

## 司法院釋字第 770 號解釋抄本



司法院公布令	1
解釋文及解釋理由書	1
湯大法官德宗提出之部分協同意見書	9
蔡大法官明誠提出之部分協同意見書	13
羅大法官昌發提出之協同意見書	26
許大法官志雄提出之協同意見書	38
黃大法官瑞明提出之協同意見書	46
陳大法官碧玉提出之部分協同部分不同意見書	51
黃大法官虹霞提出之部分不同意見書	58

# 解釋

## 司法院 令

發文日期：中華民國107年11月30日

發文字號：院台大二字第1070032681號

公布本院大法官議決釋字第 770 號解釋

附釋字第 770 號解釋

院長 許 宗 力

### 司法院釋字第 770 號解釋

#### 解釋文

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。」以及中華民國 91 年 2 月 6 日制定公布之同法第 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。」然該法 104 年 7 月 8 日修正公布前，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有前揭企業併購法第 18 條第 5 項所列股東及董事有關其利害關係之資訊，亦未就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制，上開二規定於此範圍

內，與憲法第 15 條保障人民財產權之意旨有違。

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。法院應命原因案件中合併存續之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 104 年 7 月 8 日修正公布之企業併購法第 12 條第 8 項至第 12 項規定辦理。

### 解釋理由書

聲請人玉○實業股份有限公司（代表人賴○峰）原持有台灣固網股份有限公司（下稱原台固公司）70 萬股。原台固公司於 96 年 6 月 29 日召開 96 年度股東常會決議，於同年 12 月 28 日與台信國際電信股份有限公司（下稱台信公司）合併，由台信公司以每股現金新臺幣（下同）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）。聲請人名下之股份於公司合併時，遭轉換為現金 581 萬元，並託管於富邦綜合證券股份有限公司。聲請人乃訴請新台固公司返還股票，敗訴後迭提起上訴，經最高法院 102 年度台上字第 2334 號民事判決（下稱確定終局判決）駁回上訴確定。

聲請人主張確定終局判決所適用之企業併購法第 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）有牴觸憲法第 7 條、第 15 條、第 22 條及第 23 條之疑義，向本院聲請解釋憲法。核其聲請，與司法院大法官審理案件法第 5 條第 1 項第 2 款所定要件相符，應予受理，爰作成本解釋，理由如下：

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。

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。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。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。

末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。

大法官會議主席 大法官 許宗力

大法官 蔡烱燉 陳碧玉 黃璽君 羅昌發

湯德宗 黃虹霞 蔡明誠 林俊益

許志雄 張瓊文 黃瑞明 詹森林

黃昭元

## 釋字第七七〇號解釋 部分協同意見書

湯德宗大法官提出

[1] 常聽人抱怨大法官解釋艱澀而難懂。依我多年來研究、教授憲法的經驗，和近年來有幸參與憲法解釋的體察，大法官解釋之所以艱澀難明，絕不僅是用語（文言或白話）的問題，也不僅是行文方式（咬文嚼字、拐彎抹角、不接地氣）的問題，往往更是論理（翔實或空泛）的問題。

[2] 聲請人指謫：企業併購法第 4 條第 3 款（即系爭規定一）允許公司為進行合併，得以現金作為對價，強制購買股份，將股東逐出公司（是即「現金逐出合併」，squeeze-out-merger, cash-out merger），乃強取豪奪的兼併手段；又，同法第 18 條第 5 項（即系爭規定二）允許公司持有其他參加合併公司之股份者（下稱法人股東），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（下稱法人董事），於就其他參與合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權，而排除公司法有關股東及董事「利益迴避」規定<sup>1</sup>之適用，未能充分保障未贊同合併之股東的財產權益，有違反憲法第 15 條（財產權應予保障）之疑義，而聲請本院解釋。

[3] 多數大法官通過的「解釋文」與「解釋理由書」（下稱多數意見）釋示：企業併購法因（1）未設置有效權利救濟機制，確保以公平價格收購未贊同合併股東之股權，及（2）

---

<sup>1</sup> 參見公司法第 178 條：「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」；及原因案件行為時之 55 年 7 月 19 日修正公布之公司法第 206 條第 2 項：「第 178 條……之規定，於前項（按：股份有限公司董事會）之決議準用之」。

未使少數股東及時獲悉（法人股東、法人董事關於公司合併之）利害關係之資訊，致系爭規定一及系爭規定二，於此範圍內，不符合憲法保障人民財產權之意旨。換言之，現金逐出併購制度（系爭規定一）及法人股東、法人董事無需適用公司法有關利益迴避之規定（系爭規定二），因企業併購法未能滿足（符合）前述「確保公平收購價格」與「適時揭露相關資訊」兩項要件，而被宣告為「違憲」。

[4] 然，何以系爭規定一（現金逐出合併）及系爭規定二（法人股東、法人董事不適用公司法有關利益迴避之規定）僅於企業併購法滿足（符合）前述「確保公平收購價格」與「適時揭露相關資訊」兩項要件時，方能合憲？多數意見只給了「答案」（應如何），卻沒有給「理由」（何以應如何）<sup>2</sup>！如果逼急了，我猜直率的同仁會說：「我們大法官說了算」！然，司法部門的判決（包含大法官解釋）不同於政治部門的決定（如立法院的決議），不能僅憑多數決，而沒有法律論證（推理）。蓋法院判決不備理由，即無正當性可言！

[5] 我以為，國家之所以允許「現金逐出合併」，實因其仍須符合：凡剝奪人民對於財產的和平享有（peaceful enjoyment of possessions），須係「基於公益之目的<sup>3</sup>」，並以「迅速、適當且有效之補償」（prompt, adequate and effective compensation）為前提的「財產權保障真諦（或不變的鐵則）」。此不僅為本院自釋字第 400 號解釋、第 440 號解釋等解釋

---

<sup>2</sup> 解釋理由書第 4 段參照。

<sup>3</sup> 理由書第 5 段僅說：「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）」，避而不論「提升公司經營體質、強化公司競爭力」是否為「公共利益」！

先例以來的一貫見解，亦為現今國際人權公約<sup>4</sup>關於「財產權保障」的普遍理解。至於允許法人股東、法人董事於為現金逐出之合併決議時，得以行使表決權，無需適用公司法有關股東及董事「利益迴避」之規定，須以「相關資訊適時揭露」為前提，則源於本院釋字第 709 號解釋、第 739 號解釋等解釋先例關於剝奪財產權應遵循「正當程序」之要求。<sup>5</sup>缺少了這些核心論述，本件只是「沒有憲法內涵的憲法解釋」，像個虛有其表的空心蘿蔔！

[6] 這些話，我在審查會上都說了，而且不只一遍，奈何不獲見納！有人說：本院釋字第 400 號解釋、第 440 號解釋等皆為關於「土地徵收」之解釋，如何能套用於本件「現金逐出合併」？然，多數意見既承認公司股份具有一定之財產價值，亦受憲法第 15 條財產權之保障（解釋理由書第 2 段參照），則「現金逐出合併」自須遵守上述財產權保障之鐵則。如非以此鐵則為基礎，多數意見如何能推得其結論—須有確保公平收購價格之機制，始許「現金逐出合併」？！有人說：企業併購法允許現金逐出合併，乃私人（公司）侵害人民之財產權，與徵收土地係國家（直接）侵害人民財產權者不同，如何能適用上述財產權保障之鐵則？然，「立法」也是國家公權力行使之一種，企業併購法允許現金逐出合併，對於未贊同合併而被強制收購股份、逐出公司的股東而言，自然應

---

<sup>4</sup> See, e.g., Charter of Fundamental Rights of the European Union, Article 17, Sec.1. (Everyone has the right to own, use, dispose of and bequeath his or her lawfully acquired possessions. No one may be deprived of his or her possessions, except **in the public interest** and in the cases and under the conditions provided for by law, subject to **fair compensation being paid in good time for their loss**. The use of property may be regulated by law in so far as is necessary for the general interest.)

<sup>5</sup> 參見釋字第 709 號解釋理由書第 4 段及釋字第 739 號解釋理由書第 2 段及第 3 段之論述。

認為是國家（間接）侵害其財產權，而非執著於表象。又有人說：以本院釋字第 709 號解釋、第 739 號解釋等解釋先例之論理為基礎，能否證立：現金逐出合併的「正當程序」要求須以「相關資訊適時揭露」為前提，始許法人股東、法人董事於為現金逐出之合併決議時，得行使表決權，無須適用公司法有關股東及董事「利益迴避」之規定，實未可知。於是索性付諸闕如，來個諱莫高深？

[7] 本件昨日審查會上才剛通過，今日即召開大會公布。<sup>6</sup>匆匆<sup>7</sup>草此意見書，難期周詳，但求無愧。

---

<sup>6</sup> 按本解釋既已就原因案件諭知特別救濟途徑—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（解釋文第 2 段參照），似無需趕在五年再審期間屆至（2018/12/05）前，公布解釋。關於人民聲請解釋案件（占本院近年作成解釋之 90% 以上），如何破除「五年再審期間屆至」之壓迫，以維解釋品質，乃當前釋憲制度革新議題之一。

<sup>7</sup> 大法官之個別意見書「應於解釋文草案及解釋理由書草案經大法官全體審查會議審查通過後五日內提出」（參見司法院大法官審理案件法施行細則第 18 條第 3 項）。

## 釋字第 770 號解釋部分協同意見書

蔡明誠大法官 提出

本件因涉及公司合併而現金逐出少數股東之規定是否違反憲法有關股份之財產權保障，依本院大法官審理案件法第 5 條第 1 項第 2 款規定予以受理，可資贊同。惟認本件合併對於現金逐出少數股東及時獲取相關資訊及有效權利救濟相關規範不足，而未盡保護少數股東權益，以致於不符憲法保障股份（持分）財產權意旨等問題，仍有再進一步釐清之意義，爰提出部分協同意見如下：

### 一、從憲法第 15 條衍生股份財產權保障之意義

憲法第 15 條規定人民之財產權應予保障，其規範內容甚為簡要，基於憲法高度而明確規定人民之財產權應予保障，值得肯定。但比較外國憲法，例如日本憲法第 29 條規定，財產權不得侵犯。財產權之內容，應依法律規定，以符合公共福祉。私有財產在正當補償下，得供公共目的使用。德國基本法第 14 條規定，財產權及繼承權予以保障，其內容及限制 (Inhalt und Schranken) 由法律規定之。財產權負有義務。財產權之行使，應同時為公共福祉 (Wohle der Allgemeinheit)。財產之徵收，僅為公共福祉，始准許之。徵收之執行，應依法律或法律授權規定始得為之，其應規定補償之種類及範圍 (Art und Ausmaß)。<sup>1</sup> 補償之決定，應公平衡量公共利益與關係人利益。補償範圍有爭議時，得向普通法院請求救濟

---

<sup>1</sup> 此徵收補償之種類及範圍，除現金外，亦得考慮替代土地 (Ersatzland) 或有價證券。(參照 Wendt, in: Sachs, Grundgesetz Kommentar, 8. Aufl., München: Beck, 2018, Art. 14 Rn. 169.)

