

2019 理律盃

校際法律系所模擬法庭辯論賽

民事言詞辯論意旨總狀

原告：大平台公司

參賽編號：1904

民事言詞辯論意旨總狀

案號：○○年○○字○○號股別：

○股

訴訟標的金額：新台幣陸億零壹佰陸拾伍萬元整

原 告：大平台公司

法定代理人：林百萬

訴訟代理人：○○○

被 告：叢林公司

法定代理人：陳大富

訴訟代理人：○○○

上開當事人間請求確認股東會無效等事件，謹依法提呈辯論意旨事：

訴之聲明：

- 一、先位聲明：請求確認被告於 2019 年 2 月 27 日之股東會決議無效。
- 二、備位聲明：請求撤銷被告於 2019 年 2 月 27 日之股東會決議。
- 三、被告應給付原告新台幣六億元，及自起訴狀繕本送達翌日起至清償日止，按周年息百分之五計算之利息。
- 四、訴訟費用由被告負擔。
- 五、就第三項請求部分，原告願供擔保，請准予宣告假執行。

事實及理由：

- 一、被告公司之董事長陳大富僅以公司發展有限，合併之後可能一舉超過原告為由同意合併，於內部財務長曾向其分析蝦米公司風評不佳，常有違約、違法情事，於外部面臨工會、債權人等發起示威抗議之挑戰，然陳大富可因此得到存續公司至少 15%之股權（5%以每股 10 元（等同於其面額）之對價；10%以依其認股或私募時存續公司股價之八五折或九折折價發行），於有此利益流動之前提下，

陳大富促成被告於 2019 年 2 月 27 日之股東會強行通過股東會有關現金逐出合併之決議，惟該合併之議案不具公益目的，亦難認系爭合併具有合理性、公司最大利益，不符釋字第 770 號解釋、憲法第 15 條欲保障股東財產權之意旨，且被告利用立法之空窗期，不踐行釋字第 770 號解釋所提及之保障小股東之資訊揭露等程序，甚至操作議事規則，不讓原告之法定代理人林百萬發言，應係違反民法第 72 條，爰依公司法第 191 條，該股東會決議之內容違反法令，請求確認系爭股東會決議無效部分：

- (一) 綜觀比較法，國外之現金逐出合併皆設有較高之門檻，對於多數股東大多要求持有 95%或 90%以上之股份¹，方能進行現金逐出少數股東之合併，現金逐出合併制度設立之目的應在於避免少數股東箝制，致使公司無法做出最有效率之商業經營判斷的狀況，為使能創造最有效率之控制權市場，而不得已容許以價值保障取代存續保障，並須確保現金逐出之正當程序即資訊揭露等，及後端公平合理收購價格。然我國現今之法制，竟容許幾乎只要能掌握三分之一股份之股東配合外界資金便有可能可藉由現金逐出合併之方式逐出持股相對較少的股東，恐生小股東得以現金逐出之方式，剝奪相對更小之股東股份之不合理的現象，排除其他股東攫取公司成長之果實，且若可輕易的收回公司之股份，似與股份回籠禁止之規定相違背。然現金逐出合併發動之門檻業已經企業併購法第 18 條所明定，任意更動有違法之安定性，故相較於外國法，我國更應強化正當程序、公平收購價格之保障，有違正當程序即應能質疑該決議之效力，用以權衡現金逐出合併制度及小股東財產權之保障，使該程序更具有正當化基礎^{2、3}。本案之原告已持股 25%，於證券交易法上已可認為係大股東，然於此竟毫無決定之地位，只能等待被逐出，於此制度下，我國更應加強事前踐行正當程序、事後合理收購價格等對持股相對少之股東之制度性保障，於修法前法院應就該合併是否具正當理由、是否踐行正當程序等嚴格把關。

¹ 參引證一：歐盟、美國、我國現金逐出合併制度比較表格。

² 參引證二：釋字第 770 號解釋，黃瑞明大法官之協同意見書，頁 3-4。

³ 參引證三：最高法院 107 年台上字第 2108 號民事判決。

(二) 被告利用現金逐出之制度，實質剝奪原告之股權，該股權內涵 1.可自由處分該股份之權利 2.股東地位，即可行使投票權決定公司營運方向、董事人選等 3.於公司有盈餘時可獲得分配之期待等，故應於憲法所保障之財產權、自由權等基本權利所蘊含的範圍內⁴。憲法第 15 條所提供之財產保障，可分為存續保障與價值保障兩個面向，所謂存續保障係指財產權之歸屬狀態應受到維護，非基於公益目的不得剝奪之，而且剝奪必須有法律依據，亦即須明定法定之程序、補償方式與額度等⁵；而所謂的價值保障，則係指若為了公共利益考量而剝奪人民財產權或課予人民不具期待可能性之負擔，也應給予相對人相對之補償，以實現公平負擔原則。此時之財產權保障，自存續保障轉換成價值保障。然重要的是，與存續保障相比，價值保障應居於次要、輔助地位，亦即只有當存續保障無法實現時，才能考量價值保障⁶。可以見得現金逐出合併應是次要、輔助、最後的手段，應盡量維持財產的存續保障，萬不得已要將財產從存續保障轉換成價值保障時，亦應非寬鬆的審查是否符合相關要件，以確保不會對被現金逐出之股東造成難以預期的重大侵害。

(三) 本件之合併不具正當理由，非但不符合公益目的，系爭現金逐出合併不具合理性、亦不符合公司最大利益，該合併之決議應以無效論。

1. 公益目的：

現金逐出合併之制度，實與徵收，即立法者許國家為公用或公益目的之必要，而以公權力徵收人民之財產有類似之處，均係一方擅自改變財產持有狀態，剝奪他方可自由處分財產之地位，對憲法上所賦予人民之財產權及自由權而言，其侵害不容小覷。湯德宗大法官於釋字第 770 號解釋之部分協同意見書中提及，但凡剝奪人民對於財產的和平享有須係「基於公益之目的」，並以「迅速、適當且有效之補償」⁷，徵收於釋字明定許多要件，

⁴ 參引證四：釋字第 770 號解釋理由書第 3 段。

⁵ 參引證五：釋字第 763 號解釋理由書。

⁶ 參引證六：釋字第 652 號解釋，葉百修大法官之部分協同意見書，頁 1-2。

⁷ 參引證七：釋字第 770 號解釋，湯德宗大法官之部分協同意見書，頁 2-3。

因係剝奪人民對於財產和平享有之情形較容易發生於徵收，然現金逐出合併制度亦係立法容許發生在私人間之股東地位、財產權之剝奪。現金逐出合併雖與徵收具有許多本質上之差異，而不能將徵收的規範制度完全比擬，但既然少數股東所受之基本權利侵害並不比國家動用公權力徵收之侵害少，其要件、要件審查自不能比徵收寬鬆。

國家應平等保障各人民之財產權，然立法竟允許持股相對多數之股東以現金逐出合併之方式，將未經其同意之持股相對少數股東之股權轉換成單純僅具價值保障之金錢，應係立法者權衡私益、公益所做出之決定，此時公司之私益和國家之公益大於持股相對少數股東之私益，方介入於私人商業活動之間，並賦予一方現金逐出合併之強大的武器，而現金逐出合併制度創設之目的參照立法理由所稱「提升公司經營體質，強化公司競爭力」係指我國企業整體之競爭力，此係指須具有「公益目的」之要件，當僅能現金逐出合併為最小侵害手段，並能達成公益等目的，現金逐出合併方具正當性，而能否達到「提升公司經營體質，強化公司競爭力」應從多個面向觀之，不單僅是合併之後之市占率、營收等，會影響投資人是否願意投資、債權人是否願意借錢、欲解僱全部勞工對社會、公司聲譽的影響等要素亦應考量進去，否則即使一個會賺錢之企業，面對眾叛親離和大眾之質疑，又談何「提升公司經營體質，強化公司競爭力」？僅為私益而幾乎無公益可言，此時不應賦予其任意發動現金逐出合併之權利。

本案之被告與蝦米公司所為之現金逐出合併之行為，意在快速提升其市占率，惟從蝦米公司過往之併購經驗與工會所反對之事實（參不爭執事實第14點），不難發現蝦米公司曾併購他公司，且在短時間內關閉許多辦公室，使遭留用之勞工很快又面臨失業，且於本案不爭執事實第15點中，王霞彌亦承認確有資遣被告公司員工之意圖，裁撤原叢林公司之員工勢必增加社會之負擔，並可能使社會對該存續公司之觀感不佳，影響其長久建立之

信譽，難謂可「提升公司經營體質，強化公司競爭力」。且公司之債權人認為蝦米公司之帳務混亂，內控及會計制度亦顯有問題，強行合併亦有可能造成債權人對該存續公司之不信賴，增加未來借款之困難（參不爭執事實第 16 點）。即便合併之後之市占率、營收等會有所提升，然若可能會導致投資人不願意投資、債權人不願意借錢、工會示威抗議、發動罷工等，仍不符合「公益目的」考量，難謂可提升企業整體之競爭力。

2. 個案現金逐出合併之合理性及符合公司最大利益：

若現金逐出合併非立基於公益目的，又以立法允許企業得以違反少數股東意願之方式，剝奪其股權，並將此私人財產移轉於另一私人所有，相較於公用或公益徵收之純粹為公用或公益之目的所為剝奪人民財產權，自應更為審慎，應確保個案現金逐出合併之合理性及符合公司最大利益，倘若現金逐出合併個案之合理性容有疑義，或其目的主要係有利於大股東，而非為公司最大利益，其合併之必要性自有可質疑之處⁸。釋字第 770 號之解釋理由書亦稱：「如系爭規定二所示之股東及董事為多數，而對於現金逐出合併之決定，有絕對之優勢，則有關如何確保其參與此種合併之決議，係符合公司之最大利益，至關重要。」

(1)藉由本次現金逐出合併，叢林公司之董事長陳大富可因此獲得存續公司至少 15%之股權，且已獲得以每股新台幣 10 元(等同其面額)為對價之蝦米公司 5%股權，所有被逐出之股東中，竟只有主導此次現金逐出合併的陳大富可維持股東之地位，且係以極低之對價取得，恐生其係為自己利益而非公司最大利益之虞。(2)且於作成合併決議前，蝦米公司即有併購他公司，並以計策使原本遭留用之員工失業之不良紀錄，陳大富又何以在尚未與王霞彌討論員工去留之情況下，便能認為其不至於解僱所有員工？叢林公司之工會既已提出質疑，陳大富為何不當與王霞彌討論之？依不爭執事實第 15 點，陳大富聲稱若知悉當初王霞彌有裁撤冗員之計畫，便不會同意

⁸ 參引證八：釋字第 770 號解釋，羅昌發大法官之協同意見書，頁 6-10。

進行本交易，似亦承認當初下了錯誤之決策，且工會不排除發動示威抗議或罷工，可能提升合併之成本，一般理性合理之決策者會忽視之？(3)債權人亦認蝦米公司之帳務混亂，內控及會計制度亦顯有問題，恐債權無法獲得清償，且蝦米公司之商城存在許多爭議，合併恐使叢林公司長久經營之信譽、誠信崩毀，致使未來債權人可能不敢再予其貸款，叢林公司難道不應謹慎處理這個問題？一般理性合理之決策者，在面對如此多的反對聲浪，應花時間了解處理，避免爭議擴大而危害之後之經營。(4)且其明知蝦米公司之高階經理有背信等案件係屬法院，並知蝦米公司之風評不佳，然陳大富仍促使叢林公司於短時間內通過董事會及提出於股東臨時會，應認陳大富為了自己之利益枉顧其他股東、公司之利益，除有違反其忠實義務之虞，亦難謂該個案現金逐出合併之合理性、且非為公司之最大利益。(5)從情感上而言，合併尚有以股權交換之方式，應無採用現金逐出合併制度的必要，倘兩家公司之合併有利於提升公司之市占率、企業競爭力等，採用股權交換之方式，讓相識多年、一同打拚之股東有機會共享合併之成果，應較為合理、妥適。

(四) 釋字第 770 號解釋之客體係於民國 104 年 7 月 8 日修正公布前之企業併購法，然舊法與新法於現金逐出合併制度之相關內容並無改變，僅項次改變而已，新法亦缺少資訊揭露、合理收購價格保障機制，無法達成憲法第 15 條財產權之保障。憲法第 15 條財產權保障係憲法位階之基本權利保障，釋憲機制應為大法官對憲法所做出之詮釋，非以新、舊法劃分憲法第 15 條財產權之保障範圍，難謂新法非解釋的客體即毋庸受到資訊揭露、合理收購價格等制度之保障，且假若以新法為客體再聲請大法官解釋應得相同之結論，故不得以表面上新、舊法之別而認全然無本解釋之適用。

釋字第 770 號解釋之案例背景係發生在民國 96 年，故於民國 107 年本解釋做成後，因合併之後已有複雜之交易，若宣告該現金逐出合併無效會對公司、第三人、金融秩序等造成重大影響之虞，故僅能於公平價格方面進行確保，然此

已係於後端救濟之階段，本案中，原告既已經法院准許定暫時狀態處分，暫時維持合併前之地位，故若宣告該次股東會無效，尚不會造成重大影響，應從前端便予以救濟之機會。

(五) 次依民法第 72 條，在釋字第 770 號解釋已被做出，甚至原告於股東會開會日前（2019 年 12 月 4 日）有提出應適用釋字第 770 號解釋的前提下，被告於該時間點為資訊揭露應是最無疑的作法，至少應揭露釋字第 770 號解釋所羅列之事項，然被告僅以企業併購法無此項規定為由拒絕揭露，係被告利用立法形成之空窗期，在少數股東權利無法受到公平合理保障之情況下，即強行通過股東會決議，以現金逐出之方式，侵犯少數股東之財產權，且陳大富於開會時操作議事規則，不讓林百萬揭露王霞彌有利益衝突之情事，係違背民法第 72 條所定之公序良俗。

(六) 綜上，該合併之議案不具公益目的，亦難認系爭合併具有合理性、公司最大利益，不符釋字第 770 號解釋、憲法第 15 條欲保障股東財產權之意旨，且被告利用立法之空窗期，不踐行釋字第 770 號解釋所提及之保障小股東之資訊揭露等程序，甚至操作議事規則，不讓原告之法定代理人林百萬發言，應係違反民法第 72 條，依公司法第 191 條，該股東會決議內容，違背民法第 72 條、憲法第 15 條等法令，請求確認叢林公司於 2019 年 2 月 27 日之股東會決議無效。

二、系爭決議過程違反資訊揭露義務，不符合正當程序之要求，請求法院撤銷該決議部分：

(一) 公司行現金逐出合併，須基於目的之正當性，且須遵循正當程序，亦即公司行現金逐出合併時，除董事就併購有自身利害關係時，應於董事會、股東會上說明其自身關係之重要內容及贊成或反對合併之理由外（企業併購法第 5 條第 2 項參照），亦應於相當時日前使未贊同合併之股東及時獲取合併對公司利弊影響之重要內容、有關有利害關係股東及董事之自身利害關係之重要內容、贊成或反對併購決議之理由、收購價格計算所憑之依據等完整資訊，其召集始符合正

當程序之要求，否則即應認有召集程序之違法^{9、10}。綜上，就上述資訊，至少於發出股東會召集通知時，應一併載明之。

(二) 據此，有利害關係之股東至少應於發出召集通知時，於通知書中載明其自身利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由，使不具利害關係之股東有事前知悉之權利，以保障其資訊平等地位。本件王霞彌與陳大富間之意向書¹¹並未公開，而此意向書對於所應移轉之標的以及對價之範圍已有所約定，且王霞彌早已於決議前移轉蝦米公司 5%之股權予陳大富，可見雙方其實已有受到此意向書拘束之意思，縱不能成立本約，亦可認為已成立預約，就此等現實已存在之利害關係，即屬應事前揭露之事項，則應於股東會前揭露之，然此約定，卻是在股東會當天於情勢所逼之情形下使告知各股東，未充分保障股東事前知悉之權利，故有違資訊揭露之義務¹²。

(三) 又公司於決議前亦有義務使公司股東有及時獲取合併對公司利弊影響之重要內容與相關資訊，以保障股東間之資訊平等，使少數股東於受充分資訊保障之情況下做出決定¹³。

1. 按現金逐出合併制度與公開收購制度，均係常作為爭取控制經營權私益甚或逐出少數股東之併購模式，均係有可能侵害其憲法第 15 條財產權保障之意旨，何謂合併對公司利弊影響之重要內容，於修法前似可參酌我國公開收購制度下有關收購之重大資訊或利害關係之資訊揭露制度之規範，以保障少數股東之權益。
2. 參照公開收購說明書應行記載事項準則第 11 條第 2 項¹⁴規定，公開收購人及其關係人與同條第 1 項第 1 款所列之人員，在申報公開收購前二年內，就本次公開收購有任何相關協議或約定者，應揭露所有協議或約定之文件，

⁹ 參引證四：釋字 770 號解釋理由書。

¹⁰ 參引證三：最高法院 107 年台上字第 2108 號民事判決。

¹¹ 參原證二。

¹² 參原證二。

¹³ 參引證九：林國全、陳健豪，〈論現金逐出合併與少數股東權利保障—簡評釋字第 770 號會議解釋〉，
財經法學研究第 2 卷第 2 期，頁 196。

¹⁴ 參引證十：公開收購說明書應行記載事項準則。

併同公開收購說明書公告。則若與被收購公司之董事、監察人、經理人及持股超過被收購公司已發行股份總額 10%之股東，對於公開收購有任何協議或約定，應揭露所有協議與文件。據此，於現金逐出合併之雙方公司，若雙方公司之董事、監察人、經理人及持股超過被收購公司已發行股份總額百分之十之股東之間，對於此合併事項有任何協議或約定者，應事前揭露之，以保障股東之資訊平等。本件中，陳大富為叢林公司之董事，同時亦為具股份總額 40%之股東；王霞彌則自蝦米公司創立以來，持續持有公司約 80%之股權，故雙方於現金逐出合併之決議進行前所簽訂之意向書，即應於事前揭露之。

3. 公開收購說明書應行記載事項第 7 條¹⁵規定，應揭露收購資金來源以融資方式取得者，應揭露融資資金來源、擔保品或雙方借貸等。本規定係為了避免公司於收購公司後，對於收購案所需融資之資金於收購完成後轉嫁與存續或新設公司負擔，造成資本弱化效果所訂。而現金逐出合併之決議通過，則有關對價公司後續應如何支付、是否有能力支付，將受存續公司之財務狀況影響，對股東權益影響重大，故就此亦應予以公開揭露。本件中對於現金對價之資金如何取得亦未向股東揭露，有違其資訊揭露義務。
4. 公開收購說明書應行記載事項準則第 12 條¹⁶規定，「公開收購人對被收購公司經營計畫應記載公開收購人取得被收購有價證券之目的及計畫，包含繼續經營被收購公司業務之意願及計畫內容或有於取得被收購公司有價證券後一年內復轉讓予他人之計畫，以及該計畫內容；若於收購完成後，有被收購公司董事、監察人、經理人及員工進行職位異動、退休、及資遣之計畫者，按本條規定亦應記載之。」據此，有關與合併有關之重大經營計畫或變動，或對股東權益有重大影響者，比照系爭規定，應揭露之，使股東可據此做出是否同意之決定。本件中，王霞彌於首次接洽陳大富前，即已

¹⁵ 參引證十：公開收購說明書應行記載事項準則。

¹⁶ 參引證十：公開收購說明書應行記載事項準則。

開始評估資遣員工之相關程序及成本，並擬訂是否及如何資遣叢林公司部分或全部員工之相關計畫，以自叢林公司裁撤冗員，就此內容，雙方本應於合併協議時即進行討論，並於合併決議前項股東揭露此訊息，本件陳大富本應詢問卻未詢問，因而未對叢林公司之股東揭露該計畫，不得據此謂其並未違反其資訊揭露之義務。

(四) 綜上，本件中叢林公司於合併決議前，就予合併有關之重大事項、股東及董事就其自身利害關係之重要事項、相關合併後之營運等資訊，均並未於合併決議前，向公司之股東予以充分揭露，其股東會之召集程序即屬違背法令，且情節已屬重大，法院應按公司法第 189 條之規定，撤銷該決議。

三、系爭決議過程違反利益迴避之規定，請求法院撤銷該決議部分：

(一) 企業併購法第 18 條第 6 項規定「公司持有其他參加合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事者，就其他參與合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權。」，則有關企業併購事項，有利害關係之董事、股東無須適用公司法 178 條規定，而得以於股東會時行使或代理他人行使之表決權。

(二) 自比較法上探之，美國法上並無針對迴避之硬性規定，然對於利益衝突事項法院採取較嚴格之審查基準；惟若董事或控制股東自願迴避、充分揭露資訊並由獨立之特別委員會或者少數股東過半數同意，則法院審查原則上會尊重公司決策¹⁷，使得公司能獲取商業經營判斷法則之保護。亦即透過法院依正當程序之審查功能及舉證責任倒置，促使有利害關係之股東自行迴避，而於實務上產生了利益迴避之結果。

(三) 反觀我國，於立法與修法時均參照美國德拉瓦州之規定，然對於利害關係之股東之迴避，並無任何強化規定，反而排除了公司法上利益迴避之適用，使得具有利害關係之股東均可參與並行使表決權，考其立法目的，係為了避免小股東之箝制，同時使我國企業併購能夠更加彈性運作，在併購市場較不活絡之我國，

¹⁷ 參引證十一：王文字，〈評釋字 770 號解釋現金逐出合併案〉，月旦法學雜誌 289 期，頁 10。

或有其正當性，然而現金逐出合併將使被逐出之股東喪失其股東地位，手段較其他併購方式之侵害來的更大。有鑑於現金逐出合併對於股東財產權侵害較大，為了避免此制度反遭大股東濫用，同時又須避免因小股東箝制大股東以致無法進行併購，各國原則上對於現金逐出合併設有高門檻以茲平衡，據此，大股東須以達到合併公司持股比例90%以上（甚或95%以上），始得進行現金逐出合併；若未達到此門檻時，亦會加強其他對於少數股東之保障^{18、19、20}。相較之下，根據企業併購法第18條規定，我國要通過現金逐出合併之決議僅須有代表已發股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意即可行之，較諸國外寬鬆許多，且只要取得相對多數即可通過議案，在此情形下，被逐出者可能並非所謂的「小股東」，甚至可能是證券交易法下所謂的大股東，卻在我國現金逐出合併之制度下，有被逐出之風險，其情形恐不合理，也會造成企業併購法與證券交易法之體系有所矛盾。

(四) 於釋字770解釋理由書²¹，可知大法官亦有意識到現金逐出合併與利益豁免之規定對於少數股東之侵害甚鉅，然於現金逐出合併之制度下，現行法並未對採行現金逐出合併之公司設有門檻，恐有使證交法上之大股東遭逐出之情形，自體系而言，並不妥適；又我國現行企業併購法下，按企業併購法第18條規定，對於企業進行併購有利害關係之人無須進行迴避，得行使或代理他人行使表決權。如此一來，我國既未設定門檻，亦無其他相應之制度加以保護，又讓多數股東毋庸於具利害關係時進行迴避，恐有使此些少數股東過度遭受侵害之虞。縱使企業併購法之立法目的在於提升公司經營、強化公司競爭，而認為多數股東之經營利益優先於少數股東維持股東地位之利益，然而若全然罔顧少數股東權益之保障，使得現金逐出合併下之少數股東於不公平、不正當之程序下，即遭到股東地位之剝奪，亦失去其未來因股東地位所能享有之利益，無非肯定了「少

¹⁸ 參引證二：釋字第770號解釋，黃瑞明大法官之協同意見書，頁3-4。

¹⁹ 參引證十一：王文字，〈評釋字770號解釋現金逐出合併案〉，月旦法學雜誌289期，頁5。

²⁰ 參引證十二：釋字第770號解釋，黃虹霞大法官之部分不同意見書，頁6。

²¹ 參引證二：釋字第770號解釋，黃瑞明大法官之協同意見書。

數股東進行投資供大股東經營，但公司有前景了，利益卻全歸大股東」，如此對於我國投資市場恐反生衝擊，打擊大眾參與投資公司之意願，如此企業併購法要提升公司經營體質、強化公司競爭力之目的反而無法達成。

(五)綜上所述，企業併購之迴避豁免之規定固有其正當性，也使得我國企業併購更加具備彈性；然考量到我國現行之現金逐出合併制度以及相關之保障尚未完善，為避免對投資人造成過大衝擊，同時避免少數股東憲法上之財產權在未合乎正當程序、公平性之情況下不合理地被侵害，有關企業併購法之迴避豁免條款（即企業併購法第 18 條之規定）應限縮其適用^{22、23}，亦即於公司採行現金逐出股東之方式進行合併時應回歸公司法第 178 條、第 206 條之規定，則於公司股東對於決議事項具利害關係而有損害公司之虞時，該具利害關係之股東應迴避，而不得行使其表決權或代理他人行使表決權。

(六)本件王霞彌為順利推動合併，而與陳大富進行各項協議，於磋商過程中雙方約定未來應於適當時機，讓陳大富透過私募或其他方式再次入股，繼續參與經營，且為證明自己的誠意，並換取陳大富之信任，王霞彌以每股 10 元之對價，於合併通過前，即已先轉讓其持有之 5%蝦米公司股權予陳大富。此外，雙方簽署了意向書²⁴，其中載明蝦米公司應盡合理之商業努力，在蝦米公司與叢林公司合併後三年內通過一切必要之程序，使合併後之存續公司辦理現金增資或私募可轉換公司債，使陳大富在合併完成後直接或間接持有存續公司至少 15%之股權，且應依認股或私募時存續公司股價之八五折或九折折價發行。至此，王霞彌與陳大富均同意以前述條件為基礎，著手準備召開董事會、股東會及辦理後續事宜，可見雙方均有受到該意向書拘束之意思，且按此意向書中，於合併通過後

²² 參引證十三：張心悌，〈逐出少數股東——以資訊揭露義務與受託人義務為中心之美國法比較〉，政大法學評論第 123 期，頁 25-27。

²³ 參引證十四：蔡昌憲，〈自司法院釋字第 770 號談私有化併購交易之利益衝突迴避爭議：兼論與國巨案、美國戴爾電腦案比較〉，萬國法律第二二四期，頁 23。

²⁴ 參原證二。

之股權數量及對價均具確定範圍，可認為至少成立預約，則決議通過後，至少雙方將承擔依此意向書締結本約之義務^{25、26}。

(七)若合併順利通過，將使得蝦米公司完全取得叢林公司之股權以及原叢林公司原先具有之業務、經營權等事項；而王霞彌本身又為蝦米公司之董事長，其更同時是持有了 80%之蝦米公司之股權，且其於決議前曾經和陳大富簽訂意向書，約定若決議通過後將移轉至少 15%蝦米公司(合併後將稱叢林公司)之股權，在此情形下，可認為王霞彌現實存在著利害關係。綜上而言，王霞彌現實存在著利害關係²⁷而有致生損害於公司之虞，而依公司法第 178 條不得加入表決或代理他股東行使表決權。

(八)本件中吳曉芬與趙萍萍名下持有之各 3%之叢林公司股份(下稱系爭股份)實為王霞彌直接無償提供股票給吳曉芬與趙萍萍²⁸，而叢林公司於重大議案需表決時，趙萍萍、吳曉芬二人從未親自出席參與表決，均係由王霞彌及其控制之蝦米公司（王霞彌持有 80%之蝦米公司之股權）代為出席並行使表決權，並藉此方式達到控制叢林公司人事、財務或業務經營而實質上指揮董事執行業務，對於系爭股份實際上具有管理、使用等權益，故系爭股份實際上係由王霞彌所控制，縱使非登記於王霞彌之名下，王霞彌仍應為系爭股份之實際持有人，故就此部分之股票亦應不得參與表決。另可解為此係借名登記契約，借用趙萍萍與吳曉芬之名義，實質持有人係王霞彌，既實質持有人係有利害關係之王霞彌，該股權自應全部迴避。據此，趙萍萍與吳曉芬之股權應迴避而未迴避，系爭決議之股東會決議方法有違公司法第 178 條之意旨，且依其情形已屬重大，該決議應予以撤銷。

(九)退步言之，縱認為按企業併購法第 18 條之意旨，有利害關係之股東，無須於合併決議中進行迴避，然按釋字第 770 號解釋理由書，立法者至少應使未贊同合

²⁵ 參引證十五：最高法院 64 年台上字第 1567 號民事判決。

²⁶ 參引證十六：最高法院 106 年台上字第 28 號民事判決。

²⁷ 參引證十七：最高法院 105 年度台上字第 678 號民事判決。

²⁸ 參原證五。

併股東即時獲取有利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊，始符憲法第 15 條保障人民財產權之意旨。據此，有關企業併購法第 18 條有利害關係之股東或董事毋庸迴避之規定，仍應限縮適用，亦即應於公司或有利害關係之股東已盡其事前資訊揭露義務之前提下，始得參與表決²⁹。本件中，除叢林公司對於合併之重要事項、股東及董事之利害關係等內容均未充分揭露，已如前所述，王霞彌作為公司控制股東，對此等利害關係應揭露而未予揭露，則王霞彌以及其實質持有之趙萍萍、吳曉芬之股權，均應予以迴避。本件趙萍萍、吳曉芬名下之股份未行迴避，則系爭決議有違公司法第 178 條，且若該次股東會於事前充分揭露利害關係之資訊，或此些利害關係之股東予以迴避，該次決議通過與否及可能不同，難謂情節非屬重大，爰依公司法第 189 條之規定，求為撤銷系爭股東會之決議。

四、被告於過去草創時期，原告提供其包括網路銷售及行銷、經營管理、資訊設備及技術解決方案、軟硬體支援等全方位技術及諮詢服務，被告為此應給付原告之費用，並業經詳實記載於原、被告之會計紀錄，被告亦不爭執此一事實。尚未清償之部分連本加息合計達新台幣 6 億元，均已屆清償期，被告應給付原告新台幣 6 億元，及自起訴狀繕本送達翌日起至清償日止，按周年息百分之五計算之利息。

五、被告對於我方有限制競爭之虞違反公平法第 20 條第 1 款及第 5 款之主張，我方認為顯無理由，無該當此兩款違法情事之可能：

(一) 原告之市占率為 12%~15%，並未符合一般市場上公定之 15%以上市占率³⁰，且除本公司外，各零售業者仍可與其他網路商城公司互通有無，且可透過其他平台之通路為銷售。再者，原告加上被告和蝦米公司之市占率不超過 40%，零售業者尚具其他平台可供選擇，且依照商品特性之不同，對各平台的選擇亦會有所權衡。具體而言，若欲主張一事業具有相對優勢地位，須該企業該當不具更

²⁹ 參引證七：釋字第 770 號解釋，湯德宗大法官之部分協同意見書，頁 3。

³⁰ 參引證十八：公平交易委員會第 1266 次委員會議紀錄。

換交易相對人的可能性及對該當交易之依賴程度兩要件³¹，即與相對優勢事業間之交易，乃為依賴事業得以繼續存活之條件。

一般來說，更換交易相對人之可能性與依賴程度二項要件，有被等同處理之傾向；的確，在變換交易相對人一事實屬可行時，二事業間的依賴關係理當被否定。因此在各廠商仍有其他網路平台業者可供選擇時，對原告應不生「不可偏離或無可取代之依賴」³²，故本公司亦不符合上述之構成要件，而難謂具有市場力量或相對市場優勢地位之企業，對其他事業或零售業者難產生限制競爭之可能性。

(二) 而本件被告認為原告有「限制競爭之虞」之杯葛行為，雖應可認原告自始並不符合構成限制競爭之虞，而根本未達發動本條之門檻，但若另就公平交易法第20條第1款作探討，所謂之杯葛行為係指事業為達成損害「特定事業」或剝奪「特定事業」日後參與市場活動之目的，促使或透過聯合方式約定他事業不與特定事業從事交易之行為，須1.客觀上有杯葛發起人、杯葛參與人及受杯葛人等三方當事人參與2.杯葛發起人之呼籲須足以影響杯葛參與人之決定3.且須有斷絕（或拒絕）交易之行為始構成之。而所謂斷絕（或拒絕）交易行為包括斷絕供給、購買或（現在或未來）與被杯葛者交易活動等其他交易之行為，且不與被杯葛人建立新的交易關係亦屬之。杯葛發起人之「促使」行為，如於客觀上已足以認定有「誘導或唆使」杯葛參與人拒絕與被杯葛人交易之作用，或足以影響他事業之決定，而有限制競爭之虞者，即具有可非難性。此外，主觀上須杯葛發起人具有「以損害特定事業為目的」之意圖，明知其行為將構成不當之損害，仍然有意且促使其發生始該當構成要件之成立³³。

31 參引證十九：〈公平交易法對流通事業垂直交易限制行為之規範〉，行政院公平交易委員會，中華民國九十二年十一月，頁29-30。

32 參引證二十：〈相對優勢地位濫用行為規範之研究〉，行政院公平交易委員會，公平交易季刊第21卷第4期，頁127、128。

33 參引證二十一：〈杯葛行為之法律與經濟分析〉，行政院公平交易委員會，公平交易季刊第17卷第1期，頁81以下。

本件中，原告於該商城服務合約 10 條中僅使零售業者負有告知之義務且原告僅針對「若認乙方與其競爭對手之業務往來有損害甲方商業利益之虞時，甲方保留禁止此等業務往來之權，以及就因此而失之損害請求乙方賠償之權。」上訴情形時保留終止、求償之權利，應係落於契約自由之範疇，且此項條款之訂定係原告為保障自身之商業利益不受零售業者不法之侵害及確保其於損害賠償上權利之救濟而定，主觀上並不具備損害特定事業之意圖，且於該合約條款中並無任何不當限制或阻絕進而使某一事業於市場上處於競爭不利之地位、減弱其競爭力、甚至退出市場或無法進入市場參與競爭參與之行為，故客觀上原告從未指定某企業為競爭對手而呼籲與其簽定合約之零售業者為斷絕或拒絕交易之行為，自始即不符合杯葛行為之構成要件，更無理由將原告指認為杯葛發起人。即便於 2018 年 12 月 2 日原告信件發送後有約 4000 家商家於收到信件後婉拒與被告合作之業務機會，又另有 1000 家原本同時與原告及被告有商業往來之商家決定終止與被告之合作，對此情形，基於維護契約自由原則，在不違背公序良俗的情況下，應尊重雙方當事人自由約定之契約，且該發信行為亦僅重申原契約之內容，亦並未增加額外的限制，目的在保護自身權益、降低受不當損害之風險而無損害他人之目的及意圖，況且，原告並無強迫各零售業者與其合作之行為，各零售商所為之決策係基於契約自由及自身利益之評估後所做成者，縱使原告為聲明此條款之告知義務亦不代表廠商在選擇自由之情況下會確定與被告之合作關係。

因此，原告之該項合約條款、發信行為均非上述所謂「以損害特定事業為目的」之杯葛行為構成要件，而於主觀及客觀上皆不構成公平交易法第 20 條第 1 款之違法行為³⁴，被告所主張原告違反公平交易法云云，顯無理由。

(三) 再者，被告所稱原告違反公平交易法第 20 條第 5 款³⁵，限制交易相對人之事業活動，須具備其限制「不正當」，且「有限制競爭之虞」始構成違法而應受禁止。

³⁴ 參引證二十二：〈限制競爭或妨礙公平競爭之虞即其法律效果關聯性之評價-公平會案例之評價〉，行政院公平交易委員會，公平交易季刊第 21 卷第 2 期，頁 77 以下。

³⁵ 參引證二十二：〈限制競爭或妨礙公平競爭之虞即其法律效果關聯性之評價-公平會案例之評價〉，

是倘若事業基於其市場優勢地位，以不公平交易條款限制交易相對人之營業活動而與其交易，縱為提高經營效率、維護商品之品質或售後服務、防免他事業搭便車之不公平競爭、或開拓市場之須要等目的³⁶，然若此目的之達成與採取限制交易相對人事業活動所為之方法或手段間並無正當合理之關聯、超出必要範圍且因此阻礙他事業之參與競爭而嚴重減損市場之競爭機能者，該行為之實施結果對於市場有限制競爭之不利影響，即違反前揭規定。

此外，原告提供各零售業者刊登、銷售商品之網路平台，並給予個零售業者各項利於銷售之策略方法及配套措施，個零售業者對於原告所賦予之權利和利益本於誠信原則與信賴基礎，即應對原告之營業秘密、經營方法、銷售策略等負有保護與保密之義務，而不應隨意和其他與原告相似的競爭企業為合作之行為甚至走漏原告之商業相關機密，參照我國營業秘密法之制定立法目的，即在於維護產業倫理與競爭秩序，並調和社會公共利益，以避免產業間以不正當之方法相互挖取營業秘密，造成不公平競爭之現象。對於零售廠商和其他平台合作之行為，不可避免零售業者有洩漏平台行銷策略的風險，進而對於原告造成經營手法有被模仿之危害可能性。

因此，原告該商城服務合約條款與該封發送給各零售業者之書信係以保障公司自身重要權益不受侵害為目的，且係為維護產業倫理與競爭秩序而為之行為，並非以損害特定事業活動或以任何不正當之方法限制特定事業參與競爭為目的，又原告所要求之告知義務並非一律禁止廠商與其他平台合作，而是必須端看廠商與其他平台具體合約內容而定，未有斷絕零售業者與其他事業為交易之絕對效力從而使某特定事業喪失營業競爭能力之情事存在，而有違反公平交易法之情事。

此書信中，原告仍舊未針對被告及蝦米公司而為限制，而是明列所有可能和其產生競爭關係之事業，且其行為目的係為保護公司之營業秘密免於侵害之風險

行政院公平交易委員會，公平交易季刊第 21 卷第 2 期，頁 77 以下。

³⁶ 參引證二十三：梁基祥，〈獨家交易安排之經濟分析〉，行政院公平交易委員會，公平交易季刊第 5 卷第 3 期，頁 85 以下。

並非如同公平交易法第 20 條第 1 項第 1 款所訂「以損害特定事業為目的」之杯葛行為情形。又原告於書信中亦僅係規範零售業者之告知義務，並建議各零售業者謹慎訂定與該等公司間之合作內容，是為避免傷害原合作之信賴關係與維護原交易之友好關係，無任何不正當排除或阻礙他事業參與競爭之手段，而其行為之目的即效果不具有不正當之可非難性。亦即，原告並無違反上述公平交易法第 20 條第 1 項第 5 款之情事，被告知主張顯無理由。

(四) 綜上，因原告所立定之合約條款目的僅係為了保障自身的權益不受侵害，並無任何侵害他人之惡意意圖，於行為手段上，其與各零售業者所簽訂合約條款內容中亦僅要求各廠商負告知義務並無禁止往來或限制之舉，且實際上仍須就各廠商與其他平台之合作情況為判斷。因此，原告所定之商城服務合約屬於目的正當、手段正當，且此行為手段亦是達成其目的之必要合理方法，符合手段及目的間之合理正當關聯性，係法所應容許之行為。

(五) 是以，被告所主張原告違反公平交易法第 20 條第 1 款及第 5 款，而欲依據公平法第 30 條及第 31 條，以及民法第 184 條第 1 項後段及第 2 項之規定，向原告請求損害賠償新台幣 6 億元，顯無理由。又被告欲依民法第 334 條之規定，以此 6 億元之損害賠償債權與被告積欠原告之 6 億元費用而為抵銷之主張，更因前述之損害賠償請求權自始部生效而無從主張。

謹 狀

臺灣臺北地方法院 鈞鑒

中 華 民 國 1 0 8 年 〇 〇 月 〇 〇 日

具狀人：大平台公司

訴訟代理人：〇〇〇

原證證物名稱目錄

- 原證一 大平台公司制式商城服務合約第 10 條。
- 原證二 王霞彌與陳大富間之意向書。
- 原證三 大平台公司與其他業者往來書信。
- 原證四 其他業者與叢林公司往來書信。
- 原證五 叢林公司 2019 年 2 月 1 日股權架構圖。
- 原證六 叢林公司股東會議事規則第 11 條。

引證證物名稱目錄

- 引證一 歐盟、美國、我國現金逐出合併制度比較表格。
- 引證二 釋字第 770 號解釋，黃瑞明大法官之協同意見書，頁 3-4。
- 引證三 最高法院 107 年台上字第 2108 號民事判決。
- 引證四 釋字第 770 號解釋理由書第 3 段。
- 引證五 釋字第 763 號解釋理由書。
- 引證六 釋字第 652 號解釋，葉百修大法官之部分協同意見書，頁 1-2。
- 引證七 釋字第 770 號解釋，湯德宗大法官之部分協同意見書，頁 2-3。
- 引證八 釋字第 770 號解釋，羅昌發大法官之協同意見書，頁 6-10。
- 引證九 林國全、陳健豪，〈論現金逐出合併與少數股東權利保障—簡評釋字第 770 號會議解釋〉，財經法學研究第 2 卷第 2 期，頁 196。
- 引證十 公開收購說明書應行記載事項準則。
- 引證十一 王文字，〈評釋字 770 號解釋現金逐出合併案〉，月旦法學雜誌 289 期，頁 10
- 引證十二 釋字第 770 號解釋，黃虹霞大法官之部分不同意見書，頁 6
- 引證十三 張心悌，〈逐出少數股東—以資訊揭露義務與受託人義務為中心之美國法比較〉，政大法學評論第 123 期，頁 25-27。
- 引證十四 蔡昌憲，〈自司法院釋字第 770 號談私有化併購交易之利益衝突迴避爭議：兼論與國巨案、美國戴爾電腦案比較〉，萬國法律第二二四期，頁 23。
- 引證十五 最高法院 64 年台上字第 1567 號民事判決。
- 引證十六 最高法院 106 年台上字第 281 號民事判決。
- 引證十七 最高法院 105 年度台上字第 678 號民事判決。
- 引證十八 公平交易委員會第 1266 次委員會議紀錄。
- 引證十九 〈公平交易法對流通事業垂直交易限制行為之規範〉，行政院公平交易委員會，中華民國九十二年十一月，頁 29、30。
- 引證二十 〈相對優勢地位濫用行為規範之研究〉，行政院公平交易委員會，公平交易季刊第 21 卷第 4 期，頁 127、128
- 引證二十一 〈杯葛行為之法律與經濟分析〉，行政院公平交易委員會，公平交易季刊第 17 卷第 1 期，頁 81 以下。
- 引證二十二 〈限制競爭或妨礙公平競爭之虞即其法律效果關聯性之評價-公平會案例之評價〉，行政院公平交易委員會，公平交易季刊第 21 卷第 2 期，頁 77 以下。
- 引證二十三 梁基祥，〈獨家交易安排之經濟分析〉，行政院公平交易委員會，公平交易季刊第 5 卷第 3 期，頁 85 以下。

原證一

以下甲方為大平台公司，乙方為零售業者/擬刊登商品之個人。

商城服務合約（範本）第十條：

乙方若與甲方指定之競爭公司簽訂合約、訂購單，或有其他業務往來，應於 7 日前以書面通知甲方渠等之合作內容、條件，並提供契約、訂購單或其他相關文件影本供甲方參考，甲方若認乙方與其競爭對手之業務往來有損害甲方商業利益之虞，甲方保留禁止此等業務往來之權，以及就因此而生之損害請求乙方賠償之權。

原證二

意向書

為積極促成蝦米股份有限公司（下稱「蝦米公司」）及叢林股份有限公司（下稱「叢林公司」）之合併事宜（「本合併案」），雙方當事人茲同意條款如下，並簽署本意向書，以茲守信。

甲方：王霞彌（下稱「甲方」）

乙方：陳大富（下稱「乙方」）

緣，於本意向書簽署日，甲方為蝦米公司股東及董事長，乙方為叢林公司股東及董事長。

緣，為加強甲方及乙方之合作關係，甲方已以每股 10 元之價格轉讓其所持有占蝦米公司已發行股份總數 5%之蝦米公司股份予乙方。

緣，鑑於蝦米公司及叢林公司兩公司之業務性質及營運模式，倘兩家公司進行合併，將有助於擴大公司業務服務範圍、創造公司架構整併綜效、節省人事行政成本，提昇營運績效及競爭力，故為促成本合併案之完成，甲乙雙方就本合併案達成共識如下。

第一條

本合併案擬由蝦米公司以現金為對價吸收合併叢林公司，蝦米公司為存續公司，叢林公司為消滅公司，合併後存續公司之中文名稱應更名為叢林股份有限公司（下稱「存續公司」）。合併價格由蝦米公司及叢林公司董事會決議之。

第二條

甲乙雙方同意應分別於蝦米公司及叢林公司之董事會及股東會中積極促成通過同意本合併案之議案。

第三條

倘成功促成本合併案，甲方同意於本合併案完成後三年內，將使存續公司辦理現金增資或以私募可轉換為存續公司股權之公司債方式，使乙方得直接/間接持有存續公司至少 15%之股權，該等股權之發行價格應以認股或私募時存續公司股價

之八五折或九折折價發行。

第四條

雙方應極力促使蝦米公司及叢林公司之股東會於本意向書簽署後二個月內通過本合併案之決議。本意向書簽署後，若任一方知悉任何對本合併案進行可能帶來不利影響之事件，應儘速通知他方。雙方同意以前述條件為基礎，著手準備召開董事會、股東會及辦理後續事宜。

第五條

雙方於本合併案依法對外公開前應予保密，對於本意向書所約定事項亦應負保密之責。倘任一方違反本條保密義務，應對他方負損害賠償責任。

第六條

因本意向書所生之一切爭議，雙方同意交付調解或仲裁。

第七條

除保密之相關約定外，雙方同意本意向書其他條款構成君子協定，對於外界亦不生拘束力。

第八條

本意向書簽署一式兩份，由甲乙雙方各執乙份為憑。

甲方

(簽名) _____

王霞彌 (簽名)

乙方

(簽名)
陳大富 (簽名)

中 華 民 國 1 0 7 年 1 1 月 1 5 日

原證三

親愛的合作夥伴：

感謝您長期以來對本公司網路商城的支持。如您所瞭解的，本公司極為重視與每一位商城用戶間的合作關係，且一向以最高規格的誠信，盡一切商業努力，妥適履行彼此間的合約。

本公司擬透過這封信提醒您，貴我間的商城服務合約第十條明文規定：「乙方若與甲方指定之競爭公司簽訂合約、訂購單，或有其他業務往來，應於 7 日前以書面通知甲方渠等之合作內容、條件，並提供契約、訂購單或其他相關文件影本供甲方參考，甲方若認乙方與其競爭對手之業務往來有損害甲方商業利益之虞，甲方保留禁止此等業務往來之權。」故如您擬與其他與本公司競爭的網路商城（包括但不限於蝦米商城、叢林網路書店、地虎購物網、小鯨魚網路商城等）進行業務往來，請務必依據前述合約規定，於七天前以書面通知本公司，並提供相關資料供本公司參考，以免違約。本公司並建議您謹慎訂定與該等公司間之合作內容，以免傷害貴我間之信賴關係，否則本公司將循一切合法方式，維護本公司之權益，包括但不限於禁止貴公司與本公司競爭對手之業務往來、將貴公司在本公司網路商城刊登/販售之商品全面下架，以及請求損害賠償等。

誠心希望貴我雙方能繼續本於商業誠信，彼此互利互助，以達成雙贏，共創佳績。若有任何疑問，敬請不吝向您在本公司的業務窗口詢問。

敬頌時祺

林百萬董事長 2018.12.2

原證四

寄件日期：2018/12/3 (週一) 9:30

寄件者：Lin, David [davidlin@tinylion.com]

收件者：Ho, Winnie [winnieho@junglebook.com]

副本：Lisa_GM [lisawu@tinylion.com]

主旨：RE: 歡迎加入台灣最棒的網路書店 – 叢林網路書店

何小姐您好：

謝謝您來信提供貴公司的優惠服務方案。方案內容相當吸引人，且刊登費亦相當合理，惟經本公司內部討論結果，考量本公司已有長期合作之網路平台服務商，為維持雙方良好的信賴關係，避免違約，不得不婉拒您的邀請。

若將來有機會的話，請務必跟我們再次討論合作的可能。謝謝！

Best,

David

小獅王公司 業務部經理

原證五

叢林公司 2019 年 2 月 1 日股權架構圖*

戶號	姓名	持股數	持股比例
0001	陳大富	3,200,000	40%
0002	大平台公司	2,000,000	25%
0003	王霞彌	400,000	5%
0004	吳曉芬	240,000	3%
0005	趙萍萍	240,000	3%
0006	蝦米公司	960,000	12%
0007~0020	其他股東	960,000	12%
合計		8,000,000	100%

*上開股權架構自 2019 年 2 月 1 日起均未變更。

原證六

叢林股份有限公司股東會議事規則（節錄）

第 11 條（股東發言）

出席股東發言前，須先填具發言條載明發言要旨、股東戶號（或出席證編號）及戶名，由主席定其發言順序。

出席股東僅提發言條而未發言者，視為未發言。發言內容與發言條記載不符者，以發言內容為準。

同一議案每一股東發言，非經主席之同意不得超過兩次，每次不得超過五分鐘，惟股東發言違反規定或超出議題範圍者，主席得制止其發言。

出席股東發言時，其他股東除徵得主席及發言股東同意外，不得發言干擾，違反者主席應予制止。

法人股東指派二人以上之代表出席股東會時，同一議案僅得推由一人發言。

出席股東發言後，主席得親自或指定相關人員答覆。

歐盟、美國、我國現金逐出合併制度比較表格

		歐盟	美國	我國現制	釋字770
事前程序	持股90%(或95%)限制	O	X	X	X
	資訊揭露	O	O	X	O
事後程序	利益迴避	X	自願迴避與否將影響法院審查基準與舉證責任	X	X
	法院嚴格審查基準	X	迴避: X	X	X
			未迴避: O		
	法院舉證責任轉換	X	迴避: X	X	X
			未迴避: O		

釋字第 770 號解釋協同意見書

黃瑞明大法官 提出

本號解釋對於 104 年 7 月 8 日修正前之企業併購法¹為審查，並認舊法於公司合併時對少數股東為現金逐出時，對少數股東之股東權保障有所不足而違憲。本號解釋並未認 104 年修正後之企業併購法（現行法）違憲，但提出應檢討改進之意見。本席原則贊同，並對本號解釋之理由補充意見如下：

一、舊法有何規定違憲？

本號解釋文認為舊法違憲之處為「上開二規定於此範圍內，與憲法第 15 條保障人民財產權之意旨有違」，上開二規定即指系爭規定一及系爭規定二，此二規定之內容於現行法並未改變（僅系爭規定二變更項次）。本號解釋所指摘未符保障人民財產權意旨之處，於現行法係於二個條文加以改善：即於現行法第 5 條第 3 項增加董事說明利害關係之義務以及於第 12 條增加公司應對未達成協議之股東聲請法院為價格裁定之義務，舊法就此未規定。因此所謂「於此範圍內」，應指舊法第 5 條及第 12 條規範有所不足而違憲。

二、企業併購法允許現金逐出小股東之理由檢討：

舊法及現行法均允許公司於合併時得以現金為對價強制取得小股東之股份（即現金逐出合併）（現行法、舊法第 4 條第 3、4、5、6 款分別規定合併、收購、股份轉換及分割時，均得以現金作為對價取得小股東之股份）。本號解釋理由對於

¹本件聲請案原因案件所適用之企業併購法應為 93 年 5 月 5 日修正公布之企業併購法，惟系爭規定二係於 91 年 2 月 6 日制定公布，於 93 年 5 月 5 日並未修正。

現金逐出合併之合憲性之討論認為「合併為企業尋求發展及促進經營效率之正當方式之一……，諸如以強制購買股份之方式使未贊同合併股東喪失股權……」，權衡對未贊同合併股東之周全保障及企業尋求發展與促進效率等考量，現金逐出制度合憲之條件為「立法者至少應使未贊同合併股東及時獲取有利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊，以及就股份對價公訂性之確保，設置有效之權利救濟機制……」。本號解釋並未對現金逐出之合憲性作出其他深入之討論，我國已有許多學者對現金逐出提出周延深入之討論，可供參考。本席僅就德國聯邦憲法法院歷年有關現金逐出合憲之案件之理由簡介如下：

1、1962年8月7日德國聯邦憲法法院²於審查股份公司變更組織（Umwandlung）時，就持股逾四分之三之股東得決議改組以排除少數股東之股權而取得全部之股權，認為透過公司改組而成立集團企業將有助企業之競爭力，從而對提升整體國民經濟、促進景氣並有利於就業市場等，故認為立法者於權衡公司併購對整體經濟之利益與對少數股東之財產權之保護之下，以公共利益（Gemeinwohl）為考量而允許現金逐出制度無違憲法。

2、2007年9月19日德國聯邦憲法法院曾對遭現金逐出（squeeze out）之小股東所提出之憲法訴願為不受理之決定，該判決認為「避免對於該須持有至少95%基礎資本額之主要股東（股份公司法A KtG§327a）因小的或最小持分之所有人而形成企業經營之障礙」³至於小的或最小股份持有人如何造成公司經營之障礙？該判決並未加以論述。本席認為其主要理由應是如兩家關係企業若股權未能百分之百一致，則

² BVerfG, Urteil vom 07.08.1962-1 BvL 16/60.

³ BVerfG, Beschl. vom 19.09.2007-1 BvR 2984/06.

雙方之利害關係未能完全一致，於經營管理上之諸多事項，如智慧財產權之共享、人力費用之分擔等，即有利益輸送或利益衝突之疑慮，造成公司經營上為取得併購所欲取得之「合併綜效」（Synergies）之障礙。公司法上對小股東保障之條款，諸如少數股東請求董事會召集臨時股東會（公司法第 173 條）、董事會決議為違反法令或章程之行為時，股東之制止請求權（公司法第 194 條）、股東訴請法院解任董事權（公司法第 200 條）及代位訴訟權（公司法第 214 條）等，如遭少數股東濫用，有可能造成企業經營上之困擾。故世界各國之司法乃逐步承認現金逐出之合憲性，以利企業集團整合資源以追求合併綜效。

三、如何避免現金逐出制度遭大股東濫用：

（一）我國法啟動現金逐出之門檻偏低

我國企業併購法允許大股東以現金逐出小股東之門檻較諸世界上主要國家實為偏低。舊法及現行法第 18 條第 1 項之規定，股東會對於公司合併之決議，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之，換言之，只要掌握三分之一之股權，即可以通過以現金逐出之方式進行合併（以收購、股份轉讓以及分割而進行併購者，啟動現金逐出之門檻亦相同，見現行法第 27 條、第 29 條及第 35 條）。其門檻相較於其他國家實為相當低，如德國為持股 95% 之控制股東，⁴英國為 90% 以上之股東，韓國

⁴ 見德國股份公司法第 327 條第 1 項（§327a AktG）。另 1962 年德國聯邦憲法法院於審查 Gesetzes über die Umwandlung von Kapitalgesellschaften und bergrechtlichen Gewerkschaften vom 12. November 1956 第 15 條時，指出該條文合憲之基礎在於該條允許股份公司間財產全部移轉予另一家公司時，應至少持有四分之三以上之股權，判決同註 2。

為95%。⁵依現行法規定，僅持有三分之一以上股權之股東配合外界資金即可能排除其他股東而攫取公司成長之果實。當然各國依其經濟情況與公司股權結構，自行決定大股東為現金逐出之門檻，不能謂較低之門檻即違憲，然在而我國較低之逐出門檻下，藉由其他機制以保障少數股東權之權益更形重要。若公司之股權分散於多數小股東，基於小股東之資訊不足、不易結合，且無餘力對公司合併案深入瞭解之下，則持股超過三分之一之大股東攫取其他三分之二之多數小股東之權益之情形，實可想見。故依現在制度，唯有賴特別委員會及法院於審查現金逐出合併時，就其併購是否有正當理由嚴加把關。另現行法規定，當少數股東對於收買價格不同意時，公司有義務聲請法院為價格之裁定（現行法第12條第6項）。法院為價格裁定時應同時審查特別委員會之審議報告以探究併購之目的是否可以合理化以現金逐出小股東之手段。

（二）現行法對於收買價格之計算欠缺明確且充分規定

現行法第12條第7項規定，公司聲請法院為價格之裁定時，應檢附會計師查核簽證公司財務報表及公訂價格評估說明書。如此之文件是否足夠讓法院作出價格判定，應有待實務之運作以作檢證，目前實務上對公司之價格因有各種計算方法，似乎均著眼於分析公司目前營運狀況之財務報表，而未就合併後可能產生之合併綜效加以考量。

德國聯邦憲法法院1999年4月27日之判決係對於遭現金逐出之股東之股份價格為認定之判決，認為股份之完全（Volle）價值應反映其真實或真正價值（“Wirklich” oder “Wahren” Wert）⁶該判決認定收買股份之價格不能低於簽訂合

⁵ 參見游啟璋，現金逐出合併時少數股東的股份收買請求權，政大法學評論第136期，頁233至236頁，103年3月。

⁶ BVerfG, Beschl. vom 27.04.1999-1 BvR 1613/94.

