依現行企併法條文，上市（櫃）公司進行私有化併購交易，其股東會決議僅須符合第 18 條第 1 項或第 2 項之規定（公開發行股票公司得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上同意行之），其上市（櫃）地位即隨公司主體消滅而無從附麗，亦無從適用臺灣證券交易所股份有限公司（或財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心）之自願申請下市（櫃）規範。

5 臺灣證券交易所股份有限公司 101 年度研究報告

立及無利害關係董事組成特別委員會，並要求該等成員不應該收購交易獲有額外報酬或影響。

- (2) 香港依公司收購及合併守則規定，要求應由所有非執行董事組成獨立委員會，並要求該等成員不能擁有直接或間接利益。

2. 國內相關規範：

- (1) 「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」（以下簡稱公開收購管理辦法）第 14 條之 1 規定：「審議委員會委員之人數不得少於三人，被收購有價證券之公開發行公司設有獨立董事者，應由獨立董事組成；獨立董事人數不足或無獨立董事者，由董事會遴選之成員組成。」
- (2) 「公開發行公司審計委員會行使職權辦法」（以下簡稱審計委員會行使職權辦法）第 4 條規定：「審計委員會應由全體獨立董事組成，其人數不得少於三人，其中一人為召集人，且至少一人應具備會計或財務專長。」

(二) 資格條件

1. 國外規範：美、港針對專業資格部分無特別規定，惟要求相關成員應具獨立性及無利害關係。
2. 國內相關規範：
 - (1) 公開收購管理辦法第 14 條之 1 第 4 項規定，審議委員會委員之資格條件應符合獨立董事設置辦法第 2 條第 1 項及第 3 條第 1 項規定。
 - (2) 審計委員會行使職權辦法第 4 條規定，審計委員會應由全體獨立董事組成，且至少一人應具備會計或財務專長。

(三) 審議方法

1. 國外無特別明文規定。
2. 國內相關規範：
 - (1) 公開收購管理辦法第 14 條之 1 第 5 項規定：「審議委員會之審議結果應經全體委員二分之一以上同意，並將審議委員同意或反對之明確意見及反對之理由列入。」

(2) 審計委員會行使職權辦法第 5 條規定：「…其決議應有審計委員會全體成員二分之一以上之同意。」

二、有關獨立專家資格條件、獨立性之認定及選任方式：

(一) 資格條件及獨立性方面

1. 國外規範：美、港針對專業資格部分無特別規定，惟美國法院審判實務及香港收購守則均要求獨立專家或財務顧問不得違反利益衝突之禁止原則。
2. 國內相關規範：
 - (1)「公開發行公司取得或處分資產處理準則」第 22 條規定，「公司辦理合併…應於召開董事會決議前，委請會計師、律師或證券承銷商就換股比例、收購價格或配發股東之現金或其他財產之合理性表示意見…」；同準則第 5 條規定：「公開發行公司取得之估價報告或會計師、律師或證券承銷商之意見書，該專業估價者及其估價人員、會計師、律師或證券承銷商與交易當事人不得為關係人」。
 - (2)「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」第 2 條第 7 款規定：「獨立專家係：指會計師、律師或證券承銷商，且不得與公開發行公司或應募人為關係人。」

(二) 選任方法

1. 國外規範：美國無特別規定，香港則規定任何獨立財務顧問在獲得委任前，其委任必先得到獨立委員會的核准。
2. 國內相關規範：證券交易法第 14 條之 5 第 1 項第 8 款規定：「已依本法發行股票之公司設置審計委員會者，下列事項應經審計委員會全體成員二分之一以上同意…八、簽證會計師之委任、解任或報酬。」

茲就前述國內外相關規範整理如下：

項目	國外規範	國內相關規範	
		審計委員會行使職權辦法	公開收購管理辦法
委員會組成	美國規定應由獨立及無利害關係之董事組成特別委員會，香港則規定所有成員為非執行董事	第4條規定：「審計委員會應由全體獨立董事組成，其人數不得少於三人，其中一人為召集人，且至少一人應具備會計或財務專長。」	第14條之1規定：「審議委員會委員之人數不得少於三人，被收購有價證券之公開發行公司設有獨立董事者，應由獨立董事組成；獨立董事人數不足或無獨立董事者，由董事會遴選之成員組成。」
委員之資格條件	美、港針對專業資格部分無特別規定，惟要求相關成員應具獨立性及無利害關係。	第4條規定，審計委員會應由全體獨立董事組成，且至少一人應具備會計或財務專長。	第14條之1第4項規定，審議委員會委員之資格條件應符合獨立董事設置辦法第2條第1項及第3條第1項規定。
審議方式	國外無特別規定	第5條規定：「...其決議應有審計委員會全體成員二分之一以上之同意。」	第14條之1第5項規定：「審議委員會之審議結果應經全體委員二分之一以上同意，並將審議委員同意或反對之明確意見及反對之理由列入。」 第14條第1項規定：「被收購有價證券之公開發行公司...應就下列事項公告、作成書面申報本會備查及抄送證券相關機構：...二、就本次收購對其公司股東之建議，並應載明任何持反對意見之董事姓名及其所持理由。」
獨立專家之資格條件及獨立性 ⁶	美、港針對專業資格部分無特別規定，惟美國法院審判實務及香港收購守則均要求獨立專家或財務顧問不得違反利益衝突之禁止原則	無	無
獨立專家之選任 ⁷	美國無特別規定，香港則規定任何獨立財務顧問在獲得委任前，其委任必先得到獨立委員會的核准	無	無

