

深化公司治理觀念教案-日月光與矽品併購案

聲明

本教材由臺灣證券交易所股份有限公司及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下合稱甲方）委託社團法人中華公司治理協會（以下簡稱乙方）編製，以甲方為共同著作人。

本文所引用的案例事實，係綜整相關公開資訊及媒體報導所得，資料來源悉如附註所示，尚請自行查察，本文不負進一步查證之責，相關公開資訊截至2018年12月31日止。

為引導公司自發性重視公司治理及企業社會責任，民間機構於開設董監進修暨其他課程時如需運用本教材，應向甲方提出申請，並引用出處，註明著作權人甲方及研究單位乙方。

運用本教材申請請洽：證交所黃小姐：0819@twse.com.tw，櫃買中心王先生：jjwang@tpex.org.tw。

摘要

日月光在2015年8月宣布以每股45元公開收購長期競爭對手矽品最高約24.99%的股權，面對此事，矽品建議股東不要接受此收購價，並試圖與鴻海及紫光集團進行結盟以反制日月光的收購行動，然而最終都宣告失敗。12月底，日月光展開第二次公開收購，期間屆滿時，因公平交易委員會未做出准駁決議，最終收購失敗。隔年5月，雙方宣布共同設立日月光投資控股公司，各自獨立經營，這起眾所矚目的併購案最終和平落幕。

本個案主旨在探討與併購相關之公司治理議題，包括為維護股東權益，董事會應盡之職責與獨立董事應扮演之角色等相關議題。

事出必有因

產業動態

2015年以來，半導體業購併浪潮在全球蔓延開來，主因是該產業面臨終端產品市場逐漸飽和、沒有新產品動能的衝擊，因此從IC設計、封

測，甚至是製造端上游的半導體設備公司都在積極找尋提升技術能量、擴大市場的機會。

全球半導體產業在 2015 年購併金額創下高峰，達到 1,033 億美元，包括英特爾 (Intel) 併阿爾特拉 (Altera)、安華高 (Avago) 併博通 (Broadcom)、恩智浦 (NXP) 併飛思卡爾 (Freescale) 等。

其中，全球封測市場的整合及市占競爭也相當激烈，除了中國江蘇長電收購全球封測排名第四的星科金朋 (STATS ChipPAC)；全球第二的艾克爾 (Amkor) 也成功收下日本封測廠 J-Device 100% 股份。¹

關注完全球動態後，反觀國內最大的兩家 IC 封測大廠一日月光及矽品在這波全球性整併潮中，也並非置身事外。

日月光半導體製造股份有限公司成立於 1984 年 3 月，總公司位於高雄市楠梓區，於 1989 年 7 月掛牌上市，主要提供客戶包括晶片前段測試及晶圓針測至後段之封裝、材料及成品測試的一元化服務，2015 年底實收資本額約為新台幣 790 億元，為全球第一大封測廠。2015 年公司的營業額約新台幣 2,833 億元，全球大約 65,000 名員工。

矽品精密工業股份有限公司成立於 1984 年 5 月，總公司位於台中市潭子區，於 1993 年 4 月掛牌上市，主要提供各項積體電路封裝及測試之服務，2015 年底實收資本額約為新台幣 312 億元，為全球第三大封測廠，僅次於日月光及美國業者艾克爾 (Amkor)。2015 年公司的營業額約達新台幣 828 億元，全球大約 24,000 名員工。

矽品特質

財務表現方面，矽品在 2011 至 2015 年的稅後淨利率都高於日月光，2015 年上半年的 EPS 是日月光將近兩倍，雖然營收不是第一，但

¹ 資料來源：涂志豪，2015/12/23，「日月光為何非買不可」，工商時報

獲利能力居全球前四大封測廠之冠，財務體質相當優良。²

股東結構方面，矽品由外資法人持股將近六成，但董監事持股不到 5%，其中創辦人兼董事長林文伯個人持股只有 2.2%，整個家族成員估計僅約一成，經營團隊整體持股比偏低(附表一)。