併契約時該股份於證券市場交易之價格，而不必考慮該股票於證券市場是否確能賣出。

本席認為法院應要求公訂價格評估說明書必須考量納入合併後綜效之公司價值，另亦應瞭解併購是否涉及控制股東利用未公開之內部資訊，以謀取私利，例如計劃在合併後才進行新的投資，或是預期可以獲取之商業利益（例如產品研發有所突破，即將推出新產品，或是爭取市場有所進展，即將獲得長期之訂單等），如此才能在支持現金逐出制度以利企業成長壯大之外，同時嚇阻大股東濫用現金逐出制度以攫取公司成長之收益，俾在促進企業發展與保障小股東權益間取得平衡。

最高法院民事判決

107年度台上字第2108號

上訴人 應松洋（原名應鎮洋）

訴訟代理人 謝進益律師

陳建霖律師

被上訴人 雷亞遊戲股份有限公司

法定代理人 鐘志遠

訴訟代理人 王傳芬律師

劉允正律師

黃于軒律師

上列當事人間請求撤銷股東臨時會決議等事件，上訴人對於中華民國105年11月30日臺灣高等法院第二審判決（104年度上字第1349號），提起上訴，本院判決如下：

主 文

原判決關於駁回上訴人請求撤銷被上訴人民國 103年12月27日股東臨時會關於合併案決議之上訴暨該訴訟費用部分廢棄，發回臺灣高等法院。

其他上訴駁回。

第三審訴訟費用關於駁回其他上訴部分，由上訴人負擔。

理 由

本件上訴人主張：伊為原雷亞遊戲股份有限公司（下稱原雷亞公司）股東。訴外人鐘志遠、張世群、游名揚、謝昌晏（下稱鐘志遠等4人）為原雷亞公司董事，復為被上訴人之前身光舟文創股份有限公司（下稱光舟公司）董事。原雷亞公司董事會（下稱系爭董事會）於民國103年12月10日決議（下稱系爭董事會決議）與光舟公司合併，並訂於同年月27日召集股東臨時會（下稱系爭股東會），系爭股東會則決議通過由光舟公司以每股新臺幣（下同）90元現金併購原雷亞公司，以光舟公司為存續公司，原雷亞公司為消滅公司，存續公司改名為被上訴人（下稱系爭合併案）。惟系爭合併屬現金逐出少數股東之合併，鐘志遠等4人就系爭

01 合併案，存有利害關係，未於系爭董事會為資訊揭露、迴避合併
02 案與召集系爭股東會之決議，即自行決定合併方式、條件、價格
03 及自行續任合併後董事，違反107年8月1日修正前公司法第206條
04 第2項、第3項（現行法同條第2項、第4項）準用同法第178條規
05 定，系爭董事會決議為無效，依該無效決議所召集之系爭股東會
06 ，屬無召集權人召集之股東會，所為決議不成立或無效。如系爭
07 股東會決議成立且非無效，該召集程序亦有違法之重大瑕疵，且
08 系爭股東會於系爭合併案表決時，未依法扣除鐘志遠等4人應自
09 行迴避之表決權數，復未就該合併案議決過程，按股份有限公司
10 股東會議事規則參考範例（下稱議事規則參考範例）第10條第4
11 項規定為充分說明與討論即逕予表決，亦有召集程序及決議方法
12 違法之重大瑕疵，伊自得依公司法第189條規定，請求撤銷系爭
13 股東會就系爭合併案之決議。爰先位求為確認系爭股東會所為全
14 部決議不成立或無效；備位求為撤銷系爭股東會就系爭合併案所
15 為決議（下稱系爭合併案決議）之判決。

16 被上訴人則以：鐘志遠等4人參與系爭董事會及股東會決議，權
17 利義務並未因之取得特別之得喪變更，不該當公司法第178條應
18 迴避之情形，依104年7月8日修正前企業併購法第18條第5項（現
19 行法同條第6項）規定，鐘志遠等4人亦無迴避之必要，且若需迴
20 避，無異將系爭合併案交由該公司少數股東決定，非公司法第17
21 8條規範之目的，亦與同法第174條以多數決形成公司總意之原則
22 相悖，自無違反同法第189條之情事。又系爭股東會於會議過程
23 中，難認有何召集程序或決議方法之違法等語，資為抗辯。

24 原審以：鐘志遠等4人為原雷亞公司董事，持有該公司股份合計
25 69.5968%，復為光舟公司董事，合計持有該公司股份81.5968%。
26 原雷亞公司以系爭董事會決議與光舟公司合併，並召開系爭股東
27 會，該公司發行股份50萬股，系爭股東會出席股數49萬8740股，
28 同意合併股權為40萬219股，達已出席股東表決權之80.246%，而
29 決議通過系爭合併案之事實，為兩造所不爭。查系爭股東會係承
30 有召集權限之董事會決議所召集，與無召集權人擅為召集之情形
31 有別，所為之決議並非不成立或無效。其次，綜觀系爭合併案內

01 容，原雷亞公司全體股東之收購價格、權利義務等條件均一致，
02 雖因採「現金合併」，該公司股東於合併後不再持有存續公司股
03 權，然鐘志遠等4人原即為存續公司之股東兼董事，其等於合併
04 後繼續持股及擔任董事，非因系爭合併案而取得之特別利益，尚
05 難認有具體、直接利害關係致有害於公司利益之虞。參酌企業併
06 購法第18條第1項立法理由及104年7月8日修法前同條第5項規定
07 ，鐘志遠等4人就系爭合併案並無迴避之必要。至其等對原雷亞
08 公司應負忠實義務，與應否迴避系爭董事會職務之執行，尚屬二
09 事，於104年7月8日始修正新增之企業併購法第5條第3項規定，
10 於本件亦無適用。另系爭股東會開會時，主席及相關人員業就上
11 訴人代理人所提問題予以答覆及討論，歷時約1小時，始進行表
12 決，符合議事規則參考範例規定，所為之召集程序或決議方法並
13 無違法情事。從而，上訴人先位請求確認系爭股東會決議不成立
14 或無效；備位請求撤銷系爭合併案決議，均無理由等詞，因而維
15 持第一審所為上訴人敗訴之判決，駁回其上訴。
16 關於廢棄發回部分（即上訴人備位聲明請求撤銷系爭合併案決議
17 部分）：
18 按股份有限公司股東所持有之股份，具有一定之財產價值，自受
19 憲法第15條規定財產權之保障。而本於處分權主義、私法自治及
20 契約自由原則，多數股東若未得少數股東之同意，本無以現金購
21 買少數股東股份之權利。又股份有限公司為經營商業之重要主體
22 ，其效率、體質及競爭力之改善，對國家經濟發展至關重要，在
23 現代經濟社會，合併乃為企業尋求發展及促進經營效率之正當方
24 式之一，企業併購法第4條第3款規定，許贊同合併之股東違反未
25 贊同合併股東之意願，以現金作為對價強制購買其股份，剝奪未
26 贊同合併股東之股權（即所謂現金逐出合併），係立法者基於為
27 利企業以併購進行組織之調整，發揮企業經營之效率，提升企業
28 經營體質，強化其競爭力所為之立法裁量。惟現金逐出合併，將
29 使未贊同合併股東喪失彰顯於股份本身之財產權，且限制其投資
30 理財方式，剝奪其透過對於特定公司之持股而直接或間接參與該
31 公司業務以享受相關利益之機會，對其股份所表彰之權益影響甚

01 大，並違反前述處分權主義、私法自治及契約自由原則，因而欲
02 行現金逐出合併，須基於目的之正當性、遵循正當程序之要求及
03 公平價格確保之有效權利救濟機制（司法院釋字第 770號解釋意
04 旨參照），始得謂當。而鑑於我國企業併購法允許大股東以現金
05 逐出小股東之門檻相對於世界主要國家實為偏低（依企業併購法
06 第18條第1項之規定，股東會對於公司合併之決議，應有代表已
07 發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半
08 數之同意行之），自應依上開說明嚴格審查現金逐出合併之股東
09 會決議，以保障少數股東之權益。而基於少數股東獲得合併之資
10 訊不足、不易結合，且無餘力對合併案深入瞭解，執有公司多數
11 股份股東或董事會欲召集股東會對於公司合併為決議者，自應於
12 相當時日前使未贊同合併之股東及時獲取合併對公司利弊影響之
13 重要內容、有關有利害關係股東及董事之自身利害關係之重要內
14 容、贊成或反對併購決議之理由、收購價格計算所憑之依據等完
15 整資訊，其召集始符合正當程序之要求，否則即應認有召集程序
16 之違法。系爭合併係以現金作為對價，鐘志遠等4人同為存續公
17 司及參與合併公司之董事，為原審確定之事實。而上訴人於原審
18 即主張系爭合併屬現金合併逐出少數股東，被上訴人未充分揭露
19 合併案之交易重大事項及利害關係予包括伊之少數股東，合併價
20 格並非公平，且迄未提出合併價格評定之專家意見書等語（見原
21 審卷二第30頁背面、第33頁正、背面、第36頁、第37頁正、背面
22 ），觀諸系爭股東會議事錄，僅記載「主席及經主席指定之相關
23 人員及列席專業人士就上開所提事項（指上訴人提出之問題集）
24 予以詳盡答覆並與股東充分討論後，主席裁示進行票決……」（
25 見一審卷第22頁背面），未見被上訴人就有關合併對公司利弊影
26 響暨有利害關係股東及董事有關其利害關係之資訊，為如何之揭
27 露？是否曾於相當時日前通知上訴人？則上訴人是否確已就系爭
28 合併案及時獲取充分資訊？即非無進一步研求餘地，此攸關係爭
29 合併案決議之召集程序是否無瑕疵，乃原審逕以原雷亞公司全體
30 股東之收購價格、權利義務等條件均一致，難認有因系爭合併案
31 ，使鐘志遠等4人權利義務有特別之得喪變更，致公司利益有受

01 損害，而認系爭股東會無召集程序或決議方法之違法，即嫌速斷
02 。上訴論旨，指摘原判決不當，求予廢棄，非無理由。
03 關於駁回上訴部分（即上訴人先位請求部分）：
04 按股東會除本法另有規定外，由董事會召集之。公司法第171條
05 定有明文。系爭股東會係由原雷亞公司之董事會召集，即非無召
06 集權人所召集，原審據以認系爭股東會決議並非無效或不成立，
07 就上訴人先位請求部分為其不利之判決，經核於法並無違背。上
08 訴論旨，猶就原審採證、認事之職權行使暨其他與判決基礎無涉
09 之理由，指摘原判決此部分不當，聲明廢棄，非有理由。
10 據上論結，本件上訴為一部有理由、一部無理由。依民事訴訟法
11 第477條第1項、第478條第2項、第481條、第449條第1項、第78
12 條，判決如主文。

13 中 華 民 國 108 年 7 月 11 日

14 最高法院民事第六庭

15 審判長法官 劉 靜 嫻

16 法官 林 恩 山

17 法官 高 金 枝

18 法官 林 金 吾

19 法官 李 媛 媛

20 本件正本證明與原本無異

21 書 記 官

22 中 華 民 國 108 年 7 月 22 日

釋字第770號解釋

瀏覽人次：6383

第 770 筆 / 共 783 筆

[回列表頁](#)

解釋字號

釋字第770號【企業併購法現金逐出合併暨股東及董事利益迴避案】

解釋公布院令

中華民國 107 年 11 月 30 日 院台大二字第1070032681號

解釋爭點

企業併購法第4條第3款許現金逐出合併，以及91年2月6日制定公布之同法第18條第5項排除公司法有關利益迴避規定之適用，是否違反憲法第15條保障人民財產權之意旨？

解釋文

企業併購法第4條第3款規定：「合併：指依本法或其他法律規定參與之公司全部消滅，由新成立之公司概括承受消滅公司之全部權利義務；或參與之其中一公司存續，由存續公司概括承受消滅公司之全部權利義務，並以……現金……作為對價之行為。」以及中華民國91年2月6日制定公布之同法第18條第5項規定：「公司持有其他參加合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事者，就其他參與合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權。」然該法104年7月8日修正公布前，未使因以現金作為對價之合併而喪失股權之股東，及時獲取合併對公司利弊影響暨有前揭企業併購法第18條第5項所列股東及董事有關其利害關係之資訊，亦未就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制，上開二規定於此範圍內，與憲法第15條保障人民財產權之意旨有違。

聲請人得於本解釋送達之日起2個月內，以書面列明其主張之公平價格，向法院聲請為價格之裁定。法院應命原因案件中合併存續之公司提出會計師查核簽證之公司財務報表及公平價格評估說明書，相關程序並準用104年7月8日修正公布之企業併購法第12條第8項至第12項規定辦理。

理由書

聲請人玉禮實業股份有限公司（代表人賴明峰）原持有台灣固網股份有限公司（下稱原台固公司）70萬股。原台固公司於96年6月29日召開96年度股東常會決議，於同年12月28日與台信國際電信股份有限公司（下稱台信公司）合併，由台信公司以每股現金新臺幣（下同）8.3元之價格吸收合併原台固公司。原台固公司係消滅公司，台信公司則為存續公司。合併後，台信公司更名為「台灣固網股份有限公司」（下稱新台固公司）。聲請人名下之股份於公司合併時，遭轉換為現金581萬元，並託管於富邦綜合證券股份有限公司。聲請人乃訴請新台固公司返還股票，敗訴後迭提起上訴，經最高法院102年度台上字第2334號民事判決（下稱確定終局判決）駁回上訴確定。

聲請人主張確定終局判決所適用之企業併購法第4條第3款規定：「合併：指依本法或其他法律規定參與之公司全部消滅，由新成立之公司概括承受消滅公司之全部權利義務；或參與之其中一公司存續，由存續公司概括承受消滅公司之全部權利義務，並以……現金……作為對價之行為。」（下稱系爭規定一）及91年2月6日制定公布之企業併購法（下稱舊法）第18條第5

項規定：「公司持有其他參加合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事者，就其他參與合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權。」（下稱系爭規定二）有牴觸憲法第7條、第15條、第22條及第23條之疑義，向本院聲請解釋憲法。核其聲請，

與司法院大法官審理案件法第5條第1項第2款所定要件相符，應予受理，爰作成本解釋，理由如下：

3

憲法第15條規定人民財產權應予保障，旨在確保人民依財產之存續狀態，行使其自由使用、收益及處分之權能，並免於遭受公權力或第三人之侵害。公司股份本身具有一定之財產價值；於公司營業獲益時，股東有機會參與股息與紅利之分派；且持有普通股之股東亦有參與表決以間接參與公司經營與治理之權；於公司解散時，股東另有賸餘財產分配之權（公司法第232條第1項、第179條及第330條參照）。是人民所持有之公司股份，亦受憲法第15條財產權之保障。

按合併為企業尋求發展及促進經營效率之正當方式之一，立法者就此，原則上有相當之立法裁量權限，使企業得以在維護未贊同合併股東之權益下，進行自主合併。惟倘企業合併之內容對未贊同合併股東之權益影響甚大，諸如以強制購買股份之方式使未贊同合併股東喪失股

4

權，或使系爭規定二所示之股東及董事，就其他參加合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權，基於權衡對未贊同合併股東之周全保障，及企業尋求發展與促進效率等考量，立法者至少應使未贊同合併股東及時獲取有利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊，以及就股份

對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制，始符憲法第15條保障人民財產權之意旨。

依企業併購法第4條第3款所定，在股份有限公司合併時，存續或新設公司支付予消滅公司股東之對價，不以其本身發行之股份為限，尚得包括現金。是系爭規定一許贊同合併之股東違反未贊同合併股東之意願，以現金作為對價強制購買其股份（下稱現金逐出合併）之部分，將剝奪未贊同合併股東之股權。又依系爭規定二所定，涉及股份有限公司之合併時，公司法有關利益迴避之下列規定將被排除適用：公司法第178條有關股份有限公司股東會決議之利益迴避規定：「股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他股東行使其表決權。」及原因案件公司合併時之公司法（即55年7月19日修正公布之公司法）第206條第2項有關股份有限公司董事會決議準用股東會利益迴避之規定：「第178

5

條……之規定，於前項之決議準用之。」其所謂前項之決議，即該條第1項所規定：「董事會之決議，除本法另有規定外，應有過半數董事之出席，出席董事過半數之同意行之。」依系爭規定二排除利益迴避規定適用之結果，系爭規定二所示之股東及董事得參與其他參加合併公司之股東會及董事會之決議，並使此種持股企業，得以利用其持有相對多數股份之優勢，違反未贊同合併股東之意願，為現金逐出合併之決議，以剝奪其股權。雖系爭規定一及二係為利企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效率（該法第1條參照）及提升公司經營體質、強化公司競爭力而制定（立法院公報第91卷第10期院會紀錄第300頁參照），然其不但使未贊同合併股東喪失其彰顯於股份本身之財產權，且限制其投資理財方式，並因而剝奪其透過對特定公司之持股而直接或間接參與該公司事務以享受相關利益機會，對其股份所表彰之權益影響甚大。

按公司股東及董事於參與表決時之利益迴避規範，本為公司治理之重要原則，目的在確保公司股東及董事於參與決策時，不至於為自己利益，而傷害公司或其他股東之正當利益。

於合併通常係為提升公司經營體質，強化公司競爭力，故不致發生有害於公司利益之情形， 6
且公司持有其他參加合併公司之一定數量以上股份，以利通過該參與合併公司之決議，亦為國
內外合併收購實務上常見之先購後併作法（前開立法院公報參照），故系爭規定二許該條所
示之

股東及董事參與其他參加合併公司之合併決議，尚非全無正當理由。是關鍵並非在於有利害關係之股東及董事應否迴避，而係在於相關規定對未贊同合併之股東之利益，有無提供充分保護。

就充分資訊之部分，如系爭規定二所示之股東及董事為多數，而對於現金逐出合併之決定，有絕對之優勢，則有關如何確保其參與此種合併之決議，係符合公司之最大利益，至關重要。法律至少應使未贊同合併之股東及時獲取合併對公司利弊影響之重要內容、有關有利害關係股東及董事之自身利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議理由之資訊。然舊法對此並未設相關規範。而原因案件發生時得適用之公司法亦未使因以現金作為對價之合併而喪失股權之股東，於相關會議開會之一定合理期間前，及時獲取合併對公司利弊影響暨有系爭規定二所列股東及董事有關其利害關係之資訊。

就公平價格確保之有效權利救濟機制部分，法律既許系爭規定二所示股東及董事無庸為利益迴避，而得參與現金逐出合併之股東會及董事會決議，以剝奪未贊同合併股東之股權，則其亦應確保對價之公平性，避免此種股東及董事以多數決之方式，恣意片面訂定價格。本件原因案件公司合併時之93年5月5日修正公布之企業併購法第12條第1項及第2項規定，公司進行併購而有該項所示情形者，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份，並準用公司法第187條及第188條之規定。其中所準用之公司法第187條第2項規定：「股東與公司間協議決定股份價格者，公司應自決議日起90日內支付價款，自第185條決議日起60日內未達協議者，股東應於此期間經過後30日內，聲請法院為價格之裁定。」是在93年5月5日修正公布之企業併購法之下，對於價格公平性之確保，有基本之救濟規範。惟此法院裁定之機制，僅適用於股東主動請求收買股票之情形，並不適用於未贊同合併之股東不願被收買，然卻因現金逐出合併而遭剝奪股權之情形。

綜上，104年7月8日修正公布前之企業併購法，未使因以現金作為對價之合併而喪失股權之股東，及時獲取合併對公司利弊影響暨系爭規定二所示之股東及董事有關其利害關係之資訊，亦未就股份購買對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制，系爭規定一及二於此範圍內，與憲法第15條保障人民財產權之意旨有違。

就本件原因案件而言，雖合併當時之企業併購法就未贊同合併之股東及時獲取資訊之確保機制，尚有欠缺，然就此部分，實際上難予個案救濟，惟就確保價格公平性之部分，仍應給予聲請人相當之救濟。如後所述，104年7月8日修正公布之企業併購法（即現行企業併購法）就股東主動請求收買之情形，其公平價格已設有較為完整之保障機制，於個案救濟部分，可參照其部分規範。聲請人得於本解釋送達之日起2個月內，以書面列明其主張之公平價格，向法院聲請為價格之裁定。法院應命新台固公司提出會計師查核簽證之公司財務報表及公平價格評估說明書，相關程序並準用現行企業併購法第12條第8項至第12項規定辦理。

末按現行企業併購法第5條第3項雖規定：「公司進行併購時，公司董事就併購交易有自身利害關係時，應向董事會及股東會說明其自身利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由。」然該條就董事或其所代表之股東利害關係之說明，並未要求於董事會及股東會開會之一定合理期間前，及時使其他股東獲取相關資訊。且於有利害關係之股東及董事所提供之資訊仍有不足時，在現行企業併購法之下，其他股東並無有效之機制，促使其提供完整之資訊。又現行企業併購法第12條第1項第2款前段規定：「公司於進行併購而有下列情形之一，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份：……二、公司進行第18條之合併時，

錄，放棄表決權者。」同條第6項前段復規定：「股東與公司間就收買價格自股東會決議日起60日內未達成協議者，公司應於此期間經過後30日內，以全體未達成協議之股東為相對人，聲請法院為價格之裁定。」且同條第7項至第12項並就法院為價格裁定之相關程序及費用負擔等為規定，以保護未贊同合併之股東。是現行企業併購法就確保公平價格，已設有較為完整之保障機制。惟此法院裁定之機制，僅適用於股東主動請求收買股票之情形，並不適用於未贊同合併之股東不願被逐出，然卻因現金逐出合併而遭剝奪股權之情形。現行企業併購法就此等部分，均未臻妥適，併此指明。

大法官會議主席 大法官 許宗力

大法官 蔡烱燉 陳碧玉 黃璽君 羅昌發
湯德宗 黃虹霞 蔡明誠 林俊益
許志雄 張瓊文 黃瑞明 詹森林
黃昭元

意見書

湯大法官德宗提出之部分協同意見

書蔡大法官明誠提出之部分協同意

見書羅大法官昌發提出之協同意見

書

許大法官志雄提出之協同意見書

黃大法官瑞明提出之協同意見書

陳大法官碧玉提出之部分協同部分不同意見書

黃大法官虹霞提出之部分不同意見書

聲請書 確定終局裁判

玉禮實業股份有限公司聲請書

最高法院102年度台上字第2334號民事判決

解釋摘要

釋字第770號解釋摘要

相關法令

[展開/收合]

中華民國憲法第15條(36.01.01)

企業併購法第4條第3款、第5條第3項、第12條第1項第2款前段、第6項前段、第7項至第12項(104.07.08)

企業併購法第18條第5項(91.02.06)

公司法第178條、第179條、第206條第1項、第2項、第232條第1項及第330條(107.08.01)
司法院大法官審理案件法第5條第1項第2款(82.02.03)

解釋字號

釋字第763號【被徵收土地使用情形應定期通知案】

解釋公布院令

中華民國 107 年 05 月 04 日 院台大二字第1070012243號

解釋爭點

土地法第219條第1項未規定主管機關就其徵收之土地，應定期通知原土地所有權人土地之後續使用情形，致其無從於充分資訊下，行使收回權，是否不符憲法要求之正當行政程序，而有違憲法第15條保障人民財產權之意旨？

解釋文

土地法第219條第1項規定逕以「徵收補償發給完竣屆滿1年之次日」為收回權之時效起算點，並未規定該管直轄市或縣（市）主管機關就被徵收土地之後續使用情形，應定期通知原土地所有權人或依法公告，致其無從及時獲知充分資訊，俾判斷是否行使收回權，不符憲法要求之正當行政程序，於此範圍內，有違憲法第15條保障人民財產權之意旨，應自本解釋公布之日起2年內檢討修正。 1

於本解釋公布之日，原土地所有權人之收回權時效尚未完成者，時效停止進行；於該管直轄市或縣（市）主管機關主動依本解釋意旨通知或公告後，未完成之時效繼續進行；修法完成公布後，依新法規定。 2

理由書

聲請人劉錦德及劉偉祥於中華民國100年12月20日，以其前經改制前高雄縣政府（99年12月25日改制為高雄市政府）於78年3月2日至同年月31日止公告徵收坐落高雄縣仁武鄉之土地（下稱系爭土地），有逾徵收計畫使用期限而未使用，且未依核准徵收原定興辦事業使用之情形，依土地法第219條及土地徵收條例第9條規定，向高雄市政府申請照原徵收補償價額收回系爭土地。高雄市政府以聲請人之申請已逾法定申請收回土地期限，與土地法第219條第1項（下稱系爭規定）及都市計畫法第83條之規定不符，報經內政部同意後，否准聲請人之申請。聲請人不服，提起訴願遭駁回，後提起行政訴訟，經高雄高等行政法院101年度訴字第399號判決駁回。復提起上訴，經最高行政法院102年度裁字第642號裁定，以未具體指摘原判決違背法令，上訴不合法為由予以駁回確定，是本件聲請應以上開高雄高等行政法院判決為確定終局判決。聲請人認確定終局判決所適用之系爭規定，未規定主管機關須適時告知原土地所有權人被徵收土地之使用狀況，並於收回事由發生時，主動通知原土地所有權人得申請收回，有牴觸憲法第 1

15條及正當法律程序之疑義，向本院聲請解釋憲法。查確定終局判決雖認定聲請人請求收回被徵收之系爭土地，已逾都市計畫法第83條及系爭規定得行使收回權之期限，且系爭土地確有於計畫期限內，依照核准計畫實行使用之事實，亦不生聲請人得請求收回土地之問題，惟聲請人主張系爭規定漏未規定徵收後之通知義務，致其無從及時獲知充分資訊，俾判斷是否行使收回權，侵害其於憲法所保障之財產權，確具有憲法原則之重要性，依本院解釋先例（本院釋字第

477號、第747號、第748號及第762號解釋參照)，核與司法院大法官審理案件法第5條第1項第2款所定要件相符，爰予受理，作成本解釋，理由如下：

憲法第15條規定人民之財產權應予保障，旨在使財產所有人得依財產之存續狀態行使其自由使用、收益及處分之權能，免於遭受公權力或第三人之侵害，以確保人民所賴以維繫個人生存及自由發展其人格之生活資源（本院釋字第596號、第709號及第732號解釋參照）。人民依法取得之土地所有權，應受法律之保障與限制，並為憲法第143條第1項所明定。國家因公用或其他公益目的之必要，固得經由法定程序徵收人民之土地，惟徵收人民土地，屬對人民財產權最嚴重之侵害手段，基於憲法正當程序之要求，國家自應踐行最嚴謹之程序。此程序保障不僅及於徵收前（例如於徵收計畫確定前，國家應聽取土地所有權人及利害關係人之意見，本院釋字第409號解釋參照），並及於徵收時（例如辦理徵收時，應嚴格要求國家踐行公告及書面通知之程序，以確保土地或土地改良物所有權人及他項權利人知悉相關資訊，俾適時行使其權利；徵收之補償應儘速發給，否則徵收土地核准案即應失其效力，本院釋字第516號及第731號解釋參照）。

至土地徵收完成後，是否亦有正當程序之適用，則須視徵收完成後，原土地所有權人是否仍能主張憲法財產權之保障而定。按土地徵收後，國家負有確保徵收土地持續符合公用或其他公益目的之義務，以貫徹徵收必要性之嚴格要求，且需用土地人應於一定期限內，依照核准計畫實行使用，以防止徵收權之濫用，而保障人民私有土地權益（本院釋字第236號解釋參照）。是徵收後，如未依照核准計畫之目的或期限實行使用，徵收即喪失其正當性，人民因公共利益

而忍受特別犧牲之原因亦已不存在，基於憲法財產權保障之意旨，原土地所有權人原則上即得申請收回其被徵收之土地，以保障其權益。此項收回權，係憲法財產權保障之延伸，乃原土地所有權人基於土地徵收關係所衍生之公法上請求權，應受憲法財產權之保障。為確保收回權之實現，國家於徵收後仍負有一定之程序保障義務。

需用土地人依法取得被徵收土地所有權後，是否有不再需用被徵收土地或逾期不使用而無徵收必要之情事，通常已非原土地所有權人所得立即知悉及掌握。基於憲法要求之正當行政程序，該管直轄市或縣（市）主管機關應自徵收完成時起一定期限內，定期通知原土地所有權人，使其適時知悉被徵收土地之後續使用情形；若有不能個別通知之情事，應依法公告，俾其得及時申請收回土地。

系爭規定明定：「私有土地經徵收後，有左列情形之一者，原土地所有權人得於徵收補償發給完竣屆滿1年之次日起5年內，向該管直轄市或縣（市）地政機關聲請照徵收價額收回其土地：一、徵收補償發給完竣屆滿1年，未依徵收計畫開始使用者。二、未依核准徵收原定興辦事業使用者。」固係人民憲法上收回權之具體落實，然逕以「徵收補償發給完竣屆滿1年之次日」為時效起算點，就被徵收土地之後續使用情形，並未規定應定期通知原土地所有權人或依法公告，致人民無從及時獲知充分資訊，俾判斷是否行使其收回權，不符前揭憲法要求之正當行政程序，於此範圍內，有違憲法第15條保障人民財產權之意旨。有關機關應於本解釋公布之日起2年內，基於本解釋意旨，妥為檢討修正。增訂通知義務時，為兼顧人民財產權之保障及法律關係安定性之要求，應依通知義務是否履行，分別規定短期或長期之合理時效期間。至於該短期及長期時效期間，應如何相互配合，則屬立法裁量之範圍。

解釋公布之日，原土地所有權人之收回權時效尚未完成者，時效停止進行；於該管直轄市或縣（市）主管機關主動依本解釋意旨通知或公告後，未完成之時效繼續進行；修法完成公布後，依新法規定。

至聲請人就其原因案件依據本解釋提起再審有無理由，法院仍應依相關規定予以審查，自屬當然。又本解釋係以一般徵收為適用範圍，尚不及於區段徵收之情形，併此敘明。惟收回權涉及被徵收土地法律關係之安定性及原土地所有權人之權益保障，為確保原土地所有權人獲知充分資訊以決定是否行使收回權，主管機關就其他與土地徵收之相關規定（例如土地徵收條例第9條、第49條及都市計畫法第83條等），關於土地被徵收後之使用情形，如何定期通知或依法公告使原土地所有權人知悉，亦應依本解釋意旨一併檢討。

大法官會議主席 大法官 許宗力

大法官 蔡烱燉 陳碧玉 黃璽君 羅昌發
湯德宗 黃虹霞 吳陳鐸 蔡明誠
林俊益 許志雄 張瓊文 黃瑞明
詹森林 黃昭元

意見書

湯大法官德宗提出之部分協同意見書

陳大法官碧玉提出之協同意見

書羅大法官昌發提出之協同意

見書許大法官志雄提出之協同

意見書黃大法官瑞明提出之協

同意見書

詹大法官森林提出，林大法官俊益加入之協同意見書

蔡大法官明誠提出，張大法官瓊文加入二及三部分之部分協同部分不同意見書

黃大法官虹霞提出之不同意見書

吳大法官陳鐸提出之不同意見書

聲請書 確定終局裁判

劉錦德、劉偉祥聲請書

劉錦德、劉偉祥陳報狀

高雄高等行政法院101年度訴字第399號判

決最高行政法院102年度裁字第642號裁定

解釋摘要

司法院釋字第763號解釋摘要

相關法令

[展開/收合]

中華民國憲法第15條(36.01.01)

中華民國憲法第143條第1項(36.01.01)

司法院釋字第236號解釋

司法院釋字第409號解釋

司法院釋字第477號解釋

司法院釋字第516號解釋

司法院釋字第596號解釋

司法院釋字第709號解釋

司法院釋字第731號解釋

司法院釋字第732號解釋

司法院釋字第747號解釋

司法院釋字第748號解釋

司法院釋字第762號解釋

土地法第219條(100.06.15)

土地徵收條例第9、49條(101.01.04)

都市計畫法第83條(104.12.30)

司法院大法官釋字第六五二號解釋

部分協同意見書

大法官 葉百修

本件解釋多數意見就公用徵收補償處分因法定救濟期間經過而確定，補償費已依法發給完竣，嗣後直轄市或縣（市）政府（即補償機關）始發現據以作成原補償處分之地價標準認定錯誤，發給之補償費短少，致原補償處分違法時，應於相當期限內依職權撤銷原補償處分，另為適法之補償處分，並通知需用土地人繳交補償費差額轉發原土地所有權人，乃補充本院釋字第五一六號解釋，認補償機關逾「相當期限」仍未發給補償費差額者，原徵收土地核准案即失其效力，固符合憲法保障人民財產權之意旨，本席深表贊同。惟上開所稱相當期限之認定，多數意見於解釋理由書第四段參酌「個案視發給補償費差額之多寡、預算與預備金之編列及動支情形、可合理期待需用土地人籌措財源之時間」等因素，宣告此一相當期限最長不得超過二年。本席與多數意見就此相當期限之認定未盡相同，爰提出部分協同意見書如下。

- 一、憲法關於財產權之保障，除具制度保障與個人保障外，並具存續保障與價值保障之雙重保障功能。

憲法第十五條關於財產權之保障具有雙重功能，除具制度保障與個人保障外，並具存續保障與價值保障之功能¹。憲法保障財產權之主要目的，並不在於禁止對財產權之無補償的剝奪，而是在於確保財產權人能擁有其財產權，藉以對抗國家之違法侵害。因此，財產權保障原則上是一種存續保障²，祇有在國家基於公益上需要，依法加以合法侵害（如公用徵收）時，財產權之存續保障，始由價值保障替代之³。此觀本院釋字第四〇〇號解釋謂「憲法第十五條關於人民財產權應予保障之規定，旨在確保個人依財產之『存續狀態』行使其自由使用、收益及處分之權能，並免於遭受公權力或第三人之侵害，俾能實現個人自由、發展人格及維護尊嚴。如因公用或其他公益目的之必要，國家機關雖得依法徵收人民之財產，但應給予『相當之補償』，方符憲法保障財產權之意旨」云云甚明。

二、徵收補償之給予，係在貫徹財產權價值保障之憲法要求。

公用徵收與財產權保障具有互補關係，憲法上之財產權保障是在確保各個財產權人能擁有財產權之具體存續，已如上述。因此，財產權人只有在憲法所規定之公用徵收之條件

¹ Nüßgen/Boujong, Eigentum, Sozialbindung, Enteignung, 1987. S. 1.

² BVerfGE 68, 193, 222.

³ BVerfGE 50, 300, 323.

下，才忍受國家對其財產權之侵害⁴。而財產權保障也唯有在合法之公用徵收下，才從存續保障變成財產權之價值保障⁵。

由於現代自由民主之法治國家，莫不在憲法上揭櫫財產權應予保障，但另一方面亦承認基於公益上之需要，得徵收私有財產權，故為調和財產權保障與公用徵收間之失調關係，乃承認因公用徵收所生之特別犧牲，應由社會全體共同負擔之，期在公益與私益之調和下，仍能達成財產權保障之目的，此種調和之法律技術手段，即為徵收補償。準此，徵收補償是基於公負擔平等思想⁶。故徵收補償實具有彌補因公用徵收所生之財產變動，藉使被徵收關係人能夠在獲得與被徵收標的物同種類或等值之物，以回復其未被徵收前之財產狀況之功能⁷。從而，徵收應予以補償，如未給予者，我國法制係認徵收案從此失其效力⁸。

三、徵收補償不僅需相當，更應儘速發給，係保障財產權之憲法要求。

我國憲法雖無公用徵收要件以及徵收補償原則之明文，

⁴ BVerfGE 38, 175, 181.

⁵ BVerfGE 35, 348, 361; 56, 249, 260; 58, 300, 323.

⁶ 近藤昭三，「行政と補償」，載雄川一郎·高柳信一編「現代の行政」，岩波書店，1967，頁315。

⁷ BGH 59, 250=NJW 1973, 47; BGH NJW 1981, 1663; BGH NJW 1982, 1277.

⁸ 本院院字第二七〇四號解釋，釋字第一一〇號、第四二五號、第五一六號解釋，土地徵收條例第二十條第三項參照。

但從本院歷次解釋意旨⁹以觀，似已確定公用徵收需為公用或其他公益目的之需要，始得為之；以及徵收應予相當補償之原則。由於徵收補償之發給具有使被徵收人得藉獲得之補償費，用以回復其被徵收前之財產狀況之功能，已如上述。故徵收補償之發給，應儘速為之，係保障財產權之憲法要求。準此，我國土地法第二百三十三條前段、土地徵收條例第二十條第一項前段乃明文規定「徵收補償費應於公告期滿（三十日）後十五日內發給」即本斯理。雖然此項法定期限，間或因對徵收補償有異議，由該管補償機關提交評定或評議而得展延，然補償費額經評定或評議後，補償機關仍應即通知需用土地人，並限期繳交轉發被徵收人，其期限亦不得超過上述規定之「十五日」，本院釋字第五一六號解釋意旨，仍重申此旨。僅於「應增加補償之數額過於龐大，應動支預備金，或有其他特殊情事，致未能於十五日內發給者」之情形下，例外地承認仍應於評定或評議結果確定之日起於「相當期限」內儘速發給之，否則徵收土地核准案，即應失其效力。然此項例外規定之「相當期限」，該號解釋理由書，參酌土地徵收條例第二十二條第四項規定，仍將其定為「三個月」。

⁹ 本院釋字第四〇〇號、第四〇九號、第四二五號、第四四〇號解釋參照。

核其意旨，仍在貫徹徵收補償應儘速發給之憲法要求。

四、職權撤銷原補償處分後，重新作成補償處分，並發給補償費差額之相當期限，仍有土地徵收條例第二十二條第四項規定之適用。

本院釋字第五一六號解釋雖係針對徵收補償經異議程序後，補償費發給期限所為之闡釋。惟本於憲法保障人民財產權及上開大法官解釋之意旨，對於原補償處分因法定救濟期間經過而確定後，始發現錯誤，於依職權撤銷原補償處分，另作成補償處分而應發給補償費差額之情形，亦應有其適用。但本件解釋多數意見以此種情形，尚非土地法及土地徵收條例上開條文之適用範圍，認屬應由立法機關本於本院釋字第四二三號、第五一六號解釋之意旨，以法律加以明定。然於立法之前，多數意見逕以此種情形，非需用土地人所得預見，亦無從責其預先籌措經費，以繳交補償費之差額，如適用土地法、土地徵收條例等上開法律規定，要求直轄市、縣（市）政府於十五日或三個月內通知需用土地人繳交補償費差額，並發給土地所有權人者，事實上或法律上（如預算法相關限制等）輒有困難而無可期待，故有關相當期限之認定，應本於儘速發給之原則，並參酌個案視發給補償費差額

之多寡、預算及預備金之編列及動支情形、可合理期待需用土地人籌措財源之時間等因素，宣告此一相當期限最長不得超過二年。然本席以為：

（一）土地徵收條例第二十二條第四項之規定，雖係針對「徵收補償價額經復議或行政救濟結果有變動者」而有其適用，不過依舉重以明輕之原則，倘補償機關於原補償處分因法定救濟期間經過而確定後，嗣後發現錯誤，而應再發給補償費差額之情形者，核其情節，顯較土地徵收條例上開條文所規範之「價額經復議或行政救濟結果而有變動者」為輕。從而，原發給之補償費在客觀上既有短少，自與本院上開解釋揭槩應為「相當補償」之意旨有所不符，補償機關即無為裁量之餘地，應於相當期限內，依職權撤銷該已確定之補償處分，另為適法之補償處分，並通知需用土地人繳交補償費差額轉發原土地所有權人。是該相當期限之認定，不宜逾越土地徵收條例第二十二條第四項所定之三個月。

（二）多數意見參酌預算等國庫收支因素並認定屬特殊情事，於原補償處分確定後始發現錯誤而應發給補償費差額之情形，非需用土地人所得預見，亦無從責其預先籌措經費，故宣告於此種情形下，補償機關繳交補償費差額之期

限，最長不得超過二年。然預算編列等事宜，當屬需用土地人因公用徵收之故，侵害人民財產權之存續保障，基於憲法保障人民財產權之意旨而應以補償費之發給作為人民財產權價值保障所應承擔的憲法義務，自不得以該義務是否容易履行，資為判斷「相當期限」之因素，否則即有違補償費應儘速發給之憲法要求。

（三）矧價額經復議或行政救濟結果而有變動者，或補償機關發現錯誤依職權撤銷原補償處分而另為補償處分，發給補償費之差額者，均係需用土地人於申請徵收，預籌補償費時所無可預見，亦無從預先籌措經費，以繳交補償費之差額，兩者均係因原補償處分違法，致應另增發補償費差額，其原因事實既屬相同，補發之期限自不因經異議或行政救濟程序，或依職權撤銷原補償處分而有所不同。前者依據本院釋字第五一六號解釋意旨，雖「增加補償之數額過於龐大，需用土地人（機關）需動支預備金支應，或有其他特殊情事」，尚且須三個月期限內為之；後者依據本件解釋多數意見之認定，補償機關發給補償費差額之期限得於二年內為之，兩者顯失平衡。從而，此項相當期限，仍應有土地徵收條例第二十二條第四項所定三個月期限之適用。不應因「個

案視發給補償費差額之多寡、預算及預備金之編列及動支情形、可合理期待需用土地人籌措財源之時間」而有所不同。

綜上所述，本件解釋多數意見關於相當期限之認定，顯與憲法第十五條及本院上開解釋保障人民財產權之意旨不盡相符，本席殊難認同，爰提部分協同意見如上。

釋字第七七 0 號解釋 部分協同意見書

湯德宗大法官提出

[1] 常聽人抱怨大法官解釋艱澀而難懂。依我多年來研究、教授憲法的經驗，和近年來有幸參與憲法解釋的體察，大法官解釋之所以艱澀難明，絕不僅是用語（文言或白話）的問題，也不僅是行文方式（咬文嚼字、拐彎抹角、不接地氣）的問題，往往更是論理（翔實或空泛）的問題。

[2] **聲請人指謫：**企業併購法第 4 條第 3 款（即**系爭規定一**）允許公司為進行合併，得以現金作為對價，強制購買股份，將股東逐出公司（是即「**現金逐出合併**」，squeeze-out-merger, cash-out merger），乃強取豪奪的兼併手段；又，同法第 18 條第 5 項（即**系爭規定二**）允許公司持有其他參加合併公司之股份者（下稱**法人股東**），或該公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事者（下稱**法人董事**），於就其他參與合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權，而排除公司法有關股東及董事「**利益迴避**」規定¹之適用，未能充分保障未贊同合併之股東的財產權益，有違反憲法第 15 條（財產權應予保障）之疑義，而聲請本院解釋。

[3] 多數大法官通過的「解釋文」與「解釋理由書」（下稱**多數意見**）釋示：企業併購法因（1）未設置有效權利救濟機制，確保以公平價格收購未贊同合併股東之股權，及（2）

¹ 參見公司法第 178 條：「股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他股東行使其表決權」；及原因案件行為時之 55 年 7 月 19 日修正公布之公司法第 206 條第 2 項：「第 178 條.....之規定，於前項（按：股份有限公司董事會）之決議準用之」。

未使少數股東及時獲悉（法人股東、法人董事關於公司合併之）利害關係之資訊，致系爭規定一及系爭規定二，於此範圍內，不符合憲法保障人民財產權之意旨。換言之，現金逐出併購制度（系爭規定一）及法人股東、法人董事無需適用公司法有關利益迴避之規定（系爭規定二），因企業併購法未能滿足（符合）前述「確保公平收購價格」與「適時揭露相關資訊」兩項要件，而被宣告為「違憲」。

[4] 然，何以系爭規定一（現金逐出合併）及系爭規定二（法人股東、法人董事不適用公司法有關利益迴避之規定）僅於企業併購法滿足（符合）前述「確保公平收購價格」與「適時揭露相關資訊」兩項要件時，方能合憲？多數意見只給了「答案」（應如何），卻沒有給「理由」（何以應如何）²！如果逼急了，我猜直率的同仁會說：「我們大法官說了算」！然，司法部門的判決（包含大法官解釋）不同於政治部門的決定（如立法院的決議），不能僅憑多數決，而沒有法律論證（推理）。蓋法院判決不備理由，即無正當性可言！

[5] 我以為，國家之所以允許「現金逐出合併」，實因其仍須符合：凡剝奪人民對於財產的和平享有（peaceful enjoyment of possessions），須係「基於公益之目的³」，並以「迅速、適當且有效之補償」（prompt, adequate and effective compensation）為前提的「財產權保障真諦（或不變的鐵則）」⁴。此不僅為本院自釋字第 400 號解釋、第 440 號解釋等解釋

² 解釋理由書第 4 段參照。

³ 理由書第 5 段僅說：「系爭規定一及二係為利企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效率（該法第 1 條參照）及提升公司經營體質、強化公司競爭力而制定（立法院公報第 91 卷第 10 期院會紀錄第 300 頁參照）」，避而不論「提升公司經營體質、強化公司競爭力」是否為「公共利益」！

先例以來的一貫見解，亦為現今國際人權公約⁴關於「財產權保障」的普遍理解。至於允許法人股東、法人董事於為現金逐出之合併決議時，得以行使表決權，無需適用公司法有關股東及董事「利益迴避」之規定，須以「相關資訊適時揭露」為前提，則源於本院釋字第 709 號解釋、第 739 號解釋等解釋先例關於剝奪財產權應遵循「正當程序」之要求。⁵缺少了這些核心論述，本件只是「沒有憲法內涵的憲法解釋」，像個虛有其表的空心蘿蔔！

[6] 這些話，我在審查會上都說了，而且不只一遍，奈何不獲見納！有人說：本院釋字第 400 號解釋、第 440 號解釋等皆為關於「土地徵收」之解釋，如何能套用於本件「現金逐出合併」？然，多數意見既承認公司股份具有一定之財產價值，亦受憲法第 15 條財產權之保障（解釋理由書第 2 段參照），則「現金逐出合併」自須遵守上述財產權保障之鐵則。如非以此鐵則為基礎，多數意見如何能推得其結論—須有確保公平收購價格之機制，始許「現金逐出合併」？！有人說：企業併購法允許現金逐出合併，乃私人（公司）侵害人民之財產權，與徵收土地係國家（直接）侵害人民財產權者不同，如何能適用上述財產權保障之鐵則？然，「立法」也是國家公權力行使之一種，企業併購法允許現金逐出合併，對於未贊同合併而被強制收購股份、逐出公司的股東而言，自然應

⁴ See, e.g., Charter of Fundamental Rights of the European Union, Article 17, Sec.1. (Everyone has the right to own, use, dispose of and bequeath his or her lawfully acquired possessions. No one may be deprived of his or her possessions, except **in the public interest** and in the cases and under the conditions provided for by law, subject to **fair compensation being paid in good time for their loss**. The use of property may be regulated by law in so far as is necessary for the general interest.)

⁵ 參見釋字第 709 號解釋理由書第 4 段及釋字第 739 號解釋理由書第 2 段及第 3 段之論述。

認為是國家（間接）侵害其財產權，而非執著於表象。又有人說：以本院釋字第 709 號解釋、第 739 號解釋等解釋先例之論理為基礎，能否證立：現金逐出合併的「正當程序」要求須以「相關資訊適時揭露」為前提，始許法人股東、法人董事於為現金逐出之合併決議時，得行使表決權，無須適用公司法有關股東及董事「利益迴避」之規定，實未可知。於是索性付諸闕如，來個諱莫高深？

[7] 本件昨日審查會上才剛通過，今日即召開大會公布。⁶匆匆⁷草此意見書，難期周詳，但求無愧。

⁶ 按本解釋既已就原因案件諭知特別救濟途徑——聲請人得於本解釋送達之日起 2 個月內，以書面列明其主張之公平價格，向法院聲請為價格之裁定（解釋文第 2 段參照），似無需趕在五年再審期間屆至（2018/12/05）前，公布解釋。關於人民聲請解釋案件（占本院近年作成解釋之 90% 以上），如何破除「五年再審期間屆至」之壓迫，以維解釋品質，乃當前釋憲制度革新議題之一。

⁷ 大法官之個別意見書「應於解釋文草案及解釋理由書草案經大法官全體審查會議審查通過後五日內提出」（參見司法院大法官審理案件法施行細則第 18 條第 3 項）。

釋字第 770 號解釋協同意見書

羅昌發大法官提出

企業併購法許股份有限公司間，得以現金逐出之方式進行合併（squeeze-out merger、freeze-out merger 或 cash-out merger）（即企業併購法第 4 條第 3 款所定義「依本法或其他法律規定參與之公司全部消滅，由新成立之公司概括承受消滅公司之全部權利義務；或參與之其中一公司存續，由存續公司概括承受消滅公司之全部權利義務，並以……現金……作為對價之行為」（系爭規定一）中，未得「遭以現金作對價而其股權為併購公司強制購買者」同意之合併），且許法人持股者，於股東會及董事會為合併之決議時，無庸為利益迴避（即 91 年 2 月 6 日制定公布之同法第 18 條第 5 項或現行法同條第 6 項所規定「公司持有其他參加合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事者，就其他參與合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權」（系爭規定二）之情形）。多數意見認為系爭規定一及二對因合併而股權遭剝奪之股東權益影響鉅大，故應以滿足如下二條件，始為合憲；如不滿足如下二條件，則系爭規定一及二應為違憲：其一，必須使因以現金作為對價之合併而喪失股權之股東，及時獲取合併對公司利弊影響暨有關係爭規定二所列利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊；其二，必須就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制。由於在 104 年 7 月 8 日修正公布前之企業併購法並未滿足此二條件，故本解釋宣告，於此欠缺之範圍內，違反憲法保障人

民財產權之意旨。另由於 104 年 7 月 8 日修正公布後之企業併購法並非本案審查之客體，故在理由書末段，以「併此指明」之方式，促使立法者在檢討現行法時，一併將不足部分，予以修正補足。本席就多數意見僅設二條件，勉予同意，但認為，系爭規定一及二合憲之條件，實應增加「確保現金逐出合併之合理性及符合公司最大利益」之適當機制。又由於本件宣告違憲之方式較為特殊，且涉及現金逐出合併與國家徵收人民土地性質之比較以及審查方式之選擇等疑義，謹提出本協同意見書，補充闡述如下：

一、系爭規定一及二本身並非無條件合憲，亦非當然違憲，而應視企業併購法其他規定對少數股東之保障是否充分，以決定該二條文之合憲性：

（一）本件情形「審查客體」與「所宣告違憲之部分」，關係較為特殊。多數情形，本院均直接宣告所審查之客體為違憲或不違憲。然本件審查客體為系爭規定一（現金逐出合併究竟是否違憲）及系爭規定二（該條所定情形，無庸為利益迴避，究竟是否違憲），而本院所宣告者，則為企業併購法之其他部分欠缺「使因以現金作為對價之合併而喪失股權之股東，及時獲取合併對公司利弊影響暨有利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊」及「就股份購買對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制」二要件（本號解釋理由書第 9 段），並因此等欠缺，而違反憲法第 15 條保障人民財產權之意旨。

（二）就系爭規定一之部分，多數意見並未認「現金逐出合併本身」有直接違憲疑義，而僅表示該條對遭現金逐

出之股東權益影響甚大（見本號解釋理由書第5段）；然多數意見亦未宣告系爭規定一無條件合憲。就系爭規定二之部分，多數意見除表示該規定對其他股東權益影響亦甚大（見本號解釋理由書第5段）之外，並基於其立法目的係在提升公司經營體制及強化競爭力，而為初步之評價（*prima facie assessment*），認為該條規定排除利益迴避之要求，「尚非全然無正當理由」；但多數意見仍未直接宣告系爭規定二無條件合憲，而認為合憲與否「關鍵並非在於有利害關係之股東及董事應否迴避，而係在於相關規定對未贊同合併之股東之利益，有無提供充分保護」（見本號解釋理由書第6段）。

- （三）由於本件之前開特殊宣告方式，故或有質疑：在本解釋之下，究竟系爭規定一及二為合憲或違憲（亦即，在憲法上，究竟是否可以許現金逐出合併及許無庸利益迴避），並不明確。就此項問題，多數意見之答案甚為明確：系爭規定一及二並非無條件合憲，亦非當然違憲。而係在符合前開「使因以現金作為對價之合併而喪失股權之股東，及時獲取合併對公司利弊影響暨有利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊」及「就股份購買對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制」二要件之前提下，系爭規定一及二即為合憲；如不符合此二要件，則系爭規定一及二即為違憲。由於本件原因案件所應適用的舊企業併購法不符此二條件，故本解釋宣告系爭規定一及二於此範圍內係屬違憲。現行企業併購法亦未充分滿足此二要件，故其許現金逐出合併及許有利害關係之法人股東及

其董事代表無庸迴避之規定，亦應屬違憲；只不過因現行法未被納入審查客體，故本解釋並未宣告現行法違憲，而僅提醒立法者檢討（本號解釋理由書第 11 段參照）。在本號解釋之下，將來立法者補足前開二條件之要求後，不論在新舊法時代，「系爭規定一及二本身」無庸修改，均將變成合憲之條文。

二、現金逐出合併與國家徵收是否可以相互比擬之問題：

- （一）系爭規定一之現金逐出合併，係立法者以法律之規範，使公司得以透過企業合併之商業行為，剝奪人民（被現金逐出之股東）之股權。其情形與立法者許國家為公用或公益目的之必要，而以公權力徵收人民之財產，有類似之處，亦有重大之本質上差異。其類似之處在於兩者均係立法者許一方在他方未同意之情況下，仍得片面取得其財產權。其重要本質上差異之處則在於：其一，徵收制度為立法者許國家行使公權力，強制獲取人民財產；現金逐出合併之制度則為立法者許公司之多數股東，得以透過合併之商業行為，強制剝奪其他股東之財產（股權）。其二，「徵收制度創設之目的」在於使需用土地人得以為公用或公益之目的所必要，而取得土地，且「個案之徵收」亦應符合此種公用或公益目的之必要性；「現金逐出合併制度創設之目的」雖有公益之性質（系爭規定二立法理由所稱「提升公司經營體質，強化公司競爭力」（見本號解釋理由書第 5 段）係指我國企業整體之競爭力，此應可認係公益目的），然在「個案之現金逐出合併」，其所提升者，為個別合併之公司之競爭力，故甚難謂具有公益性質。其三，有關被剝奪之財產，

徵收之情形，最常見者為剝奪人民之土地；此類財產常為人民生存或生計所繫。現金逐出合併之情形，遭剝奪者為股東之股份及其所附屬之權利；此種權利一方面有其本質上之侷限（蓋股票之收益及其權利之行使，並非完全控制於股票持有人；公司經營有任何盈虧，均直接或間接影響股票之財產上價值；且由於公司係由股東透過股票之持有所組成，公司之經營原則上必須以多數決之方式而為決策；是行使股票所表彰之財產權，自受有本質上的限制），另一方面又有其重要性（蓋剝奪股權之結果，不但使少數股東喪失其彰顯於股票本身之財產權，且限制其投資理財方式，並因而剝奪其透過對特定公司之持股而直接或間接參與該公司事務以享受相關利益機會）。

- （二）本院以往解釋為徵收所設之要件與標準包括：「必須係因公用或其他公益目的之必要」、「必須有合理及迅速之補償」、「必須踐行嚴謹之正當程序」（包括徵收前之正當程序（例如於徵收計畫確定前，國家應聽取土地所有權人及利害關係人之意見）、徵收時之正當程序（例如辦理徵收時，應嚴格要求國家踐行公告及書面通知之程序，以確保土地或土地改良物所有權人及他項權利人知悉相關資訊，俾適時行使其權利；徵收之補償應儘速發給，否則徵收土地核准案即應失其效力）及徵收後之正當程序（例如就被徵收土地之後續使用情形，應定期通知原土地所有權人或依法公告）（本院釋字第 732 號及第 763 號解釋參照）。由於現金逐出合併與國家徵收私人財產有本質上之差異，前開有關徵收所應符合之實體要件與正當程序

標準，自無法完全套用在現金逐出合併之情形。

- (三) 換言之，並不因徵收必須符合前述要件始為合憲，即認為現金逐出合併亦應符合類似之要件始為合憲。例如，現金逐出合併之個案原則上並無公益可言，故不可能要求其「係因公益目的所必要」。又例如現金逐出合併所要求之正當程序（諸如在本件中多數意見所主張之「及時獲取利害關係之資訊」及「確保公平價格之有效救濟」等要件，應可認係正當程序之一環）與徵收所要求踐行之事前、事中、事後之嚴謹正當程序，亦有程度與內涵上之重大差異。

三、本件之適當審查方式：

- (一) 多數意見於本件係採利益衡量之審查方式，亦即其經權衡「合併為企業尋求發展及促進經營效率之正當方式之一，立法者就此，原則上有相當之立法裁量權限」；「企業合併之內容對未贊同合併股東之權益影響大小」（如現金逐出合併及排除利益迴避規定，則對未贊同合併股東之權益影響甚大）；「對未贊同合併股東之周全保障」及「企業尋求發展與促進效率」等因素後，進而認為「立法者至少應使未贊同合併股東及時獲取有利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊，以及就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制，始符憲法第 15 條保障人民財產權之意旨」（見本號解釋理由書第 4 段）。
- (二) 本席認為，單純以利益衡量作為審查方式，其理由較為單薄，且其標準甚難操作。應回歸憲法第 23 條之規定進行審查。蓋系爭規定一之現金逐出合併規範造

成股東之股權遭剝奪，以及系爭規定二之免除迴避義務使現金逐出合併更容易實施，均係法律對人民財產權之限制或剝奪，自應視相關規定有無逾越憲法第23條所規定之必要程度，以決定其是否違憲。就必要要件之審查，本席於以往解釋所提之意見書曾多次說明憲法第23條屬兩階段的檢視審查過程。而「必要」與否的認定，係一種衡量與平衡各種相關因素的過程（a process of weighing and balancing a series of factors），包括某種規範「所欲防止妨礙的他人自由」、「所欲避免的緊急危難」、「所欲維持的社會秩序」或「所欲增進的公共利益」之相對重要性，該規範對於所擬達成的目的可以提供之貢獻或功能，以及該規範對憲法上權利所造成限制或影響之程度。在權衡與平衡此等因素之後，憲法解釋者應進一步考量客觀上是否存有「較不侵害憲法權利」之措施存在。

- （三）本件就系爭規定一及二所欲促進公益之重要性而言，按企業併購法係適用於國內全部之股份有限公司（企業併購法第4條第1款參照），股份有限公司為經營商業之重要主體，特別是規模較大之企業，更以股份有限公司為主要經營型態，國內股份有限公司效率、體質及競爭力之改善，對國家經濟發展至關重要。雖系爭規定一及二適用之結果，在個別合併案中，直接受益者為參加合併之公司及因此取得少數股東股權之多數股東，此部分確具有私益性質，然制度設計之目的既非僅在有利於個別之多數股東，而係在提升國內股份有限公司之整體競爭力及國家整體之經濟發展，其公益目的尚屬明顯而重要，並且該規範應可對

於所擬達成的目的提供貢獻。然少數股東之持股，常為投資理財方式之一；且其得以藉持有股份，間接參與特定公司事務並進而享有相關利益。是系爭規定一及二適用於現金逐出合併，不但使少數股東喪失其彰顯於股票本身之財產權，且限制其投資理財方式，並因而剝奪其透過對特定公司之持股而間接參與該公司事務以享受相關利益機會，對人民財產權之限制，並非輕微。並且，法律以違反少數股東意願之方式，剝奪其股權，並將此私人（即少數股東）財產移轉於另一私人（即多數股東）所有，相較於公用或公益徵收之純粹為公用或公益之目的所為剝奪人民財產權，自應更為審慎。就客觀上是否存有「較不侵害憲法權利」之方法而言，前開多數意見所要求之「使因以現金作為對價之合併而喪失股權之股東，及時獲取合併對公司利弊影響暨有利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊」及「就股份購買對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制」二條件，均為減低侵害少數股東財產權之方式。本席認為，此二要件過於寬鬆，應另有相當之機制，以確保「現金逐出合併之合理性及符合公司最大利益」，始滿足「較不侵害少數股東憲法權利」。蓋倘若現金逐出合併個案之合理性容有疑義，或其目的主要係有利於大股東，而非為公司最大利益，或其合併之必要性自有可質疑之處。

- （四）究應如何設置「確保現金逐出合併之合理性及符合公司最大利益」之機制，立法者本有立法形成空間。原則而言，於個案中賦予一個專業公正的第三者，對於

現金逐出合併是否具合理性及是否符合公司最大利益，提出專業判斷，並使此種專業判斷之意見具有一定的法律效果，應為適當的機制。本件原因案件發生時所應適用之舊法及現行法，就此部分，主要係賴獨立專家及特別委員會之機制確保。舊法第6條第1項前段雖規定：「公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，應委請獨立專家就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性表示意見，並分別提報董事會及股東會。」惟其對獨立專家之組成（含人數、資格）及審查方式等，均付諸闕如；且獨立專家所提供之意見，如未為董事會採用，少數股東並無尋求救濟之機會。現行法第6條第1項前段規定：「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。」同條第4項並規定：「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。」其對少數股東之保障雖較為周延，然特別委員會所提報董事會及股東會之審議結果，如未為董事會採用時，少數股東並無尋求救濟之機會。且不問舊法及現行法所規定獨立專家或特別委員會之機制，均僅適用於公開發行股票之公司。由於企業併購法適用於所有股份有限公司（該法第4條第1款參照），前開有關獨立專家及特別委員會之機制，對於未公開發行股票之股份有限公司並不適用，致使此種公司之少數股東未能受此機制之保障。是不論舊法或現行規定，就設

適當之機制以確保現金逐出合併之合理性且符合公司最大利益而言，仍有欠缺。本席認為，就此部分，亦應宣告企業併購法有關許現金合併及許法人持股無庸為利益迴避之規定，與憲法第 15 條保障人民財產權之意旨不符。

四、有關「本解釋效力」以及「個案救濟」之特殊性：

（一）有關本解釋效力之問題，有其特殊性：如前所述，本件並未如同以往諸多前例，將新法與舊法同時納入審查。其目的係在避免「如果」審查現行規定並宣告違憲（不問係宣告「定期失效」或「立即失效」），將對正在進行或短期之未來即將進行之企業併購，產生寒蟬效應（許多併購案可能停擺），並對經濟產生重大衝擊。針對本件審查對象之舊法而言，本件亦未如同以往前例，於宣告其違憲之同時，一併宣告違憲部分不再援用。此亦在避免對「依照舊法所進行現金逐出合併而現在仍有爭議之個案」，造成應如何適用法律之困惑。又由於本解釋所宣告者，為系爭規定一及二因欠缺二項對少數股東之保護要件而違憲，故技術上亦甚難宣告「系爭規定一及二本身」於本解釋公告之日起不再適用。是本件未於宣告法規違憲之同時，一併宣告違憲之效力，實為變通之作法，為極其例外之情形，自不足以作為本院將來解釋之通例。

（二）本件於解釋文第 2 段所賦予聲請人個案救濟之內容，亦有其特殊性：

1. 本件係因舊法「未使因以現金作為對價之合併而喪失股權之股東，及時獲取合併對公司利弊影響暨有

關係爭規定二所列利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊」以及「未就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制」，故本院認定系爭規定一及二於此範圍內為違憲。然於個案救濟時，僅針對「公平價格」部分予以救濟（即本號解釋文所示：「聲請人得於本解釋送達之日起 2 個月內，以書面列明其主張之公平價格，向法院聲請為價格之裁定。法院應命原因案件中合併存續之公司提出會計師查核簽證之公司財務報表及公平價格評估說明書，相關程序並準用 104 年 7 月 8 日修正公布之企業併購法第 12 條第 8 項至第 12 項規定辦理」），而未對「欠缺資訊」部分予以救濟。多數意見就此提出了本件所面臨之困境：「就本件原因案件而言，雖合併當時之企業併購法就未贊同合併之股東及時獲取資訊之確保機制，尚有欠缺，然就此部分，實際上難予個案救濟」（見本號解釋理由書第 10 段）。蓋原因案件之合併既早已完成，有關於及時提供資訊之要求，對該個案已無實際上之意義；且倘若本院因「原因案件之合併中有利害關係之股東及董事未及時提供資訊」，而以「宣告其合併無效」作為聲請人之個案救濟方式，對「因該合併所產生之原來法律關係」之安定性造成極大衝擊，且造成「合併無效後」極為複雜難解之新法律關係。

2. 聲請人在原因案件係起訴請求返還股票，而非請求給付公平價格。故本件所賦予聲請人之個案救濟，並無法作為其已經確定之原因案件提起再審之訴

（以請求返還股票）之有利基礎。聲請人在本解釋下，僅能另行依本解釋意旨，向法院聲請為價格之裁定，並請求給付法院所裁定之公平價格。故本件解釋，造成聲請人聲請釋憲成功，但卻無法達成其聲請釋憲目的之尷尬結果。對聲請人而言，向法院聲請為價格裁定，固非最佳之救濟，然就制度而言，聲請人之聲請釋憲，對企業併購法之改進以保障少數股東之權益，已經做出重要貢獻。

論現金逐出合併與少數股東權利保障 －簡評釋字第 770 號大法官會議解釋

林國全*、陳健豪**

摘要

如何保護少數股東之權利，乃現金逐出合併長久以來之爭議。而司法院釋字第 770 號解釋無疑是一個在憲法層次給予此問題明確論述的指標性解釋。本號解釋基於企業併購法制中不完善之「資訊揭露」與「確保公平價格」機制，致使少數股東權利遭受侵害，而給予所有被逐出之股東聲請法院裁定收買價格之救濟。就此，雖然解釋理由書詳盡闡述利害關係股東與董事迴避表決與否和資訊揭露之不充分對於少數股東權利之影響，及指摘無法確保被逐出股東獲得公平價格之現況，惟若從現金逐出合併之特徵觀察此等法制不備之處，似得以更深入發現並理解本號解釋所欲探討之問題核心。因此，本文擬藉由解釋現金逐出合併之性質及少數股東權利保護之轉變，以分析本號解釋觸及之各項爭點，並就此等疑問提出淺見。

關鍵字

現金逐出合併、少數股東、利益迴避、資訊揭露、公平價格

投稿日期：108.03.31 接受刊登日期：108.04.16 最後修訂日期：108.04.28

* 日本神戶大學法學博士，國立政治大學法律系教授，lkc@nccu.edu.tw。

** 國立政治大學法學碩士，律師，yugioh8151@gmail.com。

Study on Cash-out Mergers and Protections for Minority Shareholders: A Brief Comment on J.Y. Interpretation No. 770

Kuo-Chuan Lin*, Chien-Hao Chen**

Abstract

There is a long-standing debate when it comes to the way to protect the minority shareholders in cash-out mergers. As an iconic legal interpretation, there is no doubt that J.Y. Interpretation No. 770 gave a definite opinion as to it from the point of view of Constitution. Such interpretation confirmed the right to bring an action under the appraisal right for all frozen-out shareholders due to the minority shareholders' invaded situation resulted from the defects in the mechanisms of "information disclosure" and "fair value". In terms of the reasoning, the interpretation has elaborated on the influence which comes from the avoidance of interested parties and the imperfect information disclosure, and pointed out the current situation in which the frozen-out shareholders are not ensured to have fair value. However, it is still capable of finding out and understanding the problem within the system of M&A laws more deeply from the characteristics of cash-out mergers. Therefore, this paper will analyze all issues indicated in the interpretation and provide opinions with explaining the attribute of cash-out mergers and the transformation of the protections for the minority shareholders.

