

企業併購換股 宜設管理機制

銀行間合併或併入金融公司已成為潮流，準往往亦伴出換股比例不公平及內線交易等問題，應如何防禦、換股比例的訂定及如何確保投資人權益，都是外界相當關注的焦點。證券投資人及期貨交易人保護中心與本報11月25日共同舉行座談會，邀請產官學界人士深入探討。

主持人：趙順生（投資人保護中心法律服務處副處長）
與談人：朱竹元（台灣證交所上市部組長）、
王文宇（台大法律系教授）、
王順比（台大法律系教授）、
葉秀惠（當利證券副總經理）
紀錄整理：記者馬淑華、林杰兒
攝影：記者蔡育豪

設獨立董監 防內線交易

【記者林杰兒、馬淑華／台北報導】台大財金系教授趙順比指出，法令制定應明確並考量合理性，企業也有必要成立獨立董監委員會，以避我內線交易的弊端。他強調，法令應明訂相關資訊揭露的時點，避免不必要的困擾。

趙順比表示，合併通常為長期過程，企業應在何時宣告合併、目前法令仍未明訂，若有初步意願即公告往往在內線交易股價波動上，日後合併不成時，卻已造成布又輕易產生內線交易之嫌。

投資人保護中心法律服務處副處長趙順生表示，近年來國內企業集團為降低成本，常藉由整合旗下事業或與其他公司合併方式，提高企業競爭力。但有些公司巧妙運用合併程序調整其業務經營與組織規模，使企業走向專業化與效率化，但投資人的權益也隨之增加。

「換股比例大股東一定知道內線交易的問題也因此很難避免。」陳榮基強調，股票承辦價格有一固定公式可推知，因為公司與承辦商彼此制衡，換股比例不僅有多

種評價方法，損失也是由股東承擔，彼此沒有制衡對等的空間。投資大眾很難質疑其合理性。

他舉例，目前評價方法包括現金流量法、市場比較法、資產負債重估法、實務上多依個案需求不同，採多種方法的加權平均，也因為主觀成分很大，評價結果不是絕對數字，而應為一合理區間，範圍甚至可達上下波動50%。

正因不同評價方式會有不同結果，陳榮基表示，除非結果很不合理，一般人很難去質疑換股價值的合理性；有人心達到換股價值，並透過換股比例達到財富轉移的目的，外在旁觀者會計師對換股比例意見需因須由大股東同意，也會產生潛在利益衝突的問題。



維護權益 企業分割、合併與日俱增，投資人權益很可能在過程中受損，在本報與投資人保護中心合辦的座談會中，與會專家一致認為，併購案的監理過程應與開關，董事會應在過程中全力維護投資人的權益。左起為：王文宇（台大法律系教授）、陳順比（台大財金系教授）、趙順生（投資人保護中心法律服務處副處長）、葉秀惠（當利證券副總經理）、朱竹元（台灣證交所上市部組長）。

強化鑑價公平 落實公司治理

【記者馬淑華、林杰兒／台北報導】台灣大學法律系教授王文宇表示，企業進行組織調整後，牽涉到利益的重新分配，換股比例是否公平很重要。資產如何分配，基本上是關切問題，而非法律問題，重點應放在強化鑑價的公平性，落實公司治理。

當利證券副總經理葉秀惠表示，過去多以本益比等財務資料為評價基礎，但目前外在變動帶來的投資風險已越來越大，尤其一些非量化因素，更是影響評價和換股比例的重要因素。

王文宇說，根據企業併購法，公司應該要找客觀第三人做換股比例表示意見，政府不大適合對這類併購案在事前有太多的審查，最重要的把關者還是董事會，因為董事會是最後決策者。葉秀惠強調，評價過程必須採納客觀、速度較快、主觀性較低，可加強對合併應注意事項的關注與轉讓，保護投資人的權益。

王文宇表示，在企業分割合併案中，如果要合併或分割的兩家公司，在法理上因為董事會成員是大股東可能同時為兩家公司股東，存在利害衝突關係，對這類案件就應該要放大眼睛看董事會做得公不公正。

加強資訊揭露 觀察獲利變化

【記者林杰兒、馬淑華／台北報導】研究團隊、投資能力已逐漸成為企業合併的主要目的，當利證券副總經理葉秀惠認為，對一些獲利期間較長的公司，「至少要求EPS要得到一定程度的改善，同時也要強化資訊揭露機制，否則溝通上的落差，將嚴重影響投資人信心。」

葉秀惠也指出，承辦後一年內的追蹤結果，須由券商負責，相關併購問題則欠缺後續管理機制，尤其因企業轉型與經營權的轉移，導致併購需求大增，然而目前企業不置沒有相關學習機會，連自我防範動作都知之甚少，未來仍有很大改善空間。

台灣證交所上市部組長朱竹元強調，換股比例等資訊對投資人最切身的關係，都是由公司、會計師或承辦商等相關人士著力，如果這些人表示的意見有問題，未來應負起相關責任，因為這些資料在公開說明書和相關條件上都有具名。

「換股比例的決定是項大工程，葉秀惠坦言，差錯會造成遺憾，但起碼要做到中肯的評價，例如要通過後若沒有留存工作底稿，不僅對投資人不公平，整個評價過程也很難取信於人。」

朱竹元表示，目前牽涉到有關證交所上市公司的合併、分割、收購及股份轉換等，其實在公司法、企業併購法中都有規定。在整個程序上，其實公司在前面做的，都要做好了。

朱竹元說，公司依法召開董事會、股東會，甚至是最後公司法規定向異議股東收購股票等，相關機制都存在。合併部分還要經過公平會結合，亦即有關股東權益的考量，都在前段完成依法完成。

葉秀惠建議，細節性的規範不須太多，可引進專業機構，透過發揮自律功能，將能促使社會實踐進行公平有效的利用。

朱竹元說，最近發現一家規模較小的公司要合併一家非常大的上市公司，這是不對稱併購案，要去考量規模大小問題。小吃大，形式上上市公司吃下一家很大的公司，但反過來是上市公司被吃。這類併購案的換股比例更應加強審核。

「主管機關可對合併注意事項，加強進行軟性輔導。」葉秀惠指出，透過學習與自我防範的變態管下，才能解決投資人權益的爭議，維持專業。

朱竹元說，上市公司在宣布合併案前若有虛假等情事，上市部會把此信息提供給監察人。監察部分會針對合併信息發布前後，調查有無交易異常、內線交易，做得成效可以再探討，但理論上監察部分，有發現異常案件。