

企業併購中的受託人義務與資訊揭露

——兼評釋字第770號解釋——

林瑞成*

壹、概說

2002年我國為利企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效率，特制定企業併購法（以下簡稱企併法），規範公司的合併、收購及分割的行為，並給予租稅減免、金融措施的獎勵，以提高企業的競爭力。

企併法立法目的，本為發揮公司的經營效率，即便兩個公司間有合併行為，亦為常規交易（at arm's length transaction），對於雙方必然有益，符合公司及股東的最佳利益。然而，企併法第4條第3款規定，得以現金作為合併的對價¹，當有部分股東²可以控制消滅

公司及存續公司或新設公司時，即可利用此規定，進行以現金作為對價的合併行為，事實上等同將少數股東³自公司逐出^{4,5}。嚴格而言，現金合併的目的並不在於產生資產結合的綜效目的，而係公司控制股東驅逐（freeze-out）少數股東的方法⁶。

公司股份為財產權，應受憲法及法律的保障，惟在公司合併時得以現金作為對價，早在數十年前美國就有州的立法規定。而法律何以允許以現金作為對價而逐出少數股東？本章先討論現金逐出合併的問題；其次，介紹美國對少數股東的保護規定，尤其控制股東應負受託人何種的揭露義務，並討論應如何完善保護少數股東制度，兼評析我國大法

* 本文作者係執業律師，中華民國律師公會全國聯合會第11屆第3任理事長

註1：企併法第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，並以存續或新設公司之股份、現金或其他財產作為對價之行為。」

註2：此等股東稱為控制股東，或稱為多數股東（majority shareholders），必然可以取得控制私利（private benefit of control）。

註3：少數股東（minority shareholders），或稱為非控制股東，即未具公司控制權的股東。

註4：稱為現金逐出合併（cash-out merger）。

註5：企併法公布施行後的翌年，致達資訊科技公司（以下簡稱致達公司，2002年12月12日核准成立，資本額新臺幣100萬元）於公開市場進行收購慧智股份有限公司（以下簡稱慧智公司）股權，於取得慧智公司的主導權後，慧智公司董事會立即決議與致達公司進行現金合併，而發生合併價格較當初收購價格為低的不利於股東的結果，案例介紹參，邱淑卿（2004），〈現金合併對股東權益保障之研討（上）〉，《集保月刊》，第127期，第3頁。

註6：游啟璋（2014），〈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，第213頁。

官釋字第770號解釋。

貳、現金逐出少數股東

一、逐出少數股東的方法

所謂逐出少數股東，指少數股東被強制自公司退出，而由多數股東繼續對企業投資的情形，或者少數股東被強制排除對公司控制的情形。而所謂強制退出或強制排除，有下列方法可供使用⁷。

(一) 解散及剩餘財產分配 (dissolution and final distribution)

例如A持有T公司60%股份，A解散T公司，並將T公司重要資產作為剩餘財產進行分配而取得該財產。但是此種逐出少數股東的方法，在美國可能被法院認為違反股東平等原則。

(二) 資產讓與 (sale of assets)

例如A持有T公司60%股份，T公司將全部資產讓與A。A進而透過將T公司解散、清算的方式，可以回收作為資產讓與對價的現金60%。相反的，A也可以在T公司解散後的清算程序上，進行資產讓與行為。

(三) 合併 (merger)

1. 例如A公司持有T公司60%股份，A公司將T公司合併於A公司，並在合併之際對T公司的少數股東交付現金等。在公司法尚未承認現金交付合併之前，亦有以償還股票作為對價。現在，因已承認利用現金作為合併對價，所以，

一般而言容許以交付現金進行逐出合併。而且，很多情形是以略式合併 (short-form merger) 方式進行逐出合併。

2. 持有T公司多數股份的母公司A，欲利用合併將T公司的少數股東逐出時，如上述1.所述，可以直接利用母子公司間的合併進行，不過實際上經常是以完全子公司方式進行。在利用完全子公司的合併上，目標公司 (T公司)、收購公司 (A公司) 及完全子公司 (S公司) 為當事人，即典型的三角合併 (triangular merger) 方式。A公司為逐出T公司的少數股東，設立S公司。S公司經常未實際營業的公司，即所謂殼公司 (shell company; shell corporation)，A公司對S公司出資與T公司合併所需現金。據此，S公司吸收合併T公司，對原T公司股東交付現金等。此種場合，稱為「正向子公司合併 (forward subsidiary merger)」，係利用子公司的合併，而且，就目標公司為併購方所吸收而言，是正向的合併。為何不將T公司合併於A公司的理由，在於：(1)有只負有限責任的好處；(2)省略A公司股東會決議。

另外，也可以採用T公司吸收合併S公司的方式。在美國的州公司法上，一般規定合併契約書應記載：「各合併當事公司的股份轉換為存續公司的股份……或現金的方法」，才可將少

註7：中東正文 (1999)，《企業結合·企業統治·企業金融》，第4頁，信山社。

數股東逐出，此種場合稱為「逆向子公司合併（reverse subsidiary merger）。就目標公司吸收併購方的子公司而言，是逆向合併。會進行此種逆向合併的情形：(1)將合併後的損失作為稅損退算和結轉（carry back），以確實抵銷T公司合併前的收益；(2)在T公司的事業為特許事業，為避免應遭受特許的改變；(3)在合併之際對原T公司股東交付現金的場合，與以正向子公司合併取得資產處理的相反，在課稅目的上存在，以逆向子公司合併取得股份處理的理由。

