

強制公開收購制度之合理性

-控制權溢價之歸屬及大股東負有資訊揭露義務為核心

壹、	研究動機及目的.....	1
貳、	研究架構及方式.....	2
參、	文獻回顧及探討.....	2
一、	研究案例（東森案歷審判決）.....	2
	（一） 案例事實.....	2
	（二） 法院認定.....	4
	（三） 小結.....	5
二、	「強制」公開收購與控制權溢價歸屬之關聯.....	5
	（一） 強制公開收購.....	5
	（二） 控制權溢價.....	10
三、	解決之道.....	14
	（一） 資訊揭露.....	14
	（二） 大股東-資訊揭露.....	15
	（三） 小股東.....	16
肆、	結論.....	17
伍、	參考資料.....	18

壹、 研究動機及目的

我國自民國（下同）77年來參酌美國立法於證交法第43-1條引進公開收購制度，後於91年參酌英國立法例增訂同條第3項引進「強制」公開收購制度。於美國法威廉法案（Williams Act）第14(d)(8)條下之公開收購制度似乎係採行強制公開收購制度。實則，在美國法下需滿足一定要件才能採用公開收購制度，倘若其中任一條件不達，法院將有可能認定其非屬公開收購，而不受該條文拘束。因此，在美國法下公開收購制度並非強制規定，毋寧說公開收購制度之立法僅係提供收購方一便利之收購管道。然而，我國卻以美國法之立法作為基礎，後以英國法上「強制」之立法欲達到保護少數股東之手段，而桎梏收購方更多之枷鎖。姑且不論我國與英國商業股權結構、收購條件等相異之問題，其核心問題應在於立法上為何「強制」要求收購方須以「同一條件」向全體股東收購股權？

從我國立法例上，立法者似乎係基於確保目標公司之股東應受到平等之對待，故採取「控制權溢價平等分配」之立場。然而，收購方所願支付之「控制權溢價」究竟係屬於公司亦或是控制股東，不無爭議。因此，本文將先以我國實務上對於「控制權溢價」之實際案例作為意識起頭，而後以控制權溢價之歸屬作為本文探討核心，探究現行法下「強制」之手法是否允當。最後，再提出本文認為我國立法上該如何正確地立法，方能於市場自由交易、契約

自由與少數股東之保障等權益間達成適當之平衡。

貳、 研究架構及方式

本文擬以實際案例作為研究意識啟發，進而引導出現今企業上規避強制公開收購制度之原因，並藉以導出強制公開收購制度是否有存在之必要。次透過文獻分析之方式，探求當初我國引進強制公開收購制度之立法目的與核心，並整理學說上爭論此制度之利弊。後以比較法研究探討我國初以美國作為立法基礎之對象，其真實在美國運作之情形如何。另分析英國法上「強制」公開收購制度之運作於我國實務上是否可相融合，並詳加探討公開收購制度之目的究竟為何。倘強制公開收購制度之核心係為保障少數股東，則我國是否能在現行法下尋求一適當之手法，使得市場得在自由交易、尊重契約自由下與少數股東之保障等權益間達成適當之平衡，而非以強制之手法限制企業間之效率發展並與現行法下之企併法立法目的相衝突。

參、 文獻回顧及探討

一、研究案例（東森案歷審判決）¹

（一） 案例事實

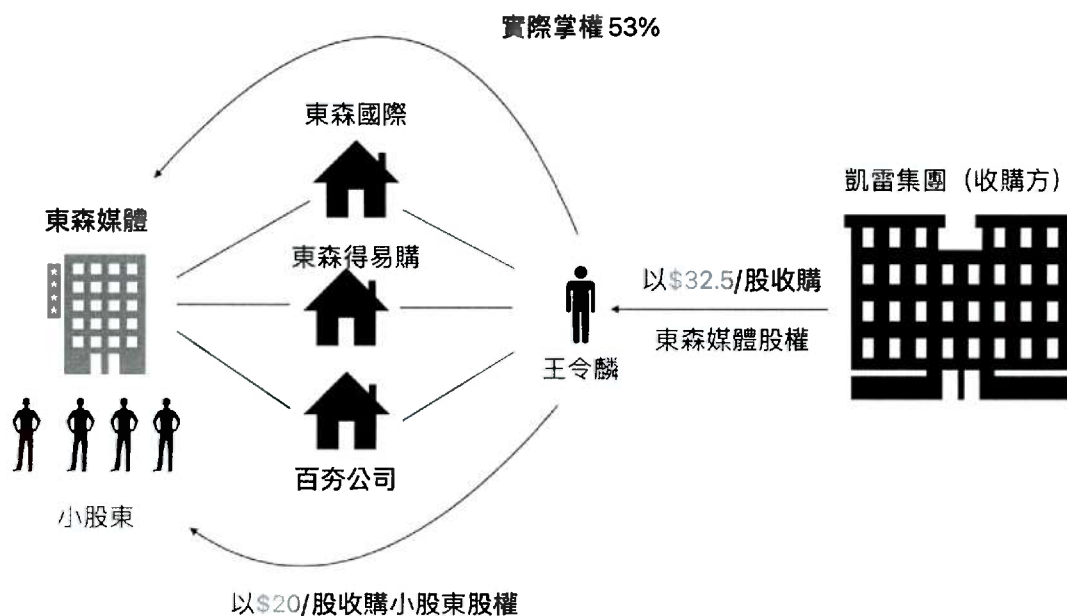
被告王令麟為東森集團之總裁，透過其實際掌控之東森國際、東森得易購公司及百夯公司，共掌有東森媒體公司約 53% 之股權，為東森媒體公司之董事。95 年間，凱雷集團因有意入主東森媒體公司，故於同年 2 月指派唐子明與王令麟議定擬以每股 32.5 元之價格收購東森媒體公司股權，且為達足以實質掌控東森媒體公司經營權之股權數，提出若成功收購東森媒體公司股權達 67% 以上，凱雷集團即有完成買賣交易之義務，且總購買股權比例愈高，王令麟即可獲取愈多回饋利潤之交易條件。因此，王令麟為避證交法有關公告申報說明及公開收購之相關規範，遂先主導董事會做成撤銷公開發行之決議，申請撤銷公開發行。

而後，王令麟隱匿上開收購消息，藉由其實質掌控之東森得易購公司及東森購物百貨公司，分別以聯合具名之方式向小股東發函表示願以每股 20 元之價格收購東森媒體公司股份，致韓嘉千等 51 名小股東陷於錯誤，賣出其所持有之東森媒體公司股份。95 年 7 月 12 日王令麟再將上開收購之股份以每股 32.5 元之價格轉售予凱雷集團。因此，原告主張被告違反證券交易法第 20 條第 1、3 項、民法第 184 條第 1、2 項規定而提起本件訴訟。

