

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

周振鋒*

壹、前言

現金逐出合併（Cash Out Merger）係指合併時收購公司以現金為全部對價予目標公司股東，合併完成後目標公司股東取得現金但喪失股東權利，同時無法繼續為存續公司或新設公司股東，如同被逐出公司¹。企業併購法（以下稱企併法）允許收購公司全部以現金為併購對價，故以現金逐出少數股東即為可行方法²。事實上，若能公允、客觀衡量目標公司股份價值，合併時全部以現金為對價似無不妥，且未必有違多數股東對投資公司之期待，但合併決議對全體股東具有強制效果，致使特定股東縱有意願繼續為合併後公司股東仍將被迫交出持股，因而以合併為名

是否可能作為剝奪股東股東權之充分理由，甚難有定見³。

除合併可能產生之綜效外，現金逐出合併結果使得公司股權單純化，公司經營能不必兼顧眾多股東不同意見，在股東理念不合時，逐出少數股東將使公司運作更為和諧。若併購採股份轉換方式則能使目標公司股權單一，而有免除法規遵循成本之優點。具體而言，目標公司成為收購公司百分之百所有之子公司後，依法則無庸設置股東會甚至是董事會、監察人等機關，可降低不少營運費用⁴，又目標公司若是公開發行股票公司時則另有私有化（Going Private）效果，使公司不再受證券交易法（下稱證交法）或相關證券法規拘束，法令遵循成本因而大幅降低。私有化亦使得公司經營不必受制於證券市場投

* 本文作者係國立政治大學法學院暨會計學系合聘副教授，美國伊利諾大學香檳分校法學博士（J.S.D.）。本文係受科技部專題研究計畫（108-2410-H-004-217-MY2）補助之部分研究成果，另得計畫助理楊富先、鐘曼綾碩士生協助校稿，作者在此一併致謝

註1：以現金逐出股東除合併外，實務上也常以股份轉換方式為之，即以現金作為取得目標公司全部股份為對價，收購公司取得目標公司百分之百已發行股份，目標公司股東同樣遭到逐出。為方便行文，除有特別指明外，以下僅以現金逐出合併作為論述類型，合先敘明。

註2：自企併法第4條第1項第3款、第5款、第6款對合併、股份轉換、分割定義觀之，收購公司皆得以全部「現金」為併購之對價。

註3：司法院大法官會議釋字第770號（下稱釋字第770號）似認企併法允許現金逐出合併方式並不違憲，該號理由書指出「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。」

註4：依公司法第128條之1規定，一人公司不設置股東會，亦得依章程不設董事會與監察人。

資人對短期獲利之期待而得以致力追求長期目標，提升公司永續經營能力。

縱然現金逐出合併有前述優點，此類併購亦提供有心人士得藉此驅逐少數股東而獲取利益之機會。典型情形發生於，公司大股東利用股份價值未彰顯前以另一家公司（通常亦為大股東所控制）為存續公司低價收購少數股東股份，此際，大股東若有能力主導或影響目標公司董事會、股東會決議時，少數股東僅能被迫出售其持股，公司未來縱有任何成長可能，少數股東皆因被逐出而無法參與。如此情形在大股東掌握公司優勢資訊時更有誘因藉此方式逐出少數股東，而少數股東處於股權弱勢且資訊不足情形下通常無抵抗能力。

企併法係以追求效率為主要目標⁵，惟達成此目標不免會有「犧牲」部分股東權益之情形發生，因而在追求效率之目的時少數股東權益維護亦應值得關注。尤其，在現金逐出合併場合少數股東被迫喪失股東權，且此類交易啟動與續行通常係受到大股東所影響，對少數股東權益應有加強保護之理由，以免有心人士藉追求效率之名行圖私利之實，使得企併法規範之美意落空。惟現行企併法未就此類併購有特別規範，適用上與其他併購類型並無差別，但如前所述，現金逐出合併除得以強制剝奪股東權外，亦常受到大股東所影響，倘適用規範仍與一般合併相同時，實難期待少數股東權益能被確保。企併法就現金逐出合併此類利益衝突極高的型態不但未有特別規範，更有甚者，於該法第18條第6項允許擬參加合併的法人股東及其代表人，

於公司決議合併之董事會與股東會毋庸迴避，如此對少數股東權益保護更顯不足。

本文擬以研究實務上著名之雷亞案出發，說明與分析在現有規範下法院如何回應具有如此高度利益衝突之合併類型，再就法院判決重點提出本文觀察與想法，最後點出我國法制應思考以如何方式回應，針對此類特殊併購類型為利益衝突緩解或淨化機制，以避免類似爭議再度發生，達到企併法追求效率與維護股東權益的雙重目標。

貳、雷亞案事實、爭點以及歷審判決理由與評析

一、事實概述與主要爭議

本案爭議起因於現金逐出合併伴隨之利益衝突。雷亞遊戲股份有限公司（下稱原雷亞公司）於民國（下同）103年12月10日召開董事會（下稱系爭董事會），決議與光舟文創股份有限公司（下稱光舟公司）合併案（下稱系爭合併），並於103年12月27日召開股東臨時會（下稱系爭股東會）決議表決通過與光舟公司合併並解散原雷亞公司，由光舟公司為存續公司，並再改名為雷亞公司（下稱新雷亞公司）。光舟公司將支付每股新台幣90元為對價取得原雷亞公司全部已發行股份，因而原雷亞公司股東將被現金逐出，不再成為存續公司股東。惟有爭議者，原雷亞公司股東兼董事鐘志遠等4人同時為合併當事公司即光舟公司之股東兼董事。鐘志遠等4人持有之股數，約占原雷亞公司已發行

註5：企併法第1條：「為利企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效率，特制定本法。」

股數69%。鐘志遠等4人先於系爭董事會中決議通過與光舟公司合併案，於系爭股東會時，鐘志遠等4人再以股東身分參與表決支持合併案，最終就系爭合併案表決結果為：出席股東權數498,740股，同意權數400,219股，反對98,521股。由於鐘志遠等4人同時為原雷亞公司與光舟公司之股東兼董事，具有主導本次合併案之地位，且渠等於合併後將續為新雷亞公司股東與董事（鐘志遠等4人持有之股數約占合併前光舟公司已發行股數81%）。反之，原雷亞公司少數股東將遭逐出而無法再享受合併所可能產生之效益，故不同意系爭合併案之股東即指摘系爭股東會決議有違法事由而訴請撤銷，所持主要理由在於鐘志遠等4人在系爭合併案中具有利益衝突卻未向董事會或股東會說明其利益衝突情況，亦未迴避表決⁶。

二、歷審法院判決摘要

企業併購牽涉複雜的利害關係，且公司為眾人結合的組織，公司成員（股東）或執行機關（董事）或對併購議案有利害關係存在，此際，該股東或董事應否於決議時迴避表決？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，並不得代理他股東行使其表決權」，避免股東行使表決權時僅片面追求自我私益而有害全體股東權益，故限制其表決權行使。惟，股東行使表決權乃其