（四）逆向股票分割（reverse stock split）

例如A持有T公司60%即6萬股的場合，進行以6萬股合併為1股，其餘的4萬股即不滿1股，得以現金給付股東代替給付畸零股，並將少數股東逐出。

（五）股份交換（share exchange）

美國州公司法設有股份交換規定。所謂股份交換，指併購公司通過被併購公司的公司行為取得全部股份的交易。進行股份交換，必須有各當事公司的董事會決議與被併購公司（或各當事公司）的股東會決議。例如A公司持有T公司股份60%的場合，通過A公司及T公司的股東會決議與T公司（及A公司）的股東會決議，A公司取得殘餘的T公司股份。

逐出少數股東的手法有以上的類型，目前最常利用的手法，即為本文檢討的逐出合

併。就課稅或權源移轉手續等方面而言，合併比其他類型有利，而且法院對解散及剩餘財產分配、資產讓與的限制較為嚴格，而法院對逐出合併的限制逐漸緩和，此為合併最常被利用的原因。除略式合併外，美國州公司法通常規定上述逐出合併應經T公司的股東會決議。因此，在併購者未持有目標公司的支配股份場合，併購者在公開收購的第一階段交易取得目標公司的支配股份之後，應以上述手法進行第二階段逐出交易。利用此二階段收購併購者，取得目標公司的完全所有權⁸。

二、合併對價的彈性化

在19世紀的美國，基礎性變更公司的營業、章程，須經全部股東的同意。所謂基礎性變更（fundamental change），包含全部資產讓與、合併、解散等。因為公司的法律關係，為股東相互間的契約，故公司的基礎性變更必須有全部股東同意，全體股東擁有既得權，乃為既得權理論（vested right theory）⁹。進行合併須經全體股東同意，即在保護反對合併的少數股東，或謂不發生以合併逐出少數股東的問題。同樣，在此時期亦不能以資產讓與方法逐出少數股東。

但是，從1890年代起至20世紀初期，要求公司組織的基礎性變更應經股東全員一致同意，卻阻礙理想的商業交易並有害於經濟發展，已被廣為認識。因此，許多州的立法

註8：中東正文，前揭註7，第7頁。

註9：Weiss, The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective, 56 N. Y. L. Rev. 624, 627 (1981).

關於既得權理論，日本文獻參照，神田秀樹，〈資本多數決と株主間の利害調整（四）〉，《法學協會雜誌》，98卷12号，第1609、1010頁以下。

者回應實務界的要求增加其彈性，只要規定經董事會的承認，及有過半數或絕對多數的股東承認，公司即得為種種的基礎性變更，例如1890年紐約州的立法。在此一時期，各州的立法者，並未明白表示公司或多數股東擁有強迫少數股東讓與或放棄營業中公司股份的權限。法院對多數股東利用多數決為基礎性變更所給予的新權限，運用於逐出少數股東的作法仍顯示批判性的態度。換言之，早期的合併法，一般仍規定合併當事公司的股東應受領存續公司的股份，少數股東的投資型態仍繼續並未改變，故此時期尚不生逐出少數股東的問題。而且依法院的解釋，仍禁止使用有關合併以外的基礎性變更方式，作為逐出少數股東的手段。例如，在1919年的*Southern Pacific Co. v. Bogert*判決¹⁰，對控制股東為解散與由新公司取得全部資產的事例，法院即認為少數股東應受領新公司的股份。在其他的判例，亦通過控制股東應負受託人義務概念的論述，或伴隨實體的交易並未經法律授權的解釋，法院並不承認逐出交易。基此，雖通過立法給予多數股東新的權限，但未久「因較諸股東的總體利益通過有動機的財富移轉交易已顯現財產變更的危險，衡平法院即開啟限制濫用此新權限的新法理運作¹¹」。

在20世紀初期，美國部分州為刻意保持公

司基礎性變更能有更進一步的彈性，立法承認得以公司債（obligations）作為合併對價，例如1896年紐澤西公司法，1903年為維吉尼亞州與阿拉巴馬州仿效，制定相同法律。以當時紐澤西州而言，該州為公司法州間競爭的先驅者，基於財政考量，為吸引公司設立於該州，制定在公司法上任何均不予禁止的法律（即授權法：enabling act）。

同一時期的法院，面對這種州法，採取利用公司債的限定解釋，維持不允許逐出少數股東的姿態。在1907年的*Beling v. American Tobacco Co.*判決¹²，承認少數股東無議決權的優先股，得轉換為期間與公司存續期間相同的公司債，惟本判決未必是認同逐出少數股東。至1928年的*Outwater v. Public Service Corp.*判決¹³，明言不許變更合併當事公司股東的投資性質。該事件為是否可將少數股東的普通股轉換為償還優先股的問題，法院認為：「迄至解散為止股東地位的繼續為固有財產權。……在繼續企業合併的通常事例……上，股東得維持包含議決權在內的全部權利。」而且在該判決的旁論判示，即使在交付公司債的場合亦不能變更原來股份的性質。此判決的特徵在於特別重視股東議決權的存在及投資的永久性¹⁴。因此，依據此判決，得交付公司債作為合併對價的場合，限定於本來該股份即無議決權的場合，或雖有

註10：250 U.S. 483 (1919).

註11：中東正文，前揭註7，第13頁。

註12：72 N.J. Eq. 32, 65 Alt. 725 (1907).

註13：103 N.J. Eq. 461, 143 Alt. 729 (Ch. 1928), *aff'd per curiam*, 104 N.J. Eq. 490, 146 Alt. 916 (N.J. 1929).

註14：See *id.* at 731-32.

