



國立臺灣大學管理學院碩士在職專班財務金融組

碩士論文

Executive MBA Program in Finance

College of Management

National Taiwan University

Master's Thesis

企業併購法制之最新發展-以股東權益保障為核心

Latest Developments in Merger and Acquisition Legal System

– Centering on the Protection of Shareholders' Rights

賴淑芬

Shu-Fen Lai

指導教授：吳玲玲 博士

姜堯民 博士

Advisor: Ling-Ling Wu, Ph.D.

Yao-min Chiang, Ph.D.

中華民國 113 年 5 月

May 2024

國立臺灣大學碩士學位論文 口試委員會審定書



企業併購法制之最新發展-以股東權益保障為核心 Latest Developments in Merger and Acquisition Legal System

– Centering on the Protection of Shareholders’ Rights

本論文係 賴淑芬 君（學號 P10745001）在國立臺灣大學管理學院碩士在職專班財務金融組完成之碩士學位論文，於民國一一三年五月二十七日承下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明

口試委員： 姜堯民 (指導教授)

吳玲珍 (指導教授)

何耕宇
林修葢

系主任、所長 王維智

謝辭



衷心感謝恩師吳玲玲教授及姜堯民教授的悉心指導，讓我順利完成本論文，時刻提醒我專注於如何提昇企業法遵意識，加強公司治理，及併購實務要如何順利圓滿進行等研究，避免過多的法學理論探討；並以閱聽者之角度，糾正過度艱深的法律用語，以切實貼近企業經營者的需求。

自 2019 年辭去司法官職務加入商務型律師事務所，就一直深深感覺到自身的不足，對於國家經濟、產業發展、企業運作都不夠熟稔。很感謝臺大 EMBA 給我再次學習的機會，這二年在管理學院學習的過程中，無論是課堂上老師的指導，或是各界精英同學的分享，都讓我獲益良多，在提供法律服務的同時，也更能貼近客戶需求，真的是既愉快又收穫滿滿的人生旅程，讓我萬分感謝！

還要感謝老公在百忙中陪著我蒐集期刊論文資料，雖然企業併購與其刑法專業不太相關，仍耐心的聽我闡述，與我討論，確認我的思考邏輯沒有大問題。

最後要感謝臺大 EMBA 全體老師們，您們認真教學、熱愛生命的精神，深深影響著我們，將來也會秉持臺大 EMBA 的精神，努力工作、造福社會，讓世界變得越來越美好。

賴淑芬 謹識

于臺大管理學院

民國 113 年 5 月

中文摘要



自 2018 年 11 月 30 日大法官作成釋字 770 號解釋，引發國內企業併購學者熱烈討論，並促成 2022 年企業併購法之修法，法院也不遑多讓，引用釋字 770 號解釋狠狠撤銷已經合併將近 10 年的遊戲公司，這對於企業而言是一個嚴重的警訊。

論文首先就企業併購法做簡單介紹，並專注於「吸收合併」與「新設合併」下「現金逐出合併」之類型，因為此等併購類型會造成部份股東被迫處分股份，於憲法保障人民財產權之規定有所扞格，學說、實務爭論最烈。

然後以「遨睿收購國巨案」，討論「管理階層收購」出現之爭議，介紹美國法制如何以「安全港法則」來保障小股東之權益不被侵害，並探討我國移植之「特別委員會」，其權限、功能與美國法制相較有何不足之處，進而建議企業在現行法制下應如何進行併購程序，方能符合新制度之立法精神。

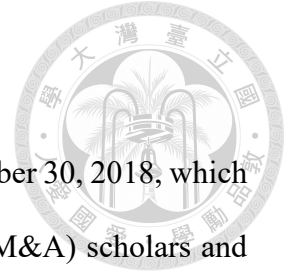
接下來以大法官釋字 770 號揭示之「即時資訊公開」、「利害董事說明義務」介紹 2022 年企業併購法修法重點，同時介紹公司法對於「董事」定義之補充規定。因此部份法條規定本身較為空泛，特別蒐羅美國及國內案例進行研究，方便企業遵循。

最後於併購程序結束後，企業如何處理異議股東之「股份收買請求權」，不因法令不嫻熟而支付意料外之對價，也是本論文研究重點，期能協助企業完成併購程序之最後一哩路。

本論文旨在透過修法歷程之研究，點出併購程序中出現的爭議問題，藉由學說、判例、外國法之研究，提昇企業法遵意識，期能協助企業合法圓滿完成併購程序。

關鍵字：特別委員會、資訊公開理論、安全港法則、股份收買請求權

ABSTRACT



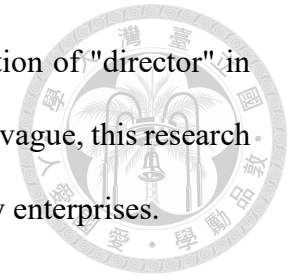
Since the Justices rendered the Interpretation No. 770 on November 30, 2018, which triggered a heated debate among domestic merger and acquisition (M&A) scholars and led to the amendment of the Business Mergers and Acquisitions Act in 2022, the court was no less serious, citing the Interpretation No. 770 to revoke a gaming company's merger resolution that was made nearly ten years ago. This is a crucial alarm for businesses.

This thesis begins with a brief introduction to the Business Mergers and Acquisitions Act and focuses on the type of "cash-out mergers" under the "mergers by absorption" and "mergers by creation" because such type of M&As would result in some shareholders being forced to dispose of their shares, which defies the constitutional protection of people's right to property and is the most hotly debated issue in both academic and practical fields.

The subsequent part will discuss the controversy of "management buyout" with the "Orion Investment acquiring Yageo" case, introduce how the U.S. legal system uses the "Safe Harbor Rule" to protect the rights and interests of minority shareholders from being infringed upon, and explore the inadequacies of the authority and function of the "special committee" transplanted in Taiwan compared with that of the U.S. legal system. This study will then suggest how enterprises should carry out the M&A procedures under the current legal system to comply with the spirit of the legislation of the new system.

Next, this thesis introduces the key points of the amendment of the Business Mergers and Acquisitions Act in 2022 with the "immediate disclosure of information" and "interested directors' duty of disclosure" as revealed in the Interpretation No. 770, and at

the same time, introduces the supplemental provisions to the definition of "director" in the Company Act. As some of the provisions of the law are relatively vague, this research undertakes U.S. and domestic case studies to facilitate compliance by enterprises.



Finally, after the conclusion of the M&A process, how to deal with the dissenting shareholders' "appraisal rights", so as not to pay unexpected consideration due to the lack of familiarity with the law, is also the focus of this thesis, which is expected to assist enterprises in completing the last milestone of the M&A process.

The purpose of this thesis is to highlight the controversial issues in M&A procedures through the study of law revision process, and to raise the awareness of enterprises on legal compliance through the study of academic theories, precedents and foreign laws, with the hope of assisting enterprises to legally complete the M&A process.

Keywords : Special Committee, Information Disclosure Theory, Safe Harbor
Rule, Appraisal Rights

目次



謝辭	iii
中文摘要	iv
ABSTRACT	v
謝辭	vii
第一章 緒論	1
第一節 研究背景	1
第二節 研究目的	2
第二章 文獻探討	6
第三章 研究方法及範圍	10
第四章 企業併購新制介紹與分析	11
第一節 企業併購法簡介	11
第一目 企業併購之定義	11
第二目 企業併購之流程	14
第二節 特別委員會	19
第一目 立法背景介紹	19
第二目 現行法制之檢討與建議	26
第三目 小結	32
第三節 董事說明義務與資訊揭露	34
第一目 立法背景介紹	34
第二目 現行法制之檢討與建議	42
第三目 小結	49
第四節 異議股東之股份收買請求權	50
第一目 立法背景介紹	50
第二目 現行法制之檢討與建議	52
第三目 小結	54
第五章 結論與建議	55
參考文獻	57
附錄	60



第一章 緒論

第一節 研究背景

自 2018 年 11 月 30 日大法官作成釋字 770 號解釋，針對企業併購法第 4 條第 3 款所規定之「現金逐出合併類型」¹是否違憲？及同法第 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。」排除公司法第 178 條規定²是否違憲？做出解釋；同時就企業併購法對於併購資訊公開透明之要求不足、少數股東公平收買價格之保障不足，提出批評意見，引發國內企業併購學者熱烈討論，並促成 2022 年企業併購法之修法。

企業併購法之修改，確立了股東權益保障為企業併購行為不可忽視的重點，司法實務也對此次修法精神做出相呼應之判決，如 2022 年 7 月撤銷了雷亞公司與光州公司的合併案、2023 年 8 月撤銷遠傳電信與亞太電信的合併案。從以上二個案例觀察近年司法實務見解，可以發現併購程序之公開透明、利害關係董事之說明義務，越來越獲得重視，法院也不因小股東持股很少即忽略其程序保障或程序正義。雷亞公司於 2014 年 12 月 27 日通過併購案，2022 年 7 月 27 日被最高法院撤銷，相信最高法院判決時可以預見此判決將帶給企業經營何等之困擾，同時也將引發多少訴訟，卻仍然做出此等判決，相信有其考量。然此的確引起企業界的恐慌，擔心自家公司會成為下一個被檢討的對象

到底資訊透明公開、利害關係董事之說明義務，要做到什麼樣的程度，才可以不被挑剔、不被撤銷？或從另一個角度言，對於小股東權益之保障要作到什麼程度，才能符合憲法要求？這是本文所要探討與研究的重點。

¹ 依企業併購法第 4 條第 3 款所定，在股份有限公司合併時，存續或新設公司支付予消滅公司股東之對價，不以其本身發行之股份為限，尚得包括現金。是系爭規定一許贊同合併之股東違反未贊同合併股東之意願，以現金作為對價強制購買其股份（下稱現金逐出合併）之部分，將剝奪未贊同合併股東之股權。

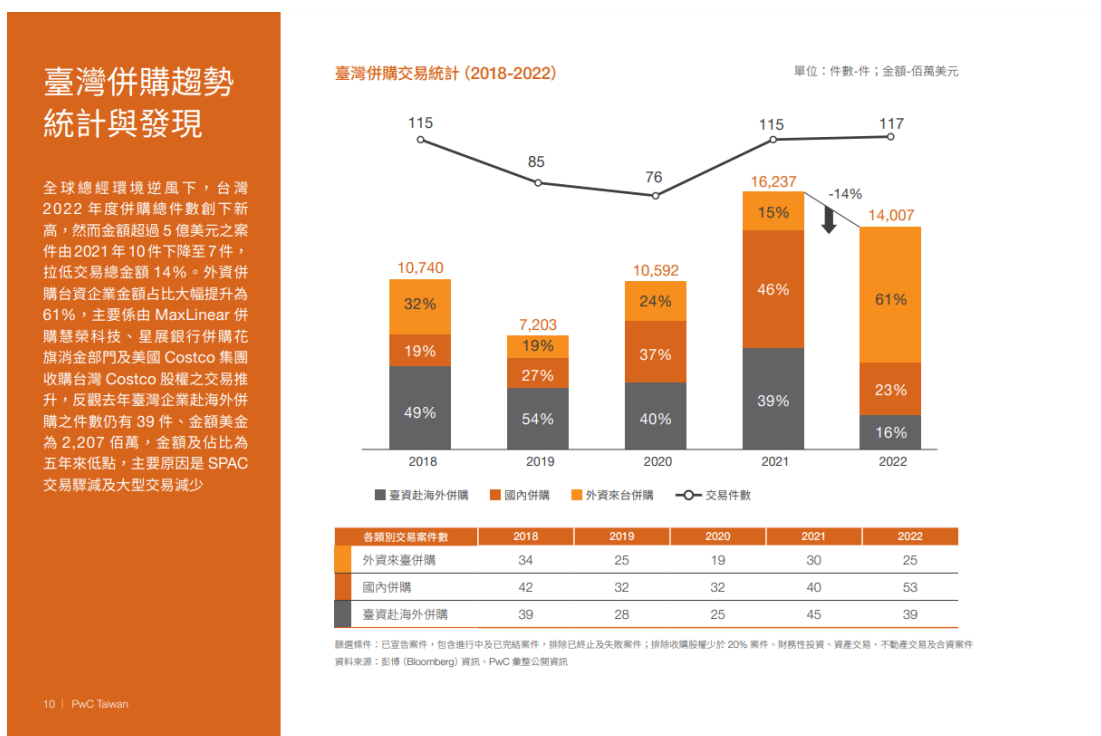
² 公司法第 178 條有關股份有限公司股東會決議之利益迴避規定：「股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他股東行使其表決權。」



第二節 研究目的

根據 PWC 台灣併購與私募股權協會發表之 2023 年台灣併購白皮書³，2022 年全球經濟震盪劇烈，然台灣併購市場相對全球併購市場熱絡，2022 年度併購案件數仍創下新高。

依下圖顯示的統計數據，雖然全球各行各業隨著資本市場修正、通貨膨脹、升息等問題，導致態度較為保守，但台灣併購案件數呈現逆風成長的趨勢，特別是在中小型併購案件，交易較以往更為活絡。交易金額不高於 5 仟萬美元之併購交易件數由 56 件成長至 72 件，成長比率為 29%，交易金額成長 34%，占整體台灣市場交易金額比例由 5% 成長至 7%，可見企業投資雖趨於嚴謹，仍不停歇併購的腳步。



(圖表來源：PWC 台灣併購與私募股權協會發表之 2023 年台灣併購白皮書)

³ 參閱 PWC 台灣併購與私募股權協會發表之 2023 年台灣併購白皮書

鑑於小股東對於資訊公開透明之要求日益升高，主管機關對於企業經營者如何加強法令遵循，以保障股東及其他利害關係人的利益，也已提出各項衡量指標，因此，董事與管理階層在併購交易程序中，如何確實依法執行職務，善盡受託人之義務，以順利完成併購案，乃不可忽視的重要問題。

我國企業併購法於 2002 年制定時之基本思考原則為：併購活動係正面的，應該予以鼓勵，如果以法規嚴格管制，特別是針對管理階層或控制股東加諸限制，將會限制併購活動之進行，不利於經濟發展，因之法規設計不以風險為導向，對於併購因此產生的弊端，例如犧牲小股東的權益以成全大股東的利益，並未意識到應立法予以防免。

企業併購法實施 10 年後，2015 年迎來一次大翻修。原先為了活絡國內企業併購活動，促進組織調整以及加速企業轉型之近程目的已經完成，自 2002 年至 2013 年 10 月，國內企業併購件數達 2050 件，併購金額達新台幣 9205.5 億元⁴，可謂是一個相當成功的里程碑。惟十年期間國內經濟環境變化快速，原有規範已有不足或不合時宜之處，近年於我國發生之併購行為，其類型與態樣日趨多元，各界關於增加併購型態彈性與保障股東權益之呼聲所在多有，因此對於企業併購之相關規範有重大修訂，修法重點如下⁵：

- 一、簡化併購程序、增加併購彈性：於一定條件下，簡化或省略召開股東會程序，以大幅提升併購效率。
- 二、併購對價選擇多元化：放寬股份轉換與分割得以股份、現金及其他財產支付，不再限於以發放新股為對價，以利企業財務運作。
- 三、強化併購程序之公開透明：增訂公開發行公司應組成具有客觀性之委員會審議，就併購合理性、價格決定及商業條件進行客觀評估，並向董事會與股東會報告審議結果，以落實公司治理與投資大眾權益。

⁴ 參考經濟部商業司陳副司長秘順於 2013 年 11 月 26 日發文經科技資訊室轉載，網址：
<https://iknow.stpi.narl.org.tw/Post/Read.aspx?PostID=9067>

⁵ 資誠 PWC 台灣租稅及投資法令要聞，2015 年 7 月

四、落實保障股東權益：針對不同意併購之異議股東，公司應就其所認定之公平價格先發放予股東，並應由公司以全體未達協議之股東為相對人向法院聲請裁定買回股份之價格，減省異議股東行使收買請求權之程序與成本、俾以改善現行股份收買請求權行使過程冗長、股東交易成本過高、法院裁定價格歧異等缺失。

五、增訂公司持有被併購公司之股份，其本身或所指定代表人，就併購事項為決議時，無須迴避，得行使表決權，俾以便利併購案件進行。

六、提高上市櫃公司因併購下市之門檻，保障投資大眾權益。

由此次修法重點，可以看出企業併購法令已經朝向增強對投資人、債權人及員工權益之保障，除了要建立更有效率與公平之法制，協助企業組織再造外，更要兼顧興利與防弊，不可以企業發展或大股東的需求為唯一指標，而是要平衡兼顧小股東及利害關係人之利益。

嗣大法官於 2018 年 11 月 30 日作成釋字 770 號解釋⁶，促成了 2022 年企業併購法之修正，除要求資訊揭露應更即時，以及容許異議股東反對併購外，更於第 1 條立法目的納入「兼顧股東權益之保障」等文字。自此，企業併購法從 2002 年立法之初僅強調便利組織調整以振興經濟，經過二十年的發展，確立保障投資股東之權益亦為企業併購法之重要目標。此次修法重點如下⁷：

一、為強化股東權益的保障，規定公司必須在股東會召集事由中，說明董事就併購之利害關係重要內容，以及贊成或反對併購的理由；並擴大反對併購股東股份收買請求權之適用範圍，對於股東會決議時未放棄表決權而投下反對票的股東亦有適用，以保障其退場機制。

二、放寬非對稱併購適用範圍，即「併購公司所支付股份不超過其已發行股份之 20%」，或「併購公司所支付股份、現金及其他資產之對價總額，

⁶ 參考司法院憲法法庭釋字第 770 號解釋全文

⁷ 參考經濟部商業司 2022 年 6 月 15 日新聞稿

不超過併購公司淨值 20%」，可由董事會決議後進行併購，不須再經過股東會。

三、明定被併購新創企業個人股東取得的股份對價，可選擇全數延緩繳稅；明定可辨認無形資產之類型，並放寬併購產生的無形資產可按法定享有年限或以 10 年做為攤銷的計算標準，使併購方更易於估計其租稅成本。