而被告王令麟主張雖其為東森媒體公司榮譽董事長，惟就伊個人與凱雷集團簽署意向書乙事，依法並無揭露義務。況且，凱雷集團非必收買東森媒體公司股

¹ 臺灣高等法院 104 年度金上更(一)字第 4 號判決。

份，而伊亦無法確定可出售之股權數量達 67%，自非屬「確定」訊息，亦無揭露義務。再者，凱雷集團自始僅以控制權大股東為交易對象，小股東自不得就控制權溢價部分主張受有損害。



資料來源：本文自行繪製

94 年 9 月	在凱雷集團表達收購意願之前，已先有新橋自由集團欲與王令麟簽訂意向書，並就調查結果提出每股最適價格為 29.5 元。	
95 年 2 月間	凱雷集團指派唐子明與王令麟及其他大股東商議，將以每股 32.5 元收購總股權數達 67% 以上之東森媒體公司股份	凱雷集團因知悉王令麟之父親欲出售亞太固網公司 Cable Modem 業務，以紓解力霸集團財務困境。因此遂以新橋自由集團對東森媒體公司股權調查後之最適價格每股 29.5 元，加上為綁約購買亞太固網 Cable Modem 的差價每股 3 元，而提出欲以每股 32.5 元收購。
95 年 3 月 7 日	被告主導董事會做成撤銷公開發行之決議，申請撤銷公開發行	
95 年 3 月 9 日	凱雷集團先向王令麟等大股東簽署意向書	

95年4月24日	正式簽訂股權買賣契約書	
95年3月底及同年4月28日	王令麟以東森得易購公司及東森購物百貨公司聯合具名向小股東發函，表示願以每股20元之價格收購東森媒體公司股份。	
95年7月12日	王令麟將上開收購股份以每股32.5元之價格轉售予凱雷集團	

(二) 法院認定

本案主要爭點有二：其一，本案被告王令麟是否有揭露凱雷集團有意收購東森媒體公司消息之義務？換言之，倘若被告有此義務而未揭露，是否即構成證交法第20條第1項所稱「其他足致他人誤信之隱匿消息行為」，而對其於股東負有損害責任？其二，如被告負有損害賠償責任，則公平價格該如何訂定？

1. 被告王令麟主導董事會撤銷公開發行，以達隱匿其與凱雷集團簽訂交易之目的，再以低價收購小股東股票後高價出售凱雷集團之行為，已構成證交法第20條之隱匿之行為，而負有損害賠償責任

(1) 按證券交易法第36條第3項第2款規定，已依本法發行有價證券之公司，有發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項，應於事實發生之日起2日內公告並向主管機關申報。是本審法院認為凱雷集團收購東森媒體之事項係有關涉及經營權變更之股份收購消息，當對股東權益及證券價格有重大影響，因此，如為東森媒體仍為上市公司，則當公司得知有收購本公司之消息，即負有公告及申報事項之義務。

(2) 復依證交法第43條之1第4項授權訂定之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第11條第1項規定規定，如凱雷集團欲於50日內收購20%以上之股份，則符合本法「強制」公開收購之規定，而需以同一條件對公司所有股東為公開收購。此際，被告即無法私下自行收購達67%股權後與凱雷集團交易，而從中牟利。

(3) 因此，王令麟主導東森媒體公司董事會決議通過申請撤銷公開發行，藉以規避證交法有關申報及強制公開收購之義務，使得少數股東難以得知公司資訊，亦對股份之公平合理價格（內在價值）之理解與認識的資訊更為不充分、不對等。是王令麟以前述隱匿之方法，使小股東對於收購資訊有所誤解，誤以每股20元低價賣出，自屬違反證交法第20條之規定。

2. 公平價格之訂定

(1) 本案法院為審酌東森媒體公司股票之公平價格，囑請會計師公會採用自由現金流量作為估計折現現金流量之依據，最終整體評估結果認為東森媒體公司股東權益之公平價格在每股27.56至30.46元區。

(2) 如前所述，在凱雷集團收購前，新橋自由集團為收購東森媒體公司即率先派會計師在盡職調查後所評定最適股價每股 29.5 元，此價格亦在上開會計師鑑定報告之公平價格每股 27.56 至 30.46 元區間，故法院採以每股 29.5 元確可作為本件股票之合理價格。

(3) 雖原告主張應以被告王令麟與凱雷集團交易之 32.4 元作為公平價格，為法院認定王令麟 32.4 元交易價格中有因凱雷集團綁約亞太固網所額外支付之 2.9 元，不應併予計入東森媒體公司股價之內在價值。故正確價值應為每股 29.5 (32.4-2.9) 元。

(三) 小結

本案被告雖係以撤銷公開發行之手法，規避證交法強制公開收購之要求，而違反證交法上隱匿之行為。然而，本文認為其中有幾點殊值討論。首先，為何凱雷公司不直接依強制公開收購制度，以同一條件收購，而係以私下交易之方式為之？又為何凱雷集團願私下與被告簽訂大股東意向書，並願以高於市價且附條件之方式收購被告之股權？本文以為此無非係因凱雷集團看上被告之「控制股權」，欲一次交易行為而取得目標公司之控制權。蓋控制權之價值與少量股份之價值並不等值。倘若收購方能一次到位向控制股東收購大量持股，則收購方可能願意付出較市場價格高之價錢向控制股東購買。因此，凱雷集團向被告提出之價額是否含有「控制權溢價」之內涵？又倘控制權溢價存在，則控制權溢價之歸屬又屬何人乃為另一議題。再由此延伸者為，如控制權溢價歸屬於控制股東，那現行法上「強制公開收購」制度要求收購方以「同一條件」收購，是否合理？此乃為本文所欲探討之核心。

二、「強制」公開收購與控制權溢價歸屬之關聯

(一) 強制公開收購

1. 定義

我國於民國(下同)77年修正證交法時引進公開收購制度。公開收購係指收購方不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人為公開收購公開發行公司之有價證券之制度²。所謂公開要約係指以公告、廣告、廣播、電傳資訊、信函、電話、發表會、說明會或其他方式為公開要約而購買有價證券之行為³。

91年證交法除大幅修正公開收購制度外，同時導入「強制」公開收購

² 證券交易法(下稱證交法)第43-1條第2項。

³ 公開收購公開發行公司有價證券管理辦法(下稱管理辦法)第2條第1項。

(Mandatory offer or Mandatory bid) 之規定，明文任何人單獨或與他人共同預定於五十日內取得公開發行公司已發行股份總額百分之二十以上股份者，應採公開收購方式為之⁴。

從立法理由觀之，我國 77 年引進公開收購制度係為仿效美國證券交易法第 13 條第 4 項之規定，並藉由申報制度使主管機關及投資人瞭解公司股權大量變動之來由及其趨向，以展現「完全公開」之精神。後於 91 年時，除修正第 2 項豁免規定外，為避免大量收購有價證券致影響個股市場之價格，因此參酌英國立法例納入強制公開收購之規定⁵。由此可知，我國有關公開收購之整體制度一般性規定係參酌美國法之規定，另一強制規定則係參酌英國法之制度，我國法制擺盪於兩者之間是否兼採雙方之長，亦或在彼方上獨樹一格，容有帶斟酌⁶。

