

再論私有化併購交易之法制問題： 2022年企業併購法修正的未竟之業

蔡昌憲*

壹、前言：私有化併購交易之簡介

私有化併購交易（諸如管理階層收購（Management Buy-Outs, MBO）、下市交易、現金逐出合併），係控制股東透過逐出、排除少數股東之參與權，藉由股權結構調整之安排，以掌握公司的控制權¹。就逐出少數股東之手段，諸如公開收購後行簡易合併、現金逐出合併、收購資產、股份逆向分割、股份轉換等方式迫使少數股東收回出資，以便管理階層將公司下市或私有化²。我國早於

2002年即制定企併法第4條第3款，正式將現金逐出合併加入企業併購法（下稱「企併法」）的併購態樣之一³。或以為，現金逐出合併將能驅逐搭便車的股東，以增加社會所需之併購交易的數量⁴。然而，現金逐出合併產生管理階層與少數股東間顯而易見的利益衝突，因此，各國政府多半以審慎的態度因應之⁵。自2010年代開始，除公開收購案數量上升快速外，由於有望大幅降低代理成本，且管理階層得於融資負債壓力下增加市場價值，促使以私有化、下市交易或以調整營運為由之收購案也佔有相當程度的比例⁶。

* 本文作者係國立清華大學科技法律研究所教授兼所長

註1：蔡昌憲（2019），〈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〉，《萬國法律》，224期，第12頁。

註2：參見游啟璋（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》，136期，第213頁；張心悌（2021），〈股份逆向分割與少數股東之保護〉，《台灣財經法學論叢》，3卷1期，第2頁（「股份逆向分割，又稱股份合併，係指降低公司流通在外之股份數，而將一定數量之股份合併為一股，不能合併之畸零股則以現金之方式給付。由控制股東發動的股份逆向分割，得作為逐出少數股東『私有化』的手段之一，在功能上等同於現金逐出合併。」）。由於逐出少數股東之交易態樣繁多，除透過現金逐出合併外，亦不乏透過股份轉換方式為之，如後所述的榮化案。周振鋒（2021），〈自雷亞案歷審判決析論我國法制下現金逐出合併規範之缺失〉，《全國律師》，25卷5期，第27頁。為行文簡明之考量，除有特別說明之情形外，後文交互使用現金逐出合併或管理階層收購，指涉對象均在私有化併購交易此一上位概念之下，茲合先陳明。

註3：陳盈如（2021），〈控制股東主導交易審查標準之建構——以現金逐出合併為中心〉，《輔仁法學》，62期，第70頁。

註4：游啟璋，前揭註2，第227頁。

註5：林進富、盧曉彥（2008），〈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，第47頁。

註6：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〉，《臺大法學論叢》，44卷2期，第535-536頁。

如前所述，管理階層收購將「使得公司股權單純化」，公司在經營決策上因較為單純而能夠不用顧及眾多不同股東之意見⁷。舉例言之，若併購交易採股份轉換方式，如KKR邀請李長榮化學工業股份有限公司（下稱「榮化」）之大股東李謀偉家族入股Carlton公司，使得私募基金結合大股東併購當時仍為上市公司的榮化以私有化（下稱「榮化案」）⁸；透過兩階段交易將以榮化為例之公開發行公司（下稱「公發公司」）下市的方式，將能使目標公司之股權單一，而有免除法規遵循成本之優點，因此產生出「私有化—公開化—私有化」的公司型態轉換循環⁹。然而，管理階層收購也引發學者之批評，因其在財富移轉中可能損害被併購方公司的少數股東權益，併購之資訊揭露不足也引發利益衝突迴避問題；例如2014年雷亞公司併購案，即凸顯少數股東遭到以現金逐出所引發公平價格制定之合理性、資訊揭露等相關爭議¹⁰。同時，管理階層收購涉及受託義務或忠實義務的討論¹¹。舉例言之，於現金逐出合併之態樣中，可能會有因資訊不對稱而產生之利益衝突問題。其中關注議題之一即為董事或控制股東是否對於少數股東負有受託義務：由

於董事或控制股東有可能於與少數股東交易時，間接或直接獲取利益，屬於自我交易的型態之一，故而會觸發忠實義務的考量¹²。

承此，本文第「貳」部分將重新審視私有化併購交易的相關重要個案，以及其等所引發之爭議如何連結於企併法歷年來的有關修正。詳言之，自2010年代起，以國巨案、雷亞案為例，皆引起不少爭議，促使後續的企併法修正；值得注意的是，直至2018年涉及台灣固網案之釋字第770號解釋通過後，大法官強調應當重視併購相關的少數股東保護，來增加其共享併購溢價之空間，從而引發2022年企併法的修正。然而，長年來強調企併法之立法目的在於幫助企業「強化競爭力」而於併購作業上能夠更加順暢，故相對地於少數股東的保護上較有所不足，引發學說與實務上之不少爭議。其中，以股份收買請求權、逐出之下市門檻、資訊揭露為例，均不乏許多討論；特別的是，2015年修正後之現行企併法第18條第6項的「迴避豁免條款」，更是在當年企併法修正中擴大適用範圍，因而引發後續諸多交易案件中有關併購表決之爭議。

接著，本文第「參」部分將探討2022年企

註7：周振鋒，前揭註2，第27頁。

註8：於2018年榮化案中，KKR公司與榮化公司董事會進行股份轉換模式，並透過子公司Carlton與另一子公司楷榮公司收購榮化公司。詳細個案分析，請參見陳建夫、邱廉松、林大為、林炫勳、鄭瀚、蔡宗運、高秀惠（2023），〈KKR併購榮化案〉，收於：方嘉麟、林進富、樓永堅，《企業併購個案研究（十二）》，第77、86-87頁。

註9：蔡昌憲，前揭註6，第538頁。

註10：曾宛如（2020），〈公司法制之重塑與挑戰〉，《月旦法學雜誌》，300期，第133、137-138頁。
關於雷亞案之進一步討論，參見後文「貳、三」。

註11：曾宛如，前揭註10，第138頁。

註12：劉連煜（2020），〈大法官釋字第770號併購正當程序與權利救濟解釋的檢討——以資訊揭露、利害迴避、現金逐出門檻與股份收買請求權為中心〉，《月旦法學雜誌》，306期，第89-90頁。

併法修正如何主要聚焦於股份收買請求權及資訊揭露，以處理逐出少數股東的併購交易所生爭議。於2022年企併法修正中，主要強化股份收買請求權等事後救濟機制；同時，亦加強資訊揭露之說明要求，並搭配雷亞案有關判決所揭示違反此等召集程序要求而可能產生的撤銷股東會決議之訴等效果。惟本文認為2022年企併法修正仍有未竟之業；亦即，2022年企併法修正上僅修正有限幅度的資訊揭露義務，卻在「利益迴避」的議題上仍然迴避，似不無可能在某些情形造成管理階層於獲得「道德許可」之下，損及少數股東獲取併購溢價之空間，從而仍無助於實質保護少數股東權益。換言之，2022年企併法修正對於利益衝突迴避之豁免相關規定完全未予檢討，不無可能因僅強調資訊揭露而未要求有關迴避，在某些情形將產生經濟學理論上的道德許可問題，使得私有化併購交易可能侵害少數股東的情形變得更為嚴重。就立法論的補救之計而言，既然企併法自立法之初至今皆未曾修正或限縮迴避豁免條款，可思考至少透過其他緩和版之「具利益衝突的董事或大股東利益迴避」等事前機制（如後文第「參、二、（二）」部分所論），例如考慮回復企併法2020年2月經濟部修正草案中原欲提高為4分之3已發行股份股東同意的下市可決門檻；藉此或可促使併購公司須提出更合理之價格來取得股東支持，從而增加少數股東之分享併購溢價的機會，以達有效

