國立政治大學法學院碩士在職專班

碩士學位論文

異議股東收買請求權公平價格之研究

A Research on Fair Value of the Appraisal Rights of Dissenting Shareholders

國立政治大學
National Chengchi University

指導教授：林國全 博士

研 究 生：李傑源 撰

中 華 民 國 110 年 1 月

DOI:10.6814/NCCU202100088

謝　辭

在進入職場多年後重新以學生身分回到校園，尤其又是接觸另一個不同領域，這種感覺是很奇妙的。在政大兩年半的時間，專班裡多樣化的課程內容及學養俱佳的老師們的指導下，在每次上課後總會有不同收穫。又同學來自不同專業領域，從彼此間的討論及意見交換也獲益良多，成為一段非常愉快的學習時光。

首先衷心感謝林國全教授的指導，老師豐富的學識及實務經驗，給予學生最大的指導與支持而順利完成論文，謹向恩師表達無限感激之意。另外，論文口試時劉連煜教授及邵慶平教授給予建議及指導，亦向二位老師表達學生誠摯的謝意。而林門學長姐在聚餐時的關心，也在論文撰寫過程中給予很多的鼓勵與動力，畢業雖然比原先的計畫晚了許多，但最終能與各位學長姐一同在恩師的指導下完成這階段的學業，實感榮幸。

最後要感謝內人，從年輕時走出校園進入職場到現在，在我人生一些重大的階段都有妳的參與，謹藉謝辭表達感激之意，謝謝妳一直以來的支持。

人生的學習道路是要持續不停地往下走，看似辛苦，但只為理想興趣，不為追逐成績或特定目的的學習卻是快樂的，而這種心靈上的滿足也是無法取代的。期許自己未來人生能夠繼續保持單純學習的初衷及動力，繼續向下一階段的邁進。

李傑源　2021 年 1 月 21 日

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202100088

摘　要

本文主要探討異議股東收買請求權制度中對於股東請求公司收買之股份其公平價格之決定於實務上之看法。

台灣法規上之異議股東收買請求權之制度係繼受於美國法之體系，對於公司重大決策經營方向及組織變更時提供持反對意見之異議股東有出場之機制，在多數決的決議機制下既得保留公司多數股東之經營意向，亦可保障少數股東之權益。然在異議股東行使其收買請求權時，對於收買價格之認定方式因未有明確之規定，故往往成為爭議之所在。本文藉對法院判決裁定之內容了解現今實務上對於該項爭議之看法及處理方式。

本文以台灣及美國德拉瓦州關於請求收買價格之裁定及判決書，針對判決理由所引用對請求收買股份之評價方式做出統計與整理，說明評價方式之運用結果，最終歸納出及兩地法院對公平價格判決之差異處：一、評價人員專業資格不同致採用之評價方式不同、二、採用專家評價報告方式不同、以及三、樣本判決中非屬評定價格之問題。

國立政治大學
National Chengchi University

關鍵字：股份收買請求權、異議股東、公平價格

DOI:10.6814/NCCU202100088

Abstract

This thesis mainly discusses the practical view on the determination of the fair value of the shares when the dissenting shareholders exercise the appraisal rights.

The appraisal rights of dissenting shareholders constituted in Taiwan Company Act was influenced by the law system of United States. When the fundamental changes of one company are adopted at a shareholders' meeting under the majority rule, this mechanism retains the intension on running the business of the major shareholders and protects the rights of minority shareholders. However, when dissenting shareholders exercise the appraisal rights, how to determine the fair value of the shares becomes a common dispute, due to the lack of clear regulations or methods. This thesis realizes how the courts hearing these cases of appraisal rights and determine the fair value by reading and generalize the verdicts.

This thesis collects verdicts of Taiwan and Delaware courts in the same period, and find out the difference between them. As the conclusion, we found that 1. Different evaluation methods were used by different professionals. 2. The courts use the valuation reports by different points of views. 3. Other issues in the sample verdicts.

Key Words: appraisal rights, dissenting shareholders, fair value

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202100088

目　次

第一章　緒論.....1
第一節 研究背景與動機.....1
第二節 研究目的與研究問題.....6
第三節 研究方法.....7
第四節 研究範圍.....8
第五節 研究流程.....9
第二章　歷史解釋與立法背景.....11
第一節 股份收買請求權之行使.....11
第二節 股份收買請求權之立法源起與性質及特性.....23
第三章　異議股東收買請求權之制度設計.....35
第一節 請求權之發生.....35
第二節 股份收買請求權之進行程序.....45
第四章　公平價格之評定.....52
第一節　裁定價格之時間點.....52
第二節　裁定價格之定價方式.....55
第三節　裁定價格之檢查人.....57
第四節　會計學實務對公平價格之評定方式.....58
第五節　美國德拉瓦州法之公平價格.....63
第六節　台灣法院裁定與美國德拉瓦州判決整理.....66
第五章　結論.....76
第一節 台灣法院裁定及美國德拉瓦州判決對股票評價之差異.....76
第二節 總結.....85
參考文獻.....87

DOI:10.6814/NCCU202100088

表 次

表 2-1　異議股東請求收買於公司法及企業併購法之規定……..…..31
表 4-1　台灣與美國德拉瓦州法院判決引用評價方式次數統計……..…..67
表 5-1　台灣及美國會計師專業資格取得方式明細表……..…..76
表 5-2　台灣與美國會計師以外之專業評價人員專業資格取得方式明細表……78

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202100088

圖 次

圖 1-1 研究流程圖 10

DOI:10.6814/NCCU202100088

第一章　緒論

本章在說明本研究之背景以及引進行本研究之動機，同時亦就研究目的並所引申之問題加以明確化。另外為使研究內容更為集中，亦對研究範圍進行規範以使其具體化。針對研究目的達成設計相關之研究方法，並將研究進行之規劃與思維，於研究流程當中加以說明。

第一節 研究背景與動機

一、研究背景

(一) 法律之功用為保護或限制

「法」就是法律，法律之形成有其原由以及文化背景，也會反映出國家民族個別之價值認同體系。法條透過一定之程序形成之後，即成為該特定地區人民與政府共同活動之指標，藉以維護地區內所社會秩序以及所以有個體之權利義務。法律最主要功用可謂在於保護多數人的權益，但也為達成此項目的，限制便成為其中一個手段。

台灣之法典形成受大陸法系(civil law system)影響極深，於法典中可見日、德法律規定之影響。而後隨著於台灣社會狀態之演進及環境變遷，透過持續修法之程序，並隨著加入特有的地域元素，逐漸形成目前適用於台灣地區環境之法令。由於台灣以農業立國，早期商業活動之規模及態樣並不複雜，故對於企業之經營的制度與規範相對寬鬆。歐美國家商業活動的歷史遠比台灣悠久，規模更大，型態也更多樣化，故其商業相關法規之立法，演進及執行方面也較台灣更為先進。現今台灣之公司制度主要借鏡外來的制度，在立法精神上及在思維上，依循著大陸法系之強調安全、秩序凌駕個人自由及福利的觀點，但是否能適用於台灣的環境，則必須進一步審視與立法執行後才能有更進一步之修正或改進方向。

DOI:10.6814/NCCU202100088

台灣在由農業社會進入商業社會後，商業組織逐漸增加及複雜，商業活動亦更趨頻繁。而為維持商業經營之穩定，商業法規對商業組織之規範即必須更為嚴謹。舉例來說，由於資本是維持公司經營之重要因素之一，故商業法規對公司之資本相關事項採取相當嚴格的規定，且也於商業法規中訂出明確之相關罰則，期透過處罰之效果嚇阻公司經理人或負責人能遵守法令規定，以穩定公司資本。但也因為法規強調穩定及秩序，致使股東對資金的投入與取回受到一定程度之限制。而對於資金相關限制的規定及作用，則可能會影響股東投資公司之意願，進而使企業因為資本的缺少問題而影響企業之發展與開拓，故法律的保護功能及限制的影響亦須要取得平衡。

(二) 配合社會發展及企業結構之法令修改

商業法規之根本來自於公司法，商業依循公司法規定運作，但整體環境變化致使商業有可能產生不同需求或已窒礙難行之處，此即為促成法令修改之重要推力，且由修法之次數及幅度亦可觀察出商業環境是否產生重大變化。例如 2008 年在美國因為次級房屋信貸的問題引發了一波金融危機，美國政府為維持穩定，對企業提供 7,000 億美元之紓困方案。而受到美國此一政策之影響，台灣亦將企業紓困方案的機制，透過修改公司法規定予以建立，條文增訂於第 156 條之 4，同時增訂第 29 條第 2 項及第 196 條明定提供紓困方案之主管機關得限制經理人及董事（監察人依第 227 條準用董事之規定）之報酬，是為極具時代色彩之「肥貓減薪條款」[1]。

台灣公司法自 1931 年施行後，先後歷經 26 次之修正。在 2018 年以前除了於 1966 年及 2001 年曾經大幅度修改，其餘變動幅度並不大。因為新型態的產業環境及經營模式，商業型態的創新蔚為風潮，產業轉型也為台灣的企業一項刻不容緩的課題，為解決產業經營陷入經濟瓶頸之狀態，法規的配合修改使其切合實際狀況即成為必要之課題。近期來說，台灣於 2018 年進行公司法修法，

[1] 肥貓減薪條款立院三讀通過，檢自http://news.ltn.com.tw/news/business/paper/272373

DOI:10.6814/NCCU202100088

可謂自 2001 年來最大幅度的修法。本次修法內容加入許多因商業環境變遷而增加之規定，如便利創新事業籌資、強化公司治理，健全董事會治理及管理機制、放寬盈餘分派規定等，即希望透過法令的修改能使規定更符合現狀所需，協助產業經營更加順利。

法令是一種立基於公平、正義之上，透過限制之手段保護多數人權益，商業法規所保護者即為整個商業環境。然而一旦法令無法隨環境變遷並與時俱進，如同被演變的腳步推著走，整體商業環境進步就會受到限制，綜觀台灣公司法之修改歷程即呈現如此趨勢。

(三) 公司制度及股東權益

商業環境裡其中一項具體呈現制度的即為公司制度，該制度提供了無論有資本多寡者一個共同投資、共享利益之平台。這項制度降低了投入資金之門檻，使投資人可透過這項制度成為公司股東，並藉公司經營獲利分配，獲取其期望之報酬。又承前文所述，因資本為構成公司的一項重要因素，若為維持公司制度之安定，資本的穩定為不可或缺之要素，又資本既為公司營運之所需，而其來源係來自於股東，故對於維持穩定及保障股東權益即為重要之原則。於此，各國法律對於相應於公司資本之管理規則相當嚴謹。資本制度之設定概念，最顯著也最重要就是反映在落實認股人或股東的出資義務。而支持這種繳付股款規則的基本理論即是投資者應當按其出資承諾實際給付給該公司現金或非現金之對價，以換取其股份[2]，且已繳交之股款非經一定之程序不得任意退回，以確保資本之穩定。

股東不僅代表著一個出資者，也可能是公司和企業經營之參與者。其表示願意購買一個公司或設立中之公司當時尚未發行的特定數量的股份，並支付價

[2] 艾利斯•費倫(Eilis Ferran)，羅培新譯，公司金融法原理(Principles of Corporate Finance Law)，頁87，2012年3月。

DOI:10.6814/NCCU202100088

款的要約，與公司的配股行為（承諾）所共同構成之完整契約關係[3]。故股東與公司雙方之權利及義務，亦應係受到法令之保障；於本文所討論之異議股東收買請求權即為保護股東權益之其中一項具體方式。

異議股東股份收買請求權（appraisal rights）又稱為「股份收買請求權」，台灣公司法原先並無股份收買請求權之規定，直至1966年公司法修正時，方才參仿美、日諸國之立法先例，以維護少數股東的權益及緩解對公司債權人權益之影響[4]。公司法第186條及第317條中賦予股東於公司為重大營業型態變更、讓與營業、財產（公司法第185條）及為分割、合併（公司法第317條）之公司重大營業行為之基礎變更（fundamental changes）時，賦予對相關決議事項持反對意見之異議股東得請求公司以當時公平價格（fair value），收買其所有股份之權利[5]。且在進行合併之股份有限公司時，亦可踐履債權人之保護程序，給予公司債權人要求公司為清償或提供擔保之權[6]。此股份收買請求權之引進，就當時仍嚴格限制公司資本的台灣公司法制而言亦形成巨大的衝擊。

對股東出資而言，股東基於股東地位對公司負擔有出資之義務[7]。如此以股份做為資本形成之元素及單位，英美法系學者主張之股份認購完成後即是為一種契約之形成[8]，且契約雙方當事人權利義務應為法律所保障。以少數股東之權利保障為例，在現行公司法股東會決議案採用多數決之情況下，設若無股份收買請求權此一機制，少數股東將會把具控制權人可能透過多數表決權優勢作成侵害其權益之股東會決議的風險納入考量，而降低少數股東願意提出之股份認購價格[9]。

---

[3] 馮果，論公司股東與發起人的出資責任，檢自http://www.hflib.gov.cn/law/law/falvfagui2/MSF/LWJ/1257.htm

[4] 陳俊仁、呂佳靜、張佩璘、羅元媛、何宥昀、楊亮嘉，異議股東股份收買請求權之研究研究成果報告，行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告，成功大學法律系，頁1，2011年。

[5] 柯芳枝，公司法論，頁276-277，2000 年。

[6] 陳俊仁、呂佳靜、張佩璘、羅元媛、何宥昀、楊亮嘉，異議股東股份收買請求權之研究研究成果報告，行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告，成功大學法律系，頁3，2011年。

[7] 劉連煜，現代公司法，頁 299，2020 年 9 月。

[8] 同前註3。

[9] Daniel R. Fischel, The Appraisal Remedy in Corporate Law, AM. B. FOUND. RES. J., 875-880 (1983).