2. 立法目的

公開收購可能涉及經營權之變動，亦與收購公司與目標公司之股東權益連動。因此，要求公開收購之目的乃歸於以下原因：(1)雙方公司之股東應取得有關公開收購之一切資訊。(2)確保目標公司之股東受到平等對待，故禁止收購公司以不同價格對不同股東為要約。(3)目標公司董事面臨敵意收購時可能進行防禦措施，因此需對防禦措施界定准許之極限。(4)公開收購可能會因企業結合造成市場上不公平競爭之結果⁷。

而「強制」公開收購之立法目的主要係為保護少數股東之權利⁸，其理論基礎可分為：(1)實現股東平等原則⁹。(2)賦予少數股東退場機制¹⁰。(3)控制權溢價分享¹¹。(4)避免兩層收購產生的壓迫現象¹²。

基於上述，我國對於一定時間內預定取得一定比例股份者，「必須」採用公開收購。雖有開放例外情形緩和強制公開收購之壓力¹³，然而並未允許控制股東與買方以自由協議之方式出售股權，仍就剝奪控制股東獨享控制權溢價之空間。

⁴ 管理辦法第 11 條第 1 項。

⁵ 立法院公報第 91 卷第 10 期院會紀錄。

⁶ 黃朝琮，控制權溢價之意涵及其歸屬，交大法學評論，卷 2，2017 年 2 月，頁 163。

⁷ 曾宛如，證券易法原理，元照出版，2020 年 7 月，頁 184-186。

⁸ 劉倩姣，我國強制公開收購規範性質之探討，證券暨期貨月刊，第 27 卷，第 9 期，頁 34-35。

⁹ 劉連煜，有價證券之強制公開收購與申報制，月旦法學雜誌，83 期，2002 年 4 月，頁 28。
寧金成、趙麗麗，論公司收購中強制收購制度，鄭州大學學報，第 35 卷，第 2 期，2002 年 3 月，頁 43。

¹⁰ 王文宇，非合意併購的政策與法制-以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，第 125 期，2005 年 10 月，頁 172。寧金成、趙麗麗，前揭註 8，頁 43。

¹¹ 寧金成、趙麗麗，同註 9，頁 43。

¹² 王文宇，同註 10，頁 172。

¹³ 公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 11 條第 2 項：「符合下列條件者，不適用前項應採公開收購之規定：一、與第三條關係人間進行股份轉讓。二、依臺灣證券交易所股份有限公司受託辦理上市證券拍賣辦法取得股份。三、依臺灣證券交易所股份有限公司辦理上市證券標購辦法或依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心辦理上櫃證券標購辦法取得股份。四、依本法第二十二條之二第一項第三款規定取得股份。五、依公司法第一百五十六條第六項或企業併購法實施股份交換，以發行新股作為受讓其他公開發行公司股份之對價。六、其他符合本會規定。」

3. 外國立法例

(1) 英國

英國為首創強制公開收購之起源國家，起初係由公開收購暨合併工作小組（The Panel on Takeovers and Mergers）頒布「公開收購規則（The Takeover Code）」，該小組本身為一自律機構，而非政府組織。因此，該規則亦僅具有自律協定性質，並無法律上之拘束力。然而，隨著各國制度的完善，英國始於 2006 年 11 月通過公司法授權公開收購暨合併工作小組制定相關公開收購規則，因此，公開收購制度始有法源依據。

依當時 Rule 9.1 之規定，其義務之產生於(1)任何人單獨或共同取得超過公司百分之三十有表權之股份或(2)取得百分之三以上但未達百分之五十之有表權股份，在十二個月內，意欲再取得超過百分之一有表決權股份之人。Rule 9.5 更進一步規定強制收購之「對價」，應為收購人於最近十二個月內對目標公司購買該股份之最高價額¹⁴。該規定適用於公開發行公司，包含上市及非上市公司。其目的在於避免被收購公司之控制股東在資訊不揭露之情況下，私下與收購人達成讓售股份之協議，而使少數股東無法享受控制權溢價。因此，英國學說及實務上一般認為採行強制收購是係保障少數股東之唯一方法，在此方法下方能使所有股東在充分資訊揭露及平等之條件下，享有公平脫離之權利¹⁵。

(2) 日本

日本之公開收購制度最早係於 1971 年修法時增訂，而強制公開收購制度則至 1990 年始為增訂。當時係參酌英國之規制手法而將強制公開收購制度予以明文化。日本 2002 年金融商品取引法修法後¹⁶，強制收購之基準改以「取得發行公司股份表決權數達三分之一以上」為基準。日本強制公開收購之目的亦在於實踐投資人間平等對待之精神、控制權溢價之分配、少數股東股份出賣機會之確保、提供一般投資大眾資訊等。¹⁷

(3) 中國

大陸證交法第 81 條規定持有一個上市公司已發行股份百分之三十者，應採行強制公開收購制度。惟，大陸較為特別之制度乃係其證券管理機關擁有免除收購者強制公開收購之權限。而其立法理由亦在於①為防止對股市造成不利影響。②防止投資人操縱股市，造成其他投資人，尤其是中小企業不應有之損失。¹⁸

(4) 美國

¹⁴ 憲法法庭 112 年憲判字第 5 號判決郭大維教授意見書，頁 4。

¹⁵ 林黎華，英國強制收購制度之研究，證券暨期貨月刊，23 卷，2 期，94 年 2 月，頁 31-2。

¹⁶ 金融商品取引法第 27-2 條以下

¹⁷ 引述自劉宗德，台灣證交法強制公開收購制度之合憲性及改革論議，月旦法學雜誌，第 245 期，2015 年 10 月，頁 76。

¹⁸ 劉叔強、趙雷、赫作成，中華民國證券法最新條文解釋，成都：四川人民出版社，1999 年 10 月，頁 201。

如前所述，英國、日本及大陸之所以採取「強制公開收購」之原因在於控制權溢價之「平等分配」。然而，美國法上對於控制權溢價之分配應屬何人早已有激烈之言論之爭。經過往復爭辯，美國多數實務上對於控制權溢價採取的態度為「除非『特殊情況下』¹⁹，原則上由控制股東可獨享」。

衝突的是，1968年美國卻制定威廉法案（Williams Act）第14(d)(8)條，明文規定公開收購者在超過預定收購數量時「必須」按比例收購所有應賣者²⁰。於Rule 14d-10（best price rule）條下又規定公開收購之收購價必須是給付任何其他股東之最高出價。在此規定下，似乎使得控制權股東無法享有控制權溢價之獨享，而朝向「溢價平等」之精神，似有違實務上長久以來之慣習。然而，事實上此乃因美國對於公開收購採取之作法為「非強迫」公開收購制，亦即美國法上並未強制規定收購方在收購目標公司之控制權時「必須」採用公開收購之方式。