彌補於迴避豁免條款存在的現實下，實質保護少數股東獲取公平合理對價之目的。

貳、私有化併購交易之重要案例

一、國巨併購案

在2011年，國巨股份有限公司（下稱「國巨公司」）董事長兼執行長陳泰銘宣布與同樣持有國巨公司之可轉換公司債的美國公司Kohlberg Kravis Roberts & Co.公司（下稱「KKR公司」）共同於我國組成「遨睿投資股份有限公司」（下稱「遨睿公司」），實際上遨睿公司係由前二者於境外合資成立之AINC公司持股¹³。接著，由AINC公司100%持股的子公司遨睿公司以公開收購之模式，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¹⁴。此國巨公司併購案所涉及之法規層面的衝突，主要來自於小股東之利益保障不足、利益衝突迴避、資訊透明度不足等爭議。詳言之，具體包含投審會認定公平收購價格之合理性有疑慮、資訊透明度不足；同時，利害關係人利益迴避後僅有一位個人董事林來福為唯一不具利害關係之董事，其做成決議通過收購案等情事上出現爭議，最終AINC公司之投資案未獲投審會通過，故遨睿併購國巨案破局¹⁵。此一個案可能直接影響2015年企併法對於上述少數股東之利益保障不足、利益衝突議題等爭議上，所生後續的修正方向¹⁶。

註13：蔡昌憲，前揭註1，第16頁。

註14：廖大穎（2016），〈彰銀案、國巨案與企業併購法修正〉，《月旦法學教室》，161期，第54頁。

註15：蔡昌憲，前揭註1，第17-18頁。

註16：請參閱後文第「貳、四」部分。

二、台灣固網案與司法院釋字第770號解釋

在2007年原台固公司與台信公司合併案中，釋字第770號解釋之聲請人玉禮公司為原台固公司的股東，認為面對兩公司合併後，台信公司以每股8.3元現金收購玉禮公司所持股份之價格過低的情況，有對價欠缺公平性的問題¹⁷。在該現金逐出合併之個案中，出現股東無法及時獲得對公司利弊之影響以及相關利害關係的資訊、就對價公平性之確保欠缺權利救濟機制等問題¹⁸。詳言之，大法官在司法院釋字第770號案中提及，從案件爭點上，2015年企併法修法前第4條第3款（系爭規定一），以及舊法第18條第5項規定（系爭規定二，即2015年修法後之現行企併法第18條第6項，下稱「迴避豁免條款」）¹⁹，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」²⁰。

簡言之，此釋憲案強調「股東獲取相關合併重要資訊」以及「股份對價公平性之確保」兩個面向，以處理現金逐出合併中控制股東與少數股東的利益衝突²¹。該釋憲案提及現金逐出合併引發之爭議包括：一、啟動現金逐出合併之門檻相較於歐美國家的啟動門檻高達九成以上來說，我國門檻仍只有三分之二以上，啟動門檻仍然偏低，再加上少數股東權益保障仍與歐美國家相比仍顯不足²²。二、救濟管道較著重事後機制之股份收買請求權，較不重視有利害關係之董事及股東的利益迴避爭議。三、就資訊揭露部分，對於系爭規定一與二之補救，釋字第770號解釋認為應當使得不贊成合併之股東及時取得以下資訊：「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」²³。釋字第770號解釋認為，為同時兼顧合併以強化公司競爭力，關鍵非應當進行利益迴避，從而容許有利害關係者於董事會與股東會行使表決權；惟仍強調應當保護反對的少數股東之利益，方式上則從充分資訊揭露及事後之股份收買請求權等救濟機制來著手²⁴。這亦影響

註17：廖沿臻（2022），〈企業併購法修法之回顧與檢討——以釋字第770號關聯之修法為中心〉，《月旦會計實務研究》，57期，第65頁。

註18：蔡昌憲，前揭註1，第15頁。

註19：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。」

註20：大法官釋字第770號解釋主文第1段。

註21：張心悌（2021），〈股份逆向分割與少數股東之保護〉，《臺灣財經法學論叢》，3卷1期，第20頁。

註22：蔡昌憲，前揭註1，第23-24頁。

註23：廖沿臻，前揭註17，第66頁。

註24：郭大維，〈企業併購交易中董事利益衝突資訊之揭露——評最高法院107年度台上字第1834號民事判決〉，《裁判時報》，126期，第48頁。

與現金逐出合併有關之下述雷亞案的後續判決，常指摘「併購的資訊揭露規範有不足之處」²⁵。

三、雷亞併購案

在2014年12月10日，原雷亞公司之股東兼董事鍾○遠等4人（下稱「鍾○遠等4人」）召開董事會而決議與光舟公司進行合併案，並於同年12月27日交由股東臨時會決議由光舟公司併購原雷亞公司（消滅公司），且將光舟公司（存續公司）更名為雷亞公司；在此併購案中，光舟公司約定支付每股90元現金予原雷亞公司之股東，使得原雷亞公司股東被現金逐出²⁶。然而，此案亦產生原雷亞公司決議合併時，董事兼股東之鍾○遠等4人遭原告等指摘就該合併案存有自身利害關係，董事會卻並未進行任何資訊揭露及迴避²⁷；亦即，「未於系爭董事會為資訊揭露、迴避合併案與召集系爭股東會之決議，即自行決定合併方式、條件、價格及自行續任合併後董事」²⁸。

承上，進一步言之，原雷亞公司股東李○

毅、應○洋等原告認為原雷亞公司之前述董事在合併案事務中的參與，包含：事前磋商、合併方式之選擇、合併價格之評定、股份之收買方式或換股之取捨、及合併之後雷亞公司財產與業務的處分等事項²⁹。就原告之主張，舉例而言，這些原雷亞公司董事均對原雷亞公司負有忠實義務，因「原即為存續公司之股東兼董事，其等於合併後繼續持股及擔任董事」而產生利益與義務上的衝突，違反2018年修正前公司法第206條第2項、第3項（現行公司法為同條第2項、第4項）準用同法第178條規定，系爭董事會決議無效，加上他們召集股東臨時會，也屬於無效地召集；故遭「以先位聲明求為確認系爭股東會決議不成立或無效之判決…備位聲明求為撤銷系爭股東會就系爭合併案所為之決議」等判決³⁰。

針對原告李○毅等股東所提於董事會未進行資訊揭露、迴避及自行決定合併方式等等主張，原雷亞公司董事（即鍾○遠等4人）則主張其等參與系爭董事會及股東會決議，依照2015年企業併購法修法前的第18條第5項

註25：周振鋒，前揭註2，第36頁（雷亞案後續判決「對股東會決議合法性檢視重心自董事、股東說明利益衝突與迴避表決等，移轉至公司資訊提供義務與股東知情權利的角度出發，認為未獲充足資訊的股東會決議應有程序瑕疵而得撤銷。由此可推知，釋字第770號解釋給予最高法院突破現行實定規範之法理基礎。」）。

註26：施汎泉（2022），〈現金逐出合併之法律爭議——評最高法院110年度台上字第1835號〉，《月旦會計實務研究》，52期，第118-119頁。

註27：王志誠（2017），〈公司合併時利害關係股東表決權之行使——臺灣高等法院104年度上字第1367號民事判決評析〉，《裁判時報》，62期，第21頁。

註28：最高法院107年度台上字第1834號民事判決。

註29：前述為例之原告股東亦針對董事會決議有瑕疵、股東會決議有瑕疵等事由分別提起訴訟。應○洋分別提起訴訟而取得之判決，諸如：最高法院107年度台上字第2108號判決、最高法院110年度台上字第1835號判決、臺灣高等法院110年度上更二字第183號判決。李○毅所提訴訟而取得之判決，諸如：最高法院107年度台上字第1834號判決、臺灣高等法院111年度再字第50號判決。