(Rechtsweg)。<sup>2</sup>

以上外國立法例，可見其同樣肯定經濟自由權中之財產權受憲法保障並負有義務，但其內容得依法律規定加以一般之限制（制約）<sup>3</sup>，亦得對私有財產徵收與補償。又德國基本法對於財產權負有義務及對於徵收補償之種類及範圍，與其公平利益衡量及向法院尋求救濟等明文規定於憲法中，均值得比較及參考之。

就本件所涉及財產權，係屬憲法上財產權，應屬無疑義。本號解釋謂人民所持有之公司股份，亦受憲法第 15 條財產權之保障，雖未如同德國聯邦憲法法院直接以股份財產權稱呼，但其認股份所表彰權益受憲法保障，值得肯認。德國聯邦憲法法院認基本法第 14 條所保障之財產權，包括公司法所衍生之股份財產權，亦即股份<sup>4</sup>及合作社持分<sup>5</sup>。<sup>6</sup>於現金逐出少數股東之裁判中，自 1962 年以後即明確肯認持分財產權

---

<sup>2</sup> 保障財產權之類似憲法規定，例如大韓民國憲法第 23 條（尹龍譯，載於阿部照哉等編，世界の憲法集，東京：有信堂，2009 年 6 月 29 日 4 版 1 刷，頁 227-228。）

<sup>3</sup> 參照芦部信喜，高橋和之補訂，憲法，東京：岩波書店，2017 年 3 月 6 日 6 版 6 刷，頁 224、234。

<sup>4</sup> 參照 BVerfGE 14, 263(276ff.) - Feldmühle-Urteil; 25. 371(407) - lex Rheinstahl; 50, 290(341ff.) - Mitbestimmung; 100, 289(301f.); BVerfGE 132, 99(119) - Gesamtanalogie Delisting.

<sup>5</sup> 參照 BVerfGE 95, 267(320)- -Altschulden.

<sup>6</sup> 參照 Papier, in: Maunz/Dürig, Grundgesetz-Kommentar, München: Beck, Art.14 Rn.195-beck-online.

<sup>7</sup> (Anteilseigentum)<sup>8</sup> (有稱股份財產權; Aktieneigentum) 。之後，聯邦憲法法院裁判延續類似見解，亦明確肯認股份(持分)財產權。<sup>9</sup>

股份財產權，一方面，其作為公司成員之支配及財產權之媒介，另一方面，其財產之成分占重要之地位，故如同傳

---

<sup>7</sup> 德國學理上有對此持分財產權真實存在於德國憲法及法律中，使立法者負有對基本法財產權第 14 條所衍生股份有形化財產價值之法律地位之立法任務。(參照 Lars Leuschner, Gibt es Anteilseigentum wirklich, NJW 2007, 3287ff.)

<sup>8</sup> 參照 BVerfGE 14, 263 - Feldmühle-Urteil (德國聯邦憲法法院 1962 年 8 月 7 日第一庭判決(1961 年 11 月 29 日言詞審理))，其認為強制逐出少數之正當利益當然應予保障。但一方面對經濟上力量濫用，應予有效之法律救濟(權利救濟)(Rechtsbehelfe); 另一方面，須考量其法律地位之損失，給予經濟上完全補償(für den Verlust ihrer Rechtsposition wirtschaftlich voll entschädigt wird)。立法者所制定法律規定，並不違反基本法第 14 條財產權保障。何謂「完全補償」之理解，聯邦憲法法院 Feldmühle 判決不予詳加定義。但基於憲法，基本權相關之損失須予以補償。此應予衡量者，少數股東喪失之基本法第 14 條第 1 項之財產權為何。

<sup>9</sup> 參照 Bundesverfassungsgericht- 1 BvR 1613/94 -27. April 1999，認為基本法第 14 條第 1 項保障財產權。於公司法規範之設計範圍內，以私有用益性(私用性)及處分權限(Privatnützigkeit und Verfügungsbefugnis)作為表徵之就股份有形化之股份財產權，亦屬之。(參照 BVerfGE 14, 263 <276 f.>; 25, 371 <407>; 50, 290 <339>) 該保護效力，及於該以股份財產為媒介之股份公司中成員地位。從該成員之地位，股東於法律規定及公司章程範圍內，不但形成治理權限，亦發生財產法之請求權。(參照 BVerfGE 14, 263 <276>)。又如聯邦憲法法院 Feldmühle 判決(BVerfGE 14, 263)所確認者，基本法第 14 條第 1 項不排除違反少數股東意思，儘管使其遭受重大之減少或甚至其股份有形化之法律地位之損失，而將股份公司納入關係企業中。毋寧是立法者可認為基於公共利益之重要理由，為企業初創為關係企業之自由發展之利益，使為資產維護之少數股東利益，予以退讓。(BVerfGE 14, 263 <281 f.>)

統之動產及不動產所有權，亦從憲法財產權保障觀點，保護其具有財產價值之法律地位。此外，股份財產權，從財務觀點來看，亦可能屬於個人自由之領域。此自由空間，係基於股份之特別形成之交易能力。特別是小股東通常不能對企業政策有重要之影響及股份被視為具有優勢之資本投資。此將參與股份與其他企業參與，兩者相區別。尤其是參與股市之股份公司，股東於任何情形，在資本市場之功能運作時，實務上允許於任何時間，依其資本及依自由意願投資或不投資。是股份如從小股東觀點，自有其吸引力，因為其資本不受長期拘束，而其得快速持續再出讓。<sup>10</sup>因此，德國聯邦憲法法院裁判認為在一定條件下（例如立法者已保障少數股東可能取得對股份損失之經濟上完全補償，且受到有效法律救濟），是現金逐出少數股東並未侵害或干預基本法第 14 條保障之財產權。<sup>11</sup>

---

<sup>10</sup> 參照 Bundesverfassungsgericht- 1 BvR 1613/94 -27. April 1999.

<sup>11</sup> 1999 年以後，較具代表性之聯邦憲法法院裁判，即如 2007 年 9 月 19 日聯邦憲法法院裁定 Bundesverfassungsgericht, Beschl. v. 19.09.2007, Az.: 1 BvR 2984/06，亦延續相似見解。該裁定亦肯認股份財產權，認財產基本權（基本法第 14 條第 1 項第 1 段），保障該股份有形化之股份財產權，於其公司法之設計範圍內，以私有用益性（私用性）及處分權限為表徵（參照聯邦憲法法院裁判 BVerfGE 25, 371 <407>[BVerfG 07.05.1969 - 2 BvL 15/67]; 50, 290 <339>[BVerfG 28.02.1979 - 2 BvR 84/79]; 100, 289 <301>[BVerfG 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94]）。該保護效力，及於該以股份財產為媒介之股份公司中成員地位。從該地位，股東於法律規定及公司章程範圍內，不但形成治理權限，亦發生財產法之請求權。（參照聯邦憲法法院裁判 BVerfGE 14, 263 <276>[BVerfG 07.08.1962 - 1 BvL 16/60]; 100, 289 <301 f. [BVerfG 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94]>）又逐出規定（股份法第 327 條 a 以下），係涉及合乎比例因而符合憲法之財產權之內容及限制規定。因此，立法者符合正當目的。於此情形，避免對於該須持有

再從憲法基本權保障觀察，財產基本權之對物保障範圍，除財產權之傳統的動產及不動產財產之保障外，已逐漸發展出更具多樣性但不易歸屬於前述財產權之法律保護地位，例如本號解釋之財產權，係具有私有財產權(Private Vermögensrechte)性質之股份財產權，其如同物財產權(所有權)(Sacheigentum)歸屬權利人享有用益及自己處分之權限。<sup>12</sup>對於前述股份財產權之限制，非屬於德國基本法第 14 條第 3 項規定徵收與補償結合之具體、個別之法律限制，其屬於抽象、一般對財產權之內容及限制之法律規定或決定。<sup>13</sup>

綜上，此宜參考前述德國聯邦憲法法院裁判見解，所謂股份財產權，亦屬我國憲法第 15 條保障之財產權所涵蓋，並可作為本號解釋有關現金逐出少數股東之憲法依據及原則。至於對於股份財產權之限制，如參考德國前述見解，宜解釋為其非屬具體、個別之類似徵收之補償規定，而係屬立法者就財產權之內容規定(Inhaltsbestimmung)及限制設定(Schrankenziehung)，以法律之抽象、一般確定財產權之權利

---

至少 95%基礎資本額之主要股東(股份公司第 327 條 a)因小的或最小持份之所有人而對企業控管之障礙。(參照法律草案立法理由, Begründung zum Gesetzentwurf, BTDrucks 14/7034, S. 31 f.)於此，逐出之可能性，非取決於個案中是否存在具體之企業理由。此外，立法者已保障少數股東可能取得對股份損失之完全補償，且請求有效之權利保護。

<sup>12</sup> 參照 Friedhelm Hufen, Staatsrecht II, Grundrechte, 6. Aufl., München:Beck, 2017, §38 Rn. 5, 11.

<sup>13</sup> 德國文獻中，採不構成基本法第 14 條第 3 項之徵收性質，而係股份有形化之財產權之內容及限制之法律規定或決定，屬於基本法第 14 條第 1 項，且贊同聯邦憲法法院見解，認為股份法第 327 條 a-f 合憲者，例如 Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 4.Aufl., 2015-beck-online, §327a Rn.7.

及義務關係。<sup>14</sup>因此，以比較法觀察，本號解釋如能直接明確表示股份(持分)財產權作為一種受憲法保障財產權之類型，將更可彰顯本號解釋之憲法價值。

## 二、現金逐出合併之合憲性

企業併購之類型，因參考之外國立法例及學說、實務見解，可能有不同歸類及定性<sup>15</sup>。本件如先以我國企業併購法規定，可定性為非對稱性合併及簡易合併以外之一般合併（或稱通常合併）。本件因多數股東持有股份不超過 90%以上，故其與外國立法例上所要求之現金逐出少數股東時，對於多數股東要求持有 95%或 90%以上之股份，而進行現金逐出少數股東之合併者<sup>16</sup>，實有所不同。此如本件原因案件之

---

<sup>14</sup> 參照 Wendt, in: Sachs, a.a.O., Art.14 Rn. 58,ff..

<sup>15</sup> 在德國法，就現金逐出少數股東(Ausschluss von Minderheiten ; sog. Squeeze-out)相關之併購類型，隨社會發展及與歐盟法調適，發展出三種類型，即於 2002 年 1 月 1 日增訂而生效施行之股份法第 327 條 a 至 f，明文承認股份法合併之現金逐出(Aktienrechtlicher Squeeze-out)，於 2009 年歐盟收購準則之轉換，增列收購法現金逐出(Übernahmerechtlicher Squeeze-out)，規定於有價證券取得及收購法(Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz; WpÜG)第 39 條 a 至 c。2011 年 7 月轉換法之第三次修正法，於轉換法第 62 條增訂第 5 項新規定，並將主要股東持有股份調為 90%，此即所謂合併法現金逐出(verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out)，之後德國法院對此種合併法現金逐出少數股東，雖主要股東所持股份為 90%門檻，仍認為合憲，且認該現金逐出相關計畫，並不構成權利濫用（例如 OLG Hamburg, Beschl. V. 14.6.2012-11 AktG 1/12, NZG 2012, 944-beck-online）。至此，德國法將現金逐出少數股東之併購方式，形成三種類型。（參照 Austmann, Der verschmelzungsrechtliche Squeeze-out nach dem 3. UmwÄG 2011, NZG 2011, 684ff..）

<sup>16</sup> 有關多數股東持有股份之門檻，英國要求 90%、法國為 95%、義大利為 98%、荷蘭為 95%、比利時為 95%及奧地利為 90%等，在 2001 年之二十一世紀初，歐洲國家對於多數股東持有股份之門檻，在

合併，其多數股東所持股份並未超過 90%以上，如進行現金逐出少數股東，除召開董事會外，尚須經由股東會之決議，始准予合併。此一類合併，因多數股東持有股份雖具有一定優勢但並未具有 90%以上之絕對優勢，在進行現金逐出少數股東時，自應保障其憲法上財產權。如參考德國聯邦憲法法院裁判見解，係採有條件之合憲性解釋。質言之，須賦予少數股東對抗多數股東在市場上權利濫用之有效法律救濟(wirksame Rechtsbehelfe)，並對其法律地位之喪失，得請求經濟上完全補償(wirtschaftlich voll entschädigen)，此於股份法(Aktiengesetz)第 327 條 a 第 1 項規定，則將之基於公平衡量主要股東(Hauptaktionär)與少數股東(Minderheitsaktionäre)之雙方利益而予以相當現金補償(Gewährung einer angemessenen Barabfindung)。

此所謂公平價格之補償，德國法實務上所謂經濟上完全補償或股份法上所謂相當補償，宜公平衡量交易價值與股市價值。惟此所謂相當補償，宜先由公司程序決定，為減少法院訴訟負擔，於少數股東不服時，宜先透過當事人間協議。如協議不成，再向法院請求裁定其補償價額。嚴格言之，其非屬於反對股東行使股份收買請求權（例如企業併購法第 12 條第 1 項及公司法第 317 條等），該項請求，如股東行使後，股東得否反悔而請求關於公司換發合併後之新股票，此情形往往發生於公司合併後股票大漲情形。由於國內學說認股份收買請求權，雖稱為請求權，按目前國內學說，認其性

---

90%至 98%之間，可供比較參考。

參照 Sieger/Hasselbach, Ausschluss von Minderheitsaktionären(Squeeze-out) im ausländischen Recht, NZG 2001, 926ff..