DOI:10.6814/NCCU202100088

二、研究動機

追溯法制起源，股份收買請求權規定之制定初衷，乃在剝奪異議股東之併購交易否決權的配套[10]，使之有退場取回投資之機會，認為異議股東應得以依其持股比例取得包含已具體內化為公司營運成果之控制權溢價之相應的公司價值，而以之為公平價格。少數股東雖無法透過投票否決多數股東對於公司經營變動之決議，但仍可行使股份收買請求權請求公司收買其持有之股份，而請求後若認為公司的出價無法接受，則可以法院判決之收購價格回收投資[11]。其次，在股份收買請求權所採用之公平價格計算（及控制權溢價分配）方式，寓有最後把關的作用，以平衡控制權人與少數股東兩者，在公司出售時之權益，而在此底線之上，由當事人間決定、協商控制權溢價之分配[12]。

然而股東投資時，投入的不只是資金，而是對相關產業以及公司之經營的期待，甚或總體經濟及政治局勢等均為投資者考量的重點。也因此對股東而言股份價值並非單純只為股價，故究竟什麼是股份公平價格及如何評定即是重點。除此之外，其間尚有相當多的疑義需於實務上必須加以釐清之部份。例如在行使程序上，按經濟部對於公司於股份轉換基準日前未完成價款之交付，股東是否仍可選擇轉換股份之問題，依經濟部2003年12月16日經商字第09202250560號函釋，異議股東在於公司尚未完成價款之交付前，因股份尚未移轉給公司，股東仍得不行使股份收買請求權，而自由處分其股份。如異議股東又將其股份轉讓他人，解釋上公司就該受讓人所受讓之股份，仍負有收買之義務。惟此函釋劉連煜等學者持異議，認為不應准許異議股東得在公司給付價金前自由轉讓其股份。理由包括（1）公司法第187條第3項係規定股份移轉於何時生效（即價款支付時），但此與異議股東已行使其股份收買請求權之形成權，致公司必須以公平價格購買該異議股東之持股的法律關係已確定，於法律面係屬二事。不

[10] Salomon Bros. Inc. v. Interstate Bakeries Corp., 576 A.2d 650, 651-52 (Del. Ch. 1989)..

[11] Daniel R. Fischel, The Appraisal Remedy in Corporate Law, AM. B. FOUND. RES. J. p.878-879 (1983).

[12] 黃朝琮，控制權溢價之意涵及其歸屬，交大法學評論，2期，頁148-149，2017年。

DOI:10.6814/NCCU202100088

因價款何時支付而生變動。（2）依最高法院判例[13]的內容，基本上與已行使股份收買請求權所形成之法律關係無涉，且公司法引進股份收買請求權係為保護少數股東之權益，但也不可無限上綱，毫無限制的保護，任憑其事後隨意變換。例如若允許異議股東得於公司給付價金前自由轉讓股份而毋庸負擔任何責任，則股東於股東會決議時，考量資訊不完整或不對稱的情況，即可以先行反對合併或放棄表決以符合股份收買請求權之要件後，再視後續公司發展而伺機行事，即會助長投機者僥倖之心[14]，致法令面亦可能會因此出現難以彌補之缺漏。

對於公司重大經營決策變動及公司結構出現變化時，異議股東之股份收買請求如何進行？以台灣及美國所裁定公平價格差異之比較，有何差異？如何保障異議股東之權益？且以實例而言，公平價格如何產生？更實際的說，何為公平價格？此為是本文進行之動機與發想。

第二節 研究目的與研究問題

一、研究目的

研究目的之設定，乃是為滿足研究動機而出現。本研究之目的有四：

(一) 釐清異議股東股份收買請求權之意涵與立法背景。

(二) 歸納異議股東股份收買請求權之相關理論。

(三) 明確異議股東股份收買請求權指涉範圍、規範並相關程序。

(四) 整理台美兩地異議股東股份收買請求權於法院審理實務上對公平價值評定方式。

[13] 台灣最高院69年台上第2613號判例參照。
[14] 劉連煜，現代公司法，頁187，2020年9月。

DOI:10.6814/NCCU202100088

二、研究問題

研究問題之提出，乃是為達到研究目的並研究動機之滿足。本文之待解決之問題亦有四：

(一) 異議股東股份收買請求權之意涵與立法背景為何？

(二) 異議股份收買請求權之相關理論有哪些?

(三) 異議股東股份收買請求權指涉範圍、規範並相關程序為何？

(四) 台灣及美國兩地異議股東股份收買請求權於法院審理實務上對公平價值評定方式如何進行？兩地處理方式有何差異？

第三節 研究方法

研究方法之選擇,是基於以研究目的之達成而進行的一種研究規劃與設計。本研究基於研究目的之達成，選擇以下兩種研究方法。

一、比較分析法

比較研究方法是對相同事物的不同方面或同一性質事物的不同種類，透過比較而找出其中的共同點或差異點，來深入認識事物本質。以社會科學領域而言，比較研究法之運用與基本原理有二:「比相同」與「比差異」。 比相同的目，在於以類似情況，做當前研究現象之比附援引，以做同因必同果式的解釋或預測。而比差異的目，則常用來證明不同因不同果[15]。於法學領域之運用，則主要比較的客體可分為法秩序之整體、特定之法領域（宏觀比較）、個別之法制度或法律問題（微觀比較）[16]。

本研究主要以台灣與美國於公司法之異議股東股份收買請求權之法規、法令制度、立法背景以及裁判實例相互比較，用以得出其間之差異並分析整理差異原因。

[15] 王玉民，社會科學研究方法原理，頁 247，1994年。
[16] Starck, Christian, Rechtsvergleichung im öffentlichen Recht, JZ. 1026(1997).

DOI:10.6814/NCCU202100088

二、法條解釋法

法律旨在確立法律關係，表彰某種思想，使法律關係的存立免於錯誤與恣意。唯有經過解釋，方得穩健且完整地洞識（Einsicht）法律的內涵，也才能達到法律之目的[17]。本研究方法主要在解決法律條文之疑義、並法律與法律間之疑義。並運用本方法來解析台灣現行公司法並異議股東股份收買請求權之法規，其次研析現行法令以及其架構之問題，而後藉由相關學理與美國之法律架構進行對照。

第四節 研究範圍

台灣公司法中有關股份收買請求權之規定，乃繼受自美、日諸國之立法例。觀察美國有關公司法制之發展，可以發現其對規模大小不同之公司，採行嚴寬不同的管制模式，且近年來之趨勢，開始要求公司（特別是大公司），不應僅是追求股東利益極大化，更要兼顧利害關係人之利益，即公司營運中考量利害關係人之利益，亦已屬公司風險管理之重要考量因素。公司制度與型態隨著時間推演產生變化，公司法規對於公司營運及股東保護之相關規定亦應隨之變動。

以美國為例，在股東權益保護的機制方面，德拉瓦州率先於公司法制定股份收買請求權，至今美國各州之公司法以及模範商業公司法，皆可見該制度的蹤跡。其立法初衷，係因公司重大決策須經全體股東同意的規定已以多數決表決通過方式取代，接著再以法律賦予不同意該決策的少數股東們得請求公司收買其股份的權利，使其能夠自主的決定是否終止投資該公司，以保障其最初的投資期待[18]。隨後英國、加拿大、澳洲等國相繼採用了該制度，歐洲國家原則上不採用股東收買請求權制度，而日本亦於昭和 25 年參考美國法制訂此制[19]。台

[17] 陳俊仁、呂佳靜、張佩璘、羅元媛、何宥昀、楊亮嘉，異議股東股份收買請求權之研究成果報告，行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告，成功大學法律系，頁6，2011年。

[18] 李建良，法學方法與基本權解釋方法導論，人文及社會科學集刊，30:2期 ，頁259-260，2018年。

[19] 同前註17。

DOI:10.6814/NCCU202100088

灣公司法於 1966 年，參仿美日立法而引入此制。現於台灣公司法第 185 條、第 316 條之 2、第 317 條以及企業併購法第 12 條等都可見股份收買請求權制度之規定，目的同於其他國家立法目的，旨在保護少數股東的權益[20]。

美國與台灣於公司法有關股份收買請求權制度及規範以及立法之社會背景，以至異議股東行使收買請求權後，股份公平價格如何決定即是為本研究進行之範圍。

第五節 研究流程

本研究之進行，先是本文作者基於工作接觸之資訊及台灣實務判決，發現異議股東於股份收買請求權之公平價格以及股份轉讓時間以及所牽涉到之評價等問題其間經常涉有爭議發生，是以促成了對本研究進行的發想。

而後於文獻探索之中，亦發現台灣公司法當中受美國公司法影響極深。而美國之公司法之制定，亦可做為台灣公司法修法之借鏡並參照。是以於研究中將美國及台灣兩地之公司法並陳、參照，並由立法背景及理論層面進行整理。有關本研究之進行流程，本文作者製圖呈現於下。

國立政治大學 National Chengchi University

[20] 同前註17。

DOI:10.6814/NCCU202100088

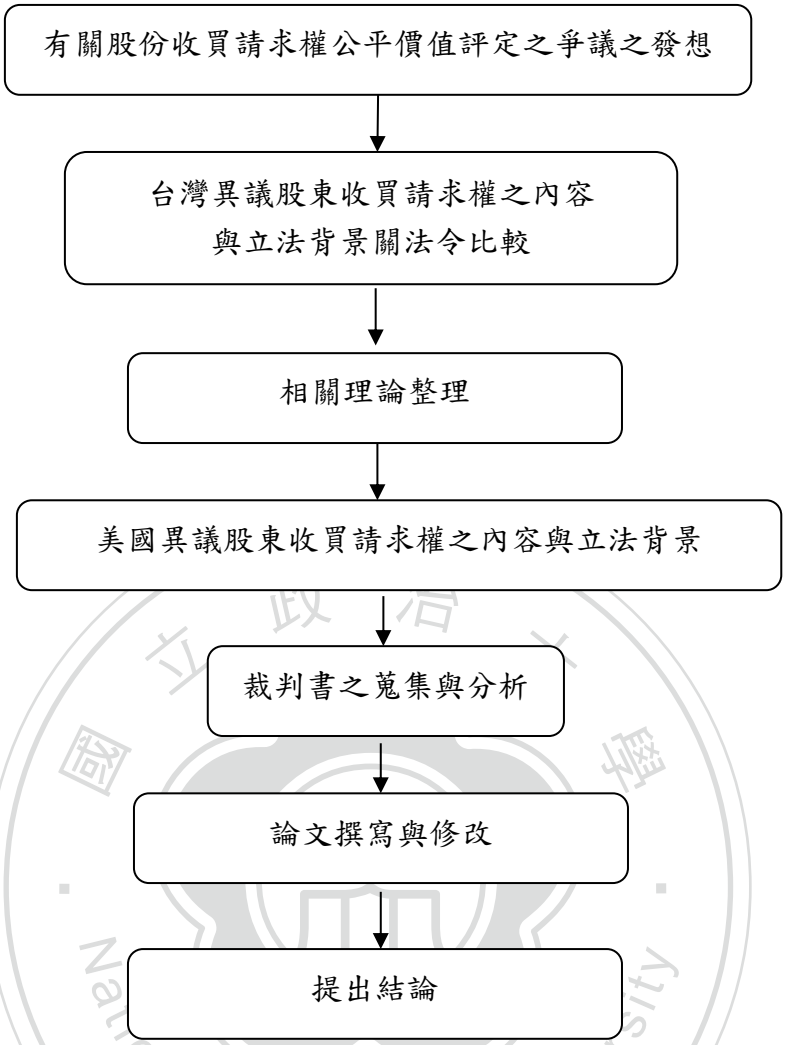

圖 1-1 研究流程圖

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202100088

第二章　歷史解釋與立法背景

第一節　股份收買請求權之行使

如前文所述，大陸法系國家以社會秩序之安定與維持為精神，在大陸法系下之公司法中，傳統上均設有較嚴格之資本規定，以維護公司股東之權益。而後隨著經濟的發展，為增加企業募集資金之彈性，關於公司資本的規定，漸漸呈現出較具彈性之趨勢，此為「股份收買請求權」制度形成的背景。

按股份收買請求權，係指當公司股東不同意公司進行某一重要而具基礎性變更（fundamental changes）行為時，依法給予該股東得請求公司以公平價格購買其持股之權利。但為何必須以公平價格來購買，而股東之權益又如何需要補償，在隨著法令與社會變異，經由不同學者之研析後，改革的方向也更明顯，亦更加突顯出異議股東股份收買請求權之精神與意義。其間如Bayless Manning於 1962 年所闡述之觀點，之後Fischel、Kanda 及Levmore、Gilson 及Letsou等又進行補充，才形成了現今對於股份收買請求權之主要解釋。以下對股份收買請求權之立法解釋，進行說明：

國立政治大學 National Chengchi University

一、早期歷史解釋

(一) 以違反法令與否為出發點之解釋

在美國商業史上，19世紀末之前多數公司需透過立法機構之准許而成立，可能因公司性質多與公共服務有關[21]。公司型態在出現之初期，且為組織型態而設立者，設立及營運之相關事項的規則及基於州議會所通過之公司章程（legislative act of granting a corporate charters）。也因為公司之組織型態係依據州政府之許可而設立（legislative act of granting a corporate charters），其章程被

[21] Philip I, Blumberg, The Multinational Challenge to Corporation Law, Oxford University Press (1993).

DOI:10.6814/NCCU202100088

認為創造公司股東之間及公司與州政府之間財產及契約上權利(vested right)[22]。因此，為保障股東之既得權，公司若無全體股東一致同意之下修改公司章程或任何足以影響公司基礎性變動，包括吸收合併(merger)及新設合併(consolidation)等，即有違反州法令之虞[23]。在該項制度下，公司有基礎性之變動，每一股東均得參與公司之決議，且必須所有股東必須一致同意公司該項變動方得執行。但由於每一個股東個人投資觀點與決策思維不同，並不一定對公司之變動持相同之看法及意見，當股東認為公司經營上之變動已背離其原始的投資期望而無法認同時，在當時之時空環境之下，可能因為章程限制不允許其處分出場，或因當時股票市場並不發達而限制其自由轉讓，勢必造成異議股東被迫面對其無法預期之投資風險及無法掌握投資決策。收買請求權即可讓持不同意見之股東所擁有持股能獲得處分出場之機制，對於其對公司重大決策無論是否同意或反對都能達到參與之權利，確保股東之行為可以其自有轉讓之意願進行，亦可避免違反章程之限制規定。

(二) 對公司經營變異提供合憲性（constitutionality）之功能

此觀點則是以相對積極的尋求合憲性與否來思考。美國各州州法主要法源依據來自於憲法，而如前文所述，美國之公司所設立的組織型態是基於州議會所同意之公司章程設立，公司章程基本精神著重於公司與股東間的契約關係。根據章程所載契約內容，公司有義務遵守章程所記載之營業目的及公司繼續經營之穩定等，而股東亦得依據章程向公司主張相關契約權利，且雙方均有相對的權利義務。一旦公司組織型態發生變更，即屬股東與公司間契約上權利（contract right）之變更，應得雙方當事人同意始得為之。以當時公司章程而言，要求全體股東必須一致同意才能進行變動，換言之，公司不能有排除反對股東

[22] 卓俊雄，由經濟觀點論股份收買請求權，私立東海大學法律學研究所碩士論文，頁 33，2003 年 5 月。

[23] Barry M. Wertheimer, The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value 47 Duke Law Journal, p.664-666 (1998).