議決權的股份但因公司未繼續營業 (going concern) 等股份議決權事實上不存在的場合。1969年的 *Levin v. Western Sugar Co.* 判決¹⁵，在相同的紐澤西州允許交付公司債的合併法之下，聯邦法院判示同意逐出少數股東的意旨。基此，美國聯邦法院限縮解釋在法律允許以公司債作為對價的條件下，少數股東不會蒙受被逐出的不利益。

三、作為合併對價的現金

邁入1925年，即出現允許合併時交付現金的州法，最初制定法律是內華達州，其次為佛羅里達州，1927年為俄亥俄州，1931年為阿肯色州，均制定相同的法律。容許以現金作為合併對價的法律，比起承認以公司債作為合併對價的法律，更有允許逐出的解釋空間，恐怕如上所述法院要採取限縮解釋已有困難。不過，美國學者Weiss教授認為上述州法並未賦予多數股東逐出少數股東的權限，Weiss解釋這些州法僅在多數股東受領現金而與股份交換的場合授權利用現金而已¹⁶。

1941年德拉瓦州修正公司法，容許使用存續公司、新設公司的股票或其他證券 (stock or securities) 作為合併對價，1943年的紐約州亦有相同規定。在這一段時間，合併逐出少數股東的歷史，係以在以後約20年時間的略式合併為中心展開，故有必要介紹略式合併。

1936年紐約州，較他州先驅制定所謂略式

合併 (short-form merger)。略式合併指母公司持有子公司一定股份以上 (例如90%或95%) 時，只要以母公司的董事會決議即可將子公司吸收合併至母公司。以略式合併無須合併當事公司雙方的股東會決議及子公司董事會決議而言，手續確實比通常合併 (long-form merger) 簡略。進行略式合併，合併對價不限於存續公司的股份，允許交付現金等，因此略式合併不排除以逐出少數股東為目的。在法律上略式合併，係設計以股份收買請求權 (appraisal right; appraisal remedy) 作為少數股東的保護，換言之，少數股東縱不滿所受領的合併對價，僅能接受依股份收買請求權的救濟，在這樣的情況下的少數股東法律上地位，即不得不謂極為薄弱。

略式合併被導入美國公司法的契機，係為簡化公益事業公司的組織。在紐約州可以利用1936年制定的略式合併規定，限於電力、瓦斯等公益事業公司。為遂行略式合併，須滿足95%以上的持股要件，及經公益事業委員會的許可。允許此種公司為略式合併的主要目的，就是簡化公益事業公司的組織。在公益事業上利用控股公司進行集中控制，以便將1920年代疊床架屋的控股支配整理、堆積成金字塔型的構造。

紐約州最高法院，在1949年的 *Beloff v. Consolidated Edison Co. of New York* 判決¹⁷，下了容許逐出少數股東的判決。在此判決，肯定可以側面援助公益事業的控股公司與操業

註15：406 F. 2d 1112 (3d Cir. 1969).

註16：中東正文，前揭註7，第17頁。

註17：300 N.Y. 11, 87 N. E. 2d 561 (1949).

公司的組織簡化的略式合併規定的立法趣旨為正當。此判決判示，少數股東的權利止於消滅公司，不具有成為存續公司股東的權利，而得受存續公司將來利益分配的權利，因為此種股東的無能，是從少數股東的地位而來¹⁸。

本來略式合併是為簡化公益事業公司組織目的而設計的，惟在與*Beloff*判決同年的1949年，紐約州即立法容許略式合併適用於所有的公司。德拉瓦州也在1957年跟進，針對所有的公司容許為略式合併的立法。不過，當時法院對這樣的規定仍有疑義，德拉瓦州最高法院在*Coyne v. Tilford Distillers Corp.*判決¹⁹，容許略式合併利用現金逐出少數股東，甚至該法院在*Stauffer v. Standard Brands Inc.*判決²⁰，強調略式合併規定的「目的在對母公司賦予排除少數股東持股的手段」。

1961年紐約州設計可以使用現金作為普通合併對價的規定，德拉瓦州也在1967年追隨紐約州，設計相同的規定。模範公司法在1969年容許通常合併時交付現金，迄今美國全部的州法均承認合併對價得使用現金。

德拉瓦州1967年公司法作一連串的修正，目的是為誘致公司設於該州，以增加該州特許營業稅（franchise tax）的歲入，立法當時即招來便宜經營層、忽視股東利益的批評。不過，以後卻引發美國各州間公司法市場的競爭²¹。在這樣背景下，州間制定的公司

法，即有二個疑義，其一為，從公司利益觀點來看，是有關公害問題、勞動問題等，另一為，從股東觀點來看，是有關股東利益適當保護問題。惟公害、勞動等問題並非本文範圍，茲不予論述。

我國於2002年制定施行企併法，規定併購指公司的合併、收購及分割（第4條第2款）。合併得以存續或新設公司的股份、或其他公司的股份、現金或其他財產權作為對價（第4條第3款），為繼受美國的法律，而在我國公司法上並無得以現金等為合併對價的規定。

四、逐出合併的問題浮現

逐出合併經常可以下列三個類型考察：(1)第二階段合併（second-step merger）；(2)私有化（going private）；(3)關係企業合併（merger of affiliates）。所謂第二階段合併，係以在以前並無任何關係的公司為目標公司的take over，第二階段交易的逐出合併。例如，併購公司(A)第一階段對目標公司(T)的公司外部股份利用現金進行公開購買，於取得控制權後在第二階段，將T併入A或作為A的子公司，並對T的少數股東給付現金予以逐出。所謂私有化，負有公司經營責任的控制股東，判斷在股票市場將來預測或期待的評價過低時，排除一般股東而將公司回復至閉鎖公司的地位。所謂關係企業合併，指母公司與其長期控制的子公司合併。

註18：中東正文，前揭註7，第21頁。

註19：154 A. 2d 893 (Del. 1959).