質上係為形成權，而非出資返還請求權。因該項權利之行使，毋庸經由公司承認，僅於符合法定要件，由股東單方意思表示，強制公司收買其股份，即成立公司與股東間之股份買賣契約關係，縱使股東對於公司之收買價格有爭議，仍無礙於法律關係效力之發生。<sup>17</sup>因此，對於本號解釋涉及股份之公平價格決定，與前述股份收買請求權，可能構成不同階段之價格決定之過程，換言之，在股份收買之價格評價程序之規範，兩者間雖具有類似性，但性質上僅於相互不抵觸之容許範圍內，始予準用之關係。又股份收買請求權行使時，向法院聲請價格裁定時，宜考量保護少數股東利益與促進併購效率之間，取得平衡，不應偏向於一方。<sup>18</sup>此兼顧股東利益與併購效率之衡量，亦可作為現金逐出數股東時評估其價格之參考。

綜上，審查現金逐出少數股東公司合併之合憲性時，宜參考上述兩項之要求，始得認為其合憲。反之，則宜解為其不符憲法第 15 條保障股份財產權之意旨。

### 三、利益迴避及資訊揭露義務之問題

學理上，有認為公司合併而現金逐出少數股東之制度，對於少數股東權益保護有所不足，應另設相關保護制度，作

---

<sup>17</sup> 參照王文字，公司法論，台北：元照，2018 年 10 月 6 版 1 刷，頁 629；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），頁 145 及註 15。

<sup>18</sup> 參照鄭婷嫻，前揭文，頁 145-147。

為配套措施，例如董事之忠實義務<sup>19</sup>、利益迴避<sup>20</sup>及資訊揭露義務等法律明確規定，其用意固無可厚非。<sup>21</sup>惟上述義務或原則之違反，其法律效力如何？是否導致合併決議無效？如認為無效，將使已完成企業併購或公司合併之法律關係，陷於不安定之狀況，甚至影響善意參與企業併購之關係人之權益。例如因有自身利害關係而未利益迴避所參與討論或表決之法律效力，有認為股東會決議，基於資本多數決之精神，依公司法第 178 條規定，因其決議方式違背法令，得訴請法院撤銷之。至董事會決議，未如公司法第 178 條規定，則歸於無效，並不以訴訟方式主張之。至於原企業併購法第 18 條第 5 項（現行法為第 6 項）規定，解釋上認為其不適用公司法第 178 條有關涉及自身利害關係時之迴避規定及第 206

---

<sup>19</sup> 有關忠實義務，參照曾宛如，董事忠實義務於台灣實務上之實踐——相關判決之觀察，月旦民商法，29 期，頁 146 以下。

<sup>20</sup> 有認為企業併購法針對法人董事具有明顯之利害關係，故其於目標公司董事會決議時毋須迴避之規定，並不合理。故對於董事利益衝突之問題，宜於公司法及企業併購法明確規定利益迴避條款。退一步言，若企業併購法仍堅持第 18 條第 6 項不須迴避之立場，最低限度應課予利益衝突之董事以資訊揭露義務，即規定該等人士將其所具有之利害關係情事先予公開，並具體說明為何於利益衝突下仍贊成（或反對）併購之原因，使其他決策成員得獲充分資訊而有謹慎評估之機會。如此配套措施之安排，似較妥適。（參照王文宇，前揭書，頁 181。）

<sup>21</sup> 關於逐出少數股東時之資訊揭露義務及美國法比較，參照張心悌，逐出少數股東—以資訊揭露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），頁 266 以下。另有學者認為，就目前制度而言，改善少數股東的收買請求權法制，可能是最容易著手的保護少數股東方式。參照游啟璋，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），該文並介紹美國、歐盟、日本、韓國有關現金逐出合併之公司法發展，可供比較參考。

條原第 2 項（現行法為第 3 項）準用同法第 178 條規定。<sup>22</sup>此就前述公司法第 178 條規定之自身利害關係而言，在學理上有認其宜採限縮解釋，不採事前限制或事前禁止，而改為事後救濟為較妥，甚至董事會決議如有違反程序者，有時可能對公司有利，故不認其效力當然無效，改為得撤銷，則將更具彈性，此見解亦值得注意。<sup>23</sup>又形成併購計畫及合約等決議或專業諮詢，其中可能透過董事會、特別委員會<sup>24</sup>及股東會之決議。有關利益衝突之迴避，多數股東往往對於公司合併案存在利害關係，故其應於何種階段迴避，設若多數股東涉及併購利益均須迴避，則可能因現今違反利益迴避原則之效力，對董事會及股東會之決議程序瑕疵之法律效力有所不同，故可能影響其公司併購程序之順利進行。於此情形，亦可能因不須迴避之少數股東之反對或阻止，而妨礙具有建設性之公司合併之順利進行。<sup>25</sup>再者，前述企業併購法第 18

---

<sup>22</sup> 參照王志誠，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），頁 27 以下。

<sup>23</sup> 有認實務上所持董事會之召集程序違法是無效之見解，但非「絕對、機械式」之無效。如董事會召集漏未通知部分董事之程序上瑕疵，無足以影響董事會決議結果者，實無必然認為是無效。因此，相關召集程序雖有瑕疵，但非屬重大且於董事會決議亦無影響者，認應予例外考量。參照廖大穎，召集程序瑕疵與董事會決議之效力---最高法院九十七年台上字第九二五號民事判決，月旦裁判時報，7 期（2011 年 2 月），頁 49 以下。

<sup>24</sup> 對於依法強制設置特別委員會，有所質疑者，參照周振鋒，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（106 年 1 月），頁 129-134。

<sup>25</sup> 例如美國就合併行為，依大多數州之普通法(commom law)規範，必須經由全體股東之同意始得為之，因為公司合併行為將對公司基本結構、營業政策、股東及公司債權人之權利有重大影響，必須謹慎處理。普通法之規範也造成許多合併行為，因少數股東自身利益之

條第 5 項（現行法為第 6 項）於立法理由中，文義上並未明定，而係依歷史解釋，認該現行相關規定不準用公司法第 178 條及第 206 條等有關利益迴避規定，其是否宜將之逕宣告違憲？凡此等問題，有可能涉及公司整體利益維護之政策問題，其有屬於公司組織結構健全發展之經濟問題，但有些情況並非純屬於憲法財產權保障之法律問題，故有關董事或多數股東之利益迴避原則及規範，宜認相關機關有其自由裁量空間，針對各種不同企業併購類型及併購時參與決定之階段，設計其妥適之利益迴避制度。因此，本號解釋即指出關鍵並非在於有利害關係之股東或董事應否迴避，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。

至於資訊揭露義務規定，現行企業併購法、公司法及證券交易法等相關法規，已有規範之設計，如以本號解釋所涉及原因案件發生當時之法規環境，固有不足。本號解釋雖指出資訊揭露義務之重要性，但相關機關如何基於本號解釋之意旨，檢討現行資訊揭露規定，未詳予指明。例如何謂資訊揭露，其內涵及要件如何；誰有報告及說明之義務；何謂一定合理期間，有無更確切之履行義務之期限要求，且其內容需

---

緣故，而受到擱置。為使具有建設性之公司合併行為得以進行，各州已制定成文法典，授權公司在取得股東會多數股東表決同意時，即得進行，化解多年來普通法對公司合併行為之嚴格限制。有關於是否需要股東會決議，以及其可決之人數等，美國各州有不同規範，並因合併之類型不同，例如公司合併之一般程序及特殊型態之公司合併（例如簡式合併 (Short-form merger) 或三角合併 (triangular merger)）等，而異其合併程序之繁簡（例如合併案無需經存續公司股東決議）。（參照林仁光，論公司合併及其他變更營運政策之重大行為與少數股東股份收買請求權行使，東吳法律學報，11 卷 2 期（1999 年 5 月），頁 14-18。）

要多麼具體詳細？又除報告及說明義務外，宜另賦予少數股東資訊詢問之答覆請求權(Auskunftsanspruch)<sup>26</sup>。凡此等問題，雖現行企業併購法、公司法及證券交易法等相關法規，已有若干規範之設計，但為更完善維護公司利益及保護少數股東權益，未來相關機關宜以比較法觀點<sup>27</sup>，配合社會發

---

<sup>26</sup> 例如民法委任規定，德國民法第 666 條規定答覆及報告義務(Auskunfts- und Rechenschaftspflicht)，受任人負有向委任人為必要報告、依請求而答覆事務之狀況及於委任事務處理完畢後，報告其顛末之義務。我國民法第 540 條亦有類似規定，受任人應將委任事務進行之狀況，報告委任人，委任關係終止時，應明確報告其顛末。惟以上規定，較著重於報告義務。有關答覆請求權(Auskunftsanspruch)之行使，在現代資訊法上越來越受到重視，值得我國法制定或規範有關保護弱勢或相對當事人或利害關係人權益之資訊請求權，或賦予強勢地位之資訊提供義務等相關立法之參考。

<sup>27</sup> 例如德國股份法(Aktiengesetz)第 327 條 C 第 2 項規定股東會之準備程序(Vorbereitung der Hauptversammlung)，轉讓之公告作為會議程序之議題時，應包括下列說明：主要股東之公司及營業所在地，自然人時，其姓名及住址、主要股東所確定之現金補償(die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung)。第 2 項規定，主要股東於股東會就轉讓之要件及現金補償之相當性(die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung)之說明及理由，應提出書面報告(Bericht)。現金補償之相當性，應由一位或多位專家鑑定人審查。其受主要股東之委任，由法院選任及任命之。第 3 項規定股東會召集時起，於公司營業期間，應提供文書給予股東閱覽(Einsicht der Aktionäre)。文書包括轉讓決議之草稿(Entwurf des Übertragungsbeschlusses)、前三個營業年度之年度報告(Jahresabschlüsse und Lageberichte für die letzten drei Geschäftsjahre)、依第一項第一段規定之主要股東報告(der nach Absatz 2 Satz 1 erstattete Bericht des Hauptaktionärs)、依第一項第二段至第四段規定之審查報告(der nach Absatz 2 Satz 2 bis 4 erstattete Prüfungsbericht)。第四項規定，基於請求，對任何股東立即且免費提供第三項所稱之文書複本(Auf Verlangen ist jedem Aktionär unverzüglich und kostenlos eine Abschrift der in Absatz 3 bezeichneten Unterlagen zu erteilen.)，此即所謂資訊詢問之答覆請求權