註30：最高法院107年度台上字第1834號民事判決。

規定（現為第18條第6項），其等「亦無迴避之必要，且若需迴避，無異將系爭合併案交由該公司少數股東決定，非公司法第178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相悖，自無違反同法第189條之情事。」³¹關於最高法院107年度台上字第1834號民事判決之最終結果，法院一方面指出，參考如前文「貳、二」所論之司法院釋字第770號解釋意旨：「現金逐出合併，將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大…因而欲行現金逐出合併，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號解釋意旨參照**），始得謂當。」他方面，於該判決中，最高法院亦指出：「鑑於我國企業併購法允許大股東以現金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），自應依上開說明**嚴格審查現金逐出合併之股東會決議**，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。」從而，最高法院在此判決中即質疑：「未見被上訴人【即雷亞公司】就有關合併對公司利弊影響暨有利害關係股東及董事有關其利害關係之資訊，為如何之揭露？是否曾於相當時日前通知上訴人【即原雷亞公司之小股東原告】？則上訴人是否確已就系爭合併案及時獲取充分資訊？即非無進一步研求餘地，此攸關係爭合併案決議之召集程序是否無瑕疵，乃原審逕以前雷亞公司全體股東之收購價格、權利義務等條件均一致，難認有因系爭合併案，使【鐘○遠等4人】權利義務有特別之得喪變更，致公司利益有受損害，而認系爭股東會無召集程序或決議方法之違法，即嫌速斷。」

至於原雷亞公司小股東應○洋所提之訴訟上，最高法院110年度台上字第1835號民事判決亦相似地肯認最高法院107年度台上字第1834號民事判決對原雷亞公司之股東會決議有效性的前述質疑，故廢棄原高院判決而發回要求原審須查明對於少數股東提供之合併資訊是否完整；若否，則應認有召集程序之違法³²。惟至臺灣高等法院110年度上更二字第183號民事判決中，高院立基於最高法院110年度台上字第2485號判決（意旨類似於

註31：同上註。

註32：關於亞太電信股份有限公司擬與遠傳電信股份有限公司合併乙案（下稱「亞太遠傳合併案」），智慧財產及商業法院2023年8月之民事判決（111年度商訴字第13號）撤銷相關股東臨時會的決議；系爭判決也援引最高法院110年度台上字第1835號民事判決，指出須揭露併購有關「完整資訊，其

最高法院107年度台上字第1834號民事判決者），其得心證之理由提及：原雷亞公司董事未「使未贊同合併之股東於相當時日前，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，使其等得以判斷是否參與股東會及贊否合併及確保遭現金逐出之股份對價公平性，有違修正前企併法第22條第1項第3款、公司法第317條之1第2項規定，其召集程序自屬違法…。」綜上，高院110年度上更二字第183號民事判決認為原告小股東應○洋所提依公司法第189條規定撤銷合併案之股東臨時會有關決議，為有理由³³。

事實上，於最高法院107年度台上字第1834號民事判決之先前審級中，即臺灣高等

法院104年上字第1367號民事判決曾認為，原雷亞公司股東兼董事「鐘○遠等4人乃行使原雷亞公司之股東權利，乃基於股份有限公司之『一股一表決權』之本質，無庸迴避，更指出如以鐘○遠等4人同時身為光舟公司、原雷亞公司股東而應予迴避表決，由其餘少數股東決議為之，即與公司治理經營以股東多數決謀求公司最大利益之意旨有違，故無迴避之必要。」³⁴縱使後來最高法院某程度支持原雷亞公司之少數股東透過股東會召集等程序瑕疵來獲得一定的救濟，此凸顯出我國併購交易上撤銷股東會決議似乎是目前「最有效且迅速獲得救濟之方式」；蓋我國董事、甚至是控制股東之忠實義務的內涵有所不明，忠實義務對於表決權行使上之迴避的實質作用上較難發揮³⁵。

以下表1說明私有化併購交易法制發展之相

召集始符正當程序之要求，否則，即應認有召集程序之違法…。」從而，系爭判決認定：「原告據此主張被告之股東未能於相當時日前獲取有利害關係董事之自身利害關係重要內容、股份對價計算所憑之依據等完整資訊，系爭股東會之召集程序不符正當程序之要求，而有召集程序之違法，應依公司法第189條規定撤銷系爭決議，即屬有據。」

註33：最高法院110年度台上字第1835號判決亦同此意旨。

註34：周振鋒，前揭註2，第38頁（亦指出：「司法實務不認同『少數股東多數決』為利益衝突之淨化方法，不論控制股東、大股東在特定交易案的角色如何，僅要不構成公司法第178條「有自身利害關係」，即無應迴避理由。惟如前所指，控制股東或大股東主導之現金逐出合併具有嚴重利益衝突疑慮，此時若僅仰賴公司法第178條規範，即顯不足。」）。

註35：蘇怡慈（2022），〈論董事忠實義務之再省思〉，《法學叢刊》，67卷4期，第46-47頁。曾宛如教授也認為，參照最高法院107年度台上字第1834號判決及107年度台上字第2108號判決，最高法院縱使指出應「嚴格審查現金逐出合併之股東會決議」；惟「如何確保股東得以公平價格被逐出，現行法之機制仍有欠缺，蓋企併法下之特別委員會並無代表公司與併購方談判之權力，也無否定合併對價之機制；此外，我國也未引進美國司法審查下之完全公平測試法則。從而法院即使嚴格審查，最終手段在目前企併法之架構下或許只能撤銷合併之股東會決議，然事隔多年，原雷亞公司早已消滅，撤銷後回復原狀已屬不能，因此，撤銷決議之實益不大，問題之癥結仍在對價之公平合理。除非合併決議通過後即以假處分阻止合併進行，後續之撤銷或無效方有實質意義，然而在公司完備一切程序後，少數股東仍面臨合法的現金逐出，因此，制度設計上仍應思考如何確保公平價格。」曾宛如，前揭註10，第138頁。如後文「參、二、（一）、（三）」所論，少數股東多數決或類似提高逐出少數股東之下市門檻等事前機制，或許較有利於確保少數股東獲得一定程度的公平價格。

關時間軸，以及影響修法之有關個案或事件。

四、小結

綜觀上述個案或事件中，公司進行私有化併購交易時，常產生爭議，因而牽動後續的企併法修正。具體言之，2011年國巨併購案因資訊透明度不足、利益衝突未有相關迴避，從而有關投資案遭到投審會駁回；其後，2015年企併法也針對此併購案的相關爭議進行修正，包括：提升逐出合併門檻至已發行股數三分之二以上的同意，股東會才可通過有關決議將公司私有化；引入特別委員會制度等等。惟

仍有不少具爭議性的併購案一再浮出檯面，其中雷亞併購案的爭議莫過於其原雷亞公司董事兼股東未進行相關之利益衝突迴避，現行法律卻因企併法第18條第6項而容許迴避豁免，故而造成少數股東在訴訟上僅能透過主張股東會之程序瑕疵等事後機制進行救濟。此源於縱有釋字第770號解釋之出現，也僅提及應當保障少數股東獲取資訊的重要性；承此發展方向，2022年企併法在後續修正上，亦僅針對股份收買請求權、資訊揭露進行微調，因而對於迴避豁免條款幾無檢討。基此，以下關於企併法2022年之修正，將進一步討論若僅對於資訊揭露做強化、卻未進行迴避

表1：私有化併購交易之法制發展的時間軸與重要事件說明

時間	2002年	2011年	2015年	2018年	2021年	2022年
事件	企業併購法三讀通過	國巨併購案	企業併購法因應國巨案而獲修正	司法院釋字第770號解釋	針對雷亞併購案，有關之諸多判決援引釋字第770號解釋，例如最高法院107年度台上字第1834號民事判決、最高法院107年度台上字第2108號判決、最高法院110年度台上字第2485號判決。	企業併購法因應釋字第770號而獲修正
事件說明	企業併購法通過，在第4條第3款中列入現金逐出合併為一合併態樣；並加入原企併法第18條第5項准許迴避豁免 ³⁶	少數股東利益保障不足等爭議，影響2015年企業併購法修正	包括：設立特別委員會、逐出門檻提高至已發行股份三分之二以上股東同意始得將公司下市（國巨條款） ³⁷ ；惟同時擴大迴避豁免條款適用之併購類型範圍 ³⁸	大法官強調股東獲取合併之重要資訊以及股份對價公平性的重要性	就雷亞案有關判決如何援引釋字第770號解釋，舉例言之，於臺灣高等法院110年度上更二字第183號民事判決，法院即援引該號解釋來強調異議股東保障；針對未進行重要資訊揭露之部分，原告小股東可主張召集程序違法，以撤銷股東臨時會決議	強調資訊揭露、放寬股份收買請求權之主體身分規定