DOI:10.6814/NCCU202100088

之行為。但隨公司規模之擴大及經營環境之改變，若要貫徹全數決之原則，少數反對股東可能會無由的阻止所有公司經營決議之進行，造成妨礙公司進步發展之關鍵。若是賦予少數股東股份收買請求權，緩和不同意見之雙方股東之間可能之衝突[24]，將致令其變更可在不違反公司章程規定下進行，亦即避免違憲之可能。

(三) 補償反對股東否決權（right to veto）之喪失

早期美國商業環境較為簡單，公司股東人數不多，公司業務單純，各股東間由於多有共同經營方向共識，相互信賴程度也較高，故縱使有諸如合併等重大組織變動行為亦容易透過溝通方式解決，因此所有重大變更公司結構之行為，須全體股東同意之規定並不對公司之經營決策遂行造成阻礙。然而隨著商業運作的複雜度日漸升高，全體股東同意之規定於實務上漸出現其窒礙難行之處。若依規定對於重大經營事項決策務必需經全體股東同意，將造成公司經營之困境，故對於決議事項漸改採用多數決。而多數決之施行，另一層意義即代表著少數反對股東之表決權遭到抑制，無法藉表決方式表達其對公司經營的看法與意見。為了保護少數反對股東之權益，彌補其因喪失原有否決權而給予補償之代價，是以透過股份收買請求權之機制，使反對股東在符合一定要件下，得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。

(四) 提供流動性（liquidity）之功能

早期公司法成為成文法典前，對於公司經營之事項若出現之爭端多依賴先

[24] 在Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 501 U.S. 1083, 1108 n.14 (1991)一案中聯邦法院法官亦指出：「雖然維吉尼亞州的法律在銀行合併時並無股份收買請求權的規定，但這並不因而有違憲之虞（Virginia law provides no appraisal remedy in the event of a bank merger, but also noting no constitutional issue as a result of the lack of an appraisal remedy）」also see Melvin A. Eisenberg, The Structure of the Corporation: A Legal Analysis (1976), at 74-7. 文中亦提及「大部份的學者均認為股份收買請求權之立法是為了反對股東的公平性問題，而非憲法的強迫規定（Most commentators hold the opinion that the legislatures conferred appraisal rights on dissenting shareholders as a matter of fairness, not as a matter of constitutional compulsion）」。

DOI:10.6814/NCCU202100088

前同類型判決為主。對於涉及公司結構重大改變、重要財產處分、章程變更等行為，均必須由公司全體股東同意，如此用以保障股東對公司的期望權[25]。究諸公司之資本形成與經營始點，股東之所以願意投入其資產加入公司經營，即對公司之未來發展帶有一定的期待。而以公司之觀點，資本為公司賴以經營之命脈，故股東投入資本後即須受到限制，以維持公司基本狀況之穩定。以股份有限公司為例，股東之資產投入於公司後即成為公司之資產，股東不得任意取回出資，除非公司有盈餘時或辦理清算解散時，股東始得受盈餘及剩餘財產分派。此種將公司之資產從股東個人資產分離獨立之功能，稱作「正向資產分割」功能（亦稱為「資本鎖住」功能）[26]。但如果公司的主要結構及重大經營事項改變，其風險及報酬亦會產生變化，對股東而言，此與其投資時所認知接受的風險報酬預期顯然大相逕庭，若無相關機制讓股東能取回出資，必然影響潛在投資人之投資意願。例如股東是以現時公司狀況評估後施行投資，但若在投資時知道其投資之公司將與他公司合併而消滅，且原來的投資將轉移到新的公司，投資人即可能不願意承受該項風險，在此情況下若無任何退出機制，必然使潛在投資人於投資時躊躇不前[27]。且公司產生基礎性之變動，一方面自然出自同意之股東認為在保障其投資即可承受風險的前提下，公司因應商業經營環境而為必須之調整。但另一方面，對異議股東而言，公司之結構及經營策略既然改變，若不同意該項決議，而又因法令限制不允許其取回出資，則形同強制使其面對預期外的風險[28]。也因此如何彌補這些異議股東之「期望」落空之損失，便形成了股份收買請求權之另一立法目的：提供流動性（liquidity）的功能。以使反對該項決議之少數股東，基於其權利之保護，即得請求公司以公平價格收買其所持有股份[29]。

---

[25] 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，頁43，2006年1月。
[26] 同前註25，頁53-54。
[27] 同前註25，頁54。
[28] 卓俊雄，由經濟觀點論股份收買請求權，東海大學法律學研究所碩士論文，頁36，2003年5月。
[29] Barry M. Wertheimer, The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value 47 Duke Law Journal, p.668 (1998)

DOI:10.6814/NCCU202100088

(五) 提昇大股東對公司控制權（majority shareholder control）之功能

少數股東股份收買請求權之適用，僅限公司基礎性變更行為[30]。基礎性變更涉及公司營運方向及未來可能產生之風險，大股東在多數決之制度下，對於此項變動因無須全體股東同意方才可進行，意味著少數股東無法再運用否決權阻礙多數股東之共識決議。透過請求權之補償，相對提升大股東對公司的控制權[31]，不再受限於少數股東之異議。該制度除保護異議股東令其資本有退場機制之外，同時亦考量大多數同意股東對公司的意向與權益，讓公司朝向符合大多數股東之期待下發展。

由上述之歷史解釋當中，股份收買請求權之立法，基本上立足於消極性與積極性兩端，尋求合乎憲法之精神，且亦能滿足每一股東對公司之期望。

二、晚近立法解釋

晚近的解釋，主要來自於市場開放並資產流通的商業社會運作之觀點，並據此重新思考異議股東之股份收買請求權之必要性並其功能之最大發揮。而對於股份收買請求權之功能，也有否定及肯定之不同看法：

(一) 否定股份收買請求權之功能

1. 未符時代需要

隨著現代經濟的發展，公司規模日益擴大，為防止公司經營決策集中於少數股東形成專斷之情形，法制設計亦傾向強調股權分散的重要。特別是大型企業之股權愈加分散，更可以避免少數大股東操縱公司經營之機會。然而

[30] Under the Model Business Corporation Act (MBCA or Model Act), the following events trigger the availability of the appraisal remedy: 1)consummation of a plan of merger; 2) consummation of a plan of share exchange; 3) consummation of a sale or exchange of all, or substantially all, of the property of the corporation outside of the usual and regular course of business; and 4) certain amendments to the corporation's articles of incorporation. Model Business Corporation Act 13.02(a)（1991）.

[31] 陳俊仁、呂佳靜、張佩璘、羅元媛、何宥昀、楊亮嘉，異議股東股份收買請求權之研究研究成果報告，行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告，成功大學法律系，頁40，2011年。

DOI:10.6814/NCCU202100088

股權分散後使股東人數增多，對於經營決議事項若要獲得全體股東的同意必定產生一定的困難度，也形成了公司或企業，在從事重大決定時巨大的阻礙[32]。該項阻礙也使公司法之規範逐漸轉變為多數決原則，早期之必須全體股東同意之概念已然不符商業運作之實際發展。是以有學者提出因時移境遷，公司法股東會決議已改採多數決原則，既然全體股東同意之事已經不存在。又何來補償之必要？制定異議股東股份收買請求權已無經濟目的，也無法保護少數股東之利益，徒然造成公司財務困窘[33]。

2. 獨厚少數股東

以商業運作及法律之公平正義原則而言，除股東之權益當受保護，其他如債權人、顧客、供應商或與公司具關連性其他外部人等，與公司經營方式變動產生諸如獲利或償債能力變化的影響息息相關。然於公司進行經營基礎變更之際，卻為何未賦予如異議股東股份收買請求權之法律保障[34]？對於公司營運所涉及之全體利害關係人，此制度似有獨厚少數股東之情形。

3. 流動性功能已喪失

倘若股票未在證券市場交易者，在收買請求權執行時並無市價可供參考，即股票的公平價格無法明確計算。再者，縱使股票已於證券市場交易者並有明確之市價可為參考，相較股東於市場中出售與提起價格裁定所耗費之時間而言，市場中出售更為即時、快速，且支付的費用成本也相對低廉，股東均會傾向於市場上出售股份取回出資[35]。因在證券市場出脫持股換取現金[36]更為便捷迅速，並具有更公開之交易價格的情況下，異議股東根本並不缺乏

[32] 劉連煜，現代公司法，頁299，2020年9月。
[33] Bayless Manning, The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker, 72 Yale L.J. , p.233 (1962). 引自劉連煜，現代公司法，頁177，2020年9月。
[34] Bayless Manning, The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker, 72 Yale L.J. , p.241-243 (1962).
[35] Bayless Manning, supra note 34, p. 232-233.
[36] Bayless Manning, supra note 35.

DOI:10.6814/NCCU202100088

取回已投資資金之管道，如此使得請求權執行具有流動性功能之論述基礎便較為薄弱，無法解釋此請求權成立之制度目的[37]。更何況未有公開市場報價及交易之股票應如何界定「公平價格」，更是本項請求權之困難點所在。此收買請求權若產生上列之質疑，其存在之必要性便產生可討論之處。

(二) 肯定股份收買請求權之功能

1. 對公司參與者之事前功能

該說認為股份有限公司具獨立法人格，在公司資產和股東個人資產分離之情形下，除非公司有盈餘而股東受盈餘分派或公司解散，否則股東不得任意取回其投資，以維持股份有限公司資本之穩固。又如股份有限公司係屬社團法人，則對於因多數決所形成公司重要而具基礎性之變更，如公司主要經營基礎及方式產生重大改變，而該變更後之情形所形成風險及預期報酬顯與原始投資時有異，此時對於反對該變更之少數股東應如何保護即產生問題[38]。有鑑於少數股東之意向在多數決之情形下無法左右或限制公司未來之變動，例如併購交易中，在二階段收購（two-tier tender offer）情形下，少數股東於第二階段被迫出售持股予母公司，使得收購價格通常較實際價格為低，此有違股東平等原則。或者控制股東利害關係交易時，採取「現金逐出合併」（cash-out merger）這種逐出少數股東最直接的方法，也可以相對較低之價格逐出少數股東。若無股份收買請求權此一機制，少數股東將會把控制權人侵害其權益之風險納入考量，從而拉低少數股東願意提出之股份認購價格[39]，並使收購方知悉其無法在出價時，以在控制權人及少數股東間創造過大價差的方式，降低總收購價格。特別是母子公司合併與涉及控制股東利害關係之交

[37] 洪培睿，異議股東股份收買請求權制度之研究，國立台北大學法律學系碩士論文，頁35，2009年1月。

[38] 陳塘偉，異議股東股份收買請求權相關問題探討，檢自 http://www.ntpu.edu.tw/law/upload/webstyle_default/79751507.pdf

[39] Daniel R. Fischel, The Appraisal Remedy in Corporate Law, AM. B. FOUND. RES. J. p.875- 880 (1983).

DOI:10.6814/NCCU202100088

易時，若少數股東認為收購方的出價不可接受，雖無從投票否決該交易，但仍可行使股份收買請求權，以法院裁定之收購價格回收投資[40]。此操作方式突顯出股份買請求權中之「公平價格」提供了設定股票底價（floor price）之必要性，也得以使少數股東得於第二階段合併或重大交易行為的決議時，行使其異議股東股份收買請求權，亦可獲得公平的價格[41]。此等公平價格的計算劃定了異議股東持有股份的價格下限，此不僅事後確保異議股東在售出股份時，其價格不會受制於控制權人，亦具有事前提高公司之股份認購價格（即降低募資成本）的作用。換言之，此機制能在股東投入資金且不能隨意收回的情況下，讓其已經投入之資金及權利享有一定的退場方式，而此項權利也必須在股東要投入資金前即應享有且被告知。此項請求權，屬於一默示的契約條款（implied contractual term），具有設定公司底價之作用；在另一方面，股東亦可利用要求公司以公平價格買回其股份，以適當分配其財富[42]。這便是請求權之事前（ex ante）功能。

異議股東收買請求權以所採用公平價格方式亦具有最後把關的作用，藉以保障控制權人與少數股東兩者在公司出售時之權益。而在此底線之上，由當事人間決定、協商控制權溢價之分配[43]，同時也衡平多數股東與少數股東的利益，使不同意該議案的少數股東可以在拿到公平補償後退出該公司，又可以成就多數股東們改變公司體制結構或重大經營事項的希望[44]。事實上以公司控制權掌握之市場中，不論是控制股東間與收購者之交易，抑或收購者向目標公司全體股東提出收購要約，甚或收購者直接在市場中購買目標公司的股份，交易的對象皆為股東，如此股東可藉由公司控制性股份的交易，將公司之控制權移轉給更能有效率經營該公司之收購者，進而促進公司整體經營績

[40] Daniel R. Fischel, supra note 39, p. 878-879.
[41] Daniel R. Fischel, supra note 39, p. 879-896.
[42] Daniel R. Fischel, supra note 39, p. 876
[43] 黃朝琮，控制權溢價之意涵及其歸屬，交大法學評論，2期，頁148-149，2017年。
[44] 陳俊仁、呂佳靜、張佩璘、羅元媛、何宥昀、楊亮嘉，異議股東股份收買請求權之研究研究成果報告，行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告，成功大學法律系，頁10，2011年。

DOI:10.6814/NCCU202100088

效的最大化。

2. 對經營者之監督功能

(1) 彌補現有監督機制之缺漏

在一般情況下，股東可利用內部監督機制，包括股東會、監察人、檢查人等監督機制，以防止經營者實行經營決策時未以股東最大利益做為優先考量，但是如此機制卻無法杜絕心懷不軌經營者之行為。例如於其利用掌握公司經營權之最後一次重大交易行為之機會，如合併、資產全部讓與等情形下以自身之利益為最大考量而進行交易。若依原先法令設計之監督機制，將無時間亦無機會進行其監督功能並阻止其行為。於此時股東可運用該請求權，在收買請求權程序中要求揭露公司認定之公平價格，是以得以彌補公司法中內部監督機制之空隙[45]。

(2) 對公司之經營績效進行評估

股東於每一會計年度終了時可透過財務報表了解經營管理階層之經營績效。但經營管理階層可能透過合併、收購、處理重大資產或改變公司經營業務型態或規模方式呈現於財務報表上，來隱瞞其經營績效不佳之事實，在此情形下，股東即可透過股份收買請求權表達其不予認同之意見。另公司若因合併致使經營管理階層產生變化，股東可能不認同或不熟悉現任經營管理階層之經營理念與決策，故也可以透過股份收買請求權之行使來表達其意見，即透過收買請求權解決潛在的監督問題[46]。另由於收買價格之議定係以公司價值作為憑據，而公司價值的評估及代表現階段公司經營的一項標準，有創造使公司價值最大化之誘因功能[47]。

[45] 包括了1.保障少數股東取得邊際價值；2.考核經營者表現；3.發現經營者違反受任人義務之行為。4.事前激勵管理者之功能。

[46] Hideki Kenda & Saul Levmore, The Apprasal Remedy and the Goals of Corpoate Law, 32 UCLA Law Review 429, p.441-443(1985).

