

併公司之一定數量以上股份，以利通過該參與合併公司之決議，亦為國內外合併收購實務上常見之先購後併作法，故系爭規定二容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。故只要充分保護未贊同合併股東之利益，企業併購法第18條第5項無須迴避之規定亦為「合憲」。但無論是93年之就企業併購法或104年修正後之現行法，對於未贊同合併之股東的保護皆有「未臻妥適」之處，分述如下：

1. 獲取充分資訊之確保機制：就充分資訊之部分，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。93年之舊法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。
2. 公平價格確保之有效權利救濟機制：就公平價格確保之有效權利救濟機制部分，法律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。93修正公布之企業併購法第12條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。
3. 未來仍有修正企業併購法之必要：
 - (1) 現行法未能達成於「開會前」及時提供資訊，資訊不足亦無救濟管道。
104年企業併購法第5條第3項雖要求董事進行利害關係說明，但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¹⁰。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。

(2)現行法股份收買請求權不適用於股東想繼續待在公司當股東但被迫現金逐出的情形。

又104年企業併購法第12條之股份收買請求權仍然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¹¹。

五、解釋理由書整理表：

	資 訊	價 格
93年之 企業併購法	並無規範	舊併購法 § 12 I、II 之基本救濟規範。
104年之 企業併購法	107年釋字第770號解釋作成時併購法 § 5 III，董事應向董事會、股東會說明。	107年釋字第770號解釋作成時併購法 § 12 I ②、VI ~ XII 之較完整的保障規範。
107年釋字第770號解釋作成時，大法官認為未來應修法之方向	應加上1.「股東會前合理期間應知悉」及2.「資訊不足時之有效請求資訊機制」	應加上股東「被動」（未放棄表決權）被逐出之情形。

¹⁰ 111年新修正之企業併購法第5條增加第4項：「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。」

¹¹ 111年新修正之企業併購法第12條修正第1項第1款、第2款、第4款、第5款及第7款，將股東會集會前或集會中以書面表示異議並投票反對之股東納入得行使收買權之範圍，但未於股東會集會前或集會中以書面表示異議者（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以書面表示異議，但投票贊成者，仍不得行使股份收買請求權。

六、大法官不同意見書：



黃虹霞大法官釋字第770號解釋部分不同意見書（節錄）

股份除了具有財產價值外，還表彰其持有人為公司股東之地位，所以本件現金逐出是否合憲爭議尚涉及股東身分之剝奪，大股東經由其表決權之行使，以其參與決定之價格將未同意合併之小股東股份強制收回，使異議股東喪失其為公司股東身分，既涉及股東身分之剝奪，則自己非僅財產權之爭執而已，另涉及投資自由之限制；而且因只是逐出異議股東，其他贊成合併之股東仍保留其為公司股東之身分，故應已另涉及憲法第7條所保障之平等權問題。

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

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

七、釋字第770號解釋所帶動之企業併購法修法與評析（楊岳平老師、邵慶平老師）¹²：釋字第770號解釋作成後，各界對於企業併購法之少數股東保護提出各種檢討之建議，主要議題如下：

- (一)加強董事資訊揭露以利其他董事與股東知悉併購細節。
- (二)加強特別委員會之作用以審議併購之公平性與合理性，並享有否

○—————○

¹² 楊岳平（2021），論商業法院的商事法制再造功能——釋字第770號解釋、企業併購法修正草案及商業法院的股份收買價格裁定，月旦法學雜誌，第310期，頁101-103；邵慶平（2022），企業併購法修正簡評——對司法院釋字第770號解釋的回應不足及衝突裁判評釋，台灣法律人，第13期，頁68-80。

決併購之權限。

- (三)利害關係股東與董事進行迴避，亦即企業併購法第18條第6項無須迴避之規定是否應進行修改，改為至少一定程度之迴避表決權？
- (四)提高股東會通過合併案之門檻，避免大股東濫行通過不利少數股東之合併。
- (五)放寬異議股東請求收買股份之資格，不再要求放棄表決權始得請求收買股份。

然而，企業併購法修法僅針對大法官宣告違憲之(一)及(五)部分進行處理，(二)至(四)未獲修法採納，可見立法者未能全盤檢討現行併購交易程序對少數股東保護不足之部分。且學者亦認為本次修法與大法官之見解有所衝突。即使企業併購法第12條增加「投票反對者」亦可以依法行使股份收買請求權，然而本號解釋應是認為，只要是「未贊同合併之股東不願被收買」者，均必須在制度保障範圍內。於資訊揭露方面，本次修法新增之企業併購法第5條第4項，僅是將原來第3項規定董事本應向董事會及股東會說明之「董事利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由」相關資訊，另外要求公司應在股東會召集事由中敘明，修訂幅度甚小。然而，釋字第770號關於資訊揭露的內容，都特別加上「至少」二字，因此在資訊揭露的立法，除了例示之項目外，應存有延展性較高的一般性規定，以促使公司盡可能向股東揭露重要資訊，並在公司刻意不揭露資訊時，賦予股東能訴請撤銷股東會決議或其他法律效果。

爭點限時通

【公司合併時，有利害關係之股東與董事得否行使表決權？】

- (一)肯定說（釋字770）：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。」釋字第770號解釋已經揭示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。故只要充分保護未贊同合併股東之利益，企業併購法第18條無須迴避之規定亦為「合憲」。

（二）區分說（周振鋒老師）¹³：

1. 董事應迴避：董事對於併購成功與否扮演舉足輕重之角色，故對董事利害衝突宜採較廣義解釋，除要求董事負說明義務外，更應迴避表決始能滿足其對公司的忠實義務。
2. 股東不須迴避：大股東參與表決雖然存在爭議，但考量鼓勵併購與財產權自益之性質，股東投票乃為了私益，應不須迴避。

筆者的話

同學應注意企業併購法第18條第6項之規定，與公司法第206條第4項準用第178條規範董事就董事會議事項有自身利害關係致有害公司利益之虞時應迴避之規範並不相同。此外，與公司法第178條規定股東就股東會之會議事項有自身利害關係致有害公司利益之虞時，應迴避表決之規定亦不相同。企業併購法等於是開了一個使利害關係董事與股東不需要進行迴避的便利大門，這也呼應了企業併購法立法之初是為了促進企業併購之目的。然而，這樣的規定與釋字第770號解釋之違憲審查結果，學者並不滿意，見前開「區分說」即可知悉。

八、釋字第770號解釋後的實務見解發展——雷亞案之最高法院判決：

○—————○
¹³ 方嘉麟等人（2021），M&A企業併購理論與實務，頁69，元照。此處引用周振鋒部分。