註36：2015年企併法修正將原條文第5項移列為第6項。

註37：蔡昌憲，前揭註1，第23頁。

註38：蔡昌憲，前揭註6，第534頁。

豁免條款的檢討，不無可能導致經濟學上道德許可問題，恐不利於少數股東在私有化併購交易中分享公平合理之股份或控制權溢價的實質保障。

參、2022年企業併購法修正的未竟之業

一、2022年企業併購法之修正

(一) 股份收買請求權

就股東行使異議股份收買請求權，學說上認為具有賦予異議股東回收投資以保障自身權益之機會，並以有併購交易為前提³⁹。然而，有論者認為2022年企併法修法前，企併法第12條第1項「股東為行使股份收買請求權，必須聲明異議並放棄表決權」之規定，雖然因促使異議股東放棄表決權，而使併購交易較易通過；但是，亦使股東須在投票權與收買請求權間進行抉擇，剝奪其股東權之行使⁴⁰。

因此，2022年企業併購法就異議股東之收買請求權進行修正：2022年企併法修正前，原第12條中對於得請求公司收買其原持股之股東資格，僅有放棄表決權之股東可請求收買；修法後則擴大異議股東收買請求權之適用對象，增加投票反對之股東⁴¹。亦即，依現行企併法規定，不僅不限於須先放棄表決權才能要求收買自身之持股；該請求權之適用範圍亦不限於現金逐出合併的情形，實際上包括所有的併購態樣⁴²。

(二) 資訊揭露

投審會駁回國巨併購有關投資案的原因之一⁴³，即提及國巨公司未充分揭露資訊等因素⁴⁴。直至釋字第770號解釋文，大法官直接強調資訊未揭露的嚴重性後⁴⁵；強化資訊揭露演變成各界對於2022年企併法修法上共識最高的應修正項目，「特別是針對所謂公司內部人，例如董事等本身參與併購交易時，與小股東間將產生高度的資訊不平等。故要求就併購交易有自身利害關係之董事，於董

註39：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》，107期，第122頁。

註40：黃朝琮，前揭註39，第127頁。

註41：參見陳文智（2023），〈解讀企業併購法2022年之修法〉，《當代法律》，14期，第37頁；廖沿臻，前揭註17，第67頁。惟針對企併法第12條中「股份收買請求權人身分放寬」等規定之修正，亦有論者就此項修正持不同意見，認為縱然異議股東在不須放棄表決權之情況下即可行使該請求權，藉此加強少數股東的議價能力；惟實際上當投反對票的股東將成為關鍵少數，會形成異議股東與公司間的賽局，促使併購之困難度大為增加。王資元（2022），〈新企業併購法的異議股東表決權〉，《月旦會計財稅網》，2022卷7期，第1頁。

註42：廖沿臻，前揭註17，第69頁。

註43：參前文「貳、一」。

註44：廖大穎，前揭註14，第55頁。

註45：關於前註32提及之亞太遠傳合併案，智慧財產及商業法院2023年8月之民事判決（111年度商訴字第13號）撤銷相關股東臨時會的決議；系爭判決也援引釋字第770號解釋，重申相關違反企併法第5條第3項之說明義務的事實何以「屬重大且於決議結果有影響」，從而不得依公司法第189條之1規定駁回原告的請求。

事會及股東會前充分說明並揭露相關資訊，作為其他董事及股東判斷依據。」⁴⁶方嘉麟教授後來曾於企併法的修正草案階段，主張強化資訊揭露規範的重要性在於強化揭露資訊之時點、程序、效果，以有效地避免模糊地帶⁴⁷。

企併法第5條第3項原即規定：「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。」2022年企併法修正增訂同條第4項規定：「前項情形，公司應於股東會召集事由中敘明董事利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由，其內容得置於證券主管

機關或公司指定之網站，並應將其網址載明於通知。」⁴⁸職此，論者有謂若股東會召集程序上未有依法記載之，得撤銷系爭股東會決議⁴⁹。顯然，現行企併法第5條第4項係因應大法官於釋字第770號解釋理由書以「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」而做出修正⁵⁰。然而，前開資訊揭露之修法亦被方嘉麟教授批評標準不清楚，包含揭露時間點、於何種層級揭露皆未清楚地說明⁵¹。

承上，針對大股東之利害關係與相關資訊的揭露，經濟部在2020年10月的企併法修正草案中原欲增訂第5條之1規定⁵²，要求持股

註46：周建宏、楊敬先，〈名家觀點／企業下市須保障小股東權益〉，經濟日報，2019年12月18日，<https://www.pwc.tw/zh/topics/trends/industry-trends-20191218.html>（最後瀏覽日：2023年5月17日）。

註47：方嘉麟，〈企業併購法修正草案評析——資訊揭露規範〉，《月旦會計實務研究》，44期，第14頁。

註48：修正理由指出：「依司法院釋字第七七〇號解釋理由書，現行第三項規定未使其他股東在開會之一定合理期間前，及時獲取相關資訊，爰增訂第四項，明定公司應於股東會召集事由中敘明董事利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由，以使股東於股東會前及時獲取資訊，俾符前揭司法院解釋意旨。」

註49：廖沿臻，前揭註17，第67-68頁。關於前註32提及之亞太遠傳合併案，智慧財產及商業法院2023年8月之民事判決（111年度商訴字第13號）撤銷相關股東臨時會的決議；系爭判決也指出企併法第5條「第4項規定雖係於系爭股東會後始增訂，並於111年12月15日施行，然該規定係將第3項所定資訊揭露義務之執行方式，依釋字第770號解釋揭示之意旨予以明文化，本件仍得參酌其法理判斷被告有無違反資訊揭露義務。」

註50：廖沿臻，前揭註17，第67頁。

註51：方嘉麟（2022），〈大股東推動併購交易其對價之合理性——以資訊揭露規範為核心〉，《月旦法學雜誌》，329期，第190頁。

註52：企併法2020經濟部草案第5條之1規定：「公開發行股票公司之持有已發行股份總數超過百分之十之股東，且為其他參加併購公司之董事，就與該公司併購事宜決議之股東會，應說明其利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由。前項情形，該公司應於股東會召集事由中敘明股東利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由，其內容得置於證券主管機關或公司指定之網站，並應將其網址載明於通知。」參見經濟部公告：預告「企業併購法」部分條文修正草案，公共政策網路參與平臺網站，2020年10月，<https://join.gov.tw/policies/detail/8daffe8b-1514-4bc8-813f-df92a338d766>（最後瀏覽日：2023年9月26日）。

超過10%之股東且擔任併購他方公司的董事者，並加上該他方公司須已公開發行，則於該公司併購決議之股東會始有資訊揭露的義務，實際上某程度限縮實質董事的揭露義務；關此，方嘉麟教授批評，為提高定義上之確定性，捨棄實質上控制力並改以持股10%為門檻的結果，反而可能形成一個股東因持股而須揭露一定的資訊，但事實上該股東既未參與公司經營，更與併購之發起與推動毫無關係⁵³。最終，企併法草案第5條之1此規定在2022年企併法三讀時並未出現。