換言之，採用公開收購僅是收購方之一種收購手段，而收購方必須滿足相當程度之要件（如要約形式、價格、時間及數額等8個要件²¹）才能採用公開收購制度，倘其中任一條件不達，法院將有可能認定其非屬公開收購，而不受該條文拘束。簡言之，只要買方能找到一公司之控制股東，即可進行自願性的控制權移轉（voluntarily transfer of control），無須強制採用公開收購制度²²，如此，控制權股東仍可保有控制權溢價獨享之權利²³。因此，在美國法下威廉法案之規定並不與控制權獨享相衝突，其僅係提供收購方另一便利之選擇²⁴。

4. 我國強制公開收購制度之缺失

承前所述，我國關於強制公開收購制度係引進英國法上之制度，然而兩

¹⁹ 特殊情況係指當控制股東違反忠實義務時（如將控制權賣給掠奪者，獲釋奪取公司機會等），此時收購之溢價將被視為賄賂，則控制股東接受此控制權溢價之行為乃為違反職務之行為，因此，控制權溢價必須被歸還給公司，由全體股東享有。Thomas I. Hazen, *Transfers of Corporate Control and Duties of Controlling Shareholders*, 125 *University of Pennsylvania L. Rev.* 1025-1026 (1977)

²⁰ Rule 14d-8: Pro rata acceptance for over-subscribes offers.

²¹ According to the SEC, the factors that indicate a tender offer are (1) an active and widespread solicitation of public shareholders (2) for a substantial percentage of the issuer's stock (3) at a premium over prevailing market price (4) on firm rather than negotiable terms (5) contingent on the tender of a fixed minimum number of shares and with a ceiling of a fixed maximum number of shares (6) open for a limited period of time (7) putting pressure on offerees to sell their stock (8) and using public announcements of the purchasing program. This is the so called 'eight-part' test. See Dale A. Oesterle, *supra* note 22, at 173. 引述自章友馨，齊頭式公平是真公平嗎？，月旦財經法雜誌，元照出版，2008年6月，13期，頁145。

²² 然而，因美國大多數公開發行公司，股權結構分散，因此買家通常會採用公開收購之方式一次取得足夠之控制權。由此可知，美國法上對於公開收購較係利於收購方之立場，便於收購方之收購成效，有異於英國係為保護少數股東之立場。

²³ 章友馨，齊頭式公平是真公平嗎？，月旦財經法雜誌，元照出版，2008年6月，13期，頁143-145。

²⁴ 恐有疑問者係，在符合條件下之公開收購下是否即違反「溢價獨享原則」？有學者認為，事實上，此處之公開收購所取得之控制權係來自於「全體」而非特定股東，因此買家以同一條件收購乃屬當然。換言之，買家並非以希冀取得控制權之目的收購股權，而僅係以公開收購之方式取得控制權，因此，公開收購之形式並未與溢價獨享原則相衝突。

國之強制公開收購制度卻存有顯著差異。主要差異有三：一為法定強制公開收購之義務產生不同，我國係參考財務會計準則公報第 5 號-採權益法之長期股權投資會計處理準則第 6 點「投資公司持有被投資公司有表決權之股份百分之二十以上者，通常對被投資公司之經營、理財及股利政策具有重大影響力」，因此將強制公開收購之「一定比例」定為「百分之二十」²⁵。然而，此皆與英國、日本及大陸等有採行強制公開收購制度之國家不同。再者，此等國家亦無設下 50 日內之短時間規定，是否合理，不無疑問。二為收購方是否應全部收購不同，在英國法下，原則上收購方須對應募者全部收購，與我國按比例收購之情形亦不同。三為收購之最低價額，英國法下訂有近十二個月內對目標公司購買該股份之最高價額限制，然而我國並未設此下限²⁶。

換言之，我國雖然參酌英國法之強制公開收購制度，然而二者之規範卻迥然不同，是否為立法理由中所謂「參酌英國立法例」亦或獨創一格不無疑問。從立法目的以觀，英國設下此制度係為確保目標公司全體股東在公司經營權變動時，均有公平出售持股之權利，並分享控制權溢價，而我國卻更具有「維持股價穩定」之立法考量。次從違憲性角度觀之，證交法第 43-1 條第 3 項所謂「預定取得」恐有違憲疑慮，亦即「預定取得」之時間點係在合意時，抑或在所有權移轉時？雖然最近憲法法庭已作出 112 年憲判字第 5 號判決認為，本條項規定從文義上即有「事先約定」之意涵，故不難理解所謂「預定取得」，係指事先「合意」取得，因此該條文並未違反刑罰明確性及授權明確性原則²⁷，惟依公開收購辦法第 12 條將預定取得定義為「因共同之目的，以...方式之合意，『取得...』股份」²⁸，則受規範者將預定取得之時間點定為「取得股份時」亦屬合理正當。如此，將已生相關規定文意之客觀多義性²⁹。況且，預見可能性應係指對犯罪構成要件有具體認識與理解之可能，而受規範人民對於「預定於 50 日內取得」之違法行為期間如何計算之問題，無論具有何常業經驗與「專業性」，均無從解釋、論斷，更不會因其為專業人士而更具預見可能性。換言之，此等行政管制領域所生法令疑義之

²⁵ 憲法法庭 112 年憲判字第 5 號判決。

²⁶ 憲法法庭 112 年憲判字第 5 號判決郭大維教授意見書，頁 5。

²⁷ 該判決認為本條項雖於行為主體之部分使用「任何人」之文字，惟從立法目的以觀，乃係指一般具大量收購股份能力之公司經營者及相關從業人士或有意從事大量收購股份之人，亦即「大量收購股份者」，因此在判斷是否違反刑罰明確性時，應以此等人士之理解能力為審查基準。又所謂「預定」一詞，文義上即有「事先約定」之意涵，綜合公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 11 條規定，乃係指預定於 50 日內「合意」取得。次就立法目的而言，受規範者應能理解「一定比例」乃係指取得被收購公司重大影響力或已取得被收購公司實際經營權而言，故受規範者對此規範應有預見能力。再就受規範者是否得否於母法中預見有受處罰之可能言，該法條認為從證交法第 175 條應可認受規者能預見如其已達應公開收購之門檻，而未採取公開收購之作法時，有面臨刑罰制裁之風險，故此部分其授權尚屬明確。

²⁸ 公開收購管理辦法第 12 條：「前條所稱與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份，係指預定取得人間因共同之目的，以契約、協議或其他方式之合意，取得公開發行公司已發行股份。」

