

第四章 外資併購國內上市公司方法之研究

隨者國內併購法制之鬆綁，外資併購國內上市公司之方法益趨多元，如以證券交易法之公開收購為之，或以公開收購搭配現金逐出合併、亦或以公開收購搭配股份轉換等。而面對前述各種併購方法，本章擬以國內近來發生之實例，輔以國外立法例，從國內現行之強制公開收購制度、管理階層收購下之控制權益酬分享及資訊階露、現金逐出合併對少數股東權之影響、利益迴避及股份收買請求權等角度，探討少數股東權益於現行國內併購法制下是否受到合理的對待與保障。

第一節 依證券交易所定之公開收購 方式為之

第一項 公開收購法制之介紹

查我國公開收購制度之法源為證券交易法四十三條之一，該條係於1988年證券交易法修正時，參照美國威廉法案（Williams Act）所增訂。而財政部證券管理委員會隨後於1995年9月依當時之證券交易法第四十三條之一第三項之授權，訂定「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」⁴²，國內公開收購法制之雛形於焉初具。惟此階段，利用公開收購方式取得他公司股份之案例寥寥可數，僅中華開發收購大華證券⁴³及台新國際商業銀行收購大安商業銀行⁴⁴二案較具代表性。

⁴² 余雪明（2000），證券交易法，『台北：財團法人證券暨期貨市場發展基金會』，頁 83。

⁴³ 中華開發 90 年 4 月 30 日至 5 月 10 日預定公開收購大華證券普通股 2 億股，收購價格為每股 20 元，占大華證券實收資本額之 17.22%，惟中華開發聲明如應賣股數未達 1 億股以上，其原向應賣人所為之要約全部撤銷。該案公開收購期間屆滿最終應賣股數為 140,928,000 股，中華開發應全部收購，最終收購股數比例為 12.13%。

⁴⁴ 台新銀行 90 年 12 月 28 日至 91 年 1 月 7 日公告預定公開收購大安銀行實收資本額 14.7% 之股份，收購價格每股 6.5 元，惟台新銀行聲明如應賣股數未達一億股以上，原向應賣人所作之要約

2002年2月再次修正證券交易法第四十三條之一時，除將公開收購由核准制改採申報生效制外，並參酌英國立法例，引進強制公開收購之規定。隨後主管機關復於同年8月公佈「公開收購說明書應行記載事項準則」至此，國內公開收購法制大抵完備。本節將先就現行公開收購之規定為一重點介紹，再就實務運作上所產生法規規範不足或有疑義之處提出討論。

一、定義

所謂公開收購，依證券交易法第四十三條之一第二項及同條第四項授權主管機關訂定之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」規定，係指凡不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人以公告、廣告、廣播、電傳資訊、信函、電話、發表會、說明會或其他方式為公開要約而購買有價證券之行為。至外資得否依公開收購方式取得國內公司發行之有價證券，法未訂有明文。而依財政部證券暨期貨管理委員會（金融監督管理委員會證券期貨局之前身）2004年3月5日台財證八字第093107280號函之意旨，現行華僑或外國人得依「華僑及外國人投資證券管理辦法」之規定，公開收購上市(櫃)公司及興櫃公司之有價證券，應無疑義。

又公開收購辦法第十二條所稱與他人共同預定取得有價證券之共同預定取得人，係指預定取得人間因共同之目的，以契約、協議或其他方式之合意，取得公開發行公司已發行股份。而依大法官釋字第五八六號解釋，所謂「共同」取得依一般文義應具備以意思聯絡達到一定目的之核心意義，不應僅以客觀上具備一定親屬關係及股份取得

全部撤銷。該案公開收購期間大安銀行股票平均價格為每股 6.25 元，期間屆滿最終應賣股數為 44,425,000 股，未達 1 億股，台新銀行撤回要約。

行為即遽認定有共同取得之行為。

二、公開收購採申報制

公開收購制度於2002年2月修正時，參酌美日立法例將公開收購制度由核准制改為申報制，故除符合證券交易法第四十三條之一第二項後段關於收購數量不影響經營權變動者外，均應向行政院金融監督管理委員會（以下稱金管會）申報並公告後，始得為之。

三、公開收購之範圍

公開收購有價證券之範圍包括已依證券交易法辦理或補辦公開發行程序公司之股票、新股認購權利證書、認股權憑證、附認股權特別股、轉換公司債、附認股權公司債、存託憑證及其他經金管會核定之有價證券。

四、公開收購之對價

依公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第八條規定，公開收購之對價除現金外，尚包括已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之國內有價證券或符合Standard & Poor's Corporation、Moody Investor Service、Fitch Ratings Ltd. 評等一定等級以上，由國家或機構發行或保證的債券，或公開收購人之其他財產等。另公開收購人為外國公司者，其募集發行之股票係在外國證券集中交易市場、NASDAQ、英國另類市場（Alternative Investment Market）、日本店頭市場（JASDAQ）、韓國店頭市場（KOSDAQ）交易者，則其發行之股

票或募集之公司債，亦得作為公開收購之對價⁴⁵。

五、公開收購期間

依公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第十八條規定，公開收購之期間不得少於十日，多於五十日。但如對同一發行公司之有價證券競爭公開收購者，或有其他正當理由，得向主管機關申報延長收購期間，但至多不得超過三十日。

六、強制公開收購 (Mandatory Offers)

我國基於公平對待所有股東原則及保障所有股東應賣之權利，經參酌英國之「收購與合併守則」(The City Code on Take-overs and Mergers)，於2002年2月於證券交易法第四十三條之一第三項引進強制公開收購制度，其後並於同年8月於「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第十一條明定，任何人單獨或與他人共同預訂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股份者，除符合一定條件外，應採公開收購方式為之。

七、收購條件一致與不利益變更原則之禁止

為維護應賣人之權益，證券交易法第四十三條之二第一項規定公開收購人應以同一條件為公開收購，且不得為下列公開收購條件之變更：

- (一) 調降公開收購價格。
- (二) 降低預定公開收購有價證券數量。

⁴⁵ 行政院金融監督管理委員會 94 年 6 月 22 日金管證三字第 0940002713 號函參照。

(三) 縮短公開收購期間。

(四) 其他經主管機關規定之事項。

倘收購人違反前述規定者，其應於最高收購價格與對應賣人公開收購價格之差額乘以應募股數之限額內，對應賣人負損害賠償責任。又依公開收購辦法第十七條規定，公開收購人為前述以外之條件變更前，應向金管會申報並公告，且通知各應賣人、受委任機構及被收購有價證券之公開發行公司。

八、公開收購人交付公開收購說明書之義務

證券交易法第四十三條之四第一項規定，公開收購人除依第二十八條之二規定買回本公司股份者外，應於應賣人請求時或應賣人向受委任機構交存有價證券時，交付公開收購說明書。

九、公開收購人及其關係人於公開收購期間不得以公開收購以外之方式購買被收購公司之有價證券

證券交易法第四十三條之三第一項規定公開收購人及其關係人自申報並公告之日起至公開收購期間屆滿日止，不得於集中交易市場、證券商營業處所、其他任何場所或以其他方式，購買同種類之公開發行公司有價證券，僅得以公開收購方式購買該有價證券。蓋如得同時以公開收購以外方式取得標的公司股份，則其併購行為將更具彈性，明顯對收購人較為有利。

十、收購人原則上不得任意停止公開收購

證券交易法第四十三條之五第一項規定，公開收購人進行公開收購

後，除有下列情事之一，並經主管機關核准者外，不得停止公開收購之進行：

- (一) 被收購有價證券之公開發行公司，發生財務、業務狀況之重大變化，經公開收購人提出證明者。
- (二) 公開收購人破產、死亡、受禁治產宣告或經裁定重整者。
- (三) 其他經主管機關所定之事項。

而依公開收購辦法第二十一條規定，公開收購經金管會核准停止公開收購者，應於金管會停止收購核准函到達之日起二日內公告並通知各應人、受委任機構、被收購有價證券之公開發行公司。

十一、明定公開收購人變更公開收購申報事項並重行申報公告之情形及義務

證券交易法第四十三條之三第一項規定，公開收購人所申報及公告之內容有違反法令規定之情事者，主管機關為保護公益之必要，得命令收購人變更公開收購申報事項，並重行申報及公告。

十二、明定公開收購人於一年內不得就同一被收購公司進行公開收購

為避免公開收購人藉公開收購之名行操縱市場之實，證券交易法第四十三條之五第三項規定公開收購人未於收購期間完成預定收購數量或經主管機關核准停止公開收購之進行者，除有正當理由並經主管機關核准者外，公開收購人於一年內不得就同一被收購公司進行公開收購。

十三、請求標的公司董事會召集股東臨時會之權

證券交易法第四十三條之五第四項規定，公開收購人與其關係人於公開收購後所持有被收購公司已發行股份總數超過該公司已發行股份總數百分之五十者，得以書面記名提議事項及理由，請求該公司董事會召集股東臨時會，不受公司法第一百七十三條第一項規定之限制。

十四、被收購公司應公告事項

公開收購辦法第十四條規定，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證券交易法第四十三條之五第二項規定申報或公告之公開申購申報書及相關書件後七日內，應就下列事項公告、作成書面申報金管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。

十五、守密義務

公開收購辦法第十三條規定，公開收購決定之日起至申報及公告日前，因職務或其他事由知悉與該次公開收購相關之消息者，均應謹守秘密。

十六、應賣人之撤回權

公開收購辦法第十九條規定，公開收購人於本次公開收購之條件成就後，應即公告並申報，並副知委任機構。公開收購之條件成就應以收購期間屆滿前達公開收購人所定之最低收購數量為標準。而一旦公開收購人為前述公告後，應賣人即不得撤銷其應賣。查2005年6月22日本條修正前條文，原允許公開收購期間內，應賣人得隨時撤銷其應賣，嗣因考量公開收購期間收購數量之條件一經成就，契約即成立，倘允應賣人於條件成就後仍可隨時撤銷，易使交易陷於不確定，爰將應賣人得隨時撤銷應賣之規定，修正為應賣人原則不得任意撤銷。

十七、按比例、平等原則進行收購

公開收購辦法第二十三條規定，應賣有價證券之數量高過預定收購數量時，公開收購人應依同一比例向所有應賣人購買，並將已交存但未成交之有價證券退還原應賣人。公開收購上市或上櫃公司股票者，應按各應賣人委託申報數量之比例分配至壹仟股止。如有餘量，公開收購人應按隨機排列方式依次購買。

第二項 公開收購法制之檢討

第一款 我國現行強制公開收購制度對少數股東之壓迫

一、強制收購之意義及立法目的

所謂強制公開收購，係起源於英國收購與合併守則之規定，指當收購者收購被收購公司股份達一定比例或取得標的公司之實質控制時，強制該收購者向被收購公司之其餘全部股東為全面要約之收購，其主要立法意旨在於避免公司控制權移轉時，少數股東受到不公平之對待，以解決部分收購⁴⁶之不公平現象，故賦予少數股東退場機制，以達保護少數股東權益之目的⁴⁷。

二、我國與英國強制收購制度之差異

依英國收購與合併守則第9.1、9.2條及其附註之規定，任何人自行或與他人共同（persons acting in concert）取得標的公司百分之三十有表決權股份；或超過百分之三十但未達百分之五十有表決權股份，欲於十二個月內再取得超過百分之一有表決權股份者，即須對「全部股東」為收購之要約⁴⁸，並對所有應賣之股份全數買下。蓋其認為若取得達百分之三十以上之股份時，即可有效發生控制權移轉的效果（transfer effective control of the target）。於我國，2002年2月6日增修之證券交易法第四十三條之一第三項，「任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，除符合一定條件外，應採公開收購方式為之。」，其立法理由係為避免大量

⁴⁶ 部分收購指收購者向標的公司全體股東發出公開收購之要約，收購該標的公司已發行股份一定比例之股份，標的公司股東則依該比例出售自己之股份。全部收購指收購者向標的公司全體股東發出要約，收購標的公司所有股份。

⁴⁷ 林黎華，「英國強制收購制度之研究」，證券暨期貨月刊，第二十三卷第二期，頁30。

⁴⁸ See Weinberg, M.A., RABINOWITZ, LAURENCE, BLANK, M.V., WEINBERG AND BLANK ON TAKE-OVERS AND MERGERS, 5th ed, London: Sweet & Maxwell, at 3395-3420 (1989)

收購有價證券致影響個股市場之價格，爰參酌英國立法例，納入強制公開收購之規定。又於同年8月12日於公開收購辦法第十一條規定，「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總額百分之二十以上有價證券者，應以公開收購方式為之。符合下列條件者，不適用前項應公開收購有價證券之規定……」，其規範意旨係強制公開收購制度源於英國The City Code及香港The Code on Takeovers and Mergers and Share Repurchases，爰參酌國內證券交易實務案例及前開英國及香港之併購規則，配合公開收購期間最長五十日，增訂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總額百分之二十以上有價證券者，基於股東平等之精神並使被收購公司全體股東有參與應賣之機會，應以公開收購為之⁴⁹。由上述可知，我國證券交易法第四十三條之一第三項雖繼受至英國，然實際規範內容卻與其不盡相同，以美商英特維公開收購友立資訊為例，英特維於95年3月15日至4月1日，以其在台成立之台灣英特維數位科技以每股30元的價格，預計公開收購友立資訊65%之股權，總計5萬888張，因已符合前述公開收購辦法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總額百分之二十以上有價證券者，故應適用強制收購之規定，台灣英特維數位科技應就其欲取得之股份向友立資訊之所有股東為要約，倘應賣之股數超過其預定收購之數量，則依同辦法第二十三條規定，台灣英特維應依同一比例向所有應賣人購買。亦即，我國之強制公開係強制收購人於符合一定條件下，應對被收購公司所有股東為收購之要約，惟僅在預定收購之數量範圍內負收購之責；然英國制之強制收購，則規定收購人一旦符合強

⁴⁹ 請參閱 <http://www.sfb.gov.tw/2.asp>。

制公開收購之要件，則應對被收購公司之所有其餘流通在外股份負收購之義務。

另依證期會2003年4月15日台財證三字第0920111262號函，略以「……收購人已取得目標公司超過百分之五十之股份，嗣有意經由證券集中交易市場或證券商營業處所再買進目標公司之股份時，如未有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有價證券之情事者，自不受證券交易法第四十三條之一第三項及公開收購辦法第十一規定之限制。三、前述有關強制公開收購之規定，其適用標準並不含收購人前已以公開收購方式取得被收購公開發行公司之股份，故以公開收購所取得之股份自不計入管理辦法第十一條第一項之計算。」，由此觀之，本國法上所謂強制收購，對於收購人於擬收購前已取得之股份，並不計入。惟英港之強制收購非僅將原已取得之股份計入，甚至將依轉換權或選擇權之可取得股份亦計入，本國法僅以單次取得持股份是否達百分之二十以上作為認定，恐無法達到強制收購係欲於控制權移轉時保護少數股東之目的⁵⁰。

三、採行「半調子」的強制收購所引發之問題

(一) 被收購公司股東出售權未受到完全的保障

我國因未採英國式強制公開收購制度，縱被收購公司股東全部為應賣，依公開收購辦法第二十三條第二項規定，亦僅得按各應賣人委託申報數量之比例分配至一仟股為止。如尚有餘量，公開收購人應按隨機排列方式依次購買。亦即，當應賣股東於委託申報數量「超過」公開收購數量時，其並無法將其所持有之全部股份出售退場。反之，

