

# 深化公司治理觀念教案教學指引

## 一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。

### 教學目標

此個案探討下列公司治理主題：

1. 維護股東權益及平等對待股東
2. 董事對併購案件職能之有效發揮
3. 獨立董事在併購案中扮演的角色
4. 主管機關在併購案中扮演的角色

本個案有 6 個問題供學員討論，與上述公司治理主題對應如下：

- 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？(公司治理主題 1&2)
- 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。(公司治理主題 1&2)
- 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。(公司治理主題 3)
- 四、併購案中，董事會應如何評估收購價格之合理性？(公司治理主題 1&2)
- 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？(公司治理主題 1)
- 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？(公司治理主題 4)

### 使用課程與授課對象

此個案適合在併購或公司治理課程使用，授課對象為上市櫃公司之董事及監察人。

### 問題與討論要點

- 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？

### 討論提示

根據《企業併購法》第五條之規定：

「公司進行併購時，董事會應為公司之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜。

公司董事會違反法令、章程或股東會決議處理併購事宜，致公司受有損害時，參與決議之董事，對公司應負賠償之責。但經表示異議之董事，有紀錄或書面聲明可證者，免其責任。」

董事於執行業務時應施以足夠的注意力，程度同一般理性、謹慎的專業人士於相同職位及情況所應有的注意義務；且不應該利用其地位，圖謀自己利益而犧牲公司及大多數股東利益，應竭盡所能謀求公司最大利益。

針對本案例：

**日月光**董事應考量，併購條件不能損及公司原有股東之權益，且日矽的客戶重疊率甚高，應如何降低雙方結合後客戶轉單帶來的負面效應。此外，雙方共組控股公司之後，應如何適當地整合人員、系統及企業文化以極大化合併後的綜效，此亦為重要的課題。

**矽品**董事應考量，日月光提出的收購價格及條件是否合理，並且合併後對矽品股東之權益是否有保障。一直以來，經營階層自身經營權與股東間之利益衝突都廣為討論與爭辯，然而，若合併真的能提升國際競爭力，技術和產能之結合能使得雙方在封測產業的地位更加穩固，則經營者便應放下掌控權力的慾望，顧全大局，以股東們的最大利益為優先，達到雙贏。

於股東提案時，董事會應提出對於併購價格合理性的評估，並清楚說明該併購案對於股東權益可能帶來的影響。若董事會不贊同併購，而有其他提案或計畫，亦應將其所做考量完整告知股東，使得股東能有充分的資訊做出適當的決定。

本案例中，以矽品提出與鴻海策略聯盟之議案為例，董事會有未充分揭露相關資訊之疑慮，使得股東權益未受到完善的保護，參考資訊如下：

美國機構股東服務公司 ISS **並不支持**矽品為了引進鴻海而提出之提高核定資本額之議案，其反對的其中三項理由如下所述<sup>1</sup>：

- ✓ 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。
- ✓ 矽品與鴻海策略聯盟事項並未另案單獨呈現供股東決議，而是內含在「公司章程修正案」與「修訂取得或處分資產處理程序案」中表決，股東恐有「資訊揭露不充分」與「董事會權限過大」風險。

<sup>1</sup> 張志榮，2015/10/3，「ISS 五大理由 反對鴻矽戀」，工商時報

- ✓ 本次議程的安排將為公司治理帶來相關風險（governance related risk），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。

## 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。

### 討論提示

#### (1)

針對日月光此次併購手法，學員可能提出認同或不認同的看法：

不認同：本案例中，日月光與矽品為台灣半導體產業的前兩大封測廠，是長期的競爭對手，而此次日月光無預警地宣布收購對手近四方之一的股權，事前從未和矽品作任何溝通，對矽品的衝擊可想而知，也因而被認為是「惡意併購」。

認同：本案例最後和平落幕，一項重要的原因便是日月光「不再堅持單方併購」。在考慮矽品疑慮後，日月光提議共組產業控股公司，保持各自公司存續名稱及獨立經營模式，也承諾保留矽品所有經營團隊組織與維持原有薪酬制度。主併方主動釋出善意，尊重被併方原有的經營模式，不強行改變，也有維護被併方員工的權益，是值得效法之處。

#### (2)

矽品董事會面對日月光的收購，首先提出了與鴻海進行策略聯盟，並且透過**股東臨時會日期的安排**<sup>2</sup>，巧妙地使得即將成為矽品第一大股東的日月光，無法參與該次股東臨時會，意味著其並沒有辦法對於矽品與鴻海的換股結盟案行使表決權。

日月光透過正當的公開收購管道欲取得矽品股份，但其股東權益卻未被考量，此開會時点的安排雖未違法，但實有討論的空間。

---

<sup>2</sup> 《公司法》第 165 條第 3 項之規定：「公開發行股票之公司辦理第一項股東名簿記載之變更，於股東常會開會前六十日內，**股東臨時會開會前三十日內**，不得為之。」此案例中，矽品將股東臨時會安排在 10/15，往前推算可得最後過戶日落在 9/15，早於日月光第一次公開收購的截止日 9/22。