註20：187 A. 2d 78 (Del. 1962).

註21：所謂公司法市場，指美國各州凝聚種種的工夫於公司法，以誘致公司設立於本州的內容。參中東正文，前揭註7，第27頁。

逐出合併最受批評的是私有化型合併，在美國1974至1975年許多公開發行公司內部控制者趁市場的暴落，強制的排除一般股東，而對少數股東支付市場價格以上的價額，但其價格比起1960年代結束時市場貴騰時的承銷價格顯然低下，故當時有很多私有化案件湧進法院，對私有化最強烈的批判就是內部人交易的時機與過程。美國SEC對私有化，在1975年及1977年即有Rule 13e-3提案，審查私有化交易的實體公正性，並於1979年制定要求公開資訊的規則。

美國在容許逐出合併的當初，認為股份收買請求權足以保護少數股東。但是，在 *Havender v. Federal Corp.* 判決²²以後，股份收買請求權的利用可能性或魅力減少很多，因為德拉瓦州法院嚴格解釋股份收買請求權的法定要件，在評價之際拒絕考慮將來的收益²³，連清算價值 (liquidation value) 遠遠超過永續經營價值 (going concern value)，仍判示以永續經營價值評價^{24,25}。再者，德拉瓦州採用資產價值、市場價值及收益價值的加重平均作為股份的評價方法，此方法至1980年代後半以後一貫被採用，而被稱為「德拉瓦州區塊」(Delaware block)。一般而言，股份收買請求權未必為充分保護少數股東的好手

段，美國Eisenberger教授即批評股份收買請求權過於技術性、高費用而不切實際²⁶。

1977年在著名的 *Santa Fe Industries, Inc. v. Green* 判決²⁷，原告主張逐出少數股東係違反1934年證券交易所法第10條(b)項及Rule 10b-5，遭美國聯邦最高法院駁回。在本事件被逐出的少數股東，因在州法院似乎無法期待獲得滿意的救濟，尋求聯邦最高法院救濟。聯邦最高法院判示如下：「管制『逐出合併』的聯邦統一的信賴基準是有必要的，但是這個基準法院不應該以擴張10條(b)項及Rule 10b-5的方法為之²⁸。」不過，聯邦最高法院並沒有給予各州處理這種合併所產生問題的處理方針。

我國在2002年制定企併法正式引進現金合併，但被批評似乎未考慮如何保護少數股東，僅以股份收買請求權作為少數股東請求核定公平價值的救濟方法²⁹。

參、企業併購的資訊揭露與股東保護

一、少數股東的保護必要

在合併逐出上最重要的一個問題，是經營

註22：24 Del. Ch. 318, 11A. 2d 331 (Del. 1940).

註23：E.g., *Francis I. DuPont & Co. v. Universal City Studios, Inc.*, 312 A. 2d 344, 348 (Del. Ch. 1973), *aff'd*, 334 A. 2d 216 (Del. 1975).

註24：In re Delaware Racing Ass'n 42 Del. Ch. 406, 413-15, 213 A. 2d 203, 208-09 (Del. 1965).

註25：游啟璋，前揭註6，第247頁。

註26：Eisenberger, *The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decisionmaking*, 57 Calif. L. Rev. 1, 85 (1969).

註27：430 U.S. 462, 97 S. Ct. 1292 (1977).

註28：430 U.S. at 478-80, S. Ct. at 1304.

註29：游啟璋，前揭註6，第237頁。

階層的利益衝突問題。為公司經營層級的董事、經理人對公司負善良管理人注意義務及忠實義務（公司法第23條）。不過，在逐出合併，執行公司經營的經營層與股東間因要進行股份交易，經營階層即置身於買方與賣方交易的兩側，故追求以高價賣出的一般股東利益，與追求以低價買入的經營階層利益即產生衝突³⁰，此為經濟上利益衝突的問題。

其次，還有非經濟上利益衝突的問題。例如，以預防第三人併購為目的所提對抗合併逐出的提案而引進併購防衛策時，股東即被剝奪將股票賣給該第三人的機會，同時董事即可維持目前的地位或附隨於地位的權力、便益等非經濟上的利益，而生董事等與股東間利益衝突的問題³¹。

另外，資訊不對稱的問題。在合併逐出上，會成為買方的董事，比會成為賣方的股東，擁有較多的公司資訊（存在資訊的不對稱性）。董事利用資訊不對稱性，就不會牟取股東利益的最大化，毋寧存在以犧牲股東利益下的有利時間點及條件進行交易的可能性極高³²，此點經營階層必須對股東完全公開資訊。在合併逐出前，通常公開收購會先行，此時經營階層對少數股東能否完全公開資訊？又股東基於完全資訊得否為適切判

斷？均是問題。

二、美國法對少數股東的保護

（一）美國SEC制定Rule 13e-3規範資訊揭露義務

美國1934年證券交易法，係從交易目的與可能產生的效果來界定「下市私有化」（Going Private）的概念。「下市私有化交易」，係指任何可能直接或間接導致上市（櫃）股票下市（櫃）的交易，而MBO（管理階層收購：Management Buyout，MBO）的目的通常是將被收購公司下市，故「下市私有化交易」係MBO案件的上位概念，其他諸如合併、反向股份分割等交易，只要交易目的可能導致目標公司下市（櫃）者均屬之，並受到依該法授權訂定之Rule 13e-3、Regulation M-A規範³³。