⁵⁰ 林黎華，「從致達資訊公開收購台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，第147期，2006年2月，頁27。

因公開收購辦法第十九條第二項規定，公開收購之條件成就應以收購期間屆滿前達公開收購人所定之最低收購數量為標準，故實務上，收購人多依公開收購辦法第二十二條第一項第五款規定，於其公開收購說明書均會附加「如應賣之數量未達所預定收購之下限，公開收購人就任何應賣股份均不予收購」之條件，故若應賣之股數「未達」最低收購下限，公開收購人亦可全部不買，對目標公司之股東權益之保障，亦難謂周全。

綜上，我國之強制公開收購制度既未強制對被收購公司股東所持之所有股份負收購之責，又允許收購人於未取得控制權亦可全部不買，制度設計顯對收購人較為有利，雖對促進併購有其實質助益，然倘以被收購公司股東權益之保障觀之，其保障似不及採行英國式公開收購制度者。

（二）二層收購（Two-tiers Tender Offer）下對少數股東的壓迫

1. 二層收購之意義

二層收購乃美國實務上常見之收購模式⁵¹，乃收購者收先以較高之價格收購目標公司一定比例之股份（一般以現金為對價），此為第一層收購，（亦即為部分收購），其餘股份以較低的價格進行收購（一般以一定比例之現金、收購公司之債券或股份組合為對價），此為第二層收購，如標的公司股東不接受第二層要約，則收購者將會以現金逐出合併（squeeze-out merger or cash-out merger）之方式⁵²，取得所有被收購公司之股權。而有關公開收購加上現金逐出合併之模式所生相關議題之討論，因涉企業併購法相關規定之適用，本文將於第

⁵¹ 一般認為美國並未採行強制收購制度，其對控制權移轉的規範主要係採忠實義務（fiduciary duty）及反併購措施（anti-take over）來保護投資人。

⁵² 張舫，「公開收購法律制度之研究」，北京法律出版社，1998，第7至第9頁。

二節中詳述。

2. 二層收購對少數股東之壓迫

二層收購促使小股東於未評估出售的優缺點時，即出售自己的股份。因如前述，第二次收購價格通常會比第一次價格低，因此股東會有無法以前段較高價格出售股份之疑慮（the higher “front-end” price），進而喪失爭取較優收購價格之空間。故美國學者Edward F. Greene and James J. Junewicz 認如欲採部分收購或二層收購，應輔以下述配套措施⁵³：

（1）收購者過去信譽及交易紀錄之揭露

部分收購強迫少數股東接受公司控制權移轉後之風險，包括採行不利於少數股東之政策或掏空公司資產之風險，故揭露收購者過去信譽及交易紀錄應可降低上述風險發生之機率。

（2）明定第二層收購價格之下限

二層收購對少數股東產生價格壓迫之情形如上所述，故有論者主張，第二次收購價格不得低於第一次收購價格以保護標的公司之少數股東⁵⁴。

（三）小結

我國因未採行英國制之強制公開收購，致使股東暴露於部分出資無法取回之風險。雖有論者主張二層收購制度有其經濟效益，因其可促使控制權移轉，藉由控制權移轉取代經營效率不彰之原經營者，使收購者與被收購者均因此獲益。惟本文以為從少數股東權益之保障觀

⁵³ Edward F. Greene and James J. Junewicz, "A Reappraisal of Current Regulation of Mergers and Acquisitions", 132 U. Pa. L. Rev. 647, 1984。

⁵⁴ 林黎華，前揭註 49，頁 30。

之，我國現行法允許二層收購之同時，應強化相關配套措施，始能衡平收購者與被收購公司少數股東之利益。

第二款 控制權溢酬是否應與少數股東分享

第一目 控制權溢酬之定義

所謂控制權溢酬 (Control Premium)，係指收購者收購被收購公司控制股東 (Controlling shareholders) 所持股份之每股價格超過該被收購公司股份當時市價之價值⁵⁵。至於收購者為何願意以較高之成本，取得被收購公司之控制權，學說認其動機不出二種，一為收購者認其經營績效優於被收購公司之原經營階層，故於取得被收購公司之控制權後，必能提高被收購公司之價值，藉以回收成本；二為收購者認於取得公司控制權後，得排除少數股東之干擾，將被收購公司之資產作圖利自己之使用，藉以從中獲利⁵⁶。

第二目 控制權溢酬是否應與少數股東分享之理論

而控制權溢酬是否應與少數股東分享，亦即控制權股東得否以顯著高於其他股東之價格出售其所持股份⁵⁷？長久以來一直是各國實務及學說探討的議題⁵⁸。經歸納整理各國實務及學說後，大抵可分下列

⁵⁵ Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, Corporate Control Transactions, 91 Yale L.J. 698 (1982).

⁵⁶ Hsin-Ti Chang, Regulating Sale of Control Transaction in Taiwan-From the Perspective of Economic Analysis, 臺大法學論叢第三十一卷第四期 頁 8, 2001 年 12 月。

⁵⁷ Robert Clark, Corporate Law, at 478 (1986) .

⁵⁸ See Richard Jennings, Trading in Corporate Control, 44 California L.R.I (1956) ; Alfred Hill, the Sale of Controlling Shares, 70 Harvard L.R. 986 (1957) .

三種理論：

一、 市場理論 (Market Rule)

所謂市場理論係謂除於部分例外情形外，控制股東得獨享控制權溢酬而不須與少數股東分享⁵⁹。論者主張此理論具有降低收購者的收購成本（因其不須以同樣價格向被收購公司之所有股東為要約）、促進控制權移轉交易發生之優點⁶⁰，故為美國現行之通說⁶¹。惟為保護少數股東之權益，美國判例法（common law）及規範發展出三種不適用市場理論之例外情形，茲分述如下：

（一） 掏空公司資產 (The Looting Exception)

當持有公司控制性股權者因故意或重大過失將所持股份讓與意圖掏空公司資產者時⁶²，該交易無市場原則之適用。爰當一控制權移轉交易引起一理性謹慎之賣方（reasonably prudent seller）合理懷疑公司有被掏空之虞時，其即被賦予充分合理調查收購者之義務。而判斷收購者有無掏空公司意圖，包括其願意支付之收購價格超乎尋常及是否對於公司之營運缺乏興趣等因素⁶³。

（二） 出售公司職位 (The Sale of Office Exception)

當控制股東於股權移轉交易案，不僅出售其持股並出售其原在公

⁵⁹ Cheff v. Mathes, 199 A.2d 555 (Del. 1964), Hecco Ventures v. Sea-Land Corp., C.A. No.8486 (Del. Ch. 1986) .

⁶⁰ Einer Elhauge, The Triggering Function of Sale of Control Doctrine, 59 U. Chicago L.R. 1456, 1489 (1992) .

⁶¹ 惟倘收購者欲以公開收購方式取得標的公司控制權時，仍應適用美國威廉法案（Williams Act），向標的公司所有股東要約，且應以於公開收購期間曾經支付應賣人之最高價格為對價（the best price rule）。

⁶² De Baun v. First Western Bank & Trust Co., 120 Cal. Rptr. 354 (Cal. App. 1975) . Robert Clark, Corporate Law, 479 (1986) .

⁶³ Robert Hamilton, The Law of Corporation in a Nutshell, 5th ed. at 517-519 (2003) .

司之職位（如董事、經理人）予收購者時，倘有下列情形，則無市場原則之適用，其因出售持股所得之控制權溢酬應返還給公司⁶⁴：

1. 收購者所購買之持股數並未使其足以控制該公司之經營（working control），亦即其購買之股權數尚不足以使其當選為董事。
2. 控制權出售之價格遠超出控制權溢酬所應有之合理範圍，其超出溢價部份將被視為出售公司職位。
3. 雖被收購公司股東出售之持股不多，惟當法院認其有影響該公司董事辭任並由收購者指派其他人接任。

（三）利用控制地位與公司競利（The Diversion of Collective Opportunity Exception）

當控制股東利用其「控制性」地位影響公司活動圖利自己進而損害少數股東之利益時，無市場原則之適用。

二、 平等機會理論（Equal Opportunity Rule）

平等機會理論係建構於公司資產理論（Corporate Asset Theory）及控制股東之受任人義務（Fiduciary duty of Controlling shareholders）理論之上。公司資產理論主張「控制力」係公司資產之一部，故應由所有股東共享而非控制權股東所獨占，換言之，任何控制權溢酬應由所有股東依所持股份比例分享。至控制股東之受任人義務理論則認控制股東對少數股東負有一準董事或受任人之義務⁶⁵。而平等機會理論之內涵，學說上認有二說，一說主張收購者應以支付控制股東之價格向被收購公司之其餘股東收買其股份，英國之City

⁶⁴ See Steven Emanuel, *Corporations* 179 (2nd edition, Emanuel Law Outlines, Inc.1992)

⁶⁵ David C. Bayne, *the Philosophy of Corporate Control: A Treaty in the Law of Fiduciary Duty*, 111-123 (1986) .

Code即採此說⁶⁶；另一說則主張收購者毋須購買被收購公司之所有股份，惟須以同一條件對所有股東提出要約，並依應賣人持有股份之比例購買之⁶⁷。

支持平等機會理論者認雖該理論形式上會造成收購成本的增加，惟倘收購者確信其經營將增加標的公司之價值，則應不會僅滿足於取得控制權股份，反而會更樂於取得更多之股份，因取得股份愈多，將來所得分享因公司價值增加所生之利益便愈多。爰相較於前述之市場理論，平等機會理論較能發揮遏止意圖掏空被收購的公司收購者之功能⁶⁸。惟反對者則認平等機會理論將會造成收購成本增加致籌資不易之結果，又縱收購者能募得收購所需資金，因該資金必須完全投入，故其亦無法享受分散投資進而降低投資風險之利益⁶⁹。

三、 動機理論 (Triggering Rule)

基於市場理論及平等機會理論均有其本質上之缺點，故學者 Einer Elhauge 轉而倡議動機理論。所謂動機理論，基本上係市場理論及平等機會理論之綜合，其理論架構乃就每一控制權移轉交易案逐案檢視，倘該控制權移轉交易案終將增加公司之價值，則應適用市場原則；反之，則應適用平等機會理論⁷⁰。惟動機理論最引人詬病之處在於，它並未能於事前提供一明確的準則用以判斷個別控制權移轉案是否增加或減損公司之價值，且一旦案件進入司法審查程序 (Judicial Review)，而擁有最終審查權之法院對同一案有不同之看

⁶⁶ See Panel on Takeovers and Mergers, the City Code on Takeovers and Mergers and the Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares, Rule 9.1-9.2.

⁶⁷ William D. Andrews, The Stockholder's Right to Equal Opportunity in Sale of Shares, 78 Harvard L.R. 505,516 (1965)

⁶⁸ Id, at 517,519,528.

⁶⁹ Supra note 59, at 1487.

⁷⁰ Einer Elhauge, The Triggering Function of Sale of Control Doctrine, 59 U. Chicago L.R. at 1498-1502。

法時，將使交易者無所適從。

第三目 同一收購條件認定之妥適性

一、 我國現行法上採行之理論

查我國證券交易法第四十三條之一第三項及公開收購辦法第十一條規定，「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總額百分之二十以上有價證券者，應以公開收購方式為之。符合下列條件者，不適用前項應公開收購有價證券之規定……」。又證券交易法第四十三條之二規定，「公開收購人應以同一收購條件為公開收購，……」。故我國現行立法例應係採前述平等機會理論之第二說，即基於股東平等之精神，明訂當被收購公司控制權有移轉之虞時⁷¹，被收購公司全體股東有以同一條件參與應賣之機會，分享控制權溢酬。故迄今公開收購之案例亦均以同一價格對所有標的公司股東提出要約，如台灣捷普於2006年11月24日至2007年1月12日以每股新台幣109元公開收購綠點高新科技之股份、新易以每股新台幣93元收購崇貿之股份，即為適例。

二、 同一收購條件認定之妥適性

承前，雖截至目前為止，收購人均以同一價格對所有被收購公司之股東為要約，然近來，國內出現外資收購國內上市公司前，即與被收購公司之主要股東簽訂股權轉換投資（Equity Rollover）協議，賦予該等主要股東得以參與應賣之對價，再行投資於公開收購人或其

⁷¹ 控制權移轉之認定標準，各國及學說均有不同之看法，如英國 City Code 係以取得被收購公司 30% 之股權為判斷基礎，而我依公開收購辦法則係被收購公司已發行股份總額 20% 為基礎。

控制公司之案例，因該等股權轉換投資權利並非為被收購公司之所有股東所均享，故是否仍符合以同一收購條件對所有股東提出要約，即不無疑義。以勇德國際股份有限公司（下稱勇德國際）公開收購復盛股份有限公司（下稱復盛）乙案為例，勇德國際係美商橡樹資本管理有限公司（Oaktree Capital Management, LLC）所管理之國際投資基金OCM Principal Opportunities Fund IV, L.P. 基金及OCM Asia Principal Opportunities Fund, L.P. 基金（合稱「橡樹基金」）為進行公開收購而於我國境內所新設之公司，其自2007年5月9日至同年6月27日以每股新台幣37.5元公開收購復盛百分之百已發行普通股股份總數（753,878,042股），爰「形式上」似與前述證券交易法第四十三條之二有關公開收購人應以同一條件為公開收購之規定相符，然觀其公開收購說明書上「公開收購人與被收購公司之相關人員間有關本次公開收購之任何重要協議或約定」之內容，略以，「本次公開收購人國外控股公司英屬蓋曼群島商Valiant APO Holdings, Ltd.（下稱國外控股公司）及/或其股東（下稱投資人）已與被收購公司之部分董事、監察人、其配偶及關係人等共50人（下稱主要股東）於96年3月29日簽署備忘錄，並於同年5月8日簽署承諾函達成股權轉換投資（Equity Rollover）協議，同意參與本次公開收購之應賣，並簽署股東初次協議書。上開主要股東同意出售之股份共352,641,428股，約佔被收購公司已發行股份之46.8%，並承諾於公開收購開始日後20日內參與本次公開收購之應賣，……。又主要股東承諾以應賣股份所得之部分對價（約新台幣10,261,000,000元）（以下稱「轉投資金額」）以與投資人相同之價格，認購國外控股公司所發行之新股⁷²」。是以，

⁷² 參見勇德國際股份有限公司之公開收購說明書。

形式上，復盛之主要股東雖亦以每股37.5元之價格於公開收購期間出售其股份，然究其實質，其參與應賣之條件實為「每股37.5加上未來認購上開國外控股公司發行新股之權利」，故與其餘股東相較，其應賣之條件顯著多了個認購權，是否仍符合證交法四十三條之二，以同一收購條件對待所有股東之精神，仍待商榷。觀諸我國現行證券交易法、公開收購辦法及公開收購說明書應行記載事項準則，均未禁止公開收購人與被收購公司之相關人員簽訂協議或約定，僅係要求將該等訊息揭露於公開收購說明書爾，似認該等約定並不違反同一收購條件之規定，對少數股東權益之保障是否完備，殊值主管機關深思。事實上，據悉近來曾有規劃中之公開收購案，因該被收購公司之部分股東為美國籍，故該公開收購案必須同時符合我國及美國之法律。而該案收購人與被收購公司之董事亦簽有股權轉換投資協議，因恐違反美國1934證券交易法（U.S. Securities and Exchange Act of 1934）之規則14D（Regulation 14D）第14d-10條平等對待所有股東（Equal Treatment of Security Holders）⁷³之規定，爰該案規劃簽訂股權轉換投資協議之董事所持之股份並不於公開收購期間參與應賣，而係於公開收購期間後，以其他方式出售其股份。雖該公開收購案最後自始至終並未開始進行，惟可藉此窺知美國證券主管機關甚或司法機關就「公開收購之對價是否平等對待所有股東」之立場，頗值我國借鏡。