經濟部明確將「提升企業併購效率」、「兼顧股東權益保障」列為修法二大重點。企業併購法之修改，確立了股東權益保障為企業併購行為不可忽視的重點，司法實務也對此次修法精神做出相呼應之判決。司法實務已越來越重視小股東權益保障、資訊透明公司、正當程序等要求，然以上之要求要作到什麼程度，法令並未明白規範。本文希望能藉由企業併購法之立法精神、行政指導規範、司法實務判決之整理，提供企業經營者一個遵循的方向。期待本文能對企業併購之法令遵循及董事、經理人之風險控管，有一定的幫助。

第二章 文獻探討



大法官釋字 770 引起學界熱烈回應，並促成 2022 年之修法，司法實務界也以判決撤銷了「雷亞與光州」、「遠傳與亞太」二個重大合併案，前者還是 2014 年就完成的合併案，引起法界、企業界嘩然！相信大家對於併購程序要如何進行才能避免被法院撤銷，有重大的疑問，也迫切想要知道到底要怎麼做才能確保併購程序不被挑戰。

觀察近幾年企業併購相關學說與司法判決，可以看出「少數股東權益保障」成為併購交易被熱烈討論的對象，尤其是針對「現金逐出合併」類型（即收購公司以現金為對價，購買標的公司之全部股份，標的公司消滅，少數股東因多數決被迫逐出標的公司），司法程序更是嚴格審查。常見之爭議點：企業併購法第 4 條第 3 款「現金逐出合併」（少數股東被迫出售持股）之併購類型是否侵害人民財產權？收購公司為了進行併購，大量購買標的公司股份，依企業併購法第 18 條第 6 項規定，於股東會決議無庸迴避表決，可以主導併購條件，是否違憲？以上爭議隨著釋字 770 號解釋後，一槌定音，認為在追求企業發展與尋求效率等考量下，此屬立法裁量權限，不違憲；但少數股東之權益保障仍須重視，大法官指示就即時獲取有利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊，以及就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制，才符合憲法第 15 條保障人民財產權之意旨。

惟大法官所要求之併購程序公開透明，似乎不能解決控制股東以多數決強行通過決議，犧牲小股東權益之問題，本文蒐羅期刊論文、國內外司法判決，嘗試彙整各個面向的討論與意見，再提出自己的淺見，希望能對企業併購之程序之合法進行有所幫助。以下僅就參考之重要文獻、判決要旨整理如下：

學說/實務	重點摘要
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⁸	此文美國 Dell 公司收案案，探討因合併而下市之公司之小股東的權益要如何保障，介紹美國德拉瓦州判決如何藉由舉證責任之轉換，促使控制股東迴避自身的利益衝突，讓小股東的權益獲得確保。 2013 In re NFW Shareholders litigation 案，德拉瓦州判決認定下市交易中，鼓勵控制股東提供以下二種程序保障，可以不適用完全公平的司法審查標準，而適用商業判斷法則： 1. 自交易啟動時起，由獨立董事組成之特別委員會審查批准，該特別委員會經完整授權且有拒絕併購的權力。 2. 合併案經未受脅迫且具充分資訊之少數股東多數決同意。
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⁹	就企業併購法之修法歷程提出介紹，並藉由國巨案、雷亞案探討目前法制不足之處，並質疑企業併購法第 18 條第 6 項控制股東無庸迴避之規定，應予以檢討。
亞太電信與遠傳電信合併案研析——111 年度商訴字第 13 號判決¹⁰	智慧財產與商業法院對於併購交易程序之要求： 1. 獨立專家應由審計委員會聘任，而非由被併購之公司聘任。

⁸ 蔡昌憲，台大法學論叢第 44 卷第 2 期，2015 年 6 月

⁹ 蔡昌憲，全國律師第 27 卷 12 期，2023 年 12 月

¹⁰ 吳宏一、丁意如，月旦時論，2023 年 11 月



	2. 使用單一評價方法應有充分理由。 3. 獨立專家意見書應於董事會開會前 7 日交付審議委員會及董事會。 4. 亞太董事為遠傳資深副總經理，未於董事會說明其利害關係。
司法院釋字第 770 號解釋文含理由書、不同意見書	釋字 770 號解釋認為企業併購法第 18 條第 6 項控制股東無庸迴避不違憲，僅要求併購程序公開透明，但併購程序公開透明似乎不能解決控制股東以多數決強行通過決議，犧牲小股東權益之問題。
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 ¹¹	分析雷亞案大東與小股東間的利益衝突，思考如何緩解或淨化這樣的利益衝突，避免類似爭議再度發生，達到企業併購追求效率與股東權益保障之雙重目標。
論 2015 年修正企業併購法之股份收買請求權——自美國德拉瓦州公司法 2016 年修法觀察 ¹²	從比較法介紹股份收買請求權之修法過程

案例	判決案號	案例事實
雷亞與光州案 (遊戲公司)	104 年度訴字第 786 號 (台北地院) 104 年度上字第 1349 號 (高等法院) 110 年度台上字第 1835	雷亞公司於 2014 年 12 月 10 日之董事會，決議與光舟公司合併，並於 2014 年 12 月 27 日召集股東臨時會，決議通過由光舟公司以每股新臺幣 90 元現金併購原雷亞

¹¹ 周振鋒，全國律師，第 25 卷第 5 期，2021 年 5 月

¹² 鄭婷嫻，台灣法學雜誌第 316 期，2017 年 3 月

	號（最高法院）	公司，以光舟公司為存續公司，原雷亞公司為消滅公司，存續公司改名為雷亞公司。因此案屬現金逐出合併，小股東（分別持股 10 股、5 股、5 股）認為權益受損，起訴請求撤銷股東會決議，案件歷經 10 年，最高法院於 2022 年 7 月 27 日以 111 年度台上字第 3180 號裁定駁回雷亞公司之上訴，確定兩家公司的合併案被撤銷。
遠傳與亞太案 （電信公司）	111 年度商訴字第 13 號 （智慧財產及商業法院）	此案係由亞太電信小股東（持股 3000 股）起訴，主張 2022 年 4 月 15 日股東會決議通過之合併案，換股比例為每 0.0934406 股遠傳電信普通股換取 1 股亞太電信普通股。該換股比例相當於亞太電信以每股新臺幣 6.475 元與遠傳電信合併，低於系爭合併交易公告日即 2022 年 2 月 25 日亞太電信股票收盤價每股 7.97 元，亦低於亞太電信 110 年 12 月 31 日之每股淨值 6.806 元，損害股東權益而構成權利濫用，嗣經法院撤銷其合併決議。

第三章 研究方法及範圍



本論文係在介紹「企業併購法之最新發展」，為說明發展之歷程，不可避免須先研究過去法制為何、出現了什麼樣的問題，才促成了修法，修法後是否完全解決了問題，企業要如何因應等，因此首先採用「歷史研究法」，蒐集歷次修法內容、修法理由，了解修法重點；再以「文獻分析法」、「個案分析法」，蒐集國內外專書、期刊論文，歸納整理各家學者針對有名的併購爭議，例如國巨案、雷亞案、遠傳案，提出討論之問題，擇其要者進行研究；然後就研究之重點，以「比較法學法」蒐集外國立法例，參照外國立法例就國內出現之爭議問題提出自己的見解。

因本文研究重點在少數股東權益之維護，故選擇之案例範圍均係「吸收合併」、「新設合併」等併購類型，且係以現金為收購對價。因此二種併購類型都會有一家以上之公司消滅，部份股東被強迫收取現金後退場，無法參與併購後公司成長所帶來的利益，產生之爭議最大，也是學者緊盯的併購類型。

研究之重點在企業併購法於 2015 年增訂之「特別委員會」制度，美國法是如何運作，諸如組成時點、成員、權限、其決議對董事會之拘束力等，與我國實際情況有何不同，我國還有哪些改進空間；而 2022 年新增之「資訊即時公開」制度，與大法官釋字 770 號解釋範圍有何不同、法條規定中不確定之法律概念如何解釋，並引用美國模範公司法之規定供作參考；另關於異議股東之「股份收買請求權」，2022 年修法容許投票反對合併案的股東也能行使此項權利，除此之外，還有許多有偏向於小股東權利之強行規定，企業進行併購時須特別注意。

第四章 企業併購新制介紹與分析



第一節 企業併購法簡介

企業併購法規範之併購類型繁多，本文僅就「吸收合併」、「新設合併」特別提出介紹。因為這兩種合併類型都會造成至少一家公司消滅，反對合併的股東等於是被迫出售股份，被迫逐出公司，因此衍生許多爭議；而許多併購案也的確發現控制股東自恃擁有絕對多數之股份，強勢主導合併案，犧牲小股東權益之情況，故而進行一系列之修法，希望能在追求企業發展的同時，也兼顧小股東權益。本節會先簡介企業併購法大概輪廓，後續各節才會深入討論歷次修法所要解決的問題為何，及企業應如何遵循才能讓合併案圓滿成功。

第一目 企業併購之定義

我國企業併購法將併購類型區分為「合併」、「收購」、「分割」等三大類型（企業併購法§4②），往下細分，「合併」有吸收合併、新設合併、三角合併等；「收購」有股權收購、資產收購、全部收購、部份收購等；「分割」有垂直分割、水平分割、人的分割、物的分割等。各種併購類型，搭配併購對價（包括現金、股權、債等）變化多端，視企業之目的與需求，可作不同的設計規劃，規劃設計的類型或併購對價越多種，可能涉及的法令規範會越多，企業進行複雜的併購交易時，切記要完整的搜尋相關法令、行政解釋、實務判決，以免違反相關規定而被撤銷。本文僅以常見「吸收合併」（即參與合併之其中一公司存續，由存續公司概括承受消滅公司之全部權利義務），及「新設合併」（即參與合併之公司全部消滅，由新成立之公司概括承受消滅公司之全部權利義務），作為本文討論之對象。

企業併購法第 4 條第 3 款規定，所謂「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、或其他公司之股份、現金或其他財產作為對價之行為。

依經濟部 2003 年 7 月 2 日經商字第 09202134060 號函釋：「公司依企業併購法進行合併，存續公司或新設公司得以給付部分股份、部分現金之方式，作為換發消滅公司股東所持股份之對價」。

「對價」之計算方式，依經濟部 2003 年 7 月 10 日經商字第 09202139520 號函解釋：「按企業併購法第四條有關『對價』之定義，係以受讓之資產價值減除承擔債務價值後之淨資產價值作價，當作受讓公司以股份、現金或其他財產為收購之依據」。

然就「新設合併」之樣態，新設公司所支付之「對價」，一定要包含新股，此可參經濟部 2016 年 1 月 4 日經商字第 10402439110 號函：「新修正之企併法，業已於股份轉換或分割增訂公司支付對價之選擇方式，即公司擬不發行任何股，僅以現金或其他財產作為股份轉換或分割之對價，尚無不可。惟於新設分割或股份轉換時，若新設公司全部以現金或其他財產作為分割或股份轉換之對價，而不發行任何股份予被分割公司或其股東（轉換公司股東），則新設公司之股東究為何人，容有疑義。故無法僅以現金或其他財產支付」。這是主管機關針對企業併購法第 4 條第 3 款所為之限縮解釋，須特別注意。

又依企業併購法第 22 條第 1 項第 2、3 款規定，公司合併之書面契約應記載存續公司或新設公司因合併發行該公司股份或換發其他公司股份之總數、種類及數量或換發現金或其他財產之數量；及存續公司或新設公司因合併對於消滅公司股東配發該公司或其他公司股份之總數、種類及數量或換發現金或其他財產與配發之方法、比例及其他相關事項。參照修法理由：「為使公司進行合併時，能安排更具彈性及多元性之對價方案，爰修正第三款，明定公司進行合併時，存續公司或新設公司得採取不同種類或不同比例之合併對價。例如對不同股東配發之對價種類不同或組成不同時，並應說明其價值相等之計算依據。此外，如允許股東於一定期間內選擇不同種類或不同組成之對價時，亦應說明前開一定期間及對價選擇之相關事項。」可知，對價支付之方式不僅開放部份現金、部份股票，亦可對不同股東支付不同的對價種類及不同比例，可謂是有非常大的彈性。但如同前述，對價交易之模式設計越複雜，涉及的法令會越多，現金以外之股份或資產，如何評價，決策程序之正當性與股東間之公平性，是否經得起嚴格檢視？相關董

事、經理人為決策之過程中，是否以此方式圖利特定人或以此方式為不法之利益輸送，恐會遭致強烈質疑，不可不慎！

於此還要特別針對「現金逐出合併」之類型提出討論，所謂「現金逐出合併」指的是收購公司以現金為對價，收購消滅公司全部股份，消滅公司因合併而消滅，消滅公司之股東也不再是股東，這是企業併購法第 4 條第 3 款明文承認之合併類型。此一制度具有使公司股權單純化、強化公司經營效率之優點，惟同時，「現金逐出合併」亦提供公司控制者得以藉此機會驅逐少數股東之機會¹³。又企業併購法第 18 條第 6 項規定：「公司持有其他參加合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事者，就其他參與合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權。」，明文排除公司法第 178 條、第 206 條第 4 項有關利益衝突迴避規定之適用，無異宣告大股東如果控制了絕對多數之股份，就可以任意決定收購價格，小股東反對也沒用，只能任人魚肉。企業併購法規範如此設計，是否有違反憲法第 15 條保障人民財產權之意旨？就此大法官釋字第 770 號¹⁴解釋認為：

「按合併為企業尋求發展及促進經營效率之正當方式之一，立法者就此，原則上有相當之立法裁量權限，使企業得以在維護未贊同合併股東之權益下，進行自主合併。惟倘企業合併之內容對未贊同合併股東之權益影響甚大，諸如以強制購買股份之方式使未贊同合併股東喪失股權，或使系爭規定二所示之股東及董事，就其他參加合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權，基於權衡對未贊同合併股東之周全保障，及企業尋求發展與促進效率等考量，立法者至少應使未贊同合併股東及時獲取有利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊，以及就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制，始符憲法第 15 條保障人民財產權之意旨。」

換言之，大法官認為「現金逐出合併」制度，及「參加合併之大股東無庸迴避，得行使表決權」，係基於企業尋求發展與促進經營效率之考量，符合企業併

¹³ 參閱施汎泉，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，月旦法學財稅網

¹⁴ 參閱前揭註 3

購法之立法目的，屬於立法裁量權限範圍內，故而認定相關法律規定並無違憲。惟追求企業發展與促進經營效率之同時，仍須兼顧小股東權益之保障，大法官要求立法者就「股東及時獲取有利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊」，以及「就股份對價公平性之確保」，設置有效之權利救濟機制，始符合憲法第 15 條保障人民財產權之意旨。

大法官釋字第 770 號解釋就小股東之權益保障，可謂是開啟一個新的里程碑，也帶動新一輪企業併購法學說、司法實務的發展，並促成企業併購法 2022 年之修法。企業併購法制發展新的目標已經確立，然制度應如何設計，具體運作應如何落實，又是另一個問題，將留待後續各節討論之。

第二目 企業併購之流程

一般企業在進行併購商業行為時，通常會遴選企業內部相關部門人員，組成專職小組，針對企業發展策略需求、潛在合併對象之挑選、併購模式、未來合併之綜效發揮、交易對價等進行研究，進行到相當程度後，就需要有外部財務顧問、法律顧問、稅務專家等加入，以確保併購交易之適法性。有關企業為何決定以併購為發展策略，或如何挑選併購對象、是否確能發揮綜效等，屬於策略選擇「適當性」的問題，司法機關判斷企業經營者是否善盡善良管理人之注意義務，係採用英美法之「經營判斷法則」，做有限度之審查。美國德拉瓦州最高法院曾對此法則作如下的扼要說明：

「"The business judgment rule" is a presumption that in making business decision, the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company...A hallmark of the business judgment rule is that a court will not substitute its judgment for that of the board if the latter's decision can be attributed to any rational business purpose.」

故「經營判斷法則」並非董事之行為標準，係司法機關審查董事行為(依我國法即司法機關判斷公司負責人是否負善良管理人注意義務)之基準(The business judgment rule serves as a standard of judicial review, not as a standard of business conduct.)，此可避免事後(hindsight 重加評斷(second-guessing)公司負責人之當初

所為經營決定據此我國法院在判斷公司負責人所為之營業行為。我國法院在判斷公司負責人所為之營業行為是否符合「經營判斷法則」，可採取與美國法院相同之營業標準，即 1.限於經營決定（a business decision）；2.不具個人利害關係且獨立判斷（disinterested and independence）；3.盡注意義務（due care）；4.善意（good faith）；5.未濫用裁量權（no abuse of discretion）¹⁵。

2021 年 5 月 11 日因應商業法院設立所增訂之商業事件審理法審理細則第 37 條明文規定：「法院審理商業事件，得審酌下列各款情事，以判斷公司負責人是否忠實執行業務並盡善良管理人注意義務：一、其行為是否本於善意且符合誠信。二、有無充分資訊為基礎供其為判斷。三、有無利益衝突、欠缺獨立性判斷或具迴避事由。四、有無濫用裁量權。五、有無對公司營運進行必要之監督。」，算是就「經營判斷法則」提供一個成文法的依據。

