

## 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 A KtG§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。