展，適時檢討報告義務及資訊義務相關法規之妥當性，以利實用。

---

(Auskunftsanspruch)。第五項規定，第 3 項所定文書，於該閱覽期間，得以公司網際網路接近使用時，第 3 項及第 4 項規定之義務免除之。綜上，除報告義務(Berichtspflicht)外，前述第三項及第四項之義務，有稱之為資訊義務(Informationspflicht)(參照 Müller-Michaels, in: Hölter, Aktiengesetz, 3.Aufl., 2017-beck-online, §327c Rn.21ff.; Koch, in: Hüffer/Koch, Aktiengesetz, 13.Aufl., 2018-beck-online, §327c Rn.6; Singhof, in: Spindler/Stilz, Aktiengesetz, 3.Aufl., 2015, §327c Rn.11ff..)以上德國股份法相關規定之內容及程序，並將報告義務與資訊義務加以區分，均可供參考。

## 釋字第 770 號解釋協同意見書

羅昌發大法官提出

企業併購法許股份有限公司間，得以現金逐出之方式進行合併（squeeze-out merger、freeze-out merger 或 cash-out merger）（即企業併購法第 4 條第 3 款所定義「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」（系爭規定一）中，未得「遭以現金作對價而其股權為併購公司強制購買者」同意之合併），且許法人持股者，於股東會及董事會為合併之決議時，無庸為利益迴避（即 91 年 2 月 6 日制定公布之同法第 18 條第 5 項或現行法同條第 6 項所規定「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」（系爭規定二）之情形）。多數意見認為系爭規定一及二對因合併而股權遭剝奪之股東權益影響鉅大，故應以滿足如下二條件，始為合憲；如不滿足如下二條件，則系爭規定一及二應為違憲：其一，必須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有關係爭規定二所列利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊；其二，必須就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制。由於在 104 年 7 月 8 日修正公布前之企業併購法並未滿足此二條件，故本解釋宣告，於此欠缺之範圍內，違反憲法保障人

民財產權之意旨。另由於 104 年 7 月 8 日修正公布後之企業併購法並非本案審查之客體，故在理由書末段，以「併此指明」之方式，促使立法者在檢討現行法時，一併將不足部分，予以修正補足。本席就多數意見僅設二條件，勉予同意，但認為，系爭規定一及二合憲之條件，實應增加「確保現金逐出合併之合理性及符合公司最大利益」之適當機制。又由於本件宣告違憲之方式較為特殊，且涉及現金逐出合併與國家徵收人民土地性質之比較以及審查方式之選擇等疑義，謹提出本協同意見書，補充闡述如下：

一、系爭規定一及二本身並非無條件合憲，亦非當然違憲，而應視企業併購法其他規定對少數股東之保障是否充分，以決定該二條文之合憲性：

(一) 本件情形「審查客體」與「所宣告違憲之部分」，關係較為特殊。多數情形，本院均直接宣告所審查之客體為違憲或不違憲。然本件審查客體為系爭規定一（現金逐出合併究竟是否違憲）及系爭規定二（該條所定情形，無庸為利益迴避，究竟是否違憲），而本院所宣告者，則為企業併購法之其他部分欠缺「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有利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊」及「就股份購買對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制」二要件（本號解釋理由書第 9 段），並因此等欠缺，而違反憲法第 15 條保障人民財產權之意旨。

(二) 就系爭規定一之部分，多數意見並未認「現金逐出合併本身」有直接違憲疑義，而僅表示該條對遭現金逐

出之股東權益影響甚大(見本號解釋理由書第5段);然多數意見亦未宣告系爭規定一無條件合憲。就系爭規定二之部分,多數意見除表示該規定對其他股東權益影響亦甚大(見本號解釋理由書第5段)之外,並基於其立法目的係在提升公司經營體制及強化競爭力,而為初步之評價(*prima facie* assessment),認為該條規定排除利益迴避之要求,「尚非全然無正當理由」;但多數意見仍未直接宣告系爭規定二無條件合憲,而認為合憲與否「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」(見本號解釋理由書第6段)。

- (三) 由於本件之前開特殊宣告方式,故或有質疑:在本解釋之下,究竟系爭規定一及二為合憲或違憲(亦即,在憲法上,究竟是否可以許現金逐出合併及許無庸利益迴避),並不明確。就此項問題,多數意見之答案甚為明確:系爭規定一及二並非無條件合憲,亦非當然違憲。而係在符合前開「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有利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊」及「就股份購買對價公平性之確保,設置有效之權利救濟機制」二要件之前提下,系爭規定一及二即為合憲;如不符合此二要件,則系爭規定一及二即為違憲。由於本件原因案件所應適用的舊企業併購法不符此二條件,故本解釋宣告系爭規定一及二於此範圍內係屬違憲。現行企業併購法亦未充分滿足此二要件,故其許現金逐出合併及許有利害關係之法人股東及其

董事代表無庸迴避之規定，亦應屬違憲；只不過因現行法未被納入審查客體，故本解釋並未宣告現行法違憲，而僅提醒立法者檢討（本號解釋理由書第 11 段參照）。在本號解釋之下，將來立法者補足前開二條件之要求後，不論在新舊法時代，「系爭規定一及二本身」無庸修改，均將變成合憲之條文。

## 二、現金逐出合併與國家徵收是否可以相互比擬之問題：

（一）系爭規定一之現金逐出合併，係立法者以法律之規範，使公司得以透過企業合併之商業行為，剝奪人民（被現金逐出之股東）之股權。其情形與立法者許國家為公用或公益目的之必要，而以公權力徵收人民之財產，有類似之處，亦有重大之本質上差異。其類似之處在於兩者均係立法者許一方在他方未同意之情況下，仍得片面取得其財產權。其重要本質上差異之處則在於：其一，徵收制度為立法者許國家行使公權力，強制獲取人民財產；現金逐出合併之制度則為立法者許公司之多數股東，得以透過合併之商業行為，強制剝奪其他股東之財產（股權）。其二，「徵收制度創設之目的」在於使需用土地人得以為公用或公益之目的所必要，而取得土地，且「個案之徵收」亦應符合此種公用或公益目的之必要性；「現金逐出合併制度創設之目的」雖有公益之性質（系爭規定二立法理由所稱「提升公司經營體質，強化公司競爭力」（見本號解釋理由書第 5 段）係指我國企業整體之競爭力，此應可認係公益目的），然在「個案之現金逐出合併」，其所提升者，為個別合併之公司之競爭力，故甚難謂具有公益性質。其三，有關被剝奪之財產，徵收之情

形，最常見者為剝奪人民之土地；此類財產常為人民生存或生計所繫。現金逐出合併之情形，遭剝奪者為股東之股份及其所附屬之權利；此種權利一方面有其本質上之侷限（蓋股票之收益及其權利之行使，並非完全控制於股票持有人；公司經營有任何盈虧，均直接或間接影響股票之財產上價值；且由於公司係由股東透過股票之持有所組成，公司之經營原則上必須以多數決之方式而為決策；是行使股票所表彰之財產權，自受有本質上的限制），另一方面又有其重要性（蓋剝奪股權之結果，不但使少數股東喪失其彰顯於股票本身之財產權，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）。

- （二）本院以往解釋為徵收所設之要件與標準包括：「必須係因公用或其他公益目的之必要」、「必須有合理及迅速之補償」、「必須踐行嚴謹之正當程序」（包括徵收前之正當程序（例如於徵收計畫確定前，國家應聽取土地所有權人及利害關係人之意見）、徵收時之正當程序（例如辦理徵收時，應嚴格要求國家踐行公告及書面通知之程序，以確保土地或土地改良物所有權人及他項權利人知悉相關資訊，俾適時行使其權利；徵收之補償應儘速發給，否則徵收土地核准案即應失其效力）及徵收後之正當程序（例如就被徵收土地之後續使用情形，應定期通知原土地所有權人或依法公告）（本院釋字第 732 號及第 763 號解釋參照）。由於現金逐出合併與國家徵收私人財產有本質上之差異，前開有關徵收所應符合之實體要件與正當程序

標準，自無法完全套用在現金逐出合併之情形。

- (三) 換言之，並不因徵收必須符合前述要件始為合憲，即認為現金逐出合併亦應符合類似之要件始為合憲。例如，現金逐出合併之個案原則上並無公益可言，故不可能要求其「係因公益目的所必要」。又例如現金逐出合併所要求之正當程序（諸如在本件中多數意見所主張之「及時獲取利害關係之資訊」及「確保公平價格之有效救濟」等要件，應可認係正當程序之一環）與徵收所要求踐行之事前、事中、事後之嚴謹正當程序，亦有程度與內涵上之重大差異。

### 三、本件之適當審查方式：

- (一) 多數意見於本件係採利益衡量之審查方式，亦即其經權衡「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」；「企業合併之內容對未贊同合併股東之權益影響大小」（如現金逐出合併及排除利益迴避規定，則對未贊同合併股東之權益影響甚大）；「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」等因素後，進而認為「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」（見本號解釋理由書第 4 段）。
- (二) 本席認為，單純以利益衡量作為審查方式，其理由較為單薄，且其標準甚難操作。應回歸憲法第 23 條之規定進行審查。蓋系爭規定一之現金逐出合併規範造

成股東之股權遭剝奪，以及系爭規定二之免除迴避義務使現金逐出合併更容易實施，均係法律對人民財產權之限制或剝奪，自應視相關規定有無逾越憲法第23條所規定之必要程度，以決定其是否違憲。就必要要件之審查，本席於以往解釋所提之意見書曾多次說明憲法第23條屬兩階段的檢視審查過程。而「必要」與否的認定，係一種衡量與平衡各種相關因素的過程（a process of weighing and balancing a series of factors），包括某種規範「所欲防止妨礙的他人自由」、「所欲避免的緊急危難」、「所欲維持的社會秩序」或「所欲增進的公共利益」之相對重要性，該規範對於所擬達成的目的可以提供之貢獻或功能，以及該規範對憲法上權利所造成限制或影響之程度。在權衡與平衡此等因素之後，憲法解釋者應進一步考量客觀上是否存有「較不侵害憲法權利」之措施存在。

- （三）本件就系爭規定一及二所欲促進公益之重要性而言，按企業併購法係適用於國內全部之股份有限公司（企業併購法第4條第1款參照），股份有限公司為經營商業之重要主體，特別是規模較大之企業，更以股份有限公司為主要經營型態，國內股份有限公司效率、體質及競爭力之改善，對國家經濟發展至關重要。雖系爭規定一及二適用之結果，在個別合併案中，直接受益者為參加合併之公司及因此取得少數股東股權之多數股東，此部分確具有私益性質，然制度設計之目的既非僅在有利於個別之多數股東，而係在提升國內股份有限公司之整體競爭力及國家整體之經濟發展，其公益目的尚屬明顯而重要，並且該規範應可對