美國SEC制定Rule 13e-3下市交易應行資訊揭露義務，規定公開發行公司或其從屬主體（affiliate）收購其股份，或為該等交易所進行的委託書徵求，而使該公司於交易完成後不再依美國證券交易法令負有定期申報義務之併購交易，或是該公司股票不再於全國性交易所或電子交易平台交易者，負有進一步揭露該規則第(e)項所列資訊的義務，其具體細項並進一步條列於Schedule 13e-3中，包括

註30：內田裕=佐粧朋子（1999），〈日本におけるMBOの普及・活性化に向けて [上]〉，《商事法務》，1537号，第4頁；鈴木健太郎（2007），〈MBOに関するデラウェア裁判所の審査基準の概要〉，《商事法務》，1807号，第79頁。

註31：鈴木健太郎，前揭註30。

註32：石綿学（2007），〈MBOに関する指針の意義と実務対応〉，《商事法務》，第1813号，第4頁。

註33：王湘衡（2012），〈簡介修正公開收購法規參考之相關國外制度〉，《證券及期貨月刊》，第30卷第10期，第18頁。

交易計畫、對公司的影響、經營團隊的變化、交易目的及經營團隊對該交易公平性的判斷、收購資金的來源及其他報酬等。Rule 13e-3所要求揭露範圍與強度，皆高於公開發行公司一般所應進行的資訊揭露³⁴。

（二）受託人義務

美國法上董事與控制股東，對少數股東應負受託人義務。受託人義務中的忠實義務（duty of loyalty），與逐出少數股東息息相關。因為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得利益，涉及自我交易的型態而觸發忠實義務的考量³⁵。

我國學者林國彬將德拉瓦州法下的受託人義務（fiduciary duty）分為三個類型³⁶：其一為，注意義務（duty of care）；其二為，善意義務（duty of good faith）；其三為，狹義忠誠義務（duty of loyalty）。此即為受託人義務三分說。在德拉瓦州公司法新設102條(b)(7)以後8年的1993年，德拉瓦州最高法院在 *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* 判決³⁷，脫離傳統的受託人義務二分論見解，提示採取以忠實義務、注意義務及善意義務（good faith）

「三位一體（triad）」作為受託人義務的新見解，是為受託人義務三分說的登場³⁸。善意義務是否為獨立類型，在德拉瓦州最高法院判決中見解分歧多年，至2006年的 *Stone v. Ritter* 判決³⁹，德拉瓦州最高法院才放棄三分說⁴⁰。美國學界對於受託人義務的內涵，究竟應二分論或三分論，一直有所爭議，迄今仍無定論，惟美國學者多數仍以二分論為主，亦即受託人義務僅包含注意義務及忠實義務（狹義忠誠義務）二大部分⁴¹。

（三）美國法院對逐出少數股東的保護

Weiberger v. UOP, Inc. 判決⁴²，為以合併方式逐出少數股東的1983年德拉瓦州最高法院代表性的判決，涉及母子公司間以交付現金合併的事案，由消滅公司的少數股東，以該公司董事違反忠實義務併同其他事由，請求判決合併無效或回復原狀的損害賠償（rescissory damages）。

德拉瓦州最高法院在本判決，就利益衝突交易的參與董事，闡明：「公司董事在有交易的雙方當事人地位時，被要求證明在交易之際其係以最大限的善意（good faith），及

註34：黃朝琮，〈特殊交易類型與資訊揭露〉，收於氏著《公司法論文集2》，第102頁，新學林。

註35：張心悌（2011），〈逐出少數股東——以資訊揭露與受託人義務為中心之美國法比較——〉，《政大法學評論》，第123期，第257頁。

註36：林國彬（2007），〈董事忠誠義務與司法審查標準之研究——以美國德拉瓦州公司法為主要範圍〉，《政大法學評論》，第100期。惟在用語上，林國彬教授係以忠誠義務表現，而非使用「受託人義務」一語。

註37：Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A. 2d 345, 361 (Del. 1993).

註38：酒井太郎（2013），〈米国会社法學における取締役の信忍義務規範〉，《一橋法學》，12卷1号，第98頁。

註39：Stone v. Ritter, 911 A. 2d 362 (Del. 2006).

註40：酒井太郎，前揭註38，第215頁。

註41：林國彬，前揭註36，第145頁。

註42：Weiberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701 (Del. 1983).

最嚴格的本質固有的公正處理」原則，而且此原則在母子公司兼任董事於介入雙方公司間的交易之際亦有適用，基此，本判決判示為母公司暗號（signal）及前往UOP的派遣董事，仍不免於上述公正性的相關證明責任。而就應立證的公正性內容，該法院為如下說明。

「公正的概念由二個基本的側面組成，即公正交易（fair dealing）及公正價格（fair price）。前者，取決於交易的timing如何，包括交易所涉的提案經過如何、如何交涉、如何傳達至董事、董事及股東如何給予承認的疑問點，有關公正性的後者，涉及合併之際所提供經濟上及金錢上對價的公正性，包含下列關聯要素，即公司資產、股票的市場價值、公司的收益、公司的將來預測，或影響公司股票的本來甚至固有價值的其他要素。……但是公正性的審查，不得將公正交易與公正價格分別進行審查。既然牽涉完全公正性的一個疑問以上，即應將涉及此問題的一切局面，作為一體而加以檢討。尤其在無詐欺行為的交易上，價格是有關合併應加檢討的重中之重的主要事實，此點為吾人所承認者。……」。