²⁹ 憲法法庭 112 年憲判字第 5 號判決部分不同意見書，蔡宗珍大法官提出，張瓊文大法官加入，頁 6-7。

「專業性」詮釋，僅有主管機關握有權責，行政法院對於專業性行政範疇甚至應給予高度尊重，更遑論專業人士要如何「預見」未經主觀機關解釋釐清之可罰性內容之疑義？³⁰

再從企業併購法之修法方向以觀，2002年我國增訂企業併購法（下稱企併法），該法第1條立法理由即明確指出鼓勵企業併購，蓋企業併購更名為企業尋求發展及促進經營效率³¹，最佳化有限資源之分配，為達此目的甚至明文容許有利益衝突之股東於決議合併時無庸迴避³²。然而，在我國設有強制公開收購制度下將大幅增加收購成本，使原來可進行之收購案無從進行，阻礙公司經營效率³³；或迫使收購方在籌集龐大之資金時，承擔過重的負債，未來對於收購方或被收購公司產生隱憂，最終將影響股東及公司之利益³⁴，而此結果卻正與目前企併法之修法方向相矛盾。

5. 小結

首先英國市場呈現股權分散結構，與我國股權集中結構不同，是否得援引相同制度不無疑問³⁵。再者，我國在股權集中下，持有20%已上之股東比比皆是，因此控制股東在出售控制權時，受此條文之約束更深，將大幅勸退併購案之發生³⁶。本文以為，既然企業併購對於公司之發展多為正向發展，則公開收購之制度應如同美國之作法，應係給予收購方便利之管道，而非「限制」其經營策略。本文認同收購方與控制股東間之私下股份移轉契約可能將侵害少數股東之權利，然而，如係為保護少數股東權利，則重點應放在「資訊揭露」，而非以強制公開收購之手段，要求收購方以同一條件按比例收購應募者，徒增收購者之收購成本。再者，英國立法例上對於「少數股東無法享受控制權溢價」亦存有疑問。蓋究竟何人得享有「控制權溢價」，不無疑問。如控制權溢價本應屬於少數股東，則控制股東獨自享有時，才有侵害少數股東之嫌，然而，倘控制權溢價原就歸屬於控制權股東，則何來侵害之說？因此，本文首先於下文中討論有關控制權溢價之歸屬，再從此結論中探討強制公開收購之合理性。

（二）控制權溢價

1. 定義

³⁰ 蔡宗珍大法官提出，張瓊文大法官加入，同註26，頁11。

³¹ 釋字770號、企併法第18條增訂理由。

³² 企併法第18條第6項：「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。」

³³ 蓋強制公開收購制度下，收購方須以同一價格按比例收購應賣者之股份，則收購方為降低收購成本，未必提出更高之價值收購股份，則控制股東將無意售出股權，將導致公司之經營權主透過市場機制移轉到更有效率運用公司資源者。

³⁴ 劉倩姩，同註8，頁36。

³⁵ 林黎華，英國強制收購制度之研究，證券暨期貨月刊，23卷2期，頁45-47。

³⁶ 章友馨，同註23，頁146。

控制權溢價 (control premium) 係指，為取得公司之控制利益，投資者所付出超過當時一般公眾交易股價之額外對價³⁷。Coates 教授將控制權溢價之內涵來源分成三種：綜效價值 (synergistic value)、徵用價值 (expropriation value) 及純粹控制價值 (pure control value)³⁸。

所謂「綜效價值」係指兩個資產結合後之價值超過結合前個別資產總合之差³⁹。亦即，兩家公司合併後因資源互相統合利用後，而產生之綜效價值，即財務報表上所稱商譽 (Goodwill)。「徵用價值」則是指控制權人利用少數股東之財產所生之價值⁴⁰，如可能藉由詐欺、竊佔或違反受託義務或以高於市價之價格與控制權人交易等遊走法律邊緣之行為等。「純粹控制價值」則係指控制權股東因掌有控制權而為公司營運所作出之政策，所生之其他價值⁴¹，如更換經營團隊提升經營效率、主導公司營運。後二者或可以「少數股東是否有因控制權人行使控制權而受有損害」作為區別⁴²。其中綜效價值屬控制權溢價之內涵較無爭議。惟 Hamermesh 及 Wachter 教授認為⁴³，並非所有控制權人獲取自少數股東之利益即屬徵用價值。倘控制權人之行為僅為遊走法律邊緣而「尚未違法」即非屬徵用價值，其僅為控制權人應取得之「控制權私利」⁴⁴，因此二位教授認為雖然此價值雖可屬控制權溢價之內涵，然而應將其歸入於純粹控制價值之下⁴⁵。

逐一分析控制權溢價之內涵，其中綜效價值係於公司合併後才會產生，因此非屬原先公司之價值，本不屬於合併前原有公司股東所得享有之價值；徵用價值則是藉由剝奪少數股東而獲取之利益，故亦非原先公司之價值，或有認為因係侵害少數股東權益而取得，故應加回原先公司價值。惟少數股東應係藉由股份收買請求權之方式取回，而非將其視為公司之價值；純粹控制價值，可分成公司營運是否有反映在其整體價值而有區別。換言之，倘控制權人因其控制權而有效抑制代理成本、提升經營效率或營運表現，且反映在目標公司之整體價值上，則收購方所支付之對價係包含標的公司之價值，為公司所有人共享。然而，倘控制權人之營運結果並未反映在目標公司之整體價值上，其支付之對價，毋寧僅係收購方與控制權人主觀上所決定，則非屬標的公司之價值⁴⁶。

2. 歸屬

³⁷ 劉連煜，股份收買請求權與控制權溢價，月旦法學教室，56期，2008年3月，頁27。

³⁸ John C. Coates IV, "Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discount in Conflict Transactions, 147 U. PA. LREV. 1251,1274 (1999)

³⁹ *Id.* At 1275.

⁴⁰ *Id.* at 1275-1276.

⁴¹ *Id.* At 1276-1277.

⁴² 黃朝琮，同註6，頁133。

⁴³ Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, the Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law, 31 J. CORP.L. 119, 140 n.91 (2005).

⁴⁴ 控制權私利係指因控制權人須花時間心力於公司整體營運，其需承擔較大之風險，且控制性股權流動不高，故為補償控制權股東承受上開之不利利益，給予其一定程度之控制權私利，而讓其願意繼續為公司爭取最大之利益。黃朝琮，同註36，頁133。

⁴⁵ 區分之目的僅係表彰徵用價值之存在，使立法者在考量控制權溢價時，得以按其政策限縮控制權溢價之範圍，故與此仍有區分之必要。

⁴⁶ 黃朝琮，同註6，頁138。

關於控制權溢價之歸屬，究竟屬於控制股東「獨享」，亦或全體股東「共享」，在美國上早已爭論不休。早期，學者 Berle and Means 認為控制權是公司之資產，故控制權溢價應屬公司所有⁴⁷。而 Williams D. Andrews 更進一步補充應由「全體股東平等分享」⁴⁸。然而，以 Easterbrook and Fischel 為首之芝加哥學派則認為控制權溢價不應當與全體共享，否則將降低控制權人與收購方併購之意願⁴⁹。亦即控制權股東在公司草創階段，需花費許多額外成本，並且其需肩起持續經營與監控企業之責任，這些代價將成為控制權股東於出售股權時「出售溢價」之正當理由。因此，如果收購方無法提供較非控制股東更多之「出售溢價」時，將不足使控制權股東讓出其手上之控制權。換言之，芝加哥學派認為，控制權溢價是一種對於控制股東承受風險及勞力之補償，若要求將控制權溢價與全體股東共享，無疑是使少數股東有搭便車之心態⁵⁰。