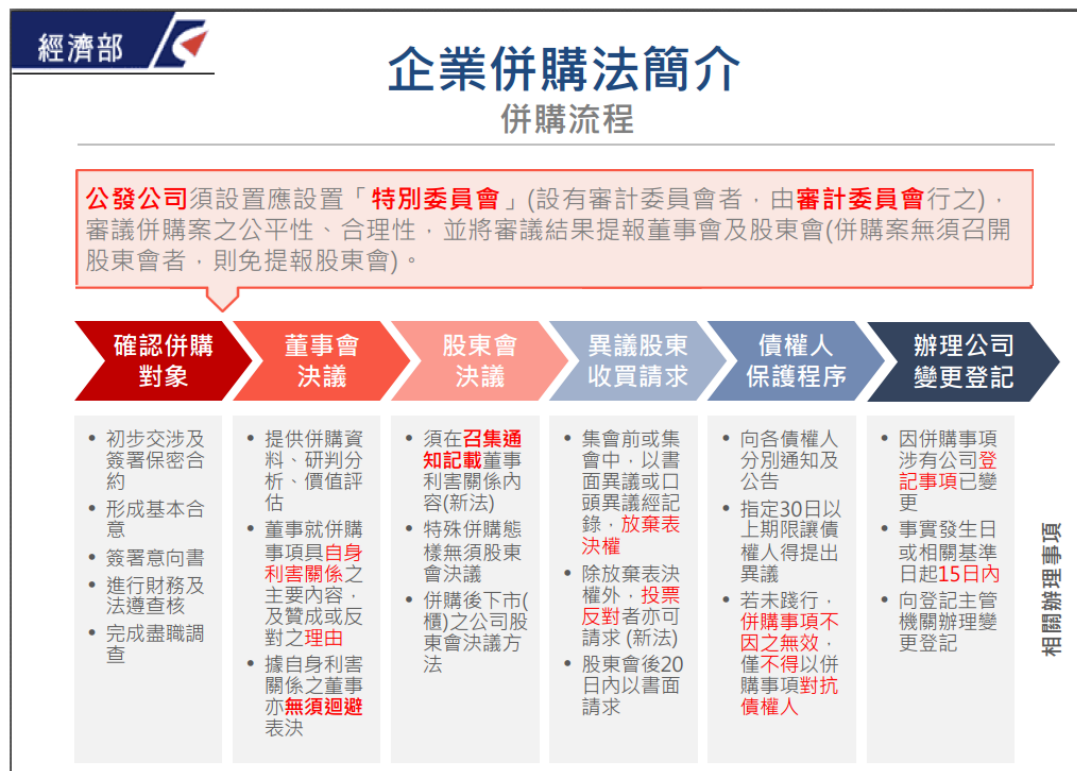
在初步確定併購對象及併購模式後，交易雙方就要簽署保密協定，並簽訂投資意向書，以確認欲取得併購標的之交易架構及重要條件，同時確認雙方以併購交易之完成為共同目標，其後就可以開始進行財務、法遵相關查核，我們稱之為「盡職調查」（Due Diligence）。因為併購交易雙方資訊不對等，且有利益衝突，須對標的公司執行進一步分析及調查，才能正確評估標的公司之企業價值，並了解標的公司之潛在風險，調查結果一方面作為併購對價談判時之參考依據，一方面也可避免將來併購後才發現問題，導致併購目的無法達成。對於併購交易而言，此階段之調查工作相當重要，日後也可能被用以審查董事或企業經營者是否善盡受託責任之參考依據，企業不應草率為之。盡職調查範圍依企業併購之模式、需求不同，而有不同範圍，整合常見之調查範圍如下¹⁶：

¹⁵ 參閱臺灣臺北地方法院 2005 年 4 月 20 日 93 年度重訴字第 144 號民事判決

¹⁶ 參閱台灣併購與私募股權協會，企業併購的十堂必修課，2016 年 5 月版，第 102 至 119 頁

商業盡職調查	1. 總體環境分析:政治因素、經濟因素、社會因素、技術因素。 2. 市場規模分析:市場界定、市場規模、市場特徵、市場發展趨勢、市場驅動力。 3. 競爭局勢分析:市場參與者、市場占有率、潛在競爭者、替代產品、競爭力分析、關鍵成功要素、市場進入門檻。 4. 營運流程分析:研發、採購、生產、物流、路、銷售、售後服務。 5. 基礎設施分析:資訊系統組織文化、人事、經營管理、對外合作。 6. 企業價值分析:綜效評估、價值評估。
財務盡職調查	1. 對標的公司的財務報表進行分析。 2. 對標的公司營利能力進行分析。 3. 對標的公司的現金流量進行分析。
法律盡職調查	1. 公司設立與組織結構。 2. 標的公司與第三方簽署之重要合約。 3. 標的公司資產、負債、為他人作保。 4. 標的公司之勞工退休或解僱規則、高階經理人的特殊聘僱條款。 5. 已發生或將來可能發生之訴訟、仲裁、行政處罰。 6. 智慧財產權之權利歸屬或潛在爭議。
稅務盡職調查	1. 標的公司之組織架構及稅務情況。 2. 稅務機關曾進行的稅務查核與查核結果。 3. 稅務方面之行政救濟事項及評估可能之稅務風險。 4. 關係人交易之性質及移轉定價政策。

盡職調查之工作完成後，就要依序進行一系列的法律行為，即通過董事會決議（證券交易法§14-5）、股東會決議（企業併購法§18）、處理異議股東之股份收買請求（企業併購法§12）、進行通知債權人之保護程序（企業併購法§23）、辦理公司變更登記（企業併購法§25）等。



(圖片來源：經濟部商業司 2022 年 12 月企業併購法簡介及近期修法說明簡報)

2015 年企業併購法修法時，特別針對公開發行公司，要求於召開董事會決議併購之議案前，應設置特別委員會，就該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。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；其辦理本條之審議事項，依證券交易法有關審計委員會決議事項之規定辦理（企業併購法§6I、II）。

2022 年修法時，將「股東權益的保障」明文增列於企業併購法第 1 條之立法目的，另於企業併購法第 5 條第 3 項增訂：「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」，加重董事資訊揭露之義務，並擴大反對併購股東股份收買請求權之適用範圍。修法前原第 12 條第 1 項規定得請求公司收買之異議股

東，須於股東會集會前或集會中，以書面或口頭表示異議並放棄表決權，不包括投票反對之股東。換言之，修法前，股東欲行使股份收買請求權，須以放棄表決權為前提；修法後，將股東會集會前或集會中表示異議並投票反對之股東納入得行使收買請求權之範圍，希望能透過此方式促使公司儘早提出合理價格收買股份（企業併購法§12 修法理由參照）。

以上企業併購法重大的法制變革，有其歷史背景及中心思想，如囿於法條文字，不知修法緣由，難以將法制變革之精神落實於具體的作為，亦容易遭人詬病徒具形式而未能通過司法審查。以下依照企業併購之程序，將法制變革之重點、背景、爭議等，依序介紹分析之。



第二節 特別委員會

本節將會以「遨睿收購國巨案」所引發之爭議，讓大家了解大股東（控制股東或經營階層股東），如何以多數決方式將小股東逐出公司，並介紹外國立法例如何透過獨立組織「特別委員會」制度，或少數股東否決權制度，來確保小股東之權益不要被任意犧牲。

第一目 立法背景介紹

企業併購法於 2015 年新增第 6 條 1 項規定，明定「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。」此項新制度之設計與「遨睿收購國巨案」有不可切割之關係，不得不從該案開始談起。

2011 年 4 月 6 日國巨發布重訊公告：「本公司接獲遨睿投資股份有限公司公開收購本公司普通股股份通知及公開收購申報書件。公開收購對價：以現金為對價，每股新台幣 16.1 元整。¹⁷」。重訊公告前，許多記者就已經收到一封祕密電郵，表示國巨老闆陳泰銘個人與私募基金 K K R（Kohlberg Kravis Roberts & Co.L.P.）共同投資設立一家公司，名為「遨睿股份有限公司」（下稱「遨睿公司」），將以每股 16.1 元的價格，相較於前一交易日收盤價 14.45 元，溢價 14.2%，公開收購台灣被動元件第一大廠國巨的股票。其中，陳泰銘個人占遨睿公司 55% 股權，K K R 擁有 45%¹⁸。

此消息一出，撼動整個被動元件產業，小股東莫不愕然，國巨老闆要聯合私募基金「自己併自己」？聽到收購價格的資深小股東更是氣憤的表示，其在股價 90 元區間進場，十三年來，從未解套，未來更無機會了¹⁹。

市場上出現的質疑聲浪，並非事出無由，過往因為公司財務出狀況、產業間整併，抑或是被外資購併而下市，雖多有所聞，然董事長個人成立公司再回頭收

¹⁷ 公開資訊觀測站國巨 100 年 4 月 6 日公告之重大訊息

¹⁸ 記者劉俞青、林宏文、賴筱凡，揭開陳泰銘將國巨下市內幕(上)

¹⁹ 同上註。

購自家公司且下市，在台灣資本市場上卻是少見。而KKR是誰？全球暢銷書「門口的野蠻人」（原文書名：Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco）中，就是在描述KKR這個A咖級私募基金，如何用盡手段、不計代價，包括犧牲其他股東權益，買下全球食品巨擘雷諾納貝斯克（RJR-Nabisco）。

在這場高達三百億元的收購交易裡，被收購的「舊國巨」是陳泰銘與KKR共同持股35%的公司，而「新國巨」（遨睿公司）卻是兩人持股百分之百的公司，陳泰銘身處其中，且主導全案合併過程，其本身立場就有嚴重的利益衝突。

根據《今周刊》邀請之被動元件產業分析師平均估算，以國巨身為被動元件龍頭大廠的價值，合理的股價／淨值比約在1.3倍，與這次遨睿的出價，若以去年底估計每股淨值15元計算，只有1.07倍。如果這筆交易順利成交，陳泰銘在兩年內，公司不用進行大幅度的調整或合併，也不用拓展新的市場，只要跟隨被動元件產業的自然復甦成長，最保守估計就可以坐享超過一百億元的獲利；如果按照KKR的預估，未來「新國巨」會大力拓展美國市場，成長幅度勢必還會遠高於產業平均水準。但是這些，「小股東都只能在一旁乾瞪眼，連一杯羹都分不到」。²⁰

儘管陳泰銘強調以每股16.1元收購是「七年來的最高價」，藉以強化價格上的合理性，但回首過去七年，是國巨經營上最慘澹的黑暗期，而在遨睿公司進行收購之同一時期，各大投資機構對被動元件產業未來前景的預估，是「大多頭時代來臨」。根據富邦投顧分析，2011年國巨稅後盈餘將成長19%，明年也有13%的成長，而里昂證券台灣區研究主管趙長順更直言，國巨的獲利即將登上十年來的高點，產業的循環將邁入多頭，他建議所有小股東拒絕這項公開收購²¹。

「遨睿收購國巨案」，以現實面來看就是國巨正站在景氣由空轉多的轉機點上，小股東陪陳泰銘走過至少七年的漫漫黑夜，好不容易等到暗夜裡露出一線曙光，黎明才正要來臨，然而，陳泰銘選擇此時拋下其他股東，要一個人獨攬國巨「未來的無限美好」，只願與KKR分享，對小股東而言，真是情何以堪！從現

²⁰ 同上註。

²¹ 記者劉俞青、林宏文、賴筱凡，揭開陳泰銘將國巨下市內幕(下)



在回頭看，國巨於 2011 年併購失敗後，股價確實持續 3 年的低檔，然 2015 年以後，股價開始上漲，2018 年來到 387 元，2024 年則漲至 597 元²²，顯見 2011 年富邦投顧對於被動元件產業的分析相當正確！

第 1 季各月份詳細統計資料												
年度	1月份				2月份				3月份			
	開盤	收盤	漲跌	%	開盤	收盤	漲跌	%	開盤	收盤	漲跌	%
2024	597	552	-45	-7.54	552	558	+6	+1.09	558	581	+23	+4.12
2023	451	540	+89	+19.7	540	538	-2	-0.37	538	529	-9	-1.67
2022	479.5	459	-20.5	-4.28	459	451.5	-7.5	-1.63	451.5	434	-17.5	-3.88
2021	518	574	+56	+10.8	574	593	+19	+3.31	593	553	-40	-6.75
2020	437	386.5	-50.5	-11.6	386.5	410	+23.5	+6.08	410	274.5	-135.5	-33
2019	319	321.5	+2.5	+0.78	321.5	346	+24.5	+7.62	346	323	-23	-6.65
2018	353	387	+34	+9.63	387	330.5	-56.5	-14.6	330.5	522	+191.5	+57.9
2017	58.6	76	+17.4	+29.7	76	75.6	-0.4	-0.53	75.6	82.7	+7.1	+9.39
2016	53.2	52.6	-0.6	-1.13	52.6	55	+2.4	+4.56	55	53.1	-1.9	-3.45
2015	51	56.9	+5.9	+11.6	56.9	59.6	+2.7	+4.75	59.6	64.5	+4.9	+8.22
2014	10.75	12.5	+1.75	+16.3	12.5	14.45	+1.95	+15.6	14.45	13.95	-0.5	-3.46
2013	9.22	8.68	-0.54	-5.86	8.68	9.02	+0.34	+3.92	9.02	9.64	+0.62	+6.87
2012	7.84	9.1	+1.26	+16.1	9.1	9.88	+0.78	+8.57	9.88	8.87	-1.01	-10.2
2011	14.35	15.25	+0.9	+6.27	15.25	14.7	-0.55	-3.61	14.7	14.35	-0.35	-2.38
2010	11.7	11.15	-0.55	-4.7	11.15	11	-0.15	-1.35	11	12.4	+1.4	+12.7
2009	4.14	3.82	-0.32	-7.73	3.82	5.42	+1.6	+41.9	5.42	6.03	+0.61	+11.3
2008	11.4	8.89	-2.51	-22	8.89	9.62	+0.73	+8.21	9.62	11.15	+1.53	+15.9
2007	15.2	14	-1.2	-7.89	14	14.5	+0.5	+3.57	14.5	13.5	-1	-6.9

（資料畫面擷取自台北股市資訊網，網址詳註 16）

財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心（下稱「投保中心」）就此極具爭議之併購案，提出幾項重要看法，並表示已經發函國巨，請其處理，茲將其意見轉載如下²³：

「由於遨睿公司係由國巨公司董事長陳泰銘先生與美國 KKR 旗下之私募基金所共同主導，且依公開收購說明書所載，國巨公司董事長陳泰銘、董事旭昌興企業有限公司、士亨興業有限公司及監察人昇泰興企業有限公司等已與 KKR 所設控股公司就本次公開收購簽訂交易協議，並已承諾應賣其所持有國巨公司已發行流通在外股份總數 7.52% 之股份予公開收購人。因此若仍由此等董事就本件公開收購計畫及收購價格為相關決議，其獨立性已有疑慮，實難期待國巨公司董事會能為公正合理之評估。

²² 台北股市資訊網

²³ 批踢踢實業坊 Economics 看板



國巨公司實際上乃進行所謂之「管理階層收購（Management Buyout，MBO）」，其通常為公司管理階層獲得外界（如私募股權基金）支持後，自公開市場收購公司高比例之股權，甚至全部股權，因此，管理階層收購對股東權益將造成重大之影響。特別係本件公開收購案中，國巨公司董事長又與公開收購人方具密切之關係，且目前國巨公司每股淨值為 14.7288 元（99 年第三季財務報告），而 99 年度該公司每股盈餘達 1.89 元，由於公司股價應係反應公司未來經營情況，僅憑過去一段期間股價來決定收購價格，其合理性實有疑義，因此投保中心認為有關公開收購人關於價格決定之依據為何，是否與同業公司作相關比較，仍應再加以檢視。

站在維護小股東權益立場，公開收購案中其所最關注者，在於確保小股東權益得到公平的對待，此部分即包括大股東及董監事之利益迴避以確保收購計畫評估獨立性，以及價格的合理決定，雖異議股東仍享有股份收買請求權，且能透過司法途徑尋求公平價格之救濟，然其畢竟係最後手段，若能於併購過程中建立機制對收購價格及收購計畫之合理性進行評估、審議，且使併購資訊透明化，應更能保障股東權益，並避免相關爭議。

依「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第 14 條規定，被收購有價證券之公開發行公司於收受公開收購通知及相關書件後七日內，應就本次收購對其股東之建議等對應事項予以公告，因此，投保中心提出呼籲，希望國巨公司依照「上市上櫃公司治理實務守則」第 12 條規定，就本件公開收購案，除應依相關法令規定辦理外，並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，同時也應注意檢視收購價格決定依據，及具利益衝突者之迴避情事，並將董事會關於上揭事宜之決議內容與程序併予資訊公開，以維護股東權益，並避免爭議。

也請國巨公司審慎考慮未來完成公開收購後，就拒絕公開收購之股東，使其於自負盈虧情形下，仍得選擇換取現金或持有合併後存續公司之股份，而有與國巨公司董事長陳泰銘先生相同之公平機會繼續保有其股東地位，分享投資之利益」。

投保中心此份函文點出幾個非常重要的議題，「遨睿收購國巨案」屬於典型「管理階層收購（Management Buyout，MBO）」，對於小股東權益有重大影響，在董事獨立性倍受質疑之情況下，如何透過利益迴避制度，或建立客觀獨立審議委員會審議收購價格及收購計畫之合理性，並將整個過程資訊公開，以盡可能確保小股東權益能得到公平的對待。

最終，經濟部投審會於2011年6月22日駁回「遨睿收購國巨案」。主要有三大疑慮：該案公開收購過程資訊未充分揭露、影響小股東權益，且透過高財務槓桿操作，有資本弱化情形，最後18個委員一致性表達不支持。此案也成為投審會首件駁回的私募基金股權收購案²⁴。

國巨股權交易時程表	
2011年4月6日	國巨宣布： 1. 董事長陳泰銘將與國際私募基金凱雷合組遨睿股份有限公司； 2. 並以每股新台幣 16.1 元的價格收購國巨在外流通的全部普通股。 投審會於該日受理遨睿收購國巨之申請案
2011年4月8日	國巨宣布董事會於4月6日已授權董事林來福先生委任外部財務顧問及會計師。
2011年4月8日	國巨董事長陳泰銘於當日赴證交所做說明。
2011年4月12日	國巨宣布董事會作成公開收購價格應尚無偏離合理範圍之結論。
2011年4月15日	投保中心表示國巨未依上市上櫃公司治理實務守則組成客觀獨立審議委員會，進行審議收購價格及收購計畫合理性以盡保障股東權益一事，與國巨董事會作成就本收購案對於股東建議之決議，皆不予認同
2011年5月23日	遨睿公開收購國巨股權已超過最低門檻。