DOI:10.6814/NCCU202100088

(3) 監督現階段經營者有無違反忠實義務原則

由台灣公司法第23條第1項及企業併購法第5條第1項規定，董事應盡善良管理人之注意，亦即可引申出董事對於公司於重大經營變化時之即時資訊負有揭露之義務。在檢視公司經營者是否有違反其受任人義務之行為或其他錯誤行為之情形發生[48]，例如公司經營者於併購交易過程，未告知所有股東全部之交易條件，或因交易安排致使部分不具備控制權之股東享有控制權溢價（control premium），部分則無之情形[49]，致其因不對稱之資訊而產生損失。若發現董事有違反忠實義務之情形，即可透過收買請求權之執行予以制衡。

(4) 對經營者之牽制功能

股份收買請求權亦具有牽制與激勵管理者之功能存在。基本上股份收買請求權發生之交易類型，主要為公司進行基礎性變更，另外即是具有「最後時期」（final period）之特徵。以公司經營而言，經營者之行為必須以追求股東之最大利益為原則，因為若經營者不依此為之，將會引發交易後的懲罰，包括產品市場、資本市場或是對於公司之控制權方面喪失。

但是當經營者在其掌握經營權最後之階段時，因交易後的市場監督機制已經消失，經營者無需考量違反股東意願的被懲罰後果，是以更容易忽略股東之權益[50]。如此股份收買請求權之提出，具有牽制經營者之角色（ex ante incentive for management），使得縱使於重大交易完成後，少數股東亦有反應經營者為不法行為之機制[51]。

---

[47] 劉連煜，現代公司法，頁 177，2020 年 9 月。

[48] 邱淑卿，從現金逐出合併論我國股份收買請求權，國立台北大學法律學系碩士論文，頁 66，2003 年 7 月。

[49] 臺灣臺北地方法院 95 年度司字第1073 號裁定。章友馨，齊頭式公平是真公平嗎？從凱雷收購東森媒體案論股份收買請求權公平價格之裁定，月旦財經法雜誌，第13 期，頁142 -144，2008年6 月。

[50] Peter V. Letsou, The Role of Appraisal in Corporate Law, 39 B.C. L. Rev. 1121, p.1137-1138 (1998).

[51] Peter V. Letsou, supra note 50, p.1137-1140.

DOI:10.6814/NCCU202100088

(三) 對股東權之保障

股份收買請求權既為保障股東權方式之一，本文茲就股東權之分類說明如下：

1. 共益權與自益權

共益權係指股東共同以參與公司之管理、營運為目的所享有之權利，用以防止不當之經營，或於有不當之經營時，得以謀求其救濟等[52]。而自益權，係股東為自己之利益而行使之股東權利，如盈餘分派請求權、剩餘財產分派請求權屬之[53]。股份收買請求權的行使即為可以保障股東自身利益的方式，故係屬自益權。

2. 單獨股東權與少數股東權

單獨股東權，指每一股東無須考慮其持股比例即可單獨行使之權利，包括自益權與共益權中之表決權、董事會違法行為之停止請求權等均屬之。少數股東權，係股東持有之股份比例，達到公司已發行股份總數一定比例，始得行使之權利，其主要係為了抑制或抵抗大股東之專橫，以保護公司之利益，特賦予股東之權利，此權利要求須有股份達一定比例，始得行使，例如公司法第214條代表訴訟、第173條少數股東請求召集股東會之情形即屬之。股份收買請求權之行使由單獨股東即可以行使，而對於公司重大經營事項變更而於股東會執行之表決程序中，行使收買請求權者應為不認同公司多數股東決議之股東，亦即少數股東，故股份收買請求權可為保障少數股東權之方式。

3. 固有權與非固有權

凡不得以公司章程或股東會決議予以剝奪或限制之股東權利，謂之固

[52] 劉連煜，現代公司法，頁 294，2020 年 9 月。
[53] 同前註 52，頁 295。
[54] 同前註 52，頁 297。

DOI:10.6814/NCCU202100088

有權。得以公司章程或股東會決議予以剝奪或限制之股東權利，謂之非固有權[54]。依公司法第186條規定，異議股東如得請求公司按當時公平價格收買其持有之股份者，應全部請求收買，不得僅請求收買部分股份。此即對股份收買請求權賦予法令依據，使公司不得透過章程或股東會決議剝奪本項權利[55]，故收買請求權為固有權。

(四) 股份收買請求權之發揮

以按通說見解認為異議股東收買請求權係自益權及固有權[56]，換句話說該項權利即為不得以公司章程或股東會決議予以剝奪或限制之股東權利，亦是身為股東本身所應享有之權利。而當公司考慮到經濟、經營管理因素而必須改變策略時，必須對享有期待利益，但公司經營之變動使其必須重新評估投標的或無法接受新增風險之股東給予適當的救濟，股份收買請求權即是此種重要的救濟機制。

(五) 彌補公司重要交易可能之訊息不平等

由上述法令解釋，事實上亦是本法令立足之相關理論與論述。而此解釋又與早期之商業環境以及商業規模有關。現代公司的重大變更，往往是由大股東或經營管理階層一手發起、策劃和執行的。如在公司結構發生合併、分割、重要資產出售等重大變化的表決中，極有可能利用其對公司較大的控制權和訊息、資金上的優勢，透過犧牲小股東的利益擴大實現自己的利益，小股東因此遭受不公平待遇，而股份收買請求權則得以救濟可能產生的不公平現象。

[55] 同前註 52，頁 184。
[56] 同前註52。

DOI:10.6814/NCCU202100088

第二節　股份收買請求權之立法源起與性質及特性

由於台灣收買請求權之規定主要參考自美國，本章論述美國與台灣之立法背景，並股份收買請求權之性質與特性。

一、美國之立法背景與沿革

股份收買請求權的立法，對公司制度上具有兩方面的影響，其一為公司重大決策須經全體股東同意的方式因時空背景及環境轉變為以多數決方式決議，而持不同意見之少數股東在此決議方式下需要有可以保障其權益的機制。其二即是以法律賦予不同意該決策的少數股東們，得請求公司收買其股份的權利，使其能夠自主的決定是否終止投資該公司，保障其最初的投資期待[57]。惟若公司與股東之間就收買價格無法達成協議時，則由法院依照一定之評價程序認定。此種制度最早出現於 1899 年，德拉瓦州公司法首開先例，並將此制度予以明文化。異議股東為有效行使此項權利，必須踐行法定之程序。最主要的程序規定在於，異議股東反對這筆交易的時點，以及須於法定期間內提出請求，而異議股東得請求公司以現金結算其持股之公平價格（fair value）[58]。而其發展過程中之重要進程如下列：

(一) Trustees of Dartmouth College v. Woodward 案

1819年於Trustees of Dartmouth College v. Woodward一案當中，法官在該案的協同意見書中建議，日後州政府可以在公司章程中得保留修改公司章程之規定，以規避違憲之虞[59]。因為當時公司章程範圍規定極為窄小且嚴格，公司股東經常為了要因應外在環境的變化，而向州議會提出修改公司章程的要求。州政府便利用公司提出修改公司章程的機會，在公司新訂立章程中加入公司欲修改

[57] 陳俊仁、呂佳靜、張佩璘、羅元媛、何宥昀、楊亮嘉，異議股東股份收買請求權之研究研究成果報告，行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告，成功大學法律系，頁1，2011年。
[58] Patrick A. Gaughan, Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, JOHN WILEY & SONS, INC., p 24 (4th ed. 2007)
[59] Barry M. Wertheimer, supra note 29, p. 665.

DOI:10.6814/NCCU202100088

章程或合併等行為時，不須全體股東一致同意的規定，以使公司修改公司章程或合併等行為均不致有違憲之虞。如此對原先必須全體通過之觀念進行了一定程度的修正，可視為股份收買請求權之濫觴。

但在此時大部分州所採用之公司法仍有公司欲修改公司章程或合併等行為時須全體股東一致同意（unanimous consent）之規定，故大部份的企業仍受此規定困擾不已[60]。假設公司財務困難且無盈利之可能，可能面臨必須營業結束之狀況時將如何？是以法院允許經多數股東決議（majority approval）後，得出售公司資產，並將所得剩餘現金發還股東[61]。此一判例原先為考量公司營運困難，以致允許變賣資產換取買受人公司股票的做法。而後逐漸適用於雖非財務困難的公司。演變結果，當多數股東認為取得股票為對價，對公司而言更有利者，則公司得出售資產，得換取其他公司的股票。其結果，又促使法院承認公司得經多數股東決議，與其他公司合併，取得現金或股票[62]。

(二) 法院聲請禁止令（Injunction）濫用

當原來的公司股票具有流動性時，少數股東往往要求除非公司以現金支付股東，否則透過訴訟的手段，以向法院聲請禁止令（Injunction）的方式，禁止公司合併。這種透過訴訟的手段，讓少數不願意接受股票為對價的股東，取得現金的做法，一方面多數股東面臨法院禁止合併的處分的壓力，另一方面少數股東則面對高成本的訴訟，任一方均無法從中獲取利益。以致為避免訴訟，公司與少數股東直接能就給付金額達成協議。也為了阻止此聲請禁止令之濫用，法院逐漸改採以令公司依反對股東所持有公司股票比例，給予補償之方式。

[60] 同前註59

[61] 朱德芳，效率、併購與公司治理──以敵意併購之法規範為核心，中原財經法學，17期，頁8-9，2006年。

[62] 同前註59

DOI:10.6814/NCCU202100088

(三) 德拉瓦州普通公司法第262條

而後各州公司法亦針對股東是否同意公司基礎性組織結構變更等問題，逐漸朝向以多數決的立法方式來解決。對於反對股東則給予其擁有的股票一公平價格（Fair Value），以為補償其喪失原有否決權（veto）之代價[63]。如此一路演變下來，立法機關開始構建股份收買請求權的法制[64]。

股份收買請求權並非來自普通法，而為立法下的產物，有其政策目的，其所追求之公平價格，亦不同於經濟概念下之公平市場價格[65]。首先德拉瓦州在內的各州於20世紀初期，透過立法方式逐步開放公司以多數決方式進行合併[66]，而併同將股份收買請求權納入其公司法規定中[67]。

1899年德拉瓦州公司法制定股份收買請求權，也影響至今美國各州之公司法以及模範商業公司法。以該州公司法262條規定為例，該法規定：「法院應排除任何與產生股份收買請求權事件有關之成果或期待的因素，以決定股份的公平價值。」要求法院須考量一切相關因素，並規定公平價格須扣除臆測（speculative），排除因併購交易完成或期待其完成對股份價值所帶來之影響。並於公司法當中[68]指明公平價格，乃以併購交易完成為基準時點[69]。若該併購交易未發生時，假設異議股東將繼續持有標的公司股份[70]，計算該股份於公司繼續營運時所將具有的價值（going concern value）[71]，且係直接將公司之繼續營運價值，依比例分配至異議股東的持股上[72]。

---

[63] 同前註29。
[64] 同前註30。
[65] Finkelstein v. Liberty Digital, Inc., 2005 WL 1074364, at *12 (Del. Ch. Apr. 25, 2005).
[66] Elliot J. Weiss, The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspectives, 56 N.Y.U. L. REV. p.630, 633-42, 648. (1981).
[67] George S. Geis, An Appraisal Puzzle, 105 NW. L. REV. 1635, 1642 (2011)
[68] DEL. CODE ANN. tit. 8, § 262(h) (2016).
[69] Merion Capital v. Lender Processing Serv., 2016 WL 7324170, at23 (Del. Ch. 2016).
[70] Paskill Corp. v. Alcoma Corp., 747 A.2d 549, 553 (Del. Ch. 2000).
[71] Tri-Continental Corp. v. Battye, 74 A.2d 71, 72 (Del. Ch. 1950).
[72] Cavalier Oil Corp. v. Harnett, 564 A.2d 1137, 1145 (Del. Ch. 1989).

DOI:10.6814/NCCU202100088

(四) Weinberger v. UOP

經過不斷修正，股份收買請求權立法漸趨完整，並作為對抗多數股東濫用現金逐出合併（Freeze-out Mergers）的防禦手段[73]。於德拉瓦州Weinberger v. UOP[74]案例中，立法者即認為應以更新的股份收買請求權救濟，來減輕濫用現金逐出合併對少數股東的威脅。

何謂公平價格，即為異議股東收買請求權之各方拔河點。以「德拉瓦塊狀法」（Delaware block method）之定義，是以市場價值（market value）、盈餘價值（earnings value）及淨資產價值（net asset value）作為基數，然後給予每一基數一定之權重，以此計算而得股份之價值。此計算法雖可兼顧及公司之市場價值、盈餘價值以及淨資產價值，惟該等數值皆係基於公司已發生之財務數據，並未顧及公司於施行重大基礎轉變後，可能帶來對公司有利之轉變。特別是在現金逐出合併（cash out merger）之情形，經營者常有極大之可能隱瞞合併後對公司有利之資訊，形成雙方資訊之落差。此情形下，單就公司已發生之財務資料作出評價，無法真實反映公司價值[75]。

於Weinberger v. UOP之案例中，將過時的司法估價方法給予更務實的處理。也透過法令的更新，讓原本因法令漏洞及程序複雜而易被忽略的股份收買請求權，成為公司進入新的業務範圍的改變所行使之退場策略，也用來作為對抗多數股東藉由現金逐出合併所剝奪少數股東之利益的可能威脅[76]。

目前美國之模範公司法所規定之行使程序如下：在召開股東大會之通知上，應載明股東有權行使股份收買請求權，並附上相關法律條文。而德拉瓦州公司

[73] 現金逐出合併交易－在1950及1960年代成為主流合法的交易－允許多數股東形成一個單獨、完全所有的公司以及合併兩家公司，而以現金逐出少數股東並取得百分之百的所有權。

[74] George S. Geis, An Appraisal Puzzle, 105 Nw. U. L. Rev. 1635 (2015). These deals were obviously not possible in the earlier era of unanimous shareholder consent, as every minority holder retained a veto over the freeze-out. Moreover active boards have recently increased the complexity of some freeze-out negotiations-as the special committees assigned to evaluate a deal will sometimes resist the transaction in an attempt to squeeze out a higher price.

[75] 洪培睿，異議股東股份收買請求權制度之研究，國立臺北大學法律研究所碩士論文，頁103，2009 年。

[76] George S. Geis, An Appraisal Puzzle, 105 Nw. U. L. Rev. 1635 (2015).