* Ph.D., Kobe University (Japan); Professor of Law, College of Law, National Chengchi University, Taiwan; e-mail: lkc@nccu.edu.tw.

** LL.M., College of Law, National Chengchi University; Attorney-at-Law; e-mail: yugioh8151@gmail.com.

Keywords

Cash-out Mergers, Minority Shareholders, Avoidance of Conflict of Interest, Information Disclosure, Fair Value



壹、前言

二〇一八年十一月三十日，司法院公布了第七七〇號大法官會議解釋。解釋文如下：

企業併購法第4條第3款規定：「合併：指依本法或其他法律規定參與之公司全部消滅，由新成立之公司概括承受消滅公司之全部權利義務；或參與之其中一公司存續，由存續公司概括承受消滅公司之全部權利義務，並以……現金……作為對價之行為。」以及中華民國九十一年二月六日制定公布之同法第18條第5項規定：「公司持有其他參加合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事者，就其他參與合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權。」然該法一〇四年七月八日修正公布前，未使因以現金作為對價之合併而喪失股權之股東，及時獲取合併對公司利弊影響暨有前揭企業併購法第18條第5項所列股東及董事有關其利害關係之資訊，亦未就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制，上開二規定於此範圍內，與憲法第15條保障人民財產權之意旨有違。

聲請人得於本解釋送達之日起二個月內，以書面列明其主張之公平價格，向法院聲請為價格之裁定。法院應命原因案件中合併存續之公司提出會計師查核簽證之公司財務報表及公平價格評估說明書，相關程序並準用一〇四年七月八日修正公布之企業併購法第12條第8項至第12項規定辦理。

本號解釋係大法官會議解釋中相對少數關於企業法制之違憲釋示，且又採取「上開二規定『於此範圍內』，與憲法第15條保障人民財產權之意旨有違」之亦屬相對少見的或稱「有條件違憲」之違憲認定¹。就本號解釋，更有多達七位大法官提出部分協同意見書、協同意見書或部分不同意見書，顯現本號解釋所涉及之法律爭議，具有相當之複雜性與可爭議性。

本號解釋之爭點為企業併購法（下稱「企併法」）第4條第3款所明文承認之以現金作為對價之合併類型（下稱「現金逐出合併」），相關法制對於被逐出股東之保護是否周延之問題。本號解釋自憲法財產權保護之角度認定現行規範有其不盡周延之處，惟現金逐出合併既經立法明文

1 關於本號解釋「有條件違憲」之結論，見羅昌發大法官協同意見書，頁3-4。

承認其為適法之併購手段，自有其在企業法制上之發展脈絡與商業行為之特點。基此，本文嘗試自公司法、企併法等企業法制之觀點探討本號解釋所提及之問題，希冀能夠從現金逐出合併之特性全盤了解爭議所在。

貳、釋字第 770 號解釋之爭點

本號解釋之結論為宣告企併法第 4 條第 3 款與二〇一五年七月八日修正前之第 18 條第 5 項（二〇一五年增訂同條第 3 項規定，項次調整為現行第 6 項，內容未修正）違憲。惟違憲範圍僅限於此二條項與反對股東無法及時獲取與該合併有利害關係之控制股東及董事之相關資訊，及遭逐出之反對股東無法獲得能夠確保對價公平性之有效權利救濟機制兩個部分。換言之，該二條項並非全部違憲，僅在涉及以現金為對價之合併中有關反對股東權利保護不充分之部分違憲。

如仔細觀察解釋理由書，大致可將本號解釋大法官所欲探討之爭點分為以下三點：

- 一、利害關係股東及董事是否應於併購決議之表決中迴避？
- 二、股東是否能夠於決議前獲取充足之併購資訊？
- 三、反對股東遭逐出後是否能夠確保其股份獲得公平價格？

此三點實際上都可以透過比較現金逐出合併之性質與現行法制之運作獲得解答，因此在欲探究此等問題前，必須先對現金逐出合併之特性有所認識。

參、現金逐出合併之意義與特性

傳統之公司合併，因合併而消滅公司（下稱「標的公司」）之股東所持有之標的公司股份將轉換為合併後存續或新設公司（以下合稱「合併後公司」）之股份，而使其成為合併後公司之股東，換言之，其可參與分享合併後公司之經營效益。相對於此，所謂現金逐出合併，因標的公司股東所持有之標的公司股份轉換為現金，而不能取得合併後公司之股份，進而無法參與分享合併後公司之經營效益，故謂之「逐出」。

股份有限公司為典型之資合性公司，就公司意思之形成，無法如人合性公司採全體股東同意之一致決方式。故即使是涉及股東重大權益變動之合併，亦僅能要求需經股東特別決議之多數決方式（公司法第 316 條；企併法第 18 條）。既以多數決形成公司合併之意思，則自有可能會

有反對該合併之少數股東存在。在傳統公司合併對價以股份為限之情形，反對該合併之少數股東於合併後，取得合併後公司之股份，對此等股東而言，實質即為投資對象之改變，亦即投資風險有所變動。對於不願取得合併後公司股份，亦即不願承擔此等投資風險變動之反對股東，企業法制上早已發展出股份收買請求權機制，作為此等反對股東之救濟手段（公司法第317條；合併法第12條）²。

亦即，在合併對價以合併後公司股份為限之傳統合併時，標的公司股東不論同意合併與否，均享有自己財產權之處分自由。即，同意合併者，股份換發為合併後公司股份；不同意合併者，得選擇請求公司收買其股份。相對於此，以現金作為合併對價之現金逐出合併，反對該合併之少數股東在多數決下，只有領取現金而離開一途，被剝奪選擇取得合併後公司股份，參與分享合併後公司經營效益之機會。在此意義上，其財產權之處分自由即受有侵害。此即為現金逐出合併下反對股東之困境。因此，如若標的公司中存有與合併後公司具有共同投資利益之控制股東時（例如併購雙方公司同時受同一股東控制、併購雙方公司為母子公司等），此等控制股東便可能利用其股權優勢，以現金對價驅逐標的公司之其他少數股東，來享有合併的全部利益。

乍看之下現金逐出合併僅為一種侵害少數股東股東權之併購型態，但實際上良好的現金逐出合併仍能為企業帶來諸多助益，如取得下市利益，無庸負擔證券交易法所要求之資訊公開等遵法成本，或者公司經營與所有高度結合，降低代理成本的同時提高公司經營者採行高風險高利得之經營策略之誘因，甚或是促進集團企業之經營效率，此等均是現金逐出合併所帶來私有化交易之優點³。本此，現金逐出合併實際上並無完全禁止之理由，其問題毋寧是應如何尋求企業經營效率與少數股東財產權保護兩者間之平衡點。

肆、少數股東權利保護之意義變化

現金逐出合併之反對股東（通常亦多為少數股東）乃在股份多數決

2 游啟璋，股份收買請求權的股東退場與監控機制，月旦法學雜誌，第一二八期，二〇〇六年一月，頁54-55。

3 詳細說明可見游啟璋，現金逐出合併時少數股東的股份收買請求權，政大法學評論，第一三六期，二〇一四年三月，頁223-227；田中亘，会社法，東京大学出版會，二〇一六年，頁599。

原則下被迫出賣持股，雖然侵害其等選擇繼續投資之財產權，但在考量促進企業經營效率此公司運作實務上無法忽視之重點下，犧牲少數股東之投資權以成就公司利益最大化仍成為現金逐出合併之必要之惡⁴。惟少數股東權利劣後於公司利益之追求，並非意謂著完全放任多數股東侵害少數股東之股東權，僅是此時少數股東權利之保護已非著重於堅守繼續投資之選擇，而是給予少數股東相當於其被剝奪股份價值的合理補償。此亦為自法律經濟分析中財產權保障之「補償法則」所建構之概念⁵。

在補償法則之基礎下，提供反對股東退出公司並收回投資之股份收買請求權即演變出不同於過去之功能。由於股份收買請求權制度中公司與反對股東就收買價格協商不成而聲請法院裁定公平價格之部份，恰與補償法則中由公正機關決定財產權受侵害之人應獲補償額度之機制相符，因此在現金逐出合併之情況，股份收買請求權之於反對股東即不再是收回投資之手段，而是轉化為重新定價之檢視功能。更進一步說，股份收買請求權所具備之補償機能，主要體現在填補反對股東因多數股東違反忠實義務決議出使公司價值減損之併購時所受之損害，及反對股東在併購帶來企業價值提升時因不適當之分配比率而少獲得之現金價值之損害⁶。

比較法上，日本公司法即採此態度。學說上認為，當肯定以現金為併購對價時，即承認現金逐出合併之適法性，此時如從現金逐出合併多數股權剝奪少數股東股權之特色以觀，少數股東之股權即猶如被多數決「徵收」一般，故少數股東之權利保障即轉化為對其被剝奪股份之補償。惟相較於得以創造出社會價值之公用徵收，現金逐出合併此種類似於私人徵收之情況是否仍得適用相同之法理尚容有疑問。因此，對於少數股東之補償，便不應僅止於合併前企業價值所形成之股份價格，而應包含合併後所產生之綜效（Synergy）⁷。基此，法制度上應採行之作為，即為建構確保現金逐出合併過程適法，並且能夠確實保障少數股東獲得相當

4 學說上有主張以是否追求公司整體利益作為判斷股東表決權行使適法與否者。本此理論，多數股東即可能以追求公司利益之目的驅逐少數股東。理論說明可見曾宛如，多數股東權行使之界限 - 以多數股東於股東會行使表決權為觀察，月旦民商法雜誌，第三十一期，二〇一一年三月，頁 35-37。

5 補償法則之說明可見藤田友敬，企業再編対価の柔軟化・子会社の定義，ジュリスト，第一二六七號，二〇〇四年五月，頁 104-105。

6 神田秀樹，株式買取請求權制度の構造，旬刊商事法務，第一八七九號，二〇〇九年十月，頁 5。

7 神田秀樹，組織再編，ジュリスト，第一二九五號，二〇〇五年八月，頁 129。

於其股份價值之公平價格之立法。而在公平價格之考量上，其出發點即為判斷少數股東獲得之現金對價是否能夠適切地彰顯併購後公司價值提升之利益，以此來確保公司多數股東不會任意以逐出少數股東之方式來霸佔併購利益，同時使少數股東能夠以獲取現金對價之方式實際上享有等同繼續投資之權益⁸。

伍、本號解釋各項爭點之探討

一、利害關係股東及董事是否應於併購決議之表決中迴避？

從前述可知，現金逐出合併之特點在於多數股東以股權優勢驅逐標的公司之少數股東，此時少數股東之保護便有賴併購程序之適法與公平價格之確保。而併購決議中與議案具有利害關係之股東及董事是否應於表決時迴避，即為併購程序適法與否之問題。

依企併法第18條第6項及第29條第7項準用前述規定之結果，現行法下最能實現現金逐出合併之合併及股份轉換均有排除利益衝突股東及董事迴避表決規定之適用。此種排除規定是否適用於通常由與併購案具有利害關係之控制股東所主導進行之現金逐出合併，或許容有疑問。

股東及董事迴避表決之目的在於防免利害關係人影響議事之決策，避免利益衝突之發生。公司法第178條及第206條第4項即分別為迴避原則於股東會決議及董事會決議之具體展現。然而要求利害關係股東迴避之規定是否為適切之利益衝突防制機制，學說上非無爭議。因股份有限公司透過一股一表決權之原則，建構出以投資人之投資額度衡量議事決定力量之公司架構，因此投資愈多、持股愈多之大股東，自然愈能決定公司之各種事項與決策，此乃股份有限公司資合性之本質。而投資人投資公司之目的，乃在為分享公司營運之利益，行使表決權亦是希冀透過參與公司經營以提升公司獲益，最終提高自己投資利潤之手段。股份有限公司股東之投資目的既然最終在獲取個人私利，則其表決權之行使

8 立法政策上，日本公司法於二〇〇五年導入現金併購後，即同時調整股份收買請求權中公平價格之意義，使少數股東可分享併購之利益。其後，於二〇一四年修法時，更進一步完備少數股東於併購下之救濟機制。有關日本公司法中現金逐出合併少數股東保障之修法沿革，可見陳健豪，論現金逐出合併下少數股東之保護——以日本法為借鏡，國立政治大學法律學系碩士論文，二〇一八年三月，頁67-77。

便不能認為非出於個人利益考量所為⁹。換言之，任何表決權之行使實際上均隱含有股東私益之動機與選擇。本此，當表決權之行使實際上亦為股東追求個人私益之展現時，要求股東於股東會議案與自己具有利害關係時必須迴避，即與股東投資愈多愈能維護自身利益之股份有限公司本質不符。雖然公司法第 178 條仍有附加「致有害於公司利益之虞時」之迴避前提，然而學說上對此不乏欠缺明確性之指摘¹⁰，且除了明顯違法之事項外，議案內容是否有害於公司利益實際上難以於表決時即可掌握，更多時候是決議後始發現其損害。因此，欲以股東表決權迴避制度確保股東會決議之事項不發生股東利益衝突仍有論理上之困境。實務上對於公司法第 178 條之適用亦採取較為限縮之態度，此或許能彰顯出股東表決權迴避制度之不適¹¹。基此，企併法第 18 條第 6 項排除公司法第 178 條股東迴避表決制度之規定，有其理論上之意義。

至於董事表決迴避制度之出發點則與股東表決迴避制度不同。董事與公司間具有委任關係，因此董事對於公司負有受任人義務，而在受任人義務的忠實義務規制下，董事對於公司本即負有避免利益衝突之責任。職此，在現金逐出合併之情況，如標的公司之董事為併購公司依公司法第 27 條第 1 項或第 2 項當選之法人董事或法人代表人董事時，即應迴避表決。此為自董事法律地位所形成之結果，自不待言。然而企併法第 18 條第 6 項卻將董事表決迴避制度作與股東表決迴避制度相同之處理，同時排除公司法第 206 條第 4 項之適用，如此作法是否妥適即容有質疑。尤其併購計畫之協商與形成乃由董事所為，董事與公司間如具有利益衝突情事，便可能影響併購內容之公正性，損及公司利益，特別是在現金逐出合併此種涉及逐出少數股東及決定此等股東被剝奪股份現金對價之情形，更顯現出利害關係董事迴避表決之必要。惟現行法制雖有如此缺漏，目前企併法第 5 條第 3 項仍有課予與併購案具有利害關係之董事應於董事會及股東會說明利害關係重要內容及對於併購決議贊成或反對理由之義務，或許可將其視為現行法下某種程度對於免除併購決議

9 廖大穎，論股東行使表決權迴避之法理－兼評台北地院九十一年訴字第三五二一號民事判決，月旦法學雜誌，第九十九期，二〇〇三年八月，頁 238、244。

10 廖大穎，同前註，頁 238；劉連煜，股東及董事因自身利害關係迴避表決之研究－從台新金控併購彰化銀行談起，台灣法學雜誌，第一一二期，二〇〇八年九月，頁 29-30。

11 代表性實務見解為大理院十一年統字第一七六六號解釋：「公司條例所稱股東於會議事項有特別利害關係者乃因其事項之決議該股東特別取得權利或免義務又或喪失權利或新負義務之謂。」

中董事表決迴避之補強¹²。因此，在企併法之設計下，對於現金逐出合併之董事會決議乃採取以資訊揭露之方式取代迴避表決制度。本此，在現行法下現金逐出合併之少數股東權利是否受到保護，即端視董事是否有效揭露其與併購公司利害關係之資訊。

惟不可否認者，現金逐出合併通常為公司內掌有股權優勢之控制股東所進行之私有化交易，在控制股東與併購公司具有利害關係時，以表決迴避之方式最能防免利害關係董事與股東之利益衝突與濫權，因此學說上仍有主張應考量現金逐出合併之性質而例外於現金逐出合併之決議時要求利害關係董事與股東迴避表決之看法¹³。本文以為，企併法同時排除利害關係股東及董事表決迴避之適用，或許有其立法上之瑕疵，然如考量股東表決權迴避制度在防免股東利益衝突與股份有限公司本質衝突之矛盾下，仍有其立法上之意義。因此，現行法之問題，毋寧是將公司法與企併法作二分式之劃分，並僅允許企業併購之行為免除迴避表決之適用，而忽略在免除表決權迴避制度後可能引發之事後救濟制度不充分之問題。對此，正本清源之道，乃是於公司法中分別確立董事迴避表決制度與廢除股東迴避表決制度，同時制定充足之事後救濟制度，並由企併法遵循公司法之法制設計¹⁴。或者如學者主張，經特別委員會通過之併

12 主張應於企業併購中建立明確之董事利益迴避條款，如堅持董事無庸迴避亦至少課予董事利害關係資訊揭露義務者，見王文宇，企業併購法總評，月旦法學雜誌，第八十三期，二〇〇二年四月，頁78-79。

13 張心憐，逐出少數股東—以資訊揭露義務與受託人義務為中心之美國法比較，政大法學評論，第一二三期，二〇一一年十月，頁293-295。

14 典型之法制設計為日本公司法第831條第1項第3款，如股東會決議因具有利害關係之股東行使表決權致使決議內容顯著不當時，股東可提起股東會決議撤銷之訴。会社法第831條第1項第3款：「次の各号に掲げる場合には、株主等（当該各号の株主総会等が創立総会又は種類創立総会である場合にあっては、株主等、設立時株主、設立時取締役又は設立時監査役）は、株主総会等の決議の日から三箇月以内に、訴えをもって当該決議の取消しを請求することができる。当該決議の取消しにより株主（当該決議が創立総会の決議である場合にあっては、設立時株主）又は取締役（監査等委員会設置会社にあつては、監査等委員である取締役又はそれ以外の取締役。以下この項において同じ。）、監査役若しくは清算人（当該決議が株主総会又は種類株主総会の決議である場合にあっては第三百四十六条第一項（第四百七十九条第四項において準用する場合を含む。）の規定により取締役、監査役又は清算人としての権利義務を有する者を含み、当該決議が創立総会又は種類創立総会の決議である場合にあっては設立時取締役（設立しようとする株式会社が監査等委員会設置会社である場合にあっては、設立時監査等委員である設立時取締役又はそれ以外の設立時取締役）又は設立時監査役を含む。）となる者も、同様とする。……三 株主

購交易，利害關係股東及董事無庸迴避，而無特別委員會或經特別委員會否決之併購交易，則須回歸利害關係股東及董事迴避之原則¹⁵。此二種方式應均可有效檢驗控制股東存在利益衝突之行為。至於在現行法之架構下，除公開發行公司尚可透過特別委員會排除利害關係股東及董事之利益衝突外，即如解釋理由書所述，僅能透過資訊揭露之方式強化少數股東權利之保護。

二、股東是否能夠於決議前獲取充足之併購資訊？

本號解釋宣告二〇一五年修正前企併法違憲之其中一個重要理由為法制並未提供少數股東及時獲取併購相關資訊之制度，而此實際上亦屬於併購程序是否適法之問題。蓋股東於股東會上針對各項議案行使表決權或主張股份收買請求權之前提，為事前掌握充足之議案資訊，以便能就此做出正確且符合自己利益之決定。由於現金逐出合併多半具有控制股東就併購案存在利害關係之性質，因此有關利害關係及現金對價之相關資訊，即為影響少數股東做出正確決定之重要因素，而有事前揭露之必要。

（一）利害關係董事與股東之資訊揭露

在利害關係董事資訊揭露部分，因資訊揭露已取代表決迴避之適用，故揭露之實效性便在於判斷揭露之資訊是否達到足以保障少數股東及時知悉之權利。二〇一五年修正前企併法中由於欠缺利害關係董事說明義務等及時資訊揭露之規定，故而遭大法官認定資訊保障不足。然在已於二〇一五年增訂第 5 條第 3 項利害關係董事說明義務之現行法下，大法官仍認為利害關係董事之說明因未於股東會前及時使股東知悉而不足以對股東形成充分之保障。本文贊同大法官之見解。蓋股東會上之揭露與股東會前之揭露依舊有效果上之不同，雖然對於股東會上之股東行使表決權而言並無差異，惟股東會前之揭露與否將可能影響股東決定是否出席股東會。在現金逐出合併之標的公司董事與併購公司具有利害關係之情況下，於股東會前揭露董事與併購他方之關係及該董事贊成或反

總會等の決議について特別の利害關係を有する者が議決権を行使したことによって、著しく不当な決議がされたとき。……」

15 學者認為此時特別委員會因具有代理少數股東之功能，故經特別委員會通過之併購交易，應可認為已顧及少數股東之權益，而可免除利害關係股東及董事之迴避。見張心憊，同註 13，頁 295-296。

對併購之理由，均有助於股東及早知悉併購案可能存在之風險與問題，進而促其謹慎準備並於股東會上正確地為自身利益行使股東權，提升股東權益之保護。

至於應否揭露股東與併購公司之利害關係，在論理上即可能與董事揭露之方法不同。董事因對於公司負有受任人義務，在其忠實義務之要求下，本應迴避可能產生利益衝突之事由，或將利益衝突之情事予以說明及揭露，供股東審視與判斷。而股東既為公司所有人而非受任人，自不對公司負有利益衝突迴避之義務，無庸對其他股東揭露與併購公司利害關係之資訊。惟若非一般股東，而為控制股東時，控制股東是否應與董事同樣對標的公司負起受任人義務，學說上即有諸多議論。在公司法及企併法尚未有此普遍性之明確規範前，控制股東必須對其他股東揭露利害關係資訊之情況，乃控制股東已可控制標的公司董事及決定標的公司業務執行之時，例如控制股東依公司法第27條第2項指派代表人當選之董事席次超過標的公司董事總席次半數時¹⁶。此時控制股東乃構成公司法第8條第3項之影子董事，負有與董事相當之受任人義務，故必須揭露其與併購公司間之利害關係。而依照解釋理由書及前述利害關係董事資訊揭露之論述，控制股東同樣須於股東會前揭露其與併購公司間之利害關係及其對併購贊成或反對之理由，惟在現行法下因董事並無於股東會前揭露資訊之義務，因此控制股東之資訊揭露亦有不足之問題。

（二）現金對價之資訊揭露

除前述解釋理由書所提及利害關係股東及董事資訊揭露不充分之缺漏外，有關併購對價之資訊揭露，現行企併法之規範依舊存有無法完整保障少數股東權利之問題。

在公開發行公司部分，企併法第6條第1項特別要求公開發行公司併購時應設置特別委員會審議交易計畫及交易內容之公平性、合理性，同條第3項並同時要求特別委員會應委請獨立專家就交易對價提供意見。特別委員會之審議結果（包含獨立專家意見）除依第1項應提報董事會及股東會外，依第22條第3項及第31條第7項，更須同股東會召集通知一併於股東會開會前發送予股東。本此以觀，形式上現行法確實有給予少數股東事前獲取關於併購對價資訊之制度。惟若從實質面而

16 朱德芳，實質董事與公司法第223條一兼評最高法院103年度台再字第31號民事判決，月旦民商法雜誌，第四十九期，二〇一五年九月，頁142。

論，企併法並未就交易內容「公平性」、「合理性」及獨立專家意見之標準作明確之解釋，此將使股東對於所獲得之資訊中關於交易對價之審議結果及獨立專家提供之意見，無一可據以確定其具備公平性與合理性之判準，致使公司所揭露之併購資訊可能僅流於形式而無法達到資訊揭露之目的。此在現金逐出合併之情況更能顯現法制之不完足。本於現金逐出合併之特性，少數股東最關心者莫過於現金對價，就此，在現行法欠缺前述要件之明確解釋下，公司所揭露有關現金對價之資訊即可能有不充分或不完整之情事，導致少數股東無法了解何以併購公司選擇現金作為併購對價有其合理性、何以併購雙方決定及獨立專家認定之現金數額具有公平性。因此，宜於法規中明確解釋公平性、合理性之意義或標準始為妥適之作法¹⁷。

此外，關於特別委員會之委員資格與獨立專家之身分要件，按企併法第 6 條第 4 項授權訂定「公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法」第 4 條第 2 項與第 6 條第 2 項之規定，分別要求前者原則上為獨立董事，後者為會計師、律師或證券承銷商，同時兩者均被要求不得與併購當事公司為關係人，或有利害關係而足以影響獨立性。此等資格要求確實有助於提升併購對價資訊之品質與可信性。惟如能進一步要求於將併購審議結果發送予股東時，同時揭露各委員及獨立專家與併購當事公司間之關係，例如受領之報酬額度、報酬給付之來源、有無與併購當事公司之控制股東具有利害關係等，更可強化併購資訊之信任度，有效達到資訊揭露之目的。

而在非公開發行公司部分，由於無企併法第 6 條之適用，因此股東事前所能獲取有關併購對價之資訊相較於公開發行公司即大幅減少。依據企併法，非公開發行公司有關併購對價之事前資訊揭露，僅有第 22 條第 1 項第 3 款（合併之情況）及第 31 條第 2 項第 2 款（股份轉換之情況）之適用，且其要求揭露之內容均僅止於併購對價之種類、數量、分配方法、比例等事項。依此揭露程度與範圍，實際上僅能讓現金逐出合併之

17 雖然修法始為解決問題之根本方法，惟於修法前似可參酌「公開收購說明書應行記載事項準則」第 13 條第 2 項之規定補充公平性與合理性之意義。第 13 條第 2 項：「前項之合理性意見書至少應揭露下列事項：一、公開收購價格訂定所採用之方法、原則或計算方式及與國際慣用之市價法、成本法及現金流量折現法之比較。二、被收購公司與已上市櫃同業之財務狀況、獲利情形及本益比之比較情形。三、公開收購價格若參考鑑價機構之鑑價報告者，應說明該鑑價報告內容及結論。四、收購人融資償還計畫若係以被收購公司或合併後存續公司之資產或股份為擔保者，應說明對被收購公司或合併後存續公司財務業務健全性之影響評估。」

少數股東於事前了解該併購案將以現金作為對價，及其可獲取之現金數額。本此，非公開發行公司之股東僅能仰賴公司揭露此等些微資訊自行檢測併購之當否，相較於具有身分獨立性之特別委員會進行併購檢視之公開發行公司，顯然保障之程度有失平衡。誠然，企併法第 6 條所要求之何以採取現金對價及何以採行此種計算分配方式等僅適用於公開發行公司之資訊，毋寧才是能讓非公開發行公司之少數股東了解現金逐出合併是否合理之重要資訊。當然，非公開發行公司之規模實際上並不如公開發行公司，是否要求非公開發行公司之資訊揭露應做到如同公開發行公司，或許仍須衡量現實面與成本之花費。因此，本文以為，在立法論上，對於非公開發行公司，應至少將採取現金對價之理由、所採行之計算分配方法及其理由一併納入法定揭露範圍，始足以達到事前揭露之目的以保障非公開發行公司股東之權利。

三、反對股東遭逐出後是否能夠確保其股份獲得公平價格？

解釋理由書提及，在現金逐出合併之併購類型，法院應確保被逐出之少數股東得就其被剝奪之股份獲得公平價格，而修正前企併法第 12 條第 1 項及第 2 項有關股份收買請求權之規定，具有法院裁定公平價格之基本性救濟規定，惟此等規範僅適用於股東主動請求收買股份之情形，並不適用於遭強制逐出之未贊同併購且不願被收買股份之股東。此外，解釋理由書亦提及現行企併法第 12 條之股份收買請求權雖相較於修正前之舊法有較完整之規定，然與舊法同樣僅適用於主動請求收買股份之股東，對遭逐出之少數股東而言保障並不充分。

就此問題，或許可分成兩個層面來探討，一為現行法下被逐出之少數股東是否無法獲得公平價格之保障，二為現行法下未對併購案表達意見之少數股東是否可獲得公平價格之保障。

承前所述，在現金逐出合併之特性下，遭逐出之少數股東其繼續投資之權利乃轉化為對其被剝奪股份之補償。股份收買請求權在此意義下亦從過去供給反對併購之股東退出公司收回投資之救濟手段，附加上了給與反對股東重新檢視現金對價是否為公平價格之事後檢驗功能。因此，對於現金逐出合併之反對股東而言，股份收買請求權之核心功能，乃聲請法院裁定公平價格之部分¹⁸。至於聲請法院裁定前請求公司收買股

18 游啟璋，同註 3，頁 241-242。

份部分，雖然與併購後由併購公司收買股份之收買主體不同，然就現實面而言，並不具有任何意義。蓋理論上在多數股權實行下之現金逐出合併，縱使反對股東請求公司收買股份，公司亦僅會以同於現金併購之價格收買股份，因在併購前與後之併購雙方控制股東為同一人之情況下，公司若以不同於現金併購之價格收買股份，將產生股東間之差別對待。此外，公司以不同於現金併購之價格收買股份亦容易引發股東之投機心態，因股東若認為公司將以高於現金併購之價格收買股份，便會引發搭便車之問題，增加股東不理性反對併購之可能，故實際上公司應不會以高於現金對價之價格收買股份。相反的，如股東認為公司將以低於現金併購之價格收買股份，此預想雖可能產生壓迫力，迫使反對股東接受現金併購之對價，惟對於此種壓迫力，反對股東仍可透過聲請法院裁定公平價格之方式獲得救濟¹⁹。由此以觀，對於被逐出之少數股東而言，請求公司收買股份並無實質上之意義，是否無法獲得聲請法院裁定公平價格之救濟，始為少數股東保護之核心問題。

於此脈絡下，就第一層面之問題，如對照企併法第 12 條之規定，無論是二〇一五年修正前或後，可發現被逐出之少數股東實際上均受聲請法院裁定公平價格制度之保護。在公司法及企併法之股份收買請求權制度下，不同意併購之股東均需先表達異議並放棄表決權後始能取得發動請求公司收買股份之權利，並於無法與公司協議出收買價格時，方有聲請法院裁定公平價格制度之適用。解釋理由書認為在此項制度設計下僅有主動請求公司收買股份之股東有其適用，而不適用於未贊同併購不願被收買股份又被強制逐出之股東。或許從聲請法院裁定公平價格之發動前提來看確為如此，然現金逐出合併既為一適法之併購類型，則於其少數股東之保護從繼續投資權利之保障轉化為被剝奪股份之補償後，被逐出之股東實已無請求股份不被併購公司強制收買之餘地。而併購公司強制收買股份與股東請求公司收買股份，如從股東最後可能獲得相同現金價額之結果來看，二者在本質上實無二致。本此，股份收買請求權中請求公司收買股份部分雖與被逐出之股東欲享有繼續投資之願望相違，惟在少數股東權利保障之意義轉變下，請求公司收買股份不過為反對股東進入聲請法院裁定公平價格獲得被剝奪股份合理補償之法定前提程序而已。又，此前提程序因其行使之結果與最終被併購公司強制收買股份並無不同，故對於欲獲得合理補償之股東而言，理論上即應會趨向主動請

19 關於股東搭便車與壓迫力之詳細說明，可見田中亘編著，数字でわかる会社法，有斐閣，二〇一三年，頁222-251。

求公司收買股份，而不構成救濟上之阻礙。因此，股份收買請求權制度並無解釋理由書所謂未贊同併購不願被收買股份又被強制逐出之股東權利不受保障之問題。當然，如前所述，在現金逐出合併下，請求公司收買股份已無實益，則是否需要求被逐出之股東應於向法院聲請裁定收買價格前仍必須先請求公司收買股份，在立法論上誠值探討。惟本文以為，本號解釋所欲探究之問題核心，實際上應不在被逐出之股東是否應主動請求公司收買股份後始得享有聲請法院裁定公平價格之保護，而是被逐出之股東是否可在對併購案未表達任何意見之情況下享有相等之救濟保障。

此問題即為第二層面之問題。無論是二〇一五年修正前或後之企併法，股東如欲取得行使股份收買請求權並獲得嗣後聲請法院裁定公平價格之地位，均須先對併購議案表達異議並放棄表決權。而已對併購案表達異議並放棄表決權之股東，在欲透過法院裁定獲得公平價格之期望上，如前所述，應不致對於請求公司收買股份此前提程序有過多之抗拒。是故，問題之根本即為現金逐出合併之股份收買請求權其行使是否以少數股東參與股東會為必要。此可從本號解釋之原因案件²⁰乃被逐出之少數股東未參與股東會表達異議而喪失發動股份收買請求權之情形而可得推知²¹。如從現金逐出合併之特性來看，由於現金逐出合併多為控制股東所發動，因此少數股東即便表達異議或者行使反對表決權，可能均難以影響併購案之通過，則少數股東有無出席股東會似已不重要，而無強求股東必須先對併購案表達異議後始可享有股份收買請求權保護之必要。惟本文以為，少數股東雖難以阻止合併案之通過，然在我國法對於現金逐出合併不以大股東極高持股數為發動門檻之情況下，少數股東仍有透過出席股東會聚集超越大股東持股數之眾多反對股東股權數以阻止合併案通過之可能性。在此意義下，少數股東出席股東會便依然具有實質之利益。而除此涉及議案通過與否之問題外，要求少數股東出席股東會在其他層面上亦具有意義。首先，如容許股東無庸參與股東會便可同樣享有股份收買請求權之保護，則股東究竟贊成或反對現金併購，公司實難以掌握，且可能提高股東投機之涉倖性，使其在贊成併購之心理下，以不出席股東會之方式獲得聲請法院裁定價格之保護，藉此獲得可能高於併購對價之機會。再者，股東於收受股東會召集通知時已可知併購議案之

20 臺灣臺北地方法院一〇一年度重訴字第四六七號民事判決。

21 同意本號解釋所述及之股東包含未表達意見者，見陳碧玉大法官部分協同部分不同意見書，頁2。

存在，其若未出席股東會，即表示其對於現金對價並無異議，則邏輯上便應接受現金逐出價額，而無許其聲請法院裁定價格之餘地。其次，此種作法等同變相鼓勵股東不出席股東會，雖然少數股東之表決權行使可能難以影響併購案之成立，但至少少數股東之出席可發揮監督議事過程之功能，降低控制股東違法濫用表決權之可能性。另外，在現行企併法之規定下，反對股東必須放棄表決權始有股份收買請求權之保護，換言之，反對股東如欲推翻議案而行使反對表決權，即喪失行使股份收買請求權之地位。如此，將形成不參與股東會之股東可獲得救濟保障，但行使反對表決權之股東不受保護，此種積極行使保護自己權利者反較消極忽視自身權利者更不受保障之差異對待。基此，少數股東如欲透過股份收買請求權獲得法院裁定公平價格之保障，仍應以出席股東會表達異議為前提較為妥適。

綜上，解釋理由書雖認為企併法之股份收買請求權僅有主動請求公司收買股份者始受其保障，惟事實上無論是二〇一五年修正前或後之企併法，被逐出之少數股東均得以透過於股東會上表達異議並放棄表決權之方式獲得受聲請法院裁定公平價格保障之地位。而依照解釋理由書所述，大法官似有意讓於現金逐出合併之決議中未出席股東會之少數股東可額外獲得聲請法院裁定價格救濟之保障，然本文認為此舉將帶來諸多議事過程之危險，應再為仔細斟酌。

陸、結語

在企併法容許現金作為併購之對價後，現金逐出合併即成為一種適法之併購行為。然而由於現金逐出合併之出現多伴隨控制股東對於反對併購之少數股東之壓迫，因此如何保障少數股東之程序權利及獲得合理補償，向來為現金逐出合併必須面對之問題。釋字第七七〇號解釋之出現，不僅標示出了現金逐出合併對於少數股東財產權侵害之核心重點，亦指出了企併法在少數股東保護上之不足。

本文贊同解釋理由書所提及現金逐出合併中少數股東權利保障之實效有賴充足之資訊揭露與確保獲得公平價格之看法。在企併法之制度設計中，雖有將利害關係董事之表決迴避與利害關係股東之表決迴避作相同處理而一併排除適用之瑕疵，但或可將資訊揭露視為法制上對於排除適用此等公司法表決迴避制度之補強安排。惟在欠缺事前及時揭露控制股東及董事對於併購案利害關係資訊之程序設計，及有關現金對價之資

訊揭露尚不充分之缺憾下，少數股東實際上仍無法透過資訊揭露制度獲得保障。因此，強化利害關係股東及董事之事前資訊揭露，及補強有關現金對價資訊之揭露內容，特別是非公開發行公司部份，均是目前法制改善上必須著重之重點。

至於在確保獲得公平價格部份，解釋理由書認為合併法中股份收買請求權之聲請法院裁定公平價格，僅主動請求公司收買股份之股東有其適用，而不適用於遭逐出公司之未贊同併購又不願被收買股份之股東，因而例外容許原因案件中未參與股東會而被逐出之股東有聲請法院裁定公平價格之救濟。然實際上，無論是二〇一五年修正前或後之合併法，不同意現金逐出合併之股東只要對於併購案表達異議並放棄表決權，均可獲得聲請法院裁定公平價格之保障。請求公司收買股份之實行，在少數股東欲獲得相當於被剝奪股份合理補償之期待下，實已非獲得公平價格之阻礙。此外，解釋理由書之例外作法，將可能為議事程序形成諸多負面影響。因此，本文認為解釋理由書開放未參與決議現金逐出合併股東會之少數股東同樣有聲請法院裁定公平價格之作法，有再深究之必要。

公開收購說明書應行記載事項準則

第 7 條

公開收購對價種類及來源應記載下列事項：

一、以現金為收購對價者：

- (一) 以自有資金為收購對價者，應詳細說明投資架構、各層次投資人背景、資金之具體來源及明細，包含資金最終提供者之身分及相關資金安排計畫。公開收購人為公司且以公司自有資金支付收購對價者，應以本次公開收購公告前最近二年度之財務報告，按償債能力、現金流量及獲利能力等分析說明本次收購資金來源之合理性。
- (二) 如有以融資方式取得者，應詳細載明所有融資計畫內容，包含融資資金來源、借貸雙方、擔保品等。若收購人融資償還計畫係以被收購公司或合併後存續公司之資產或股份為擔保者，應載明該約定內容及對被收購公司或合併後存續公司財務業務健全性之影響評估，如無上述情形，收購人應作出無此情形之聲明。

二、以公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第八條第一款規定之有價證券為收購對價者：

- (一) 作為收購對價之有價證券名稱、種類、最近三個月內之平均價格、成交量及提出申報前一日之收盤價格。
- (二) 公開收購人取得該有價證券之時間及成本。
- (三) 本次收購對價換股比例訂定方式及決定因素。

三、以公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第八條第二款規定之有價證券為收購對價者：

- (一) 決議募集發行股票或公司債之董事會或股東會議事錄。
- (二) 本次募集發行股票或公司債之發行條件。
- (三) 公開收購人募集發行之股票已有同種類股票於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣者，該股票最近三個月內之平均價格、成交量及提出申報前一日之收盤價格。
- (四) 本次收購對價換股比例訂定方式及決定因素。
- (五) 最近二會計年度之財務報告，開業不及二年者，以所有開業年度者為限。
- (六) 最近期公告並經會計師查核簽證或核閱之財務報告。
- (七) 自所檢附最近期財務報告資產負債表日至提出申報前，有任何財務及業務上之重大改變，均應提出說明，如無重大改變，公開收購人亦應作出無重大改變之聲明。
- (八) 取得被收購有價證券後三年內對公開收購人本身財務及業務影響之說明書。

公開收購人依前項第一款以現金為收購對價者，應出具負履行支付收購對

價義務之承諾書，連同資金安排之所有協議或約定之文件，併同公開收購說明書公告。

第 11 條

公開收購人其他買賣被收購公司股份情形應記載下列事項：

- 一、公開收購人及其關係人在申報公開收購前二年內如與下列人員有任何買賣被收購公司股份之情事，其股份買賣之日期、對象、價格及數量：
 - (一) 被收購公司之董事、監察人、經理人及持股超過被收購公司已發行股份總額百分之十之股東。
 - (二) 被收購公司依公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第三條規定所稱之關係人。
- 二、公開收購人及其關係人與前款所列之人員，在申報公開收購前二年內，就本次公開收購有任何相關協議或約定者，其重要協議或約定之內容。
- 三、公開收購人及其關係人與被收購公司之特定股東，在申報公開收購前二年內，就本次公開收購有任何相關協議或約定者，其重要協議或約定之內容，包括是否涉及得參與公開收購人及其關係人相關之投資等事項。

公開收購人及其關係人與前項第一款所列之人員，在申報公開收購前二年內就本次公開收購有任何相關協議或約定者，應揭露所有協議或約定之文件，併同公開收購說明書公告。

第 12 條

公開收購人對被收購公司經營計畫應記載下列事項：

- 一、公開收購人取得被收購有價證券之目的及計畫：
 - (一) 繼續經營被收購公司業務之意願及計畫內容。
 - (二) 有於取得被收購公司有價證券後一年內復轉讓予他人之計畫，以及該計畫內容。
 - 二、於收購完成後，產生下列情形之計畫：
 - (一) 使被收購公司發生解散、下市（櫃）、重大變動其組織、資本、業務計畫、財務及生產，或其他任何將影響被收購公司股東權益之重大事項。
 - (二) 對被收購公司董事、監察人、經理人及員工進行職位異動、退休、及資遣之計畫。
 - 三、除本次公開收購外，自公開收購期間屆滿日起一年內對被收購公司有價證券或重大資產另有其他併購、取得或處分計畫者，該計畫內容。
- 公開收購人計畫於收購完成後使被收購公司下市（櫃）者，至少應記載下

列事項：

- 一、公開收購人所瞭解被收購公司產業前景與公司價值及其進行公開收購之理由。
- 二、公開收購條件對被收購公司之股東公平與否，並說明參考之因素。
- 三、公開收購人及關係人最近二年有無自外部人士取得關於公開收購條件之鑑價報告，如有，應說明鑑價報告之內容、該外部人士之身分、專業資格及所收取之報酬。
- 四、公開收購完成後至被收購公司下市（櫃）前，對被收購公司之併購計畫及未應賣股東之股份處理方式與應納稅賦。
- 五、被收購公司下市（櫃），併購後之相關公司於國內外證券交易市場重行上市（櫃）之計畫。

刊登於月旦法學雜誌第 289 期，2019 年 5 月，第 5-17 頁。

評釋字第 770 號解釋現金逐出合併案*

王文字

臺灣大學法律學院教授

摘要

最近大法官釋字第 770 號解釋，引發公法及財經法學者的熱烈討論，主要爭點為企業併購中現金逐出合併態樣是否侵害股東財產權，併購程序中應否充分揭露資訊，以及如何決定股份收買請求權價格。本文介紹現金逐出合併制度並且比較各國基本法制，再探討股份收買請求權制度與公平價格之訂定。接著探討企業併購法的修正方向，並評估這些修正對我國併購實務的影響。最後，本文以他國保障少數股東法制為借鏡，探討我國引進該等制度之適合性，期能對未來修法有所助益。

目次

壹、釋字第770號解釋

一、案件背景

二、解釋文意見

貳、案件討論

一、現金逐出爭議

二、股份收買請求權合理性探討

三、保障少數股東之事前與事後機制

參、結論：我國併購法制之國際化與本土化

壹、釋字第770號解釋

一、案件背景

本案聲請人玉禮實業於民國（下同）89 年間因商業往來需求向富邦商業銀行申請進口公開狀，持有台灣固網有限股份公【月旦法學雜誌第 289 期，2019 年 5 月，第 5 頁】

關鍵詞：企業併購法、現金逐出合併、股份收買請求權、控制股東、少數股東保障

* 本文之完成，作者要感謝臺灣大學計量理論與應用研究中心之補助，經費來源係科技部與教育部之高教深耕計畫（計畫編號 108-3017）。作者主持個別計畫之名稱為「台灣公司董事會法制與經營績效之實証研究」，計畫成員包括境內外之法律與財經學者。

司（下稱「台固公司」）股票 100 萬股並設質以供擔保，後因台固公司減資而減為 70 萬股。直至 96 年，台固公司之關係企業台信國際電信公司於公開發行市場上以每股新臺幣（下同）8.3 元公開收購台固公司股票並於合併後更名回「台灣固網」（下稱「新台灣固網」）。但聲請人認為台固公司股票具有長期獲利之利基，故拒絕出售股票，於 98 年還清上述進口公開狀之金額，並向富邦銀行申請解質請求返還設質品（台固公司股票 70 萬股），惟因台固公司及台信公司之現金合併，致富邦銀行所返還之設質品為現金股利領取單（約 581 萬元）而非原本之股票。

聲請人為請求返還系爭股票，乃向臺灣臺北地方法院提出返還股票之訴訟，然歷經高等法院、最高法院，認為我國企業併購法第 4 條第 1 項 3 款、第 22 條第 1 項 3 款允許公司間之合併以現金為對價，且企業併購法第 18 條規定無須迴避，系爭現金合併案已依法踐行相關程序，又當時企業併購法要求須提出異議但聲請人並未提出等理由最終駁回其訴。¹事後聲請人提出本案釋憲聲請，認為現金逐出合併制度以及利益迴避規定似有違憲之虞²，且本案乃大集團為家族私利著想，利用各種手段逼迫小股東離開公司，夥同旗下公司「強取豪奪」，完全是「大財團野蠻遊戲」，任由小股東利益被奪取，嚴重侵害其憲法上權利。

聲請人以小股東之姿為自己權利對抗大集團，實有小蝦米對抗大鯨魚的精神，但當然也可能導致了本次釋憲結果偏向保護小股東之情形。

二、解釋文意見

釋字第 770 號解釋之解釋文效力為何，以及在公法上應如何解釋，並非本文所著墨之重點，以下專就本解釋就企業併購法等相關規定之見解，進行整理並試以商事法律觀點進行分析。

在解釋文中，（一）針對兩個法條進行「有條件的合憲解釋」，分別為現行企業併購法第 403 條，即為現行法肯認「現金逐出合併」之法律依據；以及舊（91 年 2 月 6 日制定版本）企業併購法第 18 條第 5 項，其法條內容認為就該公司合併有利害關係之董事，無須在該公司合併之決議迴避表決，排除公司法第 206 條、第 178 條之具利害關係之股東／董事迴避表決權之規定。解釋文認為上開兩個規定，在「現金逐出合併」之情形，因未使喪失股權之股東「及時獲取合併對公司利弊影響暨有前揭企業併購法第 18 條第 5 項所列股東及董事有關其利害關係之資訊」，以及未「未就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救【月旦法學雜誌第 289 期，2019 年 5 月，第 6 頁】濟機制」，此時上開兩

1 臺灣臺北地方法院 101 年度重訴字第 467 號民事判決、臺灣高等法院 101 年度重上字第 673 號判決、最高法院 102 年度台上字第 2334 號民事判決。

2 釋字第 770 號解釋，解釋爭點：「企業併購法第 4 條第 3 款許現金逐出合併，以及 91 年 2 月 6 日制定公布之同法第 18 條第 5 項排除公司法有關利益迴避規定之適用，是否違反憲法第 15 條保障人民財產權之意旨？」

規定即違反憲法第 15 條保障之人民財產權。

（二）本釋字提供該釋憲案申請人一個案救濟機會，使其能透過現行企業併購法第 12 條第 8 項以降之「股東收買請求權」之規定救濟，蓋鑒於此案事實發生於 96 年，於本解釋作成時，早已逾企業併購法第 12 條第 2 項之 20 日期間，為使申請人能得到個案正義，故有此給予救濟之解釋；惟此種解釋方式是否合理，於學界上仍存有爭議，詳待本文後討論。

附帶論及，本次解釋文之理由書以及主文，其缺失可見於其論理上的含糊，使閱讀者難以了解其文意，此觀點亦可見於湯德宗大法官之意見書，因此本文所作之意見，亦係基於解釋論上之理解延伸，合先敘明之。

貳、案件討論

一、現金逐出爭議

（一）我國啟動現金逐出之門檻過低

我國企業併購法允許大股東以現金逐出小股東之門檻較諸世界上主要國家實為偏低。企業併購法第 18 條第 1 項規定「股東會對於公司合併或解散之決議，應有代表已發股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。」

黃瑞明大法官於意見書中指出，只要掌握三分之一之股權，即可以通過以現金逐出之方式進行合併，其門檻相較於其他國家實為相當低，如德國為持股 95% 之控制股東，³英國為 90% 以上之股東，韓國為 95%。⁴依現行法規定，僅持有三分之一以上股權之股東配合外界資金即可能排除其他股東而攫取公司成長之果實。當然各國依其經濟情況與公司股權結構，自行決定大股東為現金逐出之門檻，不能調較低之門檻即違憲，然在而我國較低之逐出門檻下，藉由其他機制以保障少數股東權之權益更顯重要，此則有賴於特別委員會及法院於審查現金逐出合併時，就其併購是否有正當理由嚴加把關。此外，法院依照企業併購法第 12 條第 6 項為價格裁定時應同時審查特別委員會之審議報告以探究併購之目的是否可以合理化以現金逐出小股東之手段。⁵

啟動現金逐出合併之門檻高低雖多半為政策考量，然而，我國現金逐出之門檻相對於他國低了許多，惟就其他配套措施似乎亦有改善空間。以下謹由現金逐出合併之意義及比較法上主流之分類做說明，【月旦法學雜誌第 289 期，2019 年 5 月，第 7 頁】並探

3 德國股份公司法第 327 條第 1 項（§ 327a AktG）。另 1962 年德國聯邦憲法法院於審查 Gesetzes über die Umwandlung von Kapitalgesellschaften und bergrechtlichen Gewerkschaften vom 12. November 1956 第 15 條時，指出該條文合憲之基礎在於該條允許股份公司間財產全部移轉予另一家公司時，應至少持有四分之三以上之股權。

4 游啟璋，現金逐出合併時少數股東的股份收買請求權，政大法學評論，136 期，2014 年 3 月，233-236 頁。

5 黃瑞明大法官意見書。

討我國門檻是否尚有改進之空間。

（二）現金逐出合併之意義

「現金逐出合併」（squeeze-out/freeze-out/cash-out）乃翻譯名詞，可採不同法律模式。通常指合併公司已取得標的公司相當股數（如三分之一）以上，為簡化股權結構，乃出價購入少數股份以專注經營。此為公司的控制者驅逐少數股東最直接的方法，利用其對公司的控制力量，強迫公司的非控制股東，出售其股份，因而退出投資。

現金逐出合併是美國法的產物，顯現其公司法由較保守的尊重個人財產觀念，逐漸走向以經濟功能為導向的規範概念。相較於此，歐盟國家多半不允許現金逐出合併。我國於 91 年制定企業併購法第 4 條第 3 款引入現金合併。

若合併公司持股比例已高（90%以上），各國多制訂簡化規則，配合逐出安排。但若合併公司持股低於 90%又應如何平衡雙方利益，各國規定相當分歧，此種情形亦為本案情形。

1. 控制股東超過 90%

為平衡少數股東與控制股東之利益，立法政策上常常於控制股東擁有超過 90%的股份時加速購買少數股東之股份。

以歐盟法為例，收購公司可將有關於該合併計畫的專家評估報告用以替代少數股東之股份收買請求權，並且免除收購公司股東的投票決定。此外，在美國法中有關控制從屬公司的規定，若母公司持有其子公司超過 90%的股份，則母公司毋須經其股東會決議，可直接採取簡易合併（short-form merger）之方式，單方面將子公司併入母公司，並賦予少數股東股份收買請求權。

2. 控制股東未超過 90%

就控制股東未超過 90%的情形下，各國則有較不同之規定。在美國法下，允許擁有少於 90%的控制股東可以現金逐出合併之方式進行合併，但同時也更加強對於少數股東之保護。

美國證券交易法規定公開發行公司若經合併後成為非公發公司，則應盡其對於充分資訊之揭露義務，以保護交易之公平性，亦同時確保其他有興趣收購目標公司之第三方可有協商機會。

德拉瓦州法院著眼於關係企業中母子公司之「整體公平性」，檢驗其是否符合完全公平法則（entire fairness test），必須由控制公司舉證公平價格（fair price）與公平交易（fair dealing）。⁶然而，法院基於「經營判斷法則」（business judgment rule）而可能將舉證責

6 Weinberger v. UOP, Inc. 457 A.2d 701 (1983)。

任轉由原告負責，亦即若交易是由獨立董事所組成之特別委員會所協商而成，且經多數的少數股東所表決贊成，此時因公司已踐行正當程序，法院原則上尊重公司之專業決策，轉由原告舉證公司於決策過程中之違法失職之情形。⁷【月旦法學雜誌第 289 期，2019 年 5 月，第 8 頁】

相較美國對於現金逐出合併採取加速的規定，歐盟對於控制股東擁有 90%以下股份的情形較沒有明確的規範⁸，於未明確規範的情形下，公司似乎也無法以此方式驅逐濫用其權利的少數股東。⁹此外，德國法上雖承認控制股東可對於濫用權利之股東採取現金逐出合併，但其實務及法規均未承認在控制股東擁有低於 95%股份的情形下可啟動現金逐出合併。¹⁰本案情形控制公司持股未達 90%即屬於此情形。

（三）小結：少數可以逐出相對少數的大股東並不合理

就我國法制而言，若掌握了三分之一之股權，即可通過以現金逐出之方式進行合併，相較於國際潮流多半皆以超過 90%為門檻相對低了許多。縱然美國可以較低的門檻啟動現金逐出合併，然而，其亦加強對於少數股東之保護，而我國就少數股東之保護面而言亦尚有待加強。

各國啟動現金逐出之門檻誠然受其商業環境、立法政策及其他相應措施之影響，然於我國法制下，超過三分之一的少數股東即可強制以現金逐出方式「驅逐」相對更少數的股東，就此門檻而言似乎過低而呈現不合理之現象，似有待立法檢討改進，提高我國啟動現金逐出合併之門檻。

二、股份收買請求權之合理性探討

（一）提供股份收買請求權供個案救濟之緣由

在釋字第 770 號解釋的理由書提到的系爭規定一、二欠缺「充分的資訊揭露」以及「公平價格制定機制」已如前述，這樣的舊法規定導致本案釋憲聲請人的財產權受損；大法官提到¹¹，該欠缺「資訊揭露」部分，在客觀上已經難以在事後提供聲請人救濟管道；因此大法官選擇至少在「公平價格」的部分，給予聲請人救濟的機會，在解釋文中給予其「股份收買請求權」的救濟管道，以便其透過現行企業併購法第 12 條第 8 項至第 12 項規定辦理，透過法院對股份收買請求的對價進行裁量，以維護被「現金逐出」之股東權益；惟給予如此救濟手段是否確能對釋憲聲請人玉禮實業達到救濟的目的；再者，

7 REINIER KRAAKMAN, JOHN ARMOUR, PAUL DAVIES, LUCA ENRIQUES, HENRY HANSMANN, GERARD HERTIG, KLAUS HOPT, HIDEKI KANDA, MARIANA PARGENDLER, WOLF-GEORG RINGE & EDWARD ROCK, THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 190 (2017) .