²⁴ 記者潘羿菁 2011 年 6 月 23 日報導，遨睿收購國巨 投審會駁回

2011 年 6 月 22 日	經濟部投審會表示國巨為台灣被動元件龍頭大廠，本併購案將對於我國資本市場有重大影響，且合併後之存續公司有資本弱化之情形，另外，本案有關於投資人之保障與透明度等，相關主管機關仍有疑慮，故決定不予通過。遨睿收購國巨正式宣告破局。
-----------------	---

（上表摘自黃于軒，2012 台灣大學法律研究所學位論文，論私募股權基金之金融監理-以投資策略可能引發之風險為探討中心²⁵）

對於投審會的決定，市場輿論普遍叫好，但也不乏有論者認為「遨睿收購國巨案」並無不法，投審會受制於輿論，以「行政裁量」的方式否決此案，突顯台灣法治之不足，也會降低外商來台投資的意願，此非正確作法，而是應盡快訂定一個「公平對待小股東的遊戲規則」²⁶。

同一時期之 2013 年 2 月 5 日，遠在大西洋另一頭的美國，也在進行一場「管理階層收購」，即 Dell Inc.（下稱「Dell 公司」）之創辦人、董事長兼執行長 Michael Dell 為尋求公司轉型，找來私募基金 Silver Lake Partners（下稱「Silver Lake」）合作，共同買下 Dell 公司，並將 Dell 公司下市、私有化之併購案。

為審議該併購案，Dell 公司董事會成員中不具利害關係之董事，共同組成「特別委員會」（special committee），就併購案之策略合理性、公平性進行審議，同時獨立委託財務顧問及法律顧問提供專業意見，最後一致建議 Dell 公司董事會及股東會批准系爭合併案²⁷。

消息公佈後，許多股東並不滿意 Michael Dell 與 Silver Lake 提出之併購條件。例如 Blachstone 集團提出新的收購提案，包括股東將取得高於每股 14.25 美元之現金對價或選擇保留股份，並保證股票會繼續在 Nasdaq 市場上交易等；另一股東 Carl Icahn 則向法院提起訴訟，表示股東會臨時延期、變更投票規則，係優先考慮

²⁵ 黃于軒，2012 台灣大學法律研究所學位論文，論私募股權基金之金融監理-以投資策略可能引發之風險為探討中心，第 132 頁

²⁶ RusRules Financial Broatcasting，從國巨收購案看台灣法律的可悲

²⁷ 蔡昌憲，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，台大法學論從第 44 卷第 2 期

Michael Dell 方之利益，而違反受託義務（fiduciary duties）等。迫於壓力，Michael Dell 於 2013 年 8 月 2 日宣告現金對價提高 10 美分，為 13.75 美元，並加發每股 0.13 美元之現金股利，最後法院於 2013 年 8 月 16 日駁回 Carl Icahn 違反受託義務之主張，Dell 公司臨時股東會於 2013 年 9 月 12 日通過收購案，並於 2013 年 10 月 29 日下市²⁸。

Dell 與國巨案之比較		
	Dell	國巨
由管理階層引入私募股權基金，建立特殊目的公司來收購自家公司	O	O
由獨立董事成立特別委員會來審議收購條件	O	X
由特別委員會聘用獨立財務顧問、法律顧問、投資顧問來評估收購計畫及條件	O	X
合併協議須經無利害關係之少數股東多數決同意	O	X
司法/行政審查結果	通過法院審查	投審會否決

相較於「遨睿收購國巨案」，Dell 案使用了美國德拉瓦州公司法實務上有利於公司證明交易具有公平性之「安全港（safe harbor）」手段，包括成立特別委員會來審議收購條件，委員會由獨立董事組成，聘任獨立財務顧問及法律顧問，並有投資顧問協助查詢詢購期間競價者提出之收購條件；另就合併協議之通過，須經無利害關係之少數股東多數決同意²⁹，這樣的作法，顯然可以獲得法院之認同。因之，2013 年 11 月 21 日行政院提出的企業併購法草案，就以增設「特別委員會」為修法重點，該法案於 2015 年 7 月 8 日公布後 6 個月施行。

²⁸ 同上註第 546 頁

²⁹ 同上註第 547 頁。



第二目 現行法制之檢討與建議

針對「特別委員會」之制度移植，學者多有質疑，並笑稱是「半套公司治理」³⁰。首先從企業併購法第 6 條修法理由來看：「按公司併購行為涉及公司之法人格消滅、經營權變動、組織重大改變及重要資產交易，影響股東權益甚鉅，而公開發行公司股東由於人數眾多，影響層面更廣，為使股東在進行併購決議時獲得充足之資訊與相關評估建議，爰參考美國德拉瓦州最高法院 Weinberger v. UOP (Del.1983)、Kahn v. Lynch Communication System, Inc. (Del.1994) 等案例法之精神、香港證券及期貨事務監察委員會「公司收購合併及股份購回守則」第 2.1 條及公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第十四條之一規定，要求公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，應組成特別委員會，以經營者之經驗與角度，為股東就本次併購交易之整體公平性、合理性進行審議，並提報於董事會及股東會」。其中提及的 Weinberger 案就是「管理層收購」應如何管制之代表案件。

美國德拉瓦州最高法院認為，就控制股東涉及雙方交易之併購案，若公司於交易過程中有成立外部董事（無利害關係董事）組成之特別委員會，就公眾股東之最大利益進行獨立談判，抑或系爭交易經獲得充分資訊之多數決批准，則評估系爭交易是否完全公平之司法舉證責任轉由原告負擔³¹。衡平法院亦曾在 Seagraves v. Urstadt Property Co.一案表示，未成立特別委員會，即不符合「公平交易」此一要件³²。然若特別委員會之獨立性不足、沒有獲得充分資訊、未被賦予得向控制股東拒絕不公平交易之重要權限，則舉證責任仍由公司負擔³³。簡言之，在美國法下，併購交易得以透過「特別委員會」之設置，避免法院以「完全公平法則」來進行嚴格檢視，仍由原告即小股東來舉證併購交易之不公平。正所謂「舉證之所在，敗訴之所在」，負舉證責任之一方，通常容易敗訴，故在美國法下之「管理階層收購」併購案，多會設置獨立「特別委員會」來進行，以免將來無法通過法院公平原則之審查。

³⁰ 曾宛如，半套公司治理移植經驗-以審計委員會與特別委員會為例，月旦民商法雜誌第 43 期 2014 年 3 月份。

³¹ 同註 19 第 560 頁。

³² 同註 19 第 560 頁。

³³ 同註 19 第 560 頁。

美國法制下之「特別委員會」與我國立法相較，我國法並未賦予特別委員會就併購案之否決權，也未提到董事會是否需受特別委員會之審議結果所拘束，董事會是否授權特別委員會就公開收購條件進行協商或尋求其他競價者之權限，似也開放給併購公司之董事會自行決定，如此一來，特別委員會在我國法制下，充其量相當於「獨立專家意見」，其意見僅供參考，如依照美國法制之精神，這種欠缺獨立性之特別委員會，縱然設置，仍不應發生舉證責任轉換之效果，公司仍應就併購條件之合理性、公平性，負完全的舉證責任。

特別委員會制度比較		
	美國法	我國法
由獨立董事組成	O	O
特別委員會決議拘束董事會	O	X
特別委員會可以就收購條件進行協商、尋求其他競爭者	O	X
特別委員會可以聘任各種專業之獨立專家	O	△

我國移植之「特別委員會」，除權限、功能大打折扣外，其與證券交易法下之「審計委員會」關係為何，學者亦提出質疑。依我國企業併購法第 6 條第 2 項規定：「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；其辦理本條之審議事項，依證券交易法有關審計委員會決議事項之規定辦理。」亦即當公司設有審計委員會時，併購案之初審由審計委員會為之。然證券交易法於第 14 條之 4 增設審計委員會制度，原意在代替監察人制度，此從該法第 1 項規定：「已依本法發行股票之公司，應擇一設置審計委員會或監察人」，及同條第 4 款準用公司法第 218 條、第 218 條之 1、第 218 條之 2 第 2 項、第 224 條至第 226 條等監察人之權限，可以得見。我國監察人之制度原在監督董事會，新法增訂之特別委員會則近似於獨立專家意見，則審計委員會如何於企業併購案件中替代特別委員會？

且依證券交易法第 14 條之 5 第 1 項規定，如涉及「董事自身利害關係之事項」或「重大之資產或衍生性商品交易」，應經審計委員會全體成員二分之一以

上同意，並提董事會決議；然同條第2項規定：「如未經審計委員會全體成員二分之一以上同意者，得由全體董事三分之二以上同意行之，不受前項規定之限制。」換言之，如若公開發行公司有設置審計委員會者，其可以規避企業併購法第6條之適用，併購案只要經董事會特別決議即可。以目前實務上發生重大爭執的案例，大多是上市櫃公司，均設有審計委員會，都可以透過董事會特別決議的方式來免除特別委員會之設置，如此一來，企業併購法第6條修法之意義何在？雖然學者對於特別委員會之法制譏為「半套公司治理」，然如不管修法精神，單純從法律架構來看，恐怕連「半套」都談不上。

企業併購法第6條第3項規定：「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。」其立法理由為：「本次修正擴大了併購對價之彈性及增加多種併購類型，從而特別委員會或審計委員會就關於換股比例或配發股東之相關資產交換之合理性評估資訊，自不應限於分割交易及其資產交換內容。」。相較於2004年5月5日舊法規定，委請獨立專家表示意見之內容，為分割後受讓營業或財產之既存或新設公司發行新股之價格及所受讓營業或財產價值之合理性，兩次修法就獨立專家之功能，均限於「評價交易條件之合理性」，但企業併購要考慮的層面不是僅僅只有「交易價格」而已，關於併購目的、交易架構、對象選擇是否合理，交易退場機制是否適當可行，稅務、法律、勞工權益等相關安排是否合法、妥適，均是不可忽視的重點，則特別委員會是否可以聘請「財務以外」之專家，就併購交易的所有約定提供專業意見？依公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法第6條第2項規定：「獨立專家係指會計師、律師或證券承銷商」，似僅限於以上三種專業人員，然參照公開發行公司審計委員會行使職權辦法第11條規定：「審計委員會或其獨立董事成員得代表公司委任律師、會計師或其他專業人員，就行使職權有關之事項為必要之查核或提供諮詢，其費用由公司負擔之。」，審計委員會可委任的專家包括「其他專業人員」，企業併購法第6條第2項既然將特別委員會與審計委員會等同視之，則特別委員會應可類推適用公開發行公司審計委員會行使職權辦法之上開規定，將委任專家之範圍括及「其他專業人員」。

至於何謂「獨立專家」？依公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法第6條規定：「獨立專家係指會計師、律師或證券承銷商，且不得與併購交易當

事人為關係人，或有利害關係而足以影響獨立性」。無論是「關係人」、「或「利害關係」、「足以影響獨立性」等用語，均屬於不確定之法律概念，司法審查上雖依個案判斷，但其他可能相關的法令規定，仍須注意，例如：公開發行公司取得或處分資產處理準則第 5 條第 1 項、專家出具意見書實務指引第 4 條，就專家之積極資格、消極資格之規範，及「不得收取或有酬金」³⁴及有事先設定意見結論之情事。遵守上述的法令規範，僅是基本要求，實際上是否具有利害關係而足以影響獨立性，一定要經得起「嚴格」的檢視，獨立專家曾經服務的客戶，最好也納入審查範圍。以美國 Kahn V. Tremont Crop.案為例³⁵，該案之 Valhi 為 NL 及 Tremont 的母公司，Simmons 家族則以間接持有 Valhi 90%股權的方式來控制 NL 及 Tremont 二家子公司，1991 年 Simmons 家族決定出售 NL15%之股票給 Tremont；Tremont 接到此要約時，雖立刻指派三位獨立董事成立特別委員會，委員會之主席 Stein 並選任獨立的財務顧問出具報告，然事後發現 Stein 曾在數項交易中代表 Simmons 家族，其選任的財務顧問與 Stein 熟稔，並曾與 Simmons 家族、Valhi 有商業往來，綜合上述事實，最高法院認為本案特別委員會缺乏獨立性，不得將舉證責任轉換至原告身上，而廢棄原審之判決。

為了更能清楚了解美國法院對於特別委員會的運作有哪些期許、要求，特參考哈佛法學院公司治理論壇臚列如下³⁶：

1. 特別委員會的職能是在某些董事（例如參與管理層收購或代表控股股東的董事）的利益與其他董事的利益存在重大差異的情況下，透過將決策委託給一組獨立、無利害關係的董事來保護股東利益。
2. 運作良好的特別委員會的存在可以將整個公平案件的舉證責任轉移給原告。為了實現這種負擔轉移，特別委員會必須遵循適當的程序。例如，在與大股東的交易中，特別委員會必須擁有真正的議價能力，可以與大股東在公平的基礎上行使。特別委員會應接受獨立的財務和法律建議，

³⁴ 「或有酬金」之定義：「一、酬金之支付與否，以達成某種結果或發現為條件者。二、酬金之多寡，以達成某種結果或發現為條件者。」，詳參會計師「職業道德倫理公報第七號」

³⁵ 盧曉彥，美國母子公司合併子公司少數股東保護之研究-兼評台灣實務案例與相關規範設計之缺憾之合併規範，國立政治大學論文

³⁶ Use of Special Committees in Conflict Transactions Posted by Andrew R. Brownstein, Benjamin M. Roth, and Elina Tetelbaum, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, on Monday, September 23, 2019

在不受控股股東影響的情況下勤勉談判，並應掌握所有相關重大信息，包括與股東本身資產價值（包括替代用途）相關的重要事實。

3. 特別委員會應充分授權，能夠獨立於有衝突的董事、控股股東和管理階層行事。此類決議還應要求管理層與特別委員會合作，並且如下文更詳細討論的那樣，允許特別委員會保留自己的獨立法律、財務和其他顧問。特別委員會應有權決定其會議的時間、方式和內容，並能夠以保密的方式與管理層、董事會中存在衝突的董事和控股股東（如果有）進行審議。特別委員會及其顧問應主動尋求所有相關資訊（可能包括估值資訊和管理層或交易發起人持有的資訊）並代表股東勤奮談判。
4. 特別委員會應該對其角色有一個清晰的概念，其中應該包括對潛在交易說「不」的權力。說「不」的能力必須包括不擔心遭到報復的能力。
5. 特別委員會本身，而不是管理階層或控股股東，應選擇自己的財務和法律顧問。
6. 在特別委員會任職需要謹慎平衡強硬和務實，以確保委員會不會過度規避法律風險，從而失去有利且良好的交易機會。委員會應仔細考慮各種替代方案，並坦率地討論每種方案的風險和利益。
7. 無論是來自委員會還是其財務顧問之報告或分析，都應該仔細、深思熟慮地準備。許多衝突交易都需要加強對交易審批流程的公開揭露，包括包括草稿和註釋，將在訴訟中被提出。
8. 特別委員會的會議和分析應保密，這意味著衝突方不得索取與特別委員會會議或分析有關的記錄副本，也不得索取有關特別委員會審議情況的報告。建立特別委員會的一個主要好處是限制衝突人員接觸敏感資料。
9. 雖然衝突人員應根據要求與特別委員會的顧問進行接觸，但此類人員應避免試圖支配此類顧問所採用的任何流程或分析的方法或結果。

再回到企業併購法第 6 條之立法理由，其提到特別委員會之制度，除參考美國德拉瓦州最高法院 Weinberger v.UOP (Del.1983)、Kahn v.Lynch Communication System,Inc. (Del.1994) 等案例法之精神外，還有參考「香港證券及期貨事務監察委員會「公司收購合併及股份購回守則」第 2.1 條（應為第 2.2 條，立法理由誤載為第 2.1 條）」之規定，然此並非事實。

依據香港證券及期貨事務監察委員會「公司收購合併及股份購回守則」第 2.2 條規定³⁷，因合併而下市之併購案，被下市之公司股東會上，收購人及與收購人一致行動者，均不得行使表決權，與控制股東無利害關聯之少數股東，至少要超過 75% 投票贊成合併案，且不得有超過 10% 投票反對。

然觀諸我國企業併購法第 18 條第 6 項明文規定：「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。」此條文於 2015 年企業併購法大翻修時，並無修訂，僅是改變條文項次；2018 年大法官釋字第 770 號更表示：「按公司股東及董事於參與表決時之利益迴避規範，本為公司治理之重要原則，目的在確保公司股東及董事於參與決策時，不至於為自己利益，而傷害公司或其他股東之正當利益。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（前開立法院公報參照），故系爭規定二許該條所示之股東及董事參與其他參加合併公司之合併決議，尚非全無正當理由。是關鍵並非在於有利害關係之股東及董事應否迴避，而係在於相關規定對未贊同合併之股東之利益，有無提供充分保護。」大法官等於是正面肯認利害關係股東無庸迴避，符合立法目的，並未違憲，因之 2022 年並未修訂此條文。

亞洲公司治理協會（Asian Corporate Governance Association，簡稱 ACGA）出版之「台灣公司治理白皮書」³⁸，早在 2011 年 2 月就已對我國之立法例提出強烈批評：「

³⁷ 香港香港證券及期貨事務監察委員會「公司收購合併及股份購回守則」第 51-52 頁，第 2.2 條規定

³⁸ 2011 年 2 月「台灣公司治理白皮書」，亞洲公司治理協會，第 40-41 頁

公司下市是一個重大的決定，故若沒公平地進行公司下市，將可能對小股東們有不利的影響。讓董事會單獨通過公司下市的決議-即便董事們已擁有公司相當比例的股份-仍是剝奪小股東對其所投資的公司未來應有的發言權。因此，決定下市的唯一公平機制是為全體股東召開臨時股東大會。

如董事及/或控股股東對公司下市擁有商業利益或經濟利益，該董事及/或股東應利益避不得參與臨時股東大會之表決。那麼所召開的臨時股東大會應只限於獨立股東（即沒有利害關係的股東、不附屬於任何董事或控股股東之公司股東）之參與表決。

設立臨時股東大會之表決門檻為所有合格投票的66.6%³⁹，與區域性標準相較仍屬偏低」。

參照德拉瓦州衡平法院於2013年5月29日就In re MFW Shareholders Litigation之併購案表示，在下市交易中，如果控制股東可以採用二種程序來保障少數股東，則可以適用商業判斷法則，而不適用完全公平的司法審查標準：一是自交易啟動時起，由獨立董事組成的特別委員會協商併購條件且批准，該特別委員會有拒絕合併之權利；二是併購案經未受脅迫且獲得充分資訊之「少數股東」多數決同意⁴⁰。亦可得見「控制股東（或利害股東）迴避表決」為淨化利益衝突及保障少數股東權益，不可或缺之必要手段。我國企業併購法第18條第5項關於利害股東無庸迴避表決之立法例，恐有檢討改進之空間。

第三目 小結

2011年由國巨董事長陳泰銘發動之「遨睿收購國巨案」，引起投資大眾對於「管理階層收購」之重視，小股東們任人魚肉毫無反擊辦法，突顯當時法制之不

³⁹ 現行企業併購法第18條第1至4項：「

股東會對於公司合併或解散之決議，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。

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。

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。

前三項出席股東股份總數及表決權數，章程有較高之規定者，從其規定。」

⁴⁰ In re MFW SHAREHOLDERS LITIGATION.