財產權的範疇，且對自身有利行為乃出自經濟理性，不宜過度限制。因而，司法實務對股東是否「有自身利害關係」向來採取限縮解釋，認所謂有自身利害關係，限於因該決議之表決結果會使特定股東「取得權利或負義務」，或「喪失權利」或「新負義務」，即股東會之決議作成時，必須立即導致該特定股東發生權利義務之變動。如此見解使得股東於多數場合皆無需迴避表決。又，本條規定於董事會程序準用（公司法第206條第2項、第4項），故認定董事是否具「有自身利害關係」時司法實務亦採用相同的限縮標準。

本案地方法院⁷、高等法院⁸就鐘志遠4人應否迴避部分皆採前述司法實務標準，認為特定股東或董事應有具體、直接利害關係致有害於公司利益之虞，始有應迴避事由，因系爭合併案對於原雷亞公司全體股東之收購價格、權利義務等條件均一致，而無法認定「鐘志遠4人將因系爭合併案特別取得有異於一般股東之權利、免除其義務，或因系爭合併案特別喪失權利或新負義務；亦即鐘志遠4人身為雷亞公司董事、股東，於系爭合併案中之權利義務，均與雷亞公司其餘股東相同，而並無自身具利害關係情形。」系爭合併案因採「現金合併」，並以光舟公司為合併後之存續公司，故原雷亞公司之股東原則上於合併後，將不再持有存續公司之股權，此於原雷亞公司之全體股東乃屬相同，且鐘

註6：本案除當事公司有共同股東兼董事而具有利益衝突之疑慮外，尚有其他程序爭議，限於有限篇幅且為使討論聚焦，本文不擬探討本案當事人爭執之所有程序爭議，特此說明。

註7：臺灣臺北地方法院104年訴字第786號民事判決。

註8：臺灣高等法院104年上字第1367號民事判決。

志遠4人原即為光舟公司之股東，並無因此取得存續公司之更高持股成數，其合併後之分配獲利，更取決於公司實際營運狀況，非必有盈餘，自難認因系爭合併案即直接發生前述結果。另鍾志遠等4人合併前後本均為原雷亞及光舟兩家公司之董事或代表人，於系爭合併案後仍繼續擔任存續公司之董事或代表人，本案高等法院認為亦難認渠等有新取得權利、免除義務之情，抑或不利於原雷亞公司之事。既然如此，不論是董事會、股東會議決系爭合併案時，鍾志遠等4人皆無需迴避表決，同時因不構成「有自身利害關係」情事，渠等亦無庸於原雷亞公司董事會說明其於系爭合併案之利害關係。此外，本案高等法院更指出如以鍾志遠等4人同時身為光舟公司、原雷亞公司股東為由即要求渠等應迴避表決，並由其餘少數股東決議為之，即與公司治理經營以股東多數決謀求公司最大利益之意旨有違，故無迴避之必要。

再者，本案高等法院特別指出（舊）企併法第18條第5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，可排除公司法關於迴避表決之規定。雖本條立法意旨原適用於擬合併之公司間有相互持股之「先購後併」情形，但得依舉重以明輕之法理，於同一股東或董事同時持有擬合併公司之股份時，仍可認該股東或董事就該合併事項亦無迴避之必要，而得參與表決。本案高等法院認為我國法制並未如美國實務另設計有獨立機構，即由獨立董事組成之特別委員會，而

無配套措施，如仍須迴避將形同該董事會無人得參與表決，而無從進行任何合併案。雖董事對公司於併購過程中應負忠實義務，以謀求該公司之利益，然此與渠等應迴避董事會職務之執行，尚屬二事，至多當渠等對公司未盡善良管理人義務或忠實義務時，應負損害賠償責任之範疇，尚與迴避事由無涉。簡言之，本案高等法院認為現行法並不要求董事輕易地迴避表決，而以課予受任人義務相繩即可，少數股東甚至可尋求股份收買做為最終救濟手段。

上訴至最高法院，本案最高法院⁹先肯認現金逐出合併係立法者為利企業以併購進行組織之調整，發揮企業經營之效率，提升企業經營體質，強化其競爭力所為之立法裁量。惟同時指出現金逐出合併，將使未贊同合併股東喪失彰顯於股份本身之財產權，且限制其投資理財方式，剝奪其透過對於特定公司之持股而直接或間接參與該公司業務以享受相關利益之機會，對其股份所表彰之權益影響甚大，並違反前述處分權主義、私法自治及契約自由原則，因而欲行現金逐出合併，須基於目的之正當性、遵循正當程序之要求及公平價格確保之有效權利救濟機制，始得謂當。而鑑於我國企業併購法允許大股東以現金逐出小股東之門檻相對於世界主要國家實為偏低（依企業併購法第18條第1項之規定，股東會對於公司合併之決議，應有代表已發行股份總數2/3以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之），自應依上開說明嚴格審查現金逐出合併之股東會決議，以保障少數股東之權益。而基於少數股

註9：最高法院107年度台上字第1834號民事判決。

東獲得合併之資訊不足、不易結合，且無餘力對合併案深入瞭解，執有公司多數股份股東或董事會欲召集股東會對於公司合併為決議者，自應於相當時日前使未贊同合併之股東及時獲取合併對公司利弊影響之重要內容、有關有利害關係股東及董事之自身利害關係之重要內容、贊成或反對併購決議之理由、收購價格計算所憑之依據等完整資訊，其召集始符合正當程序之要求，否則即應認有召集程序之違法。於本案中，未見原雷亞公司就有關合併對公司利弊影響暨有利害關係股東及董事有關其利害關係之資訊，為如何之揭露？是否曾於相當時日前通知原告股東？則原告股東是否確已就系爭合併案及時獲取充分資訊？即非無進一步研求餘地，此攸關係爭合併案決議之召集程序是否無瑕疵，乃原審逕以原雷亞公司全體股東之收購價格、權利義務等條件均一致，難認有因系爭合併案，使鐘志遠等4人權利義務有特別之得喪變更，致公司利益有受損害，而認系爭股東會無召集程序或決議方法之違法，即嫌速斷，遂將本案發回高等法院更審。

因大法官釋字第770號解釋公布緣故，本案更審法院¹⁰允許原告股東增加新的攻擊方法，即原雷亞公司未依該號解釋意旨為充分之資訊揭露。此際，更審法院不再強調董事、股東利害關係之揭露與應否迴避表決等問題，而將審理重點移至「公司」是否對股東已合法揭露重要資訊。本案更審法院認為「參酌釋字第770號解釋所表述未贊同合併股東股權應得及時獲取合併對公司利弊影響，暨修正前企併法第18條第5項所列股東及董事