8 Christian A. Krebs, *Freeze-Out Transactions in Germany and the U.S.: A Comparative Analysis*, 13 GERMAN L.J. 941 (2012) .

9 *Cour de Cassation Commerciale*, 1996 REVUE DES SOCIETES 554.

10 BGH, March 20, 1995-II ZR 205/94, BGHX 129, 136 [GIRMES].

11 參照釋字第 770 號解釋理由書第 10 段。

給予如此救濟手段將會對我國已相對不活躍的公司併購市場造成如何影響，以下本文將從救濟之目的，以及法規層次著手分析，觀企業併購法第 12 條所規定的股份收買請求權作為個本案的救濟手段是否合適。

（二）給予「股份收買請求權」之適合性

1. 股份收買請求權初探【月旦法學雜誌第 289 期，2019 年 5 月，第 9 頁】

現行企業併購法¹²第 12 條之「股份收買請求權」，係我國公司法制決策採多數決之下，保障少數異議股東於公司發生併購時，可以出售其持股，以保障股東投資權益，及維護其投資流動性之制度；再者，透過法院的「公平價格裁定」制度，確保股東之財產權不受控制股東之侵害。

惟在「現金逐出合併」情形，相較於行使股東收買請求權，其真正保障少數異議股東的核心制度應在於「公平價格如何裁定」¹³，蓋於現金逐出合併的情況，少數異議股東無從決定其是否要賣出手中股權之能力，遑論行使股份收買請求權。

2. 「股份收買請求權」在「現金逐出合併情形」，本身制度的合理性及爭議

（1）股份收買請求權以及公平價格核定之定位

相較於我國目前在「現金逐出合併」對少數異議股東的保護僅有「股份收買請求權」，而此制度之是否可達成其保護少數股東權益之目的，亦或者有所缺失，可在比較法上得出端倪，蓋如美國德拉瓦州公司法等外國法例，其另有透過司法審查、揭露義務等制度¹⁴，對控制股東之決策進行管控，故從其司法實務累積之意見，以驗證我國在 104 年企業併購法股份收買請求權制度建立之優缺。

上述亦可於德拉瓦州公司法第 262 條修法時之討論¹⁵一窺其堂奧，本文暫不贅述；總括而言，持肯定論者，認為股份收買請求權能確實達到嚇阻控制股東之功能，避免其進行無效率之併購，以達到保障少數股東之目的¹⁶，惟此功能是否能確切發揮，其重點在於法院對於公平價格的裁定是否合理，因此下文將探討我國目前實務上，對於公平價格如何進行認定，又將造成如何影響。

（2）進一步觀察「股份收買請求權」在「現金逐出合併」的核心「公平價格如何訂立」

價格如何訂立，將是股份收買請求權可否發揮期保障小股東財產權益之核心問題，

12 參照 2015 年修正之企業併購法。

13 See Paul G. Mahony & Mark Weinstein, *The Appraisal Remedy and Merger Premiums*, 1 AM. LAW & ECON. REV. 239, 241 (1999) .

14 See KRAAKMAN ET AL., *supra* note 7, at 202-03.

15 鄭婷嫻，論 2015 年修正企業併購法之股份收買請求權—自美國德拉瓦州公司法 2016 年修法觀察，台灣法學雜誌，316 期，2017 年 3 月，39-48 頁。

16 See Robert B. Thompson, *Exit, Liquidity and Majority Rule: Appraisal Role in Corporate Law*, 84 GEO. L.J. 1, 4 (1995) .

蓋在「現金逐出合併」中，交易雙方惟控制公司與從屬公司，難能期待公司負責人能為少數股東之利益做出常規交易的談判¹⁷，因此公平價格裁定之機能顯得特別重要。

公平價格訂立方式，實務及學說多有討論；如主管機關經濟部在 92 年有發表函釋對「公平價格」核定參考之表準，分別【**月旦法學雜誌第 289 期，2019 年 5 月，第 10 頁**】為 A. 市場上客觀之成交價；B. 同類或類似產業之參考價；C. 買賣雙方協議並載明於合約之價格。實務較常使用的為「市場價格法」，惟有論者¹⁸認為此種方法並非妥適，蓋從保障少數異議股東之觀點，市場價格未必能充分顯現出股份之價值，我國法制並未要求公司揭露所有相關資訊，因此為公司內部人之控制股東將可以有效在股價相對低點時，趁機現金逐出少數股東，因此吾人可了解到，完全採取市場價格對於股東之保護有所侷限。

就「市場價格說」之缺陷，近年，我國實務¹⁹亦有採取美國德拉瓦州公司法實務中「現金流量折現法」之見解，其係以公司永續經營之角度，來裁定少數股東股份之股份價值，以避免控制股東透過市場價格低於真實價格時，進行現金逐出合併，侵害少數股東之權益，惟此等見解亦被批判流於主觀，因此有學者²⁰則認為各種定價方法皆有其侷限，或應建立以收買價格為中心，並參照上開不同之常數，以建立一可供市場預期之價格裁定機制，避免影響企業併購意願；惟另從少數股東保護之觀點，有實務判決²¹僅以收購價格即為公平價格之考量，又收買價格往往已決定於控制股東，少數股東並無議價能力，因此如何綜合上述之定價方法，則屬實務面臨之難題。

黃瑞明大法官在其意見書中，考量德國聯邦憲法法院²²之見解，法院應要求公平價格評估說明書必須考量納入合併後綜效之公司價值，另亦應瞭解併購是否涉及控制股東利用未公開之內部資訊，以謀取私利。如此才能在支持現金逐出制度以利企業成長壯大之外，同時嚇阻大股東濫用現金逐出制度以攫取公司成長之收益，俾在促進企業發展與保障小股東權益間取得平衡。²³

另有學者認為，我國法及美國法不包含綜效在一般合併固有其道理，惟在「現金逐出合併」位保障被逐出的少數異議股東權益，亦應將合併後所產生的價值計算在內，否則控制股東更有誘因透過現金逐出的方式，將公司獨占取得現有公司之利益。²⁴

但目前我國實務在股份收買請求權之公平裁定程序中，極少做出使股份價格低於原

17 參照游啟璋，同註 4，248 頁。

18 黃朝琮，企業併購中之股份收買請求權—功能定位與公平價格之決定，臺北大學法學論叢，107 期，2018 年 9 月，63-107 頁。

19 參照臺北地方法院 96 年度抗字第 191 號民事裁定。

20 黃朝琮，同註 18。

21 新竹地方法院 105 年度抗字第 77 民事裁定。

22 BVerfG, Beschl. Vom 27.04.1999-1 BvR 1613/94.

23 參照釋字第 770 號解釋黃大法官瑞明提出之協同意見書。

24 參照游啟璋，同註 4，259 頁。

裁判價格之裁定，造成小股東在我國的「公平價格裁定中」只贏不輸，因而可能造成公司的小股東多不願意與控制股東達成協議，造成公司合併效率下降，與企業併購法之目的有所違背，因此實務就公【月旦法學雜誌第 289 期，2019 年 5 月，第 11 頁】平價格之見解或有更改之必要，以俾減少「不效率」的結果；因此雖然目前實務見解有助於保障小股東無疑，惟是否過度犧牲「企業併購所追求的效率」，值得探討。

3. 釋字第 770 號解釋本身之問題

(1) 目的性之未達

從玉禮實業（下稱「聲請人」）的聲請書可知，其聲請釋憲之目的係在討論「現金逐出合併」之制度，以及 91 年 2 月 6 日制定公布之同法第 18 條第 5 項排除公司法之利益迴避規定，違反憲法第 15 條保障人民財產權意旨；因此可以理解到，聲請人之目的係在保持其擁有的「股份」，以及繼續參與公司成長及經營，並非對於「股份收買請求權」的追求，因此遑論在以行使股份收買請求權為前提的下一個層次「不需要股東主動請求的公平價格救濟制度」的建立，並無助於聲請人所要尋求的目的。

(2) 增加我國企業併購實務之不確定性

「釋字第 770 號解釋」就已成立之企業併購案作成解釋，要求重啟股份收買請求權之救濟程序，縱然有利於少數股東之財產權保障，惟對我國之商業發展造成之影響卻亦不可不瞭解，觀近年我國企業併購之發展不彰，相較於東亞諸國之企業併購數量及金額皆遠遠不及，其形成之因素眾多，其一即為法遵成本過高，且縱使投入資金，完善併購流程，適用我國法規之結果卻往往無法預期，故在此解釋作成後，可以期待將再次增加我國企業併購實務的「不確定性」，增加日後法人評估臺灣企業併購時的法律成本，進而對我國之企業併購市場產生不良影響。²⁵

(3) 小結

考量到「現行法」在「現金逐出合併」時，保護少數股東權益之救濟管道有所侷限，未有克以公開揭露資訊義務以及美國法的司法審查體系；再者，縱然有學者²⁶建議利用「忠實義務」去建構「控制股東」之責任，惟我國實務上並不承認「控制股東對少數股東負忠實義務」，因此亦有所窒礙難行，綜上所述，吾等可了解到，股份收買請求權作為本案之救濟，像有其原因；然而，卻不可忽視縱然，在個案的角度上保護聲請人之權益，有助於實現個案正義；惟觀察前述「制度問題」，此制度已一定程度「增加我國併購法規之不確定性」，並且「可能造成小股東故意不達成協議，以求法院裁定更高價格之投機心態」，就此應完善公平價格核定之方法，並且，此本文在下文將以討論比較法保障現金逐

25 GLOBAL M&A MARKET REVIEW LEGAL RANKINGS, Bloomberg L.P., 2018.

26 楊岳平、李劍非，財經法與公法的交錯與對話：司法院釋字第 770 號解釋開啟的契機，裁判時報，80 期，2019 年 2 月，73-94 頁。

出合併時，保障少數股東之方法，以提供立法者修法之建議。

三、保障少數股東之事前與事後機制

（一）前言

本次解釋文認企業併購法之舊法缺乏小股東之救濟管道。【月旦法學雜誌第 289 期，2019 年 5 月，第 12 頁】

由本次解釋文中可看出我國對於小股東之救濟管道並不完善，尚欠缺一套完整的救濟制度。

事前救濟制度如加強董事會的受託人義務責任，要求其揭露充分資訊以保障股東正確決策，而事後救濟制度如收購後的股份收買請求權或針對價格是否公正有所質疑的司法審查制度、不公平侵害救濟制度等等。

（二）受託人義務與資訊揭露

公司法第 23 條第 1 項規定「公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任。」、企業併購法第 5 條「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。」

董事會在作出任何決議時，不論是併購公司或目標公司，必須考量公司之最佳利益，而非特定股東或經營階層²⁷，此乃公司負責人之受託人義務（fiduciary duty）²⁸。

美國德拉瓦州 1984 年之著名案例 *Smith v. Van Gorkom*²⁹，若徵求投資銀行作為獨立專家，出具公平意見，可作為董事於做決策時是否符合受託人義務中注意義務之證明之一³⁰，即有助於董事滿足於資訊充足下做成經營判斷之義務要求。亦即，若董事會有決議委請獨立專家提出公平意見，股東將更難舉證證明董事對併購交易所作成之經營決策不符合經營判斷法責之要求。³¹

就本案而言，公司是否於事前揭露完整義務，亦屬於董事會是否履行其受託人義務的範圍，股東可啟動代表訴訟以追究董事責任，然而，亦有認為逐出之股東可以公司法第 23 條第 1 項與第 23 條第 2 項規定，以「直接訴訟」主張損害賠償仍有實益³²。

易言之，董事負有受託人義務，須對公司股東以及決策結果負責，於併購案中，董事對於該案於會前應將公司合併後之利弊、併購公司之體質，甚至有利害關係之相關交

27 王志誠、李書孝、彭惠筠、黃文昭、李宗哲、許苑，企業併購法實戰守則，2018 年 3 月，352 頁。

28 國內亦有將 fiduciary duty 翻譯為忠實義務。曾宛如，新修公司法—董事「認定」之重大變革（事實上董事及影子董事）暨董事忠實義務之具體化，月旦法學雜誌，204 期，2012 年 5 月，129-141 頁。

29 488 A.2d 858 (Del.1984)。

30 Steven M. Davidoff, *Fairness Opinions*, 55 AM. U. L. REV. 1557, 1559 (2006)。

31 王志誠等，同註 27，354 頁。

32 楊岳平，公司治理與公司社會責任—企業併購下股東、債權人、員工、投資人之保護，元照，2011 年 9 月，218-219 頁。

易人之資訊一併揭露予全體股東，以使其得於充分資訊下於股東會投票決定，此不僅是董事之受託人義務，亦同為併購前之充分資訊揭露義務。

（三）比較法上之救濟與管制－以德國、美國為例

1. 美國法的司法審查制度【月旦法學雜誌第 289 期，2019 年 5 月，第 13 頁】

美國法上並無針對迴避制度或充分揭露義務之硬性規定，但法院於個案審查中採取彈性操作審查標準與舉證責任的法院模式，不同於立法者於事前規定何種情形應揭露或迴避的立法模式，其以是否可取得商業判斷法則之保護為區分，若進行迴避、充分告知相關資訊，並由獨立性的特別委員會與無利害關係的少數股東投票表決現金合併案，則法院原則尊重公司決策；然而，若無上述程序，亦非代表當然違法，僅係必須舉證證明交易條件與交易價格之公平性。³³此項司法審查制度的建立也隨著獨立委員會的運用而使得原本的事後審查逐漸變為事實上的託管政策。³⁴而近期美國德拉瓦州法院亦對於股份收買請求權、公平價格如何訂定等有所討論。³⁵

此外，美國法上的另一套退場機制（exit strategy）：「股份收買請求權」（appraisal remedy, appraisal right）。由此提供一管道使公司於特定情形下可以合理價格買回不滿意合併的小股東的股份，使其免於遭受因合併所帶來的經濟風險或影響。另一個附帶好處則是使得公司若做出不良決策時的花費相較甚鉅，進而達到公司應盡量作成良好決策以保護股東全體。³⁶然而，上述保護股東之花費亦即股份收買請求權所需的現金需求，卻也可能使公司於交易過程中無法達到特定交易原本預期所提升的公司價值。³⁷然而，實務上收買請求權繁雜的程序、延遲與不確定性卻常阻撓小股東行使此權利。³⁸

不同的司法體系對於股份收買請求權亦有不同規定。以美國德拉瓦州公司法為例，股東行使股份收買請求權之前必須於股東會前先繳交反對的書面意見，並且不得於股東會上參與表決。更甚者，美國許多州有所謂的「股票交易市場例外」（stock market exception），亦即如果目標公司的股票在高流動性市場中交易，併購目標公司的股票在如此流動，高效率的市場交易，其股票價格自然反映其公允價值以及任何併購交易的溢價。³⁹此時市場所反映出股東股份收買請求權的價格將比法院系統性評估出的價格更為準確，此時其股份收買請求權將受到限制。也正因如此，股份收買請求權對於不滿公開發

33 楊岳平、李劍非，同註 26，73-94 頁。

34 KRAAKMAN ET AL., *supra* note 7, at 189.

35 <https://www.appraisalrightslitigation.com/2019/01/28/aruba-set-for-argument-before-del-supreme-court/>（最後瀏覽日：2019 年 3 月 19 日）。

36 Art. 236-5 Reglement General de l'AMF (France; transformation of an SA into a *societe en commandite par actions*) ; 29 Unwandlungsgesetz (Germany) ; Article 2437 Civil Code (Italy) .

37 Bayless Manning, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 Yale L.J. 223 (1962) .

38 KRAAKMAN ET AL., *supra* note 7, at 186-87.

39

<https://www.appraisalrightslitigation.com/2016/04/13/the-market-out-exception-delawares-unique-twist-on-a-commonly-used-anti-appraisal-device/>（最後瀏覽日：2019 年 3 月 19 日）。

行公司的股票合併價格的股東並無實際作用。

相較於此，歐洲的司法體系則非尋求【月旦法學雜誌第 289 期，2019 年 5 月，第 14 頁】股份收買請求權的退場機制，而是著重於股東的同意、決策權以及為股東鑑價卻失職的獨立專家。⁴⁰

2. 德國訴諸法院訴訟事後擬定公平價格

德國法規定公開發行公司若持股超過 95%則可啟動現金逐出合併之程序，並且須附有書面報告以及法院所指定專家對於補償合理性的評估報告。⁴¹但此價格並非事前所訂定，而是由小股東事後向法院提起訴訟，並且此訴訟結果將適用於所有的少數股東。

德國聯邦憲法法院於 2007 年重新檢視現金逐出合併制度是否違反憲法所保障的財產權，認為此制度符合比例原則並且有適當的補償機制，故並未違憲。⁴²然而，德國法院對於在家族企業中，若僅以金錢賠償就逐出少數股東的情形，對於少數股東的財產利益保護是否足夠仍有所保留。⁴³

縱然此種訴訟通常不會立刻對現金逐出合併有影響，然而，程序過程卻也曠日費時。也正因如此，更提供了控制股東強大的誘因重視小股東之主張，但也同樣地也為套利者提供一個誘因去收購小股東的股份並且代為提起訴訟。⁴⁴

此種制度雖有利於少數股東之保障，促使控制股東正視少數股東之權利主張，否則即可以將股份收買請求權之價格訴諸法院，以達到公正價格之目的，然而，卻也使投機的小股東可能濫用此一權利，而造成公司交易停擺或癱瘓，甚或可能使投機人士有利可圖，造成公司纏綿與訴訟中而影響公司發展。

最後附帶一提，在現金逐出合併中，因控制股東運用合併將非控制股東以現金或股份之方式將其逐出，致使多數股東與少數股東之衝突更為明顯，多數的司法體系會在控制股東掌握合併公司的情形下強化對於少數股東的保護，已如前述說明。

而英國法上的「不公平侵害救濟制度」（unfair prejudice remedy）提供少數股東一個可請求公平價格的退場機制。

參、結論：我國併購法制之國際化與本土化

就比較法而言，各國法制有其不同之救濟模式及解決方式，惟並非謂一味引進比較法即可解決我國法之問題。

40 KRAAKMAN ET AL., *supra* note 7, at 187.

41 327a-f AktG. THOMAS STOHLMEIER, GERMAN PUBLIC TAKEOVER LAW 139 (2d ed. 2007).

42 BVerfG NZG 2007, 587.

43 Eiji Takahashi, translated by Alan K. Koh, *Squeeze-out of Minority Shareholders The Constitutionality Question*, “Issues and Challenges in Corporate and Capital Market Law: Germany and East Asia” Tokyo; March 2016.

44 KRAAKMAN ET AL., *supra* note 7, at 191.

就美國法而言，雖然管理階層未必持有多數股權，但仍掌握經營權並得啟動企業併購機制發。相對於此，歐洲法則以控制股東為主導地位，當機構投資人啟動相關議程後，控制股東則有較大的權力使公【月旦法學雜誌第 289 期，2019 年 5 月，第 15 頁】司產生重大結構改變。

因此，美國法非常注重於少數股東的保護，除了以重大決策須經董事會同意限制控制股東外，更提供股份收買請求權的退場機制，並且對於重要交易的訴訟有完全公平法則（*entire fairness test*）的標準以制衡掌握權力的控制股東。

與美國法相比較，歐洲法的董事會則較不限制控制股東的權力，雖然股份收買請求權並不常見，但其則盡量避免少數股東法定資本的改變，比如多數歐洲國家的立法體系對於發行新股都有優先購買權（*preemptive rights*）的相關規定。⁴⁵

從而，不同國家的價值體系與企業文化影響到制度的設計，也影響到交易的彈性程度。如美國、英國有許多可替代的交易方式達成同一目標，此時有賴於加強事後的保護，如英美法的司法審查系統，檢視併購案是否符合公平原則；而如德國、法國、義大利等對於交易程序的規定較不彈性而有所限制，則可對於併購程序有較為詳盡的事前規定以約束股東決策權。⁴⁶

詳言之，就美國法之司法審查模型，雖然確有其可採之處，然就適用於我國法而言背景並不相同⁴⁷，且臺灣法院目前亦尚未有一套明確之判斷標準，難謂最佳之解決之道。而就德國法而言，雖然訴諸訴訟以決定何謂「公平價格」有利於小股東之保障，然訴訟曠日費時，如此並不利於公司企業的發展，是否適合將此制度引進我國，容待進一步探討。

綜上所述，儘管他國法制有許多值得借鑒之處，我國併購企業法制、股權結構、甚至經濟環境仍有其獨特性。從而，吾人於探討是否引進他國法制時時，應先思考他國立法模式是否適用於我國。唯有如此，重新檢視與修訂我國企業併購法制方有意義。【月旦法學雜誌第 289 期，2019 年 5 月，第 16 頁】

45 KRAAKMAN ET AL., *supra* note 7, at 202.

46 KRAAKMAN ET AL., *supra* note 7, at 202-03.

47 曾宛如，半套公司治理移植經驗－以審計委員會與特別委員會為例，月旦民商法雜誌，43 期，2014 年 3 月，44-45 頁。

Comment on the Cash Out Merger Case of the J.Y. Interpretation No. 770

Wen-Yeu Wang

Professor, College of Law, National Taiwan University

Abstract

The recent J.Y. Interpretation No. 770 has triggered a heated debate among public and financial law scholars. Main issues include whether the cash out merger under the Business Mergers and Acquisitions Act has infringed shareholders' property rights, whether information shall be fully disclosed during the merger procedure, and how to determine the purchase price. This article will introduce the system of cash out merger, followed by a comparison of different countries' fundamental legal frameworks, and discuss appraisal right system and the determination of fair price. Moreover, this article will analyze the form of the Business Mergers and Acquisitions Act, and assess such reform's impact on Taiwan's merger practice. Lastly, to benefit future legal reforms, this article will, by referring to foreign legislations, discuss whether it is appropriate to introduce the protection of minority shareholders in to our system.

Keywords

Business Mergers and Acquisitions Act, Cash Out Merger, Appraisal Right, Controlling Shareholders, Protection for Minority Shareholders 【月旦法學雜誌第289期，2019年5月，第17頁】

釋字第 770 號解釋部分不同意見書

黃虹霞大法官提出

本件是很難得的針對與私經濟事件相關之企業併購法，由大法官作成解釋。本件解釋所為附條件合憲之結論，固聊勝於無，但因本件關涉有利害關係之股東可否以表決權強制逐出異議股東（本件解釋以「現金逐出合併」名之，請見解釋理由書第 5 段，故非僅指控制公司將其他股東全數逐出，使公司股東只剩一人之情形）之爭執，就此本席仍認本件解釋之結論有所不足，無法全盤接受，爰為部分不同意見書，謹將本席之想法論述如下，就教大方：

一、有利害關係者應行迴避，股東權益應受保護

利害關係迴避應係法治國之基本原則之一，除了在公司法第 178 條及 206 條均有明文規定之外，最淺顯了然的莫過於法官迴避之規定，如有利害關係而竟可參與決定，明顯違反公平正義，盡人皆曰不可。股東含少數股東之保護乃公司法之基本原則之一，散見於公司法諸多規定，比如累積投票制（公司法第 198 條）、少數股東之股東會提案權、召集權、聲請法院選任檢查人權（公司法第 172 條之 1、第 173 條、第 245 條）等等。利害關係迴避規定直接維護公司利益，間接也有保護股東含少數股東之效果。

又公司法未許多數股東經由其表決權之行使強制逐出少數異議股東，而且由公司法對公司股份銷除之原則規定（90 年修正前公司法第 168 條）、公司收回特別股規定（公司法第 158 條）及股份之收回、收買及收質原則禁止規定（公司法第 167 條）等觀之亦甚明。

企業併購法第 4 條第 3 款規定許以現金為合併之對價，加上同法第 18 條許贊成合併之有利害關係法人股東及其指派之董事得行使表決權之結果，造成於關係企業併購時，相

對多數股東可經由其表決權之行使使公司以現金強制收回相對少數未同意合併之股東之股份，即本件解釋所稱之現金逐出不同意合併之股東而其他贊成合併含有利害關係之股東（不以控制公司為限）則繼續保有其股東地位之情形。此一情形，與前述之利害關係迴避原則、公司法股東含少數股東保護原則及公司股份禁止收回原則，明顯乖離。這是為本件解釋時，應特予關注思慮之處。

二、本件是否僅屬財產權爭議而已，非無探求餘地

本件解釋肯定公司之股份具財產價值，受憲法第 15 條財產權之保障，固值贊同。但一方面民法第 765 條規定已宣示：所有人得自由使用、收益、處分其所有物等，故股份除具財產權性質外，以其物權之本質，難道不是也當然內含自由權嗎？其除了受憲法第 15 條保障外，就其中所涉及自由使用、收益、處分權之限制並與本件現金逐出是否合憲最相關部分，是否也有可能併受憲法第 22 條保障呢？

三、股份除了具有財產價值外，還表彰其持有人為公司股東之地位，所以本件現金逐出是否合憲爭議尚涉及股東身分之剝奪，本件是否仍只是財產權之爭議而已，亦非無探求餘地

本件係公司有利害關係之股東可否不迴避而經由其表決權之行使，以其參與決定之價格將未同意合併之股東會少數股東股份強制收回，使異議股東喪失其為公司股東身分，但贊成合併之股東仍保留其股東身分之爭議。此一爭議，既涉及股東身分之剝奪，則自己非僅財產權之爭執而已，另涉及投資自由之限制；而且因只是逐出異議股東，其他贊成合併之股東仍保留其為公司股東之身分，故應已另涉及憲法第 7 條所保障之平等權問題。

四、縱使本件只涉及財產權，就只應以寬鬆標準審查系爭規定一及二，沒有進一步探究之餘地嗎？

本件解釋只論及財產權，而且認應以寬鬆標準審查系爭

規定一及二（解釋理由書第 4 段稱屬立法裁量範圍）。但對財產權之限制規定，不必然應只受寬鬆審查，此由本院關於徵收之解釋向非採寬鬆審查之標準即明（本院釋字第 747 號等解釋參照）。本件雖非徵收，但系爭規定適用之結果，將使不同意併購之股東喪失其股份，失卻其股東身分，正如被徵收人民因徵收而失去其所有權，喪失其為所有權人之地位相同；而徵收僅能為公益，徵收利益為全民共享，且應符合最小侵害即最後不得已手段之比例原則。對照觀之，本件解釋也不敢肯定併購係為公益，併購利益更非歸全民共享，尤其系爭規定一明定併購手段多元，現金逐出異議小股東之手段非屬最小侵害，更不符比例原則，如此情形，就企業併購法得否經由系爭規定一及二，允許多數股東得在公司法規定之外（如上所述，公司法未許現金逐出，系爭規定二排除公司法之利害關係迴避規定之適用），以現金逐出不同意併購之異議股東之爭議，不是應該受更嚴格標準之審查嗎？

或謂本件係私經濟行為之故，但私經濟行為就應該容許經由多數決強凌弱、眾暴寡嗎？當然不應該，因為權力、權利不得濫用，因為文明社會法治就是要對抗叢林法則，上述公司法中利害關係迴避等規定，正是為此目的。尤其一個公司之為公開或閉鎖型係多數股東之選擇，而且係直接或間接為多數股東自身利益之考量後所作之選擇；又多數股東為其自身利益既選擇對外募資，多數股東就必須承受有小股東之不利益，包括不同意見之包容，故原則上沒有允許多數股東憑藉其多數表決權而得以現金逐出異議股東之理。此外，併購之目的恆應以對公司有利為前提（否則不應被准許），其利益自應由全體含少數股東共享，從而怎可任由有利害關係之多數股東經由其表決權之行使，而得拒絕異議股東共享公司經營之利益呢？如果可以這樣，不是肯定「拿錢給大股東用，但公司有前景了，利益歸大股東」，誰還願意投資他人之公司？沒有牴觸公司法經由上述禁止股份收回原則等規定以保障投資，使大眾願參與投資公司之本旨嗎？

與系爭規定相同介入私經濟關係，而使人民之基本權受限制之法令規定比比皆是，例如准許自辦都市更新、重劃等規定、許鄰地所有權人之畸零地強制收購、甚至土地法第34條之1。這些關於私經濟關係之規定是否合憲，都應該屬立法裁量範圍，而應以寬鬆標準審查嗎？如果不是，那本件為何獨應如此？是外國法例皆然嗎？非也。

五、他山之石可以攻錯

本席在多年執行律師業務期間，商事法尤其公司、證券法規是主要領域之一。當時曾有一個案件涉及香港上市公司與關係企業之合併，依香港法規，在合併前，該合併後存續之關係企業對消滅公司之持股需達百分之90以上，而且准否合併之權限在剩餘百分之10以下股東組成之少數股東股東會，如少數股東股東會不同意合併，合併案即無法成立。

本院曾為本件詳細研究企業併購相關立法例包括歐盟、德國、英國體系及美國德拉瓦州等規定，也為本件特予召開專家說明會，也經專家提出上述立法例並其專業意見附卷。以上均足確認少數股東權益應受充分保障之旨，其保障除了程序應正當、補償應完足外，德、英及其他歐盟體系國家，均以持股比例百分之90作為現金合併逐出之門檻，依此門檻，本件原因案件不應准予合併，更不必論及是否迴避問題（因此，不能以先進國家未有迴避規定為由，認系爭規定當然為合憲），由此反觀我國企業併購法規定，在一般併購並未設特別（較高）之持股最低門檻限制，也就是適用一般規定且有利害關係者得行使表決權，如此，對被現金逐出股東之保護難謂完足。

另縱使依主管機關所指之為其立法參考之美國德拉瓦州規定，該州法雖未明定有利害關係之股東及其指派之董事就有利害關係之事項應行迴避，不得行使表決權，以保護股東含少數股東；但是美國本非屬成文法國家，而為判例法國

家，經查該州法院已發揮法院依正當程序審查之功能，經由舉證責任倒置，使公司或多數股東負相關合併程序正當之舉證責任，由此促使有利害關係之多數股東自行迴避，以免程序不正當而敗訴，即在德拉瓦州因實務運作也生利害關係迴避之結果。

他山之石可以攻錯！

六、特別委員會之功能部分，本件解釋未列作合憲條件，是否妥當，亦值商榷

特別委員會之功能為何？現行法仍未見明確規定，僅屬參考諮詢性質嗎？如屬參考諮詢性質，有利害關係之股東及其所指派之董事仍得行使表決權為反於特別委員會意見之決定，如何保護公司、異議股東甚至公司債權人之利益？能達到設置特別委員會之立法目的嗎？又沒有與公司法第 8 條所明定之董事忠實原則明顯牴觸嗎？本件解釋未及於此，自亦有不足。

七、有容乃大、萬物都有其功能；節省股東會開會成本等可以合理化現金逐出合併制度嗎？

併購方式多種，現金逐出合併僅為其一，捨之尚有多項選擇，故沒有必擇之理，捨之也不致過度防礙合併。又合併不必然能提升公司經營體質，強化公司競爭力，故企業併購法第 1 條之立法理由已不當然具正當性。更何況本件爭執之現金逐出合併之現金逐出手段究如何能提升競爭力等，匪疑所思。系爭規定一、二許現金逐出合併，不過是使多數股東無須與少數股東進行磋商，而加速合併之進行而已，其理由能謂正當嗎？

有些小小股東之作為，固有不足取之處，但大股東行的正、坐的正，小小股東不過股東會發發言，原則上無礙股東會依大股東之意見作成決議，有容乃大，有必要非將異己逐出不可嗎？如果逐出異己另有他圖，則得注意切勿觸法（公

司法關係企業章等禁止關係企業間不當利益輸送）。又萬物都有其功能，黴菌不是也成了救人命的抗生素嗎？全無異見之一言堂，如何防腐？小小股東的諍言可能刺耳，但不可因人廢言，古有明訓，國家有非以法律限制股東之基本權而必許公司將少數異議股東逐出不可之堅強理由嗎？本席未見及之。

或謂股東會開會或法令遵循成本大，所以有必要現金逐出少數股東。惟股東會開會及法令遵循費用乃屬必要；而且多數少數只是相對概念，在企業併購法下，沒有持股最低限制門檻特別規定，所以贊成超過百分之 50 就是多數、少於百分之 50 就是少數（甚至依企業併購法第 18 條規定，實際持股三分之一以上股東贊成，即可能通過合併案），因此，多數不必然是那麼多，少數也不是想像中的畸零股。在證券交易法上持股百分之 10 者就是要被嚴密規範的大股東（證券交易法第 22 條之 2、第 25 條、第 157 條等），在企業併購法下，證券交易法的大股東可以被現金逐出，就體系之平衡言，企業併購法關於現金逐出合併之妥當性亦值商榷。此外，本件解釋所稱現金逐出合併並不以合併後為一人公司者為限，根本無法節省股東會開會成本；而且企業併購法第 19 條所定簡易合併，已免除股東會開會程序，百分之 90 以上大股東已得依之辦理，股東會開會成本再大，應不能再是現金逐出小小股東之合理理由吧！法令遵循費用更不待言（企業愈大，愈應受嚴格管理）。相較而言，歐盟及英國體系以持股百分之 90 作為現金逐出合併之門檻，呼應證券交易法之規定，應較周延妥適。

八、何謂公平價格及現行法保護仍屬不足，主管機關應檢討改進

何謂公平價格，因為合併恆應以對參加合併公司均有利為前提，因此，公司有利之前景事實應被納入公平價格之考量，而不應以合併當時之市價為判斷（當然不應低於市價），

而且依先進國家合併實務，恆有市價數成之溢價。

本件解釋之原因事實發生於 104 年企業併購法修法前，故本件解釋之解釋文僅以其前之舊法為解釋客體，惟理由書末段已特予指明現行新法之不足，主管機關自應注意檢討改進，並本於取法乎上，應勿以本件解釋之低度標準為限。

九、附記

本席公餘閒暇之際或臨寢未眠之時，研讀老子道德經，正讀到第 77 章，老子曰：「天之道，損有餘而補不足。人之道，則不然，損不足以奉有餘。」人道中之法律不是為扭轉人道與天道乖離之現象嗎？這不正是法律人追求的應有正義嗎？共勉之！

刊登於政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 253-304 頁。

逐出少數股東

－以資訊揭露義務與受託人義務為中心之美國法比較

張心悌*

目次

- 壹、前言
- 貳、逐出少數股東之基礎概念
 - 一、逐出少數股東之手段
 - 二、逐出少數股東之評價
 - 三、逐出少數股東之經濟分析
 - (一) 效率觀點
 - (二) 財產法則v.補償法則
- 參、美國法對少數股東之保護
 - 一、資訊揭露義務
 - 二、受託人義務
 - (一) 美國法院重要判決
 - (二) 美國學者之觀點
- 肆、我國法對少數股東之保護
 - 一、概說
 - 二、資訊揭露義務
 - 三、受託人義務
 - (一) 注意義務與獨立專家
 - (二) 利益衝突與迴避
- 伍、檢討與建議
 - 一、資訊揭露義務
 - 二、受託人義務
- 陸、結論【政大法學評論第123期，2011年10月，第253頁】

* 臺北大學法律學系副教授，美國加州大學柏克萊分校法學博士。作者感謝兩位審稿委員之寶貴意見。

摘要

控制股東對少數股東之逐出交易多係以合併逐出少數股東或公開收購逐出少數股東之方式完成，於該等交易中少數股東權益之保護在我國亦日漸受到重視。本文即以「逐出少數股東交易」為研究對象，先建立對逐出少數股東交易之正確評價與規範目的，進而參考美國立法、實務與學說見解，並對我國逐出少數股東交易之規範提出檢討與建議。

在資訊揭露義務方面，本文建議我國應可考慮針對逐出少數股東交易之資訊揭露作特別之立法，而非僅以公開收購說明書準則支應之。在受託人義務方面，本文建議在資訊充分揭露之前提下，倘於逐出少數股東交易中，公司已設有具交易否決權之特別委員會，經該特別委員會通過之交易，在董事會與股東會表決時，具利害關係之董事或法人股東無需迴避；惟若公司就該逐出少數股東交易，並未設有具交易否決權之特別委員會，或特別委員會拒絕該交易，則在董事會與股東會表決時，具利害關係之董事或法人股東則必須迴避，以回歸自我交易保護少數股東之設計。如此，應可達成平衡保護少數股東與鼓勵企業進行價值增加逐出交易之規範目標。

關鍵詞：

逐出少數股東、資訊揭露義務、受託人義務、合併逐出少數股東、公開收購逐出少數股東、現金逐出合併、企業併購【政大法學評論第123期，2011年10月，第254頁】

壹、前言

一般而言，控制股東取得控制權私利（private benefit of control）的方式主要有下列三種方式：一、逐出少數股東，或稱權益凍結（freeze out）；二、經由出售公司控制權（sale of control）取得控制權溢價（control premium）；三、透過自我交易（self-dealing）或關係人交易（related party transaction）獲取利益。在此三種類型中，以第一種類型，即逐出少數股東之方式對少數股東權益影響最大，蓋以折價逐出少數股東之手段，將使少數股東無法參與分配公司未來經營的成果¹。

逐出少數股東交易中最具爭議的問題，即為控制股東以犧牲少數股東之權益，例如給予較低的對價，而獲取利益。另一方面，逐出少數股東亦有其正面綜效的產生，例如公司得降低代理成本，因此，對逐出少數股東交易之規範，在其總體成本效益分析具有不確定性的情況下，不宜採取全面禁止或全面允許之極端規範，而應在保護少數股東權益之同時，亦允許控制股東享有某程度上因逐出少數股東所帶來的控制權私利，並達到鼓勵價值增加之逐出少數股東交易（value-increasing transactions）的目的。因此，如何在少數股東之保護與鼓勵價值增加交易間尋求一個平衡點，即成為逐出少數股東交易的

1 Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785, 786 (2003) .

規範目標，亦為本文之研究重心與目的。

參考美國相關文獻，在逐出少數股東交易中，對少數股東的保護手段主要有三：一、課以控制股東適當的資訊揭露義務，例如美國證券管理委員會（Securities & Exchange Commission, SEC）公布之規則 Rule 13e-3；二、課以公司控制股東應盡到一定之受託人義務（fiduciary duty）；三、賦予少數股東於遭受逐出交易時股份收買請求權（appraisal right）²。由於股份收買請求權之議題相當龐大且複雜，本文限於篇幅，就對少數股東於逐出交易時之保護，僅以前述資訊揭露義務與受託人義務為本文之研究範圍。同時，本文討論之對象，亦以股份有限公司為限。

此外，應予說明的是，「逐出少數股東」或「權益凍結」通常係指控制股東利用其控制力以現金或控制股東之股份購買全部少數股東股份之交易，而迫使少數股東喪失其股東地位³；與其十分近似的概念包括「權益排擠」（squeeze out）、「私有化」（going private）、「母子公司合併」（parent-subsidiary merger）、「購買全部少數股份」（minority buyout）與「現金逐出合併」（cash-out merger）等。上述概念雖有細緻之差異性⁴，但在實際操作上多交替使用，故本文皆以「逐出少數股東」一詞行文，以求簡明。若有【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 256 頁】特別需要，始以其他概念討論並標示其原文。

本文之研究架構如下：第貳部分將探討逐出少數股東交易之手段或型態，並就逐出少數股東交易為一經濟分析上之評價，進而建立本文建議之規範目標；第參部分分析美國法對少數股東之保護方式，分別為「資訊揭露義務」與「受託人義務」，並詳述美國現行之規定、法院重要判決，以及學者見解，以作為我國法之參考；第肆部分介紹我國法目前在逐出少數股東交易中對少數股東之保護規範，亦區分為「資訊揭露義務」與「受託人義務」論述之；第伍部分參酌美國法之實務與學說見解，並以平衡少數股東之保護與鼓勵價值增加交易為目標，對我國法規範提出檢討與建議；最後部分為結論。

2 George S. Geis, *Internal Poison Pills 4* (The John M. Olin Program in Law and Economics Working Paper Series), available at <http://law.bepress.com/uvalwps/olin/art51> (last visited: 2009.02.10) .

3 ROBERT CLARK, CORPORATE LAW 499 (1986) ; Guhan Subramanian, *Fixing Freezeout*, 115 YALE L.J. 2, 2 n.1 (2005) .

4 「權益排擠」（squeezeout），係指控制股東利用其在公司之戰略地位、內部消息、控制權或法律機制之設計，以完全排除某些股東對公司之所有權或參與權，包括可能解任少數股東所擔任經理人之職務、停止採取累積投票制、利用公司機會中飽私囊、不分配公司盈餘或取消股東優先認股權等方式，以達權益排擠之效果。「權益凍結」（freezeout），通常係指控制股東透過某種交易，以使少數股東喪失或改變其股東權益及股東地位，乃至於被迫收回其對公司之投資。例如透過經營者收購（management buyout）、母子公司之簡易合併（short-form merger）及逆向股票分割（reverse stock split）等方法達成。而所謂「私有化」（going private），係指將公開發行公司轉變為閉鎖公司（closely held corporation）之過程。私有化可以藉由對公眾股東權益凍結（freezeout）之逐出方式達成，又權益凍結也可能發生在已經為閉鎖公司之情形。CLARK, *supra* note 3, at 499-500. 王志誠，閉鎖性公司少數股東之保護，政大法學評論，89 期，頁 237-239，2006 年 2 月。

貳、逐出少數股東之基礎概念

本部分將從逐出少數股東之交易型態出發，並就逐出少數股東交易之正反面評價為探討，復進一步以經濟分析的角度思考逐出少數股東交易。

一、逐出少數股東之手段

現代逐出少數股東之手段主要有三：一為合併逐出少數股東（merger freezeout）；二為公開收購逐出少數股東（tender offer freezeout）；三為逆向股票分割（reverse stock split）。

首先，合併逐出少數股東，係控制股東以現金、他公司股票、或其他財產作為合併的對價，利用股份多數決之強制性手段，令少數股東喪失其於合併後存續公司或新設公司之股東地位⁵。例如德【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 257 頁】拉瓦州公司法第 251 條（b）（5）之規定，即允許公司於進行合併時以現金或其他財產為對價⁶。典型的作法係以三角合併（triangular merger）方式為之：即由目標公司中之控制股東設立——100%持股之子公司，由該子公司對目標公司進行合併，若合併契約中約定以現金為合併之對價，則目標公司之少數股東將於拿到現金後喪失其股東地位而被強制逐出公司⁷。由於控制股東在逐出少數股東之交易中涉及利益衝突，美國實務操作上多會在目標公司中設立——由獨立董事組成之特別委員會（special committee, SC），由該特別委員會就合併交易進行協商，以保護少數股東之權益（請詳後述）。

其次，公開收購逐出少數股東之方式，係由公司之控制股東直接對少數股東之股份進行公開收購之要約，而由少數股東決定是否應賣。此種公開收購通常係以控制股東原持有股份數加上預定收購【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 258 頁】股份數達目標公司已發行股份總數 90%為設定之收購門檻，蓋 90%之持股地位將使得控制股東得發動第二階段之簡易合併（short-form merger）⁸逐出剩下的少數股東，而無須經過股東會之同意。一般而言，公開收購兩階段逐出少數股東之方式相較於合併逐出少數股東

5 劉連煜，公司合併型態與不同意股東股份收買請求權，月旦法學雜誌，128 期，頁 29-30，2006 年 1 月。

6 Delaware General Corporation Law § 251 (b) (5) "The board of directors of each corporation which desires to merge or consolidate shall adopt a resolution approving an agreement of merger or consolidation and declaring its advisability. The agreement shall state: ... (5) the manner, if any, of converting the shares of each of the constituent corporations into shares or other securities of the corporation surviving or resulting from the merger or consolidation, or of cancelling some or all of such shares, and, if any shares of any of the constituent corporations are not to remain outstanding, to be converted solely into shares or other securities of the surviving or resulting corporation or to be cancelled, the cash, property, rights or securities of any other corporation or entity which the holders of such shares are to receive in exchange for, or upon conversion of such shares and the surrender of any certificates evidencing them, which cash, property, rights or securities of any other corporation or entity may be in addition to or in lieu of shares or other securities of the surviving or resulting corporation ..."

7 STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATION LAW AND ECONOMICS 352 (2002) .

8 公司法第 316 條之 2 第 1 項規定：「控制公司持有從屬公司百分之九十以上已發行股份者，得經控制公司及從屬公司之董事會以董事三分之二以上出席，及出席董事過半數之決議，與從屬公司合併。其合併之決議，不適用第三百十六條第一項至第三項有關股東會議決之規定。」是為簡易合併。

之方式在合併時間上可大幅縮短⁹。

最後，控制股東藉由逆向股票分割之方式，可避免經由合併或公開收購手段而達到逐出少數股東之目的。控制股東得以修改章程之方式，將某種股票一定數量之股份合併為一股，例如五股合併為一股，不能合併之零股則以現金之方式給付。如此將使持有零股之少數股東被以給付現金方式逐出公司¹⁰。由於以逆向股票分割方式達到逐出少數股東之案例較少¹¹，其重要性相對較低，故本文之研究將集中在前述以合併或公開收購方式逐出少數股東的兩種情形。【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 259 頁】

二、逐出少數股東之評價

控制股東為何要逐出少數股東？法律賦予控制股東逐出少數股東之正當化基礎何在？其成本與效益之分析為何？該等議題為本部分討論之重心。

逐出少數股東為企業併購的型態之一，因此，企業併購所可能產生的綜效（synergy），包括在財務、管理、行銷或生產上之規模經濟、資源互補利用等利益，亦適用於逐出少數股東交易。最重要的是，逐出少數股東得降低代理成本（agency costs）。代理成本之降低展現在兩方面：誘因的改善與監督成本的減少。在閉鎖性公司，所有權與經營權分離程度低，經營者通常即為股東，故其有相當之誘因更有效率地經營公司並創造公司之價值，蓋其所增加之價值均為本人所享有。同時，由於公司不存在公眾之少數股東，故無公眾股東或少數股東為保護自身權益而監督經營者之代理成本¹²。

再者，逐出少數股東可享有伴隨公司私有化所帶來的效益。私有化可以減少作為公開發行公司的成本，包括法律遵行的成本、會計成本以及與主管機關溝通與申報成本等，特別是在法律環境對公開發行公司要求揭露與遵行事項越多時，選擇私有化所減省之成本即相當可觀¹³。私有化之附帶利益即為就公司之營業計畫、財務等【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 260 頁】相關資訊等較不易為公眾或競爭對手所得知，而得以保持其隱密性¹⁴。

在成本方面，對控制股東而言，逐出少數股東之最直接成本即為其給付少數股東之

9 美國實證研究顯示，公開收購逐出少數股東交易平均需要 88 天，而合併逐出少數股東之交易則平均需要 190 天。Guhan Subramanian, *Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory and Evidence*, 36 J. LEGAL STUD. 1, 13 (2007)。

10 CLARK, *supra* note 3, at 502.

11 Guhan Subramanian, *Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory and Evidence* 15-16 (Harvard Law School John M. Olin Discussion Paper Series, Working Paper No. 472, 2005)，available at http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Subramanian_472_revised.pdf. (last visited: 2010.03.25) (noting that only 2 out of 121 Post-Siliconix freezeouts were executed as reverse stock splits rather than as statutory mergers and tender offers)。

12 CLARK, *supra* note 3, at 510. 有關公司股權結構與代理成本之關係，可參考此一主題之代表著作 Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 305 (1976)。

13 例如美國研究及調查顯示在沙氏法案 (Sarbanes Oxley Act) 通過後，一個中型的公開發行公司，其年度法規遵循成本幾乎增加一倍，從 130 萬美元增加到 250 萬美元。See Joshua M. Koenig, *A Brief Roadmap to Going Private*, 2004 COLUM. BUS. L. REV. 505, 512 (2004)。

14 CLARK, *supra* note 3, at 510.

金額，而此亦涉及逐出少數股東交易中最具爭議性的問題，即法律在何種範圍內禁止控制股東給予少數股東過低的對價¹⁵。就少數股東而言，被逐出所造成的成本或傷害包括：

（一）稅務負擔：由於被逐出的少數股東無法控制該交易進行的時間，故其收到對價給付之時點可能使其落入較高的課稅級距，而必須負擔較高的稅額；（二）再投資成本（*reinvestment costs*）：少數股東必須再花費心力、時間與相關費用將其收到的給付對價再次投資在與目標公司相同等級的新投資標的；（三）少數股東投資期待之喪失（*defeated expectation*）：即少數股東無法保有繼續留在公司之選擇；（四）自我交易之損失（*loss from self-dealing*）：市場價格對少數股東之投資價值多會給予相當程度的折扣（*discount*），以反映出少數股東對過去以及未來控制股東從事自我交易時之負面價值；（五）資訊不完整之損失：由於公司內部資訊並未傳達於市場並反映於股價中，逐出少數股東可能剝奪其股份投資價值的一部分。換言之，控制股東與少數股東間存在資訊不對稱之問題，且控制股東得決定發動逐出少數股東之時間點，因此，最合理發動逐出少數股東交易之時間點即為當控制股東知道公司股票之市場價格低於公司股份之真正價值時¹⁶。

前述資訊不完整之損失亦為學者對逐出少數股東交易之最大負面批評。蓋不論控制股東係以合併或公開收購方式進行逐出少數股【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 261 頁】東交易，該交易對少數股東皆形成相當之風險。主要理由有二：其一乃因在董事會為控制股東所把持情形下，較難期待董事會將會對該低於公司價值之要約採取任何積極行動；其二，在現實面，此種逐出少數股東交易通常很難期待第三人會因為控制股東之要約價格過低而發動競價要約。因為第三人缺乏控制股東之資訊優勢地位，對競爭價格正確性之評估較困難；同時第三人要說服控制股東出售其股權之困難度亦相當高。一般而言，第三人對母子公司之逐出合併，多不願加以介入¹⁷。

此外，基於少數股東會有自我交易之損失與資訊不完整之損失，即有學者主張在逐出少數股東交易中公平價格判斷上，法院不應過度信賴股票的市場價格，而應該對公司之價值進行詳細的獨立評估¹⁸。

由上述分析可知，逐出少數股東交易固然對少數股東造成傷害，例如以較低價格逐出少數股東、剝奪少數股東對公司參與之期待等；然逐出少數股東同時亦有其正面效益，例如避免作為公開發行公司之相關成本、降低所有權與經營權不一致之代理成本等。因此，對逐出少數股東交易之規範，在其總體成本效益分析具有不確定性的情況下，不宜採取全面禁止或全面允許之極端規範¹⁹，而係在保護少數股東權益之同時，亦允許控制

15 BAINBRIDGE, *supra* note 7, at 353.

16 CLARK, *supra* note 3, at 504-09.

17 Kimble Charles Cannon, *Augmenting the Duties of Directors to Protect Minority Shareholders in the Context of Going Private Transactions: The Case for Obliging Directors to Express a Valuation Opinion in Unilateral Tender Offers after Siliconix, Aqualia and Pure Resources*, 2003 COLUM. BUS. L. REV. 191, 195 (2003); CLARK, *supra* note 3, at 512.