綜觀上述，隨著產業整併浪潮興起及面對中國紅色供應鏈的威脅，加上矽品近年來優異的獲利表現及經營團隊持股比甚低所創造的機會，日月光遂採進行動以捍衛其產業龍頭的地位，在 2015 年 8 月無預警宣布公開收購長期競爭對手矽品最高約 24.99% 的股權，為整個半導體業投下了顆震撼彈。

揭開序幕

第一次公開收購

2015 年 8 月 21 日，日月光宣布以每股 45 元³公開收購矽品最高約 24.99% 的股權，收購期間自 2015 年 8 月 24 日至 2015 年 9 月 22 日止。由於日月光事前並未主動談合作，矽品董事也不知情，因此日月光此舉被認為是「惡意併購(或稱非合意併購)」⁴。

此次公開收購的目的，在日月光提出之公開收購說明書中提及：「面對全球競爭加劇及半導體產業整併趨勢日益明顯，日月光擬透過轉投資同業矽品股權，尋求建立雙方合作基礎，以維護及提升日月光的競爭優勢。本次投資純屬財務性投資，日月光並無介入經營矽品業務之計畫，預期藉由本次投資可獲得長期穩定之投資效益(附表二)。」

2015 年 8 月 24 日，矽品針對日月光公開收購案做出回應，決議由宣明智、林財丁以及沈維民三位獨立董事成立審議委員會，就日月光提出的公開收

² 資料來源：王毓雯、吳中傑，2015/10/7，「日月光狙擊矽品 352 億啟示錄」，商業周刊 1456 期

³ 根據日月光提出之公開收購說明書，評價基準日 2015/8/12(含)前 60、90、180 個營業日之平均收盤價分別為 41.47、43.27、44.93 元。

⁴ 惡意併購(hostile acquisition)意指併購者之收購行動遭被併購公司經營者抗拒時仍強行收購，或未事先與經營者商議即逕提公開收購要約，而直接向股東們收購股份，進而掌控經營權與控制權的方式，又稱「非合意併購」。

購條件進行審議，並呼籲股東，在審議委員會評估公開收購條件並公告建議與理由之前，避免賣出股票。⁵

2015年8月28日，矽品公布審議委員會的審查結果，並提出參酌鼎碩聯合會計師事務所提出合理性意見書，認為合理交易價格區間應在48.91元至60.58元，收購價不夠合理，建議股東不要參與應賣。

矽品指出，日月光強調這次公開收購純屬財務性投資，並無介入經營公司業務的計畫，卻又公開表示，面對全球競爭加劇，半導體加速整併趨勢明顯，收購目的在於尋求雙方合作機會，兩項聲明相互矛盾，未必有利公司及股東權益。此外，雙方的客戶高度重疊，林文伯董事長擔憂客戶會因為不願受到單一供應商的控制，而漸漸地將訂單轉移到其他的廠商，反而造成損失。⁶

矽品的反抗

引進白色騎士

同日，在審議委員會審查結果公布之後，矽品緊接著宣布將透過股權交換方式與鴻海策略聯盟，雙方擬以2.34股矽品新股換發1股鴻海新股交叉持股，鴻海將持有矽品增資後股權21.24%，矽品則持有鴻海增資後2.2%股權。

矽品董事會並決定於10月15日召開股東臨時會，提出「修訂公司章程」及「修訂取得或處分資產處理程序」兩議案⁷，試圖引進鴻海扮演白色騎士(White Knight)⁸的角色，藉以稀釋日月光股權(由24.99%降至19%)，並保住矽品兩大家族的實質經營權。

然而，值得注意的是，矽品此次股東臨時會之過戶截止日為9月15日，早於日月光公開收購完成時點9月22日，使得日月光不具投票權。針對此事，日

⁵ 資料來源：簡永祥，2015/8/25，「矽品喊話 股東別賣股票」，經濟日報

⁶ 資料來源：謝佳雯，2015/8/29，「矽品四理由 拒日月光收購」，經濟日報

⁷ 股東臨時會兩議案內容如下：

(1)修改公司章程提高核定資本額，從36億股提高至50億股

(2)修改取得或處分資產處理程序，將投資單一有價證券限制，從公司淨值20%提高至60%

⁸ 「白色騎士」是指當一家公司面臨其他公司的敵意併購時，去找到另一家友善的公司來洽談合作，一方面可抬高公司價值，也提高敵意併購公司的併購成本，進而迫使敵方打退堂鼓。