第三款 資訊揭露之對稱性

第一目 我國現行有關公開收購資訊揭露之規定

⁷³ Regulation 14D 之內容，See <http://www.law.un.edu/CCL/34ActRls/Reg14D.html>

按公開收購對被收購公司之股東權益影響甚鉅，為使被收購公司之股東有足以判斷是否應賣之資訊，是以，舉凡允許公開收購制度之國家，無不強調資訊揭露之重要性。美國威廉法案要求收購者必須公告其收購之計畫（plans）與意圖（intentions）；英國倫敦守則亦要求收購者須揭露收購之優劣，及收購當時所持有之股份、對被收購公司之營業與受僱人之計畫等。而我國除於證券交易法第四十三條之四第一項，規範公開收購人應於應賣人請求時或應賣人向受委任機構交存有價證券時，交付公開收購說明書，並於「公開收購說明書應行記載事項準則」明確規範公開收購說明書應揭露之內容。而該準則除明定公開收購說明書必須以詳實明確並不得有虛偽或隱匿情事、且所記載事項須具有時效性，其刊印前，發生足以影響利害關係人判斷之交易或其他事項，均應一併揭露等基本編製原則外，其所定應揭露事項可分為下列部分：

一、 公開收購基本事項：

- （一）公開收購人為自然人者，其本人、配偶與未成年子女之姓名及職業。
- （二）公開收購人為公司者，其公司名稱、網址、主要營業項目及其董事、監察人與持股超過公開收購人已發行股份總額百分之十股東之姓名及持股情形。
- （三）受委任機構名稱、地址、電話及委任事項。

二、 公開收購條件

- （一）公開收購期間。
- （二）預定公開收購之最高及最低數量。

(三) 公開收購對價。

(四) 公開收購人於本次公開收購條件成就並公告後，除法律另有規定外，應賣人不得撤銷其應賣。

三、 公開收購對價種類及來源

(一) 以現金為收購對價者：

1. 自有資金明細。
2. 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。

(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：

1. 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。
2. 公開收購人取得該有價證券之時間及成本。
3. 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：

1. 決議募集發行股票或公司債之董事會或股東會議事錄。
2. 本次募集發行股票或公司債之發行條件。
3. 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。
4. 本次收購對價換股比例訂定方式及決定因素。

5. 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。
6. 最近期公告並經會計師查核簽證或核閱之財務報告。
7. 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。
8. 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。

四、 參與應賣之風險

- (一) 公開收購案件依本法第四十三條之五第一項第一款至第三款停止進行之風險。
- (二) 本會及其他主管機關不予核准、停止生效、退件或廢止核准之風險。
- (三) 公開收購人所申報及公告之內容依本法第四十三條之五第二項經主管機關命令重行申報及公告之風險。
- (四) 依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，以募集發行之股票或公司債為收購對價者，該有價證券無法如期發行之風險。
- (五) 條件成就後不得撤銷應賣之風險。
- (六) 應賣股數之數量未達預定最低收購數量之風險。
- (七) 應賣股數無法全數賣出之風險。
- (八) 其他公開收購人明知足以影響收購程序進行之重大風險。

五、 公開收購期間屆滿之後續處理方式

- (一) 公開收購人支付收購對價之時間、方法及地點。如以外國有價證券作為收購對價者，應詳予說明交付方法及應賣人買賣該有價證券之方式。
- (二) 應賣人成交有價證券之交割時間、方法及地點。
- (三) 應賣未成交有價證券之退還時間、方法及地點：
 - 1. 如應賣有價證券之數量未達最低預定收購數量時，收購人退還應賣有價證券之處理方式。
 - 2. 如應賣有價證券超過預定收購數量時，收購人應依同一比例向所有應賣人收購，超過預定收購數量部分，收購人退還應賣有價證券之處理方式。
 - 3. 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，若該有價證券無法如期發行時，是否以現金或其他有價證券替代；如不提供其他對價替代時，收購人退還應賣有價證券之處理方式。

六、 公開收購人持有被收購公司股份情形

- (一) 公開收購人及其關係人於提出申報當時已持有被收購公司有價證券者，其種類、數量、取得成本及提出申報日前六個月內之相關交易紀錄。公開收購人為公司時，其董事、監察人持有被收購公開發行公司有價證券時，亦應一併載明前段事項。
- (二) 公開收購人或其股東如有擔任被收購公司之董事、監察人或係持股超過被收購公司已發行股份總額百分之十股東情事者，該股東姓名或名稱及持股情形。

七、 公開收購人其他買賣被收購公司股份情形

(一) 公開收購人在申報公開收購前六個月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：

1. 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。
2. 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) 公開收購人與前款所列之人員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。

八、 公開收購人對被收購公司經營計畫

(一) 公開收購人取得被收購有價證券之目的及計畫：

1. 繼續經營被收購公司業務之意願及計畫內容。
2. 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：

1. 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。
2. 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。

九、 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。

綜上，我國現行有關公開收購應行揭露事項之規定尚稱完備，然就資訊揭露之時點、外資併購常使用之融資收購（Leveraged Buy-out）及管理階層收購（Management Buy-out）等應揭露事項，卻仍存有相當強化之空間。本文擬於以下各目分別說明之。

第二目 資訊揭露之時點

一、 我國現行之規定

公開收購之訊息何時揭露，除對被收購公司之股價有相當程度之影響外，更是判斷內線交易重大消息何時成立之重大依據。依公開收購管理辦法第七條之規定，公開收購公開發行公司有價證券者，除有證券交易法第四十三條之一第二項第一款至第三款情形外，應向金管會申報並公告後始得為之。又依同準則第九及第六條規定，公開收購人應『於公開收購開始日前』檢具公開收購申報書相關書件向金管會

申報，公開收購人申報與公告非屬同一日者，證券交易法第四十三條之三第一項期間之起算以先行申報或公告之日為準。亦即，我國現行法規明定收購人為公告公開收購訊息之義務人，且其『於公開收購開始日前』公告及申報即可，至於應於公開收購開始日多久前公告或申報，則未定有明文。基此，實務上，以公開收購案影響股價之案件，不在少數，歸納類型不外二種，一為公開收購傳聞已甚囂塵上，卻不見併購雙方對傳聞之回應，而至公告或申報日，被收購公司之股價或成交量出現不正常波動之現象；另一則為過早揭露公開收購案，使被收購公司之股價被預定公開收購之價格所限，無法真實反應市場價格。以凱雷收購日月光為例，其於2006年11月24日宣佈凱雷集團有意收購該公司股份時，即明確公布收購價為每股39元，此舉導致日月光股價走勢於接下來之三個月有如鍋蓋壓者（股價於36至38元間震盪），與同為封裝業-矽品之股價由2007年初的每股48元漲到同年3月底的每股62元相比，顯示日月光提早將收購價39元曝光對股東權益存在壓抑作用⁷⁴，故實應將資訊揭露之時點明確化，俾讓併購雙方有所依循。

二、 香港規定

香港有關收購要約公布之義務及時點之規範，主係見於香港證監會發布之「公司收購、合併及股份購回守則」⁷⁵規定中，而依「收購守則」之規定，收購要約公布之義務，將視情況由要約人或受要約公司承擔，另除要約外，尚有可能要約之規定，茲將其規定闡明如後：

⁷⁴ 葉銀華，「公司治理與私募」，會計研究月刊，第260期，頁52。

⁷⁵ 「公司收購、合併及股份購回守則」，實則包含「公司收購及合併守則」及「公司股份購回守則」二守則，其代表著香港金融市場的參與者及證監會就進行收購、合併和股份購回時，可以接受的商業操守及行為標準的共識。上開守則內容請參閱香港證監會網站 <http://www.sfc.hk/sfc>。

(一) 由要約人或有意要約人作出的公布 (「收購守則」3.1)

1. 當受要約公司在未被接觸前成為可能要約的謠言及揣測的對象，或其股價或股份成交量出現不正常波動，及有合理理由推斷該情況是由於有意要約人或與其一致行動的人的行動(不論是由於保密不足、購買受要約公司股份或其他原因)所致；
2. 當有關談判或討論將由極少數人(有關公司內必須知悉該等談判或討論的人及其直屬顧問)擴展至其他人；或
3. 當因取得投票權而產生必須根據規則26(強制要約)下作出要約的責任，即須立刻作出公布。

(二) 由受要約公司作出的公布 (「收購守則」3.2)

在受要約公司的董事局被接觸後(不論是否導致要約)，發出公布的主要責任通常由受要約公司的董事局承擔。因此，受要約公司必須密切留意其股價及成交量。受要約公司的董事局應在以下情況發出公布：

1. 當做出要約的確實意圖由可靠方面通知受要約公司的董事局(不論董事局對該項要約的態度如何)；
2. 當受要約公司在被接觸後成為可能要約的謠言或揣測的對象，或其股價或股份成交量出現不正常波動(不論是否存在作出要約的確實意圖)；
3. 當要約人與受要約公司之間的談判或討論將由極少數人(有關公司內必須知悉該等談判或討論的人及其直屬顧問)擴展至其他人；或
4. 當公司的董事局知悉有意要約人及附有公司30%或以上投票權的

持有人或多名持有人正進行談判或討論，或當公司的董事局正物色有意要約人，而

(1) 該公司是可能要約的謠言或揣測的對象，或其股價或股份成交量出現不正常波動；或

(2) 被接觸的有意購買方或要約人的數目，將由極少數人擴展至包括其他人。

(三) 可能要約的公布（「收購守則」3.7）

在就有一要約的確實意圖發出通知之前，如果有意要約人或有關受要約公司發出簡單公布，表明正在進行洽商或某名有意要約人正在考慮作出要約，則該公布通常已符合本規則3所指的責任。假如在發出可能要約的公布的一個月內，有關方面仍未就有關要約或可能要約發出進一步的公布，則必須發出公布，列明就該可能要約進行的洽商或有關考慮的進展。該項責任（即須每月發出公布的規定）將一直維持至根據規則3.5公布作出要約的確實意圖或決定不繼續進行有關要約的時候為止。若有關磋商終止或有意要約人決定不繼續進行有關要約，有關方面便須發出有關該等情況的公布。

綜上，我國現行就公開收購訊息揭露之時點及義務人之規範不夠明確，除對善意併購雙方造成遵循上之困擾外，更成為有心以併購案操縱股價人士之工具。所謂「他山之石，可以攻錯」，本文建議參採香港規範，將公開收購訊息揭露之時點、揭露義務人甚或可能要約之規定訂入公開收購辦法，俾保障股東權益。

第三目 融資收購資訊揭露

所謂融資收購係利用被併購公司的資產與經營所得來支付併購價金，故收購者本身不須擁有鉅額資金，而係以目標公司之資產及營運所得作為融資擔保及還款來源所貸得之資金，併購目標公司。融資併購於跨國併購上甚為盛行，私募基金之併購多屬此類型，平均而言，私募基金之出資約為兩成，其他八成資金則為向金融機構貸款所得⁷⁶。

我國現行法規並未禁止融資收購，且從公開收購說明書應行記載事項準則第七條規定，略以「以現金為收購對價者：……（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。」，故融資收購在我國是允許的⁷⁷。

惟上述揭露範圍實嫌不足，蓋融資收購將導致被收購公司資本弱化之結果，對股東權益及債權人之影響甚鉅，故建議應於公開說明書應行記載事項準則中，要求公開收購人應揭露融資計畫對被收購公司財務業務健全性之影響評估，並提出獨立專家就該影響評估之意見。

第四目 管理階層收購資訊揭露

一、 管理階層收購之定義

所謂管理階層收購，顧名思義，係指公司被其管理者所收購，為國外併購常見之併購態樣。而又鑒於管理者通常未具有足夠資金收購

⁷⁶ 楊淑娟，新金錢帝國，天下雜誌，第363期，2007年1月3日。

⁷⁷ 林黎華，前揭註49，頁33。

整個公司，爰通常會與外部收購者（基金或其他團體）共同收購標的公司之股份，而出現融資收購與管理階層收購結合之情形。此際，因管理者對公司資產及營運往往享有資訊上優越地位，故併購成功機率高，且可一勞永逸排除小股東參與公司利潤之分配。然此亦常造成公司內部利益衝突的產生，因原管理者欲壓低收購價格以減少收購成本，而一般非管理階層股東則希望股價賣愈高愈好⁷⁸。

二、 我國就管理階層收購資訊揭露之規定

我國現行相關法規雖未就管理階層收購有所定義，然依公開收購說明書應行記載事項辦法第十一條第二款，規範公開收購人應揭露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數百分之十之股東，就本次公開收購所為之任何協議或約定之內容之規定觀之，已間接承認管理階層收購於我國之合法性。事實上，近來外資公開收購我國上市公司之案例，不乏管理階層收購者，如台灣捷普收購綠點高新乙案，綠點高新之部分董事、全部監察人及部分經理人於公開收購前已與美商Jabil Circuit Inc.（台灣捷普之控股公司）達成應賣協議⁷⁹，又如勇德國際收購復盛案中，復盛之董事及監察人非但與勇德國際之控股公司達成參與應賣之協議，並進而簽署股權轉換投資協議，使復盛之董監得以應賣之對價認購發行公司之新股，堪稱典型之管理階層收購。

簡言之，我國現行規定要求進行管理階層收購者，應揭露其與被收購公司之內部人或其關係人在公開收購前六個月已有股份買賣之情事，以及公司董事或經理人與公開收購人就本次公開收購所為之特

⁷⁸ 郭竹鐸，「融資收購」，玉山銀行雙月刊，<http://www.esunbank.com.tw/about/903.essay>。

⁷⁹ 參見台灣捷普公開收購說明書。

別協議或約定，以作為股東是否應賣之參考。另須依公開收購說明書應行記載事項準則第十三條規定，提出獨立專家就本次收購對價或換股比例之合理性意見書。

三、 國外對管理階層收購所為資訊揭露之規定

(一) 美國

聯邦法規Rule 13e-3 316規定，須取得外部獨立董事之意見及投資銀行所擬具之公平意見⁸⁰。

(二) 英國

依City Code對管理階層收購應公告之事項包括：第一被收購公司董事會所聘任有權專家之建議，第二則為被收購公司董事會之意見，且其須表明是否繼續經營或者收購者收購是否有利益衝突之情形⁸¹。且當獨立專家所出具的評估報告與收購人、被收購公司或被收購公司董事會之意見不一致時，應於作出最後決定前先行聽取委員會就該收購所為之表示⁸²，故其主管機關對公開收購之公平性介入程度較深。另英國法人股東協會所定之指導原則（Institutional Shareholders' Committee Guidelines），亦規定須經獨立非執行董事同意及獨立專家之評估⁸³。

(三) 日本

⁸⁰ H. Peter Nesvold(1998), "Going Private or Going for Gold: The Professional Responsibilities of the In-house Counsel During a Management Buyout", 『Georgetown Journal of Legal Ethics』, 11 Geo. J. Legal Ethics 689。

⁸¹ 林黎華，前揭註49，頁35。

⁸² 張振山，歐洲主要國家企業併購現況及其相關規範，行政院及其所屬機關出國報告，頁10-11。轉引自林黎華，從致達資訊公開收購台灣慧智案看修正後證交法公開收購規定之適用（下），集保結算所月刊，第148期，2006年3月，頁20。