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之範圍內受憲法第15條規定保護之意旨，應認公司應於發送合併承認決議股東會開會通知時，併同寄發揭露前開與存續公司因合併對於消滅公司股東換發現金與配發方法有關事項之合併契約書予股東，使股東得以判斷是否參與股東會及贊否合併及確保遭現金逐出之股份對價公平性，始符修正前企併法第22條第1項第3款、公司法第317條之1第2項規定。」而原雷亞公司雖於寄發系爭股東會之開會通知時併同檢送合併契約書，惟該契約就現金對價之估算，僅概括記載「甲方（即光舟公司）吸收合併乙方（即原雷亞公司），雙方同意以現金為對價，吸收合併價格以乙方103年11月30日自結財務報表之每股淨值為基準，並預估至合併基準日前一日止之營運狀況及獲利能力，在合於所委任獨立專家就合併對價合理性所出具之意見書的前提下，暫訂每股90元（以下簡稱每股現金合併對價）……」等語，並未具體說明認定該對價所憑依據及計算方法，且未說明原雷亞公司於系爭合併案前進行減資後之財務狀況對於前開現金對價評定之可能影響，無從使遭現金逐出原雷亞公司之上訴人驗證其價格之合理性及評估是否贊同合併；遑論被上訴人迄今不願提出認定合併現金對價之專家意見書完整版本，自難認被上訴人已於系爭股東會召開前之相當時日提供完整系爭合併案收購價格計算所憑之依據予股東。至於依修正前企併法第6條第1項就併購事項應委請獨立專家就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合

註10：臺灣高等法院108年度上更一字第49號民事判決。

理性表示意見者雖僅公開發行股票之公司，然此純係就公開發行股票公司收購價格確保方式之特別規定，仍無礙屬非公開發行股票公司之被上訴人應揭露股權收購價格合理性之相關資訊以保障上訴人財產權，並非當然可謂公司於企併法修正前即不需向股東揭露股份收購價格合理性之相關資訊。基於以上理由，本案更審法院認為原雷亞公司因未及時向股東為股份收購價格合理性之資訊揭露，違反系爭合併案決議時有效施行之修正前企併法第22條第1項第3款、公司法第317條之1第2項規定，系爭股東會之召集程序違法而應予撤銷。

三、判決評析

關於前揭雷亞案歷審判決，本文認為有以幾點值得注意以及探討之處，茲分述如下。

(一) 司法實務對於「自身利害關係」判斷標準未有改變

自本案歷審判決可知，司法實務對於「自身利害關係」判斷標準，仍嚴守限縮適用，不論是於股東會或董事會程序時皆然。但值

得討論者，董事為公司負責人，對公司負高度的注意義務與忠實義務，其利害關係認定標準與股東一致雖符合法律體系解釋（因公司法第178條、第206條皆使用「有自身利害關係」文字），但股東行使表決權乃單純行使權利，追求經濟上自我最佳利益自屬合理，故法條要求除有「有自身利害關係」外，亦須該利害關係「致有害於公司利益之虞」時，始禁止股東參與表決¹¹。惟董事於董事會中行使表決權除是行使權利外亦為履行義務之展現，於行使權利、履行義務時皆應負善良管理人注意義務以及忠實義務。此時，認定董事是否具「有自身利害關係」的判準，實不宜與股東相同¹²。惟在法條使用相同文字下，為不同解讀，實有其困難。在司法實務就「有自身利害關係」認定未改變前，在有共同股東、董事之公司間為交易時，由於公司始為當事人且交易結果對於個別股東影響並未有差異，故不論董事或股東就此交易案是否有潛在或間接之利益衝突，依法皆無庸迴避表決¹³，董事亦無庸說明其利益衝突關係之重要內容。

註11：曾宛如教授亦認為無必要一般性的禁止股東為自己利益行使權利，但權利行使仍應有界限，多數股東是否利用表決權優勢地位剝奪少數股東的核心權利，此時外國法的不公平救濟制度即可發揮作用。參閱曾宛如，〈多數股東權行使之界限——以多數股東於股東會行使表決權為觀察〉，《月旦民商法雜誌》，31期，2011年3月，第36、37頁。可惜我國至今未引進類似制度防止多數股東濫用表決權侵害少數股東權利。

註12：國內有學者亦認為董事應否迴避表決似應有較高要求，雖然同具有股東與董事身分，惟董事應否迴避部分不應如股東般嚴格。參閱鄭婷嫻，〈董事忠實義務行使與股份收買請求權之實踐——評臺灣高等法院一〇四年度上字第一三四九號民事判決〉，《月旦法學雜誌》，275期，2018年4月，第143-144頁。另學者陳彥良教授就企併法特別排除董事迴避表決規定亦持保留立場，認為收購公司成為目標公司股東且其代表人當選董事時，自應對目標公司盡忠實義務。參閱陳彥良教授，〈董事迴避表決及說明義務之探討——以企業併購中先購後併為例〉，《月旦法學教室》，131期，2013年9月，第28頁。

註13：但學者王志誠教授認為股東為合併雙方公司的股東，因合併對價或交易條件是否公平，勢必直接影響其所能取得之對價，顯對其會造成具體權利義務關係變動，應有公司法第178條之適用。惟為促進併購之立法政策關係，特別於企併法第18條第6項規定於先購後併時當事公司於股東會表決合併

公司法第178條係以「股東」為規範對象，但未再區分特定股東於股東會之影響力（表決權數），並非合適。具體言之，無足輕重的小股東即便未揭露其利害關係且參與表決，對公司利益影響或許有限（因股東會決議為眾多其他股東考量後所為之總體意志，已稀釋該利益衝突產生之負面影響），但若是大股東（如持股達10%）甚至控制股東（如持股達50%）未揭露其利害關係或甚至參與表決時，對於公司與少數股東利益即可能有重大不利之影響。其原因在於，大股東可先透過董事會運作提出對其有利之議案，再於股東會行使表決權使其通過，致使公司或少數股東蒙受損失，此際，若對大股東之利害關係仍「消極地」對待，如何能保障少數股東權益免於遭受侵害？此情形在大股東身兼董事職務時尤甚。

再者，公司法2012年修正時增訂第206條第2項「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。」明文規定董事說明義務，即當董事遇董事會議事項與其有自身利害關係時即應負說明義務，且有詳為答詢之義務¹⁴。縱該有利害關係董事未出席董事會亦有積極、主動說明之義務¹⁵。本條之目的在於使董事於董事會決議前有更多資訊而能做出知

情決定（Informed Decision）並履行其注意義務，應說明之董事則因說明而滿足其忠實義務。但在「有自身利害關係」文字下，董事說明義務的啟動時機可謂相當有限，致使本項增訂意旨盡失。令人惋惜者，2018年公司法修正時本有機會調整認定董事「自身利害關係」的判準，但僅增訂第206條第3項擴張董事說明義務的啟動場合，明文規定雖非董事自身與特定議案有利害關係，僅要董事之配偶、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。如此增訂可說是對司法實務採限縮解釋之回應。擴張董事說明義務的時機或能緩解董事之利益衝突問題，但上述增訂同時也似更加確定在現行法下，僅董事「有自身利害關係」時始有說明義務、迴避表決義務之立場。