18 V. BRUDNEY & M. CHIRELSTEIN, *CORPORATE FINANCE* 689-91 (2d ed. 1979).

19 CLARK, *supra* note 3, at 513.

股東享有某程度上因逐出少數股東所帶來的控制權私利，並達到鼓勵價值增加之逐出少數股【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 262 頁】東交易的目的²⁰。

三、逐出少數股東之經濟分析

（一）效率觀點

在法律經濟分析上應用最廣的寇斯定理（Coase Theorem），係指「在沒有交易成本的情形下，不論法律就財產權如何規範，私人談判（private bargaining）將導致資源之有效率使用²¹」。其次，在效率的定義上，柏雷托效率（Pareto efficiency，或稱柏雷托最適境界，Pareto optimality），係指資源不管如何再重新分配，皆無法使某人獲得更高利益，而同時卻不損及其他人的利益，若已達成此境界，則定義為具有經濟效率²²。在沒有市場失靈（market failure）的情況下，私人間之交易行為，由於其為自願性共識下的產物，通常多符合經濟效率。然而，由於少數股東在逐出交易中並非自願性的將其股東地位移轉給控制股東，且少數股東可能因為逐出交易而損及其利益。因此，在柏雷托效率定義下，逐出少數股東交易並不會被認為是一個有效率的行為²³。

由於柏雷托效率之定義十分嚴格而難以符合，學者 Kaldor 與 Hicks 進而對效率之定義提出修正，認為即使資源之重新分配損及【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 263 頁】某人之利益，惟倘因資源重新分配之總體利益（aggregate utility），在賠償該人之損失後為正值（雖然賠償未必必須實際發生），則該資源之移轉仍屬有效率之交易，此稱之為「卡爾多－希克斯效率」（Kaldor and Hicks efficiency）²⁴。在此效率定義下，逐出少數股東可能仍屬符合卡爾多－希克斯效率之交易，蓋少數股東固然可能因逐出交易受到損失，但控制股東因此產生的總體利益，將大於少數股東的損失²⁵。

（二）財產法則 v. 補償法則

法律經濟分析上對財產權保護之法律規範手段，可分為「財產法則」（property rule）與「補償法則」（liability rule）。所謂「財產法則」係指除非「事前」獲得權利人之同意，否則法律禁止他方當事人侵害此權利；即權利之相對人得透過與權利人的談判磋商，議定彼此主觀上能接受之對價，進而侵害此權利，或是改變原有權利之歸屬情況。所謂「補

20 Subramanian, supra note 3, at 29; Gilson & Gordon, supra note 1, at 788.

21 對寇斯定理之闡述有不同的面向，本文採取 Cooter 與 Ulen 教授於其 Law and Economics 書中的定義。See ROBERT COOTER & THOMAS ULEN, LAW AND ECO-NOMICS 89（5th ed. 2007）。

22 "If it is impossible to change it so as to make at least one person better off without making another person worse off." See ROBIN PAUL MALLOY, LAW AND ECONOMICS: A COMPARATIVE APPROACH TO THEORY AND PRACTICE 38-40（1990）。

23 Ely R. Levy, Freezeout Transactions the Pure Way: Reconciling Judicial Asymmetry between Tender Offers and Negotiated Mergers, 106 W. VA. L. REV. 305, 351（2004）。

24 MALLOY, supra note 22, at 40-41.

25 Levy, supra note 23, at 352. 惟學者 John Coates 對此乃提出不同觀點，其認為即使逐出少數股東交易符合 Kaldor 與 Hicks 之定義，從事後角度思考，該交易仍可能降低社會福利，因為該交易伴隨者許多成本，例如法律成本、銀行成本與印刷成本等。John C. Coates, IV, "Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discount in Conflict Transactions, 147 U. PA. L. REV. 1251, 1324（1999）。

償法則」乃係指即使未獲得權利人之同意，相對人仍可侵犯權利人之財產權，但「事後」必須依法作適當之賠償；而此金錢賠償之數額係由公正之第三者（可能為法院或行政機關）作客觀之核定，並非經當事人間依其主觀認定之價值與談判之實力自行協商議價²⁶。

【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 264 頁】

依此結構，逐出少數股東交易的管制方式，亦可分為事前財產法則與事後補償法則。財產法則係指逐出少數股東交易必須獲得每一個少數股東之同意，惟此方式如同賦予少數股東交易之否決權，而可能產生少數股東「箝制」（hold-up）之問題，進而使逐出少數股東交易無從發生²⁷。

修正版本的財產法則，則為經由少數股東過半數同意（majority of minority, MOM）後始得為之。此種規範方式有兩個優點：一為防止逐出少數股東交易強加諸於全體少數股東之弊端；二為在雙方自願同意交易條件的前提上，賦予法院無須就該交易條件公平性進行客觀實質審查的合理化基礎。然而，此一規範方式仍存有若干少數股東箝制的問題，惟其較必須獲得全體少數股東同意之箝制程度為低。例如少數股東其可能會要求就該逐出少數股東交易所產生的預期利益分享較大部分，理論上只要扣除少數股東要求之部分尚有利益，該交易仍有進行之可能性；惟倘少數股東要求過高、估計錯誤或多數股東不願受制於少數股東等原因時，有效率交易可能將不會發生²⁸。

補償法則係指逐出少數股東交易即使事前並未經過一定程序之同意，惟其事後將由一獨立機構（通常為法院）以客觀評價的標準判斷該交易是否符合法律或是否公平。美國法院所採取的「整體公平」（entire fairness）審查法則，以及少數股東之股份收買請求權即屬之。亦即在未經少數股東過半數同意情況下進行逐出少數股東交易，惟賦予少數股東以訴訟挑戰該交易之公平性，包括公平交易【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 265 頁】（fair dealing）與公平價格（fair price）²⁹，或由法院決定股份收買請求權之公平價格。此規範方式高度仰賴法院與專業人士對資產價值的評估，故法院的能力與審判成本將扮演重要角色³⁰。

對少數股東而言，從財產法則到補償法則之轉變，同時意味著透過自願交易反映少數股東對資產主觀價值的功能將喪失，而轉由法院客觀判斷，故亦增加了價值評估的不確定性。同時，由於事後補償法採用客觀價值為判斷標準，將使控制股東得保有較多因逐出交易所創造之剩餘（期待利益）；相反地，事前財產法則採取主觀價值標準，少數股

26 Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules and In-alienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089, 1091 (1972); 王文宇，財產法的經濟分析與寇斯定理，載：民商法理論與經濟分析，頁 143-144，2000 年 5 月。

27 Geis, *supra* note 2., at 31, 35.

28 Zohar Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 CAL. L. REV. 393, 402 (2003)。

29 有關整體公平審查標準之討論，請參見林國彬，董事忠誠義務與司法審查標準之研究，政大法學評論，100 期，頁 198 以下，2007 年 12 月。

30 Goshen, *supra* note 28, at 403-04.

東得以同意權取得較多逐出交易的剩餘³¹。

參、美國法對少數股東之保護

本部分將以美國法律、法院判決以及學者見解，分別討論在逐出交易中對少數股東保護之兩大重要機制：資訊揭露義務與受託人義務。

一、資訊揭露義務

美國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission, SEC）在一九七九年頒訂 Rule 13e-3³²，特別針對私有化交易（going private transaction）規範發行人之資訊揭露義務。SEC 主要目的係要求進行私有化之發行公司（issuer）或其關係企業於逐出交易中提供少數股東充分的資訊，以協助少數股東決定該逐出交易【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 266 頁】對其是否有利，以及該逐出交易的價格是否公平。資訊揭露之內容主要乃規範於 Schedule 13e-3³³。茲僅就其重要之揭露規定加以說明。

Item 6 要求必須揭露任何與下列事項相關或會導致下列事項之計畫、方案或協商：

- （一）任何涉及公司或其子公司之重大交易，例如合併、重組（reorganization）、清算；
- （二）任何有關公司或其子公司之相當數量資產之購買、出售或移轉；
- （三）任何有關公司現有股利利率、股利政策、負債或資本之重大變更；
- （四）任何有關公司現有董事會或經營團隊之變更；
- （五）任何有關公司結構或業務之重大變更；
- （六）任何有關公司之有價證券將自全國性證券交易所或櫃檯買賣市場下市或下櫃等。

Item 7 要求揭露逐出少數股東交易之事項包括：（一）目的；（二）其他選擇（alternative）：即揭露公司或其關係人曾考慮過就達成相同交易目的之其他方式，並說明未採納該方式的理由；（三）理由：說明採行 Rule 13e-3 交易架構之理由，以及就採行該交易架構之時間點提出說明；（四）影響：說明 Rule 13e-3 交易對公司、關係人及少數股東（unaffiliated security holders）之影響，包括該交易之聯邦稅。

Item 7 之後附指示（instruction）並特別強調結論性的描述（conclusory statement）係不足夠的。同時，有關「影響」部分之說明，必須包括 Rule 13e-3 交易對公司關係人及少數股東之利弊分析的詳細討論，並在可行的範圍內，以量化數字表示之。

交易公平性（fairness of the transaction）是逐出少數股東交易中最重要關鍵，因此，Item 8 就此部分予以詳盡之規定。該規定揭露內容包括：（一）公平性（fairness）：說明公司認為該交易對少數【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 267 頁】股東是否公平；如果任何董事對該交易投反對票或未投票，說明其投反對票或未投票之理由；（二）

31 Goshen, *supra* note 28, at 404, 408.

32 SEC Rule 13e-3, 17 C.F.R. § 240.13e-3 (2010).

33 SEC Schedule 13e-3, 17 C.F.R. § 240.13e-100 (2010).

決定公平性之因素（**factors considered in determining fairness**）：詳細討論決定交易公平性之因素，並在可行的範圍內，說明衡量各個因素的比重；（三）少數股東之同意（**approval of securities holders**）：說明該交易是否必須經過少數股東過半數同意之要求；（四）獨立代表人（**unaffiliated representative**）：說明非受僱於公司之過半數董事是否委任一獨立之代表人以代表少數股東與公司進行協商 Rule 13e-3 之交易條件以及/或準備有關該交易公平性報告；（五）董事之同意（**approval of directors**）：說明該 Rule 13e-3 交易是否必須經過非受僱於公司之董事過半數同意；（六）其他要約（**other offers**）：若公司有收到其他要約，描述該要約並說明拒絕該要約的理由。

Item 8 後附的指示並特別強調：關於公平性的揭露，僅僅公司或關係人認為就該 Rule 13e-3 交易並無合理理由相信對少數股東有不公平情形之陳述係不足夠的。指示（二）並列舉決定公平價值的因素包括現在市場價格、歷史市場價格、淨帳面價值、持續經營價值（**going concern value**）、清算價值、過去兩年公司收到合併或重大資產交易之確定要約價格等因素。此外，就 Rule 13e-3 交易考量淨帳面價值、持續經營價值、公司未來前景等對少數股東係公平之結論性陳述係不足夠的。

Item 9 就報告、意見、評估與協商（**reports, opinions, appraisal and negotiations**）之揭露為規範：（一）說明公司或其關係人是否收到由外部人（**outside party**）就 Rule 13e-3 交易所作的任何報告、意見或評估。包括但不限於就交易對價、交易對價公平性、交易對公司、其關係人或少數股東公平性的相關報告、意見或評估；（二）每份報告、意見或協商必須指出外部人之身分、資格、其選用方法之描述；說明外部人或其關係人與公司或公司關係人過去兩年間或未來【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 268 頁】可能存在的重大關係，以及因該重大關係所收到的報酬或可能報酬；（三）若該報告、意見或評估與對價之公平性相關，應說明該對價數額是否係由公司或其關係人所建議，抑或係由外部人所建議之對價數額；（四）提供一份報告、意見、評估或協商之摘要，該摘要應包括但不限於：所採行之程序、事實發現與推薦建議（**findings and recommendation**）、得到該發現事實與推薦建議之基礎與方法、自公司或其關係人處所收到的指示，以及任何由公司或其關係人所加諸調查範圍之限制。此外，公司應提供一聲明表示相關報告、意見或評估將會於公司或其關係人之主事務所，在一般營業時間內，供公司具有利害關係之股東，或其以書面指定之代表人查閱並複製。該聲明並得表示，公司具有利害關係股東或其代表人得以書面請求公司或其關係人提供前述文件之複製本，相關費用由請求人支付之。

Item 10 就資金來源與數量之揭露進行規範：（一）資金來源（**source of funds**）：說明資金之特定來源、資金總額或其他交易對價。若涉及公開收購，應揭露收購要約必須購買最多數量有價證券之資金數額或其他交易對價；（二）條件（**condition**）：說明資金融資之任何重大條件；若主要融資計畫失敗，任何其他融資安排或融資計畫；（三）費用

(expense)：提供一份就該交易已產生或預計產生之所有費用說明，並以條列示方式表示，包括申請費用、律師、會計師費用、估價費用等；(四)借款資金(borrowed funds)：若為該交易之目的，全部或部分資金係直接或間接以借款方式支應，則必須揭露借款契約之主要內容，包括雙方當事人、期間、擔保物、利息及其他重要條件；並應說明任何償還借款之計畫或安排。【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 269 頁】

二、受託人義務

美國法中董事與控制股東對少數股東均負有受託人義務³⁴。受託人義務中之忠實義務(duty of loyalty)則與逐出少數股東交易息息相關。蓋董事或控制股東在逐出少數股東交易中可能直接或間接獲有利益，涉及自我交易之型態而觸發忠實義務之考量。美國法院，尤其是德拉瓦州(Delaware)的法院，就控制股東之受託人義務特別強調其事前之程序性設計(procedure-based approach)並提高其審查之標準。以下茲說明之：

(一) 美國法院重要判決

1. 以合併逐出少數股東之重要判決

(1) Weiberger v. UOP, Inc.

現代逐出少數股東最著名之案例即為德拉瓦州最高法院於一九八三年之 Weiberger v. UOP, Inc.³⁵。本案中 UOP 的大股東 Signal 擁有 50.5% 的股權，並計畫以合併的方式取得其他 49.5% 之股權。UOP 兩位董事(其同時亦為 Signal 的董事)就該合併案價格之研究顯示以每股 21 至 24 美元之價格收購少數股東股份係在有利的範圍內。最後 UOP 董事會決定以每股 21 美元之價格收購，該收購價格以 UOP 當時的股價計算，約有 50% 之溢價。少數股東起訴主張 21 美元之價格係不公平的。

法院認為逐出少數股東乃自我交易核心行為的具體展現，因此【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 270 頁】需要就該交易之公平性採取高度的審查標準(intensive judicial-re-view)，即「整體公平標準」(entire fairness standards)中之「公平交易」及「公平價格」要求。「公平交易」包含交易發動的時間點、交易如何架構、協商、揭露內容、董事會與股東會通過之程序；「公平價格」則係有關該逐出交易之經濟與財務對價。但公平交易與公平價格並非截然二分，交易之所有爭點必須全部一起檢驗，故稱之為「整體公平標準」³⁶。本案中有問題的事實部分主要包括 Signal 指派在 UOP 的兩位董事所做的收購價格研究報告，僅對 Signal 董事會為揭露，卻未對 UOP 董事會揭露。同時，UOP 委託 Lehnran Brothers 就價格公平性所作的意見亦十分草率。故法院認為本件逐出少數股

34 See JAMES D. COX, ET AL., CORPORATIONS § 14.16 (Supp. 1998). See also Southern Pac. Co. v. Bogert, 250 U.S. 483, 487-88 (1919) ("The majority shareholder has the right to control; but when it does so, it occupied a fiduciary relation toward the minority, as much so as the corporation itself, or its officers and directors."); Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717 (Del. 1971).

35 457 A.2d 701 (Del. 1983).

36 Id. at 710-11.

東交易並未符合「整體公平標準」³⁷。

就逐出少數股東交易之程序，法院在本案判決之註腳中特別提到：「若 UOP 能成立一個由外部董事組成之獨立協商委員會與 Signal 在公平條件下進行協商，則本案判決結果可能完全不同。……特別在母子公司合併之情形，必須採取若干行為顯示雙方能行使其談判力量以達成公平交易。³⁸」因此，從 *Weinberger* 一案後，成立一個由獨立董事組成之特別委員會即成為實務上逐出少數股東交易中之標準作業程序³⁹。

（2）*Kahn v. Lynch Communication Systems*

Weinberger 案件中留下一個大問題：即若逐出少數股東交易係由獨立董事組成之特別委員會通過，則法院對該交易應採取如何的審查標準？就此問題，直到 *Weinberger* 案件十一年後，德拉瓦州最【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 271 頁】高法院才在 *Kahn v. Lynch Communication Systems*⁴⁰ 案件中做出統一見解。

Lynch Communication Systems 的控制股東 *Alcatel* 計畫逐出公司少數股東。*Lynch* 公司遵循 *Weinberger* 中的標準作業程序，設立了一個特別委員會。*Alcatel* 擬以每股 14 美元價格收購少數股東股份，但特別委員會提出每股 17 美元之價格。經過雙方來回多次協商與角力，*Alcatel* 揚言若不接受每股 15.5 美元之價格，將發動公開收購直接訴諸股東，特別委員會最後終於以每股 15.5 美元之價格同意該交易。少數股東提起訴訟要求法院以「整體公平標準」審查該交易。最高法院認為 *Lynch* 的特別委員會面對 *Alcatel* 進行公開收購的威脅並未具備拒絕的力量（*Lynch special committee did not have the power to say no*）⁴¹。最高法院因而將該案件發回衡平法院，而要求被告必須就交易之「整體公平」負舉證責任⁴²。換言之，*Kahn* 案件中法院認為特別委員會之成立並未改變法院之審查標準，而僅係將「整體公平」的舉證責任轉由原告負擔。

（3）*Rosenblatt v. Getty Oil*

Getty Oil 直接或間接擁有 *Skelly Oil Company* 約 80% 的股權，並擬進行逐出少數股東交易。由於該交易係發生於 *Weinberger* 法院案件作成前，故並未遵循設立特別委員會的標準作業程序，*Getty Oil* 與 *Skelly Oil* 雙方的代表就交易條件經過密集的協商，最後同意以 0.5875 股的 *Getty Oil* 的股票，換 1 股 *Skelly Oil* 的股票。*Skelly* 的董事【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 272 頁】會通過該交易，且少數股東中約 58% 的股

37 *Id.* at 707.

38 *Id.* at 709 n.7.

39 See Donald J. Wolfe, Jr. & Janine M. Salomon, Pure Resources, Print cafe and the Pugnacious Special Committee, 7 No. 1 M&A LAW 10, 10 (2003).

40 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

41 *Id.* at 1119-1120.

42 最後巡迴法院認為被告藉該交易符合「整體公平標準」已盡到其舉證責任。並經最高法院維持其判決。*Kahn v. Lynch Communication Systems*, Civ. A. No. 8748, 1995 WL 301403, at *3 (Del. Ch. Apr. 17, 1995) and *Kahn v. Lynch Communication Systems*, 669.

權對該交易投下贊成票⁴³。

本案的重要性在於經由少數股東中過半數同意之逐出少數股東交易，法院之審查標準是否有所調整？德拉瓦州最高法院認為「少數股東過半數同意」的要件，將使就該交易是否符合「整體公平」的舉證責任轉換至原告，惟並未因此將審查標準改變為「商業判斷法則」（business judgment rule）⁴⁴。

2.以公開收購方式逐出少數股東之重要判決

（1）Solomon v. Pathe Communications

Solomon 案的事實較為獨特，Credit Lyonnais Nederland N.V 銀行因為實行其抵押權而取得 Pathe 89.5%的股權，同時該銀行並就剩餘由公眾持有的 10.5%股權發動公開收購。原告主張該公開收購係不公平且具有壓迫效果（coercive）⁴⁵。最高法院維持衡平法院之見解，認為控制股東對少數股東進行公開收購並不適用「整體公平標準」，蓋公開收購係控制股東與少數股東間直接之交易，並未涉及利益衝突（conflict of interests）的情形⁴⁶。

政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 273 頁】

（2）In re Siliconix Inc. Shareholder Litigation

典型的公開收購加上簡易合併兩階段交易，發生於 Siliconix 一案。Vishay 擁有 Siliconix 80.4%的股權，Vishay 發動公開收購欲以每股 28.82 美元購買剩餘的 19.6%股權，同時並表明若公開收購取得公司 90%之股權，將不排除以同一價格進行第二階段的簡易合併（follow-on short-form merger）。Siliconix 成立一個特別委員會與 Vishay 進行協商，該委員會認為收購價格並不適當，經過多次協商，Vishay 決定放棄原現金公開收購，而以股份作為公開收購之對價，以 1.5 股 Vishay 的股份換 1 股 Siliconix 的股份，惟該股份公開收購並未包含可能進行第二階段簡易合併之宣示。少數股東起訴主張該換股比例為不公平⁴⁷。

Siliconix 案件中法院認為該公開收購並未違反揭露之規定，而拒絕適用「整體公平標準」審查之。法院雖然認知到逐出少數股東交易不論係以合併或公開收購加上簡易合併方式進行，將會導致相同的結果，但法院提供兩個理由認為兩種交易方式不必同等對待：第一，在公開收購中，拒絕應賣的股東仍然享有其股東地位，惟其可能在第二階段簡易合併中被逐出；第二，公開收購並未像合併方式涉及「公司決策」，即公開收購之目

43 493 A.2d 929 (Del. 1985)。

44 Id. at 937.所謂「商業判斷法則」，係指董事會對於公司之經營事項所為之判斷及決定，若係基於善意且係在資訊充足之情形下所為之決定，並合理相信該決定係對公司有利者，則法院不應以事後猜測（second guess）而予以違法之認定，即使該經營決定明顯是個錯誤，且其結果確實對公司因此遭受虧損，董事會亦不因此而負有賠償責任，除非原告股東可以證明被告董事（會）於作成行為之當時，係處於資訊不足之狀況，或係基於惡意所作的決定，或參予作成決定之董事係具有重大利益衝突之關係者。較詳細的介紹，請參閱，林國彬，同註 29，頁 186 以下。

45 672 A.2d 35 (Del. 1996)。

46 Id. at 39-40.

47 2001 WL 716787 (Del. Ch. June 19, 2001)。

標並非公司，而是公司股東。Vishay 對該等股東並無控制權，因此「整體公平標準」並不適用。當收購者為控制股東收購時，其唯一的義務為完整地揭露所有重要資訊⁴⁸。

(3) Glassman v. Unocal Exploration

Unocal Exploration Corporation (UEC) 之母公司 Unocal Corporation (Unocal) 擁有 UEC 96% 的股權。Unocal 決定逐出少數股東【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 274 頁】並成立一特別委員會就該交易進行協商。少數股東認為交易之換股比例不公平而提起訴訟⁴⁹。

德拉瓦州最高法院認為在欠缺詐欺或不法的情形下，反對簡易合併之少數股東唯一的救濟方法即為股份收買請求權，並拒絕適用「整體公平標準」。法院並強調簡易合併之目的即在提供簡便、快速的合併方式，整體公平審查標準與該目的係相衝突的⁵⁰。

(4) In re Pure Resource Shareholder Litigation

Pure Resource 案件係德拉瓦州法院對逐出少數股東交易中司法審查標準表示意見的較近期案件。Unocal Exploration 欲對其所未擁有的 Pure Resource 中 35% 股權進行公開收購，同時並承諾若取得 Pure Resource 90% 之股權，將以與公開收購之同一收購價格進行第二階段之簡易合併。少數股東起訴主張該交易係不公平的⁵¹。

在 Pure Resource 案件中，目標公司就控制股東所發動的公開收購，設立一個特別委員會加以處理，該特別委員會亦聘請了外部法律專家與財務顧問評估該公開收購要約。但法院最後認為該公開收購係具有壓迫效果的，且有關股東決策過程中所必須考量之資訊並未充分揭露給股東，而禁止該公開收購之進行⁵²。

該案法官 Vice Chancellor Leo Strine 明確指出本案遭遇到一個難題：即德拉瓦州法院判決對逐出少數股東係採合併方式與採公開收購方式進行，乃有差別待遇。在合併逐出少數股東案件，法院採取「整體公平標準」審查，而在公開收購逐出少數股東，則不適用「整體公平標準」，但此兩種逐出少數股東交易在經濟實質上具有【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 275 頁】類似性，為何採取不同的標準？在經過詳盡且廣泛的分析討論後，Strine 法官認為前述 Solomon 案件中對公開收購逐出少數股東所採取不適用「整體公平標準」的寬鬆審查原則，僅適用於當該公開收購係屬非壓迫性 (non-coercive) 的情形。其並且提出三個公開收購是否屬「非壓迫性」的判斷標準：①該公開收購必須以少數股東中的過半數應賣為一不可放棄的條件 (it is subject to a non-waivable majority of minority tender condition)；②控制股東承諾於取得目標公司超過 90% 股權後，會立刻以同一價格進行簡易合併 (the controlling stockholder promises to consummate a prompt §

48 Id. at *7-9.

49 777 A.2d 242 (Del. 2001) .

50 Id. at 247-48.

51 808 A.2d 421 (Del. Ch. 2002) .

52 Id. at 425.

253 merger at the same price if it obtains more than 90% of the shares)；以及③控制股東不得採取報復性威脅 (the controlling stockholder has made no retributive threats)⁵³。簡言之，Pure Resource 法院仍維持對公開收購逐出少數股東交易案件不適用「整體公平標準」之原則，惟其將該原則之適用限縮在非壓迫性的公開收購交易，以達保護少數股東之目的。

3.小結

在以合併逐出少數股東交易方面，從 Weiberger、Rosenblatt 到 Lynch 之法院判決可以瞭解德拉瓦州法院對適用「整體公平標準」審查標準之堅持，以保護少數股東，即使在該交易中有設立「特別委員會」或該交易係經由「少數股東過半數同意」，其法律效果也僅是將該「整體公平標準」之舉證責任轉由原告負擔。

Siliconix 案件中法院認為對少數股東之公開收購逐出交易將豁免於「整體公平標準」之檢驗，若控制股東經由公開收購取得 90%之股權而進行第二階段之簡易合併，依據法院在 Glassman 一案中的見解，簡易合併亦不適用「整體公平標準」。因此，分析上述法院【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 276 頁】見解將拼湊出可以規避「整體公平標準」審查之藍圖：即公開收購加上簡易合併。

綜上所述，美國法院在審查合併逐出與公開收購逐出兩種交易方式時，具有下列之差別待遇：司法審查標準在合併逐出係採「整體公平標準」；而在公開收購逐出係採「商業判斷法則」。再者，特別委員會在合併逐出中對該交易具有否決權 (veto power)，並可無限制地繼續協商；而特別委員會在公開收購逐出中，並未享有否決權，僅得於十日內對股東提出其 14D-9 之建議⁵⁴。

(二) 美國學者之觀點

針對德拉瓦州法院就合併逐出交易與公開收購逐出交易之分歧見解，美國學者則紛紛提出不同的評論與改進建議。茲整理如後：

1.公開收購逐出交易應採整體公平標準說

在光譜一端採較嚴格之論點認為不論係合併逐出交易或公開收購逐出交易，兩者均應該採取「整體公平標準」。Ely R. Levy 從經濟理論與社會成本的觀點支持此一立場。Levy 認為嚴格的整體公平標準，將使控制股東在計畫並架構逐出少數股東之交易時，有相當的誘因會考慮到交易對少數股東之公平性⁵⁵。同時，Levy 引述【政大法學評論第 123

⁵³ Id. at 445.

⁵⁴ Subramanian, *supra* note 3, at 22, 31.該等差別待遇附隨的結果是，由於少數股東在公開收購逐出中無法享有整體公平標準的審查程序，股份收買請求權成為其唯一的救濟途徑。然股份收買請求權無法以集團訴訟之方式進行，則少數股東必須自行負擔訴訟成本；且股份收買請求權之主張，等於少數股東僅能在公司所提供的價格或法院決定之價格兩者間做一抉擇。因此學者多認為相較於「整體公平標準」之司法審查，股份收買請求權對少數股東之保護較為不足。SEE CLARK, *supra* note 3, at 508; John C. Coffee, Jr., *Transfers of Control and the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions while Chilling Inefficient Ones?*, 21 DEL. J. CORP. L. 359, 412 (1996)。

⁵⁵ Levy, *supra* note 23, at 350.

期，2011 年 10 月，第 277 頁】Professor Coates 的觀點，指出逐出少數股東交易伴隨著相當高的社會成本，並可能降低社會福利。該社會福利損失導因於在所有利害關係衝突交易中的交易成本，包括法律、財務、印刷等成本，以及由於資訊與偏好之不同，逐出交易中從少數股東處所剝奪的價值可能超過控制股東所獲得之價值⁵⁶。

再者，依照前述經濟學上柏雷托效率之定義，由於逐出少數股東交易中少數股東乃「非自願性」的失去其股東之地位，且少數股東在被逐出後其利益受損（worse off）。故逐出少數股東乃一不符合柏雷托效率定義的交易行為⁵⁷。Levy 因此主張逐出少數股東交易，不論是以合併或公開收購方式進行，均應以「整體公平標準」審查之。

此外，Kimbel Charles Cannon 亦相當肯定 Pure Resource 中法院之見解，認為公開收購逐出交易若非符合「非壓迫性」的要件，則將適用「整體公平標準」，並進一步建議法院應拒絕就合併逐出交易與公開收購逐出交易適用不同標準，而應以較高之整體公平標準審查之⁵⁸。

2. 公開收購逐出交易無須適用整體公平標準說

Professor A. C. Pritchard 支持維持法院現行之分歧見解，認為公開收購逐出交易無須適用「整體公平標準」。其主要理由有三：第一，德拉瓦州公司法第 251 條規定在公司進行合併時，董事會有其忠實義務，故「整體公平標準」之審查在合併逐出交易係合理的解釋；但同法第 253 條並無類似之規定，且該條亦未要求董事會於公開收購交易中扮演任何角色，故在公開收購逐出交易中對董事會【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 278 頁】無須課以「整體公平標準」之審查；第二，公開收購交易中少數股東受到壓迫之擔憂並非實在。德拉瓦州法院判決賦予少數股東得以股份收買請求權請求公司給付公開收購後公司之增加價值，將促使控制股東在公開收購後立刻進行簡易合併；且由於股份收買請求權造成公司相當高的訴訟成本，間接亦對少數股東產生一定程度的保護；第三，在公平價格方面，Professor Prichard 認為少數股東在購買公司股票時之價格即已反應少數股東可能被「不公平剝削」之折價，即少數股東折價（minority discount），且其在公開收購交易中，亦有均等的機會以溢價按比例出售其股份，是否有必要以整體公平標準賦予少數股東第二次的控制溢價，誠非無疑⁵⁹。

3. 混合方案

Professors Ronald Gilson 與 Jeffrey Gordon 基本上認為逐出少數股東交易中少數股東無法參與任何逐出交易後公司價值之增加，因此較嚴格的司法審查標準是確保少數股東可以獲得部分公司獲利；同時，由於「公平價格」之決定對法院而言相當困難，一個以

56 Coates, supra note 25, at 1324.

57 Levy, supra note 23, at 351.

58 Cannon, supra note 17, at 241-42.

59 A. C. Pritchard, *Tender Offers by Controlling Shareholders: The Specter of Coercion and Fair Price*, 1 BERKELEY Bus. L.J. 83, 85, 101-04 (2004).

程序設計為基礎的選擇應較為合適⁶⁰。

Professors Ronald Gilson 與 Jeffrey Gordon 主張若在逐出少數股東交易中有一個全權授權的特別委員會，即該委員會有權拒絕該交易，且該公開收購符合 Pure Resource 案件中非壓迫性的要件，則「整體公平標準」應無適用之必要性；反之，若控制股東得推翻特別委員會拒絕交易之決定，則作為少數股東談判代理人（proxy）之特別委員會已經喪失其保護功能，此時應適用「整體公平標準」審查之。換言之，該混合方案有兩個重要關鍵因素：第一，特別委【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 279 頁】員會是否有權拒絕交易，且該交易係非壓迫性的；第二，該交易是否經由特別委員會同意。若兩個因素皆具備，則不論係合併逐出交易或公開收購逐出交易，皆應適用「商業判斷法則」，而少數股東之保護則應僅限於股份收買請求權之行使。若該交易未經特別委員會通過，但控制股東執意進行逐出交易，則該交易應以「整體公平標準」審查之⁶¹。

同樣藉重於程序性設計與特別委員會，Professor Guhan Subramanian 基於平衡少數股東之保護與鼓勵創造價值交易之目標，提出另一個混合方案。

Professor Guhan Subramanian 從效率之觀點認為現行法院分歧的見解，將造成公開收購逐出交易之投機行為而損害少數股東權益，蓋控制股東得決定進行公開收購之價格與時間，並得採取影響自己公司價值之行為。此外，由於控制股東通常係在公司股票價格低於其真實價值（intrinsic value）時發動公開收購逐出交易，因此即使該逐出交易係一價值減損之交易（value-destroying transactions），亦即該交易將產生負面的綜效，控制股東仍可能因為從公開收購逐出交易中所獲得的利益大於該交易所減損之價值，而進行該交易⁶²。另外，在合併逐出交易之情形，由於合併逐出交易必須經由設立特別委員會始得將「整體公平標準」之舉證責任轉換給原告，特別委員會之設立伴隨著代理問題，即特別委員會可能基於自我利益而否決一個價值增加的合併逐出交易而造成社會損失。再【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 280 頁】者，法院在合併逐出交易中採取「整體公平標準」審查，其亦有權將若干交易綜效分配給少數股東，如此亦會阻礙若干有價值交易之發生⁶³。

鑑於現行法院分歧見解所帶來之無效率：即價值減損的交易，在公開收購逐出交易中仍可能發生；而價值增加的交易，在合併逐出交易中則可能被阻礙，Professor Guhan Subramanian 主張倘逐出少數股東交易經由具有談判權能之特別委員會決議（SC）以及少數股東過半數同意（MOM）兩道程序之保護，則法院應該適用「商業判斷法則」之審

60 Gilson & Gordon, supra note 1, at 804, 834.

61 Gilson & Gordon, supra note 1, at 838-40.

62 例如假設一公司作為公開發行公司之真實價值大於其私有化後之真實價值，但如果控制股東得以低於公司真實價值之價格而以公開收購方式逐出少數股東，則其從公開收購交易中之獲利將足以補貼公司私有化後之損失，雖然整體社會因該公司私有化而形成損失，控制股東仍會進行該逐出少數股東交易。See Subramanian, supra note 3, at 35.

63 Subramanian, supra note 3, at 39-44.

查標準，而不論其為合併逐出交易或公開收購逐出交易；若兩道程序中僅有一，即僅設置特別委員會或經由少數股東過半數同意，則仍適用「整體公平標準」審查，但舉證責任將轉由原告負擔；若未設置特別委員會，亦未經過少數股東過半數同意，則由被告負責舉證該交易符合「整體公平標準」⁶⁴。

詳言之，Professor Guhan Subramanian 認為強化特別委員會之談判權能將能降低交易雙方談判時資訊不對等之情形，同時亦能使談判價格與市場價格脫鉤，特別是在公開收購逐出交易中具有重要性。而少數股東過半數同意則與特別委員會扮演不同的功能。少數股東過半數同意此一機制之關鍵功能有二：第一，一般合併案件中，多要求必須經過公司董事會與股東會同意通過，以確保該交易之公平性（arm-length），因此少數股東過半數同意之要求在逐出交易中即扮演如同股東會同意之最終審查角色；第二，少數股東過半數同意之要求實質上將使控制股東之要約受到市場檢驗（market check）。例如，在合併逐出交易之情形，控制股東出價每股 10 美元進行合併，若無少數股東過半數同意之要求，特別委員會對董事【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 281 頁】會之推薦將成為終局決定。倘必須經過少數股東過半數同意，且市場上有一競爭收購者願意以每股 12 美元價格進行公開收購，則原控制股東之要約價格很可能必須因此而提高⁶⁵。本文原則上較認同混合說之見解，惟亦修正其內容而提出本文之建議，請詳後述。

肆、我國法對少數股東之保護

本部分將就現行法律與實務分析我國在逐出交易中對少數股東之保護機制，分別探討資訊揭露義務與受託人義務。

一、概說

承前所述，美國實務上逐出少數股東之手段主要係以合併逐出少數股東，以及公開收購逐出少數股東兩種方式為主。在我國實務操作上，則多係以公開收購逐出少數股東方式進行之⁶⁶。在我國，控制股東未選擇以典型的三角合併方式逐出少數股東，究其可能原因有三：其一，我國公開收購公開發行公司有價證券管理辦法（下稱「公開收購管理辦法」）第 11 條第 1 項規定：「任何人單獨或與他人共同預定於五十日內取得公開發行公司已發行股份總額百分之二十以上者，應採公開收購方式為之。」是為強制公開收購制度。故收購者欲在五十日內收購超過目標公司已發行股份總額 20% 時，除符合合同條第 2 項之例外規定外，即必須依照公開收購制度，向全體股東為公開收購；其二，依我國稅制，公開收購參與應賣者，所得價金不用繳交所得稅，但因合併目標公司股東所取得

64 Subramanian, supra note 3, at 48-64.

65 Subramanian, supra note 3, at 54.

66 近年來透過公開收購進行管理階層收購（MBO）相關案件之整理，請參見林進富、盧曉彥，台灣 MBO 相關重要規範及實務運作問題分析，月旦財經法雜誌，15 期，頁 48-49，2008 年 12 月。

之現金對【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 282 頁】價，則必須繳交所得稅⁶⁷；其三，三角合併在我國現行法並未明文，僅於企業併購法第 22 條立法理由中提及⁶⁸，其適用恐有妾身未明之虞。

逐出少數股東之案件在我國近年來有逐步增加的趨勢，從二〇〇三年的智達資訊收購臺灣慧智公司、二〇〇六年底的凱雷收購日月光案、凱雷收購東森媒體案、二〇〇七年的橡樹資本收購復盛案【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 283 頁】等，皆引起相當矚目與討論⁶⁹。其中最重要的議題之一，即為逐出交易中對少數股東之保護，本文以下乃從「資訊揭露義務」與「受託人義務」兩方面分析我國目前之相關規定。

二、資訊揭露義務

前述美國法 Rule 13e-3 乃針對私有化逐出少數股東交易有關資訊揭露之規定，而我國法並未就逐出少數股東交易之資訊揭露設有特別規定。因此，逐出少數股東資訊公開揭露之規定主要乃落實於公開收購制度中之資訊揭露要求，俾使少數股東就其是否應賣之決策等有健全的判斷，以達保護少數股東之目的。依證券交易法第 43 條之 4 第 2 項規定之授權，主管機關制訂有「公開收購說明書應行記載事項準則」（下稱「說明書準則」）⁷⁰。為便於與美國法之相關資訊揭露規定作比較及討論，本文僅就說明書準則中在逐出少數股東交易中較重要者加以介紹。

相較於美國 Schedule 13e-3 中 Item 6 及 Item 7 有關逐出少數股東交易之目的及影響

67 財政部 2004 年 9 月 21 日台財稅字第 9304538300 號函：「公司進行合併，合併消滅之公司所取得之全部合併對價超過其全體股東之出資額（包括股本及資本公積增資溢價、合併溢價），該超過部分並全數以現金實現，其股東所獲分配該超過部分之金額，應視為股利所得（投資收益），依規定課徵所得稅。」惟財政部於 2008 年做出補充解釋，依財政部 2008 年 2 月 20 日台財稅字第 09704510660 號函釋，如「該個人股東主張其經收回註銷股票之取得成本高於依該函規定計算之出資額，並依個別辨認法提示取得成本之證明文件者，得以獲配現金超過股票取得成本部分之金額為該個人股東之股利所得，並按前揭本部 2004 年函計算股利所得適用之稅額扣抵比率，重行計算可扣抵稅額；個人股東獲配現金未超過股票取得成本者，其股利所得以 0 計算。」惟無論如何，合併對價為現金者在稅法之處理上，仍較公開收購以現金為對價不利。轉引自王文杰、方嘉麟、馮震宇，台灣管理層收購之法律問題——以復盛與日月光案為例，月旦財經法雜誌，15 期，頁 7-8，2008 年 12 月。

68 企業併購法第 22 條立法理由謂：「現行公司法就存續公司或新設公司換發消滅公司股東所持股份之對價僅限於存續公司或新設公司發行新股之股份，範圍過於狹隘，往往影響消滅公司股東同意合併之意願。鑒於合併時應保障消滅公司股東者，係確保其於合併後仍得取得與其所持消滅公司股份相等價值之對價，故其他公司股份、現金或其他財產，均應允許作為支付消滅公司股東之對價。再者，消滅公司股東不同意存續公司或新設公司所支付之對價，尚可藉由公司法第 317 條異議股東收買股份請求權之規定保障其投資權益，對消滅公司股東權益應不致造成影響。參考美國德拉瓦州公司法第 251（b）條規定，允許存續公司或新設公司以其他公司股份（實務上通常為上市之母公司股份；實務上又稱三角合併）、現金或其他財產作為換發消滅公司股東所持消滅公司股份之對價。又日本商法第 409 條第 4 項及第 410 條第 4 項亦允許以現金作為給付消滅公司股東之對價，爰於第 1 項第 2 款及第 3 款明定之。」

69 相關討論文獻，請參考林黎華，從致達資訊公開收購臺灣慧智案看修正後證交法公開收購規定之適用（上），集保月刊，146 期，頁 19，2006 年 1 月；林黎華，從致達資訊公開收購臺灣慧智案看修正後證交法公開收購規定之適用（中），集保月刊，147 期，頁 19，2006 年 2 月；林黎華，從致達資訊公開收購臺灣慧智案看修正後證交法公開收購規定之適用（下），集保月刊，148 期，頁 15，2006 年 3 月；邱淑卿，現金合併對股東權益保障之研討（上），集保月刊，127 期，頁 3，2004 年 6 月；邱淑卿，現金合併對股東權益保障之研討（下），集保月刊，128 期，頁 3，2004 年 7 月；章友馨，齊頭式公平真公平嗎？從凱雷收購東森媒體案討論股份收買請求權價格之裁定，月旦財經法雜誌，13 期，頁 135，2008 年 6 月；林進富、盧曉彥，同註 66；王文杰、方嘉麟、馮震宇，同註 67。

70 2009 年 12 月 29 日修正。

之揭露規定，我國說明書準則第 12 條規定：「公【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 284 頁】開收購人對被收購公司經營計畫應記載下列事項：一、公開收購人取得被收購有價證券之目的及計畫：（一）繼續經營被收購公司業務之意願及計畫內容；（二）有於取得被收購公司有價證券後一年內復轉讓予他人之計畫，以及該計畫內容；二、於收購完成後，產生下列情形之計畫：（一）使被收購公司發生解散、下市（櫃）、重大變動其組織、資本、業務計畫、財務及生產，或其他任何將影響被收購公司股東權益之重大事項；（二）對被收購公司董事、監察人、經理人及員工進行職位異動、退休、及資遣之計畫；三、除本次公開收購外，自公開收購期間屆滿日起一年內對被收購公司有價證券或重大資產另有其他併購或處分計畫者，該計畫內容。」換言之，倘公開收購人對目標公司有重大之經營計畫或變動，或對股東權益有重大影響者，均應加以揭露之，以提供股東作是否應賣的參考，並以此判斷董事、經理人利益衝突之具體情形，作為董事、經理人是否違反其對公司之忠實義務與注意義務的重要資訊。

其次，相較於美國 Schedule 13e-3 中 Item 8、Item 9 有關交易公平性與外部報告之規定，我國公開收購管理辦法第 14 條第 1 項規定：「被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購人依第九條第三項或本法第四十三條之五第二項規定申報及公告之公開收購申報書副本及相關書件後七日內，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：一、現任董事、監察人及持有本公司已發行股份超過百分之十之股東目前持有之股份種類、數量。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。三、公司財務狀況於最近期財務報告提出後有無重大變化及其變化內容。四、現任董事、監察人或持股超過百分之十之大股東持有公開收購人或其符合公司法第六章之一所定關係企業之股份種類、數量及其金額。五、其他相關重大訊息。」

此外，說明書準則第 7 條規定：「公開收購對價種類及來源應【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 285 頁】記載下列事項……二、以公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第八條第一款規定之有價證券為收購對價者：（一）作為收購對價之有價證券名稱、種類、最近三個月內之平均價格、成交量及提出申報前一日之收盤價格；（二）公開收購人取得該有價證券之時間及成本；（三）本次收購對價換股比例訂定方式及決定因素。三、以公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第八條第二款規定之有價證券為收購對價者：（一）決議募集發行股票或公司債之董事會或股東會議事錄；（二）本次募集發行股票或公司債之發行條件；（三）公開收購人募集發行之股票已有同種類股票於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣者，該股票最近三個月內之平均價格、成交量及提出申報前一日之收盤價格；（四）本次收購對價換股比例訂定方式及決定因素；（五）最近二會計年度之財務報告，開業不及二年者，以所有開業年度者為限；（六）最近期公告並經會計師查核簽證或核閱之財務報告；（七）自所檢附最近期財務報告資產負債表日至

提出申報前，有任何財務及業務上之重大改變，均應提出說明，如無重大改變，公開收購人亦應作出否定之聲明；（八）取得被收購有價證券後三年內對公開收購人本身財務及業務影響之說明書。」同法第 13 條復規定：「公司決議及合理性意見書：一、公開收購人為自然人者，其獨立專家對於本次公開收購對價現金價格計算或換股比例之評價合理性意見書。二、公開收購人為公司者，其決議辦理本次收購之股東會或董事會議事錄及獨立專家對於本次公開收購對價現金價格計算或換股比例或其他財產之評價合理性意見書。」

再者，相較美國 Schedule 13e-3 中 Item 10 就資金來源與數量之揭露，我國說明書準則第 7 條第 1 項規定：「公開收購對價種類及來源應記載下列事項：一、以現金為收購對價者：（一）自有資金明細；（二）如有以融資方式取得者，應詳細載明該融資計畫內容，包含該融資資金來源及主要借款者，若收購人融資償還計畫係以被收購公司【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 286 頁】之資產為擔保者，應載明該約定內容，如無，收購人應作出否定之聲明。」

三、受託人義務

我國公司法第 23 條第 1 項對公司董事規定有忠實義務與注意義務。然而關於董事於進行企業併購或逐出少數股東交易時之受託人義務，我國法律及實務見解，尚未建構一套完整的規範，僅零星散見在若干法規中。以下茲分成「注意義務與獨立專家」及「利益衝突與迴避」兩部分加以討論。

（一）注意義務與獨立專家

企業併購法（下稱「企併法」）第 5 條規定：「公司依本法為併購決議時，董事會應為全體股東之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜。」學者認為本條所謂「全體股東之最大利益」，應解釋為董事之決策應以追求「公司之最大利益」為依歸，其中股東之最大利益固為其考量之重要依據，惟其仍需注意其他族群（例如員工）之利益，以創造公司最大價值⁷¹。是以，董事會在併購決策時，亦應考慮到少數股東的利益。

就獨立專家意見部分，企併法第 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，應委請獨立專家就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性表示意見，並分別提報董事會及股東會。」而所謂獨立專家，主管機關解釋係指「會計師、律師或證券承辦商」⁷²。另外，金融監督管理委員會（下稱「金管會」）頒布「上市上櫃公司治理實務守則」（下稱「公司治理守則」）⁷³第 12 條規定：「上市上櫃公司發生管理階層收購（Management Buyout, MBO）則」

71 王文字，企業併購法總評，月旦法學雜誌，83 期，頁 78，2002 年 4 月。

72 金管會證期局 93 年 5 月 25 日經商第 09300553740 號函。

73 2010 年 1 月 8 日修正。

時，除應依相關法令辦理外，宜組成客觀獨立審議委員會審議收購價格及收購計劃之合理性等，並注意資訊之公開。」修正說明中表示：「.....管理階層收購對股東權益將造成重大影響，雖然異議股東享有股份收買請求權，惟若能於併購過程中建立機制對收購價格及收購計劃之合理性進行評估、審議，且使併購資訊透明化，應較能保障股東權益。」

74

惟前述規定對於委請獨立專家或組成審議委員會之法律效果、是否有舉證責任轉換等影響，並無明確規定，且公司治理守則並無法律位階之效力，其立意雖佳，但執行成效仍有待觀察。

（二）利益衝突與迴避

承前所述，逐出少數股東交易對少數股東形成若干負面成本，特別是交易價格的問題，而控制股東擁有的資訊上優勢，使逐出少數股東交易本質上即存在控制股東與少數股東利益衝突的問題。

關於利益衝突之問題，公司法第 178 條規定：「股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他股東行使其表決權。」同法第 206 條復規定第 178 條之規定於董事會準用之。惟就公司為合併決議時，是否有公司法【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 288 頁】第 178 條及第 206 條利害關係之迴避，必須適用企併法第 18 條第 5 項：「公司持有其他參加合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事者，就其他參與合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權。」是以，現行法就一公司持有其他參與合併公司之股份，於進行合併決議時，該公司於董事會或股東會行使表決權時，皆無須迴避。本項立法理由為「鑑於合併通常係為提升公司經營體質，強化公司競爭力，故不致發生有害公司利益之情形，且公司持有其他參與合併公司之一定數量以上之股份，以利通過該參與合併之決議，亦為國內外合併實務上常見之作法（即先購後併），故於第五項明定公司若持有其他參加合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參與合併公司之董事者，就其他參與合併公司之合併事項為決議時，不適用公司法第一七八條及第二〇六條第二項準用第一七八條之規定，以臻明確。」

惟「公司治理守則」第 12 條第 3 項規定：「上市上櫃公司處理前項（MBO）相關事宜之人員，應注意利益衝突及迴避情事⁷⁵。」承前所述，「公司治理守則」並無法律拘束

74 又關於客觀獨立審議委員會之組成，參照「私募基金來台併購（MBO）我國上市上櫃公司較佳實務守則草案」（下稱「MBO 守則草案」）之規定「.....應由審計委員會、獨立董事（或無利益衝突之董事）或監察人擔任召集人，成立審議委員會，由無利益衝突之董事、監察人及（或）具獨立性之專家組成，委員至少三人。」可資參考。台灣證券交易所曾於 2007 年 10 月 24 日邀集外資券商、律師事務所及會計師事務所等單位，共同研商訂定「私募基金來台併購（MBO）我國上市上櫃公司較佳實務守則草案」，但該草案交易所目前已暫無制定計畫。參見林進富、盧曉彥，同註 66，頁 62-63。

75 又參照「MBO 守則草案」之規定可知「事前參與應賣或事後參與經營之股東宜自願利益迴避」。林進富、盧曉彥，同註 66，頁 64。

力，依合併法第 18 條第 5 項規定，控制股東進行逐出少數股東交易時，雖然可能存在利益衝突之情形，但在現行法下並無須迴避⁷⁶。

伍、檢討與建議

本部分將參酌美國法之實務與學說見解，並以平衡少數股東之保護與鼓勵價值增加交易為規範目標，對我國法就逐出交易中少數【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 289】股東保護之相關規範提出檢討與建議。以下分別以資訊揭露義務與受託人義務研析之：

一、資訊揭露義務

我國公開收購說明書準則要求收購人對公開收購條件、公開收購對價種類及來源、參與應賣之風險、公開收購期間屆滿之後續處理方式、公開收購人持有被收購公司股份情形、公開收購人其他買賣被收購公司股份情形、公開收購人對被收購公司經營計畫、公司決議及合理性意見書，以及其他重大資訊之說明等均列有規範，大致完備。惟參酌美國法之相關規定，將該說明書準則應用在逐出少數股東交易，仍有若干思考與改進的空間：

第一，逐出少數股東之交易類型，除公開收購逐出外，尚有合併逐出，則在後者之情形，由於並不適用公開收購說明書準則，則有關該交易之資訊揭露程度與內容等將明顯不足，而無法達到對少數股東保護之目的。相較於美國 Rule 13e-3 係針對私有化之規定，不論係因公開收購逐出或合併逐出均有適用⁷⁷，我國似乎亦可考慮針對公司私有化時之資訊揭露義務，做一完整規範，適用所有類型的逐出少數股東或私有化交易⁷⁸；同時亦可兼顧該等交易之特色，【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 290 頁】避免以公開收購之資訊揭露規定，套用在逐出少數股東交易上而產生規範漏洞（詳後第二點）。

第二，觀察 Rule 13e-3、Schedule 13e-3 與公開收購說明書準則最重要的差異在於對少數股東的說明與保護，特別是對被收購公司的要求方面。前述公開收購管理辦法第 14 條第 1 項雖然要求被收購公司揭露「就本次收購對其股東之建議，並應載明任何持反對意見之董事姓名及其所持理由」及「公司內部人持有公開收購人或其關係企業股份之情

76 另參照經濟部商業司 91 年 6 月 3 日商字第 09102102680 號函表示「股份轉換並無企業併購法第 18 條第 5 項之適用」。

77 另需注意的是，Rule 13e-3 (g) (1) 規定在若干條件下，針對公開收購交易設定有豁免規定。其條件包括：前公開收購結束日與本件私有化交易發生在一年內；公開收購之收購人因公開收購成為私有化公司之關係企業；本件私有化交易提供給少數股東之對價（consideration）至少與前公開收購之最高價格相當；前公開收購交易係對私有化公司所有股東提出要約；前公開收購中已完全揭露公開收購人有進行私有化交易之意圖、形式、影響，以及可能的交易條件；本件私有化交易與前公開收購中所描述內容有相當程度之類似性。詳細規定，請參見 Rule 13e-3 (g) (1)。

78 在立法技術上，為避免資訊揭露之規定過於繁複，亦可參考美國法 Rule 13e-3 及 Schedule 13e-3 之規範方式，就公開收購說明書準則已規定的部分，直接準用之。

形」等，惟上述簡單規定，對逐出交易中少數股東之資訊提供，實屬不足。參考美國 Schedule 13e-3，Item 7 要求進行私有化交易的發行公司（在兩階段公開收購交易中，多係被收購公司）必須說明「採行 Rule 13e-3 交易架構之理由，以及就採行該交易架構之時間點提出說明」、「該交易對少數股東的影響與利弊分析」；Item 8 要求發行公司必須說明「公司認為該交易對少數股東是否公平」、「決定公平性的因素」、「是否委任獨立代表人以代表少數股東與公司進行協商」；Item 9 更進一步要求揭露由外部人就該交易所作成之任何報告、意見或評估，並說明該外部人與公司之獨立性、作成建議之過程與報酬等。

相形之下，我國法之規定僅要求被收購公司中反對公開收購之董事說明理由，不但使股東所獲得資訊明顯不足，且隱含有鼓勵董事贊成收購案之意涵⁷⁹。且說明書準則第 8 條僅規定收購人應揭露股東「參與應賣風險」，惟並未要求收購人揭露股東「未參與應賣風險」，美國法要求揭露該交易對少數股東之影響與利弊分析，顯然較為完整。

簡言之，在資訊揭露方面，我國法待改進之重要關鍵有二：一為要求公司揭露該交易對少數股東的正反面影響與利弊分析；二為【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 291 頁】要求公司透過獨立的外部機構或代表人作為少數股東之代理人，並作成客觀的評估意見或報告，供少數股東參考。

第三，針對融資收購（leveraged buyout）、管理階層收購與兩階段收購方面：鑑於融資收購對被收購公司財務形成重大負擔、經營階層收購存在明顯的利益衝突，而兩階段收購對少數股東形成相當應賣壓力，基此，於融資收購應要求收購人揭露融資計畫對被收購公司財務業務健全之影響評估⁸⁰，並要求收購人就此影響評估提出獨立專家的意見；於經營階層收購除仍強調獨立專家意見外，並應針對利益衝突本身，以及為避免利益衝突所採取的措施為適當之揭露；至於兩階段收購，若第一階段與第二階段收購價格差距過大者，應要求收購人必須就第二階段價格提出獨立專家意見書與合理性說明，以提供少數股東更完整的判斷資訊⁸¹。

二、受託人義務

在受託人義務方面，我國首先必須解決的問題即是對不具董事、監察人身分之控制股東或實質董事（或稱影子董事）課以受託人義務，使其得於逐出少數股東交易中對少數股東履行其注意義務與忠實義務。此點國內學界與主管機關已凝聚相當共識，經濟部亦提出公司法第 23 條之 1 的修正草案，雖法條文字應如何具體規範尚有若干爭議，惟肯認控制股東或實質董事應負有受託人義務的修法方向，應屬正確⁸²。【政大法學評論第 123

79 賴英照，股市遊戲規則——最新證券交易法解析，頁 195，2006 年 2 月。

80 上市上櫃公司治理實務守則第 51 條第 2 項規定：「上市上櫃公司發生管理階層收購時，應注意嗣後公司財務結構之健全性。」可供參考。惟該規定過於模糊且不具法律效力。

81 較詳細討論，請參考張心悌，從企業併購論我國公開收購法制，月旦法學教室，60 期，頁 86-96，2007 年 10 月。

82 目前修法較具爭議之處即為政府或公營事業可否豁免於實質董事或影子董事之規範，請參見經濟日報，2010 年 9

期，2011 年 10 月，第 292 頁】

其次，逐出少數股東交易涉及自我交易之忠實義務考量，綜合美國法院與學者見解，於逐出少數股東交易中節制控制股東之事前程序性設計有二：一為設立特別委員會（SC），另一為由少數股東過半數同意（MOM），或兩者必須同時具備。茲分別討論如下：

我國企併法第 6 條雖要求就併購事項，應委請獨立專家表示意見，以保障交易之客觀性與獨立性。惟其獨立專家之範圍限於「會計師、律師或證券承辦商」，且專家之產生方式、獨立性、公平性等均未加以規範及揭露；又相較於仰賴單一個人或法人專家，美國法上由不具利害關係董事組成之特別委員會會議體，應能透過較公平、多元觀點與資訊充分下之討論，對少數股東提供較佳之保護。此外，誠如美國學者所強調，該特別委員會必須要有拒絕交易之權限，否則若董事會或控制股東得推翻特別委員會之決議，則特別委員會保護少數股東之功能僅具有裝飾品之效果。

基此，我國法目前雖未如美國法已發展出一套完整的商業判斷法則、整體公平標準或舉證責任轉換之原則或法院判決，但仍可擷取逐出少數股東交易中特別委員會之組成與機制，針對逐出少數股東交易中之收購價格等條件與控制股東進行談判，並有權否決該交易，以提供少數股東實質意義的保護。

再者，由少數股東過半數同意，實涉及利益衝突與迴避之問題。如前所述，我國企併法第 18 條第 5 項為鼓勵企業進行併購，特別明文規定一公司持有其他參與合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事者，於進行合併決議時，該法人股東或董事於股東會或董事會行使表決權時，排除公司法第【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 293 頁】178 條與第 206 條之規定，皆無需迴避。

有關公司法第 178 條股東行使表決權迴避之規定，學者多有批評，有認為限制股東行使表決權的立法例，實與股份制度原有目的相衝突；且行使表決權迴避之結果，可能會出現由少數股東決定股東會決議的不當情形，故建議應該廢除公司法第 178 條規定，並同時調整不當決議之事後救濟法制⁸³。此一論述，於一般股東會決議時固然值得贊同，惟若涉及企併法第 18 條第 5 項規定之企業併購情形，或逐出少數股東交易，則由於該等交易之本質為一自我交易，利益衝突的情況十分明顯，故應有不同的思考。

學者即有認為一旦當選為他公司董事時，便對他公司負有注意義務與忠實義務，故無論法人或其代表人當選為董事，當該公司與他公司進行併購時，因其具有明顯之利害關係，故自宜進行迴避；且若考量董事亦可能透過合併案中飽私囊，或董事職位及大股東利益將因合併案而受到影響等因素，以及實務上常出現所謂之「惡意收購要約」，在惡

月 29 日，A2、A19 版；中國時報，2010 年 9 月 29 日，A10 版。

83 廖大穎，論股東行使表決權迴避之法理——兼評台北地院 91 年訴字第 3521 號民事判決，月旦法學雜誌，99 期，頁 252-253，2003 年 8 月；劉連煜，股東及董事因自身利害關係迴避表決之研究——從台新金控併購彰化銀行談起，台灣法學雜誌，112 期，頁 28，2008 年 9 月。

意收購情形，董事與公司的利益衝突，尤其嚴重。是故，企併法第 18 條第 5 項完全忽略企業合併時董事因利益衝突而迴避之問題，實不無疑問⁸⁴。

同時，觀察美國法就董事自我交易，德拉瓦州公司法第 144 條設有安全港之程序性規定。該條規定董事或關係人自我交易應符合下述三種條件之一：（一）在該交易重要事實，以及董事或關係人之利害關係已充分揭露並說明的情況下，經由董事會或委員會多數無利害關係董事（majority of disinterested directors）善意地（in good **【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 294 頁】** faith）授權該交易；（二）在該交易重要事實，以及董事或關係人之利害關係已充分揭露並說明的情況下，經由股東會同意該交易；（三）該交易在被董事會、委員會或股東會授權、同意或認可時，對公司係公平的⁸⁵。由此可知，其基本之設計皆係以獨立機關（例如無利害關係董事會或股東會），作為公司投資人之代理人，以達到保護公司與少數股東之利益。此外，從前述逐出少數股東交易之美國法院判決與學者見解之討論，可以得知少數股東過半數同意，亦有舉證責任轉換、確保交易公平性與受市場檢驗之功能。

是以，本文基本上認為我國企併法第 18 條第 5 項控制股東或董事可以豁免利害關係迴避之規定，應有重新檢討的必要。以符合自我交易（包括逐出少數股東交易）中，利害關係人基於忠實義務應不得參與表決之法理基礎。

進一步要思考的問題是，特別委員會與少數股東過半數同意兩個機制，在我國是否應該要求兩者兼具，始得進行逐出少數股東交易？Professor Guhan Subramanian 認為特別委員會與少數股東過半數同意扮演不同的功能，因此主張若逐出少數股東交易經過此兩道程序之保護，法院應該適用「商業判斷法則」之審查標準。然而，承前本文所主張，單獨擷取特別委員會之設置並賦予其否決權，使特別委員會成為少數股東的代理人，將足以提供少數股東適當的保護。蓋在本文建議下，倘特別委員會否決該逐出少數股東交易，則董事會將受到其決議之拘束而不得進行該交易；不同於美國法之情形，未經特別委員會通過之逐出少數股東交易，公司仍可進行之，**【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 295 頁】**僅是法院以高標準之「整體公平標準」加以審查。相較之下：建議之特別委員會其通過或否決交易決定之法律效果相當強大，對少數股東之保護應得以周全，似無必要要求業經特別委員會通過之交易案，必須再經過少數股東過半數同意之第二道保護機制。

換言之，於逐出少數股東此種本質上利益衝突之交易中，思考關鍵在於少數股東的權益是否被適當地保護，特別委員會具有代理少數股東之功能，則經過特別委員會檢視

84 王文字，同註 71，頁 78。

85 Del. Gen. Corp. Law § 144.關於多數股東之同意，基本上亦必須是無利害關係之股東表決同意，始為有效之批准行為 QSee, e.g., *Flieger v. Lawrence*, 361 A.2d 218, 221 (Del. 1976)）。詳細討論，請參考劉連煜，同註 83，頁 30-33；張心悌，控制股東與關係人交易，台灣本土法學雜誌，101 期特刊，頁 76-99，2007 年 12 月。

通過之交易，理論上應已照顧到少數股東之權益。反面亦可推知，倘未經特別委員會通過之交易，則應有少數股東過半數同意程序之適用，以確保少數股東得在股東會決議中保護自己，為自己權益發聲。

基於此概念，進一步回頭分析企併法第 18 條第 5 項規定，應可取得一個較折衷的觀點：在資訊充分揭露之前提下，倘於逐出少數股東交易中，公司已設有具交易否決權之特別委員會，經該特別委員會通過之交易，在董事會與股東會表決時，具利害關係之董事或法人股東皆無須迴避，蓋少數股東權益已藉由特別委員會此一機制加以確保；惟倘公司就該逐出少數股東交易，並未設有具交易否決權之特別委員會，或特別委員會拒絕該交易，則在董事會與股東會表決時，具利害關係之董事或法人股東仍必須迴避，以回歸自我交易保護少數股東之設計。析言之，由特別委員會或少數股東過半數同意之機制，將為少數股東之權益把關，特別是有關逐出交易價格的公平性。在此機制下，控制股東之逐出少數股東交易將無法以減損少數股東權益之設計而獲取利益，則該逐出交易必須要能創造或增加價值，控制股東始有進行該交易之誘因與實益。因此，本文上述建議，應能達成平衡保護少數股東與鼓勵企業進行價值增加逐出交易之規範目標。【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 296 頁】

陸、結論

控制股東對少數股東之逐出交易多係以公開收購加上簡易合併或三角合併方式加以完成，於該等交易中少數股東權益之保護在我國亦日漸受到重視。本文即以「逐出少數股東交易」為研究對象，先建立對逐出少數股東交易之正確評價與規範目的，進而參考美國立法、實務與學說見解，並對我國逐出少數股東交易之規範提出檢討與建議。

在資訊揭露義務方面，我國應可考慮針對逐出少數股東交易之資訊揭露作特別之立法，而非僅以公開收購說明書準則支應之；並應要求公司揭露該交易對少數股東的正反面影響與利弊分析；以及要求公司透過獨立的外部機構或代表人作為少數股東之代理人，作成客觀的評估意見或報告，供少數股東參考。此外，對融資收購、管理階層收購與兩階段收購之資訊揭露，亦應有強化之規範。

在受託人義務方面，參考美國法院陸續透過案例建立若干程序性的措施，例如特別委員會之設置，或少數股東過半數同意，本文建議在資訊充分揭露之前提下，倘於逐出少數股東交易中，公司已設有具交易否決權之特別委員會，經該特別委員會通過之交易，在董事會與股東會表決時，具利害關係之董事或法人股東無須迴避，蓋少數股東權益已藉由特別委員會此一機制加以確保；惟倘公司就該逐出少數股東交易，並未設有具交易否決權之特別委員會，或特別委員會拒絕該交易，則在董事會與股東會表決時，具利害關係之董事或法人股東則必須迴避，以回歸自我交易保護少數股東之設計。如此，應可

達成平衡保護少數股東與鼓勵企業進行價值增加逐出交易之規範目標。

隨著企業併購與逐出少數股東交易之日益增加，本文之研究議題應值得吾人持續之關注。【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 297 頁】

參考文獻

一、中文

- 1.王文字，財產法的經濟分析與寇斯定理，載：民商法理論與經濟分析，頁 133-149，2000。
Wang, Wen-Yeu, Economic Analysis of Property Act and the Coase Theorem, in Principles of Civil and Commercial Law and Economic Analysis, pp. 133-149, 2000.
- 2.王文字，企業併購法總評，月旦法學雜誌，83 期，頁 70-85，2002。
Wang, Wen-Yeu, General Comments of Business Mergers and Acquisitions Act, Taiwan Law Review, no. 83, pp. 70-85, 2002.
- 3.王文杰、方嘉麟、馮震宇，台灣管理層收購之法律問題——以復盛與日月光案為例，月旦財經法雜誌，15 期，頁 1-23，2008。
Wang, Wen-Chieh, Faung Kai-Lin & Fong, Jerry G., Legal Problems Related to Management Buyouts in Taiwan: The Instances of Fusheng Corp. and ASE Kaoh-siung Corp., Financial and Economic Law Review, no. 15, pp. 1-23, 2008.
- 4.王志誠，閉鎖性公司少數股東之保護，政大法學評論，89 期，頁 193-274，2006。
Wang, Chih-Cheng, The Protection of Minority Shareholders of Closely Held Corporations, Chengchi Law Review, no. 89, pp. 193-274, 2006.
- 5.林國彬，董事忠誠義務與司法審查標準之研究，政大法學評論，100 期，頁 135-214，2007。
Lin, Kuo-Bin, Fiduciary Duties and their Standards of Judicial Review: A Case Study on Delaware Cases, Chengchi Law Review, no. 100, pp. 135-214, 2007.
- 6.林進富、盧曉彥，台灣 MBO 相關重要規範及實務運作問題分析，月旦財經法雜誌，15 期，頁 45-70，2008。
Lin, Jin-Fu & Lu, Siao-Yan, The Analysis of Major Regulations and Practical Problems Concerning MBO in Taiwan, Financial and Economic Law Review, no. 15, pp. 45-70, 2008. 【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 298 頁】
- 7.林黎華，從致達資訊公開收購臺灣慧智案看修正後證交法公開收購規定之適用（上），集保月刊，146 期，頁 19-36，2006。
Lin, Li-Hua, A Commentary of Amended Securities and Exchange Act Concerning Public Tender Offer from the Case of Tender Offer between Jhih-Da Corp. and WYSE Technology Taiwan Ltd. Corp. I, TDCC. Journal, no. 146, pp. 19-36, 2006.