⁸³ Maurice Dwyer (1997), "Management Buyout", 『London: Sweet & Maxwell』, pp 162-170。

日本金融服務局於2006年9月發布公開收購規則，就管理階層收購之資訊揭露部分規範如下：

1. 收購人應揭露取得控制權之方式或其參與目標公司經營之情形暨交易完成後目標公司之經營策略或營業計畫。如有任何組織重整或其他結構調整之計畫，且對目標公司經營策略產生重大影響者，必須揭露該事項之詳細內容及其必要性。另若可期待目標公司將下市，亦必須說明該下市之原因。
2. 若公開收購人與目標公司經營者具有任何關係，則應詳細揭露收購人就公開收購之決策過程，以及任何為避免利益衝突的方法⁸⁴。

綜上可知，我國現行法規並未針對管理階層收購所具利益衝突之本質，規範其應揭露之事項。縱公開收購管理辦法第十四條，規範被收購公司於接獲公開收購人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：「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。」，惟實務上，被收購公司對其股東之建議，均係依其董事會決議所聘請之財務顧問出具之評估意見為依據⁸⁵，於管理階層收購所具利益衝突之本質下，實難期待其所聘請之財務顧問所出具之意見能完全客觀及公正。

⁸⁴ See Japanese Management Buyout: An Overview, International Financial Law Review. <http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=23208&SID=669502>

⁸⁵ 參閱復盛股份有限公司於96年5月16日於公開資訊觀測站所發布之重大訊息。

主管機關近來亦逐漸意識到管理階層收購對股東權益之影響，爰臺灣證券交易所股份有限公司於2008年5月14日以台證上字第0970012206號函發佈之「上市上櫃公司治理實務守則」第十二條，增訂「上市上櫃公司發生管理階層收購（Management Buy-out）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。」，殊值讚許。惟因上開治理實務守則僅係上市上櫃公司規劃本身公司治理之參考範例，不具法律效力，故本文建議或應將上開條文訂於公開收購辦法中，同時要求收購人及被收購公司均必須就利益衝突本身，即為避免利益衝突所採措施，為適當的揭露，方能落實保障股東權益之精神。

第三項 小結

資訊揭露是資本市場的核心制度，也是保護投資者利益的最佳武器，Louis Brandeis一句「陽光是最好的防腐劑，燈光是最有效的警察」，堪為最佳詮釋。從保護股東之立場觀之，收購者實不宜以「營業秘密」將其不欲揭露資訊之行為正當化⁸⁶。故我國證券主管機關應從資訊揭露時點、管理階層收購及融資收購就資訊揭露相關規定再行細緻化，避免因資訊不對稱，導致投資人的誤判。

⁸⁶ 侯作前、陸紅，「信息披露與商業秘密保護的衝突與協調」，『經濟法學-勞動法學』，第7期，2002年，第32-36頁。

第二節 企業併購法所定之合併或收購 方式為之

第一項 公開收購加上現金合併

第一款 我國現行法之實踐對少數股東權益之影響

查2002年2月6日公告實施之企業併購法，其立法目的原在為利企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效率，是以，不論在併購態樣或併購對價，均較公司法賦予企業更多的彈性，對於活絡國內企業併購、促進組織調整暨加速企業轉型有極大之助益。

惟值得注意者，乃近來國內幾件外資併購國內上市公司案皆採取公開收購加現金逐出合併之方式為之，如英特維合併友立資訊、台灣捷普合併綠點。該等併購之操作模式，係先以現金公開收購標的公司之股份，一旦取得標的公司已發行股份總數過半之股權，即召開股東臨時會與標的公司進行合併，並以現金作為支付消滅公司股東之對價。有問題者乃，目前實務上收購人多將公開收購價格與其後之現金合併價格訂為一致，然因被收購公司之股東（除為中華民國境內營利事業者外）於公開收購期間所賣出之股份，僅需就交易金額繳納千分之三證券交易稅，反之，股東在合併階段所取得之對價，依財政部國稅局2004年9月21日台財稅字第9304538300號函⁸⁷，該對價將被視為股利所得（投資收益），須列入個人綜合所得計算綜合所得稅額（最高稅率百分之40%），且持有成本認定上，是以公司每股淨值為依據，而非是

⁸⁷ 財政部國稅局 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。」

股東持股成本做為課稅基準⁸⁸。如此，無異使少數股東於公開收購階段喪失選擇是否應賣之權利。因若未於公開收購階段應賣，即會在現金合併階段被課以重稅。再者，依現行企業併購法第十八條第五項規定，收購人持有被收購公司之股份，得於被收購公司就是否與收購人合併所召開之董事會或股東會上參與表決，故少數股東極易於後合併階段被收購人以現金合併方式逐出（cash out merger），此於管理階層收購之併購模式下，對少數股東之壓迫尤甚。另雖依企業併購法，不同意合併之股東得向公司行使股份收買請求權（appraisal rights），惟因現行司法實務，對異議股東行使股份收買請求權公平價格之認定，多比照現金合併之價格或依上市公司股東會為併購決議之日或前後一段期間之收盤價格為準，故對少數股東之保障誠屬有限。

第二款 現金逐出合併與少數股東權益之保障

第一目 我國現金逐出合併之法律依據

我國在企業併購法制定實施之前，國內所有併購行為均須依公司法為之，而依公司法第三百十七條之一之規定，存續公司或新設公司應支付消滅公司股東之對價以其本身股份為原則，僅於配發股份不滿一股時，方得以現金支付之。而企業併購法實施後，依其第四條第三款規定，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，尚得包括他公司之股份、「現金」或其他財產。另依

⁸⁸為解決 2004 年 9 月 21 日台財稅字第 9304538300 號函對現金合併取得對價之部份股東所造成不合理課稅之情形，財政部於 2008 年 2 月 20 日發布台財稅字第 09704510660 號函，略以「……如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，…，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。」

經濟部2003年函釋：「公司法企業併購法進行合併，於合併契約依第二十二條規定詳細記載換發股份之總數、種類及數量或換發現金或其他財產之前提下，得採用不同種類或不同比例之合併對價」⁸⁹。亦即，我國現行法制下，非但允許公司以現金作為合併之對價，現金逐出合併更是公司合併之合法衍生類型。

第二目 現金逐出合併之意義及發展由來

一、現金逐出合併（cash out merger）之意義

現金逐出合併係指在合併程序中，合併對價以現金債券為之，目標公司股東無法再取得合併後存續或新設公司的股票，因而無法保有股東的地位，而被迫取回出資。此種合併的特色在於合併對價並非存續公司股份，且以逐出小股東為唯一目的。當然經營者或大股東可能有其他意圖（例如：因接獲大筆訂單，不欲與小股東分享，而事先設立空殼公司，以現金合併方式，達到逐出小股東之目的）⁹⁰。

另於期刊論文中，亦不乏出現以Freeze-out Merger等同現金逐出合併之翻譯者，不免啟人Cash-out Merger是否即為Freeze-out Merger之疑竇？所謂Freeze out係指公司大股東或董事會壓迫少數股東，強迫其出讓持股予控制股東之意。通常發生於母公司合併子公司之程序中，以現金或債權為對價支付給子公司之少股東，使控制股東取得少數股東之股份。故從同樣具逐出少數股東之結果觀之，有認為Freeze-out Merger與Cash-out Merger係屬同一概念，惟亦有認為Freeze-out Merger與Cash-out Merger在逐出少數股東效果上或許相同，且均得以現金或債券作為合併對價，惟前者更強調合併對價之不

⁸⁹ 經濟部 2003 年 10 月 14 日商字第 09202216710 號函參照。

⁹⁰ 參見邱淑卿，「現金合併對股東權益保障之研討（上）」，集保結算所月刊，2004 年 6 月 127 期，頁 4。

合理⁹¹。本文認後者更能彰顯「Freeze out」之特點，故而將Freeze-out Merger譯為壓榨式合併而非現金合併較為妥適。

二、美國法上「現金合併」的制定與「現金逐出合併」的發展

(一)現金合併之濫觴—允許以現金為合併對價

美國法上首先允許採用現金合併之立法例為1925年的佛羅里達州公司法，該法允許公司得以現金、票據（notes）或債券（bonds）作為合併時支付股東之對價，嗣後，阿肯色州、俄亥俄州及加州亦於1931年出現允許現金合併之模式⁹²。惟當時這些州法雖允許現金合併，但法院仍持保守見解，認為州法允許以現金作為合併對價，乃為提供企業組織調整上之便利性，並未承認公司得藉此種合併驅逐少數股東（take out merger），故認當時的法規並不允許公司藉由現金合併強制剝奪少數股東的地位。總之，當時美國法院的態度明顯反對驅逐小股東的作法，同時也不認為法規的規定允許如此，而因試圖將現金合併的案例連結至不公平換股比例等事項上⁹³。

(二)現金逐出合併的發展過程—以紐約州公司為例

1936年紐約州之公司法首見允許以合併作為驅逐股東之手段，其規定瓦斯或電力公司得以有價證券（securities）、現金（cash）或其他補償（other consideration）作為支付子公司少數股東之對價。因此，依照該州公司法之規定，在簡易合併時，得以現金為對價，達

⁹¹ 參見邱淑卿，從現金逐出合併論我國股份收買請求權之規範，台北大學法律研究所碩士論文，2004年6月，頁85。

⁹² 參閱 Fla. Stat. Ann. §607.1102 (West Supp. 1990); Ark. Stat. Ann. §4-26-1001 (1987); Cal. Corp. Code § 1101 (d); Ohio Rev. Code Ann. § 1701.78.

⁹³ 邱淑卿，前揭註89，頁6。

到驅逐小股東之目的。蓋當時許多公用事業公司資本結構複雜，致管理不易，爰為使公用事業發揮更大經濟效益而允許公用事業在簡易合併時得以現金合併作為驅逐小股東的手段⁹⁴。雖然，當時有學者認不應允許此種現金逐出合併的存在，惟法院在Beloff V. Consolidated Edison Co.⁹⁵ 案中，卻認這是現金合併下的當然結果，並認於合併過程中應保障股東者乃其持股的公平價值以及其有行使收買請求權之權利，而非股東地位的契約權。

至1961年紐約州公司法開始允許於「通常合併」下亦得使用現金及其他方式為對價⁹⁶，使少數股東被迫接受現金並出讓所持股份，除喪失股東地位外，也失去投資新公司之機會，此種強迫股東取回出資的合併方式，顯然已非收買請求權所得救濟，如何平衡多數與少數股東之利益誠為承認現金合併之重要課題。

（三）德拉瓦州公司法有關「現金逐出合併」之規定與實務見解

德拉瓦州於1957年亦允許公司於簡易合併時得以現金為對價⁹⁷，1967年更進一步規範通常合併得以現金合併方式為之⁹⁸。而美國實務上允許以現金合併作為驅逐小股東的作法，莫過於德拉瓦州的判決，茲將相關判決說明如下：

1. Coyne V. Park&Tilford Distillers Corps 案與Stauffer v. Standard Brands, Inc. 案⁹⁹—認許以簡易合併實行現金逐出合併策略

⁹⁴ 同前註，頁7。

⁹⁵ 300N.Y. 11, 87N.E.2d 561 (1949)

⁹⁶ 翌年又將該條文字修正為「使用現金『或』其它方式」

⁹⁷ 參閱 Del. Code Ann. Tit. 8, § 253 (a) (Cum. Supp. 1988)。

⁹⁸ 參閱 Del. Code Ann. Tit. 8, § 251 (b) (5) (Cum. Supp. 1988)。

⁹⁹ 參閱 Del. Ch. 7, 187 A..2d 78 (Del.1962)。

Park & Tilford 為 Schenley 公司的子公司，Schenley 公司持有 Park & Tilford 百分之九十六之股權，故 Schenley 公司以簡易合併並以現金為對價達到逐出小股東之目的。原告主張驅逐股東方式並非德拉瓦州當時允許現金合併所欲達到之結果，因而以德拉瓦州 253 條並未允許逐出式合併 (take out merger) 主張合併無效，惟該州法院最後以公司法 253 條已明確允許簡易合併得以現金為唯一對價為由，駁回原告之訴，確立該州允許現金合併的見解¹⁰⁰。

此外，在 *Stauffer v. Standard Brands, Inc.*，案中，法院亦明確指出，「在簡易合併中很難想像母子公司合併時會有詐欺等不法行為存在，而足使少數股東得以撤銷合併行為，反對股東若不滿意合併所支付之價格，自得主張股份收買請求權，以公平價格買回其股份。德拉瓦州公司法 253 條目的乃在提供母公司得以之作為驅逐小股東的手段」¹⁰¹。亦即，德拉瓦州法院認簡易合併中，由於母公司持有子公司逾百分之九十以上之股份，母子公司利害相近，故而不可能在合併決策或程序上發生詐欺情事。

2. *Singer v. Magnavox Co.*，案一以事業目的測試原則 (The business purpose test rule) 否定合併之合法性並藉此限縮在通常合併下所造成之逐出合併

Magnavox 公司與 T. M. C 公司擬進行現金合併，而 T. M. C 的子公司

¹⁰⁰ 邱淑卿，前揭註 89，頁 8。

¹⁰¹ 同前註。

North American Philips事先已透過公開收購(tender offer)取得Magnavox公司84.1%的股權，其合併價格與當初North American Philips公開收購之價格同為每股9元，因而引起Magnavox公司股東反對該合併案。該案原告主張「合併案並非符合商業目的且以強迫小股東離開公司為唯一目的」，因此該合併行為無效的，此外，由於合併價格顯不適當，原告因而主張「控制股東違反受任人義務」，要求控制股東應負賠償責任。最後法院乃以股份收買請求權之排他性駁回原告之請求，亦即原告僅能以收買請求權為唯一救濟途徑。惟嗣後，德拉瓦州最高法院並未採取此見解，而改以事業目的測試原則允許原告之主張，至此，於通常合併下，非有正當事業目的之合併均屬無效。故德拉瓦州法院欲藉由合併之正當性來限縮在通常合併下所造成現金逐出合併¹⁰²。

3. *Tanzer V. International General Industries, inc.* 案一 公平測試原則 (The Fairness test) 強化少數股東之權益

Kliklok公司決定以現金合併方式併入其控制公司International General Industries, inc.內，冀藉由合併獲得長期的資金支援，惟kliklok之股東卻質疑控制公司之商業目的，認其以此達到驅逐少數股東之目的，違反受任人義務，向法院主張合併不合法。

德拉瓦州法院否決了原告的請求，認為此種長期資金支援的動機符合事業目的測試法則，縱然以逐出合併方式達到事業目的，亦不違

¹⁰² 同前註，頁9。

法。然而在此案中，法院更採用Sterling案的公平測試原則（The Fairness test）來保護少數股東權益¹⁰³，亦即為免少數股東在合併過程中受到不公平之對待，故要求控制股東必須證明在實質上及程序上公平對待少數股東，否則將不承認現金合併之合法性。