德拉瓦州最高法院以未能認同本件合併充

足上述公正性相關的審查基準的理由，廢棄駁回原告請求的原審判決，並以須對公正性的存否盡其審理的必要而發回原審法院。然而，因長期間的經過已失去將合併作為無效處理的時宜，在本件法院判示能給予原告的救濟，限於從完全公正的基準（entire fairness test）即公正交易與公正價格的觀點應予肯認的損害賠償（合併成立時股票的公正價格數額）⁴³。

三、我國對少數股東的保護

美國實務上逐出少數股東的手段，以合併逐出少數股東，及公開收購逐出少數股東為主。我國實務上多係以公開收購方式逐出少數股東進行之，多數股東未選擇以典型的三角合併方式逐出少數股東。據學者張心悌指出，其原因有三：其一為，我國的「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第11條第1項規定，欲取得目標公司已發行股份總額20%以上者，應採公開收購方式為之；其二為，公開收購參與應買者，所得價金毋庸繳納所得稅的稅制優惠誘因；其三為，三角合併在現行法上並無明文，其適用恐有疑義⁴⁴。我國在逐出交易上，對少數股東的保護，析述如下。

註43：Weiberger, 457 A. 2d at 714.

德拉瓦州最高法院肯認原告損害賠償請求，但限於本件，同法院並敘述今後在現金合併上，少數股東得利用的金錢上救濟手段，應限定於德拉瓦州公司法262條規定的股份收買請求權（id.）。

他方面，對於有詐欺行為、虛偽表示、自己交易、故意浪費公司財產的行為或重大且明白的權限濫用的情形，本判決認為以股份收買請求權作為救濟手段尚嫌不足，應給予行為禁制等衡平法上的救濟，或包含回復原狀損害賠償的金錢賠償救濟（id.）。

依據Weiberger判決：1.在合併過程董事違反自主公開義務而有違反忠實義務，並非衡平法上或金錢上廣泛救濟措置的對象；2.若合併已生效，少數股東基於股份收買請求權，只能接受合併當時的股份公正價格的救濟。

註44：張心悌，前揭註35，第282頁。

（一）受託人義務

2001年我國公司法第23條修正引進美國法的忠實義務時，並未包含善意義務，係採用美國受託人義務二分論的多數見解，即公司負責人應負善良管理人注意義務及忠實義務，未將善意義務作為一個獨立的義務。惟，公司法第23條與民法第184條侵權行為規定之關係如何？最高法院106年度台上字第472號判決指出，公司負責人應負忠實義務及注意義務，為公司法第23條及民法第535、544條之（委任契約）責任與民法第184條之（侵權行為）責任不同⁴⁵。本判決係將公司法第23條的受託人義務，歸屬於契約責任體系的義務，而非屬於侵權責任體系的義務。本判決的判決意旨將來在大法庭的運作下，是否可以解決多年來有關公司法第23條規定是否為民法第184條的特別規定的爭議（尤其，消滅時效究為15年或2年的爭議），尚待觀察。

1. 受託人的注意義務

企併法第5條第1項規定：「公司進行併購時，董事會應為公司之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜。」修正前本條項規定：「董事會應為全體股東之最大利

益行之」，惟所謂「全體股東之最大利益」，學者王文宇認為應解釋為董事的決策應以公司的最大利益為其依歸⁴⁶。

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，應設置特別委員會，就本次併購計畫與交易之公平性、合理性進行審議，並將審議結果提報董事會及股東會。但本法規定無須召開股東會決議併購事項者，得不提報股東會。（第1項）前項規定，於公司依證券交易法設有審計委員會者，由審計委員會行之。（第2項）特別委員會或審計委員會進行審議時，應委請獨立專家協助就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性提供意見。（第3項）」即由董事會審查併購計畫與交易的公平性、合理性，且應由獨立專家就換股比例或配發股東的現金或其他財產的合理性表示意見，該條文係採取美國 *Weiberger v. UOP, Inc.* 判決所確立的完全公平原則，以保護少數股東的權利。

我國金融監督管理委員會頒布「上市上櫃公司公司治理實務守則」（下

註45：106年度台上字第472號判決：「按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。受任人處理委任事務，其受有報酬者，亦應以善良管理人之注意為之。受任人因處理委任事務有過失，或因逾越權限之行為所生之損害，對於委任人應負賠償之責。此觀公司法第23條第1項、民法第535條及第544條規定自明。而所謂忠實執行業務係指公司負責人執行業務，應充分取得並了解資訊，為公司謀取最大利益並防免公司受有損害；所謂盡善良管理人之注意義務，則係指具有相當知識經驗且忠於職守之受任人，依交易上一般觀念所用之注意而言。是以公司負責人、受有報酬受任人依上述公司法及民法規定所負義務，與民法第184條規定之侵權行為責任自有不同。」

註46：王文宇（2002），〈企業併購法總評〉，《月旦法學雜誌》，第83期，第78頁。

稱公司治理守則)第12條第2項規定：「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。」公司治理守則雖無法律位階的效力⁴⁷，或僅為注意事項而已，惟本文認為，在實務上無仿資為法官判斷董事是否已盡善良管理人注意義務的心證形成依據。

2. 受託人的忠實義務

在逐出少數股東上多數股東所負的忠實義務，最重要者厥為利益衝突的問題。企併法第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。」本條文規定在企業併購上於合併決議時，排除公司法第178條及第206條的適用，董事及多數股東於董事會及股東會於合併事項，均得行使表決權，毋庸迴避。

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（併購或公開收購事項）相關事宜之人員，應注意利益衝突及迴避情事。」因公司治理守則無法律位階的效力，已如前述，是以，依企併法第18條第5項規定，多數股東進行逐出少數股東交易