- 8.林黎華，從致達資訊公開收購臺灣慧智案看修正後證交法公開收購規定之適用（中），集保月刊，147期，頁19-40，2006。
Lin, Li-Hua, A Commentary of Amended Securities and Exchange Act Concerning Public Tender Offer from the Case of Tender Offer between Jhih-Da Corp. and WYSE Technology Taiwan Ltd. Corp. H, TDCC. Journal, no. 147; pp. 19-40, 2006.
- 9.林黎華，從致達資訊公開收購臺灣慧智案看修正後證交法公開收購規定之適用（下），集保月刊，148期，頁15-28，2006。
Lin, Li-Hua, A Commentary of Amended Securities and Exchange Act Concerning Public Tender Offer from the Case of Tender Offer between Jhih-Da Corp. and WYSE Technology Taiwan Ltd. Corp. IH, TDCC. Journal, no. 148, pp. 15-28, 2006.
- 10.邱淑卿，現金合併對股東權益保障之研討（上），集保月刊，127期，頁3-19，2004。
Ciou, Shu-Cing, The Protection of Shareholders, Rights on Cash Merger I, TDCC. Journal, no. 127, pp. 3-19, 2004.
- 11.邱淑卿，現金合併對股東權益保障之研討（下），集保月刊，128期，頁3-26，2004。
Ciou, Shu-Cing, The Protection of Shareholders, Rights on Cash Merger n, TDCC. Journal, no. 128, pp. 3-26, 2004.
- 12.張心悌，從企業併購論我國公開收購法制，月旦法學教室，60期，頁86-96，2007。
Chang, Hsin-Ti, A Commentaiy of Public Tender Offer Systems in Taiwan from the View of Mergers and Acquisitions, Taiwan Jurist, no. 60, pp. 86-96, 2007. **【政大法學評論第123期，2011年10月，第299頁】**
- 13.張心悌，控制股東與關係人交易，台灣本土法學雜誌，101期特刊，頁76-99，2007。
Chang, Hsin-Ti, Controlling Shareholders and Related Party Transaction, Taiwan Law Journal, no. 101, pp. 76-99, 2007.
- 14.章友馨，齊頭式公平真公平嗎？從凱雷收購東森媒體案討論股份收買請求權價格之裁定，月旦財經法雜誌，13期，頁135-169，2008。
Chang, You-Sin, The Fair Value? Discussions Concerning Appraisal Rights by the Judgment from the Case of Carlyle Group Acquired Tung Ho Multimedia Co. Ltd., Financial and Economic Law Review, no. 13, pp. 135-169, 2008.
- 15.廖大親，論股東行使表決權迴避之法理——兼評台北地院91年訴字第3521號民事判決，月旦法學雜誌，99期，頁236-253，2003。
Liaow, Ta-Ying, The Rule of Avoiding to Exercise Shareholders Voting Power: And Comments on No. 3521 Litigation of Taipei District Court Civil Judgment (2002), Taiwan Law Review, no. 99, pp. 236-253, 2003.
- 16.劉連煜，公司合併型態與不同意股東股份收買請求權，月旦法學雜誌，128期，頁26-36，

2006。

Liu, Len-Yu, Types of Corporate Mergers and Appraisal Rights of Dissenting Shareholders, Taiwan Law Review, no. 128, pp. 26-36, 2006.

- 17.劉連煜，股東及董事因自身利害關係迴避表決之研究——從台新金控併購彰化銀行談起，台灣法學雜誌，112期，頁19-35，2008。

Liu, Len-Yu, A Study on the Avoidance of the Voting Right of Shareholders and Directors Due to Individual Interest: Discussions Concerning Taishin Financial Co., Ltd. Acquired Chang Hwa Bank, Taiwan Law Journal, no. 112, pp. 19-35, 2008.

- 18.賴英照，股市遊戲規則——最新證券交易法解析，2006。

Lai, In-Jaw, Rules of Stock Market: The Newest Analysis of Securities and Exchange Act, 2006. 【政大法學評論第123期，2011年10月，第300頁】

二、外文

- 1.BAINBRIDGE, STEPHEN M., CORPORATION LAW AND ECONOMICS (2002).
- 2.BRUDNEY, V. & CHIRELSTEIN, M., CORPORATE FINANCE (2d ed. 1979).“
- 3.Calabresi, Guido & Melamed, A. Douglas, *Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089 (1972).
- 4.Cannon, Kimble Charles, *Augmenting the Duties of Directors to Protect Minority Shareholders in the Context of Going Private Transactions: The Case for Obliging Directors to Express a Valuation Opinion in Unilateral Tender Offers after Siliconix, Aqualia and Pure Resources*, 2003 COLUM. BUS. L. REV. 191 (2003).
- 5.CLARK, ROBERT, CORPORATION LAW (1986).
- 6.Coates, John C., IV, "Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discount in Conflict Transactions, 147 U. PA. L. REV. 1251 (1999).
- 7.Coffee, John C., Jr, *Transfers of Control and the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions while Chilling Inefficient Ones?*, 21 DEL. J. CORP. L. 359 (1996).
- 8.COOPER, ROBERT & ULEN, THOMAS, LAW AND ECONOMICS (5th ed. 2007).
- 9.Cox, JAMES D., ET AL., CORPORATIONS (1998).
- 10.Gilson, Ronald J. & Gordon, Jeffery N., *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785 (2003).
- 11.Goshen, Zohar, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 CAL. L. REV. 393 (2003).
- 12.Jensen, Michael C. & Meckling, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).

- 13.Koenig, Joshua M., *A Brief Roadmap to Going Private*, 2004 COLUM. Bus. L. REV. 505 (2004).
- 14.Levy, Ely R., *Freezeout Transactions the Pure Way: Reconciling Judicial Asymmetry between Tender Offers and Negotiated Mergers*, 106 W. VA. L. REV. 305 (2004).
- 15.MALLOY, ROBIN PAUL, LAW AND ECONOMICS : A COMPARATIVE APPROACH TO 【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 301 頁】THEORY AND PRACTICE (1990).
- 16.Pritchard, A. C., *Tender Offers by Controlling Shareholders: The Specter of Coercion and Fair Price*, 1 BERKELEY Bus. L.J. 83 (2004).
- 17.Subramanian, Guhan, *Fixing Freezeout*, 115 YALE L.J. 2 (2005).
- 18.Subramanian, Guhan, *Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory and Evidence*, 36 J. LEGAL STUD. 1 (2007).
- 19.Wolfe, Donald J., Jr. & Salomon, Janine M., *Pure Resources, Printcave and the Pugnacious Special Committee*, 7 No. 1 M&A LAW 10 (2003). 【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 302 頁】

Freezeout : Comparative Study on the Duty of Disclosure and Fiduciary Duty

Hsin-Ti Chang*

Abstract

Controlling shareholders can usually freeze out minority share-holders through merger freezeout or tender offer freezeout. In such transactions, how to protect minority shareholders becomes an important issue, This paper analyzes the fair valuation on freezeout as well as its regulatory purposes and offers some proposals to the freezeout mechanism in Taiwan by making reference to U.S. legislation, court opinions and scholarship.

With respect to the duty of disclosure, this paper suggests the promulgation of a special rule governing the duty of disclosure in freezeout transactions. As for the fiduciary duty, this paper suggests that on the premise of full disclosure, if a company has established a special committee with veto power to consider the freezeout transaction and such committee has

* Associate Professor of Law, National Taipei University; J.S.D. University of California, at Berkeley.

approved such a freezeout, the controlling shareholders can still vote at the board and shareholders' meeting; however, if a company has not established such special committee or such **【政大法學評論第 123 期，2011 年 10 月，第 303 頁】** committee has rejected the freezeout, the controlling shareholder shall refrain from voting at the board and shareholders' meeting to avoid the problem of conflict of interests. This proposal can reach the regulatory goal of protecting minority shareholders and at the same time encourage value-increasing freezeout transactions.

Keywords:

Freezeout, Duty to Disclosure, Fiduciary Duty, Merger Freezeout, Tender Offer Freezeout, Cash out Merger, Merger and Acquisition **【政大法學評論第123期，2011年10月，第304頁】**

自司法院釋字第 770 號解釋 談私有化併購交易之利益衝突 迴避爭議：

兼論與國巨案、美國戴爾電腦案的比較

蔡昌憲*

壹、前言

釋字 770 號解釋之原因案件（關於 2007 年台灣固網併購案，如後文「貳」所論，下稱「台固案」）凸顯出，於公司控制股東或負責人以私有化為目的之企業併購案中¹，作為少數股東之投資人能否獲得充分保護不乏爭議。實際上，現金逐出合併（cash-out merger），這種目的在於逐出（freezeout）少數股東的併購型態，包括透過管理階層收購（management buyouts, MBOs）、公開收購後行簡易合併

（short-form merger）等等私有化方式收購股份，常是公司控制股東為排除其他少數股東在公司中的參與權，並迫使其等收回出資，以掌握控制權之手段²。在一般的公開收購案中，收購最終目標為私有化或下市交易（going private transactions）³等以調整營運方式為目的的收購案，亦仍佔有一席之地。惟現金逐出合併一方面雖有作為爭奪經營權工具層面之隱憂；另一方面，本身亦可降低公司維持其公開發行地位所須承擔之法令遵循成本和風險，也因此在國內外開始產生所謂「私有化——公開

* 國立清華大學科技法律研究所專任教授；美國伊利諾大學香檳校區法學博士（J.S.D.）、美國紐約大學公司法碩士（LL.M. in Corporation Law）。E-mail: chstsai@mx.nthu.edu.tw。
作者對清華大學科法所高靖宇同學的研究協助，特此致謝。

化——私有化（private-public-private）」此種特殊的公司型態轉換循環⁴。

依國內現行法，在下市交易中，控制股東有可能先成立從屬公司，透過於公開收購後再進行合併的方式，以現金為對價將少數股東逐出；亦即在後一階段，經由持股數量多的股東或內部董事提案於董事會決議通過、再通過股東會多數決⁵。此種併購方式，投資人能否獲得保護實不乏爭議；尤以司法院釋字第770號解釋為例，其關於2007年的台固案，則明顯可看出大法官對於企業併購法（下稱「企併法」）於2015年修正前第4條第3款所容許之「現金逐出合併」（系爭規定一）以及當時同法舊條文第18條第5項排除公司法有關利益迴避規定之適用（系爭規定二，即2015修法後之現行企併法第18條第6項，下稱「迴避豁免條款」）⁶，皆認為此等舊法規定「未使因此現金作為對價之合併而喪失股權之股東，及時獲取合併對公司利弊影響暨有前揭企業併購法第18條第5項所列股東及董事有關其利害關係之資訊，亦未就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制，上開二規定於此範圍內，與憲法第15條保障人民財產權之意旨有違」⁷。

又如我國2011年所發生之遼寧併購國巨案（如後文「參、二、（一）」所討論，下稱「國巨案」），在併購過程中，即引起小股東對收購條件不滿意而群起質疑交易不公平之聲浪⁸。按國巨案本質乃典型的自我交易（self-dealing），如何淨化其利益衝突乃核心問題。而我國在國巨案當時尤因對小股東保護之法令不備，政府只好透過投審會決議來否決該案⁹；但這樣的管制方式卻導致投資人（尤其是外國投資人）對我國投資環境將充滿不確定性的質疑¹⁰。

同樣屬於管理階層收購案件，若與2013

年10月完成交易之美國Dell公司（Dell Inc.）併購案對照（如後文「參、二、（二）」所討論，下稱「戴爾案」），可發現戴爾案之交易過程中，主事者依美國實定法與普通法所定下的規則，運用利益衝突淨化機制；故即使收購過程中屢受其他大股東對收購價格及其他安排予以質疑，仍然成功完成下市交易¹¹。

有鑑於私有化併購交易（諸如管理階層收購、下市交易或現金逐出合併）在國內外已行之有年，且妥善執行之私有化交易亦具有其經濟效益；與其以政府管制加以嚴格限制，實更應思考如何透過妥適整備公司法制（含公司法、企併法、證券交易法（下稱「證交法」）及其法規命令）上之利益衝突淨化機制，避免其中利益衝突之成分侵害少數股東的權益，同時又能促成正常的市場交易，最終達到雙贏之目的。

在論述順序上，本文於第「貳」部分，將先聚焦於釋字第770號台固案，對此案件背景事實做介紹後，於第「參、一」部分再對台固案之大法官釋字第770號解釋所涉爭議進行相關法規面評析。接著，本文於第「參、二」部分，將聚焦於2007年台固案、2011年國巨案以及2013年戴爾案間之比較¹²；一方面呈現三案在防免利益衝突之交易架構上的異同，另方面凸顯我國法制面在保障少數股東方面恐有不足之處。第「參、三」部分則從解釋論與立法論之面向，就釋字第770號凸顯的企併法下之利益衝突迴避爭議，淺析未來的改革方向。第「肆」部分則為結論。

貳、釋字第770號台固案之事實面

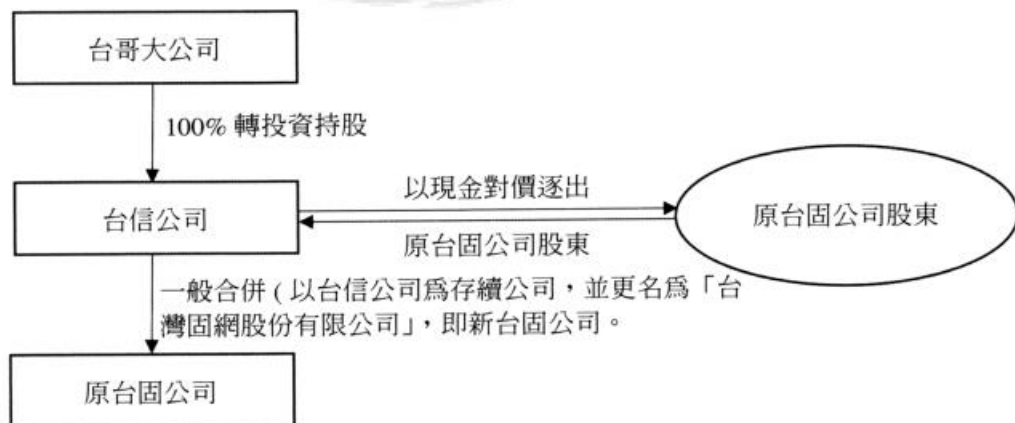
本現金逐出合併案起因於，原台灣固網股份有限公司（下稱「原台固公司」）於2007年6月29日召開96年度股東常會並決議，於

同年 12 月 28 日與台信國際電信股份有限公司（下稱「台信公司」）合併¹³。原台固公司於 2007 年 3 月 1 日公告，其接獲台信公司將以每股新台幣（下同）8.3 元的價格公開收購原台固公司之普通股股份¹⁴。台信公司原已持有台固公司 9.95% 股權，於 2007 年 3、4 月間先進行公開收購原台固公司普通股的程序，且台信公司於 2007 年 4 月 9 日召開董事會核議「以現金每股 8.3 元吸收合併原台固公司普通股」之議案¹⁵。原台固公司遂訂於 2007 年 6 月 29 日召開 96 年度股東常會；且根據原台固公司股務代理機構富邦證券於 2007 年 5 月 7 日提供之「全部股東持股分析表」，原台固公司當時股東人數為 26,557 人，其中持股 1,000 股以上有 25,417 人，而原台固公司依法於開會 30 日前（即 2007 年 5 月 29 日）寄送 25,417 件股東會開會通知予持股 1,000 股以上之各股東¹⁶。台信公司於合併原台固公司前，已經先經過公開收購程序取得原台固公司 74.0858% 股份，加上台信公司原先所持有 9.95% 原台固公司股份，合計取得原台固公司股份 5,423,400,833 股，佔已發行股份總數 6,454,000,000 股之 84.03%¹⁷。該次股東常會有關前揭合併議案因有超過已發行股份總數三

分之二的股東出席，且經過出席股東過半數同意通過，均符合當時企併法第 18 條第 1 項的定足數與多數決等規定¹⁸。

原台固公司係消滅公司，台信公司則為存續公司；且於合併後，台信公司即更名為「台灣固網股份有限公司」（下稱「新台固公司」）¹⁹。本解釋案的聲請人玉禮實業股份有限公司（代表人賴明峰）（下稱「玉禮公司」）為原台固公司股東，擁有原台固公司股票 70 萬股，按照收購價格換算每股 8.3 元，相當於玉禮公司遭以 581 萬元的現金逐出；因此，玉禮公司提起民事訴訟要求返還原台固公司股票，案經三審級之法院均敗訴定讞後²⁰，即聲請釋憲²¹。

本案件併購流程如下圖一。台信公司為台灣大哥大股份有限公司（下稱「台哥大公司」）100% 轉投資的公司²²。由台信公司以每股 8.3 元的價格，公開收購原台固公司流通在外之股份²³。在經過原台固公司之股東常會決議後，台信公司與原台固公司進行合併，以台信公司為存續公司，而原台固公司消滅²⁴。同時，存續的台信公司也將公司名稱更名為「台灣固網股份有限公司」（即為本文所稱之「新台固公司」）。



圖一 台信公司與原台固公司之現金逐出合併示意圖

收購案過程和主要參與之成員介紹，整理如下表一及二。

表一 收購案過程

日期	摘要
2007 年 3 月 1 日	台哥大公司宣布，將透過其 100% 轉投資持股之台信公司，以每股 8.3 元的價格，公開收購原台固公司的普通股股份。
6 月 29 日	原台固公司召開 96 年度股東常會決議，於 12 月 28 日與台信公司合併。
7 月 9 日	行政院公平交易委員會確認為無須申報的事業結合型態 ²⁵ 。
10 月 25 日	國家通訊傳播委員會（NCC）召開委員會議，審查通過原台固公司與台信公司的合併案 ²⁶ 。
2014 年 3 月	玉禮公司聲請大法官釋憲 ²⁷ 。
2018 年 11 月 30 日	大法官做出第 770 號解釋。

表二 主要成員說明

名稱	說明
台灣固網股份有限公司（原台固公司）	台灣固網股份有限公司，簡稱台灣固網、台固，是台灣民營電信固網公司之一。台灣固網成立於 2000 年，並於 2007 年在台哥大公司的整併之下，台灣固網與台灣電訊、富陽科技媒體，成立集團服務，服務內容包含行動通訊、固網、寬頻上網與有線電視 ²⁸ 。
台灣大哥大股份有限公司（台哥大公司）	台哥大公司成立於 1997 年 2 月 25 日，是第一家於台灣證券交易所上市交易的民營電信公司。為了提升營運規模、提供整合性服務，台哥大公司陸續與其他公司完成整併；2007 年收購台灣固網和台灣電訊，2008 年完成合併泛亞電信及東信電訊，也成為了台灣第二大網路服務供應商 ²⁹ 。
台信國際股份有限公司（台信公司）（新台固公司）	台信公司為台灣大哥大 100% 轉投資之公司，由台信公司在經過原台固公司之股東常會決議後，與原台固公司進行合併；原台固公司消滅，存續之台信公司更名並取而代之，成為新台固公司。

參、評析

一、釋字第 770 號解釋所涉爭議之法規面

台固案在合併當時，法規面上似完全合法，但在大法官第 770 號解釋文中，卻指出其等認為有疑慮之處：（1）在企併法於 2015 年 7 月 8 日修法之前，於本案中，因為以現金作為對價之合併而喪失股權的股東，無法及時獲取合併對公司利弊影響以及有關當時企併法第 18 條第 5 項（現行法第 6 項）所列之股東及董事的利害關係資訊；（2）沒有對股份對價公平性之確保，設置有效的權利救濟機制。基於以上兩點所述之範圍內，大法官認為系爭規定一與系爭規定二（前開二規定已於前言中提及）與憲法第 15 條保障人民財產權的意旨有違。

接著大法官在理由書中，詳細敘明其理由。大法官同意「合併」是企業為了尋求發展

以及促進經營效率的方式之一，惟企業合併的內容對於未贊同合併股東之權益影響甚大，諸如以下兩種情況：第一為強制購買股份的方式使未贊同合併股東喪失股權；第二為舊企併法第 18 條第 5 項所示之股東及董事對於其他參加合併公司之合併事項為決議時，得以行使表決權等規定。因此，大法官們認為，「基於權衡對未贊同合併股東之周全保障，及企業尋求發展與促進效率等考量，立法者至少應使未贊同合併的股東及時獲取有利害關係之股東及董事有關其利害關係的資訊，以及就股份對價公平性之確保，設置有效的權利救濟機制，始符憲法第 15 條保障人民財產權之意旨。」³⁰

然從理由書中似乎可看出，大法官們認為，重點在於要讓未贊同合併之股東，可獲取有利害關係之股東及董事所涉利害關係的相關資訊；如湯德宗大法官所提出的部分協同意見書即表明：「法人股東、法人董事於為現金逐出

之合併決議時，得以行使表決權，無需適用公司法有關股東及董事『利益迴避』之規定，須以『相關資訊適時揭露』為前提，則源於本院釋字第 709 號解釋、第 739 號解釋等解釋先例關於剝奪財產權應遵循『正當程序』之要求。」³¹

惟誠如陳碧玉大法官所指出：「股東於股東會、董事於董事會對於議決事項有無表決權規定合憲與否，端視該規定本身及相關規定是否得以使公司有不受損害之虞而定，此與說明揭露義務之目的在於協助股東、董事為決議時有足夠資料以為判斷之依據無關。在邏輯上無法推導出若有即時適足資料之揭露，即可以免除股東或董事有利益迴避之必要性」。³² 在本文對於企併法下之利益衝突迴避豁免條款³³ 進一步提出質疑，並探討如何自釋字第 770 號解釋指出之利益衝突迴避爭議提出私有化併購交易應有的改革方向前，以下先透過 2007 年

台固案、2011 年國巨案以及 2013 年美國戴爾電腦案間的比較，凸顯出有利益衝突股東在董事會、股東會決議中是否迴避之問題重要性。

二、與國巨案、美國戴爾電腦案的比較

(一) 國巨案

1. 事實面

本案之各重要當事人關係示意如下圖二。於 2011 年，國巨股份有限公司（下稱「國巨公司」）之董事長陳泰銘以及持有國巨公司海外可轉換公司債的 KKR 共同對 AINC 公司出資，由 AINC 公司成立持股百分之百的子公司遨睿公司，再由遨睿公司以公開收購形式，向國巨公司之少數股東以現金為對價收購國巨公司流通在外的股份。此架構是典型的以特殊目的公司（special purpose vehicle, SPV）為存續公司，對被合併公司之少數股東進行現金逐出的併購方式。



圖二 遨睿併購國巨案關係示意圖（本圖省略陳泰銘及 KKR 用以完成多層次投資之其他子公司³⁴）

本收購案過程和主要參與之成員介紹，整理如下表三及四。

表三 收購案過程

日期	摘要
2011年4月6日	國巨公司宣布收購案
4月8日	投保中心去函國巨公司要求成立客觀獨立審議委員會，審議收購價格和計畫合理性。
4月12日	國巨公司臨時董事會作出收購價尚屬合理之結論。
5月23日	收購股數雖已超過最低門檻（7億7689萬7934股 ³⁵ ，加計遼寧關係企業持有之海外可轉換公司債全數轉換後的普通股，遼寧總計持股超過國巨公司全部稀釋普通股約60.14% ³⁶ ），但因案件尚在主管機關審議中，遼寧宣布收購案展延1個月（至6月24日） ³⁷ 。
6月10日	國巨公司召開股東會，陳泰銘未就併購案進行說明。
6月12日	金融監督管理委員會（下稱「金管會」）建議投審會請國巨公司提出說明。
6月22日	經濟部投審會駁回AINC公司之投資案，遼寧併購國巨案破局。

資料來源：王嘉宏等，前揭註34，頁60-61。

表四 主要成員說明

名稱	說明
國巨公司	被收購公司，為我國之大型被動元件製造商，陳泰銘為其董事長兼執行長。
陳泰銘	國巨公司之董事長兼執行長 ³⁸ 。2011年時估計收購團隊（包括陳泰銘、KKR）合計約持有國巨公司股票近35%，其中包括KKR持有之可轉換公司債（2014年到期） ³⁹ 。
遼寧投資股份有限公司	收購方、新成立公司，其資金來源乃KKR和陳泰銘共同透過多層次投資成立AINC公司，再由AINC公司作為遼寧公司唯一股東。後由遼寧公司進行公開收購之作業。依照相關企業之持股比例換算，相當於由陳泰銘持股54.36%，KKR持股45.64%。
Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR)	美國私募股權基金。其曾於2007年設立投資公司，以認購國巨公司所發行之海外可轉換公司債，總額約2.3億美元；該次發行之公司債若全部轉換為國巨股份，約相當於其已發行股份之16.1%，可成為國巨最大股東 ⁴⁰ 。

資料來源：主要整理自王嘉宏等，前揭註34，頁60-61、74。

2. 所涉爭議之法規面

本案收購過程當時雖未違反我國公司法制之明文規定，但其進行方式及條件引起相當大之爭議，主要爭議包括對小股東的保障不足，以及涉及董事會之利益衝突。

在本案中，小股東即使拒絕出賣持股，亦會在收購完成後的合併過程中以現金為對價被強制逐出，沒有繼續持股的可能。與此相關之法規為我國公開收購公開發行公司有價證券管理辦法當中針對股東地位平等之規定，其第7條之1規定公開收購人不得與被收購公司股東為特別約定使其參與應賣後可取得特別權利；但依本案當時進行過程，似無明顯違反本條之情事⁴¹。

在本案之董事會利益衝突疑慮層面上（諸

如投審會指出的公開收購價格之合理性有疑慮及資訊揭露透明度不足），除本案收購團隊成員之一為國巨公司執行長兼董事長外，在此種管理階層收購案件中，由於管理階層身兼收購公司、目標公司之股東與董事，易生利益衝突；依現行公司法第206條第4項（案件事實當時係舊法第206條第3項）準用第178條，不得加入表決，故本案董事會針對併購案表決時，有利害關係之董事長即依照相關規定迴避⁴²。但在本案中，即使迴避亦造成實際爭議：國巨八位董事中有六位因利益衝突而迴避，一位缺席；但依經濟部商業司之解釋，迴避董事之人數亦算入法定出席門檻中⁴³，導致即使只有一位不具利益關係之個人董事林來福進行表決並作成決議，亦可通過收購案，惟此

種決議形式上並不違法⁴⁴。

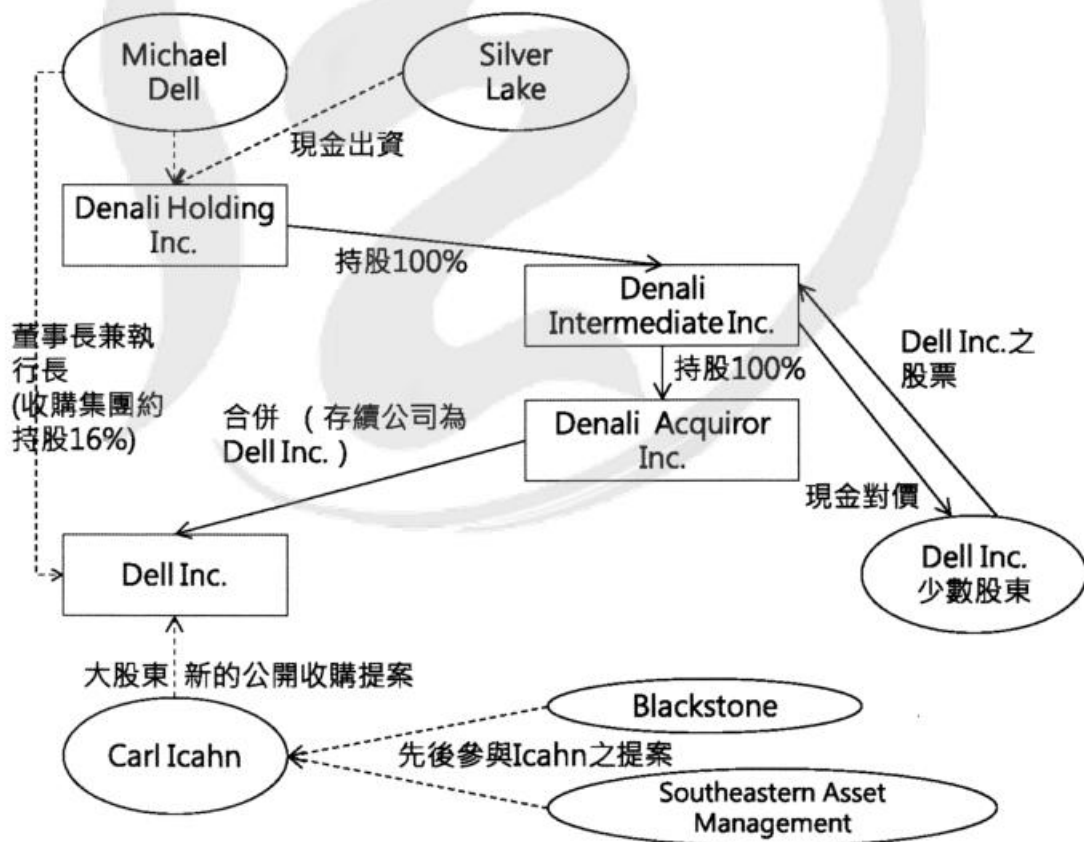
此外，亦有認為本案應成立專責委員會審核投資案為妥。由於本案涉及管理階層收購，雖有利益衝突之虞，但國巨公司在本案中未依照主管機關建議來成立獨立審議委員會，以評估收購條件。與本爭議相關之當時主要法規為上市上櫃公司治理實務守則（下稱「公司治理實務守則」）第12條第2項，其規定：「上市上櫃公司發生管理階層收購（Management Buyout, MBO）時，除應依相關法令規定辦理外，宜組成客觀獨立審議委員會審議收購價

格及收購計畫之合理性等，並注意資訊公開規定。」⁴⁵又同條第3項建議於處理第2項事宜時，上市上櫃公司相關人員「應注意利益衝突及迴避情事」。但前開公司治理實務守則規定內容並無強制力，即使違反也不會發生明文的法律效果⁴⁶。

（二）美國戴爾電腦案

1. 事實面

本文整理本案主要當事人之間關係，示意如下圖三，又本案收購時程及相關重要成員如表五、六所示⁴⁷。



圖三 Dell 公司收購案關係示意圖

表五 收購過程要事

日期	摘要
2013年2月5日	Dell 公司發布新聞稿，宣布與 Michael Dell 及 Silver Lake 的收購方達成合併協議，同時啓動 45 日的尋購期間來徵求最佳的收購提案。
2月8日	數位大股東認定每股 13.65 美元的收購價過低，提出反對收購案之意見。同一週末，Southeastern Asset Management 等幾位大股東也明確表示反對。
3月7日	大股東 Icahn（當時持股約 10 億美元）要求 Dell 公司另支付每股 9 美元的現金股利，並要求 Dell 公司將年度股東常會與表決合併協議的股東臨時會合併召開；且主張若 Dell 公司不同意，擬發動委託書徵求戰（proxy fight）並尋求司法救濟，來反對收購案。Icahn 於 3 月 11 日被允許在保密前提下閱覽 Dell 公司的帳冊文件。
3月22日	Icahn 與 Blackstone 分別向特別委員會（special committee，下稱「特委會」）提出收購提案，3 月 25 日二者開始洽談是否聯合行動。
4月19日	Blackstone 根據 Dell 公司市值評估，決定退出收購交易。
5月10日	Icahn 和大股東 Southeastern Asset Management 共同提出收購提案。但於 6 月 5 日，Dell 公司特委會評估 Icahn 若要達成其等的收購條件（含特別發放每股 12 元的現金股利），資金將短缺 40 億美元；因此仍作出同意接受 Michael Dell 和 Silver Lake 提案的建議。
6月18日	Southeastern Asset Management 以每股 13.52 美元的價格賣出近 10 億美元的股票給 Icahn，從而 Icahn 宣稱其已成為 Michael Dell 等內部人以外的最大外部股東（external shareholder）。Icahn 提議 Dell 公司以每股 14 美元價格公開收購該公司自身 11 億美元股票，Icahn 將提供自有資金資助此提案。
7月8日	包含 Institutional Shareholder Services（ISS）在內等大型股東投票諮詢公司（proxy firms），建議股東接受 Michael Dell 提出的收購條件。
7月12日	Icahn 和 Southeastern Asset Management 將收購條件自每股 14 美元提高，並擔保每股價格將介於 15.5 至 18 美元間。
7月24日	原本預計於 7 月 18 日召開就合併案進行表決的股東臨時會延期，7 月 24 日召開第二次就合併案進行表決的股東臨時會亦延期；Michael Dell 此際才將收購條件提高到每股 13.75 美元（增加 10 美分），但附加條件：要求修改投票規則來讓其提案能獲得多數決同意。
7月31日	特委會拒絕 Michael Dell 原先的要求，但同意股東名簿最後變更日（record date）延後，而此日期決定了將會有更多股東能就 Michael Dell 方的合併協議進行表決。
8月1日	Dell 公司宣布已和 Michael Dell 達成協議，修改收購條件和投票方式。Icahn 在德拉瓦州對 Dell 公司及其董事會提起訴訟，要求透過快速訴訟程序（fast-track）阻止 Dell 公司作出任何跟投票規則有關的變更（含股東名簿最後變更日的延期）；並且拒絕 Michael Dell 將表決門檻修改成須經「有出席或透過委託書投票贊成或反對之不利利害關係股東的多數決同意」。8 月 16 日法院駁回快速訴訟程序之聲請。Icahn 於 9 月 9 日宣布放棄收購提案。
9月12日	股東臨時會投票結果出爐，Michael Dell 和 Silver Lake 提出的收購案經過不利利害關係股東之多數決同意（Michael Dell 及其收購集團之股東未參與表決）。
10月29日	Michael Dell 方完成收購，Dell 公司下市。

資料來源：蔡昌憲，前揭註 33，頁 544-546。

表六 主要成員

名稱	說明
Dell Inc.	目標公司，Michael Dell 為其創辦人、執行長兼董事長（chairman）。
Michael Dell	Dell 公司之創辦人、執行長兼董事長，包括本人和其關係人（related parties）在內，於收購交易前，整體約持有 Dell 公司 16% 之股份。
Silver Lake Partners	私募基金，出資與 Michael Dell 共同收購 Dell 公司。
Carl Icahn	Dell 公司之大股東，其本身為 Icahn Enterprises 控股公司的最大股東。不滿意 Michael Dell 與 Silver Lake 提出之合併協議條件，故透過提出其他收購提案及訴訟手段與之抗衡。

資料來源：蔡昌憲，前揭註 33，頁 546-547。

2. 所涉爭議之法規面

Dell 公司在本案中使用了多種德拉瓦州

公司法實務上有利於公司證實交易具公平性的安全港（safe harbor）⁴⁸ 手段，主要包括：

(1) 成立特委會來審議收購條件，該委員會由獨立董事組成，並由其中的首席董事（Lead Director）Alex Mendl 領軍；(2) 聘有獨立財務顧問為 J.P. Morgan、獨立法律顧問 Debevoise & Plimpton LLP，並有投資顧問 Evercore Partners 協助於尋購期間評估競價者提出的收購條件⁴⁹；(3) 另就合併協議的通過，須經無利害關係之少數股東多數決同意。

收購過程中雖未明顯違反法律，但大股東 Carl Icahn 提起訴訟，主張：股東會投票規則不公平；反對 Dell 公司將股東名簿最後變更日延期的行為（因修改後有更多投資人得以投票）；要求法院不允許 Michael Dell 及其關係人於 2013 年 2 月 5 日（收購案宣布日）之後才取得的股數進行投票；不允許 Dell 公司修改表決門檻；主張董事會與特委會各種行為有利於 Michael Dell，故違反其受託義務等。但 Carl Icahn 之眾主張未被德拉瓦州衡平法院接受。

承前所述，Michael Dell 收購方所提出、後經 Dell 公司特委會通過之合併協議中也設定有尋購條款，容許 Dell 公司特委會尋找提出更加收購條件之競價者，並得以較低額之中止費用終止協議；此多半目的為滿足德拉瓦州公司法實務上之 Revlon 義務所設定的條款⁵⁰。

殊值注意者，該案收購方之所以安排前述利益衝突的淨化機制，似基於美國德拉瓦州公司法所創設之制度誘因⁵¹。此可能因而讓非屬管理階層之小股東可獲得較高的併購溢價；簡言之，例如該案收購方一開始提出的收購換股條件係 13.65 美元的現金，後在大股東 Carl Icahn 等人的挑戰壓力下，Michael Dell 方於 2013 年 8 月 2 日宣布提高每股對價至 13.75 美元（提高 10 美分）並加發每股 0.13 元的現金

股利⁵²。

（三）三案比較

本文所比較之三案的主要共通點，均為由管理階層建立其所控制之轉投資公司來收購目標公司。惟三案雖均強調其收購過程完全遵照各該國當時公司法制之規定，國巨案中卻屢遭質疑其決策不夠透明、決定價格合理性不足；釋字 770 號則是指摘舊企併法規定未使遭現金逐出之股東及時獲取合併對公司利弊影響、以及涉有利益衝突之股東及董事有關的利害關係資訊，亦未設有效之權利救濟機制以確保股份對價公平性。反觀美國 Dell 公司於合併過程中採取各種合於美國公司法實務所要求之安全港程序要求；此或有助於證實系爭合併協議與相關交易的公平性，以及 Dell 公司董事會未違背對公司及股東之受託義務。

換言之，德拉瓦州之公司法實務上雖對董事會在各種合併交易情境中所應負之義務要求較嚴格，但此類淨化利益衝突之機制，同時也有利於併購交易當事人雙方遵循，從而一方面減少交易破局之風險，另方面透過程序要求確保少數股東所取得之股份對價具一定的公平性。對照國巨案，即可發現我國當時的立法或司法實務可能有不完備之處，致使企業不易或不知如何遵循相關法令。是故，由以上三案之比較或可看出，若我國公司法制在立法政策上有意實際促成各種併購交易順利進行，則在法律層面上應提供明確規則，以在增加併購彈性之同時，減少交易中之利益衝突成分而確實保護少數股東。

本文將前述三案重點比較並摘要如下表七。可看出三案在參與之當事人身分、引入資金類型、合併案結構等特色，具有一定的相似性；三案本身也各自未違反各該國於併購當時

表七 台固案 (2007 年)、國巨案 (2011 年) 及戴爾案 (2013 年) 之比較

項目	台灣固網公司併購案 (釋字 770)	遼睿併購國巨案	Dell 公司收購案
併購案類型 ⁵³	管理階層收購 (二階段合併)	管理階層收購 (二階段合併)	管理階層收購 (一階段合併)
公司內部人身分	蔡明忠先生於 2007 年間為原台固公司董事長，亦為收購公司台信公司的董事 ⁵⁴ 。	董事長兼執行長 (陳泰銘先生)。	董事長、執行長兼最大股東 (Michael Dell)。
引入資金	台信公司固有資金。	國外私募基金 (KKR)。	國內私募基金 (Silver Lake)。
股份取得方式	公開收購。	公開收購。	合併協議。
併購態樣 ⁵⁵	台信公司 ⁵⁶ 與原台固公司合併，台信為存續公司並成為新台固公司，原台固公司因而下興櫃 (正三角合併)。	成立特殊目的公司 (遼睿公司) 與國巨公司合併，遼睿為存續公司，國巨公司因而將下市 (正三角合併)。	成立特殊目的公司 (Denali Acquiror Inc.) 與 Dell Inc. 合併，Dell Inc. 為存續公司，Dell Inc. 亦下市 (逆三角合併)。
交易案審核	董事會決議通過 (具利害關係之董事無迴避) ⁵⁷ 。	董事會決議 (具利害關係之董事有迴避)、公開收購說明書中有獨立專家合理性意見書。	由獨立董事組成之特委會審核條件後同意，另有尋購期間的設置。
法律爭議	無違法。但大法官作出釋字 770 號解釋，認為企併法對於因被以現金為收購對價而喪失股權之股東，未使其獲得有利害關係之董事與股東的相關資訊，以及未對股份對價公平性之確保，設置有效的權利救濟機制。	無違法。但被指為決策過程不透明，無依主管機關要求成立獨立審議委員會等等。	無違法。但收購條件遭外部大股東質疑，並曾提出與其競爭的收購條件。
交易結果	經股東常會決議後通過此合併案，台信公司未於原台固公司之系爭股東會決議中迴避 ⁵⁸ 。	經濟部投審會駁回投資案。	經無利害關係之少數股東多數決的股東臨時會同意。

資料來源：本文整理。

之公司法制相關規定。

三、從美國法之利益衝突淨化機制看利益衝突迴避爭議的改革方向

由我國國巨案與台固案之比較可知，企併法雖於 2015 年獲修正增加諸如第 6 條的特委會以及第 18 條第 3 項的國巨條款來填補該案例示之漏洞；但如論者指出，或許仍然為德不卒，僅是公司治理法制之半套法律移植⁵⁹。釋字 770 號之原因案件事實一方面再度強調此種私有化併購交易中迴避豁免條款引發的爭議，另方面似也指出企併法 2015 年修正中前述「為德不卒」之處。惟該號解釋主文認為現行企併法的不足之處在於企併法第 5 條第 3 項等資訊揭露規定，未能使少數股東及時獲取有利害關係之股東與董事的相關完整資訊；而且，

企併法第 12 條等股份收買請求權規定未適用於未贊同現金逐出合併之股東遭剝奪股權的情形⁶⁰。然而，針對原因案件所例示利益衝突問題的解決之道，誠如王文字教授指出：「利益迴避是本案主要爭點。公司法規定應迴避，企併法卻反其道而行。一因控制公司已掌握絕對權力，開會實益不大。二因控制公司代表充斥目標公司，迴避後開不成董事會。解決之道為設置獨立董事與特別委員會，落實迴避制度。解釋文認為充分揭露資訊可匡正無庸迴避之弊。無可否認，併購時股東掌握充分資訊方能做出睿智決定。但類似本案情況，少數股東勢單力孤，資訊充分亦難力挽狂瀾。因此，解釋文將迴避規定效力繫於股東能否獲得充分資訊，論證說理略嫌薄弱。未來應修法強化董事

究責機制，提升公司治理。」⁶¹

承上所論，為使少數股東權益在具利益衝突的私有化交易中仍受到一定程度之保障，似無法僅仰賴資訊揭露、異議股東的股份收買請求權；尤其如戴爾案所例示，公司負責人與控制股東在董事會、董事會中就利益衝突之事前迴避似仍有其重要性。故如後所論⁶²，本文淺見以為：第一，可考慮修法回復如同美國德拉瓦州公司法之下雙重程序保障淨化機制中的少數股東多數決同意，落實迴避制度；或是強化現行企併法第18條第3項的國巨條款，提高股東會之可決門檻。第二，若第一點的修法於短期內有其困難，為及時保障少數股東，吾人不得不調整利益衝突淨化機制之重心至雙重程序保障中的另一機制—具實權與獨立性之特委會立基於充分資訊下的多數決批准；進一步言之，不僅應關注特委會之組成與運作（含獨立顧問），更應明確賦予特委會「否決權」。第三，解釋論上的另一重點則是透過法院加強受託義務之司法審查（含利益衝突有關重要事實的充分揭露），或始能在投資人保障以及利益衝突交易之經濟需求間取得一平衡點。

（一）雙重程序保障之淨化機制

國巨案中，可發現我國當時的立法或司法實務可能有不完備之處，致使企業不易或不知如何遵循相關法令。是故，若我國公司法制在立法政策上有意實際促成各種併購交易順利進行，則在法律層面上應提供明確規則，以在增加併購彈性之同時，減少交易中之利益衝突成分而確實保護少數股東。從而於國巨案之後，企併法於2015年進行大幅修正，以某程度填補國巨案所例示之少數股東保障缺失。且於該次修法中，企併法新增第6條之修法理由明文指出，其乃參考美國德拉瓦州普通法之精神而引進特委會來保障少數股東之利益。尤其，美

國德拉瓦州最高法院於2014年3月14日判決之Kahn v. M&F Worldwide Corp.案⁶³中指出，在下市交易中，最能保障少數股東的法律規則，乃鼓勵控制股東若同時提供以下雙重程序保障之淨化機制，則不適用較嚴格之完全公平（entire fairness）的司法審查標準，而適用較寬鬆的商業判斷法則（business judgment rules, BJR）：一、系爭合併案乃由具獨立性的特委會在履行其注意義務之下協商出一公平價格並予以批准，且該特委會經完整授權挑選自己的顧問，更具有逕行拒絕的權力；二、系爭合併案經未受脅迫且具充分資訊之少數股東的多數決同意⁶⁴。

相對而言，我國公司法上雖有諸如具利害關係之董事及股東的迴避義務等利益衝突淨化機制，惟如釋字770號的台固案事實所示，在併購交易案中，卻因企併法偏重強化併購彈性（釋字770號所涉事實當時之舊企併法第18條第5項，即是現行法第18條第6項）而失其作用⁶⁵。特別的是，於2015年之企併法修正中，第18條第6項等迴避豁免條款已擴大其適用之併購類型範圍，從而收購公司之控制股東與負責人在目標公司的董事會、股東會有關決議中均毋須迴避；此意味著政府為達併購效率之目的，可能放棄上述德拉瓦州最高法院Kahn v. M&F Worldwide Corp.案中，所揭櫫雙重程序保障中之不具利害關係的少數股東多數決批准此一淨化機制⁶⁶。換言之，縱令2015年企併法新增第6條之修法理由明文指出乃參考美國德拉瓦州普通法之精神而引進特委會；我國修法時卻放棄雙重程序保障之另一支柱——少數股東多數決的同意，此種政策選擇是否非屬完整的公司治理法律移植？

（二）少數股東多數決之同意與利益衝突迴避

從釋字770號解釋理由書中似可看出，大

法官多數意見認為，重點在於應讓未贊同合併的股東可以獲取有利害關係之股東及董事等相關資訊；但如此改革方向對於少數股東真有實質上保障？首先，在黃虹霞大法官提出之部分不同意見書中即清楚表明「有利害關係者應行迴避，股東權益應受保護」；其認為在公司法第178條及第206條中有明文規定，利害關係迴避是基本原則之一。惟為何在「台固案」之現金逐出合併時，當時企併法第18條第5項（即系爭規定二，也就是現行法第18條第6項）卻替有利害關係之股東開了一個例外，亦即「系爭規定二排除公司法之利害關係迴避規定之適用」；故本件解釋中所指其他贊同合併之股東中包含有利害關係之股東，可以參與表決並繼續保有其股東地位，此明顯與前面所述之「利害關係迴避原則」有違，因此應予檢討⁶⁷。故而，少數股東即使獲有充分關於利害關係股東於董事會及股東會決議等等資訊，恐亦難以有一番作為，故僅單純強制前述資訊之事前揭露似非有效的少數股東保障措施⁶⁸。

其次，2015年企併法新增第6條之修理由明文指出乃參考美國德拉瓦州普通法之精神而引進特委會。黃虹霞大法官指出：「經查該州法院已發揮法院依正當程序審查之功能，經由舉證責任倒置，使公司或多數股東負相關合併程序正當之舉證責任，由此促使有利害關係之多數股東自行迴避，以免程序不正當而敗訴，即在德拉瓦州因實務運作也生利害關係迴避之結果。」⁶⁹如前文「參、三、（一）」所述，德拉瓦州最高法院於2014年的Kahn v. M&F Worldwide Corp.案中，所進一步揭櫫雙重程序保障除指特委會外，更包含不具利害關係之少數股東多數決的同意此一淨化機制，故德拉瓦州實務運作亦生利害關係迴避之結果。由是可知，在前文「參、二、（二）」的戴爾案

中，Michael Dell收購方之所以在交易過程中同時提供特委會審查及少數股東多數決的批准等機制，目的很可能是為了使收購提案與Dell公司董事會所為決議受到商業判斷法則的推定保護。可見於私有化併購交易中，前開雙重程序保障機制就利益衝突淨化上的重要性。

再者，或許因為在我國之私有化交易中，前開雙重程序保障在法制上均有不足之處；以KKR私募基金結合榮化大股東李謀偉家族併購下市的問題為例，葉銀華教授指出：「私募基金只要結合大股東，就可控制三、四成以上股權，不用出太高價就能併購，因此國內併購溢價只有一到二成，低於國外的三、四成。」⁷⁰從而，雙重淨化機制之完備或可促使少數股東獲較高的併購溢價⁷¹。基此，為在私有化交易中保障小股東權益，立法論上可考慮訂定利益迴避規定或某程度回復公司法第178條及第206條等利益迴避規定之適用；或是強化如下所論之企併法第18條第3項等國巨條款，亦即縱使短期內不修法訂定或回復利益迴避等規定，可考慮再拉高同意併購下市門檻⁷²。

承上，2015年企併法修訂的國巨條款亦有其為德不卒之處。詳言之，2015年企併法新增第18條第3項規定：「前二項股東會決議，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。」本條文號稱為「國巨條款」，針對特定類型之下市交易，要求經門檻特別高之股東會決議通過⁷³。實際上，亞洲其他已開發市場針對下市的批准設置更高門檻；以香港收購守則第2.2條為例，其規定收購人及與收購人一致行動者均不得行使表決權；反面言之，只有「獨立股東」（即與收購方間無

利害關係的股東)被允許對下市決議表決;表決門檻是已發行股份總數中之獨立股東至少75%贊成下市,且不得有超過10%獨立股東的反對⁷⁴。顯然,台灣下市門檻更低,蓋僅需已發行股份總數3分之2(66.6%)以上股東的同意行之;甚且,不僅是無利害關係之股東可投票,有利害關係股東亦可依迴避豁免條款進行投票。易言之,由於迴避豁免條款的擴大適用,國巨條款能發揮的功能似可能遭到弱化。上述即凸顯現企併法在「增加併購彈性」(例如企併法草案第18條第6項)與「保障投資人」(例如國巨條款)等修法方向上,難謂無內在體系上的矛盾之處。黃虹霞大法官在舉例其他國家或法域在合併時的法規範時,也不僅指出國外下市可決的較高門檻,亦強調如香港即規定「准否合併之權限在剩餘(排除利害關係股東後)百分之10以下股東組成之少數股東股東會,如少數股東股東會不同意合併,合併案即無法成立。…德、英及其他歐盟體系國家,均以持股比例百分之90作為現金合併逐出之門檻,依此門檻,本件原因案件不應准予合併,更不必論及是否迴避問題(因此,不能以先進國家未有迴避規定為由,認系爭規定當然為合憲),由此反觀我國企業併購法規定,在一般併購並未設特別(較高)之持股最低門檻限制,也就是適用一般規定且有利害關係者得行使表決權,如此,對被現金逐出股東之保護難謂完足。」⁷⁵職此,若我國短期內不修法訂定利益迴避規定或刪除迴避豁免條款,至少應考慮修法提高國巨條款之可決門檻。

退萬步言,倘若增訂利益迴避規定或提高下市之股東會表決門檻的前開立法論建議在短期內均無法達成;則如後文「參、三、(三)、(四)」所論,吾人須將利益衝突淨化機制聚

焦於具實權與獨立性之特委會在獲得充分資訊下的多數決同意,同時加上法院透過受託義務之司法審查,以保障少數股東的利益⁷⁶。

(三) 特別委員會之強化與受託義務的司法審查

若迴避豁免條款擴大其適用範圍在立法論上短期內無法獲得改變,則應轉而聚焦於如何讓特委會有實權及獨董之受託義務究責,以於私有化併購交易中讓少數股東獲得一定保障。誠然,如羅昌發大法官指出:「究應如何設置『確保現金逐出合併之合理性及符合公司最大利益』之機制,立法者本有立法形成空間。原則而言,於個案中賦予一個專業公正的第三者,對於現金逐出合併是否具合理性及是否符合公司最大利益,提出專業判斷,並使此種專業判斷之意見具有一定的法律效果,應為適當的機制。本件原因案件發生時所應適用之舊法及現行法,就此部分,主要係賴獨立專家及特別委員會之機制確保。」⁷⁷惟其擔憂2015年修正前後之企併法第6條,一方面對獨立專家及特委會之規範似對少數股東尋求救濟的保障有所不足;另一方面,不論舊法及現行法所規定獨立專家或特委會之機制,均僅適用於公開發行股票之公司,使得非公發公司之少數股東未能受此等機制之保障⁷⁸。惟實際上,至少以本文討論的個案為例,近期引發少數股東權益受到影響之私有化併購交易個案均大多屬公發公司;如前文「貳」所述,原台固公司於2007年間本係興櫃公司,屬公發公司,故若原因案件發生於2015年企併法修正之後,則該公司仍須成立特委會以審議系爭合併案。甚且,以臺灣為例之東亞法域在近年來持續地引進英美的公司治理模式,例如獨立董事及審計委員會之漸進式強制設置⁷⁹;則在少數股東多數決之同意在現行法遭弱化此等政策方向的

現實下，為保障少數股東，即應調整利益衝突淨化機制重心至其實權與獨立性之特委會在獲得充分資訊下的多數決同意。當然，現行企併法第6條就獨立專家或特委會之機制目前在法律位階之條文上對於保護少數股東尚有改善空間，立法論上至少應思考未來如何修正企併法第6條，賦與特委會有實權與拒絕權⁸⁰。進一步言之，不僅應關注特委會之組成與運作（含獨立顧問／專家），且應明確賦與特委會積極對外談判之實權與「否決權」⁸¹。

為具體化特委會保護少數股東所需之權力，淺見以為於法院就受託義務之司法審查的解釋論上，在資訊充分揭露之前提下⁸²，在諸如現金逐出合併、管理階層收購、下市交易等具利益衝突之私有化併購案中，若有利害關係之董事或股東依企併法第18條第6項等迴避豁免條款於董事會或股東會表決時，均未迴避，則公司必須設置具交易否決權之特委會，唯有經該特委會通過之交易始為合法；具體而言，若有資訊未充分揭露、特委會未通過、特委會無實權、特委會無獨立性、甚至根本未組成特委會等情事，縱使董事會、股東會決議在企併法第18條第6項等迴避豁免條款之體系解釋下可能被認定為無程序瑕疵，此也只表示系爭決議難謂無效或得撤銷。然而，更重要就受託義務違反責任而言，具利害關係之董事或股東仍無法排除在公司法第23條第1項、第8條第3項以及企併法第5條第1項等規定下，遭受違反受託義務之可能究責⁸³。