4. Weinberger v. UOP, Inc. 案¹⁰⁴—以公平測試原則為判斷合併合法性之唯一標準，保障少數股東方式及在程序的公正及價格的公平

Signal 公司欲合併UOP公司，故於1975年先於市場上以每股21元的價格（當時市價為17元）收購UOP公司股份而成為該公司大股東，並取得UOP公司七席董事席位，其中有部分董事同時是Signal公司董事。嗣後，於1978年Signal公司決定再以每股21元價格收購UOP公司贖餘股權。然而，UOP公司董事會中有2位是由Signal公司指派的董事，並取得一份UOP公司每股24元的價格收購UOP公司股份，將會有百分之十五至五十的獲利，因此對Signal公司而言，是一個很好的投資機會。同時擔任Signal公司與UOP公司的董事獲悉此項消息後，並未將此項價格（每股24元）揭露給UOP董事會及股東知悉，反而提供給Signal公司，因而其合併獲得Signal公司絕大多數股東的支持，Signal公司順利以每股21元的價格達到合併的目的。¹⁰⁵本案原告原以該合併欠缺事業目的而主張合併不合法，但遭法院駁回，其駁回理由

¹⁰³ See Elliott J. Weiss, *The Law of Take-out Mergers: A Historical Perspective*, 56 *New York University Law Review*, 664。公平測試原則首次運用在 *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.* 案，德拉瓦州法院允許股東在以股換股合併交易中挑戰其合法性，並要求控制股東證明合併條件是完全公平的。

¹⁰⁴ 457 A. 2d 701 (Del.1983)。

¹⁰⁵ 邱淑卿，前揭註 89，頁 10。

為，依當時公司法之規定，合併案需經公司已發行股份總數三分之二以上股東出席，並由出席股東過半數股東同意始得為之。本案Signal公司僅持有近百分之五十之股權，並無法主導合併案，仍必須取得多數股東同意方得為之，故縱該合併案並無正當事業目的，惟基於公司股東決議所為之合併仍不容質疑其合法性。是以，德拉瓦州已不再採取事業目的測試原則來否定合併行為，於此見解下，通常合併只要有多數決的基礎，縱使以驅逐小股東為目的亦不違法。

原告以欠缺事業目的質疑合併合法性遭法院駁回後，改以Signal公司未能充分揭露合併相關訊息有違受任人義務為主張之依據，最後德拉瓦州最高法院以公平測試法則否定該合併之合法性，並指出所謂「完全公平entire fairness」係指「公平交易fair dealing」與「公平價格fair price」，由於Signal公司並未將持有之資訊充分揭露予股東會知悉，因而致股東會之同意並非立於資訊充分之基礎上，故該21元的價格決定並非公平價格¹⁰⁶。

由本案可得，德拉瓦州法院基本上並不否認逐出式合併，惟以公平測試原則取代事業目的測試原則作為判斷現金逐出合併之合法性，爰只要現金合併之程序符合透明、公正且充分揭露相關資訊，合併對價亦符合公平價格之標準，該合併即為合法有效。

第三目 現金逐出合併下少數股東得主張之權利救濟途徑

一、 前言

由於現金合併將剝奪股東所有權人之地位，對股東權益之影響甚鉅，

¹⁰⁶ 同前註，頁11。

本目除就現行企業併購法賦予異議股東之股份收買請求權之源起、功能、行使程序加以介紹及探討外，更以美國司法實務之見解探討現金逐出合併下少數股東其餘得主張之權利救濟途徑。

二、 股份收買請求權

(一) 股份收買請求權之意義

股份收買請求權 (appraisal rights)，係指當公司股東不同意公司進行某一重要而具基礎性變更 (fundamental changes) 行為時，法律給予該股東得請求公司以公平價格購買其持股之權利¹⁰⁷。亦即，當公司為讓與營業、財產或合併等重大事項為決議時，法律賦予不同意股東一股份出售權，使其得以取回其出資。蓋股份有限公司既係社團，其構成員之股東原應服從多數股東之決定，反對該決議之股東若不欲留在公司，僅有出讓股份一途，惟股東會為此種有關公司基礎之重大事項之決議時，往往易引起股票價格之變動，法律為保護反對股東之投資利益，故而賦予股東得請求公司以當時公平價格收買其持股之權利¹⁰⁸。

(二) 股份收買請求權之源起

股份收買請求權係源自美國法而來，日本於昭和二十六年修正商法時初採此制，我國於1966年修正公司法亦將此制納入，而欲窺股份請求權之全貌，必須對其源起有所了解。茲簡述如下：

¹⁰⁷ 劉連煜，公司合併態樣與不同意股東股份收買請求權，月旦法學雜誌，128期，2006年1月，頁31-32。

¹⁰⁸ 柯芳枝，公司法論（下），三民書局，增訂五版一刷，民國2003年1月，頁185。

1. 修改章程須經全體股東之同意

查股份收買請求權之起源，可溯及至十八世紀末十九世紀初之美國，當時法院認為凡是公司章程規定即是股東權的內容，而股東權是一種財產，若非得全體股東之同意不得修改之¹⁰⁹，因而導致美國股東均有阻止變更章程之權利。學者Merrick Dodde更指出修改章程時，不同意股東所擁有的反對權是受美國憲法所保障的。至十九世紀末，法院更將此原則之適用範圍擴張至公司合併、出售資產等行為。故於當時，凡公司未經全體股東一致同意所為之修改章程、合併或出售資產等行為，股東均有權訴請法院核發禁止令（injunction）以阻止公司為上開行為¹¹⁰。

2. 「全體同意」表決規則於公用事業之鬆綁

於Trustees of Dartmouth College v. Woodward案中，法院雖認修改章程須得全體股東一致之同意，但也坦承此種表決門檻將某種程度限制公司之發展，故該案法官Story於協同意見書中指出「州議會在發給公司特許狀時，得保留修改章程之權利¹¹¹」，至此關於修改章程須公司全體股東同意之規定開始動搖。嗣後，於鐵路公司之整合案上，州政府有鑒於欲全體股東同意緩不濟急，因而動用其修改章程之權限，使合併案得以順利進行，之後各州州政府紛起效尤，將公用事業修改章程之門檻改為多數決原則。轉而認股東財產權之保障不應在著眼於消極的賦予股東否決權，而應積極地利用其投資創造企業與

¹⁰⁹ 何勤華主編，美國法律發展史，上海人民出版社，1998年5月第一版，頁172。

¹¹⁰ See Eilliam J. Carney, Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes, 1980 American Bar Foundation Research Journal 69,77-78 (1980)。轉引自邱淑卿，從現金逐出合併論我國股份收買請求權之規範，台北大學法律研究所碩士論文，2004年6月，頁17。

¹¹¹ 該見解於1837年為康乃狄克州（Connecticut）納入其公司法。其後至1870年各州已普遍將此見解明文化。

整體社會之利益¹¹²。

3. 私人企業多數決原則之採用

於Story所建構之原則下，私人企業亦於其章程訂入類似條款，使其得以多數決方式達到修改章程或合併之目的，俾符公司經營之彈性。

4. 股份收買請求權之出現

因應公司為任一基礎性變更（如修改章程、合併或出售資產）等行為須經全體股東同意之原則為多數決所取代，對少數股東之權益影響甚鉅，故美國學者認應賦予反對股東有撤回其出資之途徑。故而主張於多數決下，應賦予反對股東股份收買請求權。至1927年，至少有二十州的州法採取股份收買請求權制度，目前，所有州法均採行此制度¹¹³。

（三）股份收買請求權之功能

從股份收買請求權之歷史發展過程可知，其係為緩和當公司發生基礎性變更時需「全體股東同意」此一古老規則而存在，時至今日，繼續支持股份收買請求權之理論有二：一為不同意股東原投資期望破滅說（defeated exception）；二為重要包括之公司交易可能會對大眾股東有不公平對待說（risk of unfair treatment）¹¹⁴。至於股份收買請求權之功能，傳統學說上主要可分為二說：

¹¹² 邱淑卿，前揭註 90，頁 81 至 86。

¹¹³ See Mary Siegel, Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century, 32 Harvard Journal on Legislation, 79, 86, 1995.

¹¹⁴ Robert Clark, Corporate Law, 443-449 (1986 ed)。轉引自劉連煜，現代公司法，2006年8月初版，頁 100。

1. 喪失否決權補償說 (Compensation for Loss of Veto)

此說認公司為合併或其他涉及基礎性變更之交易時，因已不再須經全體股東同意始得為之，爰對少數股東而言，無異喪失否決權，故股份收買請求權乃補償不同意股東於「多數決原則」取代「全體同意」原則下所喪失之否決權¹¹⁵。

惟此說受到學者Mary Siegel的質疑，其認倘股份收買請求權係少數股東在多數決原則下喪失否決權之補償，則其前提應為公司法明定公司須經全體股東同意始得為基礎變更性行為，然其指出現行美國各州的公司法中並未規範任何一種基礎變更行為必須經全體股東一致同意，「全體同意」只是法規允許公司選擇的一個選項¹¹⁶，故認此說不可採。

2. 賦予股東以公平價格退出機制說(Cash Exit at Fair Value)

此說係基於公司早期進行合併之對價以股份為限，後方演進為現金亦可，故認股份收買請求權之功能在於提供不同意股東得要求公司以公平價格買回其持股，而非僅以交易行為中股東持股比例予已買回，爰係一提供股東以公平價格取回其投資之管道。故又稱為「流動性功能」(Liquidity function)¹¹⁷。

惟質疑此說者亦大有人在，其認倘股份收買請求權之功能係提供不同意股東以公平價格取回出資之管道，何以仍有許多州之公司法規範某些例外情形不得行使股份收買請求權，如德拉瓦州公司法上之股票市場出脫例外 (The Stock Market Exception) 條款¹¹⁸，即不同意

¹¹⁵ See William J. Carney, Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes, 1980 American Bar Foundation Research Journal 69, at 94. (1980)。

¹¹⁶ See Del. Code Ann. tit. 8, §251 (C) 1991; MBCA §11.03 (e) 1984。

¹¹⁷ 卓俊雄，由經濟觀點論股份收買請求權，私立東海大學碩士論文，民國九十二年五月，頁 37。

¹¹⁸ 德拉瓦州公司法第 262(b) (1) 之規定，有下列情事之一者，股東無收買請求權：(1) 公司股

股東之股票，如已掛牌上市或上櫃，或已相當分散以致於可認為有一實質之交易市場存在時，該等股東不得主張股份收買請求權。亦即，表示在有公開市場可供交易時，即不需有股份收買請求權，是否意味股份收買請求權之流動性功能可由自由市場取代。惟何以現行州法仍有股份收買請求權之規定？故認股份收買請求權的功能係在提供股東以公平價格取回出資之說法，有待商榷。

股份收買請求權之功能眾說紛紜，近來更有主張其具有創造『使公司價值最大化』之誘因（creating incentives to maximize the value of the firm）；甚至有認其具有監控控制股東之不法行為功能¹¹⁹。惟不論各學說其間之爭執為何，吾人認應著重於股份收買請求權之公平價格如何評價，尤在現金合併態樣下，如何區分其與合併對價差異之公平性，至為重要，因唯有如此，方能積極發揮其欲保障不同意股東權益之功能。容後詳敘之。

（四）我國於現金合併下股東行使股份收買請求權之規範

1. 企業併購法及公司法之規定

依企業併購法第十二條第一項第二款之規定，「公司進行第十八條之合併時，存續公司或消滅公司之股東於決議合併之股東會前以書面向公司表示異議，或於股東會中以口頭表示異議經紀錄，放棄表決

票在全國證券交易所或 NASDAQ 掛牌自由交易（2）股東人數逾 2000 人以上。但當合併之對價為現金貨與貨幣同性質之有價證券，則不在此限。截至 1995 年美國共有二十五州採用股票市場出脫例外條款。惟美國模範商業公司法與美國法學會擬定之「公司治理原則-分析與建議」

（Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations）則因考量市場上之交易價格未必即為公平價格，故未將此條款納入。

¹¹⁹ See Robert Clark, *Corporate Law* 1986ed, at 443-461；Lewis Solomaon & Alan Palmiter, *Corporations*, Little, Brown & Co., 1990ed., at 377-381。轉引自劉連煜，現代公司法，2006 年 8 月初版，頁 101。

權者。但公司依第十八條第六項進行合併（即「非對稱合併」）時，僅消滅公司股東得表示異議」。亦即，除在「非對稱合併」態樣，僅消滅公司股東享有股份收買請求權外¹²⁰，一般之公司合併類型（包含吸收合併及新設合併），不論存續公司或消滅公司股東均享有股份收買請求權。

另依企業併購法第十二條第一項第三款規定，公司進行第十九條之簡易合併時，其子公司股東於決議合併之董事會依第十九條第二項公告及通知所定期限內以書面向子公司表示異議者，得享有股份收買請求權。蓋於簡易合併之情形，對母公司（控制公司）之財務狀況並無重大影響，並無給予母公司股東股份收買請求權之必要，故僅子公司（從屬公司）之股東享有之。

2. 金融控股公司法之規定

依金融控股公司法第三十二條第三項規定，金融控股公司之子公司吸收合併其持有百分之九十以上已發行股份之他公司時，表示異議之股東，得請求各公司按當時公平價格收買其持有之股份。因此，於金融控股公司法下，不論母公司或子公司之不同意合併股東均享有股份收買請求權。惟如前所述，於簡易合併下，對母公司股東之權益影響有限，金融控股公司法此一迥異於企業併購法之規定，使整個法律政策未能一貫，故有學者主張宜適時檢討上開條文，回復簡易合併類型下子公司之異議股東方得享有股份收買請求權¹²¹，實屬卓見。

3. 銀行法之規定

¹²⁰ 在「非對稱式合併」之情形，因對存續公司之股東權益影響甚微，故法律不給予存續公司股東股份收買請求權。

¹²¹ 劉連煜，前揭註 106，頁 31。

銀行為迅速處理問題金融機構，於銀行法第六十二條之四第二項規定，銀行依前條第四款與受接管銀行合併時，不同意股東不得請求收買股份。其所持理由為（1）為迅速處理問題銀行（2）既為處理問題銀行，則存續銀行勢將挹注大量資金於問題銀行，故不容不同意合併之股東再請求以現金買回其股份，造成銀行資金緊俏（3）存續銀行股東如不擬繼續持有股權，自可在證券市場賣出，以換取現金而退出¹²²。

4. 金融機構合併法之規定

依金融機構合併法第十六條第一項第五款規定：「擬合併之金融機構向主管機關申請許可時，應提出合併申請書，並附具下列書件：五、請求收買股份之股東或退還股金之社員資料及其股金金額清冊。」又依同法第十三條規定，「農、漁會信用部因業務或財務狀況顯著惡化，不能支付其債務或調整後淨值為負數時，主管機關得洽農、漁會中央主管機關後，停止農、漁會會員代表、理事、監事或總幹事全部職權或其對信用部之職權，不適用農會法第四十五條及第四十六條、漁會法第四十八條及第四十九條之規定；其被停止之職權並得由主管機關指派適當人員行使之。主管機關執行前項處分，必要時，得洽農、漁會中央主管機關後，命令農、漁會將其信用部及其營業所必需之財產讓與銀行，不適用農會法第三十七條及漁會法第三十九條之規定。股份有限公司組織之銀行依前項規定受讓農、漁會信用部者，適用下列規定：一、經代表已發行股份總數過半數股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之同意行之；不同意之股東不得請求收

¹²² 同前註。

買股份，免依公司法第一百八十五條至第一百八十八條規定辦理。

二、經主管機關認為有緊急處理之必要，且對金融市場競爭無重大不利影響時，免依公平交易法第十一條第一項規定向行政院公平交易委員會申請許可。非屬股份有限公司組織之銀行依第二項規定受讓農、漁會信用部者，準用前項之規定。」，故金融機構依金融機構合併法之規定，消滅機構及存續機構之不同意合併股東原則上得行使股份收買請求權，但有股份有限公司組織之銀行依第十三條規定受讓農、漁會信用部者，不同意之股東不得請求收買股份。

綜上，於現金逐出合併情形下，除股東因屬「非對稱式合併之存續公司」或「簡易合併之母公司」之任一，或屬接管銀行或問題銀行之股東，無法主張股份收買請求權外，凡對現金合併對價不滿意之股東，依法均得行使股份收買請求權。

(五) 股份收買請求權行使程序

1. 美國異議合併之股東股份收買請求權之行使程序—以模範商業公司法為例¹²³

(1) 開會通知之寄發 (Notice of Appraisal Rights) — 應載明得否行使表決權事宜

依該法第13.20條規定，公司應於召開決議合併之股東會開會通知上載明股東就此次決議可否行使股份收買請求權。另於母公司合併子公司之情形，母公司應於決議日生效日後10日內以書面通知所有子公司之股東其得行使股份收買請求權。

¹²³ See Model Business Corporation Act 2000/1/2 Supplement, 3rd Edition, by the American Bar Foundation.