足，經濟部投審會雖順應輿論擋下此極具爭議之併購案，但仍招致批評，認為投審會未依法行政，影響外資投資之意願，不利國內併購交易之進行，影響經濟發展等。

2015 年之修法雖參考美國併購案例，於企業併購法第 6 條第 1 項規定，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；然其於第 2 項容許特別委員會之設置得以審計委員會替代之，兩個委員會之功能、性質不一，如何替代是個問題；且依證券交易法第 14 條之 5 第 2 項規定，只要併購案經董事會特別決議，就可以規避審計委員會的審查，完全是「合法的架空」企業併購法第 6 條之立法。不知企業併購法第 6 條第 2 項之立法，係立法者未通盤考量相關聯法律所造成的錯誤，抑或各方利益團體角力的結果，然如企業進行併購時，有意藉由法律漏洞之方式進行「表面合規」的併購，恐怕未能如意。自 2019 年大法官釋字 770 號公布後，「保障小股東權利」已經成為司法審查的重要對象，如果在併購程序之進行未設置獨立的委員會來建立第一道防火牆，可以想見後續收購價格公平性的審查，也難以通過，最終導致併購案決議被撤銷，相關董事被究責之下場。

故本文建議，企業於進行併購時，尤其是爭議性頗巨由「管理階層」進行「現金逐出合併」之併購類型，無論公司是否設有審計委員會，最好都另組成「特別委員會」，獨立且全面地就併購計畫合理性、併購條件之公平性進行審議。現階段要賦予特別委員會否決併購案之「否決權」，縱有困難，公司於知悉特別委員會有不同意見時，應盡量提供資料說服，爭取委員會之認同，否則縱使特別委員會的決議不拘束董事會，將來進入司法審查時，法院仍會要求公司就特別委員會之反對意見提出說明，此時就不再能「以權壓人」，而必須確確實實以「理」說服法院。

至於企業併購法第 18 條雖明文規定控制股東就併購案無庸迴避表決，然具體的運作上，仍建議控制股東可以迴避表決，以避免利益衝突之質疑；如能獲取「不具利害關係」股東多數決之同意，更可以在併購條件合理性、業已保障小股東權益等方面，爭取到法院之認同，讓併購決議不要輕易的被撤銷。

第三節 董事說明義務與資訊揭露



前一章節介紹「遨睿收購國巨案」造成之輿論批評，促成了「特別委員會」新制度之建立，並介紹美國立法例就「特別委員會」之獨立性、權限有何特別要求。此章節將以「台信收購台固案」，介紹大法官釋字第 770 號解釋對於併購過程中即時揭露資訊之要求，並以「光州收購雷亞案」、「遠傳收購亞太案」為例，讓大家了解違反資訊揭露將帶來何種嚴重的後果。

第一目 立法背景介紹

企業併購法 2022 年修法時，就董事說明義務與股東會資訊揭露範圍，特別於第 5 條第 4 項新增：「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」。立法理由明載：「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」。此條項之修法就是為了符合大法官釋字第 770 號之要求，故有介紹釋字 770 號之必要。

2007 年 3 月 1 日台灣大哥大股份有限公司（下稱台哥大）宣布，將透過子公司台信國際電信股份有限公司（下稱台信公司），以每股 8.3 元的價格公開收購轉投資公司台灣固網股份有限公司（下稱台固公司）股權 41% 以上，總交易金額將達 272.9 億元至 535.68 億元。台哥大董事長蔡明興表示，收購台固公司，台哥大將跨足多媒體產業，且在結合電信與媒體事業後，具有三合一（Triple Play，有線、無線以及電視）的差異化競爭優勢，成為更具經濟規模之領導業者。台哥大原持有台固公司股權 9.95%，台固公司則持有台哥大股權約 30%，台固公司成為台哥大孫公司後，台哥大庫藏股也將達到 30.15%。蔡明興表示，此 30% 的庫藏股計畫引進長期投資的財務性、策略性夥伴，目前洽談中的國內外法人約有二至三家⁴¹。

⁴¹ 自由財經，2007/03/02，台灣大公開收購台固逾 41 % 股權，記者王憶紅台北報導

台固公司就台信公司公開收購一事，於 2007 年 3 月 7 日發布重訊，就董事自身利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由公告如下：「

因本次收購案係屬本公司與本公司之關係人台灣大哥大股份有限公司百分之百持股之轉投資公司台信國際電信(股)公司〈以下簡稱台信國際電信〉間之關係人交易，為符合公司法 206 條、第 178 條規定之本旨，就本次收購案有自身利害關係之董事，均未參與本次議案之決議，合先說明。

台信國際電信擬以每股新台幣 8.3 元收購本公司股權，相較於公開市場之交易價格，該公開收購價格之溢價，分別佔興櫃市場 96 年 2 月 27 日前 30 個營業日、60 個營業日及 90 個營業日之實際交易平均價格之 31.75%、29.28%及 30.50%。

為評估台信國際電信提出之公開收購價格是否合理，本公司聘任美商摩根大通銀行(JP Morgan)擔任本次收購案之財務評估顧問，提供本公司有關本次收購價格之專業評估。

經參酌 JP Morgan 就本次收購價格之專業評估並考量台信國際電信本次公開收購價格高於興櫃市場之實際交易價格，本公司董事中，除就本次收購案有自身利害關係，為符合公司法規定而未參與本次議案決議之董事外，其餘董事均持中立態度，建議本案由股東參閱公開收購相關資料，自行決定是否參與應賣。

建議各股東於決定是否應賣前，應詳閱台信國際電信公開收購公告及公開收購說明書。公開收購人於公開收購後對本公司之營運、員工等計劃，併建請各股東詳閱公開收購說明書。公開收購說明書查閱網址：
<http://www.fbs.com.tw/newweb/>。

持反對意見之董事姓名及其所持理由：無。」⁴²。

台固公司於 2007 年 6 月 29 日召開 96 年度股東常會決議，於同年 12 月 28 日與台信公司合併，由台信公司以每股 8.3 元之價格吸收合併原台固公司。原台固

⁴² 鉅亨網：<https://www.moneydj.com/kmdj/news/newsviewer.aspx?a=ba61a654-43dc-44a6-b761-ad164e5733d0>

公司係消滅公司，台信公司則為存續公司。合併後，台信公司更名為「台灣固網股份有限公司」（下稱新台固公司）。⁴³

原台固公司之股東玉禮實業股份有限公司（下稱玉禮公司）於 2012 對新台固公司提告，請求返還原台固公司股份 70 萬股，理由略以：「系爭股份既為伊所有，伊未同意出售予台信國際，則時任原台固公司董事長之被告蔡明忠明知應為股東最大利益處理事務，卻未盡忠實義務與善良管理人之責任，擅自提案與其家族企業台信國際進行合併，並決議出售伊之股份，已構成背信，嚴重侵害伊之權利，爰依民法第 184 條第 1 項前段、第 28 條、第 213 條第 1 項、第 767 條第 1 項前段及第 179 條等規定，訴請返還股票⁴⁴」。

被告答辯如下：「台信國際原已持有原台固公司 9.95% 股權，於 96 年 3、4 月間先進行公開收購原台固公司普通股程序，台信國際並於 96 年 4 月 9 日召開董事會核議以現金每股 8.3 元吸收合併原台固公司普通股之議案，被告蔡明忠因身兼原台固公司董事，故依公司法第 206 條準用第 178 條利益迴避之規定而未加入表決，嗣經全體出席董事決議授權董事長張孝威依公司法第 172 條之 1 第 1 項規定，於原台固公司 96 年度股東常會召集前，以書面向原台固公司提出此合併議案。嗣原台固公司依公司法第 172 條之 1 第 2 項規定公告受理股東之提案、受理處所及受理期間後，台信國際即依同條第 1 項規定向原台固公司提出前述合併議案。原台固公司隨即於 96 年 4 月 13 日經董事會決議通過受理提案，並依前揭規定將處理結果通知台信國際，及將該提案列於該次股東常會開會通知召集事由及會議議程。是以本件以現金作為對價，乃屬合法之合併型態。

又原台固公司訂於 96 年 6 月 29 日召開 96 年度股東常會，並將前揭合併議案之提案列為召集事由第 7 案，依據原台固公司股務代理機構富邦證券 96 年 5 月 7 日提供之全部股東持股分析表，原台固公司當時股東人數為 26,557 人，其中持股 1,000 股以上有 25,417 人，未滿 1,000 股有 1,160 人，從而，原台固公司依法於開會 30 日前即 96 年 5 月 29 日寄送 25,417 件股東會開會通知予持股 1,000 股以上之各股東，且對持股未滿 1,000 股之記名股東，於同年 4 月 10 日及 5 月 11 日先後公

⁴³ 司法院大法官釋字第 770 號解釋

⁴⁴ 臺灣臺北地方法院 101 年度重訴字第 467 號民事判決

告開會訊息及召集事由。而按股份有限公司股東會召集之通知，係採發信主義，以公司於法定期限內將股東會開會通知交郵局寄出之日為準，即生合法通知之效力，原台固公司既已將該次股東常會開會通知交由郵局寄送，即生合法通知原告之效力。且原台固公司於96年6月29日股東會後，亦已於同年7月18日依公司法第183條第1項規定，將股東會議事錄寄送含原告之各股東，並依同條第3項規定為公告，故原台固公司所為股東常會之召集程序應屬合法。

台信國際於合併原台固公司前，先經公開收購程序取得原台固公司74.0858%股份，加計原持有9.95%原台固公司股份，合計取得原台固公司股份5,423,400,833股，佔已發行股份總數6,454,000,000股之84.03%。又台信國際於96年6月29日出席原台固公司96年度股東常會，有股東出席卡可證，則本次股東常會出席數已超過已發行股份總數之三分之二甚明。該次股東常會有關前揭合併議案因有超過三分之二以上股東之出席，且符合法律規定出席股東過半數同意之要件而通過，原台固公司並已於同年7月18日將股東會議事錄寄送予各股東，及依公司法第183條第3項規定公告。從而，原台固公司股東常會決議通過台信國際以每股8.3元現金吸收合併原台固公司股份之議案，以原台固公司為消滅公司，台信國際為存續公司，台信國際並同時更名為台灣固網股份有限公司（即被告台固公司），被告台固公司嗣依循前揭股東會決議以每股8.3元之現金價格撥付並銷除原台固公司股東（含原告）之股份，完成公司合併程序，即均符合相關法令規範。

股份有限公司之股東人數眾多，若所有意思之決定均需全體股東一致同意始得為之，勢必妨礙公司之經營，故總意之形成取決於多數決，而非全體股東之同意，是個別股東如不同意公司所為合併決議時，可依法聲明異議並放棄表決權，以主張股份收買請求權，此亦係公司法第317條、企業併購法第12條規定股份收買請求權之立法目的。本件合併案業經原台固公司96年度股東會決議通過，已如前述，原告既未出席股東會，亦未依法定程序聲明異議，依法即應受上開合併議案決議之拘束。況本件雖有少數股東主張股份收買請求權，惟業經本院核定每股8.3元之合併價為公平股價。查原告既已自願放棄主張股份收買請求權之救濟途徑，自不得於法定異議期限後復爭執被告蔡明忠與原台固公司無權處分其股份（被告蔡明忠及台固公司均否認處分原告所有之系爭股份，事實上係被告台固公

司依原台固公司股東會決議，依法撥付合併對價款以銷除原告持有之系爭股份)」⁴⁵。

最終臺灣臺北地方法院以 101 年度重訴字第 467 號民事判決回玉禮公司之訴，玉禮公司上訴二審、三審亦均被駁回，可參臺灣高等法院 101 年度重上字第 673 號民事判決、最高法院 102 年度台上字第 2334 號民事判決。

玉禮公司終局敗訴後，以企業併購法第 4 條第 3 款規定：「合併：指依本法或其他法律規定參與之公司全部消滅，由新成立之公司概括承受消滅公司之全部權利義務；或參與之其中一公司存續，由存續公司概括承受消滅公司之全部權利義務，並以……現金……作為對價之行為。」（下稱系爭規定一）及 91 年 2 月 6 日制定公布之企業併購法（下稱舊法）第 18 條第 5 項規定：「公司持有其他參加合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事者，就其他參與合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權。」（下稱系爭規定二）有抵觸憲法第 7 條、第 15 條、第 22 條及第 23 條之疑義，聲請大法官會議解釋，大法官表示法律見解如下：「

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

按合併為企業尋求發展及促進經營效率之正當方式之一，立法者就此，原則上有相當之立法裁量權限，使企業得以在維護未贊同合併股東之權益下，進行自主合併。惟倘企業合併之內容對未贊同合併股東之權益影響甚大，諸如以強制購買股份之方式使未贊同合併股東喪失股權，或使系爭規定二（指企業併購法第 18 條）所示之股東及董事，就其他參加合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權，基於權衡對未贊同合併股東之周全保障，及企業尋求發展與促進效率等考

⁴⁵ 同上註

量，立法者至少應使未贊同合併股東及時獲取有利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊，以及就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制，始符憲法第 15 條保障人民財產權之意旨。

依企業併購法第 4 條第 3 款所定，在股份有限公司合併時，存續或新設公司支付予消滅公司股東之對價，不以其本身發行之股份為限，尚得包括現金。是系爭規定一（指企業併購法第 4 條第 3 款）許贊同合併之股東違反未贊同合併股東之意願，以現金作為對價強制購買其股份（下稱現金逐出合併）之部分，將剝奪未贊同合併股東之股權。又依系爭規定二所定，涉及股份有限公司之合併時，公司法有關利益迴避之下列規定將被排除適用：公司法第 178 條有關股份有限公司股東會決議之利益迴避規定：「股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他股東行使其表決權。」及原因案件公司合併時之公司法（即 55 年 7 月 19 日修正公布之公司法）第 206 條第 2 項有關股份有限公司董事會決議準用股東會利益迴避之規定：「第 178 條……之規定，於前項之決議準用之。」其所謂前項之決議，即該條第 1 項所規定：「董事會之決議，除本法另有規定外，應有過半數董事之出席，出席董事過半數之同意行之。」依系爭規定二排除利益迴避規定適用之結果，系爭規定二所示之股東及董事得參與其他參加合併公司之股東會及董事會之決議，並使此種持股企業，得以利用其持有相對多數股份之優勢，違反未贊同合併股東之意願，為現金逐出合併之決議，以剝奪其股權。雖系爭規定一及二係為利企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效率（該法第 1 條參照）及提升公司經營體質、強化公司競爭力而制定（立法院公報第 91 卷第 10 期院會紀錄第 300 頁參照），然其不但使未贊同合併股東喪失其彰顯於股份本身之財產權，且限制其投資理財方式，並因而剝奪其透過對特定公司之持股而直接或間接參與該公司事務以享受相關利益機會，對其股份所表彰之權益影響甚大。

按公司股東及董事於參與表決時之利益迴避規範，本為公司治理之重要原則，目的在確保公司股東及董事於參與決策時，不至於為自己利益，而傷害公司或其他股東之正當利益。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（前開立法院公報參照），故系爭規定二許該條所示之股東及董事參與其他參加合併公司之合併決議，尚非全無正當理由。是關鍵並非在於有利害關係之股東及董事應否迴避，而係在於相關規定對未贊同合併之股東之利益，有無提供充分保護。

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

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

綜上，104 年 7 月 8 日修正公布前之企業併購法，未使因以現金作為對價之合併而喪失股權之股東，及時獲取合併對公司利弊影響暨系爭規定二所示之股東及董事有關其利害關係之資訊，亦未就股份購買對價公平性之確保，設置有效之權

利救濟機制，系爭規定一及二於此範圍內，與憲法第 15 條保障人民財產權之意旨有違。

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

未按現行企業併購法第 5 條第 3 項雖規定：「公司進行併購時，公司董事就併購交易有自身利害關係時，應向董事會及股東會說明其自身利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由。」然該條就董事或其所代表之股東利害關係之說明，並未要求於董事會及股東會開會之一定合理期間前，及時使其他股東獲取相關資訊。且於有利害關係之股東及董事所提供之資訊仍有不足時，在現行企業併購法之下，其他股東並無有效之機制，促使其提供完整之資訊。又現行企業併購法第 12 條第 1 項第 2 款前段規定：「公司於進行併購而有下列情形之一，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份：……二、公司進行第 18 條之合併時，存續公司或消滅公司之股東於決議合併之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者。」同條第 6 項前段復規定：「股東與公司間就收買價格自股東會決議日起 60 日內未達成協議者，公司應於此期間經過後 30 日內，以全體未達成協議之股東為相對人，聲請法院為價格之裁定。」且同條第 7 項至第 12 項並就法院為價格裁定之相關程序及費用負擔等為規定，以保護未贊同合併之股東。是現行企業併購法就確保公平價格，已設有較為完整之保障機制。惟此法院裁定之機制，僅適用於股東主動請求收買股票之情形，並不適用於未贊同合併之股東不願被逐出，然卻因現金逐出合併而遭剝奪股權之情形。現行企業併購法就此等部分，均未臻妥適，併此指明。⁴⁶」。