於所擬達成的目的提供貢獻。然少數股東之持股，常為投資理財方式之一；且其得以藉持有股份，間接參與特定公司事務並進而享有相關利益。是系爭規定一及二適用於現金逐出合併，不但使少數股東喪失其彰顯於股票本身之財產權，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間接參與該公司事務以享受相關利益機會，對人民財產權之限制，並非輕微。並且，法律以違反少數股東意願之方式，剝奪其股權，並將此私人（即少數股東）財產移轉於另一私人（即多數股東）所有，相較於公用或公益徵收之純粹為公用或公益之目的所為剝奪人民財產權，自應更為審慎。就客觀上是否存有「較不侵害憲法權利」之方法而言，前開多數意見所要求之「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有利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊」及「就股份購買對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制」二條件，均為減低侵害少數股東財產權之方式。本席認為，此二要件過於寬鬆，應另有相當之機制，以確保「現金逐出合併之合理性及符合公司最大利益」，始滿足「較不侵害少數股東憲法權利」。蓋倘若現金逐出合併個案之合理性容有疑義，或其目的主要係有利於大股東，而非為公司最大利益，或其合併之必要性自有可質疑之處。

- （四）究應如何設置「確保現金逐出合併之合理性及符合公司最大利益」之機制，立法者本有立法形成空間。原則而言，於個案中賦予一個專業公正的第三者，對於現金逐出合併是否具合理性及是否符合公司最大利

益，提出專業判斷，並使此種專業判斷之意見具有一定的法律效果，應為適當的機制。本件原因案件發生時所應適用之舊法及現行法，就此部分，主要係賴獨立專家及特別委員會之機制確保。舊法第6條第1項前段雖規定：「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，並分別提報董事會及股東會。」惟其對獨立專家之組成（含人數、資格）及審查方式等，均付諸闕如；且獨立專家所提供之意見，如未為董事會採用，少數股東並無尋求救濟之機會。現行法第6條第1項前段規定：「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，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。」同條第4項並規定：「特別委員會之組成、資格、審議方法與獨立專家之資格條件、獨立性之認定、選任方式及其他相關事項之辦法，由證券主管機關定之。」其對少數股東之保障雖較為周延，然特別委員會所提報董事會及股東會之審議結果，如未為董事會採用時，少數股東並無尋求救濟之機會。且不問舊法及現行法所規定獨立專家或特別委員會之機制，均僅適用於公開發行股票之公司。由於企業併購法適用於所有股份有限公司（該法第4條第1款參照），前開有關獨立專家及特別委員會之機制，對於未公開發行股票之股份有限公司並不適用，致使此種公司之少數股東未能受此機制之保障。是不論舊法或現行規定，就設適當之機制以確保現金逐出合併之合理性且符合公

司最大利益而言，仍有欠缺。本席認為，就此部分，亦應宣告企業併購法有關許現金合併及許法人持股無庸為利益迴避之規定，與憲法第 15 條保障人民財產權之意旨不符。

#### 四、有關「本解釋效力」以及「個案救濟」之特殊性：

(一) 有關本解釋效力之問題，有其特殊性：如前所述，本件並未如同以往諸多前例，將新法與舊法同時納入審查。其目的係在避免「如果」審查現行規定並宣告違憲（不問係宣告「定期失效」或「立即失效」），將對正在進行或短期之未來即將進行之企業併購，產生寒蟬效應（許多併購案可能停擺），並對經濟產生重大衝擊。針對本件審查對象之舊法而言，本件亦未如同以往前例，於宣告其違憲之同時，一併宣告違憲部分不再援用。此亦在避免對「依照舊法所進行現金逐出合併而現在仍有爭議之個案」，造成應如何適用法律之困惑。又由於本解釋所宣告者，為系爭規定一及二因欠缺二項對少數股東之保護要件而違憲，故技術上亦甚難宣告「系爭規定一及二本身」於本解釋公告之日起不再適用。是本件未於宣告法規違憲之同時，一併宣告違憲之效力，實為變通之作法，為極其例外之情形，自不足以作為本院將來解釋之通例。

(二) 本件於解釋文第 2 段所賦予聲請人個案救濟之內容，亦有其特殊性：

1. 本件係因舊法「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有關係爭規定二所列利害關係之股東及董事有關其

利害關係之資訊」以及「未就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制」，故本院認定系爭規定一及二於此範圍內為違憲。然於個案救濟時，僅針對「公平價格」部分予以救濟（即本號解釋文所示：「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。法院應命原因案件中合併存續之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104年7月8日修正公布之企業併購法第12條第8項至第12項規定辦理」），而未對「欠缺資訊」部分予以救濟。多數意見就此提出了本件所面臨之困境：「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」（見本號解釋理由書第10段）。蓋原因案件之合併既早已完成，有關及時提供資訊之要求，對該個案已無實際上之意義；且倘若本院因「原因案件之合併中有利害關係之股東及董事未及時提供資訊」，而以「宣告其合併無效」作為聲請人之個案救濟方式，對「因該合併所產生之原來法律關係」之安定性造成極大衝擊，且造成「合併無效後」極為複雜難解之新法律關係。

2. 聲請人在原因案件係起訴請求返還股票，而非請求給付公平價格。故本件所賦予聲請人之個案救濟，並無法作為其已經確定之原因案件提起再審之訴（以請求返還股票）之有利基礎。聲請人在本解釋

下，僅能另行依本解釋意旨，向法院聲請為價格之裁定，並請求給付法院所裁定之公平價格。故本件解釋，造成聲請人聲請釋憲成功，但卻無法達成其聲請釋憲目的之尷尬結果。對聲請人而言，向法院聲請為價格裁定，固非最佳之救濟，然就制度而言，聲請人之聲請釋憲，對企業併購法之改進以保障少數股東之權益，已經做出重要貢獻。

## 釋字第 770 號解釋協同意見書

許志雄大法官 提出

本件之系爭規定有二：其一，為企業併購法第 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）其二，為 91 年 2 月 6 日制定公布之同法第 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。」（現行法為同條第 6 項，內容未修正，下稱系爭規定二）前者許多數股東（指贊同合併之股東，下同）違反少數股東（指未贊同合併之股東，下同）意願，以現金作為對價購買其股份（下稱現金逐出合併），而剝奪少數股東之股東權。後者許有利害關係之股東或董事於參與公司合併事項之決議時，毋庸迴避。本號解釋釋示：「該法 104 年 7 月 8 日修正公布前，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有前揭企業併購法第 18 條第 5 項所列股東及董事有關其利害關係之資訊，亦未就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制，上開二規定於此範圍內，與憲法第 15 條保障人民財產權之意旨有違。」由此可見，合併時之現金逐出及董事毋庸迴避規定是否違憲，多數意見非單就個別條文審查，而係從法律整體觀察，

以為判斷<sup>1</sup>。對此審查方法及結論，本席敬表贊同。惟本件牽涉若干法理問題，為多數意見所忽略，實有補充及釐清之必要，爰提出協同意見書。

## 一、法人及市場對人權之衝擊

本件涉及企業法制與憲法之關係問題，系爭規定合憲與否之判斷，關鍵在於如何從憲法角度分析企業法制，以及憲法理論運用到企業體制之可能性。按私法自治、契約自由及財產權保障，乃資本主義社會之基本原則，亦屬立憲主義憲法重視之價值，惟於今日，因受法人及市場兩大要素影響，已呈現危機狀態。特別是股份有限公司，堪稱法人與（資本）市場最高度之結合形態，對自然人之人權構成嚴重威脅，若不加強警戒，將出現「金錢」支配「人」之現象，「人之社會」人恐不復存在<sup>2</sup>。關於公司之合併，若僅視為資產與資產之結合，則所謂現金逐出合併，或許只是微不足道之事。然遭逐出之股東，可能包含法人與自然人，其為自然人者，攸關個人之存在價值、尊嚴及人權問題，不容單純以金錢邏輯對待。否則，個人在法人與市場之衝擊下，恐遭渺小化、物化。本席認為，進行系爭規定之合憲性判斷時，必須先有此一認知。

通說強調法人為重要之社會實體，且與自然人關係密切，因而承認法人亦為人權之主體，人權於性質允許之範圍內，法人得享有之。惟人權源於自然權思想，係以個人尊嚴

---

<sup>1</sup> 系爭規定一係定義規定，而定義是否得當，或可議論，但定義本身無對錯可言，自不生合憲與否之問題。關於系爭規定二之合憲性，若未與其他規定綜合考量，亦難以判斷。

<sup>2</sup> 上村達男著，會社法から憲法へ——控えめな質問と期待，法律時報第 81 卷第 5 號，2009 年 5 月，頁 35 以下；同氏著，企業法制と憲法學，收於戶波江二編「企業の憲法的基礎」，日本評論社，2010 年，頁 25 以下。

為基礎之觀念，而法人僅是法律上創設之制度，目的在於實現個人人權之保障，豈能與個人同為人權之主體？從憲法史觀察，市民革命時期人權之登場，原本係為追求個人之自由，使個人解脫中間團體之束縛。法人屬中間團體之一種，蘊含侵犯人權之潛在性，應為防範之對象，若承認法人之人權主體性，顯有矛盾之處<sup>3</sup>。更且，由於資本主義高度發展之結果，現代社會普遍出現巨型團體，形成強大之「社會權力」，足以左右政治、經濟及社會動態，對其成員及非成員之人權造成重大威脅，程度甚至凌駕國家權力之上。今日真正出現問題者，不是「法人之人權」，而是「免於法人干預之人權」。有鑑於此，在憲法學上法人與個人等價之想法逐漸消退，近年來對法人人權主體性抱持懷疑或否定見解之學者不在少數<sup>4</sup>。本席認為，承認法人為人權之主體，確有理論及事實上之問題，但憲法上權利於性質允許之範圍內，法人仍得享有之，否則不切實際。不過，此時法人應為憲法上權利之主體，而非人權主體。

如論者所主張，憲法上權利包含兩種：一、作為與生俱來之權利，以個人自律為根據，即使違反社會全體利益，亦受保障；二、以社會全體利益為理由而受保障之權利，因此有時為了相同社會利益之有效實現，或追求更重要之社會利益，而必須受到制約。第一種權利方為嚴格意義之人權，亦即「作為『王牌』之人權」。第二種權利則是因具有公共財性質而受保障，稱為「基於公共福祉之權利」。法人究非自

---

<sup>3</sup> 樋口陽一著，轉換期の憲法？，敬文堂，1996年，頁66-70；同氏著，國法學（人權原論），有斐閣，2004年，頁17-21。

<sup>4</sup> 阪本正二郎著，憲法から會社法へ——ささやかな應答，法律時報第81卷第5號，2009年5月，頁40-42。

然人，按理無從享有以人格自律或個人尊嚴為根據之人權或「作為『王牌』之人權」。法人充其量僅能作為憲法上權利之主體，享有性質適合之憲法上權利，亦即「基於公共福祉之權利」<sup>5</sup>（釋字第 765 號解釋本席協同意見書參照）。

法人享有經濟自由，財產權受憲法保障，要無疑義。其為「基於公共福祉之權利」，應受公共福祉之制約。國家基於一定之經濟政策，例如「為利企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效率」（企業併購法第 1 條參照），制定法律，允許公司合併，並對合併有關事項，諸如董事之資訊揭露、特別委員會之設置、併購文件之公告、公平價格之保障、留用與未留用（及不同意）勞工之權益等加以規範（企業併購法第 5 條第 3 項、第 6 條、第 7 條、第 12 條、第 16 條及第 17 條參照），當無不可。抑有進者，現金逐出合併對私法自治、契約自由及財產權造成強烈衝擊，立法更須審慎，為確保被逐出股東之權益，應對公司方面課以各種必要之義務，並設置有效之權利救濟機制。本於此一觀點考量，解釋理由書稱：「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」，尚稱允當。嚴格言之，現金逐出合併對（資本）市場亦有影響，其資訊揭露之對象或應及於所有股東及社會大眾。