(2) 表示異議 (Notice of Intent to Demand Payment)

依該法第13.21條規定，欲行使股份收買請求權之股東應於表決前以書面向公司表示異議並放棄表決權。

(3) 行使股份收買請求權通知及表格 (Appraisal Notice and Form) 之寄發

依該法第13.22條規定，公司應向已依第13.21條表示異議之股東於該決議生效日後10內寄發得行使股份收買請求權之通知及表格。而該表格應具體敘明該股東曾於何時表示異議並放棄表決權之事實，暨載明下列事項：

- I. 股東應將表格填妥後寄回之地址。
- II 表格寄送之期限（其期間不得少於股東接獲股份收買請求權通知及表格之40日及多於60日），並註明逾期將生失權之效果。
- III 公司欲買回股份之價格。

再者，依同法第13.23條規定，接獲上開通知及表格之股東，應於期限內填妥表格寄回，倘係持有權利證書 (shareholder's certificates) 者，應將該證書提存，始完成行使表決權之程序。而上開表格或權利證書一經寄回或提存，該股東便喪失所有股東權。但於法定期限內撤回該意思表示者，不在此限。

(4) 股份收買價格之支付 (Payment)

依該法第13.24條規定，公司應於30日內支付業依第13.23條主張

股份收買請求權之股東其所評價之「公平價格」及利息，並應附上其收買價格之評價依據暨股東倘對收買價格不滿，可依第13.26條行使其權利之聲明。

(5) 股東不滿公司收買價格之處理程序 (Procedure If Shareholder Dissatisfied With Payment or Offer)

依第13.26條規定，股東對公司支付之收買價格不滿時，應於接獲公司所支付之價款30日內，以書面通知公司，請公司依其所認之公平價格收買其持股並支付利息。

(6) 法院價格裁定之程序 (Court Action)

依該法第13.30條規定，當公司接獲股東不滿收購價格之通知後，應於接獲該通知起60日內向該公司主事務所所在地之法院聲請為收購價格之裁定，並將裁定聲請書之正本送達與各該對價格不滿之股東。倘公司未於上開期間內向法院提出聲請，則應依股東請求之價格收買其股份。

法院收理聲請後，得指定鑑定人就股份之公平價格為鑑定，作為其裁定股份收買價格之參考。

(7) 訴訟相關費用之負擔 (Court Costs and Counsel Fees)

依該法第13.31條規定，裁定收買價格程序所生之費用，包括鑑定人之合理報酬即為鑑定所生之費用，原則上由公司支付，惟倘有事實證明異議股東係惡意行使其權利，法院亦得裁定該等費用由該等股東負擔。另有關訴訟代理人之費用，倘其認公司有未能遵循同法第13.20、13.22、13.24或13.25所定程序之事實，法院得裁定由公司負擔；亦

得裁定由惡意行使權利之一方負擔。

2. 我國現行法下行使股份收買請求權之程序規定

(1) 表示異議之時間及方式

依企業併購法第十二條第一項第二、三款之規定，公司進行合併時，除簡易合併之子公司股東是經公司通知期限提出書面異議外，其餘股東應於決議合併之股東會前以書面向公司表示異議，或於股東中會以口頭表示異議經紀錄，並放棄表決權。並依同法第十二條第二項準用公司法第一百八十七、一百八十八條規定，異議股東應自股東會決議日起二十日內，以書面向公司提出記載股份總類及數額。

(2) 收買股份之價格及時限

公司於接獲異議股東之書面通知後，應於依公司法第一百八十七、一百八十八條規定辦理。亦即應與股東進行協議決定股份價格，並應自股東會決議日起90日內支付價款；倘雙方自決議日起60日內未達成協議，則股東應於該期間經過後30日內，聲請法院為價格之裁定。公司除支付法院裁定股份價款外，並應自股東會決議日開始算滿90日起，支付法定利息。

3. 小結

比較美國模範商業公司法與我國現行就行使股份收買請求權之規定，實不難看出模範商業公司法對異議股東行使收買請求權之「程

序保障」遠勝於我國。首先，其在寄發股東會開會通知時，即已告知股東得否就該次決議內容行使股份收買請求權，使多數不具法律專業背景之股東不會因「不知」而在權利上睡著。再者，當股東與公司就股份收買價格未能達成協議時，模範商業公司法係要求由公司代表所有異議股東向法院提出價格裁定之聲請，並負擔裁定程序所生之費用，非如我國般由小股東自力救濟，造成實務上許多小股東不是因延誤期間，就是因畏懼程序所帶來之不經濟將超過其勝訴之實質利益，而妥協於公司所提之收買價格。換言之，於模範商業公司法之規範下，倘股東對公司所提價格不滿，因請求法院裁定公平價格之義務在公司，故於成本考量下，較有促其一開始即以較高價格收買股份之誘因；反之，於我國小蝦米對抗大鯨魚之制度設計下，實難期待對公司股份收買價格之決定，有任何事前監督之功能。爰或應將上開模範商業公司法之相關規定及精神訂入我國公司法、企業併購法等法律中，以「程序保障」保障異議股東之股份收買請求權。

（六）公平價格如何決定

1. 前言

因現金逐出合併之對價已為「現金」，有意行使股份收買請求權之股東必然是對該對價不滿，故如行使股份收買請求權之「公平價格」低於或等於合併對價，則於現金逐出合併下，股份收買請求權能否發揮其應有之功能，頗值商榷。

2. 美國法與實務見解

以德拉瓦州公司法規定為例，依其第二六二條規定，「法院應排

除任何與產生股份收買請求權事件有關之成果或期待因素，以決定股份的公平價值」¹²⁴。換言之，依該法規定，收買請求權僅給予投資人系爭控制權交易之前的股份價值，不包括因該系爭交易所創造出來或所毀壞之價值。一般稱此為「事前方法」(ex ante approach)¹²⁵。

在美國法上，實務上最常使用也最傳統之股價評價方法為「德拉瓦州塊狀法」(Delaware block method)。此法使用市場價值(market value)、盈餘價值(earnings value)及淨資產價值(net asset value)作為基數，然後賦予每一基數一定之權重，以此計算而得股份之價值。其中「市場價值」係指在系爭控制權交易未宣布前，該股份在市場進行交易之價格。至於應給予多少權重，部份係視該股在市場之交易量而定。至於「盈餘價值」係指系爭控制權交易發生前數年(通常為五年)之平均年盈餘。另「淨資產價值」中之資產價值，通常係依公司資產清算結果而定。¹²⁶

然近來也有法院放棄傳統評價收買請求權之方法，改採所謂之「現代財務法」(Modern finance methods)，亦即允許當事人舉證，以任何金融財務界所承認或可接受之技巧、方法所算出之股份價值，當作收買請求權之價格。

3. 我國法與實務見解

我國公司法關於合併時股份收買之價格決定方式，依企業併購法

¹²⁴ 8 Del. Code. §262 (h), providing that the court “shall appraise the shares, determining their fair value exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation” of the event giving rise to appraisal rights.

¹²⁵ 另有所謂之「事後方法」，即應含多數股東(the majority)事後取得之價值在內，以評價小股東之股份收買請求權。轉引自劉連煜，公司合併態樣與不同意股東股份收買請求權，月旦法學雜誌，128期，2006年1月，註25。

¹²⁶ See e.g., Bell v. Kirby Lumber Corp., 413A. 2d 137 (Del.1980)。轉引自劉連煜，公司合併態樣與不同意股東股份收買請求權，月旦法學雜誌，128期，2006年1月，頁34。

第十二條及公司法第三百一十七條規定，股東得請求公司按「當時公平價格」，收買其持有之股份，且如股東與公司間協議決定股份價格者，公司應自決議日起九十日內支付價款。自合併決議日起六十日內未達成協議者，股東應於此期間經過後三十日內，聲請法院為價格之裁定。然何謂「公平價格」？法未定有明文。我國實務上似以有無證券市場交易價格作為其定公平價格之標準。如最高法院七十一年台抗字第二一二號判決、台灣高等法院九十一年台抗字第三七九五號裁定、九十一年台抗字第一一二九號裁定，均以股東會決議日之集中交易市場價格作為收買股份之價格。該等裁判所持理由為國內上市公司股票，係在集中交易市場，以集中競價方式買賣，每日有最大漲幅限制，除非交易當日有影響市場價格之異常情事，其成交市場具有一定之公信力。即因證券集中市場上，聚合買賣雙方，藉由上市公司公開財務報表及主、客觀因素等訊息，相互撮合而定之成交價格，自得提供法院為核定收買股票公平價格之標準¹²⁷。

又雖同樣以證券市場之價格作為公平價格，但有些法院以股東會合併決議日之「收盤價」為公平價格¹²⁸，有些則以股東會決議日當天「最高價格加上最低價格之平均價」為公平價格¹²⁹。

至於未上市且未上櫃公司股票之股份收買價格，實務認定標準莫衷一是，值得一提的，板橋地院八十七年度司字第一二四號裁定認為，判斷非集中交易市場上之股份價格標準，應需再行參酌市場因素、經營績效及未來發展條件等因素，否則將對小股東保護不夠周延。另外，裁定上也引用一般常見之股票評價理論，包括本益比法（Price/Earning Ration）、市場價格法（Market Value）及盈餘倍

¹²⁷ 劉連煜，前揭註 106，頁 33。

¹²⁸ 台灣高等法院 91 年台抗字第 3795 號裁定。

¹²⁹ 臺灣高等法院 92 年台抗字第 1980 號裁定。

數法 (Earning Value) 等理論¹³⁰。

學者對上述我國實務就公平價格之評價所持立場是否妥適，迭有批判。就證券市場交易價格而言，法院在核定「公平價格時」，雖可參考證券市場之「成交價格」，惟因我國證券市場就股票之交易至今仍設有每日漲跌幅限制，故若公司有控制權交易（如合併）發生，其股價若非經一段時日恐無法完全反應，法院似不可僅以股東會決議公司合併日或翌日之成交價格作為「公平價格」¹³¹。更遑論證券市場之交易價格也可能受人為所操縱，以致產生不公平之現象¹³²。

至於無證券市場交易價格之情形，國內學者認前開板橋地院之見解，綜合考量市場、公司經營績效及未來發展等因素，較具參考價值¹³³，本文從之。

4. 凱雷收購東森媒體科技案

邇來，值得振奮的是，台灣台北地方法院於95年司字第1073號有關股票收買價格之裁定中，以小股東應得分享控制權溢酬為由，裁定東森多媒體應以前所支付與控制股東之價格買回異議股東之股份，由於該裁定乃我國實務於現金逐出合併下對異議股東所為股份收買價格裁定之首見，除具指標意義外，對未來併購案存在一定程度之影響，故以下將就該案之緣由及裁定之依據說明之。

(1) 案件事實

外資凱雷集團以其轉投資公司盛澤股份有限公司（以下稱盛澤公司）於95年7月12日前向東森媒體公司大部分股東以每股32.5元購入

¹³⁰ 劉連煜，前揭註 106，頁 33。

¹³¹ 同前註。

¹³² 許美麗，股份收買請求權實務問題之研究，全國律師，8 卷 11 期，2002 年 11 月，66-68 頁。

¹³³ 劉連煜，前揭註 106，頁 33。

該公司股票，進而持有該公司股份90.37%。旋即於同年8月2日依企業併購法第十九條規定決議與東森媒體科技進行合併，合併後盛澤公司為存續公司，東森媒體為消滅公司，合併對價為每股26元。東森媒體小股東因不服大股東利用其控制公司之機會，以高價賣出本身持股，卻以低價買回一般小股東之持股，並於合併前撤銷公開發行藉以規避證券交易法第四十三條之一第三項強制公開收購之適用，爰以書面對該公司董事會決議與盛澤公司合併表示異議。因雙方未能就價格達成協議，故向法院請求價格之裁定。

(2) 法院裁定

法院裁定東森媒體應以每股32.5元之價格收買聲請人之股份，其所持見解整理如下：1. 盛澤公司係於2006年7月12前向東森媒體大部分股東以每股32.5元購入該公司股票，而該股票購買日距合併決議之日（同年8月2日）僅21日，該段期間該公司股票並無重大利空或利多消息，而該公司亦非上市、上櫃公司，平常交易量亦少，故聲請人主張以盛澤公司購買大部分股份之32.5元，作為本件收買渠等股份之公平合理價格，實非無據。2. 東森媒體公司原係公開發行股票公司，受證券交易法之規範，惟其於2006年3月間撤銷公開發行，盛澤公司隨即於7月間大量購買該公司股票。按盛澤公司大量購買該公司股票，買賣雙方必經一段時間之磋商，以兩者時間緊接之點觀之，聲請人主張該公司撤銷股票之公開發行，在規避證券交易法之規定等語，應堪採信。3. 再觀諸盛澤公司及前東森媒體公司決議合併之董事會紀錄，盛澤公司因持有東森媒體公司90.37%之股份，決議合併後，一併銷除所有股份，並以每股26元為現金吸收合併價格，此種現金逐出合併之

方式，小股東並無選擇之權，雖非不法，但基於公平原則，小股東暨已犧牲其選擇權，如再令其與大部分股東有6.5元之價差，無乃犧牲太過，亦非事理之平。

（五）小結

東森媒體公司應以前所支付予控制股東之價格買回異議股東之股份之裁定，對少數股東行使股份收買請求權具指標上之意義，亦係股東行動主義之具體實踐。

三、其他可行權利救濟途徑（美國）

（一）否定現金逐出合併之合法性

由於現金逐出合併影響股東所有權人地位，且存在股權價值評估之難度及經營者或控制股東潛在操控股價等因素，因而在美國實務上，對現金逐出合併之合法性，發展出各種不同的測試標準，企圖藉由該等標準否定現金逐出合併之效力，達到保護少數股東權益之目的。茲將其主要測試標準分述如下：

1. 事業目的測試原則（The Business Purpose Test）

事業目的測試原則係指唯有企業因正當事業目的而採取現金逐出合併時，法院方承認該合併之正當性。故倘以排除少數股東為唯一目的之現金逐出合併，其合法性將受到挑戰¹³⁴。德拉瓦州法院在Singer v. Magnavox company案中，首次引用事業目的測試原則否定合併之合法性，其後法院亦蕭規曹隨，以該原則作為判斷通常合併行

¹³⁴ 曾鈴英，金融機構併之法律規範研究，中興大學法律研究所碩士論文，民國八十七年六月，頁76。

為合法性之標準。

2. 公平測試原則(The Fairness Test)