DOI:10.6814/NCCU202100088

法規定之估價程序如下：有意行使權利之股東，應在股東會針對合併案進行表決前，向公司為書面的通知，並放棄行使表決權。公司收到買回請求書之日起 60 日內，異議股東與公司對於收買股份之公平價格無法達成協議時，股東可向法院申請評估股票的公平價格，而法院則會以舉行聽證會之方式來裁定股票之價格。

二、台灣之立法背景與法律性質與特性

(一) 立法背景

1. 二戰後經濟發展

回顧彼時台灣前後經濟態勢，1952 年由國民政府主導之「四年經濟建設計劃」，被學者稱之為新重商主義[77]。在國家總體動員之下，可說是蔣介石政府傾全台之力而進行之「反攻中國大陸」之背水一戰，在此因素拉抬下，奠定了台灣工業的基礎。自 1952 年開始，美國對台展開第一波經濟援助，平均每年一億美元的經濟援助，加上達三十億美元之軍援[78]，使得台灣經濟發展有了轉機，也逐漸擺脫二戰時期的戰火傷害，又經歷 1950 年前後的土地改革之後，台灣的社會與經濟進入了新的階段[79]。

到了 1961 到 1964 年之間，台灣經濟明顯成長。其中出口導向的工業產品，確保了電力、石油、炭能源能確實供應，因此打下鋼鐵機械等重工業化的基礎，生產時鐘、機械等附加價值高的產品，逐步邁向工業化。這時期加工出口區成立[80]，象徵台灣經濟轉型成功。到了 1965 年公布了「加工出口區設置管理條例」，

---

[77] 蕭全政，台灣地區的新重商主義，2001 年 4 月初版 2 印。作者係指 1945-1975 年之間的進口替代工業化階段為主。

[78] 楊明憲，台灣經濟發展歷程與策略，檢自 yangmh.idv.fcu.edu.tw/taiwaneconomics.htm –281k。

[79] 李筱峰，台灣史 100 件大事(上) ，頁 44-45，1999 年。

[80] 經濟部加工出口區勞動力統計分析，檢自 www.moea.gov.tw/gnweb/sexstatistics/file/加工出口區勞動力統計分析-9705.pdf。加工出口區於 1966 年 12 月 3 日創立，是台灣第一個加工出口區，也是世界加工出口區的首創。1967 年的員工為 4,600 人，然而 1971 楠梓加工區與台中加工區相繼成立後，4 年間員工人數快速成為 44,056 人。早期以勞力密集加工組裝，如成衣、皮革及消費性電子等低階加工業為主，隨著產業發展轉型為生產 IC 封測、LCD 及光學產業等高附加價值的資本與技術密集產業。1974 年的平均薪資為 2,303 元。

DOI:10.6814/NCCU202100088

加工出口成為台灣當時倚重之點。

2. 國民所得增加

1963 年到 1980 年是台灣經濟成長最快的時期，1963 年每人國民所得為 178 美元，到 1973 年為 2344 美元，18 年來的每人國民所得增加 13 倍，年平均經濟成長率也為 10%。

3. 邁向準工商業的都市化現象

另一現象則是都市人口遽增。從 1950-1960 年之間，台中市、台南市、高雄市等之人口增加率，比包圍此等都市的台中縣、台南縣、高雄縣的年增加率為高，人口繼續往中心都市集中[81]。都市意味著生活機能與就業機會，以及公司行號密集，也象徵著經濟的活絡。

在歷經二戰之後，台灣由工業社會邁向工商業並重之社會，商業法規亦因此隨經濟環境演變而作出相應之修改。針對股東權益之保護機制，於公司法修法時及將股份收買請求權於的引入即是其中的一項。

國立政治大學 National Chengchi University

(二) 異議股東股份收買請求權之引進與特性及性質

1. 法制意涵

異議股東收買請求權，即在此種社會變異之下，於 1966 年公司法修正時，參仿美、日諸國立法例引進。以當時台灣政治戒嚴之環境，執政當局儘管對總體經濟環境管理極度嚴謹，但考量當時台灣經濟未來可能之發展商業法規之演化為必然之趨勢。例如在當時公司法對公司資本嚴格管制情形下，也透過收買請求權立法之通過，給予公司大多數股東經營層面之釋

[81] 陳紹馨，台灣的人口變遷與社會變遷，頁 547，1985 年。

DOI:10.6814/NCCU202100088

放，並保障已經投入資本對公司之存在，亦有一定貢獻之少數異議股東。

2. 收買請求權之特性、性質與功能

(1) 特性

在資本三原則之資本維持原則下，公司於存續中，至少需維持相當於資本之現實財產，另一個層面也在規範股東原則上不得任意取回已投入之資本，除非公司合法分派盈餘或公司解散，以維持公司的資本之穩固[82]。是以引進之時，明限當公司進行合併或讓與全部或主要部分等重大營業行為之公司基礎變更（fundamental changes）之時，且為緩解對公司債權人權益之影響，同時修正公司法第319條，準用公司法第73條到75條關於無限公司合併之規定，要求進行合併之股份有限公司，踐履債權人保護程序，給予公司債權人要求公司為清償或提供擔保之權[83]。

另於公司法第186條及第317條中，又賦予股東於公司為讓與營業、財產（公司法第185條）及為分割、合併時（公司法第317條）之決議時，異議股東得請求公司以當時公平價格收買其所有股份之權利[84]。也是為剝奪異議股東之併購交易否決權的配套[85]，使之有退場取回投資機會，認為異議股東應得以依其持股比例取得相應的公司價值（包含已具體內化為公司營運成果之控制權溢價），而以之為公平價格。

(2) 性質

股份收買請求權之性質，係於公司實際運作上，依多數決原則決議為某種影響股東權益之行為時，持反對意見之少數股東得依特定程序請求公司以公平價格，收買其所持有股份而脫離公司之權利。因此股份收買請求

[82] 劉連煜，現代公司法，頁259，2020年9月。
[83] 陳俊仁、呂佳靜、張佩璘、羅元媛、何宥昀、楊亮嘉，異議股東股份收買請求權之研究研究成果報告，行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告，成功大學法律系，頁1，2011年。
[84] 柯芳枝，公司法論，頁276-277，2000年10月。
[85] Salomon Bros. Inc. v. Interstate Bakeries Corp., 576 A.2d 650, 651-52 (Del. Ch. 1989).

DOI:10.6814/NCCU202100088

權之意亦具有兩方面的意義：就反對之少數股東而言，賦予其簡便而直接之救濟方法，其利益可獲致保障；就公司及多數股東而言，因得藉此制度以排除少數之反對者，而能完成重要之行為，故有便宜公司及多數股東之實質上意義[86]。

另如前文所述，因其係為以公平價格取回其投資，而非參與公司經營，性質上係屬於自益權，且該等權利係由法律所賦予，公司不得以契約或章程加以限制，性質上係屬股東之固有權。以係為自益權及固有權來看，公司固然不得以章程剝奪。但股份收買請求權，是形成權或出資返還請求權？國內多數見解認為，股東行使股份收買請求權僅需符合特定之法定要件，即得由股東單方之意思，強制公司收買其股份，於異議股東依公司法第187條第1項之規定提出收買請求時，股份收買請求權即告成立，契約成立後，股東自不可撤回其意思表示[87]。縱然股東對於公司之收買價格有爭議，仍無礙法律關係效力之發生，故股份收買請求權屬於形成權之性質[88]。

(3) 功能

異議股東收買請求權之其適用範圍，規範於下列條文：

1）公司營業型態變動及事實合併：公司法第185條。

2）法定合併：公司法第317條。

3）簡易合併：公司法第316條之2

4）收購：公司法第185條第1項第3款及企業併購法第12條第1項第4款。

5）股份轉換：企業併購法第12條第1項第5款。

6）分割：公司法第185條第1項第2款及企業併購法第12條第1項第7款。

---

[86] 連宏仁，股份有限公司之少數股東權之研究，東吳大學法律研究所碩士論文，頁71，1990年。

[87] 張逸婷、陳一銘、李智仁，公司減資與股份收買請求權之行使－台灣高等法院93第年上字838號判決之評析與延伸，法令月刊，57卷10期，頁27，2006年10月。

[88] 劉連煜，現代公司法，頁184，2020年9月。

DOI:10.6814/NCCU202100088

(4) 異議股東收買請求權於公司法及企業併購法中之相同規定

關於異議股東收買請求權之規定分別規範於公司法及企業併購法。公司法將異議股東得請求公司收買股票之情況分為公司營業與財產之變動(公司法第 186 條)及公司之合併分割(公司法第 317 條)。公司法第 317 條所規範之公司合併分割時公司股東處置方式，其相關處理亦規範於企業併購法，故可由企業併購法之相關規定處理該交易。另公司法第 186 條規定於同法第 185 條之決議事項是否亦可以企業併購法規定取代，討論如下。

對於異議股東可執行請求收買之股東會決議事項，公司法及企業併購法之相似規定表列如下：

表 2-1 異議股東請求收買於公司法與企業併購法之規定

公司法	企業併購法
第 185 條第 1 項第 1 款： 締結、變更或終止關於出租全部營業，委託經營或與他人經常共同經營之契約。	
第 185 條第 1 項第 2 款： 讓與全部或主要部分之營業或財產。	第 12 條第 1 項第 7 款： 公司進行第三十五條之分割時，被分割公司之股東或受讓營業或財產之既存公司之股東於決議分割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。 第 4 條第 1 項第 6 款： 分割：指公司依本法或其他法律規定將其得獨立營運之一部或全部之營業讓與既存或新設之他公司，而由既存公司或新設公司以股份、現金或其他財產支付予該公司或其股東作為對價之行為。
第 185 條第 1 項第 3 款： 受讓他人全部營業或財產，對公司營運有重大影響。	第 12 條第 1 項第 4 款： 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，放棄表決權者。 第 4 條第 1 項第 4 款：

DOI:10.6814/NCCU202100088

	收購：指公司依本法、公司法、證券交易法、金融機構合併法或金融控股公司法規定取得他公司之股份、營業或財產，並以股份、現金或其他財產作為對價之行為。

公司法第 185 條第 1 項第 1 款中，所謂「出租全部營業」，係指公司將全部營業（包括營業用財產等），由承租人利用，以承租人之名義，並為其計算而經營，出租公司只收取租金。而「委託經營」係指公司將全部營業委由受託人利用，惟受託公司係以委託公司之名義，並為其計算而經營，其營業上之損益概歸委託公司，委託公司握有指揮權，得監視經營者，並對受託公司負有一定之報酬給付義務。至於「與他人經常共同經營之契約」，係指數家公司之間所為損益全部共同之契約，關係公司均須服從統一之指揮，並求經濟之一體化[89]。依文義該條文中所提及公司之全部營業，委託經營或與他人經常共同經營，不論為締結、變更或終止相關契約，因該項變動所獲得之報酬可能未如股東期望，進而影響股東權益，但此等變動並未涉及公司對於營業的所有權，較企業併購活動多涉及公司營業或財產的所有權變動不同。前項條文於企業併購法中並未有相關規定，故實務上仍採用公司法規定處理[90]。

對於公司法第 185 條第 1 項第 2 款所謂全部或主要部分之營業或財產，最高法院認為所謂讓與全部或主要部分之營業或財產，係指該部分營業或財產之轉讓，足以影響公司之所營事業不能成就者而言[91]。但此項判斷標準被認為過於嚴格[92]，且定義主要或是影響公司所營事業不能成就之標準亦不明確。雖有最高法院判決認為依公司法第 20 條規定，公司於每屆年度終了提請股東於股東會通過承認除三書表外，另有主要財產之目錄[93]，可依此判斷何謂公司主要財產。惟

[89] 經濟部 93 年 10 月 6 日經商字第 09302331990 號函。
[90] 臺灣臺北地方法院 100 年司字第 298 號民事裁定參照。
[91] 最高法院 81 年台上 2696 號判決參照。
[92] 劉連煜，現代公司法，頁 448，2020 年 9 月。
[93] 最高法院 87 年台上 1998 號判決參照。

DOI:10.6814/NCCU202100088

公司法於2001年修正該條款，將提請股東同意之主要財產之財產目錄規定刪除。故若產生爭議，如何定義「主要」將會更形困難與不確定。對於定義「主要」之問題，有學者採用質與量分析之判斷法[94]。該項觀點主要認為除考量交易標的之價值外，亦應該考慮是否影響公司無法繼續營業或使其營業大幅萎縮，亦即從受讓財產之「質」（相對於其他財產之重要性）與「量」（佔總事業的比例）來綜合觀之，法院判決上亦引用採取該學者質與量的分析判斷法[95]。相較於公司法中「全部或主要部分之營業或財產」的規定，在企業併購法之條文則顯寬鬆。該法定義分割為「指公司依本法或其他法律規定將其得獨立營運之一部或全部之營業讓與既存或新設之他公司」，於此即無需判斷公司法中之對於「主要」之問題。然該條文僅處理公司之營業，對於公司財產並未規範其中，故若因公司財產之讓與為股東會所決議者進而產生異議股東之收買請求者，仍依公司法規定處理[96]。

公司法第 185 條第 1 項第 3 款規定之受讓他人全部營業或財產，對公司營運有重大影響之規定，對比企業併購法第 4 條第 1 項第 4 款對於收購定義。該條文規定收購係指「公司依本法、公司法、證券交易法、金融機構合併法或金融控股公司法規定取得他公司之股份、營業或財產，並以股份、現金或其他財產作為對價之行為」，該條文僅規定對於取得他公司之股份、營業或財產，顯較公司法中「全部之營業或財產」及對公司營運有「重大影響」之規定寬鬆。

異議股東提出買回股份之請求後，若按規定未達成協議者即向法院聲請裁定，提出請求後之相關期限兩法並未有差異。在聲請人部分，依公司法第 187 條第 2 項規定聲請人為股東，原企業併購法亦準用該項規定。但該法於 2015 年

---

[94] 同前註 92。

[95] 台灣桃園地方法院 104 年度抗更(一)字第 2 號民事裁定：蓋公司決策讓與其全部或主要部分營業或財產之行為，因牽涉公司營業政策重大變更，影響其原定所營事業之是否成就，為保障股東之投資權益，乃賦予股東異議權，並以行使股份收買請求權方式，回收其對公司之投資，從而所謂「主要部分財產之認定」，自應視各公司之營業性質，從「質」與「量」二方面判斷，(即質量分析原則)，除以交易標的價值衡量公司讓與該財產佔資產總額是否達重要比重之外，尚須兼衡讓與該財產是否已影響其原定之營業政策，對於公司營運造成重大影響，或改變經營性質而定。

[96] 臺灣新北地方法院 105 年司字第 42 號民事裁定參照。

DOI:10.6814/NCCU202100088

修法後將聲請人轉變為公司，以所有未達成協議之股東為相對人向法院聲請裁定，並由公司負擔費用。此項修正有效解決股東需負擔之訴訟成本過高以及法院裁定之歧異的問題，也節省訴訟資源。