惟本文認為，現行法認定「有自身利害關係」實過於形式主義，雖此規範模式有使實務操作具體明確之優點，但顯然也易有不合理之情事產生。申言之，不問特定交易具有何種內在之利益衝突，而僅外觀地、形式地為判斷是否「有自身利害關係」，將無法因應實際上有利益衝突疑慮之各種交易型態¹⁶，此以大股東主導之現金逐出合併爭議即為適

議案時毋庸迴避，此時依舉輕以明重法理，鐘志遠等4人應無需迴避。參閱王志誠，〈公司合併時利害關係股東表決權之行使——臺灣高等法院104年度上字第1367號民事判決評析〉，《月旦裁判時報》，62期，2017年8月，第31頁。

註14：參閱劉連煜，《現代公司法》，2019年9月增訂14版，第588頁，新學林。

註15：參閱邵慶平，〈董事會決議與表決迴避〉，《月旦法學教室》，115期，2012年5月，第26頁。

註16：相似地，學者邵慶平教授觀察現行董事報酬決定機制（公司法第196條）下如何解決利益衝突問題，亦認為僅就形式面上做利益衝突的判斷，將產生相當多的規範漏洞，而在未能適當地填補此些規範前，全倚賴表決權迴避規定並非妥適。參閱邵慶平，〈股東會與董事會的權限分配——對董事報酬決定權的觀察與分析〉，《興大法學》，1期，2007年5月，第102頁。

例。在利益衝突無法被緩解或淨化時，除非「潛在」利害關係人能「主動」揭露其利害關係，不難預期再發生雷亞案類似爭議。從而，本文認為至少就董事之說明義務部分不應如此僵化，而宜視實際上個別董事之利益衝突情況實質認定是否應負說明義務。因此，公司法第206條第2項、第4項以及企併法第5條第3項之「有自身利害關係」宜解釋「例示」而非「列舉」規定。亦即，董事基於忠實義務的要求應說明者不限於條文所示「有自身利害關係」如此限縮情形，而是僅要其有潛在、間接利益衝突，即應加以揭露，始能滿足忠實義務之要求並維護公司最大利益¹⁷。另外，董事揭露其利益衝突資訊並非即應迴避表決，揭露利害關係後若認未達「有害於公司利益之虞時」，即無庸迴避。換言之，董事之說明義務啟動基準應比迴避表決更為寬鬆，使董事會決策時能多加考慮董事之潛在、間接之利害關係，而不必完全與迴避表決採相同標準。前揭公司法第206條第3項增訂似也凸顯出說明義務採限縮適用並非合宜，但如前所述，本項擴張說明義務的啟動場合仍有掛萬漏一之可能，非正本清源之道，反之，應自董事忠實義務出發

較能完整涵蓋各式利益衝突型態。

惟應注意者，司法實務向來認為董事會為公司之權力中樞，為充分確認權力之合法、合理運作，及其決定之內容最符合所有董事及股東之權益，應嚴格要求董事會之召集程序、決議內容均須符合法律之規定，如有違反，應認為當然無效¹⁸，因此，董事會決議若有董事應說明而未說明其利害關係時即具有程序瑕疵而無效。為免董事會決議動輒無效，司法實務限縮董事說明義務啟動時機似也有其道理。但限縮董事說明義務實無助於利益衝突之解決，反造成後續之爭議產生。本文認為似可考慮將說明義務分為兩種基礎作為解決方法，一為法律明定之說明義務（如公司法第206條第2項至第3項、企併法第5條第3項）、一為忠實義務所導出之說明義務。申言之，由於法律明定之說明義務相當限縮且清楚明確，董事不致無標準可循，此際若違反，為保護公司權益，可認該次董事會決議具有重大程序瑕疵而無效，因董事會未在有充足且重要資訊下為決議。另外，由忠實義務導出之說明義務性質較為抽象且啟用時機較廣，為免事後對董事是否應盡說明義務產生爭議進而影響董事會決議效力，此

註17：學者劉連煜教授亦認為公司法第206條第3項以列舉方式明定「董事關係人」範圍可避免爭議雖有好處，但董事「有自身利害關係」當不以此為限，應仍就其他個案情形加以認定，故主張本項除「自然人董事所控制之公司及其從屬公司」，另包括「法人董事及其代表人所形成之控制從屬關係之公司」。參閱劉連煜，現代公司法，2019年9月增訂14版，新學林，第589頁。王志誠教授同樣認為公司法第206條第3項「從規範目的而言，不僅應將與指派代表人董事之法人具有控制從屬關係之公司納入利害關係人之範圍，尚應將法人代表人董事或自然人董事具有控制權之公司，列入董事之利害關係人。」參閱王志誠，〈董事之利益迴避規範及射程範圍〉，《月旦法學教室》，202期，2019年8月，第22頁。但曾宛如教授認為「具有控制從屬關係之公司」依解釋僅存於關係企業中，因而董事為自然人時應不在規範範圍內。參閱曾宛如，〈公司法制之重塑與挑戰〉，《月旦法學雜誌》，300期，2020年5月，第140頁。可見就此問題在學者間仍未有共識。

註18：最高法院97年度台上字第925號民事判決參照。

時倘事後確認特定董事應盡說明義務而未履行時，僅須要求該董事對公司負賠償責任即可，而非不分瑕疵輕重程度一概認為董事會決議無效。如此處理不但能緩解董事潛在利益衝突之疑慮，同時又能維護法律安定，不失為解決之道¹⁹。

（二）釋字第770號解釋給予本案新的檢視角度

系爭合併涉及大股東主導之現金逐出合併，具有高度的利益衝突應毫無爭議。但我國公司法或企併法就此並未有合理的利益衝突緩解或淨化機制，使得併購案雖得以續行，但往往在重重疑慮下落幕。參考美國法制，當控制股東與公司交易時能透過其影響力爭取有利交易條件，而此種情形有如董事與公司交易之情況，亦即控制股東即可代表交易雙邊，而有嚴重之利益衝突存在。準此，美國法即要求控制股東應對少數股東負受人義務（Fiduciary Duty），包括注意義務與忠實義務在內。德拉瓦州法院即指出，當股東透過持股而能指揮公司活動時，其應承擔董事之注意義務與忠實義務²⁰。甚至，與董事利益衝突之交易相較，法院將以更嚴格的標準審查控制股東與公司間之交易²¹。控制股東常藉由將公開發行公司私有化以現金逐出少數股東，此際原應保護少數股東之

機制（如董事會功能）即可能因利益衝突關係而無法提供適切保護。故美國判例法除要求公司控制股東與董事對少數股東應負受人義務，且以較嚴格之標準審查系爭交易之合法性。若此類交易遭到少數股東以訴訟挑戰時，判例法建立一套司法審查標準，以解決此類利益衝突衍生之法律爭議。