二、未竟之業

(一) 利益衝突迴避

在利益衝突下的企業併購案或下市交易中，因為牽涉具利害關係董事，因此如何盡到受託義務至關重要⁵⁴。同時上市公司可能基於「股價未能反映公司實際價值」、「公司股票長期成交低迷」、「大股東或公司內部進行重組」等原因而選擇將公司私有化⁵⁵。從

上述得知，若未對前述利益衝突之可能爭議進行回應，不僅可能產生影響交易效力的一定風險，甚至可能導致公司負責人等責任之追究；因此，應當注意相關利害衝突迴避的議題，以降低相關風險，並且期待能保護小股東之權益⁵⁶。

由於具利害關係之董事本就對公司負有受託義務，本於忠實義務而有避免利益衝突之責任⁵⁷。舉例言之，如果併購公司依公司法第27條第2項所指派之法人代表當選參與併購之目標公司的董事，即令該董事於系爭併購交易中毋庸迴避，則其究竟應效忠併購公司或目標公司，即難謂無嚴重的利益衝突。因此，於利益衝突問題上，縱然2015年企併法修正第6條已引進特別委員會（下稱「特委會」），藉以力求確保併購條件之公平性，並確保資訊透明及針對價格合理性進行客觀評估；然而，學者有批評此修法可謂「為德不卒」⁵⁸。蓋即使釋字第770號解釋文不斷強調資訊揭露乃解決相關爭議的方法，但縱使

註53：方嘉麟，前揭註47，第14-15頁。

註54：朱德芳（2023），〈利益衝突下之併購交易——以董事執行職務為核心〉，《當代法律》，14期，第9頁。

註55：陳燕青、宋清輝：上市公司選擇私有化的原因一般有三個，讀創，2021年8月15日，https://twgreatdaily.com/483531722_112589-sh.html（最後瀏覽日：2023年5月17日）。

註56：朱德芳，前揭註54，第9頁。

註57：陳盈如，前揭註3，第76頁。

註58：曾宛如教授以雷亞案為例，指出特委會之缺失：「雷亞案所涉事實為同一群大股東持有之光舟與雷亞合併，從而逐出雷亞其他股東，為典型之董事（大股東）與其他股東利益衝突之案件。此一事實於雷亞股東會議決合併時，股東是否知悉自有重大關聯。至於股東知悉後，如何確保股東得以公平價格被逐出，現行法之機制仍有缺，蓋企併法下之特別委員會並無代表公司與併購方談判之權力，也無否定合併對價之機制……。」曾宛如，前揭註10，第138頁。另外，關於前註32提及之亞太遠傳合併案，智慧財產及商業法院2023年8月之民事判決（111年度商訴字第13號）撤銷相關股東臨時會的決議；系爭判決亦指摘被告亞太公司就特委會本應依企併法第6條第3項所委任之獨立專家的有關缺失（該公司依證交法設有審計委員會，故由審計委員會行之）：事實上由被告亞太公司所委任之獨立專家「陳慈堅○○○並未經被告之審計委員會決議委任，違反企業併購法第6條第3項、

資訊充足，仍然難以抗衡大股東；因此，如何於董事會與股東會層面要求具有利益衝突的董事、控制股東應行迴避，以利保障目標公司及其全體股東之利益，或許如何確保一定程度之「利益迴避」始為重點⁵⁹。

承上所論，從現行法規中，我國公司法雖然分別在第178條與第206條第2項分別提及股東會層面與董事會層面的迴避規定以保障股東權益；但企併法中則強化併購所需之彈性，甚至於企併法2015年修正將第18條毋庸迴避之迴避豁免條款的適用範圍擴大至收購、分割、股份轉換等其餘併購態樣⁶⁰。

以雷亞案為例，學者有認「系爭合併涉及大股東主導之現金逐出合併，具有高度的利益衝突應毫無爭議。但我國公司法或企併法並未有合理的利益衝突緩解或淨化機制」⁶¹。若對照美國德拉瓦州公司法實務上對董事會在進行併購交易上所負之義務要求甚多，但相關有利於併購公司證實交易具公平性之安

全港（safe harbor）程序要求，有助於私有化併購交易的當事人遵循⁶²。有學者提出參考德拉瓦州法院在Weinberger v. UOP, Inc.案提及，雖然系爭併購案業經董事會通過，但在控制股東影響董事會之獨立性而生利害衝突爭議的情況下，該法院以「完全公平測試法則」（entire fairness）進行審查⁶³。然而於我國之困境是，一方面，以雷亞案為例，「我國也未引進美國司法審查下之完全公平測試法則。從而法院即使嚴格審查，最終手段在目前企併法之架構下或許只能撤銷合併之股東會決議，然事隔多年，原雷亞公司早已消滅，撤銷後回復原狀已屬不能，因此，撤銷決議之實益不大，問題之癥結仍在對價之公平合理。」⁶⁴他方面，我國既未明確規定「大股東或控制股東應對公司或少數股東負忠實義務」⁶⁵，少數股東僅能透過主張股東會決議具有瑕疵，以試圖挑戰併購案之合法性⁶⁶。同時，在現行企併法第18條第6項中允

特別委員會設置辦法第6條規定，且系爭股東會議事手冊所附之陳慈堅意見書有如前所述之瑕疵，被告之審計委員會、董事會亦無充分時間審閱該意見書，就系爭合併交易進行審議時未獲得充足之評估建議，即作成同意系爭合併交易之決議……」關於如何透過獨立專家委任過程以確保其獨立性，並藉此滿足特委會之獨立性要求的詳細討論，可參見蔡昌憲，前揭註6，第567-570頁。

註59：蔡昌憲，前揭註1，第21-22頁。

註60：參見蔡昌憲，前揭註1，第22-23頁；莊永丞（2019），〈司法院大法官釋字第770號關於現金逐出合併解釋之評析——有利害關係之董事是否應迴避為中心〉，《萬國法律》，224期，第4頁。惟在此迴避豁免條款之既存現實下，針對利害關係迴避之議題，仍有學者認為此乃保護少數股東的關鍵；例如，就公司法第206條規定上需要迴避的情況，應當不能只設限於狹義的「自身利害關係」，也不能僅擴張到第3項規定的「董事之配偶、二親等內血親，或與該董事具有控制從屬公司關係之公司」等情形。朱德芳，前揭註54，第14頁。

註61：周振鋒，前揭註2，第34-35頁。

註62：蔡昌憲，前揭註1，第20頁。

註63：參見457 A.2d 701 (Del. 1983)；周振鋒，前揭註2，第35頁。

註64：曾宛如，前揭註10，第138頁。

註65：比較接近之實定法規定應是公司法第8條第3項的實質董事。

註66：此為少數股東應○洋等人於雷亞併購案中，如前文「貳、三」所論提及，主張包括相關事前磋商、合併方式之選擇、合併價格之評定、股份之收買方式或換股之取捨、以及合併之後雷亞公司財產與

許有特定利害關係之董事、控制股東，可在董事會、股東會中討論併購決議時行使表決權而不須迴避⁶⁷。惟從雷亞案之發展可推知，釋字第770號解釋似亦支持此規範現狀：「認為僅要有適時且充足的資訊提供，有利害關係董事與股東即使不迴避表決，少數股東權益尚能受到相當保障。」⁶⁸然而，現行制度僅著重幫助企業發揮經營效率，而可能過度侵害公司其他少數股東之權益；顯然，我國政府可能為了併購案之順利通過而放棄美國德拉瓦州的「少數股東多數決」之淨化機制精神⁶⁹。惟縱使私有化併購交易有事先之完整資訊揭露，仍不無可能囿於如後所述之經濟學下的道德許可問題，使得接受資訊之少數股東較無法取得因股份遭逐出而本應分享到的公平合理對價。

（二）資訊揭露、迴避豁免條款與道德許可問題

首先，自行為經濟學與實驗經濟學觀點來進一步理解資訊揭露的極限。許多相關文獻指出，人們行為強烈地受到「會在意別人」（other-regarding）之相關動機影響，諸如：利