此外，矽品董事在 2015/8/28 公布審議委員會審查結果的兩小時後，便對外宣布與鴻海換股結盟之計畫，不免讓人懷疑，其引進鴻海只是為了反制日月光的手段而已，並非真的為了股東著想。值得思考的是，矽品面對日月光每股 45 元的收購價，一方面指價格過低，要股東們不要出賣股份，宣稱矽品股價應有近 60 元的價值，但卻又大幅增資，要以每股 35 元的價格與鴻海換股，結果是大幅稀釋股權，原本小股東的權益明顯受損。<sup>3</sup>

矽品決定與鴻海合作，是否為合理的決定，可以請學員討論或發表看法？（可能引發鞏固經營權或維護股東權益之爭論）

學員認為是鞏固經營權的可能原因有：矽品並未針對此次結盟案有完整、詳細的說明，雖然其宣稱與鴻海合作可以帶來長遠的效益，但就立即的影響來看，原有股東的股權會被稀釋仍是不爭的事實。而矽品創辦人兼董事長林文伯及副董事長蔡祺文本身持股都偏低，日月光若成功入主，兩人之經營權將會被動搖，因此的確有可能是為了保住自身經營權所採取的防禦措施。

學員認為是在考量股東權益後所作決策的可能原因有：日矽合併是水平結合，客戶重疊率相當高，合併雖有國際競爭優勢，但要當心流失舊客戶。因此，雙方合作恐有反托拉斯之疑慮，矽品才會採取此防禦措施。

另外，矽品引進紫光的決策，也被認為是反制日月光的手段之一。矽品一直是紫光集團的 IC 封測廠商，過去也有數度合作機會，以紫光集團的私募基金背景及不介入經營權的模式，對矽品經營權的威脅較小，且預期有助於矽品拓展大陸市場。然而，紫光大動作要入股台灣三家公司：矽品、力成及南茂，也引來政府的關切，為了避免陸資滲透台灣的半導體產業、確保重要的技術不外流，投審會對此案必會嚴加審查，此亦為矽品要成功引進紫光面臨的最大難關之一。<sup>4</sup>

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。

#### 討論提示

<sup>3</sup> 資料來源：社論，2015/10/17，「正視鴻矽戀的公司治理問題」，中國時報

<sup>4</sup> 資料來源：蔡紀眉，2015/12/12，「矽品抗日引陸資 找虎趕走狼？」，聯合報



關於董事在企業面臨併購時，須積極承擔之角色及責任，係參考中華公司治理協會王淮秘書長著作<sup>5</sup>，該書彙整以下 5 點：

- ✓ **策略的督導：**董事會應嚴謹辨識併購是出自管理企圖心的展現，還是策略的布局？在發動併購前，要確認併購對公司是最佳的成長策略選項。
- ✓ **程序的掌握：**為確保併購流程順暢，董事會應指派具併購經驗的成員，參與併購專案委員會，並與董事會保持密切聯繫。
- ✓ **價格的評估：**董事會應掌握不同評價模式與假設之合理性，搭配相關交易條件，確保公司最大的利益。
- ✓ **資源的整合：**董事會要領導經理人妥善進行併購後整合及衝突管理，俾使併購發揮最大綜效。
- ✓ **顧問的運用：**併購交易牽涉財務、稅務、會計等專業議題，大股東宜充分授權董事會獨立遴選外部顧問，補足經理人經驗之不足。

《企業併購法》第六條之規定：

「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。但本法規定無須召開股東會決議併購事項者，得不提報股東會。

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。」

《公開收購公開發行公司有價證券管理辦法》第 14 條之 1 提及，被收購之公開發行公司在接獲消息時，應即設置**審議委員會**，並於十五日內公告審計結果。審議委員會應就公開收購人之身分與財務狀況、收購條件公平性，及收購資金來

---

<sup>5</sup> 資料來源：王淮，「從董監事高度看企業併購」，打造卓越企業—建構動態、健康、領導的董事會(下冊)第四篇第四章

源合理性進行查證，並完整揭露查證程序。**審議委員會人數不得少於三人，應由獨立董事組成。**

上述條文明確指出，由獨立董事組成之審計(議)委員會，不僅對收購的條件負有審查責任，也應將審議程序及專家報告完整揭露。

根據《證券交易法》第 14 條之 4，審計委員會由全體獨立董事組成，且**至少一人應具備會計或財務專長**，因此，我們期待企業在面臨併購的專業問題時，獨董能適時發揮專業知識，在財會或法律議題上較一般董事具備更高的敏感度。此外，法條中對於獨董在兼職及持股上也有一定限制，目的即是為了使其在執行業務範圍內保持獨立性，避免和公司產生利害關係。

本案例中，矽品由宣明智、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購條件進行審議，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。

可以請學員討論矽品獨董之前述作為是否適當?還有哪些可改善之處?