於如此解釋下，或將促使併購公司在交易程序安排上，具有誘因充分揭露資訊，且使目標公司特委會擁有實權與獨立性⁸⁴；例如，可依「公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法」第3、8條，主動賦與特委會有實權與拒絕權並提供職權行使所需要的資源及資

訊。甚且，若併購公司擔心系爭交易無法通過前開特委會的安全港程序，則具利害關係之董事或股東仍可選擇主動於董事會、股東會表決時迴避⁸⁵（如同戴爾案中收購集團將少數股東多數決之同意設定為收購案通過的前提），以避免遭受違反受託義務之究責，從而回歸自我交易時優先保護少數股東之設計。如此一來，或始能在企併法追求併購彈性之同時，與公司法制中保護小股東之規範目的取得平衡。

肆、結論

關於2018年司法院釋字第770號解釋，大法官針對企併法下之現金逐出合併暨股東及董事利益迴避等有關規定，作出可能違憲的重要解釋。自理論面以觀，現金逐出合併乃以私有化為目的之併購交易的一種；私有化併購交易在概念上亦包含管理階層收購或下市交易。以各種私有化方式收購股份，常是公司控制股東為排除其他少數股東在公司中的參與權，並迫使其等收回出資，以掌握控制權之手段。在此種併購交易下，由於企併法在2015年修法前後均容許或擴大迴避豁免條款，作為少數股東之投資人能否獲得充分保護誠不乏爭議。

本文比較釋字第770號所涉2007年台固案、2011年國巨案、2013年美國戴爾電腦案等三案件之事實及法律爭議。在這些個案中，利益迴避均屬主要核心爭點。尤其我國公司法上雖有諸如具利害關係之董事及股東的迴避義務等利益衝突淨化機制，惟在併購交易案中，卻因企併法偏重強化併購彈性而失其作用；詳言之，現行企併法第18條第6項為例之此種迴避豁免條款已普遍適用於企併法所規範的多種併購類型範圍，此意味著我國政府在2015年企併法修法之際，為達併購效率之目的，幾已放棄美國德拉瓦州公司法就安全港之雙重程

序保障中，不具利害關係之少數股東多數決的同意此一利益衝突淨化機制。惟釋字 770 號解釋再度凸顯企併法下利益衝突如何處理之問題；事實上，公司控制股東或負責人於董事會及股東會決議中無庸利益迴避等迴避豁免條款，確已某程度造成對少數股東之保護不足的困境。本文淺見就少數股東多數決之同意、特委會之強化以及透過受託義務的司法審查加強董事究責，提出若干解釋論與立法論上提升公司治理的建議，或可作為未來金管會、經濟部從事改革或修法方向的參考依據。✦

〈註釋〉

1. 參見楊哲夫 (2014)，〈淺談併購私有化與企業併購法修正草案〉，《證券暨期貨月刊》，第 32 卷第 9 期，頁 31（「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. 參見張心悌 (2011)，〈逐出少數股東：以資訊揭露義務與受託人義務為中心之美國法比較〉，《政大法學評論》，123 期，頁 256（「所謂『私有化』(going private)，係指將公開發行公司轉變為閉鎖公司 (closely held corporation) 之過程。私有化可以藉由對公眾股東權益凍結 (freezeout) 之逐出方式達成……。」）。

雖然釋字 770 號解釋聚焦於現金逐出合併中，企業併購法（下稱「企併法」）舊條文第 18 條第 5 項排除公司法有關利益迴避規定之適用（即 2015 修法後之現行企併法第 18 條第 6 項，下稱「迴避豁免條款」），惟迴避豁免條款引發之爭議不僅在現金逐出合併中才會出現；事實上在其他諸如股份轉換之私有化併購交易類型，亦因企併法第 29 條第 7 項、第 30 條第 4 項準用現行法第 18 條第 6 項規定，也有類似爭議發生，例如 2018 年發生之國際私募股權基金 KKR 併購李長榮化工案（下稱「榮化案」）。參見劉俞青、高靖宇 (2018)，〈李謀偉啟動傳產業最大購併案 478 億交易幕後 小股東該問榮化的事〉，《今周刊》，1129 期，頁 60-67。據報載，似是前開私募基金先行設立百分之百持股的特殊目的公司，以股份轉換的方式併購李長榮化學工業股份有限公司（下稱「榮化公司」）並使榮化公司下市後，接著管理階層再入股該存續公司。在交易當時，也受到金融監督管理委員會（下稱「金管會」）密切注意榮化案中是否遵循相關法令與是否落實權東權益保障。金管會新聞稿 (07/23/2018)，〈有關李長榮化學工業股份有限公司擬被國際私募股權基金收購下市案之說明〉 https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201807230002&apistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dttable=News（最後瀏覽日：03/03/2019）（「李長榮化學工業股份有限公司（下稱榮化公司）於 107 年 7 月 22 日宣布與國際私募股權基金 KKR 旗下公司簽屬股份轉換協議，KKR 將以現金

為對價，收購榮化公司全部股份，全案依企業併購法第29條規定須經股東會三分之二股權同意，該公司已規劃於107年9月10日召開股東臨時會討論股份轉換案及停止公開發行，預計於今年底前完成收購並下市。J)。財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心（下稱「投保中心」）與小股東亦曾質疑相關併購安排似存有利益衝突之嫌。參見經濟日報（09/06/2018），〈KKR併榮化投保罕見提質疑〉，<https://money.udn.com/money/story/5612/3351306>（最後瀏覽日：03/03/2019）；聯合報（09/10/2018），〈榮化下市 股權如何安排 顧立雄：有必要說清楚〉，<https://money.udn.com/money/story/5641/3359616>（最後瀏覽日：03/03/2019）。此等問題亦促使金管會考量是否建議經濟部進一步修改企併法下相關的迴避豁免條款。經濟日報（09/11/2018），〈KKR併購案 / 大股東利益迴避擬入法〉，<https://money.udn.com/money/story/5612/3360280>（最後瀏覽日：03/14/2019）。從而，本文標題始強調自釋字第770號解釋，綜論包含現金逐出合併在內之私有化併購交易因適用迴避豁免條款而生的相關利益衝突迴避問題。

3. 當公開發行公司股東之股份遭收購，且該公司之後不再上市或上櫃，此即是「下市」（gone private）。時至今日，常常由於前開收購行為之資金來源乃對外融資借貸，故系爭交易被稱為融資收購（leveraged buyouts, LBOs）。若收購後之股權所有者乃公司內部人，則系爭交易亦被稱為管理階層收購（management buyouts, MBOs）。LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES

REGULATION 608 (5th ed. 2004)。

4. 蔡昌憲（2012），〈評我國強制設置薪酬委員會之立法政策——從經濟分析及美國金融改革法談起〉，《中研院法學期刊》，11期，頁320-321。
5. 除公司法第316條第1項、企併法第18條第1項的股東會特別決議外，公開發行股票公司尚可透過公司法第316條第2項、企併法第18條第2項的便宜程序，經已發行股份總數過半數股權出席，其中表決權三分之二通過；相較於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條第1項所要求之股東會決議程序（「股東會之決議應經已發行股份總數三分之二以上股東之同意行之」），困難度似乎較低。
6. 現行企併法第18條第6項規定：「公司持有其他參加合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事者，就其他參與合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權。」
7. 大法官釋字第770號解釋主文第1段。
8. 劉俞青、林宏文、賴筱凡（2011），〈揭開陳泰銘將國巨下市內幕大老闆的野蠻金錢遊戲〉，《今周刊》，747期，頁84-93。
9. 周岐原（2014），〈陳泰銘：國巨將重回獲利成長曲線〉，《今周刊》，889期，頁108。
10. 王文宇（2011），〈從國巨案談管理階層收購的爭議〉，《會計研究月刊》，308期，頁86。
11. 參見戴至中（2014），〈戴爾開啓的是盛世還是末日？〉，《今周刊》，890期，頁38-40。Michael J. De La Merced, *Sale of Dell Closes, Moving Company Into Private*

- Ownership*, N. Y. TIMES. (Oct. 29, 2013, 1:28 PM), available at http://dealbook.nytimes.com/2013/10/29/sale-of-dell-closes-moving-company-into-private-ownership/?_r=0. 近於 2018 年 12 月，Dell 公司重新在紐約證券交易所公開化上市，終結為期近六年的私有化時代。經濟日報 (12/19/2018)，〈戴爾睽違六年 重新在美上市〉<https://udn.com/news/story/6811/3565481> (最後瀏覽日：12/31/2018)。
12. 張心悌，前揭註 3，頁 282 (「美國實務上逐出少數股東之手段主要係以合併逐出少數股東，以及公開收購逐出少數股東兩種方式為主。在我國實務操作上，則多係以公開收購逐出少數股東方式進行之。」)。台固案與國巨案正好例示公開收購之後以現金逐出少數股東的方式，而戴爾案則例示以合併（協議）逐出少數股東。以上三案之比較討論，參見後文「參、一、(三)」。
13. 大法官釋字第 770 號解釋理由書第 1 段。
14. MoneyDJ 理財網 (03/01/2007)，〈台信國際電信（台灣大 100% 轉投資）以每股 8.3 元公開收購台固事宜〉，<https://m.moneydj.com/fla.aspx?a=ca824fd8-1734-464c-ac40-300f6a73f851> (最後瀏覽日：03/15/2019)。
15. 臺灣高等法院 101 年度重上字第 673 號民事判決。
16. 臺灣臺北地方法院 101 年度重訴字第 467 號民事判決。
17. 參見陳碧玉大法官於釋字第 770 號解釋之部分協同部分不同意見書，頁 1；前揭註 16。故台信公司在 2007 年 6 月 29 日原台固公司之股東會決議當時，可謂已是控制股東。
18. 前揭註 16。
19. 前揭註 13 解釋理由書第 1 段。
20. 一審判決是臺灣臺北地方法院 101 年度重訴字第 467 號民事判決，二審判決是臺灣高等法院 101 年度重上字第 673 號民事判決，三審判決是最高法院 102 年度台上字第 2334 號民事判決。
21. 中時電子報 (11/30/2018)，〈大法官會議認定企業併購法規範不足 玉禮實業可提司法救濟〉，<https://www.chinatimes.com/real-timenews/20181130003507-260402> (最後瀏覽日：03/15/2019)。
22. 前揭註 14。台哥大公司曾於 2007 年 3 月 1 日召開記者會，由當時的前總經理張孝威宣布前述公開收購案；張孝威更進一步解釋，會促成本次收購案，主要是為面對強勁的對手「中華電信」。張孝威當時表示：「台哥大收購台固股權後，期望整合雙方的網路佈建以創造綜效，並藉此活化雙方的資產；另一方面也是順應國際電信匯流 (Triple Play) 趨勢的決定，期望以收購台固的方式跨入多媒體業務領域。」iThome 網路新聞 (03/01/2007)，〈台哥大宣佈逐步買下台灣固網〉<https://www.ithome.com.tw/node/42187> (最後瀏覽日：03/15/2019)。
23. 原台固公司於 2007 年間係於財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心之興櫃股票掛牌的公開發行公司。前揭註 16。
24. ETtoday 新聞雲 (12/06/2018)，〈釋字 770 號，公司合併時，可以強制退股嗎？〉<https://forum.ettoday.net/news/1324446> (最後瀏覽日：03/15/2019)。由於原台固公司原為興櫃公司，因與台信公司合併而消滅，自然應停止公開發行。惟 2007 年的公司法第 156 條規定與現行法相較，當時該

條規定未有如現行法第3、4項就停止公開發行要求須經股東會的特別決議：「公司得依董事會之決議，向證券主管機關申請辦理公開發行程序；申請停止公開發行者，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之同意行之。出席股東之股份總數不足前項定額者，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之同意行之。」故當時公司法制對少數股東之保障較現行法更屬不足。

25. 大紀元 (10/25/2007)，〈NCC 核准台灣固網與台信國際電信合併〉<http://www.epochtimes.com/b5/7/10/25/n1879759.htm> (最後瀏覽日：12/29/2018)。
26. 前揭註25。
27. 自由時報 (11/30/2018)，〈舊版「企業併購法」規範不足 大法官宣告違憲〉<http://news.ltn.com.tw/news/society/breakingnews/2629256> (最後瀏覽日：12/29/2018)。
28. 台哥大公司網站，關於我們，<https://www.twmsolution.com/aboutus/index.html> (最後瀏覽日：03/15/2019)。
29. 台哥大公司網站，公司簡介，<https://corp.taiwanmobile.com/company-profile/company-profile.html> (最後瀏覽日：01/20/2019)。
30. 本文聚焦於討論利益衝突迴避的相關爭議與改革之道，囿於篇幅，故不擬深論關於股份收買請求權的救濟制度；就股份收買請求制度的相關檢討，可參見楊岳平、李劍非 (2019)，〈財經法與公法的交錯與對話——司法院釋字第770號解釋開啓的契機〉，《月旦裁判時報》，第80期，頁86-88；黃朝琮 (2018)，〈企業併購中之股份收買請求權——功能定位與公平價格之決定〉，《臺北大學法學論叢》，第107期，頁63-164。
31. 湯德宗大法官於釋字第770號解釋部分協同意見書，頁3。特別的是，釋字第770號認同系爭規定二容許迴避豁免條款之存在，讓舊企併法第18條第5項所示之股東及董事得參與其他參加合併公司的合併決議；並指出：「關鍵並非在於有利害關係之股東及董事應否迴避，而係在於相關規定對未贊同合併之股東之利益，有無提供充分保護。」前揭註13解釋理由書第6段。
32. 陳碧玉大法官釋字第770號部分協同部分不同意見書，頁4-5。
33. 不僅如此，原因案件中之舊企併法第18條第5項（現行企併法第18條第6項）等迴避豁免條款已擴大其適用範圍於現行企併法中；亦即增訂公司持有其他參加收購、股份轉換或分割公司之股份，或其本身或所指定代表人為其他收購、股份轉換或分割公司之董事時，就併購事項為董事會或股東會決議時，準用現行法第18條第6項之規定，得行使表決權，俾以便利併購。可謂將迴避豁免條款的適用範圍予以擴張（修正條文第27條至第30條及第35條參照）。實際上，當初在如後所論之國巨案發生時，經濟部商業司曾考慮迴避豁免條款所造成之負面影響，評估是否修改企併法第18條第5項，要求大股東或公司負責人在利益衝突交易中迴避。惟在2015年企併法修正過程中，政府可能認為為了促進企業併購效率，既然當初已允許採「合併」的併購模式，大股東不需要利益迴避；今更應就其他收購、股份轉換或分割等併購型態採一致化做法，讓未來許多民間併購案順利通過法定出席、表決門檻。參見蔡

- 昌憲 (2015), <下市交易中利益衝突之淨化機制, 從美國 Dell 公司收購案談起>, 《國立臺灣大學法學論叢》, 第 44 卷第 2 期, 頁 582。
34. 關於陳泰銘及 KKR 用以完成多層次投資之其他子公司的詳細說明, 參見王嘉宏、高馨馨、李洙德、孫偉芸、婁雅芳、高毅鳴 (2013), <遨睿公開收購國巨案>, 方嘉麟·林進富·樓永堅·朱德芳 (審定), 《企業併購個案研究 (六)》, 頁 61-65, 台北: 元照。
35. 約為國巨已發行流通在外股份總數之 35%。遨睿投資股份有限公司公開收購國巨股份有限公司 (代碼 2327) 常見問答集 (FAQ) (04/06/2011), 頁 2, http://www.yuanta.com.tw/files/20110406/images/pj_qa.pdf (最後瀏覽日期: 03/24/2019)。
36. 參見「遨睿投資公開收購國巨股份已超過最低收購門檻且取得公平會許可」新聞稿, 2011 年 5 月 23 日, http://www.yuanta.com.tw/files/20110406/images/Newspaper_05242011.pdf (最後瀏覽日: 03/24/2019)。
37. 遨睿投資股份有限公司公開收購國巨股份有限公司普通股案延長公開收購期間公告, http://www.yuanta.com.tw/files/20110406/images/Newspaper_05202011.pdf (最後瀏覽日期: 03/24/2019)。
38. 依國巨公司 2010 年度之股東會年報, 陳泰銘對國巨公司之持股比例為 1.39%。王嘉宏等, 前揭註 34, 頁 69-70。
39. 劉俞青 (等), 前揭註 8, 頁 89。另參見「國巨股份有限公司創辦人暨董事長陳泰銘先生和 KKR 宣布公開收購國巨股份有限公司股權」新聞稿, 頁 1, http://www.yuanta.com.tw/files/20110406/images/0406_4.pdf (最後瀏覽日期: 03/17/2019) (「目前陳先生家族與 KKR 所持有之國巨普通股及可轉換公司債等證券, 共佔國巨完全稀釋股權 (目前在外流通股份加計可轉換公司債及可行使員工認股權) 之 34.3%; 完成公開收購後, 遨睿將持有國巨完全稀釋股權之 50% 以上。」)。
40. 魏蕙玲 (2011), <國巨發行可轉換公司債>, 陳滢竹 (等著), 《企業籌資法務與個案分析》, 頁 294, 台北: 元照。
41. 王文字, 前揭註 10, 頁 83-84。
42. 中央社 (04/08/2011), <擬下市陳泰銘: 聚焦長期策略>, <https://tw.news.yahoo.com/%E6%93%AC%E4%B8%8B%E5%B8%82%E9%99%B3%E6%B3%B0%E9%8A%98%E8%81%9A%E7%84%A6%E9%95%B7%E6%9C%9F%E7%AD%96%E7%95%A5-20110408-083101-392.html> (最後瀏覽日: 03/24/2019)。
43. 經濟部 (95) 經商字第 09500526860 號函。
44. 王文字, 前揭註 10, 頁 84。
45. 該條項於 2016 年 9 月 30 日修正後之現行規定為:「上市上櫃公司發生併購或公開收購事項時, 除應依相關法令規定辦理外, 應注意併購或公開收購計畫與交易之公平性、合理性等, 並注意資訊公開及嗣後公司財務結構之健全性。」
46. 王文字, 前揭註 10, 頁 84-85。
47. 詳細事實說明, 請參見蔡昌憲, 前揭註 33, 頁 539-547。
48. 就董事的自我交易或其他利益衝突情事 (例如自我決定薪酬), 若能將利益衝突充分揭露, 並經過無利害關係之股東或無利害關係之董事的多數決同意, 則系爭交易即如同因通過安全港而經消毒過 (a

- “safe harbor” that “sanitizes” the deal) 一般，而無須再考量交易本身之公平性。ROBERT W. HAMILTON & RICHARD D. FREER, *THE LAW OF CORPORATIONS IN A NUTSHELL* 177 (6th ed. 2010)。以上乃以德拉瓦州公司法第144條為例之安全港程序規定。
49. 在戴爾案中，Michael Dell 收購方、目標公司 Dell 公司、Dell 公司特委會分別聘用不同的財務、法律顧問，背後目的可能是為了避免因共同委請獨立專家，將使得特委會之審議過程遭受不具獨立性的質疑。蔡昌憲，前揭註33，頁570。
50. 德拉瓦州公司法實務創造 Revlon 義務，指出當有拍賣公司予競價者之情事發生，目標公司董事之義務內涵從保存目標公司的存在，轉變成須將公司賣給最高出價者之拍賣商的角色，以在併購案中最大化股東利益，故此際不得犧牲股東利益換取其他利害關係人之保護。Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holding., 506 A.2d 173 (Del. 1986)；ARTHUR R. PINTO & DOUGLAS M. BRANSON, *UNDERSTANDING CORPORATE LAW* 379-80 (3d ed. 2009)。
51. 美國實定法與普通法關於私有化交易或現金逐出合併之利益衝突淨化機制 (cleansing device)，大體可歸為以下四項：一、由獨董組成之特委會；二、商業判斷法則或完全公平等司法審查標準；三、利益衝突有關重要事實的完全揭露；四、少數股東的多數決同意。
52. 蔡昌憲，前揭註33，頁540、542。See CHARLES R. T. O'KELLEY & ROBERT B. THOMPSON, *CORPORATIONS AND OTHER BUSINESS ASSOCIATIONS: CASES AND MATERIALS* 310-11 (6th ed. 2010)。
53. 台固案與國巨案，皆先有公開收購作為第一階段，而後再進行第二階段的合併程序，屬二階段合併；戴爾案則無公開收購的第一階段，故屬一階段合併。參見蔡昌憲，前揭註33，頁553-554。
54. 前揭註15。
55. 關於正三角合併（為併購目的所出資設立之子公司為存續公司）與逆三角合併（為併購目的所出資設立之子公司為消滅公司）的詳細說明，參見劉連煜（2012），《現代公司法》，頁133-134，台北：新學林。
56. 由台哥大公司100%轉投資的台信公司，以每股8.3元的價格，公開收購原台固公司流通在外之股份，並於合併前已取得原台固公司股份54億股，佔原台固公司已發行股份總數64億5400萬股的84.03%。參見臺灣高等法院101年度重上字第673號民事判決。
57. 參見前揭註15（「台信公司雖為參與合併之公司，依企業併購法之規定，仍得於消滅公司提出合併案並參與合併案之表決…是台信公司所為合併提案並無何不法可言，被上訴人甲○○為原台固公司董事長，於其所主持之董事會中決議受理是項提案，並於股東常會容許台信公司參與合併案之表決，於法亦無不合…。」）。
58. 前揭註15。
59. 參見曾宛如（2014），〈半套公司治理移植經驗：以審計委員會與特別委員會為例〉，《月旦民商法雜誌》，43期，頁42-45；陳彥良（2014），〈公開收購之類型及目標公司建議義務〉，《月旦法學教室》，138期，頁23。

60. 大法官釋字第 770 號解釋理由書第 11 段。
61. 王文字，王文字觀點：評大法官現金逐出合併釋憲案，風傳媒，2018 年 12 月 14 日，<https://www.storm.mg/article/700697>（最後瀏覽日：2019 年 1 月 10 日）。
62. 為因應釋字 770 號解釋要求修法，金管會提出經濟部修企併法之三大方向，本文以下的建議亦可供作相關參考。經濟日報（12/31/2018），〈企業併購下市擬訂榮化條款〉，<https://money.udn.com/money/story/5613/3567821>（最後瀏覽日：03/14/2019）（「因應大法官會議最新解釋，經濟部將全面檢討企業併購法中併購下市相關規定，金管會擬提供三大建議方向，包括強化利害關係人相關資訊揭露、是否增訂利益迴避規定及拉高股東會表決門檻，以保障小股東權益。…KKR 併購榮化案，讓私募基金結合大股東併購下市問題，再度引發關注，金管會請證交所蒐集國外作法，並參考今年 11 月 30 日最新出爐的大法官會議第 770 號解釋後，將向經濟部提出修法建議。一旦採行，將被外界視為『榮化條款』。」）。
63. 88 A.3d 635 (Del. 2014). 在該案中，德拉瓦州最高法院指出，倘控制股東提供特委會與少數股東多數決之批准等雙重程序保障（dual procedural protections），此際司法審查標準即為商業判斷法則（business judgment rules, BJR）。詳言之，適用商業判斷法則的要件包括：1. 控制股東設下交易續行之前題乃同時得到特委會與少數股東多數決的批准；2. 特委會具獨立性；3. 特委會獲授權自由地選擇自己的顧問，並有權明確表示不同意；4. 特委會在協商公平價格時合於其注意義務；5. 少數股東係在受有資訊下進行表決；及 6. 少數股東未受脅迫。職此，在符合前述各項要件下，即可適用商業判斷法則而非較嚴格的完全公平標準（entire fairness）。*Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d at 645.
64. 關於公司控制股東提供特別委員會與少數股東多數決之批准等雙重程序保障的詳細說明，參見蔡昌憲，前揭註 33，頁 556-558。
65. 釋字 770 號再度凸顯前述利益衝突如何淨化的問題。解釋文指出，對於企併法第 4 條第 3 款允許「現金逐出合併」，以及當時舊企併法第 18 條第 5 項（即現行法第 18 條第 6 項）排除公司法中有關利益衝突迴避規定之適用，某程度有違反憲法第 15 條保障人民財產權之意旨。
66. 黃虹霞大法官指摘企併法此等過於重視併購效率或彈性的考量：「節省股東會開會成本等可以合理化現金逐出合併制度嗎？併購方式多種，現金逐出合併僅為其一，捨之尚有多項選擇，故沒有必擇之理，捨之也不致過度防礙合併。又合併不必然能提升公司經營體質，強化公司競爭力，故企業併購法第 1 條之立法理由已不當然具正當性。更何況本件爭執之現金逐出合併之現金逐出手段究如何能提升競爭力等，匪疑所思。系爭規定一、二許現金逐出合併，不過是使多數股東無須與少數股東進行磋商，而加速合併之進行而已，其理由能謂正當嗎？」黃虹霞大法官於釋字第 770 號解釋之部分不同意見書，頁 5。
67. 參見黃虹霞大法官於釋字第 770 號解釋之部分不同意見書，頁 2-3。王文字教授也指明，在董事會、股東會決議公司重大事項時，按公司法第 178 條及第 206 條規定，與自身有利害關係之董事與股東應自

行迴避，但是在我國企併法中卻反其道而行。王文字，前揭註61。亦參見羅昌發大法官於釋字第770號解釋之協同意見書，頁9-10（「不論舊法或現行規定，就設適當之機制以確保現金逐出合併之合理性且符合公司最大利益而言，仍有欠缺。本席認為，就此部分，亦應宣告企業併購法有關許現金合併及許法人持股無庸為利益迴避之規定，與憲法第15條保障人民財產權之意旨不符。」）。

68. 王文字，前揭註61。

69. 黃虹霞大法官於釋字第770號解釋之部分不同意見書，頁5。

70. 經濟日報（09/11/2018），〈KKR併購案／大股東利益迴避擬入法〉<https://money.udn.com/money/story/5612/3360280>（最後瀏覽日：12/31/2018）。舉例言之，在我國國巨案中，根據遨客公司所提出的公開收購說明書，收購條件為以現金為對價，每股新台幣16.1元向小股東收購所有股權。國巨案之公開收購說明書，頁3，http://www.yuanta.com.tw/files/20110406/images/20110505_book.pdf（最後瀏覽日期：03/17/2019）。此價格若以前一日收盤價格為基準，則溢價約為14.2%。公開收購新聞稿，前揭註39，頁1。相對而言，在美國戴爾案中，Michael Dell方所提出的收購條件為：若合併案通過，則在合併案之有效時間內（effective time），各股東所擁有之每股面額為0.01美元的股份，將轉換成可獲得13.65美元之現金，而由收購方原先持有的股份則無權利收取收購契約之對價。See *Dell Inc., Current Report (Form 8-k)* (Feb. 6, 2013), <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/826083/000119312513041273/d480506d8k.htm>. 又前開價格較併購消息傳

出前之最後交易日（2013年1月11日）的收盤價（10.88美元），約有25%之溢價；相較於2013年1月11日前90日之平均收盤價格，則約有37%之溢價。*Dell Enters into Agreement to Be Acquired by Michael Dell and Silver Lake*, BUSINESS WIRE, (Feb. 5, 2013, 9:20 AM), <https://www.businesswire.com/news/home/20130205006211/en/Dell-Enters-Agreement-Acquired-Michael-Dell-Silver>.

71. 參見黃虹霞大法官於釋字第770號解釋之部分不同意見書，頁3（「併購之目的恆應以對公司有為前提（否則不應被准許），其利益自應由全體含少數股東共享，從而怎可任由有利害關係之多數股東經由其表決權之行使，而得拒絕異議股東共享公司經營之利益呢？如果可以這樣，不是肯定『拿錢給大股東用，但公司有前景了，利益歸大股東』，誰還願意投資他人之公司？」）。亦參見葉銀華（2018），〈保障外部股東權益 台灣《企併法》該改了〉，《今周刊》，1129期，頁80-81（「台灣收購溢價較低的主要原因，通常是在未收購之前已控有目標公司三〇%或四〇股權，甚或更高（包括控制股東、私募基金與支持群體之持股），所以私募基金可以不用再出高價，即可掌握三分之二股權，將公司下市。國際上，私募基金即使結合目標公司管理團隊，有的是管理團隊持股低，不然就是股東會有利害關係之股東不得參與表決的限制，甚至行使同意收購決議門檻更高，因此只能提高收購價格，以確保順利下市。」）。

72. 葉銀華，前揭註71，頁82。

73. 蔡昌憲，前揭註33，頁585-586。現行企併法中與第18條第3項雷同之「國巨條

款」規範內容，亦出現於第 27 條第 3 項、第 28 條第 4 項、第 29 條第 3 項、第 35 條第 4 項等其他收購、股份轉換或分割等規定中。

74. SECURITIES AND FUTURES COMMISSION, THE CODES ON TAKEOVERS AND MERGERS AND SHARE BUY-BACKS at TC-2.1, TC-2.2 (Mar. 2014), http://en-rules.sfc.hk/net_file_store/new_rulebooks/h/k/HKSFC3527_1489_VER21.pdf. 亦參見葉銀華，前揭註 70，頁 81-82。

75. 黃虹霞大法官於釋字第 770 號解釋之部分不同意見書，頁 4。黃瑞明大法官亦從比較法角度，認為我國法啓動現金逐出之門檻偏低。黃瑞明大法官於釋字第 770 號解釋之協同意見書，頁 3-4。

76. 類似見解，參見黃瑞明大法官於釋字第 770 號解釋之協同意見書，頁 4（「依現在制度，唯有賴特別委員會及法院於審查現金逐出合併時，就其併購是否有正當理由嚴加把關。另現行法規定，當少數股東對於收買價格不同意時，公司有義務聲請法院為價格之裁定（現行法第 12 條第 6 項）。法院為價格裁定時應同時審查特別委員會之審議報告以探究併購之目的是否可以合理化以現金逐出小股東之手段。」）。

77. 羅昌發大法官於釋字第 770 號解釋之協同意見書，頁 8-9。

78. 羅昌發大法官於釋字第 770 號解釋之協同意見書，頁 9。

79. 依金管會發布的新版公司治理藍圖（2018-2020），其漸進式地要求迄 2019 年，所有金融事業及資本額 20 億元以上、未滿 100 億元之上市櫃公司，均應設由全體獨立董事（至少三名）組成之審計委員

會，以取代監察人；且要求實收資本額未滿 20 億元非屬金融業的上市櫃公司應在董事、監察人任期屆滿後，自 2020 年至 2022 年前完成設置審計委員會，故到 2022 年全體上市櫃公司都必須設立審計委員會，屆時監察人將全數被審計委員會取代。同時，金管會要求所有興櫃公司須設置獨立董事，興櫃公司須在董事、監察人任期屆滿後，在 2020 年至 2022 年間逐步完成設置獨立董事。參見金管會證期局新聞稿，新版公司治理藍圖（2018-2020），2018 年 5 月 1 日，頁 11-13，<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=807&parentpath=0,648,806>（最後瀏覽日：2018 年 12 月 15 日）。

80. 另參見黃虹霞大法官於釋字第 770 號解釋之部分不同意見書，頁 5（「特別委員會之功能部分，本件解釋未列作合憲條件，是否妥當，亦值商榷。特別委員會之功能為何？現行法仍未見明確規定，僅屬參考諮詢性質嗎？如屬參考諮詢性質，有利害關係之股東及其所指派之董事仍得行使表決權為反於特別委員會意見之決定，如何保護公司、異議股東甚至公司債權人之利益？能達到設置特別委員會之立法目的嗎？又沒有與公司法第 8 條所明定之董事忠實原則明顯抵觸嗎？本件解釋未及於此，自亦有不足。」）。

81. 詳細討論，請參見蔡昌憲，前揭註 33，頁 589-570。承此立法論之思路，筆者先前針對特委會應具有之權限及獨立性要件等有關建議，似與企併法第 6 條第 4 項下就特別委員會的子法內容有某程度一致性。舉例言之，該子法「公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法」第 4、6 條針對特委會成員及獨立專家之資格條件，均

要求不得與併購交易相對人或當事人為關係人，或有利害關係而足以影響獨立性。參見蔡昌憲，前揭註33，頁567-570、572-574。

82. 就公司法、企併法、證交法以及前揭法律之相關法規命令下，揭露義務之解釋論與立法論上的詳細建議，參見蔡昌憲，前揭註33，頁575-579。

83. 蔡昌憲，前揭註33，頁584。陳碧玉大法官也認同縱使有利害關係之公司控制股東或負責人依企併法第18條第6項於董事會或股東會表決時無須迴避，但其等行為仍須符合受託義務之要求以避免遭究責的上開見解。參見陳碧玉大法官釋字第770號部分協同部分不同意見書，頁5（「行為時企業併購法第5條規定公司為併購決議時，董事會應為全體股東之最大利益行之（按現行法修正為『為公司之最大利益行之』）對於全體股東負忠實義務與善良管理人之注意義務。如有違反法令、章程、股東會之決議處理併購事宜，致公司受有損害時，應負損害賠償責任，以資防範有利害關係之股東、董事藉由合併事宜讓公司受有損害。系爭規定二既未免除董事應負忠實義務或受託責任，亦未免除董事因利害關係而致有害於公司之利益時所應負之賠償責任…。」）。類似見解，亦參見楊岳平、李劍非，前揭註30，頁91（「於審查受託人責任時，不論注意義務或忠實義務均非以違反特定法規為其要件，注意義務所論者為廣泛的抽象管理人責任、忠實義務所論者為利益衝突，故縱使公司控制股東或負責人已遵循所有法定程序，仍可能違反注意義務或忠實義務。以上述迴避為例，臺○國際未迴避固未違反相關明文

規定，但其存在利益衝突仍屬事實，法規允許不迴避並不妨礙法院於審查其忠實義務時考量此未迴避之利益衝突，美國德拉瓦州法院即因此調整審查標準與舉證責任。」。應注意者，上開文所指之「臺○國際」即是本文前所提及的台信公司。

84. 由於目前企併法第6條似未授權證券主管機關可強制明定特委會可超越母法所定權限之權力，為避免特委會淪為董事會之橡皮圖章，即應如此解釋，始能給予我國公司董事會誘因依「公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法」第3條，透過「特別委員會組織規程」的訂定對特委會「自主授權」，以保護少數股東。

85. 蓋企併法第18條第6項規定「……得行使表決權……」，即表示具利害關係之董事或股東亦可選擇不行使表決權。

最高法院民事判決 六十四年度台上字第一五六七號

上訴人黃立方

黃鄭素琴

黃進發

右共同

訴訟代理人溫錦堂律師

被上訴人台灣省新苗農田水利會

法定代理人張戊基

右當事人間請求所有權移轉登記事件，上訴人對於中華民國六十四年四月三十日台灣高等法院第二審判決（六十三年度上字第一〇四五號），提起上訴，本院判決如左：

主 文

原判決廢棄，發回台灣高等法院。

理 由

按預約係約定將來訂立一定契約（本約）之契約。倘將來係依所訂之契約履行而無須另訂本約者，縱名為預約，仍非預約。本件兩造所訂契約，雖名為「土地買賣預約書」，但除買賣坪數、價金、繳納價款、移轉登記期限等均經明確約定外，並於第十條訂明「本約之履行，雙方願拋棄先訴抗辯權」等語，非但並無將來訂立買賣本約之約定，且自第三條（第一條買賣坪數及單價、第二條交付價金及費用）以下，均為雙方照所訂契約履行之約定，自屬本約而非預約。原判決竟以預約視之，不無誤會。至關於黃進發交換土地部分，如果僅為交換使用，無須登記（土地登記規則無交換使用之登記），既須交換登記，並須負擔「稅金」。交換後，被上訴人如尚有剩餘之土地，須出售與黃進發（見原審卷五七頁決議案），能否謂非指互易（準用關於買賣之規定）之移轉登記而言，尚須詳予查明，原審遽維持第一審所為不利於黃進發之判決，亦難昭折服，上訴論旨，指摘原判決不當，聲明廢棄，非無理由。

據上論結，本件上訴為有理由，依民事訴訟法第四百七十七條第一項，第四百七十八條第一項，判決如主文。

中華民國六十四年七月十八日

最高法院民事第四庭

審判長推事姚 瑞 光

推事張 景 明

推事蔣 昌 煒

右正本證明與原本無異

推事 楊 淑 明
推事 吳 明 軒

書記官

中華民國六十四年 七月 廿一日



裁判字號：最高法院 106 年台上字第 281 號民事判決
判日期：民國 106 年 06 月 22 日

裁判案由：請求損害賠償

最高法院民事判決 一○六年度台上字第二八一號

上訴人 李環

訴訟代理人 薛欽峰律師

陳緯誠律師

被上訴人 嘉泉建設股份有限公司

法定代理人 王凱裕（原名王旭陞）

上列當事人間請求損害賠償事件，上訴人對於中華民國一○四年八月二十七日台灣高等法院第二審更審判決（一○三年度上更(一)字第一五五號），提起上訴，本院判決如下：

主 文

原判決廢棄，發回台灣高等法院。

理 由

本件上訴人主張：伊於民國九十六年一月三十一日提供所有坐落新北市○○區○○段○○○地號土地（下稱合建土地）與被上訴人簽訂房屋合建契約書（下稱合建契約）。嗣因伊將合建土地所有權部分移轉予訴外人連哲世，連哲世乃加入合建契約，並與被上訴人於九十七年一月十四日簽訂分屋協議書（下稱分屋協議），該合建之房屋已取得使用執照，並辦理所有權第一次登記。依合建契約及分屋協議，伊尚可分得並購買合建房屋十樓B1戶、十一樓B1戶、十二樓B1戶、B2戶、十三樓B1、B2戶等房屋（下稱系爭房屋，此部分約定下稱系爭契約）。詎伊多次發函表明購買意願，被上訴人仍將系爭房屋出售並移轉所有權予第三人，致不能依系爭契約履行出售系爭房屋予伊之義務。系爭房屋總坪數為一百八十八點八二坪，以每坪新台幣（下同）三萬元差額計算，伊因此受有五百六十六萬四千六百元之損害。縱認系爭契約僅成立系爭房屋之買賣預約，因被上訴人已出售系爭房屋致系爭契約陷於給付不能，伊亦得依債務不履行規定請求賠償上開損害等情，爰依合建契約、分屋協議及民法第二百二十六條第一項、第二百十六條之規定，求為命被上訴人給付五百六十六萬四千六百元本息之判決。

被上訴人則以：伊業依合建契約及分屋協議約定，將合建房屋一樓A1戶、二樓A1戶、五樓A1戶、A2戶、A3戶、A4戶，十樓B1戶、B2戶等八戶房屋及六．九一個停車位（下合稱合建分配房屋）移轉登記予上訴人及連哲世。分屋協議附帶提及之六樓A1戶、A2戶及系爭房屋，非屬上訴人及連哲世應分得之合建房屋，系爭契約屬預約性質。上訴人與連哲世既未確定各自擬買受之標的，兩造間對於買賣標的物價金及給付方式、期間、稅費負擔等契約重要

之點均未約定，事後雖經商洽，惟對於價金給付方式時程、系爭房屋移轉登記及交付時間等買賣契約必要之點，始終無法達成合意，無從成立買賣本約，預約已屬不能履行。伊於九十八年三、四月間曾催告上訴人簽訂買賣契約，上訴人藉故推諉。伊於同年八月二十八日再限期催告上訴人訂立買賣契約，上訴人仍未遵期訂約，伊乃於同年九月十四日解除系爭契約，伊並無給付不能之情事等語，資為抗辯。

原審維持第一審所為上訴人敗訴之判決，駁回其上訴，係以：被上訴人業將合建分配房屋移轉登記予上訴人及連哲世，系爭房屋非屬上訴人及連哲世依合建契約得受分配之範圍。綜觀連哲世前曾以被上訴人將系爭房屋移轉登記予他人，有給付不能情事，對被上訴人起訴請求損害賠償之主張，與上訴人於本件主張系爭房屋買受之主體不同，且系爭契約約定未見系爭房屋買受主體之特定，顯見上訴人、連哲世與被上訴人間，對系爭房屋之買受人誰屬未有意思表示之合致。參以系爭契約關於買賣房屋之細節，均付之闕如，與被上訴人出售合建不動產予訴外人之契約內容具體明確迥然有別，上訴人亦未能證明被上訴人同意其發函所載於被上訴人將系爭房屋完成登記為其與連哲世所有並點交時，一次給付價金之方式等情，足徵被上訴人抗辯兩造就系爭房屋是否應給付定金、買賣價金之交付方式、時程及如何移轉登記等意思表示並未達成合致等語，應可採信。系爭契約只為將來訂定買賣契約本約之張本，尚待兩造及連哲世進一步磋商，並待意思合致時始告定案，僅為系爭房屋之買賣預約。再者，分屋協議未約定兩造訂立系爭房屋買賣契約本約之期限，屬無確定期限之給付。又被上訴人舉證不足證明其於九十八年八月二十八日前，曾定期限催告上訴人履行契約，其嗣於九十八年九月十四日之解除契約自不生解約之效力，其抗辯系爭契約依上開九十八年九月十四日函文已解除云云，不足採取。惟系爭契約為預約，上訴人僅能請求或偕連哲世請求被上訴人依系爭契約所定之內容進行商議，於獲得具體之結論後，再據以訂立本約，被上訴人就系爭契約之給付義務無主觀或客觀給付不能情形（即被上訴人並無不能依系爭契約所定之內容與上訴人進行商議，於獲得具體之結論後，再據以訂立本約）。被上訴人雖將系爭房屋出售並移轉第三人所有，但此乃被上訴人於簽訂買賣本約後，未能履行本約而陷於主觀給付不能之情形，與被上訴人就買賣預約有無陷於主觀給付不能有別。被上訴人就系爭契約尚無主觀或客觀給付不能之情形，上訴人依民法第二百二十六條第一項規定請求被上訴人損害賠償，於法不符，不應准許等詞，為其判斷之基礎。

按預約與本約同屬契約之一種，預約成立後，預約之債務人負有成立本約之義務，如有違反，即應負債務不履行損害賠償責任。再預約當事人之一方乃以請求他方履行本約為其最終目的，倘在本約訂立之前，本約之標的已不能履行，則當事人所訂立之預約，已失其目的，亦應認有不能成立本約之債務不履行。查系爭契約為上訴人及連哲世與被上訴人間就系爭房屋買賣之預約，仍有

效存在，系爭房屋業經被上訴人出售並移轉於第三人所有等情，為原審認定之事實。果爾，上訴人主張被上訴人擅將系爭房屋出售他人，致伊受損害，依合建契約、分屋協議及債務不履行之法律關係請求被上訴人損害賠償（見一審卷一第五頁），是否全然無稽，非無研求餘地。原審見未及此，遽以被上訴人將系爭房屋移轉予第三人所有，係履行本約陷於不能，就預約之履行並無主觀或客觀給付不能之情形，進而為不利於上訴人之判決，洵有可議。上訴論旨，指摘原判決違背法令，求予廢棄，非無理由。據上論結，本件上訴為有理由。依民事訴訟法第四百七十七條第一項、第四百七十八條第二項，判決如主文。

中 華 民 國 一〇六 年 六 月 二十 二 日

最高法院民事第七庭

審判長法官 劉 靜 嫻

法官 林 恩 山

法官 吳 光 釗

法官 周 舒 雁

法官 高 金 枝

本件正本證明與原本無異

書 記 官

中 華 民 國 一〇六 年 七 月 五 日

資料來源：司法院法學資料檢索系統

01

最高法院民事判決

02

一○五年度台上字第六七八號

03 上 訴 人 環遊國際通運有限公司

04 環遊國際旅行社有限公司

05 兼 上 二 人

06 法定代理人 李沃耀

07 共 同

08 訴訟代理人 丁志達律師

09 陳錫川律師

10 被 上 訴 人 坤龍航運股份有限公司

11 特別代理人 洪仁忠

12 被 上 訴 人 翁炳贊

13 林志國

14 共 同

15 訴訟代理人 李逸文律師

16 上列當事人間請求撤銷股東會決議等事件，上訴人對於中華民國

17 一○四年三月五日福建高等法院金門分院第二審判決（一○二年

18 度上字第一二號），提起上訴，本院判決如下：

19 主 文

20 上訴駁回。

21 第三審訴訟費用由上訴人負擔。

22 理 由

23 本件上訴人主張：伊等均為被上訴人坤龍航運股份有限公司（下

24 稱坤龍公司，未公開發行股票）股東。坤龍公司於民國一○一年

25 五月二十一日召開一○一年度股東常會（下稱系爭股東會），作

26 成「承認一○○年度營業報告書及財務報表」、「一○○年度盈

27 餘分派案」、「章程修正案」及「選任被上訴人翁炳贊、林志國

28 為董事」等決議（下合稱系爭決議），惟其召集程序及決議方法

29 違反法令及章程，爰依公司法第一百八十九條規定，請求撤銷系

30 爭決議，則翁炳贊、林志國與坤龍公司間當無董事委任關係存在

31 ，應由伊等所投票選舉之上訴人環遊國際通運有限公司（下稱環

32 遊通運公司）之代表人取得三席董事等情，聲明求為判決：(一)坤

01 龍公司召開系爭股東會作成之系爭決議應予撤銷。(二)確認坤龍公
02 司與翁炳贊、林志國間之董事委任關係不存在。(三)確認環遊通運
03 公司與坤龍公司間之三席董事委任關係存在。

04 被上訴人則以：系爭股東會之召集程序及決議方法並未違反法令
05 或章程，上訴人訴請撤銷系爭股東會所作成之系爭決議，為無理
06 由等語，資為抗辯。

07 原審以：坤龍公司於一〇一年五月二十一日召開系爭股東會，其
08 開會通知載明會議召集事由為：承認一〇〇年度營業報告書及財
09 務報表，及討論一〇〇年度盈餘分派案、章程修正案（含章程第
10 五、六、十四、十七條）、選任董事案。系爭股東會召開時，坤
11 龍公司已發行股份總數四百三十萬股，翁炳贊、林志國各持有一
12 百零二萬一千二百五十股（各占百分之二十三點七五），訴外人
13 洪仁忠持有二十一萬五千股（占百分之五），李沃耀持有一百七
14 十八萬四千五百股（占百分之四十一點五），上訴人環遊國際旅
15 行社有限公司（下稱環遊旅行社）、環遊通運公司各持有十二萬
16 九千股（各占百分之三）。依公證書、議事錄及兩造不爭執之錄
17 音譯文所載，系爭股東會進行情形如下：會議開始後，李沃耀在
18 場但未辦理報到，翁炳贊以主席身分裁示先後就系爭股東會「議
19 程」及「承認一〇〇年度營業報告書及財務報表」議案為表決，
20 均以股份總數百分之五十二點五之同意通過。接著進行「一〇〇
21 年度盈餘分派案」、「章程修正案」議案時，因出席股份總數未
22 達三分之二，主席裁示暫緩討論，並進行「選任董事」議案，此
23 時環遊旅行社代表丁志達請李沃耀辦理報到，出席股東股份總數
24 因而已達百分之百，主席裁示請全體股東投票表決是否恢復先前
25 「盈餘分派案」及「章程修正案」之討論表決，經上訴人異議要
26 求先進行選任董事之投票後，全體股東仍以股份總數百分之五十
27 二點五之同意通過議程變更，回歸「盈餘分派案」及「章程修正
28 案」之討論表決。此時李沃耀表示欲退席，並以被詐欺為由，撤
29 銷其出席之意思表示，主席裁示仍就「盈餘分派案」進行討論表
30 決，並以股份總數百分之五十二點五之同意通過。再就「章程修
31 正案」第五、六條增加公司資本總額、第十四條董事席次縮編為

01 三席、第十七條董事監察人報酬（經主席說明待新任董監事上任
02 後方適用）依序表決，均以股份總數百分之五十二點五同意通過
03 。嗣主席宣布進入「董事選任案」，丁志達請李沃耀重新辦理報
04 到，主席請全體股東先就「下任董事任期自一〇一年六月一日起
05 算」為表決，以股份總數百分之五十二點五同意通過。再就董事
06 人選為表決，經投票、唱票後，第一至三名依序為：環遊旅行社
07 指定代表人（原判決誤載為環遊通運公司之代表人）丁志達、翁
08 炳贊、林志國。系爭股東會全程除董事選任案外，均採舉手表決
09 方式。上訴人就本件訴訟爭執事項，均已當場表示異議。查坤龍
10 公司固自認系爭股東會前未公告受理股東提案，開會前未備置、
11 開會時未提出營業報告書及股東權益變動表，惟此與系爭股東會
12 係由有召集權人遵期寄發開會通知予各股東，進而召開股東會之
13 「召集程序」無涉，亦非決議方法違法，且不影響股東依公司法
14 第一百七十二條之一第一項規定提出議案並參與表決，及依公司
15 法第二百十條第二項規定請求查閱、抄錄公司財務報表之權利，
16 應無公司法第一百八十九條規定之適用。又公司法就股東會決議
17 之表決方式並無明文，坤龍公司亦未訂定議事規則，其股東會可
18 否採舉手表決，應視個案中採舉手表決能否明確彰顯表決權數以
19 為斷。坤龍公司之全體股東僅六位，股權結構相對單純，縱採舉
20 手表決，亦可輕易核算贊成、反對之股份總數，且無礙於個別股
21 東表達贊成或反對意見之機會及權利，當無決議方法違法可言。
22 其次，股東會固應依排定之議程進行，惟如經股東會決議，非不
23 得變更，且公司法並無明文限制股東會議程須經董事會決議通過
24 ，股東會藉由內部自決方式，作程序事項之變更，並無不妥。是
25 翁炳贊經股東會決議後，暫停進行「選任董事案」，就先前因出
26 席股份數不足而暫緩討論之「盈餘分派案」及「章程修正案」進
27 行議決，並未違法。該「盈餘分派案」及「章程修正案」既已列
28 明於開會通知書，自非臨時動議，上訴人主張系爭股東會以臨時
29 動議提出章程修正案，違反公司法第一百七十二條第五項規定云
30 云，自無足取。李沃耀簽名報到出席股東會之行為，係屬事實行
31 為，無從以被詐欺為由主張撤銷，雖其事後退席，亦不影響其出

01 席後，坤龍公司出席股東代表已發行股份總數百分之百之情，上
02 訴人主張「盈餘分派案」及「章程修正案」議決時，出席數不足
03 已發行股份總數三分之二，其決議方法違反公司法第二百四十條
04 第一項、第二百七十七條第二項規定云云，尚有誤會。再者，股
05 東藉由開會通知所附議程，即得明瞭盈餘分派案包含股票股利分
06 派（即盈餘轉增資）及現金股利分派，且於該案議決後，旋將接
07 續表決章程修正案（包含配合修正資本總額），而股東會同意盈
08 餘轉增資，已寓有同意一併修正章訂資本總額，是上訴人主張系
09 爭股東會於公司章程未修訂前，即以「盈餘轉增資案」議決變更
10 章程所定資本總額，係違反章程有關資本總額規定云云，為不足
11 取。章程修正案包括三大部分，即章程第五、六條章訂資本修正
12 、第十四條董事人數及董監事選舉辦法修正、第十七條董監事報
13 酬修正，就此情形，公司法未明文要求應採包裹表決或逐案表決
14 ，則系爭股東會就本質不同之上開三項章程規定個別表決，並不
15 違法。又系爭股東會議決董事報酬案在先，並僅適用於新任董事
16 ，該議案通過後始選舉新任董事，則在董事報酬案表決時，尚不
17 知何人將當選下屆董事，翁炳贊、林志國參與該議案之表決，並
18 無現實存在利害關係或有利益衝突而須迴避之情，自無決議方法
19 違法可言。關於董事席次縮減為三席及董事任期自該次股東會改
20 選後十日即一〇一年六月一日起算等節，業經董事會提案，並已
21 於系爭股東會前寄發開會通知及議程，有坤龍公司董事會具名寄
22 送之開會通知及所附議程可稽；公司法第一百七十一條僅規定股
23 東會原則上由董事會召集，並未規定股東會討論之議案，須先經
24 董事會逐一表決通過始得列入；而股東會為公司最高意思決定機
25 關，自有權決議董事席次及其任期起迄時間，上訴人主張上開議
26 案之召集程序未經董事會決議，其決議方法違反章程第十四條關
27 於董事席次之規定云云，自非可取。又系爭股東會僅決議新任董
28 事任期自一〇一年六月一日起算（按：坤龍公司前於九十九年十
29 二月二十五日股東會選任之董事，業經原審法院一〇〇年度上字
30 第八號判決撤銷），不涉及延長董事任期，亦無董事任期屆滿不
31 及改選，更無提前改選全體董事而未併就新舊董事任期起迄為決

01 議之情事，自未違反公司法第一百九十五條第二項、第一百九十
02 九條之一規定。末查翁炳贊以主席之職，維持議事進行，並以多
03 數決方式作成決議，難謂其主持立場偏頗，且此亦與股東會之決
04 議方法無涉，上訴人指為決議方法違法云云，亦無足取。綜上，
05 系爭股東會並無上訴人主張召集程序、決議方法違反法令或章程
06 之各該情事，從而上訴人依公司法第一百八十九條規定，請求撤
07 銷系爭股東會作成之系爭決議，及確認坤龍公司與翁炳贊、林志
08 國間之董事委任關係不存在，確認環遊通運公司與坤龍公司間之
09 三席董事委任關係存在，為無理由，不應准許等詞，為其心證之
10 所由得，因而維持第一審所為上訴人敗訴之判決，駁回其上訴，
11 經核於法並無違誤。至原判決贅列之其他理由，無論當否，要與
12 裁判結果不生影響。上訴論旨，指摘原判決違背法令，求予廢棄
13 ，非有理由。

14 據上論結，本件上訴為無理由。依民事訴訟法第四百八十一條、
15 第四百四十九條第一項、第七十八條、第八十五條第一項本文，
16 判決如主文。

17 中 華 民 國 一〇五 年 四 月 二十七 日

18 最高法院民事第一庭

19 審判長法官 劉 福 來

20 法官 李 錦 美

21 法官 李 文 賢

22 法官 詹 文 馨

23 法官 梁 玉 芬

24 本件正本證明與原本無異

25 書 記 官

26 中 華 民 國 一〇五 年 五 月 九 日

27

v

公平交易委員會第 1266 次委員會議紀錄

壹、時間：105 年 2 月 3 日上午 10 時 45 分至 12 時 21

分貳、地點：中央聯合辦公大樓北棟本會 14 樓會議室

參、主席：吳主任委員秀明

記錄：蔣艾玲

肆、本會出席委員：

吳主任委員秀明

邱副主任委員永和

王委員素鸞

顏委員廷棟

張委員宏浩

魏委員杏芳

伍、報告事項：

報告案：

- 一、有關民眾檢舉晨昌健康科技行銷有限公司於各網站銷售 X-BIKE 磁控健身車商品廣告不實，涉有違反公平交易法第 21 條規定案。

決定：同意追認。

陸、討論事項：

審議案：

- 一、有關研擬本會對於聯合行為微小不罰案件之認定標準案。

決議：

(一)照案通過。

(二)本會對於聯合行為微小不罰案件之認定標準：

參與聯合行為之事業，於相關市場之市場占有率總和未達 10% 者，推定不足以影響生產、商品交易或服務供需之市場功能；但事業之聯合行為係以限制商品或服務之價格、數量、交易對象或交易地區為主要內容者，不在此限。

(三)本案決議內容以解釋令方式刊登行政院公報後回覆立法院。

二、有關垂直非價格交易限制競爭案件相關市場占有率門檻之計算研究案。

決議：

(一)本案之市場占有率門檻調整為 15%。

(二)請法律事務處依會議決議擬妥文字後提委員會會議報告。

柒、臨時動議：無。

捌、主席裁示：無。

玖、散會

〈公平交易法對流通事業垂直交易限制行為之規範〉

行政院公平交易委員會

中華民國九十二年十一月

(頁 29-30)

在經濟效率分析上，亦難謂拒絕與此新進事業進行交易，即會限制競爭機制的正常運作，阻礙資源分配的效率性。於此，必須再次重複的是，相對優勢地位與絕對優勢地位不同；在後者之情形，由於其所具有的高度市場佔有率，使得其若拒絕與新進事業進行交易，即有可能造成下游市場的封閉性³¹，導致競爭機制無法充分發揮其功能；相反地，相對優勢事業之市場佔有率並不足以危害市場競爭機制³²，且在利益極大化之誘因驅使下，此等相對優勢事業理應尋求更多的銷售管道，拓展其市場佔有率，而非拒絕與要為其開拓市場之新進事業進行交易。相對優勢事業拒絕與新進事業進行交易，必有其本身合理的考量。從而，在沒有對競爭造成限制或可能導致不當的「hold-up」舉動等公益遭受侵害的情況下，吾人實難苟同新進事業與遭受「lock-in」之事業，受到同樣有關相對優勢地位規範之保護³³。

除了有關此一「新進事業」之歧見外，「lock-in」現象與「依賴性理論」或「經濟依賴狀態」作為判斷相對優勢地位存在之基準，就呈現出高度的類似性。因為，不論是德國法「依賴性理論」所要求的「欠缺足夠且可期待之偏離可能性」（keine ausreichende und zumutbare

（Ausweichmöglichkeiten）為判別相對優勢地位是否存在之基準。於此情形下，不論是大型企業，抑或是中小企業，若遭「lock-in」，則難能期待其有偏離之可能；若尚未進入交易關係，而「全談不上「lock-in」不「lock-in」的問題時，則「偏離」不「偏離」的問題，亦無由而生。否則，將發生僅以一事業在相關產業中，擁有一項或數項重要產品，就抽象地認為其享有相對優勢地位，而不問實際交易關係如何的不當結果。更者，在只要是中小企業的前提下，就可以強迫上述事業提供產品時，或會因眾多的中小企業同時為此請求，導致該事業無法有效建構其行銷網，影響所及，或會發生與一九九九年修法前類似的狀況。

³¹主張相對優勢事業對新進事業負有供給義務者，實亦著眼於此類市場封閉性的不當結果，此由其在「前揭註29」的同一段落之敘述中可得窺知，其謂「限制競爭防止法，尤其是有關獨佔事業之規定，目的正是在保持市場之開放」。由此敘述可知，此一見解在強調市場開放的重要性時，其所懼怕的是，獨佔事業或絕對優勢事業濫用其市場地位，阻礙競爭。由於絕對優勢地位、相對優勢地位二者，在性質上、發生背景、對市場影響各方面並不相同，吾人實難苟同該項見解之推論，將絕對優勢地位可能導致的一場封閉性，亦毫不思辯地加諸相對優勢地位身上。