德拉瓦州法院早於Weinberger v. UOP, Inc.案²²即指出，雖然系爭併購案業經董事會通過，但本案涉及控制股東與公司間之利益衝突爭議，且過半數董事受控制股東影響而缺乏獨立性，法院即以較嚴格的完全公平法則（Entire Fairness）審查，而不適用商業判斷法則（Business Judgment Rule）。本案法院特別強調，若目標公司能指派由外部董事組成的獨立磋商委員會，與交易相對人為對等交易時，本案結果將完全不同。也因為受上開法院意見影響，自本案後，當控制股東參與併購時，目標公司通常會另行組成獨立委員會協商與決定併購條件，盼能獲取法院以較輕度標準審查交易案。其後在Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.案²³中，法院更具體指出，經獨立之委員會通過之交易，就交易公平性爭議將造成舉證責任之轉換，由起訴股東負舉證責任。此時，系爭交易仍用完全公平法則審查，而非商業判斷法則²⁴，

註19：國內亦有學者批評董事會決議有程序瑕疵而絕對無效之見解，而主張應要求違反義務之董事對公司負賠償責任。參閱劉連煜，前揭註14，第588-589頁。

註20：Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., Civ. A. No. 8358, 1991 WL 111134, at *19 (Del. Ch. June 24, 1991).

註21：See Jens Dammann, The Controlling Shareholder's General Duty of Care: A Dogma That Should Be Abandoned, 2015 U. Ill. L. Rev. 479, 504 (2015).

註22：Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

註23：Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc., 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

註24：Stephen M. Bainbridge, Corporate Law 203 (2015).

但造成舉證責任轉移至原告之效果，對被告仍相當有利。在Kahn v. M&F Worldwide Corp. 案²⁵，德拉瓦州最高法院甚至認為符合以下條件時即可適用商業判斷法則：(1)控制股東以特別委員會同意與少數股東多數決同意為交易前提、(2)特別委員會須為獨立、(3)特別委員會有權選任專家且具有交易否決權、(4)特別委員會確實盡到注意義務協商公平價格、(5)少數股東表決前已被充分告知、(6)未有脅迫少數股東情事²⁶。

本案爭議雖無涉私有化問題，但原雷亞公司主導之4位股東兼董事皆有主導地位，且為合併後存續公司董事及股東，具嚴重利益衝突甚明，但在缺乏利益衝突緩解或淨化相關規範下，不滿股東似僅能以訴訟方式尋求最後保障。由於我國未有大股東或控制股東應對公司或少數股東負忠實義務之明文，少數股東此時僅能以主張股東會決議具有瑕疵為方法間接挑戰系爭合併之合法性，但法院通常僅能就法律所規範之程序要求檢驗之，而此時與利益衝突相關之公司法第178條、第206條以及企併法第5條等規範自然成為檢視重點。惟如前所述，前揭條文在司法實務見解下適用相當有限，個案上能符合法規要求並非困難，故股東欲事後以此為由指摘股東會程序具有瑕疵並非易事。

但本案情勢在釋字第770號公布後稍有變化。該號解釋係針對2015年修正前企併法為解釋對象，解釋理由書指出按企併法第5條第3項雖規定利害關係董事說明義務，然該項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，在現行企併法下，其他股東並無有效之機制促使其提供完整之資訊。由此，該號解釋似認為僅要有適時且充足的資訊提供，有利害關係董事與股東即使不迴避表決，少數股東權益尚能受到相當保障。在該號解釋公布後，本案最高法院即將該號解釋精神具體落實，認為「基於少數股東獲得合併之資訊不足、不易結合，且無餘力對合併案深入瞭解，執有公司多數股份股東或董事會欲召集股東會對於公司合併為決議者，自應於相當時日前使未贊同合併之股東及時獲取合併對公司利弊影響之重要內容、有關有利害關係股東及董事之自身利害關係之重要內容、贊成或反對併購決議之理由、收購價格計算所憑之依據等完整資訊，其召集始符合正當程序之要求，否則即應認有召集程序之違法。」此時，對股東會決議合法性檢視重心自董事、股東說明利益衝突與迴避表決等，移轉至公司資訊提供義務與股東知情權利的角度出發，認為未獲充足資訊的股東會決議應有程序瑕疵而得撤銷。由此可推知，釋字第770號解釋給予最高法院突破現行實定規範之法理基礎。但應注意者，雷亞案發生於2015年企併法修法前的舊法時期，前述針對現行法缺失的指摘，最高法院似認為亦有適用，蓋不論新舊法，對於併購的資訊揭露規範皆有不足之處。

為解決本案爭議，同時受限於以往對「有

註25：Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014).

註26：Id. at 645.

自身利害關係」之定義，本案最高法院巧妙地不從董事或股東的說明義務角度出發，因若僅是股東而未擔任董事，依法並無任何說明義務可言。因而，要求公司須適時提供充足資訊予股東，違反時，股東得訴請撤銷股東會決議，理論上有其合理性，且可迴避探討董事與股東說明義務的困難（法無明文要求股東負說明義務，即使是控制股東亦同）。另外，司法實務向來認為利害關係董事有應說明而未說明情事時，該次董事會決議無效，法律效果似乎過於強烈，以撤銷股東會決議為救濟手段，似乎衝擊較小（不直接指摘董事違背義務），僅要於股東會後三十日內未提起撤銷股東會決議訴訟，該程序瑕疵即可治癒。而本案更審法院也持相同觀點，認為原雷亞公司並未提供股東就合併對價是否合理之充足資訊，而認為系爭股東會決議有程序瑕疵。

（三）現金逐出合併之程序要求不明確

本案最高法院與更審法院判決衍生後續問題為，在現金逐出合併場合是否已課予超越公司法與企併法明文規定之資訊提供義務？本案更審法院認為雖法無明文，但非公開發行股票公司仍應揭露股權收購價格合理性之相關資訊以保障股東之財產權，故認為「依修正前企併法第6條第1項就併購事項應委請獨立專家就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性表示意見者雖僅公開發行股票之公司，然此純係就公開發行股票公司收購價格確保方式之特別規定，仍無礙屬非公

開發行股票公司之被上訴人應揭露股權收購價格合理性之相關資訊以保障上訴人財產權，並非當然可謂公司於企併法修正前即不需向股東揭露股份收購價格合理性之相關資訊。」但依此邏輯，企併法針對公開發行股票公司之相關規定仍可能適用於非公開發行股票公司，在如此充滿不確定性下，將增加併購規劃與法律風險評估之難度，是否因而遏止實務上之併購活動，值得後續觀察。