時，雖有可能存在利益衝突，但在現行法上則無須迴避⁴⁸。

（二）資訊揭露義務

上述美國Rule 13e-3規範私有化逐出少數股東交易的資訊揭露，惟我國並無法律條文就逐出少數股東交易設有資訊揭露規定，而係依證券交易法第43條之4第2項規定授權主管機關制定「公開收購說明書應行注意事項準則」（以下簡稱說明書準則）。

就有關逐出少數股東交易的目的及影響的揭露規定，說明書準則第12條規定：「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。」即為美國Schedule 13e-3中Item 6及Item 7的揭露規定。此種揭露目的在於，提供少數股東是否應買的參考，並藉此判斷多數股東（控制股東）利益衝突的具體情況，作為多數股東（控制股東）是否違

註47：張心悌，前揭註35，第288頁。

註48：張心悌，前揭註35，第289頁。

反注意義務及忠實義務的重要依據⁴⁹。

另，依據證券交易法第43條之1第4項規定，授權主管機關訂定的「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」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六項規定申報及公告之公開收購申報書副本、公開收購說明書及相關書件後十五日內，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、董事會應就本次公開收購人身分與財務狀況、收購條件公平性，及收購資金來源合理性之查證情形，對其公司股東提供建議，並應載明董事同意或反對之明確意見及其所持理由。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。」即為美國Schedule 13e-3中Item 8及Item 9有關交易公平性與外部報告的規定⁵⁰。

又，說明書準則第7條第1項規定，應載明公開收購對價的種類及來源：以現金為收購對價者，應說明自有資金明細；以融資方式取得者，應說明融資計畫內容，包含融資資金來源及借款者，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，應說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。即為美國Schedule 13e-3中Item 10應揭露資金來源與數量的規定⁵¹。

肆、結語——釋字第770號解釋的評析

釋字第770號解釋文，有幾個問題值得探討：

一、逐出少數股東的合憲性問題

為了調整多數股東（控制股東）與少數股東間的正當利益，在德國學說、判例，向來即努力於有效規制多數決支配，以保護少數股東。一般保護少數股東的法理，大概有固有權論、公序良俗論、誠實義務論、股東平等原則等⁵²。其中，固有權論概以社員權未經社員同意不得以社員總會予以侵害，源自德國民法第35條規定。然而，公司法為使公司圓滑運作，基於多數決原則，得由股東會依特別決議為重要決議，即可能影響股東權益，而此種對股東權加以限制，係以公司法的立法方式為之，自無違憲問題。

釋字第770號解釋文，係針對企併法第4條第3款允許現金逐出合併（系爭規定一），以及2002年2月6日制定公布的同法第18條第5項排除公司法有關利益迴避規定的適用（系爭規定二），是否違反憲法第15條保障人民財

註49：張心悌，前揭註35，第285頁。

註50：Id.

註51：張心悌，前揭註35，第286頁。

註52：別府三郎（1992），《大株主權力の抑制措置の研究》，第73頁，嵯峨野書院。

產權的意旨，二個爭點所做出的解釋。後一爭點容於二、討論。就前一爭點，因為在公司法尚無現金逐出合併的規定，另外制定企併法允許以現金逐出少數股東，不無違憲疑義⁵³。

解釋文認為企併法第4條第3款規定現金逐出少數股東，並無違憲，其理由以合併為企業尋求發展及促進經營效率的正當方式之一，立法者就此，原則上有相當的立法裁量權限，使企業得以在維護未贊同合併股東的權益下，進行自主合併，並無違憲，與歐美企業併購法制的發展一致，殊值贊同。

然而，企併法允許多數股東以現金逐出少數股東的門檻比起主要國家偏低，即不無商榷餘地⁵⁴。只要掌握1/3股權，即可以現金逐出方式進行合併，比起德國須持股95%、英國須持股90%、韓國須持股95%，始能逐出少數股東⁵⁵，門檻確實偏低，是以，必須借助於其他機制保護少數股東⁵⁶。固然發動現金逐出的門檻應該多少才合理？是立法政策考量問題，但以美國自1983年Weiberger v. UOP, Inc.判決確立完全公平原則之後，迄今30多年仍出現多個判決就完全公平原則予以細緻化，顯見企業併購問題的複雜性。如我國將

現金逐出合併的門檻訂得過低，即加深問題的嚴重性，益徵有保護少數股東及避免多數股東濫用制度的必要，因此本文認為釋字第770號解釋，宜就現金逐出合併門檻的問題，於解釋理由內詳為說明，是為本解釋文不足之處⁵⁷。

二、利益衝突的問題

釋字第770號解釋文以2002年2月6日制定公布的企併法第18條第5項排除公司法第178條、206條有關利益迴避規定的適用，並未違憲。解釋理由以：「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。然鑒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，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，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，尚非非全無正當

註53：誠如許志雄大法官協同意見書所言：「系爭規定一所定現金逐出合併，允許多數股東違反少數股東意願，以現金作為對價購買其股份，而剝奪少數股東之股東權，實與上述利益第三人徵收雷同。依據私法自治與契約自由原則，多數股東若非取得少數股東之同意，本無以現金購買其股份之權利。國家藉由立法，以強制方式，讓多數股東在違反少數股東之意願下取得其股權，無異於允許私人徵收他人之財產。因此，企業併購法有關現金逐出合併之規定是否合憲，有必要藉徵收之法理加以檢驗。」惟，藉徵收法理加以檢驗現金逐出合併，似與規範企業發展及經營效率的公司法及企併法，二者在性質上迥然有別，本文尚難認同。