公平測試原則係指倘控制股東於現金合併之過程中，未能於實質上及程序上公平對待少數股東，則該合併之合法性將可能為法院所否定。此原則係德拉瓦州法院於Sterling案中所首創，要求控制公司證明合併條件是完全公平（entirely fair）的。雖該案所涉係以股換股之交易，非現金合併之案例，惟德拉瓦州在1977年的Tanzer現金合併案中，明白以公平測試原則否定現金逐出合併之合法性，故該項原則為後續判決所採用。

總上，於現金逐出合併下，在美國實務運作上，少數股東除得依法主張股份收買請求權外，亦可藉由「正當的事業目的」及「交易的公平性」此二原則否定現金逐出合併之合法性以為救濟。反觀國內之法令及判決，並未引進上開原則，故除合併有其他不法之情事，少數股東除將股份出售外，並無其他救濟之途。

（二）主張控制股東違反受任人義務

於英美法系經營與所有分離之原則下，基於減少代理成本，爰認公司董事對公司及其股東負有受任人義務（Fiduciary Duty）。至於控制股對少數股東是否亦負有相同之義務，學說及判例見解不一，茲分述如下：

1. 肯定說：

此說認股東權之行使，須符合全體股東之利益且須受衡平法之限制，亦即，唯有多數股東於該權能之行使係為全體股東之利益為出發

點時，方能推定少數股東有賦予多數股東行使該權能之默示意思表示，故認控制股東對少數股東亦負有受任人義務。

2. 否定說

此說否定股東彼此間存在信託關係，美國實務有少數判例採此見解¹³⁵。

3. 折衷說

本說認因多數股東可以表決方式支配公司運作，故對少數股東有受任關係 (Fiduciary Relation)，但多數股東不因持有多數股份或選任董事即需對少數股東負責。在 *Robotham v. Prudential Ins. Co.* 案中，法院表示：「多數股東因持有多數股份，或為公司利益於股東會中選任董事，而行使其股份所代表之表決權時，無論其意義為何，均不因此成為少數股東之受託人，蓋因多數股東並不因此即能支配其所選任之董事，且實際上亦無支配權力。若謂多數股東必須為共同受託人 (即董事) 之不法行為對少數股東負責，亦非因多數股東對董事有選任之權或事實上之選任，而係因其利用權能選任不忠實之受任人，或對董事行為為不當之指揮，亦即少數股東僅於多數股東違反受託義務時，始得提起訴訟」。換言之，股東間原則上不具信託關係，惟如股東因法律規定而成為公司事務或利益之管理人時，對於其他股東即有與董事對一般股東類似之地位，而應負受任人義務¹³⁶。

目前美國上以折衷說為主流，故有學者謂「多數股東行使表決權形成公司特別決議時，其與少數股東間即有關係，必須受信託義務限制，而須有最大之誠實。從而特別決議內容，除不得違反法令、章程

¹³⁵ 林美珠，股份有限公司特別決議之研究，國立政治大學法律研究所碩士論文，民國七十一年五月，頁 98-101。轉引自參見邱淑卿，從現金逐出合併論我國股份收買請求權之規範，台北大學法律研究所碩士論文，2004 年 6 月，頁 143。

¹³⁶ 邱淑卿，前揭註 90，頁 143-144。

外，尚不得對少數股東有詐欺或不公正，否則即屬違反信任義務，為判例法上所稱之『擬制詐欺（constructive fraud）』，少數股東除得享有股份收買請求權外，尚享有衡平法上的救濟¹³⁷」。

綜上，少數股東對於多數股東違反受任人義務得主張之權利如下：

1. 股份收買請求權：若多數股東違反受任人義務而為決議時，倘決議內容係屬依法得行使股份收買請求權者，少數股東得訴請公司買回其股份。
2. 禁止令（injunction）：股東為阻止決議之執行，得訴請法院核發禁止令，以阻止公司執行該決議。
3. 事後撤銷及損害賠償：少數股東得以決議案違法為理由，訴請法院撤銷其決議。但股東明知有詐欺行為而仍承認該決議者，不在此限。

第四目 小結

我國企業併購法仿效國外立法例，增加合併對價之種類，使新設或存續公司得以「現金」作為支付消滅公司股東之對價，其立意原在增加企業併購之彈性，誠屬良善，惟此亦造成現金逐出合併之可能性。而於現行法制下，消滅公司股東若僅欲取回出資，姑不論取回之對價是否公允，股份收買請求權或可達成其目的，然倘該等股東欲參予新設公司或存續公司之經營，股份收買請求權顯然不能符合其期待，故實應思考賦予該等股東其他法律救濟途徑。

¹³⁷ 林美珠，前揭註 134，頁 100。

綜觀我國現行法制，並未如美國實務般，藉由公平測試法則或事業目的測試法則來否定現金逐出合併之合法性，而股東彼此間亦無受任關係，故當控制股東濫用表決權而為不利公司之決定時，除該等決議有公司法第一百八十九或一百九十一條所定情形外，少數股東並無其他救濟途徑。再者，於現金合併中，縱董事違反受任人義務，該現金合併仍屬合法有效，少數股東僅能事後依公司法第二十三條追究該等董事之民事賠償責任爾，對其原股東地位之維持，無所助益。

綜上，現金逐出合併在我國現行法之運作上，將造成少數股東投資權益無所保障之窘境，故實應參考前述英美法之立法例，增訂其他配套措施，完備少數股東面對現金合併之權利救濟途徑。

第三款 利益衝突與迴避

第一目 前言

一、現行法就利益衝突之規定

依據我國公司法第一百七十八條規定，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，並不得代理其他股東行使其表決權。稽其立法原意，乃因股東對於會議事項既有自身利害關係，若許其行使表決權，恐其因私利忘公益而不能為公正之判斷，故禁止其參與表決及代理他股東行使表決權¹³⁸。又同法第二百零六條第二項準用第一百七十八條關於迴避行使表決權之規定，董事於董事會之決議事項，具有利害關係時亦應迴避，此乃現行法制就利益迴避所為原則性之規定。

¹³⁸ 王文宇，併購決策與董事權責，實用月刊，326期，2002年2月，頁20。

惟企業併購法第十八條第五項就合併事項之決議卻有不須迴避的特別規定，謂「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。」睽諸該條立法理由為：「對於公司為合併之決議時，公司若持有其他參加合併公司之股份，是否應依公司法第一百七十八條規定有自身利害關係致有害於公司利益之虞者，不得加入表決，及公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事，就該參與合併之公司董事為合併決議時，是否有第二百零六條第二項準用公司法第一百七十八條規定之適用，實務上並不明確。鑑於合併通常係為提升公司經營體質，強化公司競爭力，故不致發生有害於公司利益之情形，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，不適用公司法第一百七十八條及第二百零六條第二項準用公司法第一百七十八條之規定，以臻明確。」足見立法者認為，公司合併並不致發生有害於公司利益之情形，且企業併購法為公司法之特別法，其既已明文排除公司法第一百七十八條及第二百零六條第二項適用，董事當然無須迴避行使表決權。

二、法規實踐產生不合理之現象—誰才是少數股東？

於國內併購態樣愈趨多樣化之際，企業併購法第十八條第五項排除公司法第一百七十八條及第二百零六條之規定，學界則有不同之看

法，有認公司或其指派代表人，一旦當選他公司之董事，自應負忠實義務與注意義務。當遇有該公司與他公司進行併購之利害關係時，當應迴避¹³⁹。以台新金控曾擬與彰化銀換股為例¹⁴⁰，台新金於2007年底持有彰化銀行股權約20%，並派八席法人代表董事於彰化銀董會，占彰銀董事化全體董事人數一半以上，而此些法人董事根據現行企併法之規定可於董事會上就股份轉換案參與表決。然而這八席董事一方面要謀求彰化銀全體股東之最大利益，一方面又因是台新金法人代表，於委任關係下，須遵從台新金之指示，謀求台新金全體股東之利益，故對這八席董事而言，無疑是兩難，利益衝突之存在，不言自明。又上開法規於近來外資（含私募基金）慣用之管理階層併構之模式下，對少數股東權益之侵害尤甚，以勇德國際收購復盛為例，復盛之主要股東（包含部分董事、監察人、其配偶及關係人）已於公開收購前承諾於公開收購期間出售其所持股份，約占復盛已發行股份之46.8%，換言之，勇德國際於公開收購前幾已取得越過合併案法定門檻之股權¹⁴¹，而因其取得之股權於後續現金合併階段又可參與表決，此無異向復盛其餘53.2%之股東宣告，不論該等股東是否參與應賣，其所持股權仍將於後續之現金合併逐出，此際，因公開收購之收購價格與現金合併之對價均為每股37.5元，53.2%之股東倘明瞭賦稅差異，定不得不於公開收購期間賣出其持股，造成持有46.8%股權之股東驅逐53.2%股東之不合理現象。故現行企業併購法第十八條第五項之規定，無異

¹³⁹ 王文宇，企業併購法總評，月旦法學，83期，2002年4月，頁78-79。

¹⁴⁰ 依台新金97年1月15日於公開資訊觀測站發布之重大訊息，「本公司與彰化銀行執行股份轉換乙案，鑑於雙方財務顧問對於股份轉換條件及架構尚無法取得共識，爰向彰化銀行董事會提議撤銷本公司於96年12月27日提出之擬議。」，故該股份轉換案仍在討論階段，惟因其仍具學術探討價值，爰仍援引之。

¹⁴¹ 依企業併購法第18條第2項之規定，「公開發行股票之公司，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。」。

使被收購公司之少數股東於二階段收購模式下，除消極地喪失決定是否參與公開收購應賣之權利外，更剝奪其積極爭取更佳收購價格之機會，此或許是上市公司被私募基金收購之價格均不高之緣故¹⁴²。

按現行公司法所為利益衝突而應迴避之規範，係美國受託人義務（Fiduciary Duty）下之忠實義務（Duty of loyalty）精神之具體展現，為探求企併法第十八條第五項規範之妥適性，擬於第二目就忠實義務之內涵為一介紹與討論後，再於第三目提出修法建議。

第二目 利益迴避之理論基礎—忠實義務

一、 忠實義務之概念

茲因近代公司理論發展出公司所有與經營分離之理論，經營者為公司所有代為經營之「代理成本」於焉產生。為確保代理人之行為係以本人之利益為依歸，美國習慣法（Common Law）發展出董事、控制股東及高階經理人（以下統稱董事）對公司及其股東負有受任人責任（Fiduciary Duty）¹⁴³，以降低代理成本。而受任人責任可分為忠實義務（Duty of Loyalty）及注意義務（Duty of Care）。所謂忠實義務係指公司董事在處理公司事務時，必須全心為公司之利益行事，不得犧牲公司之利益，而圖謀個人或第三人之私利，應將公司之利益置於自己利益之上。亦即，公司董事於執行公司業務時，應以公正且誠實之判斷，竭盡所能為公司謀求最大利益，並禁止董事追求公司外之利益，而作出有損於公司權益之行為，故忠實義務可謂避免利益衝突而發展出之法理¹⁴⁴。至所謂注意義務，係指公司董事於處理公司事

¹⁴² 參見葉銀華談併購，利益衝突的處理，經濟日報，2007年12月26日，A12版。

¹⁴³ *Supra* note 62, at 444。

¹⁴⁴ 柯芳枝，公司法論（上），三民，增訂五版，2002年11月，頁50-53。轉引自戴志傑，公司法上「經營判斷法則」之研究，月旦法學雜誌，106期，2004年3月，頁158。

務時，應以一般理性謹慎之人處於相同情況下應有之注意為之，本文將於第五章中詳述之。

二、 忠實義務之內涵

如上所述，忠實義務要求董事於執行職務之際，發生個人與公司利益衝突時，必須出自為公司之最佳利益之信念而為，不得圖謀自己或第三人利益¹⁴⁵，應以公司之利益為優先考量，以保障公司與其股東之權益，避免發生董事利用其職務之便圖利自己之情事。歸納美國重要判例，違反忠實義務之情形包括董事與公司交易而圖利、董事與公司競利、使用公司資金，使自己圖利暨就原應經股東會同意之事項，提供錯誤訊息予股東之等情形¹⁴⁶。

三、 利益衝突之定義及態樣

（一） 利益衝突之定義

依美國模範商業公司法（The Model Business Corporation Act）第8.60（1）¹⁴⁷之規定，利益衝突係指公司董事符合下列情事之一，

¹⁴⁵ 劉連煜，公司監控與公司社會責任，1995年9月出版，頁148。

¹⁴⁶ See James D. Coxetal, Corporations 180（1997）。

¹⁴⁷ MBCA§8.60(1) "Conflicting interest" with respect of a corporation means the interest a director of the corporation has respecting a transaction effected or proposed to be effected by the corporation（or by a subsidiary of the corporation or any other entity in which the corporation has a controlling interest）if（i）whether or not the transaction is brought before the board of directors of the corporation for action, the director knows at the time of commitment that he or a related person is a party to the transaction or has a beneficial financial interest in or so closely linked to the transaction and of such financial significance to the director or a related person that the interest would reasonably be expected to exert an influence on the director's judgment of he were called upon to vote on the transaction；or（ii）the transaction is brought（or is of such character and significance to the corporation that it would in the normal course be brought）before the board of directors of the corporation for action, and the director knows at the time of commitment that any of the following persons is either a party to the transaction or has a beneficial financial interest in or so closely linked to the transaction and of such financial significance to the person that the interest would reasonably be expected to exert an influence on the director's judgment if he were called upon to vote on the transaction：（A）an entity（other than the corporation）of which the director is a director, general partner, agent, or employee；（B）a person that controls one or more of the entities specified in subclause（A）or an entity that is controlled by, or

而於公司（或該公司之子公司或其他受該公司控制之組織體）已完成之交易或為完成該交易所為之提案中，獲得利益（i）無論該交易是否業經公司董事會決議，董事於決定該交易時之知悉自己或利害關係人係交易之一方當事人或與該交易具有經濟利益，而該關係或經濟利益密切到可以合理認定若該董事參與該交易之議決時，將影響其對該交易之表決；（ii）該交易業提至董事會決議（或依該交易之性質及對公司之重要性，其將被提至董事會決議），董事於決議時知悉下列之任一人為交易一方當事人，或與該交易具有經濟利益，而該關係或經濟利益密切到可以合理認定若該董事參與該交易之議決時，將影響其對該交易之表決：（A）由該董事所擔任董事、合夥人、代理人或受僱人之組織團體（公司除外）（B）得控制一個或一個以上（A）款所定組織團體之人或被（A）款所定組織團體所控制之組織團體；（C）該董事之合夥人、委託人或雇用人。

（二） 利益衝突之態樣

董事與公司之利益衝突主要可分為兩種態樣，一為直接交易，即董事直接與公司進行交易，如董事與公司間簽訂之買賣契約；一為間接交易，即公司和與董事具有利害關係之個人或組織為交易¹⁴⁸。茲具體說明如下：

1. 直接交易

直接交易又稱自己交易（Self-Dealing），如某甲公司之A董事與甲公司為交易，因公司為法人，實質上不可能親為契約之協商，須

is under common control with, one or more of the entities specified in subclause (A); or (C) an individual who is a general partner, principal, or employer of the director.