他主義、公平以及渴望被認為是個好人；基於前述動機，人們傾向於喜歡說實話，並期望別人這麼做⁷⁰。此一系列動機於誘因利益不一致的關係類型（misaligned relationship）中很重要，蓋一方面，這種關係常是揭露政策關注之焦點，他方面，此類動機的存在可以激勵賣方基於買方利益行事（即使賣方有誘因不如此為之）⁷¹。所以，縱令賣方有機會將劣等之顧問意見或產品遞交給天真的消費者，賣方本質上仍具內在動機提供無偏見之意見和高品質的產品；但是，在某些如買方及賣方涉及利益衝突之情況下，利益衝突之揭露反可能破壞賣方採取有利於買方的行為動機，此即道德許可（Moral Licensing）問題⁷²。

承上，道德許可問題之所以產生，乃當意見接受者（advisee）因利益衝突揭露而接受到其提供意見之顧問（advisor）具有潛在偏見的警告時，這樣的認知使得該顧問覺得較無責任須給予無偏見之建議⁷³。即使意見接受者與顧問間存有利益衝突確實會降低前者對後者的信任，但問題是，一旦雙方利益衝突被揭露，顧問的利益既然變成一種常識，在某些情形，

業務的處分等事項，因未於相當時日前使未贊同合併之股東及時獲取相關完整資訊，故而系爭股東會決議應有程序瑕疵而得撤銷。周振鋒，前揭註2，第36頁。不僅如此，關於前註32提及之亞太遠傳合併案，智慧財產及商業法院2023年8月之民事判決（111年度商訴字第13號）撤銷相關股東臨時會的決議；該案原告亦類似地主張，故法院認定：「被告之股東未能於相當時日前獲取有利害關係董事之自身利害關係重要內容、股份對價計算所憑之依據等完整資訊，系爭股東會之召集程序不符正當程序之要求，而有召集程序之違法，應依公司法第189條規定撤銷系爭決議，即屬有據。」

註67：朱德芳，前揭註54，第9頁。

註68：周振鋒，前揭註2，第36頁。

註69：蔡昌憲，前揭註1，第22-23頁。

註70：George Loewenstein, Cass R. Sunstein & Russell Golman, *Disclosure: Psychology Changes Everything*, ANNU. REV. ECON. 392, 402 (2014).

註71：Id.

註72：Id.

註73：Id.

意見接受者會無形中面臨「社會壓力」(social pressure) 效應⁷⁴；如此使得意見接受者於信賴度降低的情況下，仍可能遵守顧問所提的建議，幫助顧問滿足其個人利益⁷⁵。舉例來說，一旦醫生揭露如果病人參與診治試驗，該醫生即可獲取大筆推薦費，則該病人此時會感到壓力，其會認為需要幫助其醫生取得推薦費⁷⁶。再者，利益衝突揭露反而會使利益衝突更加顯著，而產生「曲意奉承焦慮」(insinuation anxiety) 效應，也就是說意見接受者會認為拒絕建議等同於拒絕顧問；因此，意見接收者為避免衝突而在低信任度的焦慮情況下，仍接受顧問上開的建議⁷⁷。故雖然揭露資訊會降低對顧問所提建議的信任程度，但在社會壓力、曲意奉承等涉及避免衝突之雙重心理效應等影響下，卻增加意見接收者之壓力，須屈從不被信賴之建議⁷⁸。由此可見，僅有揭露制度並非一個於利益衝突下保護資訊弱勢的有效方法⁷⁹。前開經濟學之洞見，亦引導吾人省思，為何以德拉瓦州最高

法院2014年判決之Kahn v. M&F Worldwide Corp.案(下稱「MFW案」)為例，法官提及當進行此類私有化併購交易案時，既然控制股東在交易案之兩造都有出現，形成大小股東利益衝突之代理成本問題⁸⁰；為保護少數股東權益，若經過如下之利益衝突雙重淨化機制的程序保證，即可適用商業判斷法則之標準進行判斷，得不受完全公平標準審理：一、合併案由獨立董事組成之特委會經完全授權且在獲得充分資訊下的多數決同意，二、合併案在接受完整且充分之資訊，並且少數股東未經脅迫之情形下由少數股東的多數決同意⁸¹。蓋僅強調具利害關係之董事與股東揭露資訊，可能不足以有效保護少數股東；尚需要前開具利益衝突之董事與股東進一步迴避，透過不具利害關係之董事會與股東會完成多數決的有關決議，更有助於保障少數股東⁸²。

再回到我國企併法之利益迴避豁免條款的討論。該法於2002年制定之初，即確立無論

註74：社會壓力效應係指一旦揭露利益衝突，顧問的利益成為常識，在某些情況下，意見接受者可能會感到有壓力來幫助顧問滿足他們個人的利益。因此，揭露本身可能反而使得意見接收者變成「不情願的利他主義者」。Id. at 402-403.

註75：Id. at 403.

註76：Id.

註77：Id.

註78：Id.

註79：Daylian M. Cain, George Loewenstein & Don A. Moore, *The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflicts of Interest*, 34 J LEGAL STUD. 1, 22 (2005).

註80：Meredith Kotler, Ethan Klingsberg & Marques Tracy, *In re BGC Partners: Maybe Entire Fairness Review Isn't So Bad After All*, HARVARD LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE (Oct. 4, 2022), <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/10/04/in-re-bgc-partners-maybe-entire-fairness-review-isnt-so-bad-after-all/>.

註81：參見88 A.3d 635 (Del. 2014)；蔡昌憲，前揭註6，第556-557頁。

註82：參見曾宛如(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，第44-45頁。

具體設計為何，一律對企業有利的假設；由企併法第1條即可知其目的為「促進併購」，從而循此邏輯，凡是法律規範被認定為阻礙併購者，企併法即予排除⁸³。我國企併法針對踐行併購過程，為保障少數股東，一般而言有以下規範模式：「(1)客觀第三人介入；(2)具利益衝突的董事或大股東利益迴避；(3)充分資訊揭露；(4)管理階層負注意及忠實義務，以及(5)異議股東收買請求權。」⁸⁴雖企併法於2015年大幅修正，就「客觀第三人介入」部分增訂第6條之特委會/審計委員會的部分，2022年修正則針對「充分資訊揭露」（第5條修正某程度亦可謂有關於「管理階層所負之忠實義務」）以及「異議股東收買請求權」予以強化；惟迄今整體而言，仍未真正脫離鼓勵（特定類型）併購的政策目標，例如2015年擴大迴避豁免條款所適用之併購類型範圍，卻不重視「具利益衝突的董事或大股東利益迴避」此一保障小股東的規範模式⁸⁵。

承上，由於長年以來服膺於此「一律對企業有利」的政策目標，法律架構無論是從理

論或實務上均顯現嚴重問題，甚至引發合憲性之爭議⁸⁶；亦即「參見大法官釋字第770號解釋，該案雖聚焦於以現金逐出股東，但利益迴避亦為爭點之一，且亦有大法官不同意見認經營階層應利益迴避。」⁸⁷就此處所討論之「有利害衝突但毋庸迴避」，我國現行企併法為排除併購障礙，透過第18條第6項等迴避豁免條款排除董事及大股東的利益迴避規定。雖於2015年、2022年修法強化其他規範，以提升小股東的保障；但除加強股份收買請求權外，僅於資訊揭露上於第5條增訂第4項，要求「公司應於股東會召集事由中敘明董事利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由，其內容得置於證券主管機關或公司指定之網站，並應將其網址載明於通知。」⁸⁸。另外，2015年修法允許股份轉讓以現金為對價，使得現金逐出併購更為可行；故在私有化併購類型中，大股東可於併購交易兩邊隨己意安排，少數股東根本無法制衡或取得有效救濟⁸⁹。