於 Martin v. Marlin 案中，美國法院明確採取芝加哥學派之論點，表示市場法則本身即賦予控制股東能取得較少數股東更高之價格，法院沒有任何的規定會去阻止多數股東享有控制權溢價。控制股東或買方均沒有義務去注意其他股東是否亦享有同樣之賣股條件，控制股東也沒義務告知少數股東其出售股權之價格⁵¹。因此，美國實務上法院逐漸採用除了在「特殊情況」下，原則上控制股東可獨享控制權溢價之審理原則。

3. 我國

在東森案中，法院認為依我國證交法第 43-1 條之規定，收購方如欲在短期內收購一定公開發行公司之股權應強制採用公開收購制度，使控制權溢價由「全體股東共享」。然而於非公開收購之併購交易中，控制權溢價是否如公開收購規定仍由全體股東共享，亦或允許控制股東獨享，因法無明文，故應核諸併購交易之型態、溢價之來源，不可一概而論。換言之，於收購非公開發行公司股權之情況下，倘收購者係基於控制股東有決策支配及監督管之權而能降低收購者之投資風險，或基於對控制股東股權流動之限制而予以補償，則溢價非不得由控制股東獨享⁵²；然而，如溢價係來自於不法取得公司利益獲侵害少數股東之股權，如控制股東刻意隱匿高價收購資訊，蒙蔽誤導少數股東，違反資訊公開揭露義務時，則不應容許控制股東取得溢價⁵³。

4. 小結

既然控制權溢價係指收購者付出超過當時一般公眾交易之股價的額外對價，則為何在收購公開發行公司下，控制權溢價應為全體股東所享有，而於收購非公

⁴⁷ Adolph Berle and Gardiner Means THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (Transaction Publishers, 1968).

⁴⁸ William D. Andrews, the stockholder's Rights to Equal Opportunity in the Sales of shares, 78 HARVARD L. REV. 505, 505-563 (1965).

⁴⁹ Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, Control Transactions, 91 YALE L.J. 698, 698-737(1982)

⁵⁰ 章友馨，同註 23，頁 140-141。

⁵¹ Martin v. Martin, supra note 12, at 1176-1177.

⁵² 臺灣高等法院 104 年度金上更(一)字第 4 號判決

⁵³ 臺灣高等法院 104 年度金上更(一)字第 4 號判決，陳委員忠五補充意見。

開發行公司下，卻是依控制權溢價之來源不同而有不同之歸權？我國法院似乎係以法條明文有無規範作為其區分標準，然而，此區分界線是否作為管制手段之標準尚非無疑。換言之，從立法政策看，立法者似乎係認為若收購公開發行公司須採用強制公開收購制度，而倘若係收購非公開發行則不要求。本文以為既然立法者係基於控制權溢價應由全體股東享有，故立法上採行強制公開收購制度。然而，有疑問者係，「溢價之產生並不會僅存於公開發行公司」，則為何當目標公司為非公開發行公司時卻不一定須採用公開收購制度？或有論者認為，立法者係因非公開發行公司人數較少，故無需採用強制公開收購制度。然而，本文以為法條上常有以公發或非公發作為區分乃係為便利非公發公司行事而設，故給予其更多彈性。然而，強制公開收購制度之規範對象為「收購方」，則法條之規範對象應為收購方才是。為何卻係以目標公司為公發或非公發而有不同？尤其，在本案中被告即是發現此一缺漏，故先將公司撤銷公開發行，藉以規避證交法上之義務，如此，豈非造成法律上之漏洞抑或增加行政成本（亦即，行政機關須詳加調查方能發現該公司下市之理由係為規避法規之義務）？

依上開實務見解，於非公開發行收購之併購中控制權歸屬之判斷似乎係參考美國法下對於控制權溢價內涵之分析。換言之，高等法院所謂「係基於控制股東有決策支配之權及監督管理之責而能降低收購者之投資風險或收購成本，或係基於對控制股東股權流動之限制及要求另負保證或負擔其他履約責任之代價補償」等語，對比 Coates 教授之見解，應係指「純粹控制價值」；而「不法取得原應歸屬於公司之利益，或來自於不法侵害少數股東原應享有之股權價值」，則係指「徵用價值」。然而，在美國法下並未區分目標公司是否為公開發行公司而有不同，我國擅自將控制權溢價之內涵僅存於非公開發行公司之作法是否妥適，不無疑問。再者，控制權溢價中亦含有「綜效價值」，於此部分高等法院亦未有論述。

我國強制收購制度之立法目的在於控制權溢價應由「全體股東」共同享有。然而，本文以為控制權溢價應由何人所享有應先視其內涵而定。如前述美國法上將控制權溢價之內涵分為「綜效價值」、「純粹控制價值」及「徵用價值」三種價值，而僅有反映在目標公司之整體價值上之純粹控制價值方為公司所有人共享。反觀我國並無區分控制權溢價之內涵，而統一全部視為全體股東權享有，尚屬速斷。

再者，本文以為控制權溢價之歸屬並非少數股東真正所在意者，毋寧說少數股東爭執控制權溢價之歸屬僅是包裝其欲以高價售出之說詞。蓋從「分散化投資組合」之經濟觀點觀之，所有投資人均希望其所他投資之公司能選擇「期待利益」最大之交易方式，哪怕是該交易溢價並非按均等分配給每個股東⁵⁴。換言之，如果併購交易係對整體公司有正向之發展，而使股價大幅上漲，則控制權溢價之歸屬對股東而言並非重要。因此，少數股東真正在意者非其手上之單隻持股如何獲取溢價之分配，而是手中投資組合之總體價值如何提升⁵⁵。現行法採強制公開收

⁵⁴ Frank H. Easterbrook, Daniel R. supra note 9, at 711.