³²否則，就可以逕行適用類似我國公平法第十條或第十九條等規定，而無庸另行創造出難解的相對優勢地位之詞彙了。

³³況且，與已經遭受特定相對優勢事業「lock-in」之事業不同，新進事業不僅尚有其他諸多交易對象可資選擇，其於此甚至還享有不進入此一市場、避免遭受「lock-in」之自由。在競爭機制並未受到限制的情況下，法律是否有必要限制一個事業（相對優勢事業）的意思決定自由，以換取另一個尚可自由選擇交易對象與不進入該當市場之事業（新進事業）的自由，而此一法律強制保障的「自由」，其結果卻可能是使得其本身遭受

Ausweichmöglichkeiten) ³⁴，抑或是法國法「經濟依賴狀態」說中要求之「缺乏足夠及合理的選擇對象」³⁵，二者所共同指向者，厥為依賴事業無法合理地斷絕與相對優勢事業間的「易」關係，轉而與其他事業進行「易」，否則其將面臨本身無法承受之重大經濟損失，而難能繼續作為有效的競爭主體。

此一敘述尚可細分為二個具體要件（1）更換交易相對人的可能性（2）對該當交易之依賴程度³⁶。後者要件，具體而言，係指與相對優勢事業間之「易」，乃為依賴事業得以繼續存活之條件。一般而言，更換「易」相對人之可能性與依賴程度二項要件，有被等同處理之傾向；的確，在變換交易相對人一事屬可行時，二事業間的依賴關係理當被否定。然而，在被斷絕之交易量僅佔其本身總營業額的少數部份時（例如，實施多角化經營之事業或販賣隸屬不同市場之多種商品等），於此情形下，縱使無法變換交易相對人，但其事業仍能持續經營下去，並未蒙受重大不利。易言之，此時尚難謂有「lock-in」的情形發生，或縱有此「lock-in」現象之存在，其情形亦屬輕微，不致引發不當的「hold-up」之結果。

惟對於此二要件，在法律規範實務運作上，吾人認為仍有區別其適用方式的必要。申言之，主管機關或訴訟之原告在主張相對優勢地位存在時，只需就第一項更換交易相對人的可能性不存在一事，進行舉證，在他造當事人沒有提出具體反證的情形下，相對優勢地位即告成立；惟他造當事人縱使無法否定更換交易相對人的可能性之不存在，但卻能舉證二者間依賴程度低到可以忽視之地步時，則不應認定相對優勢地位之存在。從而，「更換交易相對人的可能性」之要件，於此「演著」推定」的功能；相對於此，「依賴程度」要件則具有推翻此一推定的反證之效果³⁷³⁸。

「lock-in」，而「得「不自由」」。

³⁴有關此一「欠缺足夠且可期待之偏離可能性」概念之內容，參照吳秀明，前揭註 22，頁 41 以下。

³⁵有關此「缺乏足夠及合理的選擇對象」概念之內容，參照何之邁，前揭註 22，頁 549 以下。

³⁶有關此二要件之區分，參照山部俊文，〈大手小賣業者による納入業者に對する優越的地位の濫用—ローソン事件〉，ジュリスト第一一五八號，頁 117-118（1999）。

³⁷在此一法律適用方式的主張下，吾人就沒有必要如德國法般，將「依賴事業」之範圍

〈相對優勢地位濫用行為規範之研究〉
行政院公平交易委員會
公平交易季刊第 21 卷第 4 期
(頁 127、128)

取上架費、要求特別折扣以及將許多原應由買方負擔之工作轉而由賣方承擔等等。因此，立法者遂透過修法來加強對於買方市場力量之濫用控制³⁰。

2. 「差別待遇」規範下的「相對市場優勢地位」

德國限制競爭防止法（Gesetz Gegen Wettbewerbsbeschränkungen）對於規範相對市場優勢地位，即市場強勢事業之管制，其規範定位屬於同法第 20 條之差別待遇（Diskriminierungsverbot），除適用於「支配市場事業」之外（該條第 1 項），亦適用於「市場強勢事業」（該條第 2 項）。後者係指該事業之交易相對人中具有中小企業之規模者，就特定商品或服務「依賴」於該事業之程度，已達到該中小企業無足夠且可期待之可能性，能夠轉而與其他事業從事交易之程度而言。嚴格而言，於德國競爭法上相對市場優勢地位僅為構成差別待遇之其中一種類型；其所涉及者亦僅為差別待遇之一部分構成要件³¹。

其次，德國限制競爭防止法係將差別待遇與競爭之阻礙（Behinderung）一併規定，兩者在許多要件與判斷上可互通，如行為主體、「同類事業通常可得進行之交易」與「不公平」、「無正當理由」之判斷方法等，均甚為一致。原因係立法者認為差別待遇和阻礙競爭通常是一體兩面，無法嚴格予以區分。蓋任何受不利差別待遇之一方，相較於同業其競爭之機會通常也會遭受阻礙；而某一事業如特別受到競爭之阻礙時，相對於其同類之事業，亦可謂受到差別之待遇。

3. 依賴性理論

市場力量之相對性如何表現，法律始有加以管制之必要，即為依賴性理論之核心，當交易相對人「依賴於」與其交易之事業時，該事業遂成為市場強勢事業，其在若干個別之交易關係中，對於與其交易之事業而言，具有甚為強大之影響力與地位，相對於較弱勢之事業為維持生存與競爭力，必須仰賴與「市場強勢事業」之交易關係不被斷絕。因此相對性與依賴性，實一體之兩面³²。

³⁰ 吳秀明，「從依賴性理論探討相對市場優勢地位」，競爭法制之發軔與展開，初版，元照出版公司，474 (2004)。

³¹ 吳秀明，前揭註 30，433-434。

³² 吳秀明，前揭註 30，459。

依賴性之有無，係以交易相對人是否具有所謂「足夠且可期待之偏離可能性」作為判斷之依據。換言之，以事業就其交易相對人之中具有中小企業之規模者，就特定種類商品或服務仰賴於該事業之程度，是否已達到該中小企業無足夠且可期待之可能性，能夠轉而與其他事業從事交易之程度而定³³。

4. 違法行為之導正

對於濫用相對市場優勢地位之事業，依據德國限制競爭防止法第 81 條第 2 項第 1 款及第 4 項規定，於計算罰鍰額時應同時考量違法行為之重大性及違法期間之長短，並依據聯邦卡特爾署公布之處理原則（告示 38/2006 號）來計算罰鍰金額。而罰鍰金額之計算依序為 1.基本額的計算、2.基本額的調整，於「基本額的計算」係依該事業違反行為於德國境內營業額 30%為上限之金額加以決定；其次「基本額的調整」係考量(1)以防止效果為目的之增額（最高可增加至 100%）；(2)審酌再違犯之可能、妨礙調查、違反行為之首謀者等要件；(3)減額的要件得考慮違犯事業對第三者支付之損害賠償、是否主動參與違反行為。依據上述內容計算出最後的罰鍰金額³⁴。

(二) 法國商法典

1. 規範背景與體例

如同前述德國法管制相對市場力量之原因，法國亦因大規模零售業的購買力濫用，而形成諸多社會問題，故法國法對於管制相對市場力量之規範，在理論上係繼受德國法，早於 1985 年 12 月 30 日之 85~1408 號法案中，已見到經濟依賴狀態之概念。並於 1986 年 12 月 1 日 86~1243 號關於價格及競爭自由命令之第 8 條中，禁止對於控制市場地位之濫用，其規範主體除在國內市場或其重要部分居於控制地位之事業或事業團體外，另規定事業或事業團體如「其需求或供給企業處於無其他可替代解決途徑而對其有經濟依賴狀態」者，亦屬之。而行為規範以不得為拒賣、搭

³³ 吳秀明，前揭註 30，459。

³⁴ 日本公平交易委員會網站，<http://www.jftc.go.jp/kokusai/worldcom/kakkoku/abc/allabc/g/111030germany.html>，最後瀏覽日期：2013/7/18。

〈杯葛行為之法律與經濟分析〉

行政院公平交易委員會

公平交易季刊第 17 卷第 1 期

(頁 81 以下)

德國立法例而言，其杯葛行為於營業競爭限制防止法與不正競爭防止法中皆有規範，係屬二法交錯領域之行為類型，故認為杯葛行為同時兼具限制競爭行為與不正競爭行為兩種性質²⁰。

3. 本文見解—兼屬限制競爭行為與不正競爭行為

杯葛行為乃不正之競爭手段，本身即為不公平競爭行為，將會阻礙或限制他事業之競爭自由，而形成限制競爭與不公平競爭之現象。學說上雖然眾說紛陳，但如同德國立法例所言，限制競爭行為與不正競爭行為，彼此法規範領域交錯而相互影響，本文認為公平法第 19 條第 1 款杯葛行為之性質應屬兼具限制競爭與不正競爭行為。

二、杯葛行為之構成要件

認定事業之行為是否該當公平法第 19 條第 1 款所規範之杯葛行為者，須同時滿足二項要件：一為形式要件，即該行為符合該款所規定之杯葛行為；其次為實質要件，即該行為有限制競爭或妨礙公平競爭之虞的效果²¹。

(一)形式要件

依公平法第 19 條第 1 款規定，可將杯葛行為之形式要件區分為四項要件：(1)須有三方當事人；(2)當事人須為公平法規範之事業；(3)杯葛發起人須促使杯葛參與人對受杯葛人斷絕交易；(4)主觀上須以損害特定事業為目的。

1. 須有三方當事人（杯葛發起人、杯葛參與人、受杯葛人）

依公平法第 19 條第 1 款之規定，杯葛行為係指杯葛發起人以損害受杯葛人為目的，要求杯葛參與人對受杯葛人為斷絕供給、購買或其他交易之行為，因此，杯

²⁰ 黃銘傑，「公平交易法第十九條之規範原理與架構」，月旦法學雜誌，70-71，2001。

²¹ 黃銘傑，「公平交易法第十九條之規範原理與架構」，月旦法學雜誌，72-74，2001。

葛行為主體必須有杯葛發起人、杯葛參與人、受杯葛人等三方當事人之參與，始足當之。例如金石堂公司要求聖誕卡供應商斷絕供應聖誕卡給其他圖書文具公司，否則將全面抵制，拒售該供應商之商品。此時金石堂公司為杯葛發起人，聽從金石堂公司意旨之聖誕卡供應商為杯葛參與人，因而無法取得聖誕卡貨源之其他圖書文具公司則為受杯葛人。因此，杯葛行為主體中，杯葛發起人與杯葛參與人屬於同一陣線，以損害受杯葛人為目的。

須注意的是，所謂杯葛行為之「三方」當事人，不僅法律形式上為獨立事業，而經濟實質上應為獨立經濟實體²²，三方當事人於經濟上具有獨立自主之決策能力。若杯葛參與人只是一個受杯葛發起人所控制之從屬公司，法律形式上雖為獨立個體，但經濟實質上欠缺獨立性，則杯葛參與人與杯葛發起人合而為一，欠缺三方當事人而僅為一種單方面拒絕交易之行為，並不構成公平法第 19 條第 1 款之杯葛行為²³。惟該拒絕交易行為，仍有可能構成公平法第 19 條第 2 款拒絕交易之差別待遇²⁴。

2. 當事人須為公平法規範之事業

當事人資格，應符合公平法第 2 條所規範之事業，包括公司、獨資或合夥之工商行號、同業公會與其他提供商品或服務從事交易之人或團體等。公平會對「事業」之認定，實務上採取較為寬鬆之態度，如公平會（84）公處字第 013 號處分書「南投縣液化氣體燃料商業同業公會杯葛新分銷商案」，公平會認為：潛在競爭者是否存在……，不因其尚未有實際營業行為，而否定其為本法「事業」之身分。本案檢舉人雖尚在申請營業執照，惟其成為新分銷商之意願顯明，為潛在的競爭者，屬於本法所稱之「事業」，應適用公平法之規範，以維護市場公平競爭。因此，對於杯葛當事人之資格要求與限制，宜進一步分析：

²² 劉孔中，公平交易法，200，台北：元照出版公司，2003。

²³ 認識公平交易法，行政院公平交易委員會，234，2004。

²⁴ 應注意者乃事業單方面拒絕交易行為，可能涉及交易對象選擇之自由，不能輕易認定為妨害公平競爭之行為。汪渡村，公平交易法，132，台北：五南圖書出版公司，2005。

(1) 杯葛發起人對參與人具有影響力²⁵

公平會第 382 次委員會議，關於「公平法第 19 條構成要件研析」之決議中指出，公平法第 19 條第 1 款之杯葛行為，係屬限制競爭之行為，於競爭法上之非難性為對於競爭秩序產生不良之影響，因此，行為人須具有相當市場力量，始可能達到影響市場競爭秩序之效果，而杯葛發起人須具有相當市場力量，始有「促使」其他杯葛參與人之能力²⁶。

然而，客觀上足以認為杯葛發起人之行為，有「誘導或唆使」他事業拒絕與特定事業交易之作用，其行為本身已違反商業倫理與效能競爭，即有可非難性，不須再檢視其行為有無減損市場競爭或妨害市場公平競爭。因此，杯葛發起人有無相當市場力量，並非衡量杯葛行為之指標²⁷。若以杯葛發起人具有相當市場力量為認定杯葛行為之成立門檻時，可能無形中排除了許多原本具有可罰性之杯葛行為，並非妥適。何況公平法第 19 條所謂「有限制競爭或妨礙公平競爭之虞者，事業不得為之」是採取「抽象危險性」之評價，毋須達到「具體危險」之程度，因此，縱然杯葛發起人，未具有相當之市場力量，亦有可能因其競爭手段本身顯失公平性，而應受公平交易法規範²⁸。本文認為杯葛發起人未必具有相當市場力量，但只要有足以影響參與人之能力，亦可成立杯葛行為。

(2) 杯葛參與人包含目前既有與未來可能之交易相對人

通常行使斷絕交易之杯葛參與人，至少是受杯葛人既有之交易相對人，惟不應以此為限。公平會公處字第 092152 號處分書有關「台中家禽合作社杯葛皇室吉利堡商行案」表示：杯葛行為，係指事業為達成損害特定事業或「剝奪特定事業日後參與市場活動之目的」，促使他事業不與特定對象事業從事交易之行為……，即認為事業之一切現有或潛在之交易關係，都不應受杯葛行為之影響。

其次，公平會公處字第 014 號處分書有關「勁泰公司杯葛大漢企業社案」指

²⁵ 如發起人雖不具有相當市場力量，卻是參與人之關鍵零組件供應商，而足以影響參與人。

²⁶ 李憲佐、吳翠鳳、沈麗玉，「公平交易法第十九條規範之檢討—以「有限制競爭或妨礙公平競爭之虞」為中心」，公平交易季刊，第 10 卷第 2 期，172，2002。

²⁷ 廖義男，「從行政法院裁判看公平交易法實務之發展（上）」，月旦法學雜誌，第 69 期，29-30，2001。

²⁸ 黃銘傑，「公平交易法第十九條之規範原理與架構」，月旦法學雜誌，72-74，2001。

出：「被處分人.....於未取得任何有關大漢企業社有仿冒侵害其專利及著作權之證物資料前，即已向大漢企業社之『交易相對人』及『可能之交易相對人』陳述該社有仿冒及侵權之情事，有損害特定事業，以排除該特定事業從事市場競爭，期維持既有之交易地位.....違反公平法第 19 條第 1 款之規定。」，亦採相同見解。因此，本文認為杯葛參與人應包含目前既有與未來可能之交易相對人。

(3) 受杯葛人包含可得特定之事業

受杯葛人為既有市場中現存之特定事業，但不以此為限；客觀上即將參進市場之潛在競爭者，也可能成為受杯葛人，亦應受公平法第 19 條第 1 款保護。公平會公處字第 013 號處分書關於「南投縣液化氣體燃料商業同業公會杯葛新分銷商」即明確指出：「潛在競爭者（或稱可得特定事業）是否存在，在執行公平交易法時就必須審慎考量其影響性，且不因其尚未有實際營業行為，而否定其為本法「事業」之身分。本案檢舉人雖尚在申請營業執照，惟其成為新分銷商之意願顯明，是為一潛在的競爭者，而應為本法所稱之『事業』。」肯定潛在競爭者為可得特定之事業，具有受杯葛人之適格。

有疑義者乃潛在競爭者是否符合公平法第 19 條第 1 款之「特定事業」，由上述公平會處分書可知，公平會將「特定」解釋為包含「可得特定」，而認為潛在競爭者符合「可得特定」之事業。惟須注意者，「特定」為確定之概念，而「可得特定」具有某種程度之不確定性，解釋上將「可得特定」包攝於「特定」概念之內，於適用公平法第 36 條之刑罰規定時，似有違反罪刑法定原則，易招質疑而有爭議，應尋求修法解決此一困境。

(4) 小結

判斷是否屬公平法上之杯葛行為，宜確認其當事人資格，如資格不符合前揭事業之定義，則其發生之杯葛並非公平法所規範之杯葛行為。例如某一公司之產品價格過高，消費者團體發起消費者拒買該產品之抵制活動，雖然習慣上稱為「杯葛行為」；但消費者團體並非公平法第 2 條所稱之「屬於其他提供商品或服務從事交易之人或團體」，其當事人資格不符，因此該抵制活動，並非公平法所規範之杯葛行

為²⁹。惟公平法對於具體個案中發動杯葛之發起人仍有不同之評價：

① 杯葛發起人為事業：例如有一事業不當呼籲消費者杯葛競爭對手，此時杯葛參與人為消費者，並非公平法第 2 條所稱「提供商品或服務從事交易之事業」，不具備杯葛參與人之當事人資格，自不構成公平法第 19 條第 1 款之杯葛行為。惟該促使拒絕交易之行為仍具有剩餘不法內涵，應有公平法第 24 條概括條款規定之補充適用餘地³⁰。

② 杯葛發起人非屬事業：例如消費者保護團體因某航空公司票價過高，基於消費者利益而發起拒搭之行動，其發起人為消費者保護團體，不符合公平法第 2 條事業之定義，並不成立公平法第 19 條第 1 款之杯葛行為³¹，亦無公平法第 24 條概括條款規定之適用，似應考慮回歸適用民法第 184 條第 1 項後段「善良風俗條款」之規定³²。

3. 主觀上以損害特定事業為目的

(1) 直接故意

杯葛行為是杯葛發起人「主動」發起，其損害特定事業為目的之主觀意圖必須是直接故意（*dolus directus*）始足當之，若杯葛發起人雖明知杯葛行為，有可能導致特定事業之損害，但只是「被動」地預見杯葛行為之發生，且其發生並不違背其意思，欠缺主動發起並促使杯葛行為發生之情形，則不可能構成杯葛行為。蓋出於被動故意（*dolus eventualis*）之主觀意圖與杯葛發起人居於主導地位而主動發起杯葛行為之現象，顯不相符。杯葛發起人不但認知其杯葛行為將會導致市場上特定事業之損害，仍「有意」促使其發生，始符合主觀構成要件³³。

²⁹ 陳櫻琴，「妨礙公平競爭行為之規範」，收於賴源河編，295，公平交易法新論，台北：元照出版公司，2002。

³⁰ 吳秀明，「競爭法上之概括條款—公平法第二十四條法律適用原則與規範功能之再檢討（下）」，政大法學評論，第 85 期，211，2005。

³¹ 王銘勇，「杯葛（公平交易法第十九條第一款）之研究」，公平交易季刊，第 4 卷第 1 期，87-88，1996。

³² 吳秀明，競爭法制之發動與展開，614-615，台北：元照出版公司，2004。

³³ 劉孔中，公平交易法，201，台北：元照出版公司，2003。

(2)阻卻違法事由

杯葛發起人能否主張防衛其正當利益而排除其損害受杯葛人為目的之意圖？學說上多認為出於防禦正當利益之杯葛行為，主觀上雖具有損害特定事業之目的，但此種防禦性杯葛行為，得作為阻卻違法事由而排除違法之評價，應注意者為杯葛發起人仍須兼顧相對人之正當利益，並妥善選擇其手段³⁴。

實務上，對於維護正當利益之杯葛行為，公平會認為不構成違反公平法第 19 條第 1 款之規定，例如公平會於 82 年公訴決字第 035 號訴願決定書指出，被檢舉人所發函之內容係敘述其擁有係爭產品之製造方法專利權，說明侵害專利權之訴訟已繫屬法院中，而促使訴願人之交易相對人台北市政府養護工程處勿核准侵害其專利之產品為合格建材，……自難調被檢舉人之發函行為，係以損害訴願人為目的。此發函行為並非意圖損害特定事業為目的，與杯葛之要件不符，應不屬公平法第 19 條第 1 款之杯葛行為。

公平會公研釋 069 號解釋指出：「事業以競爭者侵害其專利權為理由，發函予競爭者之交易相對人勿與該競爭者從事交易，在該函中如未明確表示其專利權之範圍及該競爭者所為之具體侵害事實，其發函行為顯係以損害特定事業為目的，促使他事業對該特定事業斷絕供給、購買或其他交易行為之行為，有妨礙公平競爭之虞，違反公平交易法第 19 條第 1 款之規定。」此一解釋雖未正面指出，此種防禦性杯葛並不違反公平法第 19 條第 1 款之規定；惟反面推論，若事業（杯葛發起人）於警告函中明確表示其「權利之範圍」與競爭者所為之「具體侵害事實」者，自難調該發函行為，係以損害特定事業為目的而有妨礙公平競爭之虞。

由公平法第 45 條之規定：「依照著作權法、商標法或專利法行使權利之正當行為，不適用本法之規定」與公平會「審理事業發侵害著作權、商標權或專利權警告函案件處理原則」之相關規定，若杯葛發起人依著作權法、商標法或專利法而行使權利之正當行為，對外發布競爭對手侵害其著作權、商標權或專利權之警告函，應參照公研釋 069 號解釋函，檢視該警告函中有無明確表示其「權利之範圍」與競

³⁴ 劉孔中，「我國法之研究」，收於莊朝榮、劉孔中、陳家駿、韓毓傑，我國公平交易法第 19 條與美、日、德相關規定與執行狀況之比較分析，行政院公平交易委員會八十三年度委託研究報告一，151，1994。

爭者所為之「具體侵害事實」，表達內容是否以排除其著作權、商標權或專利權侵害為主，判斷其有無損害特定事業之意圖，以決定該發函行為是否構成公平法第 19 條第 1 款之杯葛行為³⁵。

4. 須有促使行為

(1) 促使之意義

以公平法第 19 條第 1 款之結構來看，杯葛發起人以「與受杯葛人斷絕交易」之意思表示而影響杯葛參與人，誘發或干預其意思決定，因而產生可能損害受杯葛人之斷絕交易行為。因此，所謂「促使」行為，乃杯葛發起人單方之意思表示並到達杯葛參與人即為已足，不須與杯葛參與人達成合意或協議，性質屬意思通知，客觀上足以產生導致杯葛參與人做出與受杯葛人斷絕交易之決定³⁶。

實務上，公平會於 92 年公處字第 092152 號處分書，有關「台中家禽合作社杯葛皇室吉利堡商行案」表示：杯葛行為，係指事業為達成損害特定事業或剝奪特定事業日後參與市場活動之目的，「促使」或透過「合意方式」約定他事業不與特定對象事業從事交易之行為云云，即認為公平法第 19 條第 1 款所規範之情形，包含杯葛發起人與杯葛參與人具有合意之情形，即肯定「促使」行為得包含「合意」行為而有公平法第 19 條第 1 款之適用。因此，凡客觀上足以導致杯葛參與人做出影響受杯葛人經營狀態之決定，包括杯葛發起人單方之「促使」行為或與杯葛參與人事前達成「合意」之行為，均屬於公平法第 19 條第 1 款之促使行為³⁷。

本文認為單方之「促使」行為與雙方之「合意」行為，兩者性質不同，而「合意」行為尚難成立公平法上之杯葛行為，此與公平會於前述「台中家禽合作社杯葛皇室吉利堡商行案」所持看法不同，其理由如下：

³⁵ 孫奇芳，「公平交易法第十九條妨礙公平競爭行為規範之違反與損害賠償」，司法院八十五年研究發展項目研究報告，司法研究年報，第 17 輯第 4 篇，21-22，1997。

³⁶ 孫奇芳，「公平交易法第十九條妨礙公平競爭行為規範之違反與損害賠償」，司法院八十五年研究發展項目研究報告，司法研究年報，第 17 輯第 4 篇，18，1997。

³⁷ 范建得、陳丁章，「限制競爭或妨礙公平競爭行為」，收於廖義男、謝銘洋、范建得、黃銘傑、石世豪、吳秀明，公平交易法之註釋研究系列（二）—第十八條至第二十四條，行政院公平交易委員會九十三年度委託研究報告二，126，2004。

首先，以促使行為之性質而言，若杯葛之促使屬單方意思通知之事實行為，杯葛參與人意思決定之自由將會受到侵害，而不存在意思決定自由未受迫害之合意行為；相對的，若杯葛發起人與杯葛參與人已達成合意時，則根本不存在意思決定之自由遭受侵害之情形。

再者，違反公平法第 19 條第 1 款時，依公平法第 36 條之規定，其處罰對象僅為杯葛發起人而不及於杯葛參與人，認為其意思決定之自由受侵害而同屬杯葛行為之受害者，因此，解釋上有必要將杯葛之「促使」限定為單方意思通知之事實行為，不包含杯葛發起人與杯葛參與人雙方之事前合意行為，始能達成保護受杯葛事業之營業活動與確保杯葛參與人意思決定自由之規範目的。

(2) 促使之程度

若杯葛之促使尚未達到影響杯葛參與人意思決定之程度，則該項杯葛呼籲行為對於杯葛參與人之意思自主並無妨礙；亦無引起杯葛參與人對受杯葛人為斷絕交易之可能，則不妨礙受杯葛人之競爭自由。因此，客觀上足以影響杯葛參與人之意思決定，即為構成要件之一³⁸，通常是以杯葛發起人之商品特質、市場地位、市場結構與杯葛行為對市場之影響等，綜合判斷客觀上是否足以影響杯葛參與人之決定，而不以行為人主觀上自認其並無支配杯葛參與人之影響力，為阻卻杯葛行為之該當。

客觀上足以影響或干預杯葛參與人之意思決定，與單純建議有別，實務上對於「促使」之闡釋，公平會於公訴決字第 034 號訴願決定書指出「公平法第 19 條第 1 款所謂促使他事業對特定事業斷絕供給之行為，無須明白地對相對人課予契約上之義務，只要依其情形相對人已認識到如不遵守其所為之要求，即可能在經濟上帶來某種不利益，進而為斷絕對特定事業之供給行為，而發生實際效果為已足，並不以發生拘束性強制力為必要」。

(3) 促使後，不須有實際杯葛行為

杯葛行為之違法性乃是其屬於違背效能競爭之手段，違反商業倫理，若足以認

³⁸ 范建得、陳丁章，「限制競爭或妨礙公平競爭行為」，收於廖義男、謝銘洋、范建得、黃銘傑、石世豪、吳秀明，公平交易法之註釋研究系列（二）—第十八條至第二十四條，行政院公平交易委員會九十三年度委託研究報告二，127，2004。

為杯葛發起人之行為有「誘導或唆使」他事業拒絕與特定事業交易之作用，即具有可非難性；杯葛參與人是否聽從唆使、實際上有無杯葛行為，在所不論³⁹。蓋杯葛行為之禁止，係出於事前防範之理念，只要杯葛促使具有抽象危險性，即可據以認定，毋須杯葛行為之不正競爭手段已造成限制競爭之損害事實⁴⁰。因此，僅須杯葛參與人受杯葛發起人促使行為之影響即為已足，實際上有無斷絕交易之行為，並非違法行為之構成要件⁴¹。

實務上，公平會公研釋第 069 號解釋：「事業以競爭者侵害其專利權為理由，發函予競爭者之交易相對人勿與該競爭者從事交易，在該函中如未明確表示其專利權之範圍及該競爭者所為之具體侵害事實，其發函行為顯係以損害特定事業為目的，促使他事業對該特定事業斷絕供給、購買或其他交易行為之行為，有妨礙公平競爭之虞，違反公平交易法第 19 條第 1 款之規定。」客觀上認為該發函行為具有「促使」杯葛行為之作用，而有妨礙公平競爭之可能，故實際上毋庸斷絕交易，即足以認定為違反公平法第 19 條第 1 款之杯葛行為。雖然公平會已處理之杯葛案件，大都有實際杯葛行為，但不得據此結果而推論杯葛參與人須有實際斷絕交易行為，始能成立杯葛行為⁴²。

(二) 實質要件—有限制競爭或妨礙公平競爭之虞

除形式要件之外，杯葛行為尚須具備公平法第 19 條本文所規定「有限制競爭或妨礙公平競爭之虞者」之實質要件。學說上認為須有限制競爭或妨礙公平競爭「之虞」，係採取「抽象危險」之標準，只要杯葛行為之實施有限制競爭或妨礙公平競爭之「可能性」即為已足，不須產生市場競爭之「實質限制」為必要，亦毋須達到「具體危險」之程度⁴³。公平會第 71 次委員會議通過之「妨礙公平競爭之虞之

³⁹ 廖義男、王以國，「不公平競爭」，收於廖義男、謝銘洋、范建得、黃銘傑、石世豪、吳秀明，公平交易法之註釋研究系列（二）—第十八條至第二十四條，行政院公平交易委員會九十三年度委託研究報告二，12-13，2004。

⁴⁰ 莊春發，「杯葛行為之分析」，公平交易季刊，第 14 卷第 1 期，58，2006。

⁴¹ 范建得、陳丁章，「限制競爭或妨礙公平競爭行為」，收於廖義男、謝銘洋、范建得、黃銘傑、石世豪、吳秀明，公平交易法之註釋研究系列（二）—第十八條至第二十四條，行政院公平交易委員會九十三年度委託研究報告二，127，2004。。

⁴² 莊春發，「杯葛行為之分析」，公平交易季刊，第 14 卷第 1 期，56-57，2006。

⁴³ 孫奇芳，「公平交易法第十九條妨礙公平競爭行為規範之違反與損害賠償」，司法院八十五

適用考量」指出：減損競爭結果之認定「不以市場之競爭機能已實際受到影響為必要，只要認其實施，將可能減損市場之競爭機能即具可非難性。」

公平法第 19 條各款行為共通之實質要件為「有限制競爭或妨礙公平競爭之虞」，因此公平會成立專案小組，針對所謂「妨礙公平競爭之虞」判斷基準進行研析，自公平會第 71 次、第 382 次與第 481 次委員會議之決議，可窺知其相關見解。

1. 公平會第 71 次委員會議決議

公平會於「妨礙公平競爭之虞之適用考量」表示：「按事業之競爭行為是否該當公平法第 19 條「妨礙公平競爭之虞」的構成要件，應就事業採取之「競爭手段」是否具有「不公平性」或其「競爭結果」是否「減損市場之自由競爭機能」分別或綜合加以判斷。其競爭手段本身顯已失公平性者，即具可非難性，構成妨礙公平競爭之虞的適用要件，相當於所謂當然違法。其競爭手段之不公平未達當然違法時，應進一步從其競爭結果是否增加或減損市場之自由競爭機能併同認定之。減損之者，必須再從合理原則審酌有無構成妨礙公平競爭之虞」。

2. 公平會第 382 次委員會議決議

公平會第 382 次委員會議對於「公平法第 19 條構成要件研析」決議，將公平法第 19 條第 1 款杯葛行為之性質，歸類為「限制競爭」行為之範疇，並針對該條各款行為之性質與違法性之判斷加以連結，如各國有關可能對市場競爭產生影響之「限制競爭」行為之規範，多採取合理原則判斷其違法性，除具備實質違法要件外，尚設有行為人須具有相當市場力量之門檻規定，使不具市場力量之事業，排除違法之可能性。

3. 公平會第 481 次委員會議決議

公平法第 19 條將實質要件由「妨礙公平競爭之虞」修正為「有限制競爭或妨

〈限制競爭或妨礙公平競爭之虞即其法律效果
關聯性之評價-公平會案例之評價〉

行政院公平交易委員會
公平交易季刊第 21 卷第 2 期
(頁 77 以下)

不以品質、價格或服務爭取顧客，而利用顧客之僥倖、暴利心理，以利益影響顧客對商品或服務之正常選擇，從而誘使顧客與自己為交易之行為；至於「不正當方法」，應自行為人的動機、目的及手段綜合判斷之。具體言之，係以強迫力或不當利益贈送干擾競爭者之現有交易相對人或潛在交易相對人或僱傭關係者。

- (4) 迫使參與限制競爭行為：係指事業以脅迫、利誘、或其他不正當的方法，使他事業不與其進行價格競爭，而參與結合或聯合之行為。此行為之適用係以系爭行為之客觀性為判斷依據，不以事業之間確已發生不為價格之競爭而參與結合或聯合為必要。其常見類型包括：不當取得統銷機會、要求棄標、要求圍標、或以團體壓力引導價格³⁰。
- (5) 不當取得他事業營業秘密：係指事業以脅迫、利誘、或其他不正當的方法，獲取他事業之產銷機密、交易相對人資料或其他技術秘密之行為。所謂營業秘密，意指事業為在營運活動上取得競爭優勢，投入勞力與資本所發展出來的各種有形或無形之成果，而營業秘密所有人對此未經公開之特定知識或情報，有保密之主觀意思者。
- (6) 不當限制交易相對人事業活動：係指以不正當限制交易相對人之事業活動為條件，而與其交易之行為。此項限制是否不正當，應審酌當事人之意圖、目的、市場地位、所屬市場結構、商品特性及履行後對市場競爭之影響程度，綜合判斷之。其主要類型包括搭售（Tie-in Sales）、獨家交易（Exclusive Dealing）、地域或顧客等其他限制事業活動之情形。

2. 限制競爭或妨礙公平競爭之虞的意涵

事業垂直交易制是否涉有不法，繫諸於「限制競爭或妨礙公平競爭之虞」之有無，若有，應受公平法評價，反之亦然。但公平法立法之初，將垂直交易限制列入不公平競爭範圍，且其不法門檻只列有「妨礙公平競爭之虞」。然就垂直交易限制所列各款規範之本質以觀，各國立法例、學說及實務見解，咸認其應為「限制競

³⁰ 例如，公處字第 081003 號、087205 號、092132 號及 086106 號處分書。請參同註 2，154-155。

爭」與「不公平競爭」之混合立法，故於 1999 年 2 月公平法第 1 次修法時，將該行為之不法門檻增修為「限制競爭或妨礙公平競爭之虞」。

1993 年 2 月公平會第 71 次委員會議闡釋「妨礙公平競爭之虞」，認為事業之競爭行為是否合乎該當垂直交易行為「妨礙公平競爭之虞」構成要件，應就其所採取之競爭手段本身是否具有不法性或其競爭結果是否減損市場之自由競爭機能，分別或綜合加以判斷。若其競爭手段本身顯已失公平，即具有非難性；或若其競爭手段之不公平程度尚未達到顯失公平要件，則須進一步檢視其競爭結果是否減損市場自由競爭機能，若有減損，再從「合理原則」角度，審酌有無構成「妨礙公平競爭之虞」。其中之虞，即該當行為不必達到實質限制，只要達到抽象性危險已足³¹。以上顯示，「妨礙公平競爭之虞」係由競爭手段不公平（行為不法）及競爭結果減損市場機能（市場不法）二構面所組成，至為明確。而 2001 年 1 月公平會第 481 次委員會議確認原第 71 次委員會議對「妨礙公平競爭之虞」所訂之適用考量原則，仍適用於「限制競爭或妨礙公平競爭之虞」，而其構面係由「競爭手段不公平」及「競爭結果受限制」所組成。另外，1999 年 3 月公平會第 382 次委員會議就有關「公平法第 19 條垂直交易限制構成要件之研析」乙案決議指出，由該條規範本質、所保護之法益與各國立法例觀之，垂直交易限制中之不當爭取交易相對人、迫使參與限制競爭行為及不當取得他事業營業機密等，應可歸類為「競爭手段不公平」；其他如杯葛、不當差別待遇及不當限制交易相對人事業活動，應可歸類為「競爭結果受限制」。以下，謹就該二觀察變數之要義說明之³²：

- (1) 競爭手段不公平：垂直交易行為中之不當爭取交易相對人、迫使參與限制競爭行為及不當取得他事業營業機密，屬於「競爭手段不公平」之規範範圍，即「行為不法」。行為不法原則上為刑法所禁止，故其市場行為之違法性或違反公平性應無疑義。至於其他情形，其競爭手段是否因有失公平而當然違法，尚須自具體個案中，考量其對商業倫理與公序良俗的違反程度以斷，且其不法性與脅迫、利誘或其他不正當方法的影響程度，呈現正向關係。
- (2) 競爭結果受限制：垂直交易行為中之杯葛、不當差別待遇及不當限制交易相

³¹ 同註 2，120-122。

³² 同註 13，171-172。

對人事業活動，屬於「競爭結果受限制」規範範圍，即「市場不法」。當競爭手段「不公平」性格不明顯時，必須從其競爭結果是否減損市場機能加以判斷。在此並不以市場結果已實際受影響為必要，只要其實施有影響之虞，即有可非難性，故須經認定其實施結果有減損市場機能，再依合理原則判斷之。一般採取「市場力量」作為門檻，當市場力量越大，競爭結果受限可能性越高。

3. 垂直交易行為與限制競爭或妨礙公平競爭之虞的關係

就「限制競爭或妨礙公平競爭」之意涵，若垂直交易行為涉及限制競爭，所破壞的是制度的保護，亦即破壞政策規範、競爭自由，此時所強調的是市場不法的觀察；若涉及妨礙公平競爭，所破壞的是權利保護，亦即破壞倫理道德規範、競爭者間之公平，此時所強調的是行為不法的觀察³³。此即為何美國法會將「商業侵權」單獨列為民法侵權以外之行為，另以競爭法加以規範，其原因主要著眼於該行為之違法程度，已涉及效能競爭（Competition on the Merits）之違害，而不利於社會福利（Social Welfare）的產生，對競爭制度或競爭者間之公平競爭有違害之虞。至於我國公平法對於垂直交易行為，文獻多傾向於以公平法第 26 條³⁴所揭示之公共利益，來區分介入保護「競爭制度」或「競爭者權利」之時機。故垂直交易行為案件適用公平法第 19 條共同門檻「限制競爭或妨礙公平競爭」時，除要注意一般性的商業倫理非難性外，亦應注意檢視效率、公平性、可競爭環境及潛在競爭者參與競爭的可能性，以輔助解決該共同門檻所具有之不確定法律概念³⁵。

垂直交易行為中之不當爭取交易相對人、迫使參與限制競爭行為及不當獲取他事業營業秘密等，都係以脅迫、利誘、或其他不正當的方法來爭取交易機會，而非以較有利之價格、數量、品質、服務或其他條件，取得交易機會。其所涉及的，係以不正當的競爭手段，進行市場交易行為，對於遵守交易公平之競爭者而言，顯失公平，有違商業倫理與公序良俗。此種「行為不法」，毫無疑問具有可非難性，可

³³ 同註 2，120。

³⁴ 公平會對於違反本法規定，危害公共利益之情事，得依檢舉或職權調查處理。

³⁵ William G. Shepherd, *The Economics of Industrial Organization: Analysis, Market, Policies*. Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall, 9-23 (1997); 同註 2，119-120。

構成「妨礙公平競爭之虞」的適用要件。至於杯葛、不當差別待遇及不當限制交易相對人事業活動等行為，若其競爭手段之不公平性，尚非達到顯著水準，無法逕自認定其競爭手段屬當然違法者，必須從其競爭結果是否減損市場之自由競爭機能，加以認定違法與否？故其違法之判斷，應注重市場競爭結果之觀察。過去文獻較無爭議者，係檢視其市場力量，實務執行上，有以市場占有率 10% 作為門檻的默契；亦有文獻認為可採取上下游間之「依賴關係」，作為市場力的判斷，實務上也有少數個案採用³⁶，唯此一方法並非一般所採取³⁷；另外，亦有些文獻³⁸以一種略為不同的方式來說明垂直交易限制，認為減少下游競爭的約束（例如，區域限制）也可能軟化上游競爭，故上游事業亦可能為策略性目的而採取垂直限制。總而言之，「市場不法」不利於市場效能的提升、可競爭環境的維護及有妨礙潛在競爭者參與競爭之虞，構成「限制競爭」適用要件，尚無疑義。

綜上觀之，垂直交易行為不論屬於行為不法或市場不法，都有可能構成「限制競爭或妨礙公平競爭之虞」的適用要件，且該當行為之不法程度越高，其適用性越高。因之，提出研究假說一如下：

H₁：事業垂直交易行為，若涉及行為不法或市場不法，其涉法程度越高，構成「限制競爭或妨礙公平競爭之虞」之適用性亦越高。

(三) 限制競爭或妨礙公平競爭之虞為與法律效果

1. 法律效果意涵

公平法屬兼具公法與私法特徵之公私混合法³⁹，依公平法規定，事業若違反該法義務者，行為人應負行政、刑事或民事責任。其中行政責任主要包括命其停止、改正其行為或採取必要更正措施與罰鍰等項。該行政責任又以公平法第 41 條為主

³⁶ 例如：公處字第 089038、091022、091086 等。

³⁷ 同註 2，119-123。

³⁸ 例如，同註 17，186-187；Avinash K. Dixit and Joseph E. Stiglitz, “Monopolistic Competition and Optimum Product Diversity,” 67(3) *The American Economic Review*, 297-308 (1977); Esther Gal-Or, *Duopolistic Vertical Restraints*, Working Paper, Graduate School of Business, University of Pittsburgh, 650 (1987).

³⁹ 江嘉琪，「公私混合契約初探－德國法之觀察」，中原財經法學，第 9 期，63-112 (2002)。

要的法律根據。依據該條規定，公平會對於違反公平法義務者，得限期命其停止、改正其行為或採取必要更正措施，並得處新台幣（以下同）5萬元以上2500萬元以下罰鍰、逾期仍不執行者，可按次連續處10萬元以上5000萬元以下罰鍰，至行為人停止、改正其行為或採取必要更正措施為止。其次，刑事責任，依公平法第36條規定，行為人違反該法第19條義務者，經公平會依第41條予以處分，而仍逾期未停止、改正其行為或未採取必要更正措施，或停止後再為相同或類似之違法行為者，處行為人2年以下有期徒刑、拘役或科或併科5000萬元以下罰金。最後，民事責任，不論何種情形，只要是「權益遭侵害之人」均得以依據公平法第30條主張，除去侵害，有侵害之虞者，並得請求防止之；並得依同法第31、32條，請求損害賠償，至於賠償金不得超過已證明損害額之3倍⁴⁰。

由於刑事及民事責任都屬司法體系之權責，且屬告訴乃論之罪，實務上，多由受害人決定是否要上訴。由樣本內容知悉，全數樣本並未有民事損害賠償請求者。另外，樣本中也僅有2件個案⁴¹涉及公平法第36條，而受害人亦未向司法機關，提出上訴追究刑事責任。故為真實反應樣本內容，不宜將刑事責任及民事責任列為法律效果之觀察變數。故本研究法律效果觀察變數僅包含「停止、改正或採取更正措施」及「罰鍰」等二項。

2. 限制競爭或妨礙公平競爭之虞與法律效果的關係

涉有限制競爭或妨礙公平競爭之虞的垂直交易行為案件，其行為態樣共有6種，已如前述。以下就該當行為所涉及的限制競爭或妨礙公平競爭之虞與法律效果間之關係敘述之：

- (1) 杯葛：若杯葛發起人係以損害受杯葛人為目的，促使杯葛參與人共同斷絕與受杯葛人之關係或不與之建立關係，對受杯葛人而言，屬於一種有組織之阻絕行為，使受杯葛人在特定市場上處於不利的競爭地位，減弱其競爭能力，甚至迫使之退出市場競爭；對杯葛參與人而言，其交易對象的選擇與意思決定自由，亦因杯葛而受到干擾與限制，尤其具有市場地位之杯葛人所為之杯

⁴⁰ 同註2，174-180；同註3，505-527。

⁴¹ 公處字第085054號、公處字第087159號處分書。

葛行為，對市場自由競爭程度影響更為顯著，此一杯葛行為，有違公平法之立法目的，競爭法主管機關應給予行為人負擔法律效果⁴²。

- (2) 不當差別待遇：公平法所欲禁止之差別待遇，僅係針對無正當理由之差別待遇而已，非針對所有客觀上之差別待遇行為。因為無正當理由之差別待遇，將使行為人以「優惠性交易條件」破壞該當階層之競爭；或因而使交易相對人有增、減成本之情事，而阻礙或破壞交易相對人階層之競爭。同時，具有市場地位之購買者，亦可能利用其有利的競爭地位，迫使供應商給予優惠價格，以致該購買者在其所屬之競爭市場階層，得以獲得不正當的競爭優勢，而產生二手破獲（Secondary Line Injury）⁴³，不利於市場發展，有違公平法立法宗旨。
- (3) 不當爭取交易相對人：所謂「使競爭者之交易相對人與自己交易之行為」，本質上是市場的競爭常態，不具可非難性。公平法第 19 條第 3 款所揭之不法行為，屬於對他事業之交易關係干預之「商業侵權」，其具體類型可包括，以脅迫、利誘、或其他不正當的方法干預他事業既存之交易關係或預期建立之交易關係或他事業之僱傭關係。如此，將破壞競爭者間之公平競爭⁴⁴，屬手段不公平，具可非難性，應負擔法律效果。
- (4) 迫使參與限制競爭行為：事業間之結合、聯合行為，若有益於整體經濟利益，而向主管機關申許許可，本無可非難之處；但若事業間之結合或聯合行為，係因脅迫、利誘、或其他不正當的方法而產生，且其目的在於避免該等事業間之價格競爭，對特定市場將有限制競爭之虞，或有限制競爭脫責之虞（例如，經銷商之聯合行為，推託其一致性行為，係因製造商強制之表象，而其彼此之間並無合意之存在）。另外，此一行為，亦將有礙於競爭環境之維護，阻礙潛在競爭者進入市場參與競爭，不利於市場競爭機能的正常運作⁴⁵。

⁴² 陳丰生、陳文生、陳家榮，「杯葛行為之法律與經濟分析」，公平交易季刊，第 17 卷 1 期，75-76 (2009)。

⁴³ William Breit and Kenneth G. Elzinga, *The Antitrust Casebook*, 3rd ed., New Jersey: The Pryden Press, 221-225 (1996).

⁴⁴ 同註 2，137。

⁴⁵ 同註 2，150-151。

- (5) 不當取得他事業營業機密：事業若以脅迫、利誘、或其他不正當的方法取得他事業之產銷機密、交易相對人資料或其他有關技術機密，將壓制實施對象的意思自主，使實施對象不願投入勞力與資本從事創新；行為人亦因可不勞而獲，不願花費時間與精力從事創新。如此，不但造成競爭者間之不公平，亦可能阻礙產業的繁榮與發展，不利於市場正常發展⁴⁶。
- (6) 不當限制交易相對人事業活動：依交易成本經濟學的觀點，當市場上交易不確定性越高，商品或服務於垂直交易過程中所需之「特殊資產」越多，且機會主義充斥，績效評估不易。故垂直非價格限制之違法與否，採取「合理原則」判斷之。因此，在不考慮其他社會價值或公共利益的前提下，社會福利損失之分析一向為其執法之重心。職是之故，若要判斷此一類型行為是否具有「正當性」，宜併同參考過去實務經驗，採取市場力量作為門檻。申言之，當事業市場力量越大，其所從事之搭售、獨家交易、顧客或其他使用條件之限制，對市場競爭結果影響越大，可非難性越高⁴⁷，此時競爭法主管機關應給予行為人負擔必要之法律效果。

綜合以上，該當垂直交易行為，若其行為涉有不當情事，將涉及的限制競爭或妨礙公平競爭之虞，而與公平法之立法宗旨有違，公平會為維護市場競爭機能，將給予行為人負擔法律效果，其負擔情形與不當程度呈正向直接關係，故提出研究假說二如下：

H₂：事業垂直交易行為，若涉有限制競爭或妨礙公平競爭之虞，其涉法程度越高，所需負擔法律效果越重。

(四) 垂直交易行為與法律效果的關係

垂直交易行為與法律效果間之直接關係，屬於「行為一效果」模式，在相關領域許多文獻⁴⁸都獲得實證支持，但依公平法第 19 條法律構成要件，垂直交易行為其

⁴⁶ 馮震宇，「論營業秘密法與競爭法之關係－兼論公平法第 19 條第 5 款之適用」，公平交易季刊，第 4 卷 3 期，1-4 (1996)。

⁴⁷ 同註 2，160-161。

⁴⁸ 例如，Lien-ti Bei and Yu-ching Chiao, "The Determinants of Customer Loyalty: An Analysis of Intangible Factors in Three Service Industry," 16(2)International Journal of Commerce & Management,

梁基祥〈獨家交易安排之經濟分析〉

行政院公平交易委員會

公平交易季刊第 5 卷第 3 期

(頁 85 以下)

，說明獨家交易安排可能產生的競爭效果與反競爭效果，做為評估獨家交易安排合法性的理論依據。

3.2 廠商實施獨家交易安排的正面動機

3.2.1 保護上游廠商的財產權

製造商為了使經銷商能夠順利的銷售其產品，使產品能以最適當的品質與服務水準銷售給消費者，製造商通常會對經銷商提供協助。這些協助包括：提供創立資本（start-up capital）、提供融資（ongoing financing）、技術和銷售訓練、營業區位選擇（site selection）及營運計畫（merchandising plants）的諮詢等協助（註17）。這些協助將增加製造商的成本，製造商為了反應成本應該如何向經銷商收取上述的費用？最簡單的方式是直接將上述的投資成本併入產品的批發價格計算（註18）。但是如果製造商真的這麼做，將會導致產品批發價格單獨上揚的困擾，因為經銷商通常會同時銷售多種品牌的商品，而且製造商對經銷商的投資大部份又不具有排他性，所以其他製造商在没有付出相同的代價下也可以享受到這些投資，自然的可以訂定較低的批發價格，因而產生搭便車的問題。此時廠商的替代方式是使用獨家交易安排，以確保其對經銷商的投資利益能夠獨自享有。

3.3.2 保護上游廠商的創新和營業秘密

（一）獨家交易安排可以保護產品的創新

由於專利權法和著作權法並不能很妥善地保護新的設計或發明，因此產品的創新很可能會被仿冒。例如在 *Standard Fashion Co. v. Magrane Co.* 案（註19）中，因為原始的服裝設計很容易被對手的服裝樣模設計師（pattern makers）模仿，而且對手没有設計成本，所生產的模仿品可以用較低的價格出售，以誘使消費者改變

註17：Steuer（1983）p127。

註18：也就是製造商將產品和服務以搭售的方式同時賣給經銷商。Marvel（1982）p8-9。

註19：Standard Fashion Co. v. Magrane Co. 42 S.Ct. 360, 258 U.S. 346, 66 L.Ed. 653。

購買決策，此種行為將會削弱原始服裝設計廠商的利潤和創新的意願。爲了防止對手模仿，廠商可以實施獨家交易安排保護產品的創新。在該案例中，主要的服裝設計廠商都採用獨家交易安排以保護服裝設計的財產權（註20）。

（二）獨家交易安排可以保護營業秘密

製造商爲了確保其產品在市場上具有優勢，通常會提供經銷商許多營業秘密，其中包括策略性的；如新產品上市的時機，教育性（*instructive*）的；如技術訓練的資料與市場調查的結果，還包括對競爭產生立即價值的；如消費者需求的導向（註21），有些製造商甚至會提供產品處方（*recipes*；*formulas*）（註22）。爲了使經銷過程順利，大多數的上游廠商至少必須提供一些與經銷商交易所需的機密資料，而獨家交易安排是在所有避免營業機密被對手利用的衆多方法中，最值得信賴的一種手段。在 *Joyce Beverages v. Royal Crown Cola Co.* 案（註23）中，美國法院也認同上述看法，法院認爲喬伊絲（*Joyce*）飲料經銷商如果想要同時經銷 *Royal Crown* 可樂與七喜公司（*Seven Up Company*）的 *Like* 可樂，將會產生喬伊絲經銷商如何能保守各家可樂製造公司行銷策略祕密的衝突。法院認爲獨家交易安排可以避免這種衝突（*dilemma*）的發生（註24）。

3.2.3 避免經銷商的欺騙行為

如果經銷商同時銷售多種品牌的產品，此時製造商要監督經銷商的銷售行為，避免經銷商以低品質的產品冒充自己的產品，會變得比較困難（註25）。獨家交易安排正好可以用來幫助製造商防止經銷商的欺騙行為。

例如經銷商可能基於成本差異的考量，改採品質較差但是價格較便宜的 B 產品，暗中替代價格昂貴但是較爲消費者所喜愛的 A 產品欺騙消費者，藉由此投機

註20：Ornstein（1989），p75。

註21：Steuer（1983），p130－131。

註22：Ornstein（1989），p75。

註23：*Joyce Beverages v. Royal Crown Cola Co.* 555 F.Supp.271。

註24：Steuer（1983）p131。

註25：Steuer（1983）p132。

行為賺取兩產品間的差價。況且，某些產品因為產品性質的關係，消費者如果無法在事前發現經銷商的欺騙行為，則經銷商的投機行為很容易得逞。例如加油站以其他品牌劣等的汽油冒充有品牌聲譽的高級汽油，消費者很難能夠在購買時就立刻發現，甚至在事後也難以察覺。此時汽油供應商可以實施獨家交易安排來防止加油站的欺騙行為，因為當供應加油站的汽油都是來自同一家供應商，加油站的油源供給來源由原先的多元轉趨於單純，加油站不易有魚目混珠的行為。

3.2.4 有助於產品品質的維持

如果獨家交易安排可以提供一個維持產品品質的有效管制方法，即使它可能會造成嚴重的排除競爭效果，美國法院或是聯邦貿易委員會也可能會支持此行為（註26）。

生產精密設備和車輛的製造商，通常會堅持下游廠商不得銷售或是裝配（installing）其他競爭廠商所生產的維修零件，以維持產品品質的一貫性。對於這種排他性行為，美國法院抱持認同的態度。在一九三六年，美國法院允許通用公司（GM）要求其旗下的經銷商只能向通用公司購買汽車的更換零件。通用公司所持的理由為，如果配置不當（installation of inappropriate），或是配置有缺陷的更換零件，將會傷害汽車的正常運轉，破壞通用公司的聲譽（註27）。換言之，美國法院認同通用公司為了維持產品品質所採行排他性的作法。儘管在五年後，聯邦貿易委員會下令禁止通用公司限制經銷商只能向其購買零件的作法，但是聯邦貿易委員會同時也允許通用公司『對於汽車機器運轉所必要的零件，而且該零件不論是在品質上或是設計上都無法由別的供給來源所取代』（註28）的獨家交易安排。顯示美國在處理獨家交易安排相關案件時，相當重視獨家交易安排對產品品質維持的影響。

3.2.5 獲得經銷商完全的忠誠（securing full dealer commitment）

一般經濟學教科書對於廠商實施獨家交易安排動機的傳統解釋，泰半認為它是

註26：楊永明 p42。

註27：Pick Manufacturing Co.v.General Motors Corp.et al.80 f 2d 641（1935）。

註28：In re General Motors Corp. and General Motors Sales Corp.,34 F.T.C.58.86（1941）；Scherer（1980）p 588。

製造商用來促使經銷商將銷售熱忱專注於單一品牌的一種手段（註29），Scherer（1980）指出『製造商經常會採用獨家交易安排來確保其產品能夠被經銷商以極大的熱忱和努力銷售出去』（註30）。因為若經銷商同時銷售多種品牌的產品，在各種品牌的經銷利潤相同下，經銷商並不會在乎消費者購買的是哪一種品牌的產品。換言之，當經銷商接受獨家交易安排，經銷商的成功建立在所經銷品牌產品的成功上，經銷商會把銷售熱忱集中在單一品牌。

3.2.6 有助於廠商實施特定資產的投資或長期的營運計畫

Asch（1984）認為獨家交易安排最顯著的貢獻，在於獨家交易安排能夠確保長期供給來源，使廠商營運得更有效率（註31）。當市場需求不是很確定時，理性投資者往往不敢貿然投資，除非廠商能夠在投資以前就能得到產品需求者的支持與承諾（註32）。尤其某些中間產品很特殊，上游廠商不願意承擔高風險而缺乏提供產品的動機，造成上下游雙方廠商的損失。此時，長期的獨家交易安排能使生產中間產品的上游廠商有意願對特定資產進行投資，否則在缺乏獨家交易安排的保護下，可能會因為下游廠商事後契約性的投機行為（post-contractual opportunistic behavior），造成上游廠商的損失，以致於不敢投資（註33）。

3.2.7 降低製造商和經銷商的成本

（一）獨家交易安排可以降低製造商的成本

製造商可以藉由實施獨家交易安排取得穩定的產品銷售通路，使製造商的生產和經銷計畫運作的更有效率。換言之，製造商實施獨家交易安排可以產生降低生產與交易成本的效果。

註29：Marvel（1982）p3。

註30：Scherer（1980）p586。

註31：Asch（1984）p357。

註32：例如 Brent Lakes Carbon Corp., 82 F.T.C. 1529, 1656（1973）； Robinson v. Magorern, 521 F.Supp.842,890-91（W.D.Pa.1981）。

註33：Ornstein（1989）p77。

例如石油公司對加油站實施獨家交易安排，可以顯著降低運輸成本（註34），因為（a）需要前往運送油品的加油站數目變少；（b）每次可以運送大量的油品（註35）；（c）在獨家交易安排下，加油站需求變動較小，石油公司可以事先擬定最具效率的運送路線；（4）可以降低龐大的行政、管理成本與廣告費用。【表1】表示石油公司因實施獨家交易安排減少的成本。

【表1】石油公司因實施獨家交易安排所節省的成本

單位：便士

石油公司	節省的成本（每加侖）	成本降低的主要原因
S.M. & B.P.	0.95	1/2是因為節省運輸成本； 1/3是因為節省廣告費用。
Esso	1.19	超過1/2是因為節省運輸成本； 近1/4是因為節省廣告費用。
Regent	1.08	超過1/2是因為節省人事費用； 其餘是因為節省運輸成本。

資料來源：Monopolies Commission Report on the Supply of Petrol to Retailers（HMSO），（1965），p.91。Pass & Hawkins（1972），p.581。

（二）獨家交易安排可以降低經銷商的成本

由於獨家交易安排會使經銷商的營業自由受到限制，而且失去範疇經濟（economies of scope）的利益，在面臨許多負面影響下，經銷商還肯接受獨家交易安排，表示經銷商必定得到某些補償性的好處，通常這些利益包括經銷商經銷成本的下降。例如，經銷商藉由獨家交易安排可以降低本身購貨的管理成本。因為經銷商

註34：Pass & Hawkins（1972），p580。

註35：例如在英國1962年，Esso對只賣其油品的加油站一次可以運送1437加侖，但是對於兼賣多種品牌的加油站一次只能運送603加侖。Pass & Hawkins（1972），note17