## 二、徵收法理之運用

近代以降，立憲主義國家普遍承認財產權為個人之權

---

<sup>5</sup> 長谷部恭男著，憲法，新世社，2014 年第 6 版，頁 109-112、124；同氏著，憲法の理性，東京大學出版會，2006 年，頁 80、81。

利，我國亦然。惟 20 世紀後受社會國家思想影響，財產權之社會制約觀念盛行。當代各國不論憲法有無明文，莫不基於公共福祉或公益之理由，對財產權加以限制，必要時甚至以公用徵收方式剝奪個人之財產權。土地徵收對財產權構成最大之侵害，如何方能兼顧財產權保障與公益需要，向來備受重視，有關討論不勝枚舉。其實，得為徵收之客體者，不以土地為限，凡具有財產價值者，理論上皆有徵收之可能。然土地徵收為最具代表性之財產徵收，其法理發展與實務運作皆較成熟，可作為其他徵收之借鏡。本席認為，本件所涉實與財產之徵收有關，於審查系爭規定是否合憲時，允宜參照土地徵收之相關法理。

首先，解釋理由書表示：「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。」明白承認公司股份具財產價值，受憲法財產權之保障。是如前所述，公司股份理論上亦有成為徵收客體之可能。

其次，就土地徵收而言，須符合公共性之要求，本屬當然。過去通說認為收益性與公共性矛盾，故徵收之土地不得供作營利事業使用。惟如今各國為推動社會經濟政策，結合民間力量，觀念有所調整，已漸承認收益性可與公益性結合，滿足公共性之要求，從而允許「政策性徵收」。連帶產生之變化，則是允許利益第三人徵收，亦即徵收之土地除提供需用土地人使用外，不妨移轉於第三人，甚至直接以私人

為需用土地人而辦理徵收。但是，這種利益第三人徵收必須於制度上嚴格把關，否則土地徵收將如脫韁野馬，易遭濫用，變成不當乃至赤裸裸之「私益徵收」，致使利益第三人徵收淪為「圖利第三人徵收」（本院釋字第 743 號解釋本席協同意見書參照）。

系爭規定一所定現金逐出合併，允許多數股東違反少數股東意願，以現金作為對價購買其股份，而剝奪少數股東之股東權，實與上述利益第三人徵收雷同。依據私法自治與契約自由原則，多數股東若非取得少數股東之同意，本無以現金購買其股份之權利。國家藉由立法，以強制方式，讓多數股東在違反少數股東之意願下取得其股權，無異於允許私人徵收他人之財產。因此，企業併購法有關現金逐出合併之規定是否合憲，有必要藉徵收之法理加以檢驗。

本席認為，財產權保障在現代憲法上之存在意義有二：一者係就人格自律發展提供物理性基礎，一者係維持資本主義所賴以存續之私有財產制度。按財產權有交換價值與使用價值之區別。與私有財產制度相關聯者，乃作為交換價值之財產權；與人格自律相關聯者，則係作為使用價值之財產權。關於公用徵收之合憲性判斷，當從私有財產制度之保障觀點著眼時，原則上只問是否以市場價格為基準，達到完全補償之要求，至於公共性之要件，並無嚴加考慮之必要。反之，若從個人自律之物理性基礎之保障觀點著眼，則公共性成為公用徵收之合憲性要件，須深入探究。此際，徵收土地以興辦之公共事業，是否能達成不惜犧牲權利人之個人自律亦須實現之公共性，乃該公用徵收合憲與否之關鍵（本院釋字第 763 號解釋本席協同意見書參照）。

如前揭解釋理由書所示，股東於公司營業獲益時，有參與股息與紅利分派之權，於公司解散時，另有賸餘財產分配之權，是為股份之交換價值；持有普通股之股東有參與表決以間接參與公司經營與治理之權，則為股份之使用價值。遭現金逐出之股東屬少數股東，就其而言，股份之價值基本上係交換價值，而非使用價值。因此，判斷現金逐出合併規定是否合憲時，審查重點應在於其價格有無達到完全補償之要求。

又徵收須符合正當法律程序，向為大法官解釋所重視。參照釋字第 763 號解釋，因「徵收人民土地，屬對人民財產權最嚴重之侵害手段，基於憲法正當程序之要求，國家自應踐行最嚴謹之程序。」此程序保障不僅及於徵收前（例如於徵收計畫確定前，國家應聽取土地所有權人及利害關係人之意見），並及於徵收時（例如辦理徵收時，應嚴格要求國家踐行公告及書面通知之程序，以確保土地或土地改良物所有權人及他項權利人知悉相關資訊，俾適時行使其權利；徵收之補償應儘速發給，否則徵收土地核准案即應失其效力），乃至徵收後（主管機關對土地之後續使用情形負有通知義務）。本號解釋針對現金逐出合併，要求立法規定及時充分之資訊揭露，以及就股權購買對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制，亦係本於同一旨趣。

### 三、企業之社會責任

企業併購法第 5 條第 1 項原規定：「公司依本法為併購決議時，董事會應為全體股東之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜。」104 年修正為：「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。」依其修法說明，乃「鑒於公司法第 23 條規定，董事係對『公司』而非『全體股東』負有忠實義務與善良管理人注意義務。」（立法院公報第 104 卷第 54 期第 175 頁參照）而董事處理併購事宜與為公司執行業務之注意義務並無二致，為求體例之一貫，爰予修正。據此，該修正似純粹基於技術性之考量，尚不生實質內容之改變。然而，新法明定公司併購應追求公司之最大利益，完全採取利益導向，充滿金錢與私益色彩，豈是企業法制應有之規範？尤其從企業之社會責任（CSR:Corporate Social Responsibility）角度觀之，恐有背離時代潮流之虞。

1990 年代以降，企業之社會責任備受重視。企業之社會責任論強調：企業不僅追求利潤，亦對社會負有責任，須尊重消費者、投資者及勞工等利害關係人之立場；企業不僅須遵守法令，亦應謀求人權、勞動及環境等之充分保障與維護。企業藉由此等自主性倫理活動，固可提升企業形象，創造業績，但增加收益並非企業之社會責任之目的。如何在憲法上尋求企業倫理之基礎，從憲法建構企業之社會責任，或許並非容易之事<sup>6</sup>，更非本號解釋所能置喙。惟解釋理由書稱：「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。」多數意見顯然呼應現行企業併購法第 5 條第 1 項規定，將確保「公司之最大利益」列為公司併購之要務。其欠缺企業社會責任之關照，難謂妥適。

---

<sup>6</sup> 戶波江二著，憲法學から企業を分析する視角，收於氏編「企業の憲法的基礎」，日本評論社，2010 年，頁 3-7。

## 釋字第 770 號解釋協同意見書

黃瑞明大法官 提出

本號解釋對於 104 年 7 月 8 日修正前之企業併購法<sup>1</sup>為審查，並認舊法於公司合併時對少數股東為現金逐出時，對少數股東之股東權保障有所不足而違憲。本號解釋並未認 104 年修正後之企業併購法（現行法）違憲，但提出應檢討改進之意見。本席原則贊同，並對本號解釋之理由補充意見如下：

### 一、舊法有何規定違憲？

本號解釋文認為舊法違憲之處為「上開二規定於此範圍內，與憲法第 15 條保障人民財產權之意旨有違」，上開二規定即指系爭規定一及系爭規定二，此二規定之內容於現行法並未改變（僅系爭規定二變更項次）。本號解釋所指摘未符保障人民財產權意旨之處，於現行法係於二個條文加以改善：即於現行法第 5 條第 3 項增加董事說明利害關係之義務以及於第 12 條增加公司應對未達成協議之股東聲請法院為價格裁定之義務，舊法就此未規定。因此所謂「於此範圍內」，應指舊法第 5 條及第 12 條規範有所不足而違憲。

### 二、企業併購法允許現金逐出小股東之理由檢討：

舊法及現行法均允許公司於合併時得以現金為對價強制取得小股東之股份（即現金逐出合併）（現行法、舊法第 4 條第 3、4、5、6 款分別規定合併、收購、股份轉換及分割時，均得以現金作為對價取得小股東之股份）。本號解釋理由對於

---

<sup>1</sup>本件聲請案原因案件所適用之企業併購法應為 93 年 5 月 5 日修正公布之企業併購法，惟系爭規定二係於 91 年 2 月 6 日制定公布，於 93 年 5 月 5 日並未修正。

現金逐出合併之合憲性之討論認為「合併為企業尋求發展及促進經營效率之正當方式之一……，諸如以強制購買股份之方式使未贊同合併股東喪失股權……」，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，現金逐出制度合憲之條件為「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……」。本號解釋並未對現金逐出之合憲性作出其他深入之討論，我國已有許多學者對現金逐出提出周延深入之討論，可供參考。本席僅就德國聯邦憲法法院歷年有關現金逐出合憲之案件之理由簡介如下：

1、1962年8月7日德國聯邦憲法法院<sup>2</sup>於審查股份公司變更組織（Umwandlung）時，就持股逾四分之三之股東得決議改組以排除少數股東之股權而取得全部之股權，認為透過公司改組而成立集團企業將有助企業之競爭力，從而對提升整體國民經濟、促進景氣並有利於就業市場等，故認為立法者於權衡公司併購對整體經濟之利益與對少數股東之財產權之保護之下，以公共利益（Gemeinwohl）為考量而允許現金逐出制度無違憲法。

2、2007年9月19日德國聯邦憲法法院曾對遭現金逐出（squeeze out）之小股東所提出之憲法訴願為不受理之決定，該判決認為「避免對於該須持有至少95%基礎資本額之主要股東（股份公司法AktG§327a）因小的或最小持分之所有人而形成企業經營之障礙」<sup>3</sup>至於小的或最小股份持有人如何造成公司經營之障礙？該判決並未加以論述。本席認為其主要理由應是如兩家關係企業若股權未能百分之百一致，則雙方

---

<sup>2</sup> BVerfG, Urteil vom 07.08.1962-1 BvL 16/60.

<sup>3</sup> BVerfG, Beschl. vom 19.09.2007-1 BvR 2984/06.