註54：參黃瑞明大法官協同意見書。

註55：游啟璋，前揭註6，第233-236頁。

註56：王文宇（2019），〈釋字第770號解釋現金逐出合併案〉，《月旦法學雜誌》，第289期，第7頁。

註57：黃瑞明大法官協同意見書指出，本號解釋並未對現金逐出的合憲性作出其他深入的討論，並提出德國聯邦憲法法院歷年有關現金逐出合憲的案件理由供參考。

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。」本解釋理由僅以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，及國內外合併收購實務上常見之先購後併作法，作為多數股東及董事毋庸迴避，仍得行使表決權，惟此理由是否正確？不無商榷餘地。

毋寧，企併法第6條規定於召開董事會決議併購事項前，應設置特別委員會及股東會，由具有獨立性的特別委員會審議交易的公平性、合理性，符合美國 *Weiberger v. UOP, Inc.* 判決的完全公平原則，而且公司治理守則第12條第3項要求併購或公開收購事項的相關人員，應注意利益衝突及迴避情事，已降低利益衝突至最底限。再者，多數股東或董事若須迴避不得行使表決權，恐怕於董事會或股東會無法通過合併案，自有另作考量的必要，故企併法參考世界主要國家的併購法制為系爭規定二，誠然無違憲問題。

三、充分的資訊揭露問題

國內外現金合併逐出實務的常見作法，是「先購後併」，故有必要在先購即公開收購階段，即要求為充分的資訊公開。資訊揭露的目的，在於使股東得為最佳的判斷，蓋以現行企併法第5條第1項規定公司進行併購時，董事會應為公司的最大利益行之，是以，對於股東個人利益的關照，尤應賴於屬於多數的股東或董事提供充分資訊，以作股東自己最佳利益的決定，乃屬當然，亦與民法委任契約要求的資訊請求權無違。

本解釋理由第7段提及：「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。」符合委任契約資訊請求權的要求，亦符合德國判例學說的多數股東負誠實義務論，值得贊同。2015年7月8日修正前企併法（舊法）對此並未設相關規範，且公司法亦無使被逐出股東於會議前，及時獲取合併對公司利弊影響暨多數股東及董事有關其利益衝突的資訊，實有對被逐出少數股東保護不足的問題。是以，本解釋認為舊法未使被逐出少數股東及時獲取上開資訊，違反憲法第15條保障人民財產權的意旨，本文予以贊同。

四、被逐出少數股東的有效權利救濟機制問題

本解釋認為舊法未使被現金逐出少數股東就股份購買對價公平性的確保，設置有效的權利救濟機制，違反憲法第15條保障人民財產權的意旨。然而，商場變化快速，事過境遷，即本解釋的理由書第10段亦提及：「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。」本解釋雖就及時獲取資訊部分，認為企併法未作規定已違憲，惟本解釋給予釋憲聲請人依現行法規定，得向法院聲請裁定股份收買請求權的對價，以維護被現金逐出少數股東權益，學者王文宇質疑如此救濟手段是否能對釋憲聲請人達到救濟的目的；甚至認為這樣的給予救濟手段，將會造成我國已相對不活躍的公司

併購造成如何的影響⁵⁸。

在公開收購，不同意被收購的股東，固可行使現行企併法第12條的股份收買請求權，請求法院為公平價格的裁定。惟在現金逐出少數股東，係依合併方式進行，少數股東無從決定是否售出股票的能力，亦即在高壓下「被」逐出而喪失股東權利，故依公開收購的救濟方式即股份收買請求權，給予被現金逐出少數股東的救濟措置，尚有違和之處，即有考慮依民法第214條給予回復原狀的損害賠償之必要（rescissory damages）。

再者，法院如何裁定被逐出股東的股份公平價格？法院可依非訟事件法第182條第1項及第2項規定，如為上市櫃股票，法院得斟酌證券交易實際成交价格核定。惟，如未上市櫃股票，因無集中市場的交易價格資為依據，法院的裁定相當分歧。經濟部曾解釋以實價、帳面價值或實際成交价格為準⁵⁹。司法機關或行政機關所認定的公平價格，並不包含合併後綜效的公司價值，諒係參考美國德拉瓦州公司法262條(h)規定⁶⁰。

惟，少數股東係「被」逐出，何以不得享有合併綜效價值？況且解釋理由書第11段提及：「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，現今企業併購法就此等部分，均未臻妥適，併此指明。」顯然解釋理由書已區分現金逐出合併與公開收購有所不同，是以，被逐出股東應得請求考量合併後綜效，以調整多數股東與少數股東間的正當利益。大法官黃瑞明在協同意見書認為，法院應要求公平價格說明書必須考量納入合併後綜效的公司價值⁶¹，本文予以贊同。

綜上，企併法為利於企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效力，本應賦予立法者相當權限，制定使企業得以在維護未贊同合併股東的權益下，進行自主合併，以活潑社會經濟。然，如何調整多數股東與少數股東間的正當利益，是非常重要的課題。釋字第770號解釋要求多數股東負資訊揭露義務，以減少少數股東因資訊不對稱的不利益，解釋文本身已達到立法（法外造法）的程度，實應要求主管機關進行立法，以符憲制。縱然逐出少數股東法制的完善，美國的判決甚具參考價值，但宜透過立法方式，引進美國司法判決的原理，惜釋字第770號解釋未要求修改企併法相關規定，僅給予釋憲聲請人事後的權利救濟機會，實為德不卒。

（投稿日期：2022年5月2日）

註58：王文宇，前揭註56，第9頁。

註59：游啟璋，前揭註6，第248頁。

註60：游啟璋，前揭註6，第257頁。

註61：黃瑞明大法官協同意見書指出：「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。」