⁵⁵ 章友馨，同註 23，頁 142。

購制度下，反而阻礙企業間有效率之併購、將影響公司之股價，對投資人而言反而是更加不利益，如此豈非更不易達成股東在意之股權價值？。因此，吾人不可否認控制權溢價確實屬控制股東所享有，現今法制下之作法僅係為保障少數股東所設下之強制規範，然而，此規範是否合理，實有商榷之必要。

另外，本文以為控制權溢價之所以並非全體股東共同享有係因收購方與控制股東間之磋商價格並不一定係按公司價值所定。如同本案，收購方為獲得控制權之股份除以最適價格購買外，尚併同買下亞太固網公司 Cable Modem 業務作為收購條件⁵⁶。由此可知，此種「附條件」之收購，僅係控制股東與收購方間磋商之條件，何以全體股東得共同享有此溢價？尤其在現今市場交易複雜化之情況下，收購方與控制股東間所談妥之契約內容皆有彼此間利害關係之參雜，此非外部人能輕易衡量。因此，本文以為基於契約自由原則，在無害於公共秩序及善良風俗情況下，應允許控制股東獨享控制權溢價。

三、解決之道

承前所述，本文以為控制權溢價本應屬控制權股東所獨享，其不僅係基於補償控制股東之溢價，更是尊重契約自由原則之展現。我國立法上實無必要要求收購方以同一條件收購按比例收購應募者之股權。然而，為達「保護少數股東」之目的，防免控制股東以侵害少數股東權益之手段獲取控制權溢價，本文建議應加強資訊之公開，要求收購方或控制股東為一定程度之資訊揭露。

(一) 資訊揭露

1. 資訊揭露

釋字 770 號解釋在少數股東與企業整體利益上作出衡量，選擇尊重立法者為鼓勵併購之立法目的⁵⁷，宣告現金逐出合併本身並未違憲，但欠缺資訊揭露及少數股東事後救濟之配套措施仍屬違憲。有學者認為本號解釋首次強調資訊揭露之重要性，資予肯定，然而卻隻字未說明法律上揭露義務的來源為何，實屬遺憾⁵⁸。然而，值得允以肯定者係從本號解釋可知大法官認為「資訊揭露」是保障少數股東於擁有充分資訊下做出決策之一道保護手段，「資訊揭露」之重要性油然而生。

資訊揭露為各國最常使用之手段，透過資訊揭露非但能保護小股東，亦使資訊透明化，讓外部人有警示作用。更甚者，藉由資訊揭露亦能使某些專業人士，

⁵⁶ 亞太固網公司為本案被告王令麟父親於力霸集團下之子公司，因需紓解財務困境需要，故出售亞太固網公司 Cable Modem 業務。是以，收購方遂構思以東森媒體公司及亞太固網公司 Cable Modem 業務一併綁約購買方式為之，向王令麟收購東森媒體公司股票。王令麟因此婉拒新橋自由集團（另一收購方）之報價。

⁵⁷ 2002 年企併法第 1 條之立法理由

⁵⁸ 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，頁 89。

如會計師或律師，擔任監督制衡的角色。發生紛爭時，資訊揭露除了能減輕審理負擔，降低審理成本外，更重要者係法院藉由公開的資訊揭露能更正確地酌定公平價格，保障小股東權益⁵⁹。尤其，公開收購往往伴隨合併案發生，即俗稱的「先購後併」⁶⁰。是以，有學者認為，在公開收購下不同意併購的目標公司股東，在股東會通過併購決議下，因收購方得以現金逐出少數股東，是少數股東及無法拒絕交出自已的股份，在性質上可以說已非「交易」，而是帶有「徵收」色彩，則資訊揭露理應更充分，以節制管理階層及大股東濫權⁶¹。

2. 現行法對公開收購之資訊揭露要求

證券買賣之所以不同於一般交易情形乃係因證券之真實價值具有不確定性，投資人無法以外觀判斷證券之價值，因此證交法方於證券交易中課予發行人資訊揭露之義務，藉由資訊揭露瞭解證券背後所表彰之價值。因此，倘若公開收購方對目標公司有重大之經營方針改變或對股東權益有重大影響，故均應如實揭露，以供股東判斷是否應賣之參考⁶²。證交法第 43-4 條第 2 項授權主管機關訂定公開收購說明書應行記載事項準則，依本準則第 4 條規定，公開收購書之內容應包含：（一）公開收購基本事項。（二）公開收購條件。（三）公開收購對價種類及來源。（四）參與應賣之風險。（五）公開收購期間屆滿之後續處理方式。（六）公開收購人持有被收購公司股份情形。（七）公開收購人其他買賣被收購公司股份情形。（八）公開收購人對被收購公司經營計畫。（九）公司決議及合理性意見書。（十）特別記載事項。（十一）其他重大資訊之說明。準則第 12 條亦規定公開收購人應記載其對被收購公司之經營計畫。復於第 2 項規定如收購方預計於收購完成後使被收購公司下市者應有多之揭露義務。而此等規定亦係用來判斷董事及經理人是否有違反其應盡之忠實義務之重要資訊。

（二）大股東-資訊揭露

1. 揭露義務

證交法施行細則第 7 條第 9 款規定，有其他足以影響公司繼續營運之重大情事者，應於事實發生之日起兩日內公告並向主管機關申報。而實務上認為「涉及經營權變更之股份收購消息，當對股東權益及證券價格有重大影響」⁶³，

是以，當控制權移轉時，因會造成經營權之變更，故公司負有揭露之義務。復依我國公司法第 192 條第 5 項，公司與董監經理人間原則是依民法委任之規定，從而公司法第 23 條課予公司董監及經理人忠實義務，故無論係於公司法

⁵⁹ 方佳麟，大股東推動併購交易其對價之合理性——以資訊揭露規範為核心，月旦法學雜誌，329 期，2022 年 10 月，頁 189-190。

⁶⁰ 曾宛如，同註 7，頁 194。

⁶¹ 方佳麟，同註 59，頁 194。

⁶² 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，2011 年 10 月，123 期，頁 285。

⁶³ 臺灣高等法院 104 年度金上更(一)字第 4 號判決

第 206 條董事會決議自身利害關係之說明，亦或依企併法第 5 條第 3 項公司進行併購時董事亦負有說明自身利害關係之說明義務，此等規定皆係賦予董事資訊揭露之義務。至於（大）股東是否亦負有揭露義務，則存有疑問。

依我國公司法及證交法規定，我國似無課予大股東任何之揭露義務。然而，在英美法上係認為當大股東在行使控制權時，即負有受托義務，從而大股東同樣有說明揭露義務⁶⁴。若依 OECD 之公司治理原則，同一種類股票的股東應被公平對待，倘公司的發展使特定股東之控制力超過其所持有之股權時，控制股東應予以揭露⁶⁵。於我國，有學者認為為防止大股東獨自擷取公司未經揭露之利益，大股東之揭露義務應有法律明文規範較為妥適⁶⁶。亦有學者認為，企併法始終以董事作為規範對象，然而倘若大股東重組董事會，董事形式上與大股東無涉，則可能規避資訊揭露之規範⁶⁷。

至於揭露至何種程度始以足？有學者認為，既然資訊揭露係在解決管理階層與少數股東間之資訊不對等及利益衝突之問題，則應以此為度，判斷個案是否已達充分資訊揭露⁶⁸。

（三）小股東

如前所述，如肯認控制權溢價歸屬於控制股東所獨享，則公開收購制度之設立應係為便利收購方而設。強制公開收購制度之設立是否有存在之必要，端視此制度是否有發揮到保障少數股東之作用，又或者說，如有其他手段可達到相同目的，則強制公開收購制度是否仍須存在？本文以為，在市場自由運作下，收購方在少數股東間應無剝奪少數股東權益之情事發生，蓋收購方倘需收購剩餘之股份，又因少數股東之股份已無控制權之功效，則收購方未必會以如同對待控制權股東般之對價收購，然而倘其出價又低於市價則少數股東亦不會應賣。因此，在市場機制之運作下，收購方與少數股東間之對價原則上應會介於高於市價與低於控制權出售價之間，如此既不會損害少數股東之權益，亦不會增加收購者之收購成本，可謂達成兩全齊美之作法，則是否仍東以「強制」之必要，尚有檢討之處。亦有學者認為，除非於關係人交易之情形，使得管理階層或大股東占有資訊與控制之優勢外，倘若交易雙方無任何關係，市場運作上大致會保障價格之公平性⁶⁹。