月光於 2015 年 10 月 1 日向法院聲請假處分，請求禁止矽品召開股東臨時會。

2015 年 10 月 13 日，法院裁定股東臨時會如期展開。

針對企業公司治理議題、提供專業建議給國際機構投資人的獨立機構 ISS(Institutional Shareholder Services；美國機構股東服務公司)並不支持矽品股東會之兩議案，其反對理由包括矽品董事會對於與鴻海策略聯盟的說明並不足夠，且並未將此事另案單獨呈現供股東決議，資訊揭露不充分，將為公司治理帶來相關風險，在現有架構下，股東難以全面評估該策略聯盟影響、做出正確決定等。⁹

2015 年 9 月 22 日，日月光之收購條件已達成，高達 36.83%的矽品股權同意以每股 45 元售予日月光，日月光順利取得矽品 24.99%股權。

2015 年 10 月 15 日，矽品董事會提出之兩議案皆未獲得股東會過半數股權之同意，也等同宣告矽品與鴻海之換股策略失敗。

與大陸結盟

2015 年 12 月 11 日，矽品宣布將以私募引進中國大陸紫光集團，並已與紫光簽署策略聯盟契約和認股協議書。紫光擬以每股 55 元，參與矽品私募案，合計投資 568 億元，取得矽品 24.9%股權，如此將超越日月光，成為矽品第一大股東。此次私募將以增資方式進行，因此，所有股東股權將依 33%等比例稀釋。¹⁰

除了矽品之外，紫光同時間還規劃持有台灣另外兩家封測廠—力成、南茂各約 25%之股權，將使紫光成為力成和矽品的最大股東、南茂的第二大股東，衝擊台灣半導體產業，因此經濟部表示，若三案皆向投審會遞件，則須併同審查，並考量投資事業的技術與規模，以確保關鍵產業鏈及人才不外流。¹¹

⁹ 獨立機構 ISS 提出五項反對理由略述：(1)矽品董事會並未針對與鴻海策略聯盟，及股權交換定價有無溢價，有進一步的合理說明，使得矽品股東未來很難衡量其他重要性交易。…(略)…(5)本次議程的安排將為公司治理帶來相關風險 (governance related risk) ……。

*資料來源：張志榮，2015/10/3，「ISS 五大理由 反對鴻矽戀」，工商時報。

¹⁰ 資料來源：蔡紀眉，2015/12/12，「紫光入股矽品南茂」，經濟日報。

¹¹ 紫光集團分別在 2016/3/31 及 2016/4/7 向投審會遞件，申請入股力成及南茂，但入股矽品

二度展開攻勢

第二次公開收購

鑑於矽品持續忽視日月光關於洽談合作可能之數次提議，甚至採取若干可能高度稀釋股東權益之作法，日月光考量矽品之反制行為恐將對雙方股東權益產生不利影響，因此提出第二次公開收購，計畫將持股比例提高至約 49.7%(已持有 24.99%加計此次收購預計取得之 24.71%)，並透過之後的經營及處分計畫，取得矽品 100%股權。

日月光第二次公開收購期間為 2015 年 12 月 29 日至 2016 年 2 月 16 日，以每股 55 元公開收購矽品最高約 24.71%之股權；此外，此次公開收購預定取得股份加計已持有股份數，已達被收購公司已發行股份總數三分之一以上，屬公平交易法規定之結合行為，另雙方公司上一會計年度之銷售金額已達申報門檻，因此，日月光於 2015 年 12 月 25 日提出結合申報(附表二)。

日月光在過程中將公開收購期間延長 30 日至 2016 年 3 月 17 日，然而，期間屆滿時，因公平交易委員會未做出准駁決議¹²，公開收購條件未成就，等同日月光收購矽品實質上破局。

化敵為友

日月光與矽品共組產業控股公司

第二次公開收購失敗之後，日月光持續努力並軟硬兼施，一方面持續買進矽品股份將持股比提高至 33.29%，另一方面提出共組控股公司想法，並邀請矽品董事長林文伯、總經理蔡祺文成為董事會成員，逐漸讓重視公司主導權的林文伯改變態度。