同時應注意者，原雷亞公司股東會通過系爭合併後有兩派股東分別提起撤銷訴訟，兩件訴訟原告股東主張基礎事實、主要爭點幾乎相同，兩案件法院判決及其理由亦大致相仿²⁷。惟他訴在最高法院發回高等法院後，更審法院層級則採不同之見解。臺灣高等法院108年度上更一字第97號民事判決認為「在非公開發行公司部分，並無修正前企併法第6條之適用，因此股東事前所能獲取有關併購對價之資訊相較於公開發行公司即大幅減少，而依企併法之規定，非公開發行公司有關併購對價之事前資訊揭露，僅有第22條第1項第3款（合併之情況）及第31條第2項第2款（股份轉換之情況）之適用，且依該法第22條第1項第3款之規定，其要求揭露之內容均僅止於併購對價之種類、數量、分配方法、比例等事項，故依系爭股東會召開斯時之公司法及企併法之規定觀之，被上訴人辯稱其於系爭股東會前所為之資訊揭露，並無違反斯時法令之情等語，顯非無據。」如此歧異見解之結果，造成未來併購活動應遵循何種

註27：第一至三審法院判決分別為臺灣臺北地方法院104年訴字第702號民事判決、臺灣高等法院104年上字第1349號民事判決、最高法院107年度台上字第2108號民事判決，前揭判決結果與理由幾乎與本案歷審判決相同。

程序要求欠缺明確標準，對併購活動應造成不小困擾。

實則，企併法因未提供有效之利益衝突淨化機制致使有心人士有惡意運用併購尋覓不當利益之空間，但對於正當尋求併購者，企併法亦應提供明確規範使其得以遵循，以降低未來之法律風險。如前述德拉瓦州判例法，雖明瞭現金逐出合併充滿嚴重利益衝突，但若特定併購案能架構出合理機制使利益衝突得以淨化，法院將適用商業判斷法則審查董事會之併購決定，使效率追求與股東權益得以兼顧。於現金逐出合併場合，由於實定法未有合理之利益衝突淨化機制，本案地方法院、高等法院原以既有法規標準審理，如此雖對股東極度不利，但程序要求、行為標準也堪稱明確。後續上訴救濟過程中因釋字第770號公布，最高法院、更審法院旋即認為應對程序要求有所改變，雖較朝維護股東權益方向傾斜，但也同時犧牲法律適用之安定性，甚至在更審法院層級產生分歧意見。如此情形再再凸顯出法規嚴重不足之後遺症，未來應以立法改善。

（四）少數股東多數決、特別委員會並非利益衝突之淨化方法

本案高等法院認為鐘志遠等4人乃行使原雷亞公司之股東權利，乃基於股份有限公司之「一股一表決權」之本質，無庸迴避，更指出如以鐘志遠等4人同時身為光舟公司、原雷

亞公司股東而應予迴避表決，由其餘少數股東決議為之，即與公司治理經營以股東多數決謀求公司最大利益之意旨有違，故無迴避之必要。由此可知，司法實務不認同「少數股東多數決」為利益衝突之淨化方法，不論控制股東、大股東在特定交易案的角色如何，僅要不構成公司法第178條「有自身利害關係」，即無應迴避理由。惟如前所指，控制股東或大股東主導之現金逐出合併具有嚴重利益衝突疑慮，此時若僅仰賴公司法第178條規範，即顯不足²⁸。

觀諸美國判例法發展，如前揭MFW案法院揭示少數股東多數決為施用商業判斷法則的條件，又少數股東多數決生效係以資訊充足且未有脅迫情事為前提，換言之，以少數股東同意作為利益衝突的淨化機制，控制股東或大股東即須提供公正的對價與充足資訊爭取少數股東同意（當然，此非法規所要求，只是控制股東欲取得後續的寬鬆司法審查，即能預先架構併購程序來降低法律風險而已）。我國法若不予股東會淨化功能，則在現金逐出合併場合，股東會充其量僅為行禮如儀的程序而已，不具實質的監督作用。因而，本文認為在現金逐出的場合，應賦予股東會更積極功能。因而，未來可考慮將「少數股東多數決」納入做為淨化利益衝突之配套手段²⁹。

但應注意者，若涉及上市、上櫃公司私有

註28：誠如學者曾宛如教授所指，股東間利益衝突絕非倚靠公司法第178條即可解決，我國法制應正視何種衝突應予以規範、如何規範等課題。參閱曾宛如，前揭註17，第132頁。

註29：學者張心悌教授亦建議應對少數股東資訊強化特別立法，且透過運用特別委員會與少數股東多數決的機制（控制股東應迴避），來保障少數股東權益。參閱張心悌，〈逐出少數股東—以資訊揭露義務與受託人義務為中心之美國法比較〉，《政大法學評論》，123期，2011年10月，第296頁。

化時，依企併法要求應經已發行股份總數三分之二以上股東之同意（第18條第3項、第27條第3項、第28條第4項、第29條第3項、第35條第4項）。因此，若收購公司須於股東會迴避表決將使得私有化交易更加困難。故目前實務做法傾向有「潛在」利害關係股東不迴避表決，雖然此舉將招致外界批評，但似不得不如此。但此問題仍可透過立法作特殊處理，如可仿無表決權股份不計入已發行股份總數（公司法第180條），將大股東或控制股東之股份自己發行股份總數扣除作為配套，作為解決方法。

另可探討者，本案高等法院認為我國法未採由獨立董事組成特別委員會之制度，而無配套措施，將形同該董事會無人得參與表決，而無法進行任何合併案。惟以本案事實涵攝結果推論董事應否依法迴避似有倒果為因之嫌。且若欲推動現金逐出合併，理論上並非無法「運作」使董事至少一人不具利益衝突關係³⁰。另外，現行企併法就公開發行公司雖引進特別委員會，惟其僅具有建議功能而已，最終併購決定仍取決於董事會，與美國法制下對併購案有否決權力之獨立委員會相去甚遠，如此似不足以此維護少數股東權益³¹。更何況，企併法僅要求公開發行公司須設置特別委員會（或以審計委員會取

代），惟特別委員會核心功能在於淨化利益衝突、維護少數股東權益，在非公開發行公司亦有相同需求，尤其在對少數股東侵害疑慮較深之現金逐出合併場合。企併法明文規定公開發行公司之特別委員會制度，解讀上似為非公開發行公司「無須」亦「無法」設置特別委員會。但應非如此，不論公司公開發行與否，為淨化、釋疑併購案之利益衝突而設置獨立委員會即應予鼓勵³²。且在股東就併購決定有所質疑時，獨立委員會之審查即可作為法院判斷董事是否盡受任人義務或是股東會決議是否基於充足資訊做成等問題之參考。

（五）董事受任人義務、股份收買請求權在現金逐出合併甚難發揮功能

董事為公司業務執行與意思決定機關，組成董事會以決議方法形成公司意思。董事（會）為公司權力中樞，公司法規定董事執行職務時應對公司負受任人義務（公司法第23條第1項），以免手握大權之董事執行職務時為有害公司利益之行為。期待董事基於善良管理人注意程度且為公司最大利益執行職務時，公司與董事間之利益衝突則是最應解決之先決問題。董事若與公司有利益衝突時，基於經濟理性甚難期待其會犧牲自己利益而成就公司。也基於如此原因，公司法有