⁴⁶ 同註 36

整理大法官釋字 770 號重點，大法官認為企業併購法第 4 條 3 款「現金逐出合併」之類型、第 18 條利害關係董事無庸迴避等法條，有其追求之目的，屬於立法裁量範圍，尊重立法者之判斷，不予審查；然在企業併購法之下，少數股東並無有效機制促使利害關係董事提供資訊，也未要求於董事會及股東會開會之「一定合理期間前」，使其他股東即使獲取相關資訊，對於少數股東之保障不足，應修法改進，故而 2022 年企業併購法於第 5 條新增第 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。」要求進行併購之公司，必須在「股東會召集事由」中，敘明董事利害關係之重要內容，如有違反，可能會構成股東會併購決議之程序瑕疵，而得以訴請法院撤銷併購決議。

第二目 現行法制之檢討與建議

針對大法官釋字 770 號解釋，學者最嚴厲之批評在於大法官肯認利害關係股東無庸迴避之合憲性。從解釋文第七段文字：「就充分資訊之部分，如系爭規定二所示之股東及董事為多數，而對於現金逐出合併之決定，有絕對之優勢，則有關如何確保其參與此種合併之決議，係符合公司之最大利益，至關重要。法律至少應使未贊同合併之股東及時獲取合併對公司利弊影響之重要內容、有關有利害關係股東及董事之自身利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議理由之資訊」，可以理解大法官係有意識的針對控制股東所為之併購交易類型，做出上開解釋，然此種由控制股東驅逐少數股東之「現金逐出合併⁴⁷」類型，難以想像資訊揭露可以發揮何種作用，蓋無論小股東接收之資訊充分與否，均不會對於併購案決議之通過有任何影響。陳碧玉大法官於協同意見不同意見書即指出：「揭露義務的目的在於協助股東、董事為決議時，有足夠之資訊以為判斷，在邏輯上無法推導出若有即使適足資訊之揭露，即可免除股東或董事有利益迴避之必要性。

⁴⁸」。

⁴⁷ 「現金逐出合併」係指併購對價為現金，併購交易完成後，被併購的公司變成「消滅公司」，該公司股東喪失股東身份，也無法取得「存續公司」、「新設公司」的股份，等於是被強迫售出持股。

⁴⁸ 司法院大法官釋字 770 號陳碧玉大法官協同意見不同意見書

我們可以理解市場上運作的模式，常常是想要進行併購的公司，在市場上大量收購標的公司之股票，成為控制股東後，才能以多數決的方式在股東會通過併購案。要求立法者在目前的時空環境限制控制股東的投票權，顯然會遭受重大阻力，因之，台灣若要效仿香港之立法，要求「因合併而下市之併購案，被下市之公司股東會上，收購人及與收購人一致行動者，均不得行使表決權，與控制股東無利害關聯之少數股東，至少要超過 75% 投票贊成合併案，且不得有超過 10% 投票反對⁴⁹」，恐怕還有很長的一段路要走。法律是有強制力，必須合情合理人民才會願意去遵守，如果法律的規定，不合理的超出人民所能接受的範圍，人民為了生存，只好加以抗拒，畢竟，人民是為了生存才守法，而不是為了守法才生存，如果社會大眾的價值觀念還沒發展到相當階段就予以超前立法，反而會引起不必要之紛爭。個人還是肯定大法官就此案所為之價值判斷，但若是控制股東對於併購案的正當性很有信心，主動迴避表決權之行使，未來如有爭訟，相信會更容易獲得法院的支持。

另為確保少數股東之權益，大法官強調重要併購資訊「即時揭露」之重要性，與證券投資市場資訊公開理論不謀而合。證券暨期貨市場發展委員會科長張振山曾為文表示：「資訊公開為證券發行制度與法律之基石，以達保障投資人及健全市場之目的。資訊公開之要旨在於達成『充分與公正公開（Full and Fair Disclosure）』，即充分公開各項公正資訊並防止詐欺、保護投資，此一原則係源於美國大法官布蘭迪斯（Louis Brandeis），在其一九一四年著作 *Other People's Money* 中之名言：『公開是救治現代社會及工業弊病的最佳良藥，陽光是最好的防腐劑，燈光是最有效的警察』，即認為證券市場之管理在促使影響市場參與者之資訊作充分及公正的公開，使參與者得依據此資訊作最佳決策。其應用在證券發行制度上，具有三種意義：第一、使投資人在買賣證券前，有機會取得充分而詳細之資料及消息，以為參考，或據為判斷；第二、公司資料公開，使政府及社會大眾廣泛瞭解公司情況，有嚇阻公司經營者違法濫權之作用；第三、公司公開之資訊，日後若發現虛偽不實事項，得據為實行法律追懲之對證，故強化資訊公開，係證券市場一貫追求之目標。⁵⁰」。

⁴⁹ 參註 30

⁵⁰ 我國資訊公開制度之探討，證期局科長張振山，證券暨期貨月刊第 22 卷四期

對照證券投資市場資訊公開理論之制度目的，再回顧大法官釋字 770 號解釋文指示之立法方向：使少數股東能「即時」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」，可以了解依此方向修法至少可以帶來幾個正面影響：第一、使少數股東在股東會開會前，能有充分資訊了解合併對公司利弊影響，以決定投票意向，避免將來因獲取之資訊不充分而進行訴訟。第二、利害關係股東及董事揭露自身與合併案的關係，讓少數股東評估合併案真的是為了公司利益，還是只是為了利害關係人的利益，而在資訊揭露之要求下，利害關係股東及董事，為顧及聲譽，也會避免使用「強取豪奪」等不良手段。第三、揭露資訊後，會引起市場廣泛討論，形成輿論，可能可以藉由輿論阻擋控制股東主導之併購案，或是迫使大股東提高收購對價，揭露之資訊如有不實，少數股東將來也可以進行求償。以此角度來看，我們就不應該輕視大法官要求「即時揭露資訊」之重要性。

觀諸企業併購法 2022 年的修法，新增之第 5 條第 4 項僅要求「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」，並未包含「合併對公司利弊影響」，原因為何，不得而知。或有論者認為「贊成或反對併購之理由」可予以包含在內，然若是董事無人反對呢？或者反對的理由僅是針對併購之對價呢？很顯然「合併對公司利弊影響」不必然可以涵蓋於法條中。因併購案對於公司之利弊影響，乃是發動併購計畫的首要原因，更是整個併購案是否具有正當性的檢視標準，故即令企業併購法並未明文要求應於股東會召集事由中敘明，企業經營者均應予以揭露，以免將來被質疑程序不完備。況若併購確實有利於公司未來發展，企業經營者更應予以揭露，以尋求更多股東之支持。至於異議股東對於合併案之不同意見，本文建議應也給予相等公開之機會，以符合資訊完整公開之要求。

另為讓股東可以清楚了解主導併購案之董事或控制股東與合併案之利害關係，企業併購法第 5 條第 3 項規定：「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。」，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。」。然何謂「利害關

係」？只要揭露董事或控制股東自身有利害關係的部份，還是要擴及董事或控制股東的家屬或其公司？

企業併購法第 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。」此為董事在處理併購案時所必須盡到的受託人義務。公司法第 23 條第 1 項就董事違反受託義務時之責任，亦有規定：「公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任。」。美國德拉瓦州最高法院於 1939 年 Guth V.Loft 指出：「忠實義務下，公司董事與高階主管禁止利用其職位追求個人利益。…基於公共利益之需求以及本於對於人性之認識，董事與高階主管應一絲不苟地履行其義務，不僅應積極保護公司利益，並應防止任何可能造成公司損害之情事。董事與高階主管應毫無保留地對公司忠實，其個人利益與對公司之義務不能存有任何衝突。⁵¹」，所謂之「利害關係」就是董事之個人利益與對公司忠實義務可能存在的衝突關係。

企業併購法第 5 條第 3 項雖將利害關係之揭露限於「董事自身」，然實務上在審查利害關係或利益衝突時，常常將董事之配偶、子女，或董事控制之公司，也列入審查範圍，此從公司法第 206 條原僅於第 2 項規定：「董事對於會議之事項，有自身利害關係時，應於當次董事會說明其自身利害關係之重要內容」，其後於第 2018 年增訂第 3 項：「董事之配偶、二親等內血親，或與董事具有控制從屬關係之公司，就前項會議之事項有利害關係者，視為董事就該事項有自身利害關係。」，可窺一二。另須特別注意，「董事」非僅限於公司變更登記事項表所載之董事，公司之「非董事」，而實質上執行董事業務或實質控制公司之人事、財務或業務經營而實質指揮董事執行業務者，亦是受規範之對象，公司法第 8 條第 3 項有明文規定。

雖然公司法於 2018 年修法時，已經擴張「利害關係」之揭露範圍，然相較於美國模範公司法（The Model Business Corporation Act, MBCA⁵²），我國規範仍有稍

⁵¹ Guth V.Loft, Inc., 5 A.2d 503, 510 (1939)

⁵² 董事忠實義務與利益衝突交易之規範-以公司法第 206 條為核心，朱德芳，政大法學評論第 159 期第 147-148 頁

嫌不足之處，為免日後發生爭議或法院就利害關係揭露範圍做擴張解釋，建議董事在揭露利害關係時，可以參考美國模範公司法之規定，事先思考是否要遵循美國模範公司法的規定，如不欲遵循有何正當理由，以利日後說明。茲就美國模範公司法董事利害關係之揭露範圍詳述並舉例如下：

利害關係（利益衝突）範圍	說明
董事為交易相對人	公司為交易之一方，董事為交易的另一方
董事已知其於該交易涉有重大財務上利益（material financial interest）	以「遨睿收購國巨案」，陳泰銘身為國巨董事長，且為遨睿公司大股東，此收購案成功與否，於陳泰銘有重大財務上的影響。
董事已知其關係人（related person）為交易相對人，或於該交易涉有重大財務上利益，可以合理預期將傷害或破壞董事決策時之客觀判斷	「關係人」指以下人士： 1. 董事之配偶 2. 董事或配偶之子女、繼子女、孫子女、父母、繼父母、祖父母、兄弟姊妹、繼兄弟姊妹、同父異母或同母異父之兄弟姊妹、叔伯阿姨、姪子女，以及前述人士之配偶。 3. 與董事共同生活之人。 4. 董事或前述 1～3 所列之人所控制之法律實體。 5. 本國或外國之法律實體，符合以下條件之一者： a. 董事擔任其董事者（共通董事） b. 董事為合夥人或自治機關成員之非公司組織

	c. 董事為該信託之受託人或遺產之管理人 6. 董事之僱用人所控制之自然人或法律實體（本條所規定之「控制」係指以下情況之一：直接或間接透過表決權、利益、契約或其他方式，擁有選舉過半數董事之權利；或承擔過半數損失之風險，或享有過半數盈餘之權利）。
--	--

根據美國模範公司法，董事對於利益衝突之存在「知情不報」才會構成受託義務之違反。當利害關係存在於董事自身與公司交易時，董事不能推稱不知情，惟若利害關係存在於董事之關係人與公司交易時，如董事不知有此交易，自不會構成受託義務之違反。

另須討論的是違反釋字 770 號大法官會議解釋所揭示之「資訊公開義務」，小股東得否以此為由聲請撤銷通過併購之股東會決議？釋字 770 號解釋認為：「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」，顯然並未准許原台固公司之股東，得以釋字 770 號聲請撤銷原台固公司與台信公司之併購決議，只有准許原台固公司就收購價格部份予以救濟，至於係以訴請法院裁定公平收購價格，或係向違反受託義務之董事請求損害賠償，大法官並未予以限制。

然於釋字 770 之後，處理「雷亞與光州」合併案之法院⁵³卻認為：「釋字第 770 號解釋意旨係認修正前企併法第 4 條第 3 款許現金逐出合併，以及 91 年 2 月 6 日制定公布之同法第 18 條第 5 項排除公司法有關利益迴避規定之適用，於其解釋意旨範圍內，與憲法第 15 條保障人民財產權之意旨有違，而允許該案聲請人得自其解釋送達之日起 2 個月內，以書面列明其主張之公平價格，向法院聲請為價

⁵³ 臺灣高等法院 2022 年 3 月 22 日 110 年度上更二字第 183 號民事判決

格之裁定，然並未限制少數股東不得依公司法第 189 條規定，提起撤銷股東會決議之訴訟；又系爭股東會之召集程序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，而前開瑕疵實已積極侵害上訴人參與系爭股東會之權益，系爭合併案之目的亦難認具正當性，系爭股東會之召集程序係屬違法且瑕疵重大，已如前述，要與公司法第 189 條之 1 規定未符，自無適用之餘地。」，而以「違反資訊公開」為由撤銷「雷亞與光州」於 104 年通過之合併決議，該判決於 2022 年 7 月經最高法院⁵⁴駁回上訴而確定。

上開案件一確定，就引發學者、產業界重大質疑，雷亞公司與光州公司已經合併近 10 年，要如何回復原狀？美國大法官小奧利弗·溫德爾·霍姆斯曾有名言：「The life of the law has not been logic; it has been experience.」（中譯：「法律的生命從來不是邏輯，而向來是經驗」）。「雷亞與光州」合併案判決，對釋字 770 號之解讀，邏輯上固無問題，然如此解釋之結果，卻導致判決結果無法被履行，強行履行也不知所需付出之代價為何，這是否符合人民對於法律維持秩序之期待，殊堪存疑。就此，或可參考美國案例⁵⁵，立法禁止在併購交易完成後訴請撤銷併購決議，方為正辦⁵⁶。

無獨有偶，2023 年 8 月 17 日智慧財產及商業法院也以 111 年度商訴字第 13 號判決撤銷了遠傳電信與亞太電信於 2022 年 4 月 15 日決議通過之合併案。判決認定：「企業併購法第 5 條第 3 項規定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，係鑑於公司董事在具有自身利害關係下所為之併購決議，雖未必有害於股東權益，但難免有公平性與合理性上之質疑，為健全公司治理，促使董事之行為更透明化以保護投資人之權益，爰參考美國德拉瓦州一般公司法第 114 條之規定，要求具有自身利害關係之董事，應向董事會及股東會說明利害關係之重要內容；為避免董事可能透過併購案圖謀自己利益，或僅考量到併購公司之利益而危害目標公司之利益，藉由說明義務說明其同意與反對併購決議之理由，預先告知股東

⁵⁴ 最高法院 2022 年 7 月 27 日 110 年度台上字第 3180 號裁定

⁵⁵ Arnold v. Society for Savings Bancorp, Inc., C.A. No. 12883, 1995 WL 376919, at *3 (Del. Ch. June 15, 1995); McMillan v. Intercargo Corp., 768 A.2d 492, 500 (Del. Ch. 2000); In re Transkaryotic Therapies, Inc., 954 A.2d 346, 362 (Del. Ch. 2008).

⁵⁶ 企業併購中股東救濟途徑之擇取，黃朝琮，企業併購與股東權益 2022 年 7 月 2 日版第 291 頁

與其他利害關係人，供投資人謹慎評估投資之時機，俾保障股東權益（企業併購法第 5 條第 3 項 104 年 7 月 8 日修正理由參照）；如違反上開規定，股東無從知悉參與公司併購決議之董事就併購案有自身利害關係，自無從判斷董事所為同意決議之理由是否合理，於股東會為表決時，亦無從據以作成是否同意併購案之決定，是上開規定之違反所影響者非僅原告持有之 3,000 股，難認其違反之事實非屬重大且於系爭決議結果無影響，自不得依公司法第 189 條之 1 規定駁回原告之請求。」再次強調具有利害關係之董事，向董事會及股東會說明利害關係之重要性，且不以起訴股東僅持有 3,000 股，而認影響不重大。從這個判決可以了解法院實務對於即時揭露資訊之重視，企業進行併購交易時，不得輕忽之。

第三目 小結

大法官於釋字第 770 號解釋，特別強調企業應「即時揭露」董事於併購案之利害關係，企業併購法 2022 年修法時，也於第 5 條第 4 項新增相關規定。因公司法是商事法之基本法，企業都應該遵守，故所謂之「董事」包含公司法第 8 條第 3 項「實質上執行董事業務或實質控制公司之人事、財務或業務經營而實質指揮董事執行業務」之，即俗稱之「影子董事」；而就「利害關係」有無之判斷，也不限於「董事自身」，依公司法第 206 條第 3 項規定，擴及「董事之配偶、二親等內血親，或與董事具有控制從屬關係之公司」，以上分散於其他法律之規定，企業進行併購交易時，皆應一併注意。另企業併購法新增之第 5 條第 4 項要求資訊公開之內容，雖未包含「合併對公司利弊影響」，然此為併購案重要之事項，建議企業仍予以公開，一方面可爭取股東之認同，另一方面也可避免以後訴訟遭質疑程序有瑕疵。異議股東對於合併案之不同意見，本文建議應也給予相等公開之機會，以符合資訊完整公開之要求。



第四節 異議股東之股份收買請求權

前面二個章節都在介紹併購程序進行中，有哪些重要法令及原則必須遵守，以免法院認為併購程序侵害小股東權益而撤銷合併決議。此章節則是介紹併購程序完成後，消滅公司之股東已經確定要被逐出，企業併購法係如何以股份收買請求權之機制，來確保小股東能取得公平合理的收購對價，及公司在股份收買請求程序中，應特別注意哪些規定，以免被迫支付預期外之收購金額。

第一目 立法背景介紹

所謂股份收買請求權，係指當公司股東不同意公司進行某一種交易行為時，得請求公司以公平價格收購其股份。例如公司法第 186 條規定，當股東不同意公司「締結、變更或終止關於出租全部營業，委託經營或與他人經常共同經營之契約」、「讓與全部或主要部分之營業或財產」、「受讓他人全部營業或財產，對公司營運有重大影響」時，得於股東會開會前以書面表示反對，且於股東會開會時投票反對後，請求公司收購其股份。