2016 年 4 月 28 日，矽品終止紫光集團的私募案，由雙方合意終止前述簽訂之協議。林文伯提及，由於新政府對半導體業與中國企業合作態度尚未明

一案最終並未遞件。

¹² 公平會副主委邱永和表示，因「產品市場界定、地理市場界定、限制競爭的不利益、整體經濟利益及技術創新」5 大疑點仍未釐清，因此無法在 3/17 前完成審議。

朗，希望可以更確定之後再進行。外界也有解讀，此舉透露出矽品對於與日月光合作態度的軟化。

2016年5月26日，日月光和矽品宣布共同新設「日月光投資控股股份有限公司（簡稱日月光投控）」，並使兩家公司皆成為新設控股公司百分之百持股之子公司。2016年6月30日，雙方宣布簽署「共同轉換股份協議」。

之後，雙方在國內外各相關主管機關提出核准之申請，於2016年11月16日及2017年5月16日分別獲得台灣公平交易委員會決議不禁止結合及美國聯邦貿易委員會之正式確認函¹³，以及2017年11月24日獲得中國大陸商務部反壟斷局的附條件批准。

2018年2月12日，雙方皆召開股東臨時會，並通過下述之股份轉換方式：

- (1)日月光每1股普通股換發新設控股公司普通股0.5股
- (2)矽品每1股普通股換發現金新台幣51.2元之對價¹⁴

換言之，新的控股公司的股東，就是現在日月光的股東，至於矽品股東就是拿錢離去，在新的控股公司沒有任何股份。

2018年4月30日，矽品與日月光正式終止上市，日月光投控自同日起上市。

¹³ 資料來源：矽品2017年第2季季報P.29附註揭露

¹⁴ 初始現金對價為新台幣55元，經扣除矽品2016年配發之現金股利每股新台幣2.8元及以資本公積發放之現金每股新台幣1元後，調整為新台幣51.2元

問題與討論

- 一、有關企業之併購，雙方董事會之職責為何？於股東會提案時，董事會應向股東說明哪些事項以消弭股東之疑慮？
- 二、試從公司治理觀點評論：
 - (1)日月光此次併購的手法。
 - (2)矽品為防止日月光併購所採取的行動與措施。
- 三、在併購案中，雙方的董事所扮演的角色為何？獨立董事與一般董事之角色有所不同嗎？針對本案例試作評論。
- 四、併購案中，董事會應如何評估收購價格之合理性？
- 五、矽品、日月光最終合組產業控股公司，雙方可能之考量為何？新產業控股公司之經營如何發揮公司治理之精神？
- 六、於企業併購案中有哪些主管機關會涉入？其角色為何？本案例中公平交易委員會之處理方式是否適當？

附表一 矽品全體董事持股情形(基準日:2015年9月16日)

職稱	姓名	選任日期	選任時 持股比例	2015/9/16 持股比例
董事長	林文伯	103.6.20	2.2%	2.52%
副董事長 /總經理	蔡祺文	103.6.20	1.4%	1.37%
董事	林文隆	103.6.20	0.67%	0.71%
董事	張衍鈞	103.6.20	0.37%	0.37%
董事	洋豐投資 股份有限公司 代表人:王顥樺	103.6.20	0.2%	0.2%
董事	Randy Hsaio-Yu Lo	103.6.20	0	0
獨董	宣明智	103.6.20	0	0
獨董	林財丁	103.6.20	0	0
獨董	沈維民	103.6.20	0	0
資料來源:2015年9月25日矽品股東臨時會 議事手冊 附錄四				

附表二 日月光併購矽品:兩次公開收購之彙總表

	第一次	第二次
預定收購數量	779,000,000股(24.99%)	770,000,000股(24.71%)
最低收購數量	155,818,056股(5%)	155,818,056股(5%)
公開收購對價	每股45元 ^{註一}	每股55元 ^{註二}
收購總現金 對價	35,055,000千元	42,350,000千元
公開收購期間	2015/8/24~2015/9/22	2015/12/29~2016/2/16(延至 3/17)
其他公開收購 條件	(無)	本次公開收購預定取得股份加計目前 已持有股份數,已達被收購公司 已發行股份總數1/3以上,屬公平 交易法第10條第1項第2款之 結 合行為 ,另公開收購人及被收購公 司上一會計年度之銷售金額已達公 公平交易委員會所公告之金額,因