之利害關係未能完全一致，於經營管理上之諸多事項，如智慧財產權之共享、人力費用之分擔等，即有利益輸送或利益衝突之疑慮，造成公司經營上為取得併購所欲取得之「合併綜效」(Synergies)之障礙。公司法上對小股東保障之條款，諸如少數股東請求董事會召集臨時股東會(公司法第173條)、董事會決議為違反法令或章程之行為時，股東之制止請求權(公司法第194條)、股東訴請法院解任董事權(公司法第200條)及代位訴訟權(公司法第214條)等，如遭少數股東濫用，有可能造成企業經營上之困擾。故世界各國之司法乃逐步承認現金逐出之合憲性，以利企業集團整合資源以追求合併綜效。

### 三、如何避免現金逐出制度遭大股東濫用：

#### (一) 我國法啟動現金逐出之門檻偏低

我國企業併購法允許大股東以現金逐出小股東之門檻較諸世界上主要國家實為偏低。舊法及現行法第18條第1項之規定，股東會對於公司合併之決議，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之，換言之，只要掌握三分之一之股權，即可以通過以現金逐出之方式進行合併(以收購、股份轉讓以及分割而進行併購者，啟動現金逐出之門檻亦相同，見現行法第27條、第29條及第35條)。其門檻相較於其他國家實為相當低，如德國為持股95%之控制股東，<sup>4</sup>英國為90%以上之股東，韓國

---

<sup>4</sup> 見德國股份公司法第327條第1項 (§327a AktG)。另1962年德國聯邦憲法法院於審查Gesetzes über die Umwandlung von Kapitalgesellschaften und bergrechtlichen Gewerkschaften vom 12. November 1956第15條時，指出該條文合憲之基礎在於該條允許股份公司間財產全部移轉予另一家公司時，應至少持有四分之三以上之股權，判決同註2。

為 95%。<sup>5</sup>依現行法規定，僅持有三分之一以上股權之股東配合外界資金即可能排除其他股東而攫取公司成長之果實。當然各國依其經濟情況與公司股權結構，自行決定大股東為現金逐出之門檻，不能謂較低之門檻即違憲，然在而我國較低之逐出門檻下，藉由其他機制以保障少數股東權之權益更形重要。若公司之股權分散於多數小股東，基於小股東之資訊不足、不易結合，且無餘力對公司合併案深入瞭解之下，則持股超過三分之一之大股東攫取其他三分之二之多數小股東之權益之情形，實可想見。故依現在制度，唯有賴特別委員會及法院於審查現金逐出合併時，就其併購是否有正當理由嚴加把關。另現行法規定，當少數股東對於收買價格不同意時，公司有義務聲請法院為價格之裁定（現行法第 12 條第 6 項）。法院為價格裁定時應同時審查特別委員會之審議報告以探究併購之目的是否可以合理化以現金逐出小股東之手段。

## （二）現行法對於收買價格之計算欠缺明確且充分規定

現行法第 12 條第 7 項規定，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。如此之文件是否足夠讓法院作出價格判定，應有待實務之運作以作檢證，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。

德國聯邦憲法法院 1999 年 4 月 27 日之判決係對於遭現金逐出之股東之股份價格為認定之判決，認為股份之完全（Volle）價值應反映其真實或真正價值（“Wirklich” oder “Wahren” Wert）<sup>6</sup>該判決認定收買股份之價格不能低於簽訂合

---

<sup>5</sup> 參見游啟璋，現金逐出合併時少數股東的股份收買請求權，政大法學評論第 136 期，頁 233 至 236 頁，103 年 3 月。

<sup>6</sup> BVerfG, Beschl. vom 27.04.1999-1 BvR 1613/94.

併契約時該股份於證券市場交易之價格，而不必考慮該股票於證券市場是否確能賣出。

本席認為法院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，例如計劃在合併後才進行新的投資，或是預期可以獲取之商業利益（例如產品研發有所突破，即將推出新產品，或是爭取市場有所進展，即將獲得長期之訂單等），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。

## 釋字第 770 號部分協同部分不同意見書

陳碧玉大法官提出

本件聲請人原持有台灣固網股份有限公司（下稱原台固公司）70 萬股<sup>1</sup>。台信國際電信股份有限公司（下稱台信公司）持有原台固公司百分之 9.95 股權（9.95%）。台信公司董事會於中華民國 96 年 4 月 9 日決議以「現金每股新台幣 8.3 元吸收合併原台固公司普通股」，並於同年 4 月 13 日經原台固公司董事會議決通過，同年 5 月 29 日書面通知包括聲請人在內之股東上開現金吸收合併決議及同年 6 月 29 日召開股東會，由股東會決議通過系爭合併案。聲請人未參與上開股東會<sup>2</sup>。又股東會為上開決議時，台信公司持有原台固公司百分之 84.03 股權（84.03%）即 54 億 2,340 萬 833 股<sup>3</sup>。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）。97 年 2 月 4 日聲請人持有之原台固公司 70 萬股股份被轉換為現金 581 萬元，並託管於富邦證券股份有限公司。聲請人訴請新台固公司返還股票事件，經判決敗訴判定。因認確定判決所適用之企業併購法第 4 條第 3 款有關現金逐出規定部分（下稱系爭規定一），及 91 年 2 月 6 日制定公布之公司法第 18 條第 5 項有關公司為因合併而被消滅之公司之股東或董事時，於被消滅公司關於合併所舉行之股東會、董事會決議時，得行使表決權規定（下稱系爭規定二）違憲，聲請解釋。

多數意見以系爭規定一許現金逐出合併，以及系爭規定二排除公司法有關利益迴避規定，因該法 104 年 7 月 8 日修

---

<sup>1</sup> 見臺灣高等法院 101 年度重上字第 673 號民事判決「貳、四、(一)」部分。

<sup>2</sup> 見臺灣高等法院 101 年度重上字第 673 號民事判決「貳、二」被上訴人聲明部分就持股情形之說明。

<sup>3</sup> 見臺灣高等法院 101 年度重上字第 673 號民事判決「貳、二」被上訴人聲明部分。

正公布前，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列利害關係之股東及董事有關其利害關係之資訊，亦未就股權購買對價公平性之確保，設置有效之權利救濟，而認系爭規定一及二於此範圍內，與憲法保障人民財產權之意旨有違。就此部分之多數見解本席礙難贊同。惟對於不同意合併之少數股權股東，得依法聲請法院為價格之裁定部分之多數意見，本席敬表贊同。

#### **協同意見部分：**

**未表示贊同合併之被消滅公司之原股東，得向法院訴請裁定原股權應有之合理對價，合併後存續公司或新設立公司有依法院裁定給付之義務**

- 1、 合併決議之異議範圍甚廣，舉凡是否合併？合併對價方法之選擇究為取得存續公司或新成立公司之股權、或現金或第三人公司股權或其他財產？乃至於原持有公司、存續公司、新設立公司、第三人公司其股權價值暨其他財產應有價額之決議等，均得為異議之客體。
- 2、 股東權為財產權，未表示同意合併(包括為前開之異議者及未表示意見者)之被消滅公司之原有股東之財產權，應受保障，不因其於合併案是否曾表示異議而異。因合併而存續或新成立公司對於原股東有給付公平合理補償之義務。雙方均有訴請法院為公平合理價值裁定之請求權，而得由法院以裁定確保財產權內容變形前後價值之公平性與合理性。

## 不同意見部分：

- 一、基於資合公司之本質以及多數決原則之遵守，依法定程序達成公司應予合併暨合併之對價及種類之決議，對於全體股東均有拘束力。因而依決議而被逐出之股東有股權收買請求權或原股權價值核定權，而無請求續為因合併而續存或新設立公司之股東權
  - 1、資合性股份有限公司之特性為經營權與所有權分離。股東對於股份之收益不滿足，或不同意公司經營理念及資源分配時，得經由選擇取得多數股東之支持進入董事會，以主導公司經營，或「自由轉讓股份，退出公司」公司不得以章程限制或禁止(公司法第 163 條)。少數股權股東對於其無權經營公司(間接管理之可能性亦極低)之事實，為其進行投資之私經濟行為時所明知。
  - 2、為股東權利之保障，公司法規定公司重要事項，須經由股東會決議。決議以表決權計算之多數決決定之，是多數決原則之展現，少數必須服從多數之決議。不同意股東會決議之少數股權股東有「不被迫留存公司之權利」，而得行使股權收買請求權，並得經由訴訟程序保障財產權內容變更前後之價值具公平合理性(公司法第 174 條、第 179 條、第 185 條至 187 條)。
  - 3、所有股東之股東權均應受同等保障，初不因其股權數之多寡而異。對於少數股東而言，其持股僅屬於投資而非經營行為，立法者基於企業併購得提升企業經營效率及強化公司競爭力等目的，認多數股權股東之經營利益優先於少數股權股東維持其股權之利益，而於企業之合併採取逐出少數股權股東為對價(以第三人公

司之股權、現金或其他財產)之規定，而對被逐出之股東之股權值為合理保障，亦難謂逐出股權為合併對價方法規定違憲<sup>4</sup>。

- 4、私法上之經濟行為要求不得違反公序良俗，倘因私法上之經濟行為造成他方損害時，應對他方負損害賠償責任。私法上經濟法律關係之終止，亦不以他方之同意為必要，例如共有土地之分割，不以他共有人之同意為必要。於協議分割不成時，任一共有人均得訴請法院為裁判分割。分割之方法亦不限於原物分割(民法第 824 條)，共有人不得拒絕分割，但有權要求因分割取得之物之價值必須與共有時之原有價值相當。
- 5、以現代資合性股份有限公司之規模結構，及公司決策採多數決(民主原則之運作。是否為實質之多數決，例如以持有 3 分之 2 股權股東之出席及出席股權 2 分之 1 之同意，實質上為全部股權之 3 分之 1 作決定，乃另一問題)。少數股權之股東對於公司事務參與權不具太大意義(如原因案件聲請人之股權如其訴訟代理人所述為 0.01%)。反之，少數股權股東之財產權於內容變形後其價值受合理性之保障才是重心，而不在於股東身分。

**二、股東於股東會、董事於董事會對於議決事項有無表決權規定合憲與否，端視該規定本身及相關規定是否得以使公司有不受損害之虞而定，此與說明揭露義務之目的在於協助股東、董事為決議時有足夠資料以為判斷之依據**

---

<sup>4</sup> 參經濟部 107 年 11 月 28 日經商字第 10702425830 號函覆本院補充說明資料第 13 頁之註 3:陳宵，德國憲法上財產權保障與股東權利，華東政法大學學報 2016 年第 1 期，頁 36-38。

無關。在邏輯上無法推導出若有即時適足資料之揭露，即可以免除股東或董事有利益迴避之必要性

- 1、系爭規定二即 91 年 2 月 6 日制定公布之企業併購法第 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。」（104 年 7 月 8 日修正公布為同條第 6 項，內容未修正）乃規定 A 公司持有 B 公司之股份，而成為 B 公司之法人股東並為董事時，就有關 B 公司之合併事項所召開之董事會或股東會為決議時，得行使表決權，無須迴避。
- 2、上開規定與公司法第 178 條規定有利益衝突之股東無表決權之迴避規定，係以「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」為要件，並不相同。且其適用之對象為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之各該股東，並非因其為自然人股東、法人股東、多數股權股東或少數股權股東作區分。依企業併購法第 2 條規定，企業併購法未規定部分並不排除公司法不相衝突規定之適用。
- 3、行為時企業併購法第 5 條規定公司為併購決議時，董事會應為全體股東之最大利益行之（按現行法修正為「為公司之最大利益行之」）對於全體股東負忠實義務與善良管理人之注意義務。如有違反法令、章程、股東會之決議處理併購事宜，致公司受有損害時，應負損害賠償責任，以資防範有利害關係之股東、董事藉由合併事宜讓公司受有損害。系爭規定二既未免除董事應負忠實義務或受託責任，亦未免除董事因利害關係而致有害於公

司之利益時所應負之賠償責任，自應認立法者於系爭規定二之制定，就公司競爭力(包括受雇人、債權人等之保護)之需要及全體股東權益之維護已有相當之權衡，亦難謂系爭規定違憲。

- 4、再者，此迴避規定與股東是否即時獲得適足之資訊以為股東權之行使依據，並無任何牽連關係。多數意見認系爭規定二之合憲性係以股東於股東會之前有適時足夠資訊為前提要件，果爾，若有即時適足之資訊揭露，股東仍不同意合併案之決議，系爭規定二即已合憲？此推論是有疑義。

綜上，多數意見將企業併購法定義用詞之系爭規定一：「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。」以及系爭規定二：「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。」宣告違憲，礙難贊同。爰提出解釋文如下：