與企業併購相關之股份收買請求權，則散見於各法令，如公司法第 316-2 條第 2 項（母子公司合併）、公司法第 7 條第 2 項（公司合併或分割）、企業併購法第 12 條（包含合併、收購、分割），及金融控股法第 24 條第 2 項（營業讓與）、第 26 條第 2 項（股份轉換）、第 32 條第 3 項（母子公司合併）。以上法令對於股份收買請求權行使之要件，略有不同，本文僅就企業併購法第 12 條所規定之股份收買請求權予以介紹。因法條本文十分複雜，為方便作修法比較，爰臚列歷次修正條文如附錄所示。

由附錄臚列之企業併購法第 12 條之修法歷程，可以發現二個重要轉變，一是股份收買請求權原本規定由提出異議之股東擔任原告，2015 年修法後，改由公司擔任原告，異議股東則列為被告。2015 年修法前，異議股東須於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記錄，並放棄表決權者，方能向公司請求以公平價格收購其股份；如公司與股東間無法就收購價格達成協議，股東才能向法院聲請價格裁定。此項權利是否行使，由各該股東自行決定，並負擔聲請費用。2015 年修法後，同樣須於 20 日內以書面向公司提出聲請，並列明請

求收買價格，新增的部份是必須交存股票之憑證。如公司與股東間就收買價格達成協議者，公司應自股東會決議日起 90 日內支付價款。未達成協議者，公司仍應自決議日起 90 日內，依其所認為之公平價格支付價款予未達成協議之股東；公司未支付者，視為同意股東依第二項請求收買之價格。修法課予公司盡速支付價款之義務，如未支付「視同」同意股東請求之價格，效力非常之大，公司須特別注意。另決議後 90 日內，公司須以全體未達成協議之股東為相對人，聲請法院為價格之裁定，如有異議股東未列為相對人者，「視為」公司同意該股東收買之價格，此規定亦具有不可推翻之效力，公司處理此爭訟時，須注意不要漏列異議股東。

第二個重要改變是異議股東如果未於股東會決議時放棄表決權，可否行使股份收買請求權？換言之，如果於股東會投票反對合併案之股東，是否還能依公司法第 12 條請求公司按公平價格收購股份？2022 年修法前，明定股份收買請求權之行使，以「放棄表決權」為要件，換言之，股東如於股東會反對合併案，就自動喪失請求公司以公平價格收購之權利；2022 年修法後，異議股東無論是放棄表決權或投票反對合併案，均得請求公司以公平價格收購；至於未曾表示異議之股東，無論是放棄表決權或投票反對合併案，於新舊法時期均不得行使此項權利。

2022 年之修法源自於大法官釋字第 770 號，先前已經介紹該釋字係關於「台信收購台信案」。原台固公司於 2007 年 6 月 29 日召開股東會決議，於同年 12 月 28 日與台信公司合併，由台信公司以每股 8.3 元之價格吸收合併原台固公司。原台固公司係消滅公司，台信公司則為存續公司。合併後，台信公司更名為「台灣固網股份有限公司」（下稱新台固公司）。原台固公司之股東玉禮公司於 2012 對新台固公司提告，請求返還原台固公司股份 70 萬股，敗訴確定後，聲請大法官解釋，大法官確認「現金逐出」之合併類型，及企業併購法第 18 條利害股東無庸迴避之規定，均未違反憲法對於人民財產權之保障，惟認為：「就公平價格確保之有效權利救濟機制部分，法律既許系爭規定二所示股東及董事無庸為利益迴避，而得參與現金逐出合併之股東會及董事會決議，以剝奪未贊同合併股東之股權，則其亦應確保對價之公平性，避免此種股東及董事以多數決之方式，恣意片面訂定價格。本件原因案件公司合併時之 93 年 5 月 5 日修正公布之企業併購法第 12 條第 1 項及第 2 項規定，公司進行併購而有該項所示情形者，股東得請求公司按

當時公平價格，收買其持有之股份，並準用公司法第 187 條及第 188 條之規定。其中所準用之公司法第 187 條第 2 項規定：「股東與公司間協議決定股份價格者，公司應自決議日起 90 日內支付價款，自第 185 條決議日起 60 日內未達協議者，股東應於此期間經過後 30 日內，聲請法院為價格之裁定。」是在 93 年 5 月 5 日修正公布之企業併購法之下，對於價格公平性之確保，有基本之救濟規範。惟此法院裁定之機制，僅適用於股東主動請求收買股票之情形，並不適用於未贊同合併之股東不願被收買，然卻因現金逐出合併而遭剝奪股權之情形。

是現行企業併購法就確保公平價格，已設有較為完整之保障機制。惟此法院裁定之機制，僅適用於股東主動請求收買股票之情形，並不適用於未贊同合併之股東不願被逐出，然卻因現金逐出合併而遭剝奪股權之情形。現行企業併購法就此等部分，均未臻妥適，併此指明。」

大法官明示現行法律對於「投票反對」合併案之異議股東，未賦予請求公司以公平價格收買股份之權利，與憲法保障財產權之意旨有違，故而促成 2022 年之修法。從修法的軌跡來看，可以明顯看出舊法時期，立法者傾向於為了讓併購案順利通過，故限制「投票反對」之異議股東得行使股份收買請求權，降低異議股東阻撓合併案之機會；但隨著時代進步，促進經濟發展已非唯一或最重要的目標，保障小股東之權利也同樣被重視，故而不再限制異議股東的「投票反對權」，允許異議股東投票反對合併案通過不成後，仍能請求公司以合理價格收購其股份，以促使收購價格之決定更趨於合理化。

須特別補充的是，異議股東請求股份收買之程序並不影響併購案之進行，併購決議合法通過後，併購於基準日生效，被收購公司所有股東之股份移轉予收購公司，異議股東亦與其他股東一樣可先獲得經股東會決議通過之價款，只是公司須另與異議股東就收買股份之價款差額進行協商，協商不成，再聲請法院裁定。

第二目 現行法制之檢討與建議

2022 年企業併購法第 12 條修法後准許「投票反對」之異議股東也能行使股份收買請求權，解決了長期以來學者對於現行法過度保障控制股東之批評與爭議。然修法以後仍有幾點既有存在的問題並未解決，以下分別提出討論。

異議股東未於法定期限內交存股票憑證，是否不問可歸責與否，皆喪失股份收買請求權？依企業併購法第 12 條第 3 項規定，股東行使股份收買請求權之要件，必須於股東會決議日起 20 日內以書面提出，並列明請求收買價格及交存股票之憑證，惟股票憑證應交予何人，企業併購法並未明文規定。經濟部曾於 2016 年 3 月 21 日以經商字第 10502016270 號函釋：企業併購法第 12 條第 3 項規定之「依法得受託辦理股務業務之機構」係指依「公開發行股票公司股務處理準則」第 3 條第 1 項規定，得受委託處理股務事務之機構。故異議股東僅能向公司委任之股務機構辦理交存作業，而不得逕向公司提出，如被收購之公司係非公開發行公司，異議股東則須待公司委任股務機構後，才能自股務機構取得憑證，再向公司提出憑證以完成股票憑證交存作業。上開步驟必須在股東決議後 20 日內完成，如果未能依限完成，即不能行使權利，此參修法理由：「股東未依第二項規定之期間內，以書面提出請求、列明請求收買價格及交存股票之憑證者，係未完成請求之程式，其效果與未請求相同」。此為強行規定，並未區分異議股東未能依限完成交存股票憑證之事由，一律喪失權利。然從以上程序可以了解到異議股東要完成股票憑證交存作業，需要公司之協力，如公司委任股務機構之動作太慢、或是未將股務資訊通知異議股東，異議股東將無法於 20 日內完成法定程序，最後喪失股票收買請求權，如此無異將公司程序拖延產生之不利益責由異議股東承受，相當不合理。比較美、日兩國法制，皆是以公司通知異議股東如何行使股份收買請求權，且完成通知程序後，才開始起算異議股東行使股份收買請求權之期限⁵⁷，讓異議股東有完成的期間思考並行使權利，較為合理。企業處理此項業務時，切記要緊盯時間，勿因故意或過失導致異議股東喪失股票收買請求權之權利，否則縱使異議股東喪失該權利，仍非不得以董事、經理人違反受託義務造成其損害，進而請求損害賠償。

異議股東如已交存股票憑證，可否撤回其股份收買之請求？企業併購法第 12 條第 5 項僅規定若公司取消併購行為時，異議股東行所行使之股份收買請求權失其效力，並未明文規定異議股東可否撤回請求。就此，經濟部曾於 2016 年 3 月 21 日經濟部經商字第 10502016270 號函釋：「第一項股東之請求，於公司取銷同

⁵⁷ 異議股東股份收買程序之新制：兼論美國模範商業公司法及日本會社法，王資元，TDC 專欄第 29 頁

項所列之行為時，失其效力。是以，除公司取銷第 1 項所列之併購行為外，異議股東一經交存股票予受委託處理股務事務之機構後，即不可取銷其交存行為。股份收買請求權於學說上向來被認定為形成權，一經行使，效力就確定，不可撤回，如此解釋確實有助於穩定公司與異議股東間的法律關係，也可免除股務機構處理作業的不確定性。惟仍有學者認為股份收買請求權係為保護異議股東之權利，股東行使與否對公司而言不具相反之利害關係，故建議參考外國法例，於一定期間內或經公司同意後，准許異議股東撤回請求⁵⁸。有關立法例要如何選擇，尚須經行政、立法機關審慎評估與討論，依目前有效之行政解釋，確實不允許異議股東交存股票憑證後再行撤回，公司處理相關業務時應特別注意，以免異議股東將來又反悔，主張其撤回無效，又另起法律爭議。

第三目 小結

企業併購法於 2015 年將股份收買請求權之原告改由公司擔任，並規定以所有異議股東為被告，確實解決原先由異議股東擔任原告，造成法院公平價格認定不一、案件過多的問題；2022 年修法後准許「投票反對」之異議股東也能行使股份收買請求權，也解決了長期以來學說上的爭議與批評，然後續是否會造成更多人「投票反對」案，造成併購決議通過之困難，仍有待觀察，在此僅能提醒企業董事、經理人務必注意企業併購法第 12 條諸多強行規定，如第 6 項「未達成協議者，公司應自決議日起九十日內，依其所認為之公平價格支付價款予未達成協議之股東；公司未支付者，視為同意股東依第三項請求收買之價格」，及第 7 項「股東與公司間就收買價格自股東會或董事會決議日起六十日內未達成協議者，公司應於此期間經過後三十日內，以全體未達成協議之股東為相對人，聲請法院為價格之裁定。未達成協議之股東未列為相對人者，視為公司同意該股東第三項請求收買價格。」，務必於期限內完成相關動作，以免公司遭致預期外的損害，讓併購再添變數。

⁵⁸ 同上註第 30 頁

第五章 結論與建議



自 2011 年「遨睿收購國巨案」後，「管理階層收購」、「現金逐出合併」等併購類型就引起主管機關及投資大眾之重視，無論使用之名稱為何，只要是收購公司與被收購公司之控制股東為相同或具有一定之利害關係，且被收購公司之股東係以收取現金之方式退場，都會落入法院嚴格審查之範圍，因為此種併購類型，主導者同時代理買賣雙方，難以期待收購條件係買賣雙方公平磋商之結果，且併購案係透過多數決之方式決定，小股東沒有說「不」之權利，只能被迫接受不公平之收購條件並退出公司，顯不合理，故 2015 年、2022 年進行一系列之修法，期盼企業在追求商業發展之同時，也能一併保障小股東的權益。

2015 年企業併購法之修法於第 6 條第 1 項規定，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；然其於第 2 項容許特別委員會之設置得以審計委員會替代之，完全是「合法的架空」當初要求設置特別委員會之目的。如企業進行併購時，有意藉由法律漏洞之方式進行「表面合規」的併購，恐怕未能如意。自 2019 年大法官釋字 770 號公布後，「保障小股東權利」已經成為司法審查的重要對象，如果在併購程序之進行中未設置獨立之特別委員會來建立第一道防火牆，可以想見後續收購價格公平性的審查，也難以通過，最終導致併購案決議被撤銷，企業不可不慎。本文建議企業進行併購時，尤其是爭議性頗巨之「現金逐出合併」類型，無論公司是否設有審計委員會，最好都另組成「特別委員會」，獨立且全面地就併購計畫合理性、併購條件之公平性進行審議，董事會也盡可能的尊重特別委員會之審查意見，以免將來進入司法審查時，併購決議遭法院撤銷。

大法官釋字第 770 號解釋特別強調企業應「即時揭露」董事於併購案之利害關係，企業併購法 2022 年修法時，也於第 5 條第 4 項新增相關規定。所謂之「董事」包含公司法第 8 條第 3 項「實質上執行董事業務或實質控制公司之人事、財務或業務經營而實質指揮董事執行業務」之，即俗稱之「影子董事」；而就「利害關係」有無之判斷，也不限於「董事自身」，依公司法第 206 條第 3 項規定，擴及「董事之配偶、二親等內血親，或與董事具有控制從屬關係之公司」，以上規定皆應一併注意。另企業併購法新增之第 5 條第 4 項要求資訊公開之內容，雖未

包含「合併對公司利弊影響」，然此為併購案重要之事項，建議企業仍予以公開。異議股東對於合併案之不同意見，本文建議應也給予相等公開之機會，以符合資訊完整公開之要求。



企業併購法 2022 年修法後已准許「投票反對」之異議股東也能行使股份收買請求權，後續是否會造成更多人「投票反對」案，造成併購決議通過之困難，仍有待觀察，在此僅能提醒企業董事、經理人務必注意企業併購法第 12 條諸多強行規定，如第 6 項「未達成協議者，公司應自決議日起九十日內，依其所認為之公平價格支付價款予未達成協議之股東；公司未支付者，視為同意股東依第三項請求收買之價格」，及第 7 項「股東與公司間就收買價格自股東會或董事會決議日起六十日內未達成協議者，公司應於此期間經過後三十日內，以全體未達成協議之股東為相對人，聲請法院為價格之裁定。未達成協議之股東未列為相對人者，視為公司同意該股東第三項請求收買價格。」，務必於期限內完成相關動作，以免公司遭致預期外的損害，讓併購再添變數。

企業併購涉及諸多法令，相關判決實務發展也不斷進行中，謹以此文整理相關法令、函釋、外國立法例及判決實務最新見解，期能協助企業在公司治理、法律遵循上有更進一步的認識，並合法順利的完成併購相關程序。

參考文獻



一、中文書籍

- (一) 王志誠，企業併購法實戰守則，新學林，2020 年 4 月。
- (二) 黃日燦，企業併購的十堂必修課，日月文化集團，2016 年 5 月。
- (三) 黃朝琮，企業併購與股東權益，新學林，2022 年 7 月。
- (四) 黃朝琮，受託義務之理論與應用，新學林，2022 年 7 月。
- (五) 黃偉峰，企業併購法，元照，2007 年 10 月。
- (六) 劉連煜，公司法理論與判決研究(五)，元照，2009 年 4 月。
- (七) 葉銀華，公司治理全球觀點台灣體驗，滄海圖書，2020 年 6 月。
- (八) 台北市律師公會，企業併購實務指引，新學林，2023 年 9 月。

二、中文期刊論文

- (一) 邵慶平，異議股東的股份交存與股東資格，月旦裁判時報第 138 期，2023 年 12 月。
- (二) 郭大維，企業併購交易中董事利益衝突資訊之揭露，月旦裁判時報第 126 期，2022 年 12 月。
- (三) 廖沿臻，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，月旦時論第 57 期，2022 年 9 月。
- (四) 林國彬，企業併購交易中董事受任人義務之探討，臺灣財經法學論叢第 2 卷第 1 期，2020 年 1 月。
- (五) 廖大穎，彰銀案、國巨案與企業併購法修正，月旦時論第 161 期，2016 年 3 月。
- (六) 周振鋒，2020 年企業併購法修正草案之研析，月旦會計實務研究第 35 期，2020 年 11 月。
- (七) 周振鋒，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，全國律師第 25 卷 5 期，2021 年 5 月。
- (八) 陳彥良，2015 年企業併購法修法初探，台灣法學第 280 期，2015 年 9 月。



- 月。
- (九) 陳彥良，企業併購中股東最大利益暨董事相關忠實義務，月旦裁判時報，2014 年 10 月。
- (十) 楊哲夫，淺談併購私有化與企業併購法修法草案，證券暨期貨月刊第 32 卷 9 期，2014 年 9 月。
- (十一) 蔡昌憲，再論私有化併購交易之法制問題，全國律師第 27 卷 第 12 期，2023 年 12 月。
- (十二) 蔡昌憲，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，台大法學論叢第 44 卷 2 期，2015 年 6 月。
- (十三) 吳宏一、丁意如，亞太電信與遠傳電信合併案研析——111 年度商訴字第 13 號判決，月旦時論，2023 年 11 月。

三、中文學位論文

- (一) 張羣，企業併購法下收買請求權之股東權益保護-兼論日本企業併購下股份收買請求權制度，國立中央大學產業經濟研究所碩士論文，2021 年 6 月。
- (二) 白舜仁，企業併購與股東權益保障，以釋字 770 號為中心，國防大學管理學院法律學系碩士論文，2023 年 6 月。
- (三) 黃品瑜，論企業併購法現金逐出合併少數股東權益保護之研究-以大法官釋字第 770 號解釋為核心，國立成功大學法律學系碩士論文，2020 年 7 月。
- (四) 黃于軒，論私募股權基金之金融監理-以投資策略可能引發之風險為探討中心，國立臺灣大學法律學院法律研究所碩士論文，2013 年 2 月。
- (五) 鄭又瑞，管理階層收購與少數股東權保護之研究，國立中興大學法律系科技法律碩士班碩士學位，2015 年 6 月。
- (六) 林映余，比較中美法制下股份轉換之異議股東股份收買請求權，東吳大學法學院法律學系碩士在職專班涉外商務談判法律組碩士論文，2017 年 1 月。