退步言之，縱認收購方有欺壓少數股東之可能，少數股東除可拒絕應賣外，在 111 年 5 月企併法修法後，現行企併法就確保公平價格已設有較為完整之保障機制。是以，少數股東於併購案或收購發生時，無論其投下反對票或放棄投票權

⁶⁴ See ROBERT W. HAMILTON, JONATHAN R. MACEY & DOUGLAS K. MOLL, THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION 650-659 (12th ed. 2014)

⁶⁵ OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance (2015), p24

⁶⁶ 劉連煜，同註 58，頁 98。

⁶⁷ 方嘉麟，同註 59，頁 189。

⁶⁸ 劉連煜，同註 58，頁 95。

⁶⁹ 方佳麟，同註 59，頁 205。

皆可主動向公司請求按當時之公平價格，收買其持有之股份⁷⁰。因此，本文以為在此機制下，少數股東之權益仍可受保障⁷¹。然而，在此須說明者是，股份買請求權之價格應為法院客觀判斷之權限，非必為現行法上下「溢價平等分享」之絕對，否則將造成企併法與證交法立法規範之衝突，法院應避免擴張證交法之射程範圍，以維護兩大法律之立法意旨^{72 73}。

肆、 結論

公開收購之設立本旨立意良善，本文並非完全否認此等制度之存在。本文所要強調者係「強制」收購方須以相同條件收購是否妥適？蓋控制權溢價屬於控制股東獨享，則收購方與控制股東間如何磋商控制權之價值應尊重其契約自由，法制上應盡量避免過多的限制。然而，為避免仍有侵害少數股東之情事發生，仍應課予控制股東「資訊揭露」之義務。換言之，控制股東本可正大光明地享受控制權溢價，而其揭露義務僅係供少數股東作為其後續應買或於請求股份收買請求權之依據。而少數股東雖無法享有控制權溢價，然而在市場機制之運作上，原則上仍可享有高於一般市場股價之價值。換言之，少數股東在事前受有資訊揭露之保障，事後又有公平價格收買請求權之保障，對於少數股東之保障應為已足。再者，就企併法第5條第3項何謂「利害關係」及利害關係人「是否需迴避」之問題已有諸多爭論。然而，倘吾能大方允許收購方與控制股東先談好出賣條件，則根本不會有「利害關係」或「是否需迴避」之問題產生，又如能課予大股東揭露之義務，大股東之利益衝突亦可獲得緩減。

再者，倘若允許控制股東獨享控制權溢價，亦可減少實務上雙方透過私下協商或上層控股等複雜交易問題之產生。況且目前強制公開收購制度僅適用於公開發行公司，及有可能再次發生如同本案大股東隨意操縱股東會，使公司撤銷公開發行之可能，藉以規避證交法之規定，反而將有害市場秩序之安定。

因此，本文認為在立法者尚未修法之情況下，似可先採行「限縮」強制公開收購制度之適用範圍，如同美國立法上形式上要求「控制權溢價股東平均享有」之法理，但實質上仍給予控制股東享有控制權溢價之空間，並賦予控制股東資訊揭露之義務。而未來修法上亦能往此方向邁進。

⁷⁰ 企併法第12條：「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。」

⁷¹ 於釋字770號解釋，首先指出公司股份本身具有一定之財產價值，因此公司股份屬於財產權之一種，將資本市場之股份納入財產權之保護範疇。是以，民國111年5月企併法修法賦予投下反對票或放棄投票權之股東皆有權向公司主張股份收買請求權。

⁷² 章友馨，同註23，頁137。

⁷³ 德拉瓦州衡平法院亦指出所謂公平價格非指交易之最高價格，至少在非自我交易之情形下，公平價格應係一個合理的賣方在所有情況下都會認為落在公平的價格範圍內，而為賣方所能接受之價格。DFC Global v. Muirfield Value Partners, Del., 172 A.3d 346, 371(2017).

伍、 參考資料

《中文文獻》

專書

1. 曾宛如，證券易法原理，元照出版，2020年7月，頁184-186。

期刊論文

1. 劉倩姣，我國強制公開收購規範性質之探討，證券暨期貨月刊，第27卷，第9期，頁34-35。
2. 劉連煜，有價證券之強制公開收購與申報制，月旦法學雜誌，83期，2002年4月，頁28。
3. 宁金成、趙麗麗，論公司收購中強制收購制度，鄭州大學學報，第35卷，第2期，2002年3月，頁43。
4. 王文字，非合意併購的政策與法制-以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，第125期，2005年10月，頁172。
5. 林黎華，英國強制收購制度之研究，證券暨期貨月刊，23卷，2期，94年2月，頁31-2。
6. 劉宗德，台灣證交法強制公開收購制度之合憲性及改革論議，月旦法學雜誌，第245期，2015年10月，頁76。
7. 劉叔強、趙雷、赫作成，中華民國證券法最新條文解釋，成都：四川人民出版社，1999年10月，頁201。
8. 章友馨，齊頭式公平是真公平嗎？，月旦財經法雜誌，元照出版，2008年6月，13期，頁145。
9. 劉連煜，股份收買請求權與控制權溢價，月旦法學教室，56期，2008年3月，頁27。
10. 黃朝琮，控制權溢價之意涵及其歸屬，交大法學評論，2期，2017，頁133。
11. 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，2011年10月，123期，頁285。
12. 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，頁98。
13. 方嘉麟，大股東推動併購交易其對價之合理性—以資訊揭露規範為核心，月旦法學雜誌，329期，2022年10月，頁189。

《英文文獻》

1. Thomas I. Hazen, Transfers of Corporate Control and Duties of Controlling Shareholders, 125 University of Pennsylvania L. Rev. 1025-1026 (1977)
2. John C. Coates IV, "Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discount in Conflict Transactions, 147 U. PA. LREV. 1251,1274 (1999)
3. Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, the Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law, 31 J. CORPL. 119, 140 n.91 (2005).

4. Adolph Berle and Gardiner Means THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (Transaction Publishers, 1968).
5. William D. Andrews, the stockholder's Rights to Equal Opportunity in the Sales of shares, 78 HARVARD L. REV. 505, 505-563 (1965).
6. Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, Control Transactions, 91 YALE L.J. 698, 698-737(1982)
7. ROBERT W. HAMILTON, JONATHAN R. MACEY & DOUGLAS K. MOLL, THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION 650-659 (12th ed. 2014)