「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。』許以現金作為合併之對價，以及中華民國91年2月6日制定公布之公司法第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。」許有利害關係之股東或董事於參與公司合併時毋庸迴避，與憲法第 15 條保障財產權之意旨無違。然 104 年 7 月 8 日修正前之企業併購法未使少數股東及時獲取有利害關係之董事有關其利害關係之資訊，亦未就股權購買對價公平性之確保，設置有效之權利救濟，該法就此欠缺部分，與憲法第 15 條保障人民財產權之意旨有違。」

## 釋字第 770 號解釋部分不同意見書

黃虹霞大法官提出

本件是很難得的針對與私經濟事件相關之企業併購法，由大法官作成解釋。本件解釋所為附條件合憲之結論，固聊勝於無，但因本件關涉有利害關係之股東可否以表決權強制逐出異議股東（本件解釋以「現金逐出合併」名之，請見解釋理由書第 5 段，故非僅指控制公司將其他股東全數逐出，使公司股東只剩一人之情形）之爭執，就此本席仍認本件解釋之結論有所不足，無法全盤接受，爰為部分不同意見書，謹將本席之想法論述如下，就教大方：

### 一、有利害關係者應行迴避，股東權益應受保護

利害關係迴避應係法治國之基本原則之一，除了在公司法第 178 條及 206 條均有明文規定之外，最淺顯了然的莫過於法官迴避之規定，如有利害關係而竟可參與決定，明顯違反公平正義，盡人皆曰不可。股東含少數股東之保護乃公司法之基本原則之一，散見於公司法諸多規定，比如累積投票制（公司法第 198 條）、少數股東之股東會提案權、召集權、聲請法院選任檢查人權（公司法第 172 條之 1、第 173 條、第 245 條）等等。利害關係迴避規定直接維護公司利益，間接也有保護股東含少數股東之效果。

又公司法未許多數股東經由其表決權之行使強制逐出少數異議股東，而且由公司法對公司股份銷除之原則規定（90 年修正前公司法第 168 條）、公司收回特別股規定（公司法第 158 條）及股份之收回、收買及收質原則禁止規定（公司法第 167 條）等觀之亦甚明。

企業併購法第 4 條第 3 款規定許以現金為合併之對價，加上同法第 18 條許贊成合併之有利害關係法人股東及其指派之董事得行使表決權之結果，造成於關係企業併購時，相

對多數股東可經由其表決權之行使使公司以現金強制收回相對少數未同意合併之股東之股份，即本件解釋所稱之現金逐出不同意合併之股東而其他贊成合併含有利害關係之股東（不以控制公司為限）則繼續保有其股東地位之情形。此一情形，與前述之利害關係迴避原則、公司法股東含少數股東保護原則及公司股份禁止收回原則，明顯乖離。這是為本件解釋時，應特予關注思慮之處。

## **二、本件是否僅屬財產權爭議而已，非無探求餘地**

本件解釋肯定公司之股份具財產價值，受憲法第 15 條財產權之保障，固值贊同。但一方面民法第 765 條規定已宣示：所有人得自由使用、收益、處分其所有物等，故股份除具財產權性質外，以其物權之本質，難道不是也當然內含自由權嗎？其除了受憲法第 15 條保障外，就其中所涉及自由使用、收益、處分權之限制並與本件現金逐出是否合憲最相關部分，是否也有可能併受憲法第 22 條保障呢？

## **三、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，本件是否仍只是財產權之爭議而已，亦非無探求餘地**

本件係公司有利害關係之股東可否不迴避而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股東會少數股東股份強制收回，使異議股東喪失其為公司股東身分，但贊成合併之股東仍保留其股東身分之爭議。此一爭議，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。

## **四、縱使本件只涉及財產權，就只應以寬鬆標準審查系爭規定一及二，沒有進一步探究之餘地嗎？**

本件解釋只論及財產權，而且認應以寬鬆標準審查系爭

規定一及二(解釋理由書第4段稱屬立法裁量範圍)。但對財產權之限制規定，不必然應只受寬鬆審查，此由本院關於徵收之解釋向非採寬鬆審查之標準即明(本院釋字第747號等解釋參照)。本件雖非徵收，但系爭規定適用之結果，將使不同意併購之股東喪失其股份，失卻其股東身分，正如被徵收人民因徵收而失去其所有權，喪失其為所有權人之地位相同；而徵收僅能為公益，徵收利益為全民共享，且應符合最小侵害即最後不得已手段之比例原則。對照觀之，本件解釋也不敢肯定併購係為公益，併購利益更非歸全民共享，尤其系爭規定一明定併購手段多元，現金逐出異議小股東之手段非屬最小侵害，更不符比例原則，如此情形，就企業併購法得否經由系爭規定一及二，允許多數股東得在公司法規定之外(如上所述，公司法未許現金逐出，系爭規定二排除公司法之利害關係迴避規定之適用)，以現金逐出不同意併購之異議股東之爭議，不是應該受更嚴格標準之審查嗎？

或謂本件係私經濟行為之故，但私經濟行為就應該容許經由多數決強凌弱、眾暴寡嗎？當然不應該，因為權力、權利不得濫用，因為文明社會法治就是要對抗叢林法則，上述公司法中利害關係迴避等規定，正是為此目的。尤其一個公司之為公開或閉鎖型係多數股東之選擇，而且係直接或間接為多數股東自身利益之考量後所作之選擇；又多數股東為其自身利益既選擇對外募資，多數股東就必須承受有小股東之不利益，包括不同意見之包容，故原則上沒有允許多數股東憑藉其多數表決權而得以現金逐出異議股東之理。此外，併購之目的恆應以對公司有利為前提(否則不應被准許)，其利益自應由全體含少數股東共享，從而怎可任由有利害關係之多數股東經由其表決權之行使，而得拒絕異議股東共享公司經營之利益呢？如果可以這樣，不是肯定「拿錢給大股東用，但公司有前景了，利益歸大股東」，誰還願意投資他人之公司？沒有抵觸公司法經由上述禁止股份收回原則等規定以保障投資，使大眾願參與投資公司之本旨嗎？

與系爭規定相同介入私經濟關係，而使人民之基本權受限制之法令規定比比皆是，例如准許自辦都市更新、重劃等規定、許鄰地所有權人之畸零地強制收購、甚至土地法第 34 條之 1。這些關於私經濟關係之規定是否合憲，都應該屬立法裁量範圍，而應以寬鬆標準審查嗎？如果不是，那本件為何獨應如此？是外國法例皆然嗎？非也。

## 五、他山之石可以攻錯

本席在多年執行律師業務期間，商事法尤其公司、證券法規是主要領域之一。當時曾有一個案件涉及香港上市公司與關係企業之合併，依香港法規，在合併前，該合併後存續之關係企業對消滅公司之持股需達百分之 90 以上，而且准否合併之權限在剩餘百分之 10 以下股東組成之少數股東股東會，如少數股東股東會不同意合併，合併案即無法成立。

本院曾為本件詳細研究企業併購相關立法例包括歐盟、德國、英國體系及美國德拉瓦州等規定，也為本件特予召開專家說明會，也經專家提出上述立法例並其專業意見附卷。以上均足確認少數股東權益應受充分保障之旨，其保障除了程序應正當、補償應完足外，德、英及其他歐盟體系國家，均以持股比例百分之 90 作為現金合併逐出之門檻，依此門檻，本件原因案件不應准予合併，更不必論及是否迴避問題（因此，不能以先進國家未有迴避規定為由，認系爭規定當然為合憲），由此反觀我國企業併購法規定，在一般併購並未設特別（較高）之持股最低門檻限制，也就是適用一般規定且有利害關係者得行使表決權，如此，對被現金逐出股東之保護難謂完足。

另縱使依主管機關所指之為其立法參考之美國德拉瓦州規定，該州法雖未明定有利害關係之股東及其指派之董事就有利害關係之事項應行迴避，不得行使表決權，以保護股東含少數股東；但是美國本非屬成文法國家，而為判例法國

家，經查該州法院已發揮法院依正當程序審查之功能，經由舉證責任倒置，使公司或多數股東負相關合併程序正當之舉證責任，由此促使有利害關係之多數股東自行迴避，以免程序不正當而敗訴，即在德拉瓦州因實務運作也生利害關係迴避之結果。

他山之石可以攻錯！

#### 六、特別委員會之功能部分，本件解釋未列作合憲條件，是否妥當，亦值商榷

特別委員會之功能為何？現行法仍未見明確規定，僅屬參考諮詢性質嗎？如屬參考諮詢性質，有利害關係之股東及其所指派之董事仍得行使表決權為反於特別委員會意見之決定，如何保護公司、異議股東甚至公司債權人之利益？能達到設置特別委員會之立法目的嗎？又沒有與公司法第8條所明定之董事忠實原則明顯抵觸嗎？本件解釋未及於此，自亦有不足。

#### 七、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。系爭規定一、二許現金逐出合併，不過是使多數股東無須與少數股東進行磋商，而加速合併之進行而已，其理由能謂正當嗎？

有些小小股東之作為，固有不足取之處，但大股東行的正、坐的正，小小股東不過股東會發發言，原則上無礙股東會依大股東之意見作成決議，有容乃大，有必要非將異己逐出不可嗎？如果逐出異己另有他圖，則得注意切勿觸法（公

司法關係企業章等禁止關係企業間不當利益輸送)。又萬物都有其功能，黴菌不是也成了救人命的抗生素嗎？全無異見之一言堂，如何防腐？小小股東的諍言可能刺耳，但不可因人廢言，古有明訓，國家有非以法律限制股東之基本權而必許公司將少數異議股東逐出不可之堅強理由嗎？本席未見及之。

或謂股東會開會或法令遵循成本大，所以有必要現金逐出少數股東。惟股東會開會及法令遵循費用乃屬必要；而且多數少數只是相對概念，在企業併購法下，沒有持股最低限制門檻特別規定，所以贊成超過百分之 50 就是多數、少於百分之 50 就是少數（甚至依企業併購法第 18 條規定，實際持股三分之一以上股東贊成，即可能通過合併案），因此，多數不必然是那麼多，少數也不是想像中的畸零股。在證券交易法上持股百分之 10 者就是要被嚴密規範的大股東（證券交易法第 22 條之 2、第 25 條、第 157 條等），在企業併購法下，證券交易法的大股東可以被現金逐出，就體系之平衡言，企業併購法關於現金逐出合併之妥當性亦值商榷。此外，本件解釋所稱現金逐出合併並不以合併後為一人公司者為限，根本無法節省股東會開會成本；而且企業併購法第 19 條所定簡易合併，已免除股東會開會程序，百分之 90 以上大股東已得依之辦理，股東會開會成本再大，應不能再是現金逐出小小股東之合理理由吧！法令遵循費用更不待言（企業愈大，愈應受嚴格管理）。相較而言，歐盟及英國體系以持股百分之 90 作為現金逐出合併之門檻，呼應證券交易法之規定，應較周延妥適。

#### 八、何謂公平價格及現行法保護仍屬不足，主管機關應檢討改進

何謂公平價格，因為合併恆應以對參加合併公司均有利為前提，因此，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。

本件解釋之原因事實發生於 104 年企業併購法修法前，故本件解釋之解釋文僅以其前之舊法為解釋客體，惟理由書末段已特予指明現行新法之不足，主管機關自應注意檢討改進，並本於取法乎上，應勿以本件解釋之低度標準為限。

## 九、附記

本席公餘閒暇之際或臨寢未眠之時，研讀老子道德經，正讀到第 77 章，老子曰：「天之道，損有餘而補不足。人之道，則不然，損不足以奉有餘。」人道中之法律不是為扭轉人道與天道乖離之現象嗎？這不正是法律人追求的應有正義嗎？共勉之！