承上所述，未來公司發生併購及分割型態交易時，因企業併購法之規定較公司法為寬鬆，故公司法相關規定應為企業併購法所取代。但於公司法第 185 條第 1 項第 1 款全部及第 2 款部分關於股東可行使收買請求權的型態，因企業併購法規定中未有規範，本文作者認為企業併購法對於異議股東收買請求權之規定適用並未完全涵蓋及取代公司法之相關條文範圍。

本章論述並歸納異議股東股份收買請求權之源起與解釋，可知其係在一種為解決經營變動造成股東相異意見的概念下形成，同時又在賦予公司經營更大的彈性空間下，保障少數異議股東之權利不致被犧牲，能夠共享公司經營之利潤。

DOI:10.6814/NCCU202100088

第三章　異議股東收買請求權之制度設計

有關異議股東股份收買請求權行使的制度設計與行使程序，於本章加以歸納整理。

第一節　請求權之發生

台灣現行法中，對異議股東得否享有股份收買請求權之規定，主要係規定於公司法與企業併購法。在台灣現行法制下，如前文所述，公司之經營型態變更致使股東可行使異議收買請求之型態，相關規定僅於公司法中規範。因現今公司合併之規範，以企業併購法為優先，而公司法關於合併之規定則為基本原則，處於備而不用地位[97]。由另一角度觀察，就前章所述，本文作者認為公司法部分關於異議股東可行使收買請求權之型態尚未被企業併購法完全吸收，故現今異議股東收買請求權之運用主要運用企業併購法之規定，而公司法規定可為補充。

本小節整理台灣之異議股東股份收買請求權之功能與發生之原因。

一、功能與發生原因

(一) 功能

1. 少數異議股東表達立場之權利保障

依公司法第179條第1項規定：「公司各股東，除有第157條第1項第3款之情形外，每股有一表決權。」換言之，各股股東除特別股股東之表決權依章程規定受限制或無表決權外，依其持有之股份數而享有與股份數同額之表決權，此為表決權平等之原則，乃股東平等原則之具體表現[98]。股東對公司之影響力程度取決於其持股的多寡，而當公司發生重大經營事項變

[97] 黃日燦，法律決勝負-企業併購與技術授權，頁89，2004 年5 月。
[98] 柯芳枝，公司法論，頁224，2000 年。

DOI:10.6814/NCCU202100088

更時，在多數決的情況下公司變更會符合多數股東的利益，少數股東之利益即會因此被犧牲。在多數決及一股一權之原則下，股東會的決議會因於大股東的主導而傾向以其利益為主，少數異議股東之參與表決所表達之意見並不產生影響力，其利益可能因此被犧牲，故賦予股份收買請求權之機制以保障少數異議股東之權益。

2. 少數異議股東資金退場之機制

給與反對公司重大結構變更的少數股東，有退場的機制，使其在現行繁複經營型態變更或的併購法制下，不致承擔超出其投資當時的預期風險，致令其投入之後的資金，即使於公司經營轉向時，得以相對合宜之價格贖回。

3. 對主導股東與經營者之監督嚇阻作用

另如前文所述及，本請求權亦具有監控控制董事不法行為、監督經營者績效及董事是否盡善良管理人注意義務的機制。以公司之運作而言，如以控制股東之經營為主之公司，該等內部人不當自公司內部獲取利益，藉由各式手法，使原本應屬於全體股東的利益移轉至控制股東手中，此為公司內部事務並不易被外部人士所察覺。另公司內部人可能經常性將自己之最大利益等同於公司之最大利益，或藉由以公司全體股東之最大利益作為掩蓋實現自己最大利益的屏障。如被併購之目標公司內部人可能會在協商過程中向收購者要求給予不正當之利益交換，或者進行枱面下之利益輸送以換取支持。另一問題在於控制股東與非控制股東間資訊的不對稱，一般而言，非控制股東無法得知公司的內部資訊，故亦無法知悉公司之真正價值。一旦異議股東察覺有不法情事，即可運用股份收買請求權來遏止並防範自己之資金被濫用。

由於避免異議股東行使收買請求權，以致公司需支付大量的資金買回股份，而影響日後公司營運，賦予股東該權利亦會促使控制股東及經營管理階層，在議決時不免去考慮異議股東的立場與態度，從而對大股東產生

DOI:10.6814/NCCU202100088

制衡作用，如此股東會的決策，可能會盡可能趨近符合眾多小股東的利益，同時也會更具正當、合法性基礎[99]。

二、發生原因

按台灣公司法規定，所有公司進行合併，不論股東人數多寡，有無公開上市等皆一視同仁，股份收買請求權之適用對象相當廣泛。股份收買請求權之原因事由[100]，包含公司營業型態變動與事實合併（公司法第185條）、法定合併（公司法第317條）、簡易合併（公司法第316條之2）、收購（公司法第185條第1項第3款企業併購法第12條第1項第4款）、股份轉換（企業併購法第12條第1項第5款）和分割（公司法第185條第1項第2款及企業併購法第12條第1項第7款)等。有關異議股東股份收買請求權之發生的原因，歸納於下。

(一) 公司經營理念並方向出現分歧

股東權益維護事實上不一定與經營者或經營團隊之理念一致。在公司股東常會上常會看到小股東認為股東權益可能受損而質問負責人之情形。負責人基本上為經營階層之主導者，與股東兩者之間會對著公司投入之資源與其對公司之經營主張不同。例如對於風險高低不同的投資案上之偏好等各方面之行為選擇，而意見會產生分歧[101]。公司股東與經營階層之不同在於股東為股權投資者，其對於公司所得主張者屬於剩餘財產分配請求權，而經營階層對於公司屬於人力資源投資者，其對於公司所得主張者基本上為收取之報酬。在公司常態的經營下，經營團隊固然應以公司利益為優先之考量，以對公

[99] 陳俊仁、呂佳靜、張佩璘、羅元媛、何宥昀、楊亮嘉，異議股東股份收買請求權之研究研究成果報告，行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告，成功大學法律系，頁8-9，2011年。

[100] 游啟璋，股份收買請求權之股東退場與監控機制，月旦法學雜誌，第128期，頁60-62，2006年1月。

[101] 朱德芳，效率、併購與公司治理－以敵意併購法規範為核心，中原財經法學，第 17 期，頁 219，2006 年 12 月。

DOI:10.6814/NCCU202100088

司忠實原則進行履約。但倘若公司經營出現變動，可能會導致經營階層與公司利益出現重大衝突時，難保經營階層違反忠實義務而已追逐自身之利益作為經營決策，此收買請求權即為保護出資之異議股東之機制，不致令其受制於大股東或經營團隊。

(二) 公司進行合併或被併購

公司經營存在著委託的關係，不只是如前述所提及之股東與經營者、經營團隊之關係，股東(委託人)出資並委託經營團隊(受託人)經營公司，受託人既以委託人之名義經營，即必須為委託人之利益計算，委託人將全部營業資源委由受託人利用，則其營業上之損益概歸於委託人而受託人握有指揮監督經營者權，並自委託人收取報酬。兩者關係如同係於一委託契約，委託人對於受託人雖有廣泛之指揮權，惟實際業務執行係由受託人執行，其並無加以置喙餘地。

如此委託關係可能因某些重大事項發生致產生兩者利益上衝突，委託關係即有破裂之可能。例如公司面臨被收購或欲併購之行為時，無論是善意或惡意併購，經營團隊皆須面臨可能喪失經營權與薪資之終局階段(end-game/ final period deal)，而喪失忠實履約的誘因，會比平時更有動機從事對自己有利，卻有害公司整體利益，也就是有害委託人利益之行為。

除一般合併外，對於關係企業之控制公司合併，台灣於2001年修正公司法時， 參照美國模範公司法關於簡易合併之規定，引入簡易合併之規範。在進行簡易合併時控制公司及從屬公司得不召開股東會，僅以董事會特別決議方式，使控制公司與從屬公司合併。不論在一般合併或是簡易合併情形下，為保障從屬公司少數股東之權益，異議之股東得於公司指定期間內，提出書面異議後行使股份收買請求權。相關法規臚列如下：

DOI:10.6814/NCCU202100088

1. 企業併購法之規範

公司於進行併購而有下列情形，異議股東得享股份收買請求權：

(1) 修改章程記載股份制轉讓或股票設質之限制。

(2) 依企業併購法第18條進行時，存續及消滅公司。

(3) 公司合併，但依企業併購法第18條第6項進行合併時，存續公司為合併發行之新股，未超過存續公司已發行有表決股份總數之20%，且交付消滅公司股東之現金或財產價值總額未超過存續公司淨值之2%者，僅消滅公司股東得異議。該條規定異議股東須放棄其表決權後方可行使股份收買請求權。

(4) 公司進行企業併購法第19條之簡易合併：公司合併其持有90%以上已發行股份之子公司時，僅子公司異議股東得享股份收買請求權。

(5) 公司概括承受或概括讓與、讓與或受讓營業財產者，異議股東得享股份收買請求權。企業併購法第12條第1項第2款[102]，公司於公司進行第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，放棄表決權者得行使股份收買請求權。企業併購法第25條規範

[102] 以金融機構而言，明訂經主管機關許可者，得依股份轉換之方式轉換為金融控股公司之子公司。前項所稱股份轉換，指金融機構經其股東會決議，讓與全部已發行股份予預定之金融控股公司作為對價，以繳足原金融機構股東承購金融控股公司所發行之新股或發起設立所需股款之行為；其辦理依下列各款之規定：1.金融機構股東會之決議，應有代表已發行股份總數3分之2以上股東之出席，以出席股東過半數表決權之同意行之。預定之金融控股公司為既存公司者，亦同。2.金融機構異議股東之股份收買請求權，準用公司法第317條第1項後段及第2項之規定。3.公司法第156條第1項、第2項、第6項、第163條第2項、第197條第1項及第227條、第267條第1項至第3項、第272條、證券交易法第22條之1第1項、第22條之2及第26條之規定，不適用之。他公司為新設公司者，金融機構之股東會會議視為預定金融控股公司之發起人會議，得同時選舉金融控股公司之董事、監察人，亦不適用公司法第128條至第139條、第141條至第155條及第163條第2項規定。前項規定，就金融機構於本法施行前已召集之股東會，亦適用之。 公開發行股票之公司，出席股東之股份總數不足第二項第一款定額者，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意行之。但章程有較高之規定者，從其規定。金融控股公司經主管機關許可設立後，其全數董事或監察人於選任當時所持有記名股票之股份總額不足證券管理機關依證券交易法第26條第2項所定董事、監察人股權成數者，應由全數董事或監察人於就任後一個月內補足之。金融機構依第2項第2款買回之股份，自買回之日起6個月內未賣出者，金融機構得經董事會三分之二以上出席及出席董事超過二分之一同意後，辦理變更章程及註銷股份登記，不受公司法第277條規定之限制。

DOI:10.6814/NCCU202100088

其權利之移轉或義務之承擔，已登記為生效或對抗要件者，則仍需踐行登記程序。且不論新設合併(consolidation)或吸收合併(merger)[103]，對公司結構股東權益皆影響重大，其反對股東均得請求公司依公平價格收買某股份。

(6) 公司以股份轉換之方式，被他既存或新設公司收購為其百分之百持股之子公司時，進行股份轉換之公司異議股東及受讓股份之既存公司異議股東得享股份收買請求權。

(7) 公司進行企業併購法第 35 條之分割時，被分割公司之異議股東或受讓營業或財產之既存公司之異議股東，得享股份收買請求權。

2. 公司法之規範

至於公司法第316條之2規定：「第1項：控制公司持有從屬公司百分之九十以上已發行股份者，得經控制公司及從屬公司之董事會以董事三分之二以上出席，及出席董事過半數之決議，與其從屬公司合併。其合併之決議，不適用第三百十六條第一項至第三項有關股東會決議之規定。第2項：從屬公司董事會為前項決議後，應即通知其股東，並指定三十日以上期限，聲明其股東得於期限內提出書面異議，請求從屬公司按當時公平價格，收買其持有之股份。第3項：從屬公司股東與從屬公司間依前項規定協議決定股份價格者，公司應自董事會決議日起九十日內支付價款；其自董事會決議日起六十日內未達協議者，股東應於此期間經過後三十日內，聲請法院為價格之裁定。第四項：從屬公司股東收買股份之請求，於公司取銷合併之決議時，失其效力。股東於第二項及第三項規定期間內不為請求或聲請時，亦同。第5項：第三百十七條有關收買異議股東所持股份之規定，於控制公司不適用之。第6項：控制公司因合併而修正其公司章

[103] 吸收合併係指兩個或兩個以上之公司合併，其中一公司存續(稱為存續公司)，而其餘公司歸於消滅(稱為消滅公司)，換言之，消滅公司由存續公司所吸收，故謂之吸收合併。

DOI:10.6814/NCCU202100088

程者，仍應依第二百七十七條規定辦理。」

公司法第317條第1項：「公司分割或與他公司合併時，董事會應就分割、合併有關事項，作成分割計畫、合併契約，提出於股東會；股東在集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄者，得放棄表決權，而請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。」依據最高法院89年台上348號判決表示：該條規定異議股東「得」放棄其表決權，公司法並無規定應自發行股份總數扣除，意即反對合併之股份數仍係算入應發行股份之總數，異議股東除可依書面或口頭表示反對外，亦可經由參與表決堅強表示反對立場，異議股東行使表決權表示反對後，仍可行使股份收買請求權。如是說來，公司與他公司合併時，由董事會作成與他公司合併之契約，提交股東會決議時，其最主要效力及權利義務，概由存續公司概括承受；而消滅公司繼續中的訴訟、非訟、商務仲裁及其他程序，亦概由存續或新設公司承受消滅公司當事人的地位，此種承受為概括承受。不得就其中一部分權利或義務以特約除外，且其承受原則上無庸個別為之，亦無須為移轉行為[104]。

(三) 營業讓與與公司分割

台灣於2001年修正公司法引進公司分割制度，其第317條修正理由為：「公司分割得以適度縮小公司規模，並利用特定部門之分離獨立，以求企業經營之專業化及效率化，對於公司組織調整有所助益。」故列為企業併購法之併購類型之一，顯見公司法引進分割制度的目的，乃在解決企業組織過度膨脹或業務過於複雜，所造成無法專心經營之問題[105]。

[104] 劉連煜，現代公司法，頁185，2020年。
[105] 同前註104，頁201。

DOI:10.6814/NCCU202100088

所謂分割(spin off；split off；split up) ，係指一公司將其經濟上為一整體之營業部門(含資產及負債)，已對既存公司或新設公司(即「他公司」) 為現物出資之方式，而由此被分割公司或其股東取得他公司之股份、現金或其他財產(「股份、現金或其他財產」為分割之對價，企業併購法第4條第6款參照)，並由他公司概括繼承被分割公司該營業部門之資產與負債之一種程序[106]。