四、外文文獻

- (一) The-business-judgement-rule-in-Latin-America-background-note
- (二) Malone v. Brincat 722 A.2d 5 (Del.1998)
- (三) seinfeld v horizon 909 A.2d 117 (Del.2006)
- (四) Weinberger v.UOP,Inc.Supreme Court of Delaware(1983)
- (五) Basic,Inc.v.Levinson,485 U.S.224(1988)
- (六) Meinhard v. Salmon - 249 N.Y. 458, 164 N.E. 545 (1928)
- (七) Duane Jones Co. v. Burke - 306 N.Y. 172, 117 N.E.2d 237 (1954)
- (八) Arnold v. Society for Savings Bancorp, Inc., C.A. No. 12883, 1995 WL 376919, at 3 (Del. Ch. June 15, 1995)
- (九) McMillan v. Intercargo Corp., 768 A.2d 492, 500 (Del. Ch.2000)
- (十) In re Transkaryotic Therapies, Inc., 954 A.2d 346, 362 (Del. Ch. 2008).
- (十一) Use of Special Committees in Conflict Transactions Posted by Andrew R. Brownstein, Benjamin M. Roth, and Elina Tetelbaum, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, on Monday, September 23, 2019



附錄



企業併購法第 12 條股份收買請求權修法比較

修訂日期	法條及立法理由
2022.2.6	公司於進行併購而有下列情形，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份： 一、公司股東對公司依前條規定修改章程記載股份轉讓或股票設質之限制，於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記錄，並放棄表決權者。 二、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記錄，並放棄表決權者。但公司依第十八條第六項進行合併時，僅消滅公司股東得表示異議。 三、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。 四、公司進行第二十七條之收購時，公司股東於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記錄，並放棄表決權者。 五、公司進行第二十九條之股份轉換時，進行轉換股份之公司股東及受讓股份之既存公司股東於決議股份轉換之股東會前，以書面向公司表示異議，或於股東會中以口頭表示異議經記錄，並放棄表決權者。 六、公司進行第三十三條之分割時，被分割公司之股東或受讓營業或財產之既存公司之股東於決議分割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記錄，並放棄表決權者。 公司法第一百八十七條及第一百八十八條規定，於前項各款情形準用之。但依第十八條第六項或第十九條規定進行簡易合併時，以董事會決議日作為計算期間之基準日。

	【立法理由】 一、本條係就公司於進行併購時異議股東之股份收買請求權作一統一規定。第一項將各種公司得合法收買股份之情形，列為公司法第一百六十七條第一項公司不得收買股份限制之例外規定。並於第一項各款配合本法及公司法規定，統一規定異議股東請求公司買回股份之要件。 二、為保障股東權益，參酌日本商法第三百四十九條規定對於修改章程記載股份轉讓或股票設質之限制表示異議之股東賦予買回股份請求權，爰於第一項第一款明定之。第一項第二款係參酌美國模範公司法第 13.02(a)(2)條及美國紐約州公司法第 910(a)(3)條規定對於第十八條第六項無須經股東會決議之非對稱性合併，均未給予異議股東請求公司收買股份之權利，蓋此等情形造成股東權稀釋作用甚小，本為股東購買公司股份時可得預期範圍之內，故依本法第十八條第六項未給予股東參與決議合併之機會，自無給予請求收買股份權利之必要。第一項第三款參考美國模範公司法第 13.02(a)(1)(ii)條規定，明定於簡易合併時，僅子公司股東享有異議請求收買股份權利，母公司之股東無異議請求收買股份權利，蓋於簡易合併時，子公司依一般公認會計原則應與持有子公司超過百分九十以上已發行股份之母公司編製合併財務報表，故母公司簡易合併子公司對於母公司之財務狀況並無任何影響，並無給予母公司股東請求收買股份之必要。第四款至第六款係就第二十七條概括承受或概括讓與、第二十九條股份轉換及第三十三條公司分割之股東收買請求權予以規定。 三、第二項規定公司法第一百八十七條及第一百八十八條於第一項各款收買股份之情形準用之，但第十八條第六項進行非對稱式合併及第十九條規定進行簡易合併時，因無須召開股東會決議，故以董事會決議日為計算期間之基準日。
2004.5.5	(此次修法僅修訂部份文字，並無重要變更，茲予省略)

2015.7.8	公司於進行併購而有下列情形之一，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份： 一、公司股東對公司依前條規定修改章程記載股份轉讓或股票設置之限制，於股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者。 二、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集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者。但公司依第十八條第七項進行合併時，僅消滅公司股東得表示異議。 三、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。 四、公司進行第二十七條之收購時，公司股東於股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者。 五、公司進行第二十九條之股份轉換時，進行轉換股份之公司股東及受讓股份之既存公司股東於決議股份轉換之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者。但公司依第二十九條第六項規定進行股份轉換時，僅轉換股份公司之股東得表示異議。 六、公司進行第三十條股份轉換時，其子公司股東於決議股份轉換之董事會依第三十條第二項規定公告及通知所定期限內，以書面向子公司表示異議者。 七、公司進行第三十五條之分割時，被分割公司之股東或受讓營業或財產之既存公司之股東於決議分割之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者。 八、公司進行第三十七條之簡易分割時，其子公司股東，於決議分割之董事會依第三十七條第三項規定公告及通知所定期限
----------	--

	內，以書面向子公司表示異議者。 股東為前項之請求，應於股東會決議日起二十日內以書面提出，並列明請求收買價格及交存股票之憑證。依本法規定以董事會為併購決議者，應於第十九條第二項、第三十條第二項或第三十七條第三項所定期限內以書面提出，並列明請求收買價格及交存股票之憑證。 公司受理股東交存股票時，應委任依法得受託辦理股務業務之機構辦理。股東交存股票時，應向公司委任股務業務之機構辦理。受委任機構接受股票交存時，應開具該股票種類、數量之憑證予股東；股東以帳簿劃撥方式交存股票者，應依證券集中保管事業相關規定辦理。 第一項股東之請求，於公司取銷同項所列之行為時，失其效力。股東與公司間就收買價格達成協議者，公司應自股東會決議日起九十日內支付價款。未達成協議者，公司應自決議日起九十日內，依其所認為之公平價格支付價款予未達成協議之股東；公司未支付者，視為同意股東依第二項請求收買之價格。 <u>股東與公司間就收買價格自股東會決議日起六十日內未達成協議者，公司應於此期間經過後三十日內，以全體未達成協議之股東為相對人，聲請法院為價格之裁定。未達成協議之股東未列為相對人者，視為公司同意該股東第二項請求收買價格。公司撤回聲請，或受駁回之裁定，亦同。</u>但經相對人陳述意見或裁定送達相對人後，公司為聲請之撤回者，應得相對人之同意。 公司聲請法院為價格之裁定時，應檢附會計師查核簽證公司財務報表及公平價格評估說明書，並按相對人之人數，提出繕本或影本，由法院送達之。 法院為價格之裁定前，應使聲請人與相對人有陳述意見之機會。相對人有二人以上時，準用民事訴訟法第四十一條至第四十四條及第四百零一條第二項規定。 對於前項裁定提起抗告，抗告法院於裁定前，應給予當事人陳述
--	--

意見之機會。

價格之裁定確定時，公司應自裁定確定之日起三十日內，支付裁定價格扣除已支付價款之差額及自決議日起九十日翌日起算之法定利息。

非訟事件法第一百七十一條、第一百八十二條第一項、第二項及第四項規定，於本條裁定事件準用之。

聲請程序費用及檢查人之報酬，由公司負擔。

【立法理由】

一、修正第一項：（一）配合原條文第十八條第六項移列第七項，爰修正第二款文字。（二）配合增訂第二十九條第六項無須經股東會決議之非對稱式股份轉換及第三十條簡易股份轉換之規定，因此等情形造成受讓股份之公司股東權稀釋作用甚小，故明定非對稱式或母子公司間之簡易股份轉換時，賦予轉換股份公司之異議股東股份收買請求權，爰修正第五款規定，並增訂第六款，原條文第六款移列第七款。（三）有關分割程序規定，配合條次變更移列第三十五條，爰修正第七款文字。（四）配合增訂第三十七條之「簡易分割」類型，僅賦予子公司之異議股東股份收買請求權，爰增訂第八款規定。（五）第一款、第三款及第四款未修正。

二、修正第二項：（一）為確保股份收買請求程序與聲請公平價格裁定程序之有效進行，參酌公司法第一百八十七條第一項及美國模範商業公司法第十三章中異議股東收買請求權規定，增訂股東為股份收買之請求，應於股東會決議日起二十日內以書面提出，並列明請求收買價格及交存股票之憑證。

（二）再按現行公司法第一百八十七條並無允許請求收買之股東於所定請求期間經過後仍得補正之規定，且本條各項規定與程序之進行，均與期日相關，因此，股東未依第二項規定之期間內，以書面提出請求、列明請求收買價格及交存股票之憑證者，係未完成請求之程式，其效果與未請求相同。

	(三) 為保留股東行使股份收買請求權之彈性，股東先以書面提出收買請求後，另於修正條文第二項規定之法定不變期間內補正列明請求收買價格及交存股票之憑證者，公司不得拒絕股東收買股份之請求。(四) 原條文第二項但書僅規定依第十九條簡易合併時，股份收買請求權之行使以董事會決議日作為計算期間之基準日，惟本次修正已大幅擴充免經股東會決議之簡式併購程序類型，爰修正第二項，以求周延。 三、增訂第三項。明定公司受理股東交存股票時，應委任依法得受託辦理股務業務之機構辦理及股東交存股票之處理及作業程序。 四、增訂第四項。公司取銷第一項各款之行為時，例如公司股東會未能通過分割決議，致使分割交易無從進行而取銷時，即使股東於決議分割之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權，由於分割交易不復存在，股份收買請求權無所附麗，自然無從行使之。爰規定第一項股東之請求，於公司取銷同項所列之行為時，失其效力。 五、增訂第五項。明定股東與公司間就收買價格達成協議者，公司應自股東會決議日起九十日內支付價款。至於股東與公司間就收買價格無法達成協議者，固應循本條規定經司法途徑解決，惟為保障股東權益，就公司對價格無爭議之部分，應先為支付。爰明定公司應自決議日起九十日內，應依其所認為之公平價格支付價款予未達成協議之股東；公司未支付者，視為同意股東依第二項請求收買之價格。 六、增訂第六項。<u>鑑於異議股東未以協商達成公平價格時，依公司法之規定行使收買請求權，對於個別股東及公司均造成一定負擔與浪費司法資源，爰參酌德拉瓦州公司法第二百六十二條、美國模範商業公司法第十三章及日本會社法中異議股東收買請求權規定，增訂自決議日起六十日內未達協議者，</u>
--	--

	<u>公司應於此期間經過後三十日內，以全體未達成協議之股東為相對人，聲請法院為價格之裁定，俾以改善現行股份收買請求權行使之過程冗長、股東成本過高、法院裁定價格歧異等缺失，並節省訴訟資源。公司未列全體未達成協議之股東為相對人，視為同意未列為相對人之股東請求收買價格之效果，並無當事人不適格之情形。公司撤回聲請，或受駁回之裁定，亦同。此外，經相對人陳述意見或裁定送達相對人之後，應得被撤回之相對人之同意，公司始得撤回聲請，以保護相對人之有利裁定或效力維持之期待。</u> 七、增訂第七項。為利股東評估公司所定公平價格之合理性，公司應檢附會計師查核簽證公司財務報表及公平價格評估說明書，並按相對人之人數，提出繕本或影本，由法院送達之，俾使股東得悉公司評估價格之依據。 八、增訂第八項。法院為價格之裁定前，應使公司與股東有陳述意見之機會，賦予相對應之聽審請求權保障。惟由公司與多數股東進程序，可能產生程序延遲與審理龐雜，而減損效率，為使多數股東得由其中選定一人或數人為代表而進程序，並使此等代表最終取得裁定之效力及於全體未達成協議股東，故準用民事訴訟法第四十一條至第四十四條及第四百零一條第二項規定，以簡化程序，節省法院與股東之勞時費用。 九、增訂第九項。案件於提起抗告後因爭訟性大，抗告法院於裁定前，應給予當事人陳述意見之機會，使各該關係人得充分就該爭議事項為事實上及法律上陳述，並得聲明證據、提出攻擊或防禦方法，及為適當完全之辯論，俾保障當事人之程序權。 十、增訂第十項。為保障股東迅速取得股款，爰明定公司應自裁定確定之日起三十日內支付之，與應支付額度及其計算方式。
--	--

	十一、增訂第十一項。非訟事件法第一百七十一條、第一百八十二條第一項、第二項及第四項之規定，於本條裁定事件準用之。 十二、增訂第十二項。聲請程序費用及檢查人之報酬，由公司負擔。
2022.6.15	公司於進行併購而有下列情形之一，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份： 一、公司股東對公司依前條規定修改章程記載股份轉讓或股票設置之限制，於股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，並投票反對或放棄表決權者。 二、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集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，並投票反對或放棄表決權者。但公司依第十八條第七項進行合併時，僅消滅公司股東得表示異議。 三、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。 四、公司進行第二十七條之收購時，公司股東於股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，並投票反對或放棄表決權者。 五、公司進行第二十九條之股份轉換時，進行轉換股份之公司股東及受讓股份之既存公司股東於決議股份轉換之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，並投票反對或放棄表決權者。但公司依第二十九條第六項規定進行股份轉換時，僅轉換股份公司之股東得表示異議。 六、公司進行第三十條股份轉換時，其子公司股東於決議股份轉換之董事會依第三十條第二項規定公告及通知所定期限內，以書面向子公司表示異議者。

七、公司進行第三十五條之分割時，被分割公司之股東或受讓營業或財產之既存公司之股東於決議分割之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，並投票反對或放棄表決權者。

八、公司進行第三十七條之簡易分割時，其子公司股東，於決議分割之董事會依第三十七條第三項規定公告及通知所定期限內，以書面向子公司表示異議者。

前項放棄表決權之股份數，不算入已出席股東之表決權數。

股東為第一項之請求，應於股東會決議日起二十日內以書面提出，並列明請求收買價格及交存股票之憑證。依本法規定以董事會為併購決議者，應於第十九條第二項、第三十條第二項或第三十七條第三項所定期限內以書面提出，並列明請求收買價格及交存股票之憑證。

公司受理股東交存股票時，應委任依法得受託辦理股務業務之機構辦理。股東交存股票時，應向公司委任股務業務之機構辦理。受委任機構接受股票交存時，應開具該股票種類、數量之憑證予股東；股東以帳簿劃撥方式交存股票者，應依證券集中保管事業相關規定辦理。

第一項股東之請求，於公司取銷同項所列之行為時，失其效力。股東與公司間就收買價格達成協議者，公司應自股東會或董事會決議日起九十日內支付價款。未達成協議者，公司應自決議日起九十日內，依其所認為之公平價格支付價款予未達成協議之股東；公司未支付者，視為同意股東依第三項請求收買之價格。

股東與公司間就收買價格自股東會或董事會決議日起六十日內未達成協議者，公司應於此期間經過後三十日內，以全體未達成協議之股東為相對人，聲請法院為價格之裁定。未達成協議之股東未列為相對人者，視為公司同意該股東第三項請求收買價格。公司撤回聲請，或受駁回之裁定，亦同。但經相對人陳述意見或裁定送達相對人後，公司為聲請之撤回者，應得相對人之同意。

公司聲請法院為價格之裁定時，應檢附會計師查核簽證公司財務報表及公平價格評估說明書，並按相對人之人數，提出繕本或影本，由法院送達之。

法院為價格之裁定前，應使聲請人與相對人有陳述意見之機會。相對人有二人以上時，準用民事訴訟法第四十一條至第四十四條及第四百零一條第二項規定。

對於前項裁定提起抗告，抗告法院於裁定前，應給予當事人陳述意見之機會。

價格之裁定確定時，公司應自裁定確定之日起三十日內，支付裁定價格扣除已支付價款之差額及自決議日起九十日翌日起算之法定利息。

非訟事件法第一百七十一條、第一百八十二條第一項、第二項及第四項規定，於本條裁定事件準用之。

聲請程序費用及檢查人之報酬，由公司負擔。

【立法理由】

一、原第一項第一款、第二款、第四款、第五款及第七款規定得請求公司收買之異議股東，須於股東會集會前或集會中，以書面或口頭表示異議並放棄表決權，不包括投票反對之股東。換言之，股東欲行使股份收買請求權，須以放棄表決權為前提，導致實務上股東就收買價格可能面臨議價能力不足之情形；反之，如允許股東於投票反對後尚能行使股份收買請求權，更能促使公司儘早提出合理價格收買股份，爰修正第一項第一款、第二款、第四款、第五款及第七款，將股東會集會前或集會中表示異議並投票反對之股東納入得行使收買請求權之範圍。至未於股東會集會前或集會中表示異議者（包含已出席及未出席之情形）；或雖於股東會集會前或集會中表示異議，但投票贊成者，為求公平，並考量併購成本，則不得行使股份收買請求權，併此敘明。

二、參考公司法第一百八十條第二項，增訂第二項規定「放棄表

	決權」之股份數，不算入已出席股東之表決權數，以資明確。惟「放棄表決權」之股份數，仍算入已發行股份之總數。又「投票反對」者，本即計入已出席股東之表決權數及已發行股份之總數，併此敘明。 三、原第二項至第四項依序移列第三項至第五項，其中修正後之第三項配合援引項次之變動，酌作文字修正。 四、原第五項、第六項依序移列為第六項、第七項。按公司踐行簡易併購、非對稱併購時，因僅經董事會決議，自應以董事會決議日作為計算期間之基準日，爰增訂有關董事會決議日之規定，亦即於前開情形，以董事會決議日為準，以利適用。另配合項次變動，酌作文字修正。 五、原第七項至第十二項依序移列為第八項至第十三項，內容未修正。
--	--