按我國公司法第178條與第206條規定下，具利害關係之董事及股東原須負迴避義務及

註83：方嘉麟、林進富、樓永堅、周振鋒、朱德芳（2021），《企業併購理論與實務》，1版，第38頁。

註84：方嘉麟等，前揭註83，第28-29頁。

註85：方嘉麟等，前揭註83，第39-40頁。

註86：黃虹霞前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，第5頁。

註87：方嘉麟等，前揭註83，第28頁。

註88：方嘉麟等，前揭註83，第42-43頁。

註89：方嘉麟等，前揭註83，第39-40頁。

揭露義務等利益衝突淨化機制。反觀我國於企業併購案中，前開迴避暨揭露等義務之利益衝突淨化機制，因我國企併法如前述地偏重強化併購彈性而失其作用。尤其，於2015年企併法修正中，企併法第18條第6項等迴避豁免條款擴大所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無須迴避⁹⁰。再者，2022年企併法修正條文中，因應2018年釋字第770號解釋，針對現今逐出合併規定，大法官多數意見認為重點在於須讓未贊同合併的股東可以獲取有利害關係之股東及董事的相關資訊，以及讓不贊同併購之股東於堅持反對的立場下，也能主張股份收買請求權來獲得公平對價的救濟。然而，黃虹霞前大法官提出部分不同意見書即曾清楚表明，大股東「有利害關係者應行迴避，股東權益應受保護」，其認為公司法第178條及第206條有明文規定，利害關係迴避為基本原則之一⁹¹。惟於釋字770號起因之台灣固網案的現金逐出合併時，卻容許現行企併法第18條第6項（舊法為第18條第5項規定）排除公司法之利害關

係迴避規定的適用，顯替有利益關係之股東開一個例外⁹²。因此，少數股東即使於董事會及股東會決議時握有充分關於具利害關係股東之相關資訊，恐難有所作為；故單純強制揭露有利害關係之事實而欠缺相關迴避要求，似非有效保護少數股東之措施⁹³。

進一步而言，依美國正統之利益衝突安全港的淨化手段規定，應包含於董事會以及股東會二層次之資訊揭露與迴避的雙重程序保障，美國德拉瓦州標誌性之2014年判決的MFW案，即是建立雙重淨化機制的指導性判例；其指出於利益衝突揭露及利害關係人迴避投票上均不容偏廢，始可達成私有化併購、逐出交易上的程序正義⁹⁴。然而，2022年企併法修正，其中「保障股東權益」乃為回應2018年的釋字第770號解釋，所作成之修法；綜觀企併法第5條第1項至第3項之規定與第18條第6項的規定，現行規範之說明義務主體似為具有利害關係的「董事」，並不及於具有利害關係但無須迴避股東會議案表決之股東⁹⁵。綜上，現行企併法對於企業併購案，僅規定揭露義務而無須盡迴避義務，不無可能會有

註90：蔡昌憲，前揭註1，第22頁。

註91：參見黃虹霞大法官於釋字770號解釋之部分不同意見書，第2-3頁。王文宇教授也指明，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。王文宇，〈王文宇觀點：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：2023年10月19日）。

註92：亦參見羅昌發大法官於釋字第770號解釋之協同意見書，第9-10頁（「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。」）。

註93：王文宇，前揭註91。

註94：蔡昌憲，前揭註1，第21-22頁。

註95：李俊霖（2020），〈對研商企業併購法修正草案若干意見——因應釋字第770號解釋之第5條、第5條之1、第12條部分〉，《月旦民商法雜誌》，68期，第131-132頁。

前述「道德許可」的情況發生。也就是說，有利害關係之董事即便依法盡揭露義務，其仍可參與實質影響少數股東之董事會與股東會的決議；而在企併法充斥迴避豁免條款之下，所謂企併法第5條第3項以及新增訂之第4項的揭露義務可能會形成「道德許可」效應，不無可能使得系爭董事（及背後的控制股東）做出更恣意、不利於少數股東之決定。

（三）提高逐出之下市門檻

承前所論，為緩和上述僅強化資訊揭露卻不要求利益迴避而可能惡化之道德許可問題，在少數股東多數決等利益迴避選項既於釋字第770號解釋定調不予考慮之現狀下，至少應重新考量提升逐出之下市門檻，以助少數股東有機會獲得較具公平合理性的股份對價。否則如同雷亞案之最高法院107年度台上字第1834號判決及107年度台上字第2108號判決理由所例示：「基於少數股東獲得合併之資訊不足、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……。」即使如同前註32提及之亞太遠傳合併案，法院嚴格審查召集程序上是否履行釋字第770號解釋亦強調的資訊揭露義務，藉此事後法律策略賦予少數股東得主張系爭股東會決議之得撤銷的瑕疵等法效⁹⁶。惟如曾宛如教授以雷亞案為例所作之評估，此種規範模式可能緩不濟急，就幫助少數股東取得公平合理之對價而言，恐較無實益：「最終手段在目前企併法之架構下或許只能撤銷合併之股東會決議，然事隔多年，原雷亞公司早已消滅，撤銷後回復原狀已屬不能，因此，撤銷決議之實益不大，問題之癥結仍在對價之公平合理。除非合併決議通過後即以假處分阻止合併進行，後續之撤銷或無效方有實質意義，然而在公司完備一切程序後，少數股東仍面臨合法的現金逐出，因此，制度設計上仍應思考如何確保公平價格。」⁹⁷

因此，應當加強其他事前法律策略，並應當於規則上設立明確且讓人有願意遵守之誘因，以利少數股東權益受到實質保障⁹⁸。縱使在釋字第770號解釋之下，2022年企併法修正仍不考慮修法回復如同美國德拉瓦州公司法

註96：欲處理公司治理帶來的挑戰，所尋求處理的法律機制可分為事前法律策略與事後法律策略，可用以解決風險治理議題，以控制或最小化代理成本。蔡昌憲（2023），〈董事會之永續治理角色與董事監督義務〉，《臺灣財經法學論叢》，5卷1期，第191-192頁。資訊揭露義務搭配撤銷股東會決議之訴的救濟方式，如同2022年修法強化之股份收買權請求權均屬於一種事後法律策略。雖然該種事後法律策略在企併法2022年修法放寬身分限制，增加異議股東之主體範圍亦可請求收買其股份；然而事後救濟選項之放寬仍然對於保護少數股東的方式似屬為德不卒。蓋一方面就股份收買請求權而言，「倘法院原則上均以併購價格為收買價格之裁定，對異議股東意義不大。」方嘉麟等（註137），第43頁（註91）。他方面如同前述曾宛如教授針對撤銷股東會決議之訴所言，可能緩不濟急，就幫助少數股東取得公平合理之對價乙事，恐實益不大。

註97：曾宛如，前揭註10，第138頁。

註98：蔡昌憲（2013），〈從經濟觀點論企業風險管理與董事監督義務〉，《中研院法學期刊》，12期，第87頁。

之下雙重程序保障淨化機制中的少數股東多數決同意，而無法落實迴避制度；亦即，在此立法現實下，就前文「參、二、（二）」方嘉麟等教授主張之五種企併法保障小股東之規範模式而言，較不重視「具利益衝突的董事或大股東利益迴避」此一模式。但至少，在修正草案過程中，曾討論如何強化現行企併法第18條第3項為例的國巨條款，提高股東會之下市可決門檻；吾人可將此種退而求其次、僅提高逐出小股東之下市門檻要求，當作緩和版之「具利益衝突的董事或大股東利益迴避」規範模式。詳言之，2015年企併法修正第18條第3項將進行私有化併購案之門檻提高：從過往規定之已發行股份總數的2分之1，提升至3分之2以上的股東同意行之，其乃考量公發公司進行下市交易將對股東權益影響甚大⁹⁹。從而，「提高公開發行公司與存續之非上市（櫃）公司合併案之股東同意門檻」，此亦成為2022年企業併購法修正過程中，主管機關討論是否需要再提升門檻的爭議之一；具體言之，經濟部曾考量「提高上市（櫃）公司被併購後下市門檻：（一）考