公司分割對於股東權益之影響與公司法第185條規定之讓與全部營業或財產情形相當，為兼顧異議股東之權益，以股份有限公司分割時，反對股東亦賦予股份收買請求權以資救濟；且以企業併購而言，對於股股東權益影響重大，故於企業併購法第12條第1項第7款明訂：公司進行第三十五條之分割時，被分割公司之股東或受讓營業或財產之既存公司股東，於履行一定程序後，得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。

(四) 股份轉換

企業併購法第29條第1項及第2項規定：「公司經股東會決議，得以股份轉換之方式，被他既存或新設公司收購為其百分之百持股之子公司，並依下列各款規定辦理：一、公司股東會之決議，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。預定之受讓股份之公司為既存公司者，亦同。二、公司法第一百九十七條第一項後段、第二百二十七條準用第一百九十七條第一項後段及證券交易法第二十二條之二及第二十六條之規定，於股份轉換不適用之。公開發行股票之公司，出席股東之股份總數不足前項第1款定額者，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意行之。但章程有較高之規定者，從其規定。」可知

[106] 同前註105。

DOI:10.6814/NCCU202100088

被收購公司以股份轉換方式被既存，或新設公司收購為百分百持股公司時，須經股東會特別決議，收購公司為既存公司時亦同[107]。企業併購法要求股份轉換須經股東會特別決議，實因股份轉換就強制股東與他公司交換股份部分之性質與公司合併類似，涉及二公司股東權利甚鉅[108]，於企業併購法第12條第1項第5款設有反對股東股份收買請求權之規定，於公司進行股份轉換時，反對股東及受讓股份之既存公司股東於決議股份轉換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，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。股份之轉換是為公司百分百之股份交換，與公司法第156條之3部分股份交換不同[109]。

(五) 修改章程與股份質設限制

公司法第163條第1項規定：「公司股份之轉讓，不得以章程禁止或限制之。但非於公司設立登記後，不得轉讓。」此為台灣股份轉讓自由原則的明文規定，為股份有限公司的基本原則，違反此一原則，除法有明文規定者外，應皆無效[110]。

企業併購法第11條為達企業併購之目的，對股份有限公司股份轉讓自由此一基本原則略作修正，排除公司法第163條之適用，概若適用公司法相關限制，企業欲達成併購目的可能會有困難。故企業併購法第11條第2項規定公開發行公司得以契約或股東協議加以限制，而非公開發行公司得以章程合理限制股份轉讓[111]。非公開發行公司方得以章程方式限制，而公開發行公司進行併購發行新股而受第一項股份轉讓或股票設質之限制時，應依證券交易法規定於公開說明書或證券主管

[107] 同前註96
[108] 同前註96
[109] 劉連煜，現代公司法，頁193-194，2020年9月。
[110] 同前註109，頁356。
[111] 企業併購法第11條：未公開發行股票之公司得以章程記載前項約定事項。

DOI:10.6814/NCCU202100088

機關規定應交付投資人之書面文件中載明。

此外，由於質權人行使質權時有強制出賣之效果，與股份轉讓性質相近，故企業併購法第11條第1項第4、5、6款，亦明定得以股東間書面契約或公司與股東間書面契約就股票轉讓或設質定有合理之限制，此規定適用於公開發行股票之公司而未公開發行股票之公司，亦得以章程限制之。

而為保障股東權益，企業併購法第11條第1項規定[112]，公司進行併購時，得以股東間書面契約或公司與股東間之書面契約合理限制股東轉讓股份的權利，其所謂合理限制應符合證券交易法、稅法或其他法令規定所為之限制，或其他因股東身分、公司業務競爭或整體業務發展之目的所為必要之限制。由此可得，法令對股份轉讓限制之禁止非絕對，得因合理目的或公司全體股東最大利益之考量而予以適當限制。

公司於修改章程記載股份轉讓或股票設質之限制時，企業併購法第12條第1項第1款，賦予異議股東收買股份請求權。股東於股東會前以書面向公司表示異議，或於股東會中以口頭表示異議經記錄，並放棄表決權者，得向公司行使股份收買請求權。需注意的是為達合併目的，依企業併購法第11條規定，公開發行公司得以契約或股東協議，非公開發行公司得以章程合理限制股份之轉讓。但公開發行公司因股權分散，依反面解釋，即不得以章程限制本條第一項所列事項。

[112] 公司進行併購時，得以股東間書面契約或公司與股東間之書面契約合理限制下列事項：
1.股東轉讓持股時，應優先轉讓予公司、其他股東或指定之第三人。
2.公司、股東或指定之第三人得優先承購其他股東所持有股份。
3.股東得請求其他股東一併轉讓所持有股份。
4.股東轉讓股份或將股票設質予特定人應經公司董事會或股東會之同意。
5.股東轉讓股份或設質股票之對象。
6.股東於一定期間內不得將股份轉讓或股票設質予他人。

DOI:10.6814/NCCU202100088

三、異議股東行使股份收買請求權之限制

此限制包括了市場例外法則和存續公司法則[113]。市場例外法則係指在理論上，如反對股東持有的股票，得以在有效率及完全的市場交易，則足供反對股東在市場上以公平價格出售其股票，收買請求權即無存在之必要。現今在台灣的公開交易之市場已提供上市櫃股票自由交易之平台，然股東雖有公開市場可供其處分股票，但礙於個股具不同之流動性緣故，仍可能對股東出售持股產生出售價格或出售股數之限制，故立法上並未排除具公開交易市場之上市櫃股票。

至於存續公司法則，則主要是認為合併後存續之公司，如合併對其並非重大影響，例如合併後公司股數增加未超過20%，則存續公司股東的投資並無重大改變，存續公司股東不得有股份收買請求權。

由上述法律規範內容可知，股東股份收買請求權主要產生於公司為營業或財產重大變更之行為、公司為合併與分割等組織重組行為，該權利係賦予反對股東收回投資、退出公司之權利[114]。也是為了保障原始出資者即或出資或股份有限，不至於受資本大者或股份多者之惡意行為而多所損失。

第二節　股份收買請求權之進行程序

多數決原則的規定，是為了防止少數股東否決權行使之僵局，因此另一方面即須對於少數股東賦予取得股票價額之補償。異議股東為有效行使此等權利，必須踐行法定之程序。最主要的程序規定在於，異議股東反對這筆交易的時點，以及須於法定期間內提出請求，而異議股東得請求公司以現金結算其持股之公平價格（fair value）[115]。

---

[113] 游啟璋，股份收買請求權之股東退場與監控機制，月旦法學雜誌，第128 期，頁62-64，2006年1月。

[114] 許美麗，股份收買請求權實務問題之研究，全國律師，8卷11期，頁60，2004年11月。

[115] Patrick A. Gaughan, Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, JOHN WILEY & SONS, INC., p 24 (4th ed. 2007)

DOI:10.6814/NCCU202100088

一、股東資格之要求

得行使股份收買請求權之股東範圍，公司法及企業併購法對於得行使股份收買請求權之反對股東，課予資格上之限制，亦即反對股東必須踐行法定程序後，始得向公司行使此等權利。而反對股東應踐行之程序內容，公司法就不同類型之組織再造行為有不同之規範，而企業併購法之規範則又有別於公司法。

(一) 一般重大組織變動之限制

1. 公司法之限制

首先，公司法第186條對於重大營業政策變更行為，例如締結出租全部營業、委託經營或與他人共同經營契約之情形，規定股東必須在股東會決議系爭議案前，以書面通知公司反對該項行為之意思表示，並於股東會已為反對者，始得請求公司以當時公平價格，收買其所有之股份；至於合併或分割，則公司法第317條第1項規定股東必須在股東會前或股東會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄者，得放棄表決權，請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。

（二）企業併購法之限制

企業併購法並未區分組織再造行為之類型，該法第12條第1項第1、2、4、5、7款將所有與變更章程有關之限制股份轉讓或股票設質、合併、收購、股份轉換、分割之情形，一律規定股東必須在股東會前或股東會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者，得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。

(三) 簡易合併之限制

簡易合併僅須經董事會決議，公司法第316條之2第2項、企業併購

DOI:10.6814/NCCU202100088

法第12條第1項第3款、第19條第2項均規定董事會在決議後，應立即（或於10日內）公告決議內容及合併契約書應記載事項，通知子公司股東，並指定30日以上期限，聲明股東得於期間內提出書面異議，請求公司按當時公平價格收買其持有之股份[116]。

二、進行程序

(一) 法定時間內提出

1. 在集會前或集會中，異議股東以書面表示異議或口頭異議經記錄[117]；
2. 放棄表決權[118]；
3. 異議股東於股東會決議日起 20日內，提出記載股份種類及數額之書面，價格認定採「先協議，後司法」原則。

(二) 書面異議唯一性之爭議

另，除簡易合併外，其他公司組織再造行為之情形，公司法第172條第5項要求公司對於重大組織再造行為，必須記載於股東會召集通知、不得以臨時動議方式提出[119]。為了讓公司有機會評估系爭議案在股東會上通過之可能性，倘若提出書面異議之股東人數過多，公司極有可能在會前自行撤回該議案，是以規定股東須於股東會前提出書面異議。而反對股東未於股東會前提出書面異議，是否即喪失行使該請求權之資格？從現行法之規定可知，股東尚可選擇在股東會中以口頭表示異議並經記

---

116 蔡英欣，股份收買請求權制度之檢討，全國律師，18卷2月號，頁50，2014年2月。

117 依公司法第 186 條規定，股東於股東會為前條決議前，已以書面通知公司反對該項行為之意思表示，並於股東會已為反對者，得請求公司以當時公平價格，收買其所有之股份。同法第 317 條規定公司分割或與他公司合併時，董事會應就分割、合併有關事項，作成分割計畫、合併契約，提出於股東會；股東在集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄者，得放棄表決權，而請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。而依企業併購法第 12 條第 1 項，股東得請求公司收買其股份之請求要件方式皆為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，放棄表決權者。

118 同前註 117。

119 依該條文不得意臨時動議提出者為：選任或解任董事、監察人、變更章程、減資、申請停止公開發行、董事競業許可、盈餘轉增資、公積轉增資、公司解散、合併、分割或第一百八十五條第一項各款之事項。

DOI:10.6814/NCCU202100088

錄之方式具備該資格[120]。

(三) 表決權之行使

再者，異議股東究竟該如何行使表決權，始符合要件？對此，現行法有三種不同之規範模式[121]：

1. 公司法第186條：須表示反對意見。
2. 公司法第317條第1項：得放棄表決權。
3. 企業併購法第12條第1項第1、2、4、5、7款：須放棄表決權。

關於企業併購法第 12 條第 1 項各款規定，除簡易合併、簡易股份轉換及簡易分割外，皆規定異議股東需放棄表決權始符合行使收買請求權之要件，有學者認為放棄表決權本身就是不支持併購案，但是於股東會中投票反對合併案之股東，法理上也符合制度上應給予股份收買請求權之意旨，因為其行為本質就是反對合併案，如剝奪於股東會上表示反對合併案之股東的收買請求權，並不合理[122]。在實務上亦有合併案於股東會遭否決之例，若要求異議股東先放棄表決權，無異是透過立法產生強迫小股東，使其無法否決不合理或無效率之併購案[123]。

三、異議股東與公司之關係界定

(一) 股東價值極大化

由於剩餘財產分配權之本質，使股東在公司獲利越多期投資報酬越高，相較於對於公司僅有一固定數額請求權（fixed claim）之債權人，包括公司之上下游廠商、經理人、員工、侵權行為債權人等，股東的利益

[120] 公司法第185條第1項第1款之情形並不適用之，而以企業併購法第27條第1項、第12條第1項第4款為主要。在該款情形下，股東僅能在股東會前提出書面異議，並在股東會上已為反對者，始能行使該請求權。

[121] 蔡英欣，股份收買請求權制度之檢討，全國律師，18卷2月號，頁51，2014年2月。

[122] 劉連煜，大法官釋字第 770 號併購正當程序與權利救濟解釋之討論 - 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，月旦法學雜誌第 306 期，2020 年 11 月。

[123] 同前註 122。

DOI:10.6814/NCCU202100088

與公司利益應屬一致[124]。也因此追求「股東價值極大化」，事實上就是追求「公司價值極大化」的另一種表述方式[125]。自然的，股東有誘因去促進公司剩餘價值的極大化，以求其本身利益之極大化，間接亦保障了其他利害關係人應得之利益。

(二) 保留之股東權益

在此原則下，異議股東行使股份收買請求權提出後，依現行法之解釋下，於股款與股份尚未交付前，雙方仍係投資股東與公司的關係，權利義務尚屬存在。又在公司法規範體系中，股東被認為是所謂「剩餘請求權人」(residual claimant)，亦即在公司解散或清算後，股東仍可透過適當的法定程序，依持股比例，參與公司剩餘價值的分配。而在分配順序上，股東之剩餘請求權次序後於債權人之債權。且亦應致令其價值極大化，並參與公司之時間的最大化。

(三) 本於良善法則之退場機制

依公司法及企業併購法之規定，股東股份收買請求權產生於下列二種情況：公司為營業或財產重大變更之行為及公司為合併與分割等組織重組行為，該權利係賦與反對股東收回投資、退出公司之權利[126]。

四、 公平價格之制定

(一) 與公司協議決定

公平價格之決定，依公司法第187條第2項規定，原則上由股東與公司協議決定，公司應自決議起90日內支付價款。而依企業併購法第12條

[124] 朱德芳，效率、併購與公司治理－以敵意併購法規範為核心，中原財經法學，第 17 期，頁 202，2006 年 12 月。
[125] 同前註 122，頁 220。
[126] 許美麗，股份收買請求權實務問題之研究，全國律師，8 卷11 期，頁60，2004年11月。

DOI:10.6814/NCCU202100088

規定，股東與公司間就收買價格達成協議者，公司應自股東會決議日起90日內支付價款。未達成協議者，公司應自決議日起90日內，依其所認為之公平價格支付價款予未達成協議之股東；公司未支付者，視為同意股東依第二項請求收買之價格。

(二) 聲請法院裁定

依公司法第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。依企業併購法第12條對於聲請法院之裁定時間與前開條文相同，但聲請人部份兩條文即有差異。對於未達協議者30日內，依公司法規定係由股東聲請法院裁定，但企業併購法第12條規定，則由公司為聲請人，以所有未達協議之股東為相對人提出裁定聲請。若公司未提出聲請，則視同同意股東所提出之收買價格。