四、併購案中，董事會應如何評估收購價格之合理性？

#### 討論提示

併購案中，評價問題是十分複雜且困難的，因此，董事會應聘請專家，透過常用的企業價值分析模式(例:市場法)計算出合理價格區間，對於收購價格進行評估，並提出合理性意見書。

董事在參酌公司經營狀況、股票市價、每股盈餘、公司展望、最近年度之盈餘分配及獨立專家對收購價格的合理性意見書後，應將審議結果完整及清楚揭露，並建議股東是否要參與應賣。

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？

#### 討論提示

矽品董事長林文伯在雙方宣布合作的記者會上公開表示：「張董（張虔生）考慮矽品疑慮，改以控股公司，保持各自公司存續名稱及獨立經營模式，也承諾保留所有經營團隊組織與薪酬維持，這是一個重要的轉折契機。」，由此可見，日月光打動林文伯的原因之一，便是「不再堅持單方併購」。<sup>6</sup>

本案例中，日月光和矽品在該產業規模都相當大，因此透過新設控股公司，可發揮「前台各自競爭、後台分享」的營運模式，創造雙品牌行銷綜效，彼此良性競爭，除了可保留既有客戶、降低轉單疑慮，亦可藉由共同採購強化對上游供應商的議價能力，對於爭取中國大陸高階封裝訂單也有實質上的幫助，預期將拉大與第二大業者 Amkor 之領先差距，以及有更堅強的實力抵抗紅色供應鏈的崛起。<sup>7</sup>

所謂「產業控股」，就是在公司的組織架構中，設立一個純粹以投資控股為目的的專業單位，不具有任何業務性質，只負責監督與管理旗下各自獨立的子公司，不干涉其經營。而子公司則可利用後端整合所建造出來的平台，降低可觀的採購或管銷成本，並可因為集團規模變大，提高獲利。

有別於吸收合併，其中一方於合併後即消滅，成立控股公司的整合型態，保有前端的獨立性，使得被併公司的接受度較高，有助於公司間調節彼此差異，並漸次達成融合。

過去經典案例中，大聯大投資控股股份公司的成立即屬於此種方法。大聯大投資控股股份公司成立於 2005 年 11 月，為當時國內第一大與第三大 IC 通路商世平、品佳，採股權轉換方式設立之產業控股平台。2016 年躍升成為全球最大的半導體零組件通路商，目前旗下擁有富威、大傳、詮鼎、友尚等集團。

新控股公司應確保持害關係人之權益受保障，以及有無違背反托拉斯法之問題。此外，被併公司原有董事及經營階層角色的轉變，也是重要的課題。

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？

<sup>6</sup> 資料來源：朱致宜，2016/5/27，「日矽戀完結 讓林文伯終於點頭的三大原因」，天下雜誌

<sup>7</sup> 資料來源：中央社，2016/5/27，「日矽合組產業控股公司，怎麼看都是高招」，財經新報



## 討論提示

企業併購相關法規有《企業併購法》、《公開收購公開發行公司有價證券管理辦法》、《證券交易法》、《公平交易法》等，主管機關包括經濟部、金融監督管理委員會、公平交易委員會等。

主管機關必須秉持謹慎的態度，審慎評估併購案對於台灣的產業和生產鏈究竟是利大於弊、增進國際競爭力，抑或是壟斷產生負面效應。

其中，公平會衡酌合併案重要的判斷標準之一，便是合併後的綜效，**整體經濟利益要大於限制競爭的不利益**。此外，其他考量的因素亦包括產品市場、地理市場、技術創新、是否造成限制競爭及對整體的經濟利益。

本案例中，公平會於 2016/2/23 辦理的第一場公聽會中，有 12 家半導體上下游業者出席，多數廠商在會中承認，日月光一旦完成公開收購，將出現對台灣不利的「轉單效應」，由於雙方客戶重疊達八成以上，併購後客戶將轉單到中國江蘇長電及艾克爾等海外競爭者，恐讓台灣產業訂單流失達百億。<sup>8</sup>

然而，值得思考的是，法律給予行政機關權力，行政機關就應適時做出准駁，而不能因為行政機關的未裁決，使得公開收購案因而未成就。<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> 資料來源：陳良榕，2016/3/29，「一面倒的公聽會 矽品大反撲的關鍵」，天下雜誌 594 期

<sup>9</sup> 根據《公平交易法》第 11 條，當主管機關對於延長期間之申報案件未做成決定時，事業得逕行結合。因此，本案例中，關於日月光第二次公開收購，公平交易會未在 30 日延長期限內做出准駁決定，根據條文，雙方得逕行結合，然而最後結果是收購失敗，此為爭論所在，主管機關認定其未做出決定就是不同意，而外界專業人士多認為主管機關未提出異議則結合自動生效。

\* 修法資訊：2017/6/14 修訂《公平交易法》第 11 條條文，內容分為兩大部分，一係事業結合審查期限由日曆天修正為工作日，一係非合意結合之資訊提供、意見徵詢並作成決定乙節，有助於結合審查之周延性。第 11 條新增段落：「主管機關就事業結合之申報，得徵詢外界意見，必要時得委請學術研究機構提供產業經濟分析意見。但參與結合事業之一方不同意結合者，主管機關應提供申報結合事業之申報事由予該事業，並徵詢其意見。」