量公司因決議合併而下市（櫃）影響股東權益甚大，104年企併法已修正更高更嚴之規範，須獲得已發行股份總數2/3以上股東同意。（二）為保障小股東權益，金管會建議將下市（櫃）門檻由2/3提高到3/4。（第18條第3項、第27條第3項、第28條第4項、第29條第3項、第35條第4項）」¹⁰⁰。

依照現行企併法規定，若要將公發公司私有化，僅需要「已發行股份總數三分之二以上股東之同意行之」¹⁰¹。尤其，學者們於釋字第770號解釋文後，針對是否提高併購案門檻，大體上均認同強化此等事前法律策略；例如劉連煜教授提及，當併購下市之門檻提高，併購者的現金逐出價格亦隨之提高始得完成合併，促使當事公司思考並提出更合理之價格，藉以獲得多數股東支持的方式來保障小股東權益¹⁰²。此一思維與前述2020年2月經濟部公布之企併法修正草案一致，亦即將門檻提高至已發行股數4分之3以上的股東同意才能通過私有化併購案¹⁰³。惟最終針對逐出合併之門檻，2022年企併法修正仍維持私有化之併購門檻不變，僅透過第5條第4項

註99：廖大穎，前揭註14，第51頁。

註100：企業併購法部分條文修正草案議題討論說明，經濟部「研商企業併購法部分條文修正草案會議」，2020年2月，

<https://www.filaweaving.org.tw/newsletter-detail/show-785226.htm>（最後瀏覽日：2023年10月5日）。

註101：企併法第18條第3項：「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。」

註102：參見劉連煜，前揭註12，第104-105頁；王文宇（2019），〈評釋字第770號解釋現金逐出合併〉，《月旦法學雜誌》，289期，第7-9頁。

註103：經濟部2020年2月版企併法草案第18條第3項：「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四分之三以上股東之同意行之。」修正說明指出：「考量上市（櫃）合併後因決議下市（櫃）對股東之權益影響甚大，為防止控制股東藉由公司併購後下市（櫃）而巧取利益，併購中未獲青睞之股東卻遭逐出而侵害其股東權利。參酌香港及新加坡之制度，將上市（櫃）公司因決議合併而致

之資訊揭露強化、第12條之股份收買請求主體的擴大，以保障少數股東權益。

然而，如前文第「壹」部分所述，以KKR邀請榮化大股東李謀偉家族入股Carlton，使得私募基金結合大股東併購下市問題為例，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。」¹⁰⁴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¹⁰⁵。特別的是，如同方嘉麟等教

授指出：「近年發生併購下市風潮，加上大法官釋字第770號解釋，無疑是對我國企併法在2002年所設的基本假設，即任何併購均有利於企業，予以根本挑戰。回顧過去，企併法…修正，主軸是『去管制化』…根本問題在政府為併購『排除障疑』究竟是排除了誰做什麼事的障疑？自一連串採現金逐出方式的私有化併購來看，可能是排除了公司經營階層隨己意『調整』股權結構的障礙。事實上，2015年修法已朝向保障少數股東權益方向挪移。」¹⁰⁶基此，為在私有化併購交易中

下市（櫃）之決議門檻，提高為該上市（櫃）公司已發行股份總數四分之三以上股東之同意，爰修正第三項規定。」修正條文草案對照表，經濟部「研商企業併購法部分條文修正草案會議」，2020年2月，

<https://www.filaweaving.org.tw/newsletter-detail/show-785226.htm>（最後瀏覽日：2023年10月5日）。參見2020年2月25日經濟部舉辦之研商企業併購法部分條文修正草案會議紀錄，當時金管會代表指出：「併購下市（櫃）對於公開發行公司之眾多股東權益影響較大。參考香港法，需達到75%表決權數同意，且如此訂定可能使公司須提出更合理之價格以獲得股東支持，對保障少數股東權益有所助益。」劉連煜教授也提出類似贊同看法：「應保護小股東或促進併購係屬立法政策問題，由主管機關斟酌，如為保護小股東，可參考香港法訂定同意門檻為『四分之三』，同時亦可考量香港法之大股東迴避、小股東投反對票未達一定比例之規定。」該會議之主管機關的主席當時裁示，第18條第3項「是否修正提高下市（櫃）門檻，本部尊重金管會政策決定。」經濟部「研商企業併購法部分條文修正草案會議紀錄」，2020年2月25日，

<https://www.roccpa.org.tw/ReadFileClick/?id=6097&p=News&n=dd1bd550d3e44e54b42522886e924917.pdf&fn=10902406090-1.pdf&openExternalBrowser=1>（最後瀏覽日：2023年10月19日）。

註104：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）。

註105：參見黃虹霞大法官於釋字第770號解釋之部分不同意見書，第3頁（「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？」）。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，第80-81頁（「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。」）。

註106：方嘉麟等，前揭註83，第42-43頁。

完成企併法下強化保障小股東權益的未竟之業，立法論上既然目前已暫不考慮訂定利益迴避規定或是某程度回復公司法第178條及第206條規定之適用；則至少應重新考量強化2020年2月經濟部企併法草案所論之企併法第18條第3項等國巨條款，可考慮再拉高可決併購下市門檻至已發行股數4分之3以上的股東同意才能通過私有化併購案，以此緩和版之「具利益衝突的董事或大股東利益迴避」規範模式，或可促使併購公司須提出更合理之價格來尋求股東支持，對實質保障少數股東之權益更有幫助¹⁰⁷。

肆、結語

針對2015年與2022年之企併法修正，似有強化保障少數股東權益的意味。惟如方嘉麟教授所批評，企併法2015年修法、2018年釋字第770號解釋均以提升資訊揭露之透明度作為保護少數股東的主要手段，但實際上恐成效不大；縱使2022年企併法修正亦在揭露利害衝突資訊之管制規範上更為強化，但可預期改變亦不甚大¹⁰⁸。

按，公司治理之法制實踐在思考制度設計的層面上，可尋求兩種法律上之外部他律機制——事前法律策略與事後法律策略予以執行¹⁰⁹。雖然經濟部在2020年因應釋字第770

號解釋要求修法之草案研擬期間，曾經在企併法修正草案中提及逐出的下市門檻提升至已發行股份總數4分之3股東同意才可以完成下市交易等討論；惟最終2022年企併法修正只是著重於事後救濟之第12條的股份收買請求權放寬至異議股東，以及第5條對於資訊揭露部分的加強。特別就資訊揭露部分，此次修正再搭配雷亞案最高法院判決所揭示之召集程序瑕疵問題，亦即未充分履行此等揭露義務可能發生之股東會決議得撤銷的法律效果。惟如前所論，僅強調資訊揭露而未搭配利益衝突迴避¹¹⁰，在某些情形恐反而產生道德許可的問題，不無可能更不利於企併法所欲保障之少數股東權益。

承此，針對利益衝突之迴避豁免條款，企併法經過多年修正亦未對此進行正面回應與檢討，可見仍以提升企業併購之效率為重心；惟仍應當增加少數股東得共享公司經營利益、併購溢價之空間¹¹¹。從而，本文主張應當尋求透過保護少數股東的事前機制加以彌補，至少應重新考量2020年2月經濟部企併法草案所論之企併法第18條第3項的提高逐出下市門檻；透過此緩和版之「具利益衝突的董事或大股東利益迴避」規範模式，或較有可能增加少數股東共享較高之併購溢價的機會，以達有效實質保護少數股東的效果。

註107：關於立法論上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等詳細討論，可參見蔡昌憲，前揭註1，第23-24頁。

註108：方嘉麟，前揭註51，第189頁。

註109：蔡昌憲，前揭註96，第191頁。

註110：現行企併法之下述利益迴避豁免條款，容許有利害關係者得參與相關董事會與股東會的表決：企併法第18條第6項、第27條第7項、第28條第5項、第29條第7項、第30條第4項、第35條第13項。

註111：蔡昌憲，前揭註1，第23頁。