註30：多數董事因利害關係迴避且僅剩一名董事仍可做成有效董事會決議。可參考經濟部經商字第09902408450號函：「倘公司有8位董事，召開董事會時，8位董事全部出席（符合法定開會門檻），如其中7席於決議事項有利害關係致有害於公司利益之虞，依本部經商字第09102088350號函釋，僅餘1人可就決議事項進行表決，該1人就決議事項如同意者，則以1比0之同意數通過（符合決議門檻）。」

註31：相關批評可參閱周振鋒，〈論我國企業併購法中規範之特別委員會制度〉，《國立中正大學法學集刊》，54期，2017年1月，第115-157頁。

註32：但特別委員會已有明確之法律定義，故僅能以其他名義稱之。

諸多解決董事與公司間利益衝突的規定，包括規定董事報酬應由章程規定或股東會議定之（公司法第196條）、董事與公司競業前應向股東會說明且得到同意（公司法第209條）、董事與公司間訴訟應由股東會（或少數股東書面請求）發動且由監察人代表公司（公司法第212至214條）、董事與公司交易時應由監察人代表公司（公司法第223條）等。此些規定目的係為避免董事（或董事長）於董事有利益衝突情狀時，有追求自己（或他人）利益之可能而犧牲公司利益。除此之外，若董事有其他利益衝突情狀發生而無法適用前揭具體性規定時，則可回歸一般忠實義務規範處理之³³。

惟本案高等法院指出，鐘志遠等4人身為原雷亞公司董事，於籌劃系爭合併案條件談判過程，固對原雷亞公司負忠實義務，以謀求該公司之利益，然此與渠等應否迴避表決權之行使，尚屬二事。進而認為立法者已對此設計制度，分權責，公司合併係由董事會提出合併契約，股東以多數決決議；少數股東權益，最終以收買股份為保障。上述見解實過於消極，如前所述，公司法第206條說明義務、迴避表

決規範皆可理解為係忠實義務的具體展現，但該些規定並非窮盡規範，即使個案上無該條直接規範之情況但仍有利益衝突疑慮時，有利害關係董事仍應說明與迴避表決。但因股東訴訟聲明係主張撤銷股東會決議，本非探究董事有無盡其忠實義務，我國法下亦甚難認定董事未盡忠實義務時股東會決議即得以撤銷，故法院有此見解也不難理解。

若現行規範確無法提供法院明確依據質疑現金逐出合併交易案時，股份收買請求權或可提供最後救濟機會，在少數股東被迫放棄持股時仍得取得公平對價。學說普遍認為股份收買權利可以於內部人利害關係交易時發揮監督功能³⁴，蓋少數股東不須被迫接受交易條件（可能受控制股東影響而偏低），而得以爭取較優之交易條件，此際，控制股東使用現金逐出合併誘因即可能降低。從而，若是能預期法院裁定價格不致過高，公司的控制股東則具有誘因發動併購且不給予合理的併購條件；反之，若是法院裁定價格過高，控制股東須付出過高收買價金，恐會影響併購交易進行的效率³⁵。因此，法院能否公平且公正做出價格裁定，亦成為股份收買

註33：但仔細分析可發現，除少數規定外，公司法幾乎對董事利益衝突處理無完整規範，如涉及董事掠奪公司商業機會之爭議應如何認定即缺乏明確標準。在缺乏實定法規範且法院也未有相關案件與經驗累積下，恐非以「忠實義務」一詞即可妥適處理。即便有規定，亦可說是相當簡化，致使法規無法提供實際情狀合理的解決方案。因而，學者即有批評公司法僅有「忠實義務」之名而未規定其內涵及適用狀況，造成法律適用混亂之窘境。參閱王文字，〈公司負責人的受託義務——溯源與展望〉，《月旦民商法雜誌》，68期，2020年6月，第6頁。

註34：See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* 145 (1991); Robert B. Thompson, *Exit, Liquidity and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law*, 84 *Geo. L.J.* 1, 4 (1995).

註35：參閱游啟璋，〈現金逐出合併時少數股東的股份收買請求權〉，《政大法學評論》，136期，2014年3月，第243-244頁。

請求權制度是否可以達到同時實踐監督功能與保障少數股東之權益行使的關鍵因素³⁶。惟司法實務關於公正價格裁定的作法對股東權益保護而言或許並非充足，黃瑞明大法官在釋字第770號解釋協同意見書即指出「目前實務上對公司之價格因有各種計算方法，似乎均著眼於分析公司目前營運狀況之財務報表，而未就合併後可能產生之合併綜效加以考量」³⁷。因而，在司法實務未變更對「公平價格」的認定方法前，股份收買請求權對於被現金逐出之少數股東仍非有效之救濟方法。

（六）最終爭議解決方式仍不明確

本案更審法院撤銷系爭合併決議實屬罕見³⁸，系爭股東會決議被撤銷後應回復原狀，但事實上原雷亞公司併入光舟公司已有數年之久，其間不論對內對外皆發生甚多且繁雜之法律關係，欲回復至合併前之原狀難度極高。雖然本案尚未最終確定，但似可推測股

東會決議被撤銷不應是最後結果。由此可見，具有嚴重利益衝突的現金逐出合併不加以特別規範的結果，雖「形式上」得以輕易地合規但「實質上」亦難逃質疑甚至遭到撤銷之命運，反而造成後續更難處理之問題³⁹。

撤銷股東會決議雖有保護原告股東之必要，但亦有影響其他股東之外溢效果。股東有利益衝突卻參與表決，法律效果為該次股東會決議得被撤銷，撤銷後將影響公司依該決議後續執行之法律效果，甚至有召集股東會再決議之必要，所耗成本極高。相同地，有利益衝突董事未予說明利害關係或參與表決將致使董事會決議無效，亦有影響合併之效果。惟此時若僅撤銷股東會決議而未對違法參與表決之股東或董事究責，將使其不利益轉由公司或全體股東承受，並非合理。自此觀之，撤銷股東會決議並非合適之救濟方法。但在現行法制下，對股東或董事究責皆有一定程度之困難。申言之，依我國公司法

註36：參閱游啟璋，〈股份收買請求權的股東退場與監控機制〉，《月旦法學雜誌》，128期，2006年1月，第58-59頁。

註37：故黃瑞明大法官即主張「應要求公平價格評估說明書必須考量納入合併後綜效之公司價值，另亦應瞭解併購是否涉及控制股東利用未公開之內部資訊，以謀取私利」，「如此才能在支持現金逐出制度以利企業成長壯大之外，同時嚇阻大股東濫用現金逐出制度以攫取公司成長之收益，俾在促進企業發展與保障小股東權益間取得平衡。」參閱釋字第770號解釋協同意見書（黃瑞明大法官提出），第4-5頁。另黃虹霞大法官於該號解釋中亦有類似見解，認為「公司有利之前景事實應被納入公平價格之考量，而不應以合併當時之市價為判斷（當然不應低於市價），而且依先進國家合併實務，恆有市價數成之溢價。」參閱釋字第770號解釋部分不同意見書（黃虹霞大法官提出），第6-7頁。