綜上，倘企併法修正通過後，證券主管機關或可參酌前述國內外相關規範之內容及

精神，依企併法第 6 條規定之授權，訂定有關特別委員會之組成、資格、審議方法與獨立專家之資格條件、獨立性、選任方式及其他相關事項之子法規範。

伍、結論

就現行國內投資法規制度下，如國外之私募股權基金欲併購或投資國內之企業時，應依外國人投資條例之規定，先向主管機關經濟部投審會（下稱投審會）申請核准，投審會並依相關單位之審查意見作為准駁之參考；如需於國內辦理公開收購者，並應依證券交易法第 43 條之 1 第 2 項規定，先向金融監督管理委員會申報並公告後始得為之。

眾所周知，臺灣企業因為有優異的管理技術、健全的資訊揭露、優秀的國際人才以及完整的大陸布局，得到許多國際公司或投資機構的青睞，他們曾經積極投資台灣的產業包括：有線電視、金融業、傳統產業及電子業。

根據美國商會在 103 年 6 月 5 日發表「2014 年臺灣白皮書」，內容以「令人振奮的新契機」來肯定政府所做的努力，白皮書中強調，政府近來以更開放態度與意願研究議題處理方式，並列舉多項重要進展，包括：投資政策、銀行及資本市場等 13 大領域的法規鬆綁，該會也肯定政府持續以經濟自由化、國際化的宏觀方向，推動法規接軌國際，營造優良的經商環境。

由於立法院提案審查之法案多如牛毛，加上審查時程之不確定性，倘企業或私募股權基金業者刻正規劃投資併購我國上市櫃公司，建議於立法院審議通過企併法修正案前，或可依循前面提及之企併法修正方向及立法意旨，確實執行符合保障投資人權益之相關併購程序，如設置特別委員會並委請獨立專家提供價格合理性意見，並將審議結果提報董事會及股東會、資訊揭露充分並符合法規要求，另若涉及私有化者，亦建議參照企併法修正草案條文第 18 條規定之決議門檻，於召集股東會決議被合併時宜取得三分之二以上股權同意，以達兼顧維持併購彈性與保障少數股東權益之雙贏目標。

6. 「公開發行公司取得或處分資產處理準則」第 5 條規定：「公開發行公司取得之估價報告或會計師、律師或證券承銷商之意見書，該專業估價者及其估價人員、會計師、律師或證券承銷商與交易當事人不得為關係人」；「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」第 2 條第 7 款規定：「獨立專家係：指會計師、律師或證券承銷商，且不得與公開發行公司或應募人為關係人。」
- 7 證券交易法第 14 條之 5 第 1 項第 8 款規定：「已依本法發行股票之公司設置審計委員會者，下列事項應經審計委員會全體成員二分之一以上同意…八、簽證會計師之委任、解任或報酬。」

參考資料：

- ◎盧曉彥，2004，「美國母子公司合併子公司少數股東保護之研究—兼評台灣實務案例與相關規範設計之缺憾」，國立政治大學法律學研究所碩士論文。
- ◎葉銀華，2011，「為何私募基金收購價格不高？」，台灣銀行家，第17期，pp.10-13。
- ◎賴英照，2005，「公開收購的法律規範」，金融風險管理季刊，第1卷第2期，pp.75-95。
- ◎蔡昌憲，2013，「下市交易中利益衝突之淨化機制：從我國國巨案及美國戴爾電腦案之比較談起」之研究。
- ◎經濟部 99 年度政策專題研究報告，2010，「私募股權基金在臺發展之研究」。
- ◎臺灣證券交易所股份有限公司 101 年度研究計畫報告，2012，「管理階層併購制度之探討—以少數股東權益保障為中心」。

高雄加油—行政院跨部會災後協助措施

企業協助



稅務減免

營業、娛樂、貨物、
營利事業所得稅

國稅局 0800-000-321

地方稽徵機關 0800-086-969

災害復舊貸款



經濟部「馬上辦中心」

0800-056-476

或洽本國銀行及其地方分行

高雄加油—行政院跨部會災後協助措施

個人協助



稅務減免

房屋、地價、牌照、
綜合所得稅

國稅局 0800-000-321

地方稽徵機關 0800-086-969

心理諮詢及醫療

健保

0800-030-598

心理諮詢

0800-788-995



交通罰鍰、 規費減免或展延

高雄市區監理所 07-361-3161

苓雅監理站 07-225-7812



6年660億

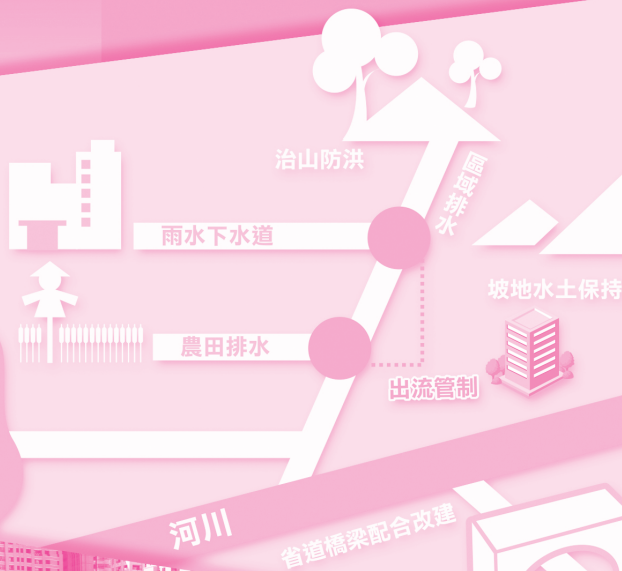
安啦！中央政府於103年啟動為期6年的「流域綜合治理計畫」，與地方攜手推動治水防災工作，以「從源頭到入海」的治理方式，減少易淹水面積及河川流域土砂產量，降低農作物及水產損失，保障民眾生命財產！

治水有夠力



招式1 立體防洪

招式2 出流管制



招式3 海綿城市