¹⁴⁸ See Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics* 307 (2002)。

透過業務執行機關代為協商及締約，此際，若由A董事代表甲公司與甲公司進行協商，則A董事同時為該交易之雙方當事人，於董事個人財務經濟利益最大化及為甲公司締結最有利契約間，即生利益衝突¹⁴⁹。

2. 間接交易

當兩家公司締約時，雙方董事會成員中，有部分甚至多數董事相同，此際，利益衝突並非發生於董事個人利益與其對公司之義務間，而係發生於該等相同董事對於雙方公司所負義務間。

四、 違反利益衝突交易之法律效力

美國早期習慣法認為所有自己交易案均當然自動無效，然而此等非黑即白之認定並不符商業需求，因為即使部分自己交易存在損害公司利益之風險，惟多數自己交易案對公司而言，仍屬公平且合理的。基此，美國現行判例法基本上認為，只要自己交易案經無利益關係之董事（disinterested directors）或股東通過且經該董事證明為公平，則應視為有效。事實上，自1975年開始，許多州陸續於其州法修改利益衝突之規定，美國模範商業公司法亦於1984年公佈修正之8.31條設立專章規範利益衝突，雖8.31條其後於1988年為新增之F章（8.60條至8.63條）所取代，惟因大部分州之公司法仍採用原8.31條之規定（截至1998年僅11州採行F章之規定）¹⁵⁰，故本文擬就8.31條及新增之8.60條至8.63條規範內容說明如后。

（一） 美國模範商業公司法8.31條

¹⁴⁹ See Franklin A. Gevurtz, Corporation Law 321 (2000)。

¹⁵⁰ See Hamilton, supra note 62, at. 468-469。

利益衝突之交易，倘符合下列三款所定情事之一者，則該交易不會僅僅因為有利益衝突而無效：（1）該交易業經充分公開且經無利害關係董事或委員會通過或同意，（2）該交易業經股東會通過或同意，或（3）該交易對公司而言係屬公平者¹⁵¹。

惟股東會或董事會之通過或同意並不會使涉及濫用、詐欺或越權之交易有效，僅會將證明從事該利益衝突董事確有濫用、詐欺事實之舉證責任轉移至原告。

（二） 美國模範商業公司法8.60條至8.63條

其基本架構與舊8.31條十分類似，認利益衝突之交易，倘符合下列二款所定情事之一，公司不得主張該交易無效：（1）該交易業經無利害關係董事通過，或（2）利害關係董事證明該交易對公司而言係屬公平者。

另8.62（d）條以適格董事（Qualified Directors）取代無利益關係董事，其定義為「所謂適格董事，係指於利益衝突之交易中，不具下列各款規定情事之董事（1）與該交易涉有利益衝突；（2）與該利益衝突之董事間有家族、經濟、職業或僱傭關係，而該關係可以合理判斷將會影響董事對於該交易為表決時之判斷。¹⁵²」

五、 違反利益衝突交易之法律救濟

¹⁵¹ Id., at.469。

¹⁵² MBCA §8.62（d），For purpose of this section, “qualified director” means, with respect to a director’s conflicting interest transaction, any director who does not have either（1）a conflicting interest respecting the transaction, or（2）a familial, financial, professional, or employment relationship with a second director who does have a conflicting interest respecting the transaction, which relationship would, in the circumstances, reasonably be expected to exert an influence on the first director’s judgment when voting on the transaction.

公司有權主張撤銷違反利益衝突之交易，以保障公司之權益。惟因一旦行使撤銷權，契約雙方當事人負有回復原狀之義務，亦即雙方有義務返還於該交易中所取得之標的物。有問題者乃，從事違反利益衝突之董事於回復原狀後，與其為利益衝突交易前相較，並未遭受更多之不利益，故此等法律效果，恐無法達到赫阻董事嘗試從事不公平利益衝突之目的。故法院有時會課以懲罰性賠償金（Punitive Damages）以解決此問題¹⁵³。

第三目 我國現行法制有關利益迴避規範之妥適性

公司法第一百七十八條及第二百零六條第二項為忠實義務之體現，應適用於所有利益衝突之情況。現行企業併購法第十八條第五項明文豁免利害關係人適用利益迴避之條款，實為各國立法例所僅見。按企業併購法於公告實施之前，國內企業之併購均係依公司法之規定為之，併購態樣及案例相對單純，如現金合併即非當時法之所許，故可想見企業併購法第十八條第五項起草制定之際，立法者定未將現行二階段收購甚或管理階層收購考量在內，故其立法意旨雖認合併不致有害公司利益，然於實踐上，其對少數股東權益所造成之損害，恐非立法者當時所得預見。是以，金管會於2008年1月11日公告修正之「公開發行公司董事會議事辦法」，要求公司在董事會相關行為準則中，針對議案有利益關係之董事制定一更明確之規範，頗有藉由公司治理矯正企併法第十八條第五項之意。

¹⁵³ See Gevurtz, *Supra* note 148, p.386。

惟倘刪除企業併購法第十八條第五項之特別規定，即僅由極少數之股權決議一個重要議案，是否與多數決制度 (majority vote) 相符？是否仍符合股份有限公司之本質？從比較法之角度視之，日本商法典於 1981 年刪除第二百三十九條第五項類似我國公司法第一百七十八條限制股東行使表決權之規定。其學者亦批評其舊商法特別明文有自身利害關係時，不得行使表決權之規定，係「無視股份有限公司制度之本質，完全無合理之理論依據，實屬一種相當拙劣之立法例¹⁵⁴」，堪稱一針見血之評論。國內亦有學者觀察略謂：從股份有限公司制度之基本思維而論，股東之所以願意出資認購股份，共同合組公司，以從事經濟活動者，乃在於股東持股係表彰企業共同所有權人的地位，而股東行使其表決權，原為滿足自己個人經濟上的利益的利益與需求，如此正是股份有限公司之原有構造模型。股東行使表決權迴避制度，其不僅無法落實股權行使之於實現股東經濟上利益的意義，同時亦因事前限制行使表決權的結果，其所形成的股東會決議，並非是全體股東利益的總和衡量，反而是基於其他股東個人利益考量，不啻是一種傾斜的公司總意，嚴重扭曲多數決之公司民主含意¹⁵⁵。

故為符合股份有限公司之資合之本質暨兼顧少數股東之權益，實應將利害股東迴避條款由事前限制改為事後救濟¹⁵⁶，例如現行日本公司法第八三一條第一項第三款規定，即將原先特別利害股東表決權禁止規定刪除，而增加「對股東大會等的決議，因有特別利害關係者行使表決權，已作出明顯不當之決議時」，作為股東訴請撤銷決議之事由之一，便是適例¹⁵⁷。因為如此或可期待平衡「濫用股東權之弊¹⁵⁸」

¹⁵⁴ 廖大穎，論股東行使表決權迴避之法理，月旦法學，第 99 期，2003 年 8 月，頁 243-244。

¹⁵⁵ 廖大穎，同上註，頁 244。轉引自劉連煜，「股東及董事因自身利害關係迴避表決之研究—以台新金控併購彰化銀行為例」，頁 10，2008 年 6 月 11 日華東政法大學兩岸學術研討會發表。

¹⁵⁶ 廖大穎，前揭註 154，頁 253。

¹⁵⁷ 日本商法於一九八一年修正前第二三九條第五項與我國公司法第一七八條相似，然修正後則

與「肯認一股一表決權 (one share one vote) 的多數決制度的股份有限公司基本價值」¹⁵⁹。

第二項公開收購加上股份轉換

外資併購國內上市公司以公開收購加上股份轉換之模式為之者，亦不在少數，如中央保股份轉換予環美行銷即為適例。現金合併與股份轉換之差別在於，前者係以「現金」作為支付消滅公司股東之對價；而後者則現以「股份」作為支付股份轉換公司股東之對價（企業併購法第四條第五款規定參照）。

惟查邇來上市公司股份轉換予外資（多轉換予其在台設立之子公司）之案例，受讓上市公司股份之外資多以發行「強制贖回特別股」作為支付上市公司股東之對價。而所謂強制贖回特別股係指發行一定時間後（一般多為六個月），發行人得以每股一定金額買回，股份持有人不得拒絕。故倘股份受讓公司以「強制贖回特別股」作為支付上市公司股東之對價，則取得該特別股之股東於屆期將被迫以一定金額賣出，而喪失其股東之地位，故其結果實與現金合併無異。

是以，本文前項所述公開收購加上現金合併之模式，於現行法制下對

將此條刪除，而在同法第二四七條第一項第三款增設撤銷股東會決議之事由（按二〇〇五年六月通過之日本公司法仍採上述事後救濟制）。亦即，就股東會之決議特別利害關係股東行使表決權，致作成明顯不當之決議者，股東、董事或監察人得以訴請求撤銷股東會決議以保護其他股東。參閱陳文智，論我國公司法第一七八條「自身利害關係」之概念，萬國法律，第一四三期，頁 62、64。

¹⁵⁸ 按依美國法，行使控制權之大股東(controlling shareholders)，如同董事，對公司及其他股東均負有注意義務(duty of care)及忠實義務(duty of loyalty)。

See Cox, Hazen & O'Neal, Corporations, Aspen Law & Business, 1997 Ed., at 179 et seq.

¹⁵⁹ 劉連煜，「股東及董事因自身利害關係迴避表決之研究－以台新金控併購彰化銀行為例」，頁 10，2008 年 6 月 11 日華東政法大學兩岸學術研討會發表。

股東權益保障不足之處，多會存在於公開收購加上股份轉換之併購模式中，於茲不贅。唯一相異之處在於，企業併購法第十八條第五項規範公司間進行合併時，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，就其他參與合併事項為決議時，得行使表決權，不適用公司法第一百七十八條及第二百零六條之規定。惟企業併購法並未就公司為股份轉換之決議時，為相同之規定。換言之，上市公司於其董事會及股東會為股份轉換予他公司之決議時，他公司或其指派之代表人當選為該上市公司之董事，或他公司所持有該上市公司之股份得否於董事會及股東會上表決，仍應回歸公司法第一百七十八條及第二百零六條之認定。又應公司法第一百七十八條及第二百零六條屬司法機關事後認事用法之範疇¹⁶⁰，故實務上，倘收購人不願承擔將來該決議因決議方法違反法令致遭股東訴請法院撤銷之風險（公司法第一百八十九條參照），而進行利益迴避，則其勢必以較優之收購或股份轉換價格說服無利害關係股東之同意，爰與現金合併相較，對股東權益之保障似較周延。

¹⁶⁰ 經濟部商業司 94 年 4 月 14 日經商字第 0 九四 0 二 0 四四七七 0 號，「按公司法第 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。據此，股東得否行使表決權，應就具體個案視其對於該表決事項，有無利害關係及有害於公司利益之虞為斷。如有之，即不得加入表決，其不得行使表決權之股份數，不算入已出席股東之表決權數，同法第 180 條訂定有明文。是以，所詢疑義涉及具體個案事實之認定，允屬司法機關認事用法範疇。」

第三節 依其他法令可為之併購模式

一、 透過證券集中交易市場購買：

華僑或外國人如欲投資國內證券，應依華僑或外國人投資證券管理辦法第十條及台灣證券交易所「華僑及外國人申請投資國內有價證券或從事國內期貨交易登記作業要點」，檢附相關文件，向證券交易所辦理登記。另華僑或外國人單獨或與他人共同取得我國上市公司已發行股份總額超過百分之十之股份者，應於取得股份後10日內，向主管機關申報其取得股份之目的、資金來源及主管機關所規定應行申報之事項（證券交易法第四十三條之一第一項）。主管機關金管會對詳細之申報事項訂有「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報事項要點」可供遵循。

二、 透過拍賣方法取得：

依台灣證券交易所「台灣證券交易所股份有限公司受託辦理上市證券拍賣辦法」，拍賣方式係由上市有價證券所有人（拍賣委託人）委託證券經紀商向台灣證券交易所申請拍賣，依上開拍賣辦法申請拍賣之證券，其拍賣數量不得少於2百萬股，拍賣之底價除公股釋出外，以拍賣前一營業日收盤價格上下百分之15幅度範圍內為限，此與透過台灣證券交易所集中交易市場之買賣，原則上股票以1千股為單位，漲跌幅為百分之7，大相逕庭。惟因申請拍賣數量有最低限制（不得少於2百萬股），欲進行併購之公司即得透過此方法取得較多數量之上市公司股票。另依「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第十一條之規定，以拍賣方式取得大量股權可豁免於強制公開收購之規定。

三、 透過台灣證券交易所標購方法取得：

依台灣證券交易所「台灣證券交易所股份有限公司受託辦理上市證券標購辦法」標購係由欲買受上市有價證券者，委託證券經紀商向台灣證券交易所申請標購。申請標購之證券，發行總股數在2千萬股以下者，其標購數量不得少於發行總股數百分之20，發行總股數超過2千萬股者，其超過部分不得少於百分之10，但華僑或外國人欲標購我國上市公司有價證券，申請經專案核准者，不在此限；標購底價以標購前一營業日收盤價格上下百分之15幅度範圍內為限。另依「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第十一條之規定，以標購方式取得股權者，與拍賣相同，可豁免於強制公開收購之規定。

四、 透過盤後鉅額交易方式取得：

依台灣證券交易所「臺灣證券交易所股份有限公司鉅額證券買賣辦法」第二條之規定，證券經紀商接受委託人或證券自營商自行一次買賣同種類上市證券，其數量在5百交易單位以上者為鉅額證券買賣，應依上開鉅額證券買賣辦法之規定辦理。現行盤後鉅額交易之設計主要是給事先已約定之買賣雙方，在不影響市場交易之前提下進行大量的股權移轉，因此買賣方雙方得事先約定好欲成交數量及價格，然後分別申報。不過值得一提者，乃倘有在50日內取得上市公司百分之20以上股權時之情形時，可能有證券交易法強制公開收購規定之適用。

五、 透過私募方式取得

(一) 私募之意義：相對於公開募集係向不特定大眾募集資金者，私募係對特定人發行有價證券，以募集資金。所謂特定人係指銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業、該公司或關係企業之董事、監察人及經理人、或其他經主管機關核准之法人或機構、符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金。應募人數不得超過三十五人(「證券交易法」第四十三條之六)。

(二) 決議程序：因私募之有價證券無證券交易法第二十八條之一公開發行、證券交易法第一百三十九條股票自交付日起上市買賣之規定，及公司法第二百六十七條第一項到第三項保留部分發行股份給員工及原有股東等規定之適用，故涉股東權益甚鉅，因此有價證券之私募應經股東會特別決議。故我國上市公司如欲進行有價證券之私募，應有代表已發行股份總數過半數股東之出席，及出席股東表決權三分之二以上之同意為之。且應於股東會召集事由中列舉並說明私募價格訂定之依據及合理性、特定人選擇之方式、辦理私募之必要理由。

(三) 私募價格之訂定：公司欲進行私募時，應將私募價格載明於股東會召集事由中。如公司所定之私募價格、轉換價格或認購價格與參考價格差異達百分之二十以上者，應洽獨立專家表示意見，並公開差異合理性及專家意見。所謂獨立專家則包括會計師、律師或證券承銷商，但該獨立專家不得與公開發行公司或應募人為關係人。而參考價格，依「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」第二條之規定，係指定價日前一、三或五個營業日計算普通股收盤價簡單算數平均數扣除無償配股除權，並加回減資反除權後之股價。

(四) 轉讓之限制：為避免私募之有價證券透過轉讓以規避公開招募程序之適用，依證券交易法第四十三條之八之規定，私募有價證券交付日起滿三年者，才可完全解除轉讓之限制，未滿三年者，如公開市場沒有與有價證券相同種類之有價證券流通，可轉讓予具相同資格之投資人，或在符合法令所定之持有期間及交易數量下，得轉讓予特定對象。