		此，公開收購人於 2015/12/25 提出結合申報，本次公開收購以公平交易委員會不禁止結合為條件。
收購目的	面對全球競爭加劇及半導體產業整併趨勢日益明顯，日月光擬透過轉投資同業矽品股權，尋求建立雙方合作基礎，以維護及提升日月光的競爭優勢。本次投資純屬財務性投資，日月光並無介入經營矽品業務之計畫，預期藉由本次投資可獲得長期穩定之投資效益。	自日月光取得矽品 24.99%之股權後，矽品經營團隊持續忽視日月光關於洽談合作可能之數次提議，甚至採取若干可能高度稀釋股東權益之反制作法。日月光為避免持續面臨反制行為，此等不穩定之關係將對雙方股東權益產生不利影響，因此擬透過本次公開收購將持股比例提高至約 49.71%，並透過之後的經營計畫及處分計畫，取得矽品 100%股權。
收購完成後之計畫	(無)	矽品成為日月光 100%持股之控股子公司，矽品流通在外之普通股將於證交所核准後終止上市買賣。(下市)
收購完成後之人事異動	(無)	召集股東臨時會改選矽品全體董事
公開收購結果	日月光之收購條件已達成(應賣數量達到預定收購數量)，高達 36.83%的矽品股權同意以每股 45 元售予日月光。日月光取得矽品 24.99%股權。	日月光於收購期間屆滿時(3/17)，因公平會未做出准駁決議，公開收購條件未成就，等同日月光收購矽品實質上破局。
<p>註一 獨立專家(會計師)採用市場法為主要評估方式，係以矽品近期市場交易價格、矽品公司與三家同業之股價淨值比、本益比為衡量基礎，並以各 33.33%權重之加權平均方式設算出合理收購價格區間為 39.24~49.41 元，故日月光以每股 45 元為對價係於合理範圍之內。</p> <p>註二 獨立專家(會計師)採用市場法為主要評估方式，係以矽品近期市場交易價格、矽品公司與三家同業之股價淨值比、本益比為衡量基礎，並以各 33.33%權重之加權平均方式設算出理論每股價格區間為 39.63~45.37 元，此外，另考量控制性貼水及雙方經營狀況及未來發展條件等非量化因素，以 2015 下半年兩岸三地半導體併購案件之平均溢價率 32.92%調整股票價值區間為 52.68~60.31 元，故日月光以每股 55 元為對價係於合理範圍之內。</p>		
資料來源:日月光-公開收購說明書		

附表三 事件發生時間軸

2015 年	8/24	日月光對矽品進行第一次公開收購
	8/28	審議委員會公布審查結果；矽品與鴻海策略聯盟
	9/22	日月光成功收購矽品 24.99%股權
	10/1	日月光向法院聲請假處分
	10/13	法院裁定矽品股東臨時會如期展開
	10/15	矽品召開股東臨時會，兩議案未通過(矽品與鴻海換股策略失敗)
	12/11	矽品私募引進大陸紫光集團
	12/29	日月光對矽品進行第二次公開收購
2016 年	2/4	日月光宣布延長公開收購期間至 3/17
	2/24	公平交易委員會決議結合案將延長審計期間
	3/16	公平會未做出准駁結合與否的決議
	3/17	第二次收購期間截止，公開收購條件未成就，日月光收購矽品實質上破局
	4/1	日月光購買矽品股權累計至 33.29%
	4/28	終止紫光集團私募案
	5/26	日月光和矽品宣布共同新設產業控股公司
	6/30	雙方簽署共同轉換股份協議
	11/16	獲得台灣公平交易委員會決議不禁止結合
2017 年	5/16	獲得美國聯邦貿易委員會正式確認函
	11/24	獲得中國商務部附條件批准
2018 年	2/12	矽品召開股東臨時會通過股份轉換議案
	4/17	矽品普通股、美國存託憑證最後交易日
	4/30	日月光與矽品終止上市、日月光投控正式掛牌上市