註38：有論者即指出，司法實務衡酌是否撤銷股東會決議考量因素相當多，未必不提供資訊即會撤銷該決議，整體而言，股東會決議欠缺資訊揭露實際上事後難以得到有效之救濟。參閱李俊霖，〈對研商企業併購法修正草案若干意見——因應釋字第770號解釋之第5條、第5條之1、第12條部分〉，《月旦民商法雜誌》，68期，2020年6月，第138頁。

註39：學者方嘉麟教授亦直言「公發公司於併購時違反程序規定極少見，所以問題癥結點反而在形式上符合程序規定，是否董事或管理階層就可主張自己已滿足注意及忠實義務的要求。」參閱方嘉麟主編，林進富、樓永堅、方嘉麟、周振鋒、朱德芳合著，《企業併購理論與實務》，2021年1月初版，第55頁，元照。

股東對公司僅有出資義務，出資後即對公司與其他股東無任何義務存在。當股東參與公司意思決定時，未免其追求自己利益而有害公司利益，公司法僅要求其迴避表決而已（公司法第178條），並無其他利益衝突淨化之機制。亦即，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僅不得參與表決而已，似無須為任何利害關係之揭露⁴⁰。而在現金逐出合併場合，期待主導之大股東自行揭露利益衝突並迴避表決似不切實際。此外，對於違反受人義務之董事雖應對公司負損害賠償責任，但若董事不主動賠償時，公司即須以訴訟向其請求。惟我國法對於向董事訴訟要件甚嚴，除公司應依股東會決議（公司法第212條）外，僅能透過少數股東書面向監察人請求對董事起訴或於監察人不起訴時再由少數股東為公司利益以自己名義起訴（公司法第214條）。但不論是公司自己起訴或少數股東代公司起訴，皆在實務上甚為少見。在大股東兼董事之本案或其他由大股東主導之現金逐出合併場合，以股東會決議對董事起訴幾乎不可行，由少數股東

代公司起訴理論上雖然可行，但因我國股東代表制度絕對不利於起訴股東，故甚少有股東有意願提出此等訴訟向董事究責⁴¹。

參、本文結論

綜合前述討論，可知我國法對於現金逐出合併缺乏合理的管制措施，致使此等併案縱然「形式上」得以輕易合規，「實質上」卻充滿諸多利益衝突疑慮，在雷亞案更一審判決出爐後，更加惡化法律適用之不確定⁴²。因而，企併法理應就此等缺失有所回應，另基於釋字第770號解釋指出現行企併法有未能使股東及時獲取利害關係人重要資訊之缺失，經濟部遂於2020年10月7日公告企併法修正草案（下稱企併法草案）⁴³，近期將通過行政院審查函請立法院審議⁴⁴。

本次企併法草案修正重點其一為保障股東權益，包括：一、增訂第5條第4項：為強化併購資訊揭露，明定董事應於公司寄發股東會開會通知時揭露利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由。本項要求董事揭

註40：參閱戴銘昇，〈董事該迴避嗎？董事利益迴避的迷思！——臺灣高等法院101年度重上更（一）字第59號判決〉，《台灣法學雜誌》，251期，2014年7月，第37頁。

註41：關於我國代表訴訟制度相關批評，可參閱周振鋒，〈論股東代表訴訟的變革方向——以美國法為研析基礎〉，《政大法學評論》，115期，2010年6月，第278-292頁。

註42：因而有學者即建議特別針對現金逐出合併另做規範以提高股東會決議門檻，規定應經公司已發行股份總數四分之三以上股東之同意行之。參閱劉連煜，〈大法官釋字第770號併購正當程序與權利救濟解釋的檢討——以資訊揭露、利害迴避、現金逐出門檻與股份收買請求權為中心〉，《月旦法學雜誌》，306期，2020年11月，第106頁。

註43：中華民國109年10月07日經商字第10902426230號函。

註44：蘇秀慧，〈《企業併購法》修正案政院完成審查——新創併購利多祭租稅優惠〉，工商時報，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20210406000110-260202?chdtv> (04:10 2021/04/06)（最後瀏覽日：2021年4月10日）。惟至本文截稿日止，行政院審查之企併法草案版本仍未對外公告，故本文以下僅能就經濟部公告之版本加以評論。

露更多內容外，並及時使股東知悉，使股東決定時資訊更為充足，應值得肯定。但如前述，由於對董事利益衝突認定仍沿用「形式認定」，本項啟動時機相當有限。二、增訂第5條之1：公開發行股票公司持股超過百分之十之股東且為其他併購公司之董事時，增訂該公司股東於股東會有提供資訊之義務，並應於公司寄發股東會開會通知時揭露利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由。本條要求持股百分之十以上股東為其他參加併購公司之董事時有說明義務。亦即，特定人須符合公司「大股東」且為「併購當事公司董事」始有揭露其利害關係之必要。惟於條文如此限縮下個案適用本條之機會應極為有限。且，本條規範強調「形式上」身分而忽略「實質上」股東與公司間之利益衝突關係，個案中特定人即可輕易操作迴避本條適用，恐使本條規範效用大打折扣⁴⁵。

併購活動乃公司最基礎、重要的交易，對於利益衝突問題及其解決自應特別加以重視。惟自公司法至企併法對於利益衝突的處理皆有未臻完善之處且有再為改善之空間。企併法雖對於利益衝突揭露已有第5條第3項明文（且有前揭企併法草案條文增強揭露），但與公司法相較之後可知並無特別加重之處，至多為有自身利害關係董事說明對

象增加「股東會」、說明內容增加「贊成或反對併購決議之理由」如此而已。企併法仍沿用公司法對於利害關係揭露之機制，應有再斟酌空間。實則，企併專法為我國特殊立法，針對企業併購特別事項設有別於公司法之特別規定，目的為促進併購活動、追求效率以及維護少數股東權益等。本文認為正可運用公司法、企併法分割立法模式之特點，考量併購交易常有利益衝突疑慮、對公司影響重大等特點後，於企併法規範研擬強化利害關係之揭露機制。且該等規範因僅適用併購場合，對公司法制影響有限。此時，企併法規修正可作為短期目標，並作為持續修正公司法之對照基礎。因限於篇幅，本文就此無法再行深論，謹以下數點提供未來企併法修正時思考之方向。一、企併法就董事利益衝突認定可不再沿用公司法「有自身利害關係」之形式認定，而應改以實質認定為準。二、針對現金逐出合併，大股東具有主導地位時，應賦予其對公司以及少數股東受任人義務（即包括注意義務與忠實義務），但同時可設計如美國法上「少數股東多數決」、「獨立委員會」等制度淨化利益衝突，若特定交易採用前揭制度並充分揭露重要資訊時即可推定合法，而該交易即被推定對公司為公平且大股東、董事等未違反受任人義務。

註45：關於本次經濟部公告修正草案詳細評析，可參閱周振鋒，〈2020年企業併購法修正草案之評析〉，《月旦會計實務研究》，35期，2020年11月，第59-68頁。