(三) 公平價格之依循標準

若該請求收買之股份，係上市或上櫃等有市價可循之股份，應逕以提出收買請求日之收盤價為此所謂公平價格[127]。惟以上市上櫃之股票市場中，交易時間內(台灣股市現為上午9:00到下午1:30)之股價有相當大的變動，甚或持有者或併購者可藉由新聞炒作或內線消息而影響股價。換句話說，消息之封閉與開放程度亦會影響股東之權益。因此依據非訟事件法第182條第2項之規定[128]，以公司該基準日之證交所交易價格為收買價格之說。有認為應以「收盤價」為公平價格，亦有認為應以基準日當天「最高價格加上最低價格之平均價」為公平價格

[127] 林國全，反對合併股東之股份收買請求權，月旦法學雜誌，第52 期，頁13，1999年9月。
[128] 非訟事件法第 182 條第 2 項：前項股份，如為上櫃或上市股票，法院得斟酌聲請時當地證券交易實際成交價格核定之。

DOI:10.6814/NCCU202100088

[129]。對於「公平價格」之決定，不論何種類型之合併，異議股東之收買請求權之評價標準，法院皆應審酌可供評價之資訊，而非單以證券市場之現有成交股價作為參考價格，同時亦應考量其他可能影響價格之因素，如此始能發揮股份收買請求權監控大股東不法行為之功能，周全保護少數之小股東之權益。

以現階段資訊之流通並能迅速掌握的情況下，異議股東行使股份收買請求權已然由是否可行？為何要如此行？進而到今日之集體共識，如何發揮其保障原始股東權益，並致令其效益最大化，以致鼓勵人們投入公司之經營。並致令惡意之侵犯股東權益之小動作得以被監督而無從發揮。且另一項最能夠在公平、正義之原則下踐履股東權益者，則係為「公平價格」之界定，這是目前異議股東行使股份收買請求權利另一重點，本文於下一章中將獨立探討。

國立政治大學 National Chengchi University

[129] 許美麗，股份收買請求權之股東退場與監控機制，月旦法學雜誌，8 卷11 期，頁67，2004年11月。

DOI:10.6814/NCCU202100088

第四章 公平價格之評定

按公司法 186 條、316 條之 2 第 2 項、317 條第 1 項及企業併購法第 12 條第 1 項規定，股東得請求公司以「當時」公平價格，收買其所有之股份。異議股東一旦行使收買請求權之後,因請求收買的股東與公司係處於交易之相對方，最主要的問題即在於請求收買的股份之價款如何決定，這也是實務上面臨最困難的問題。學者認為，股份收買請求權具有何種積極之功能，端視其公平價值(fair value)如何確認? 換言之，評價之問題(problem of valuation)才是股份收買請求權具有何種功能之關鍵[130]。

對於異議股東行使股份收買請求權之公平價格的決定因素主要有二：一是裁定價格的時間點，另一則為裁定價格的定價方式。若將異議股東請求公司買回的股份分為上市、櫃及其他(興櫃、公開及非公開發行等)等二大類，上市、櫃股票因有公開的市場資訊可供查詢，價格可明確查得，聲請裁定的爭議通常會出現在裁定價格的時間點。而其他類型的股票因交易價格未透明或未於公開市場交易，可獲得之交易資訊受限或是無法取得以供參考，此時即需透過評價做為請求收買的價格依據。但因評價方式未有一定之標準，會因評價人員的假設或運用數據不同而產生差異，也就於此出現對價格的爭議。本章就裁定價格時間點及裁定價格的評價分別說明。

第一節　裁定價格之時間點

按公司法及企業併購法規定，股東得請求公司已「當時」公平價格，收買其所有之股份。但上開條文所稱之「當時」依文義前後段，以公司法第 186 條為例，「股東於股東會為前條決議前，已以書面通知公司反對該項行為之意思表示，並於股東會已為反對者，得請求公司以當時公平價格，收買其所有之股

[130] 劉連煜，現代公司法，頁 178，2020 年 9 月。

DOI:10.6814/NCCU202100088

份」，「當時」此應解釋為股東會開會之時日。若以上市、櫃股票而言，可以股東會當日該股票於公開市場報價為依據。然該結論係以文意推得，條文中既未予以明確定義當時，又前開條文規定之當時僅係以文意推得應為股東會開會當日，與非訟事件法所定「聲請時」不同，故對於裁定價格之時間點[131]實務見解便產生不同之看法。有以股東會決議日為股份評價日，也有以股東向法院聲請裁定時為股份評價日，而兩種看法皆有法院據此作出裁定。

一、 以股東會決議日為股價計算時間之基準日：

按股東決議日之價格為收買價之裁定，係依據上段法令中所規定，股東於股東會表示異議並放棄表決權，而請求公司按「當時」之公平價格收買股份，於雙方未達成協議時得「聲請」法院核定，法院認為是此「當時」之公平價格係指股東會議之時，法條文義甚為明確[132]。

二、 以向法院聲請裁定之日為股份計算價格時點：

依非訟事件處理法第 89 條(已於 94 年修正公布為第 182 條)規定，上市股票法院得斟酌「聲請時」當地證券交易所實際成交價格[133]。抗告意旨雖主張最高法院 71 年台抗字第 212 號裁定認為公司法所謂「當時」係指股東會決議之日市場價格，但依非訟事件處理法第 89 條明文規定法院所斟酌者係以「聲請時」當地證券交易所實際成交價格，法院認為前項裁定並非屬判例，既與法律規定不符，自不受拘束[134]。

而雖上市櫃公司之價格因其交易係透過公開市場而可查詢相關交易資訊作為裁定之依據，然不同之定價時間可能有以下的誤差。其一，異議股東

[131] 許美麗，股份收買請求權實務問題之研究，全國律師雜誌，8 卷 11 期，頁 63-64，2004 年 11 月。

[132] 最高法院 71 年台抗字第 212 號裁定，臺灣高等法院 91 年抗字第 5137 號裁定參照。

[133] 臺灣高等法院 91 年抗字第 2560 號裁定：「依據非訟事件處理法第八十九條之規定，法院應斟酌『聲請時』當地證券交易所之實際成交價格。」

[134] 臺灣高等法院 91 年抗字第 1562 號裁定係以異議股東向法院聲請裁定當日，該集中交易市場之「收盤價」，作為收買之公平價格。

DOI:10.6814/NCCU202100088

行時收買請求權時，公司應有公司法第 185 條所列須提請股東會決議之重大經營事項變更。按程序，此重大變更在提請股東會決議前應已通過董事會決議且應有相關訊息已在公開市場中流傳，自董事會決議至股東會召開之期間投資人可能針對此項重大變更已經在股價上反應對它的的看法及評價。待股東會召開時，當時股價應已因前述情形產生變動，此變動將導致公司價值無法被真正反應。

再者，公開市場價格雖為透明，然台灣股市因規模較小，股價有可能因作手介入而受到影響，尤其以交易量小，在外流通股數少的個股更為明顯。無論是異議股東或是公司方，為達自己心目中理想價格的目的，可能透過作手操作干預股價，進而影響其中另一方的權益。針對此點即有學者提出若過於信賴證券市場之交易價格，倘若股東會決議日或翌日之成交價格遭受人為操縱，反而產生不公平價格現象之虞[135]。再者，可決定價格時點非僅日期，因證券市場交易時間達數小時，而當日可資查詢而得做為參考的價格就有開盤價、收盤價、當日最高、當日最低、某一時點成交價、均價及盤後價格等。現今法院裁定上有以收盤價為公平價格[136]，亦有以當日最高及最低價平均價為公平價格[137]，故即使同一日之價格，亦有不同之解釋，更增添公平價格認定上變數。

本文作者認為，對於具公開市場報價之股票，公平價格應以按公司法規定推得之結論，以股東會決議日當日之價格，且進一步而言，應以該日均價

---

135 劉連煜，現代公司法，頁 179，2020 年 9 月。

136 臺灣高等法院 91 年度抗字第 3795 號裁定：「臺灣台北地方法院以股東會決議之日再抗告人股票價格每股新台幣(以下同)21 元 3 角之價格，核定為再抗告人收買相對人高信投資股份有限公司之公平價格，尚有未洽，應以是日再抗告人股票最高價格及最低價格之平均價 22 元，始符合公司法第 317 條第 1 項所定「當時公平價格」之本旨等情，指摘其為不當，而未具體表明該裁定有如何違背法令之處，依上說明，其再抗告自非合法。」

137 臺灣高等法院 92 年度抗字第 1980 號裁定：「國內上市公司股票，係在集中市場交易，以集中競價方式買賣，每日有最大漲跌幅限制，除非交易當日有影響市場價格之異常情事，否則以證券集中市場聚合買賣雙方，藉由上市公司公開財務報表為主、客觀因素等訊息，相互撮合而定之成交價格具有一定之公信力，自得供法院為核定收買股票公平價格之標準；再者，但證券交易集中市場之股價變動極速，單以某一時點之價格為核定收買股票公平價格之標準，均有所偏，故應採當日最高價格及最低價格之平均價，以符合公司法第 317 條第 1 項規定「當時公平價格」之本旨。

DOI:10.6814/NCCU202100088

為準。因依企業併購法第 12 條規定，異議股東對於股票收買之請求應於股東會決議 20 日內提出，且須列明收買價格。公司法第 187 規定提出之期限與前開條文相同，但該條文用語為「提出記載股份種類及數額之書面為之」，亦即須提出收買價格。依前述二條文倘若雙方未達成協議，向法院提出聲請裁定時間可能已為股東會決議之 60 日後，期間股價變化之情形會對雙方權益造成程度不一之影響，為儘量將此等因素排除，股東提出請求時應具明價格，以利公司進行評估。同理，股票在公開市場上進行交易時會出現許多不同成交價，若以收盤價為準，某些股權集中或成交量小的股票容易因為大股東或是有心操縱股價人士於收盤前刻意操作影響收盤價，故日均價應較收盤價或任何一檔或任何一個交易時間之價格更顯客觀。

第二節　裁定價格之定價方式

按公司法第 186 條規定，股東於股東會為前條決議前，已以書面通知公司反對該項行為之意思表示，並於股東會已為反對者，得請求公司以當時公平價格，收買其所有之股份，但相關規定並無對公平價值予以說明及定義。依台灣評價準則第 4 號規定，公平價值(Fair Value)在財務報導目的下，稱為公允價值，而公允價值之定義：「就財務報導之目的而言，係指於衡量日，市場參與者間有秩序之交易中出售某一資產所能收取或移轉某一負債所需支付之價格。另依經濟部 92 年 07 月 29 日經商字第 09202148190 號函[138]表示，「公平價格」有可能出現情形之情形有三：（1）市場上客觀之成交價。（2）同類或類似產業股票之參考價。（3）買賣雙方協議並載明於合約之價格。該函釋對於公平價格之制定方法，另參考國際會計準則所指出，公平價格除由雙方協議訂定外，

[138] 該函釋全文為：「查商業會計法第五十七條規定，商業在合併或轉讓時，其資產之計價；以時價、帳面價值或實際成交價格為準。又同法第四十二條第三項規定，所稱時價者，係指當時當地之市價而言。又依國際會計準則所謂之「公平價格」有下列三種情形，請參考。（一）市場上客觀之成交價。（二）同類或類似產業股票之參考價。（三）買賣雙方協議並載明於合約之價格。」

DOI:10.6814/NCCU202100088

尚可參考同業股票之參考價格以及市場上客觀之成交價。

以上市櫃公司而言，其股票於集中交易市場交易，以競價方式買賣，故成交市價具有一定公信力，若無成交市價有受干預致為不合理之情形，法院裁定多採用成交市價作為公平價格。在興櫃股票與未上市櫃股票中，興櫃股票是指已經申報上市櫃輔導契約之公開發行公司的普通股股票，在還沒有上市櫃掛牌之前，經過櫃檯中心核准可在證券商營業處所議價買賣者，該市場可視為公開發行股票在上市或上櫃前之次級市場。在此市場交易之公司條件未符合達到上市或上櫃之標準，為顧及投資大眾交易之需求，主管機關訂定交易規則及設計相關機制，以保障投資者之交易安全，例如交易人一方須為推薦證券商，交易方式採議價而非集中撮合方式等。因為交易是採用議價後撮合方式，故雖有可查得之交易價格，但此成交價格僅對某一筆特定交易生效，有缺乏競價及流動性不足之缺點，故有價格容易經由交易雙方操縱而產生之疑慮。台灣法院之裁定對於興櫃價格是否可認定公平價格時，採用標準較為分歧。有裁定認為興櫃股票不屬上市上櫃公司股票，係因欠缺具公信力及透明度之市場價格，與上市公司股票迥然有別，自不能以聲請人主張之系爭價量分析表「成交均價」，作為股票公平價格之依據[139]，但亦有裁定認為以興櫃股票市場報價作為公平價格仍有公信力[140]。

[139] 臺灣新竹地方法院 105 年度司字第 20 號民事裁定：惟未上市上櫃公司，其股票之轉讓係由買賣雙方私下交易或透過盤商進行，並未在當地證券交易所或櫃檯買賣中心集中交易市場掛牌買賣，故無證券交易所或櫃檯買賣中心實際成交價格可供參考，由於買賣雙方資訊不對稱，其成交價格不具公信力。本件經提起抗告(臺灣新竹地方法院 106 年度抗字第 13 號)及再抗告(台灣高等法院 106 年度非抗字第 70 號)後，結果皆與原裁定一致。

[140] 臺灣台中地方法院抗字第 283 號裁定：興櫃股票登錄交易後，公司應按期在櫃買中心指定之網際網路資訊申報系統輸入經會計師查核簽證之年度財務報告、第二季財務報告、已申請上市（櫃）作業中之興櫃公司之財務報告季報表、每月營業額、資金貸與及背 書保證限額及明細表、衍生性商品交易等資訊（財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則第 33 條參照），公司資訊遠較一般未上市上櫃公開透明，應可供股票買賣雙方合意決定適切之交易價格。再參以遺產及贈與稅法第 10 條第 1 項前段及同法施行細則第 28 條第 1 項前段分別規定：「遺產及贈與財產價值之計算，以被繼承人死亡時或贈與人贈與時之時價為準。」、「凡已在證券交易所上市（下稱上市）或證券商營業處所買賣（下稱上櫃或興櫃）之有價證券，依繼承開始日或贈與日該項上市或上櫃有價證券之收盤價或興櫃股票之當日加權平均成交價估定之。」系爭興櫃股票之成交價格確具有相當之客觀性，方能做為稅捐稽徵機關核定繼承或贈與興櫃股票價值之依據。準此，本件自得以相對人公司股票在興櫃市場之實際交易價格，做為認定公平價格之依據。

DOI:10.6814/NCCU202100088

對於未上市櫃股票因無公開報價或興櫃交易價格可供參考，聲請裁定案件中常見由聲請人及被聲請人提出主張之價格，而兩造提出之公平價格根據許多不同之方法所計算得出，而也會有當事人自行委任專家進行評價，而依其報告向法院提出聲請或抗辯。

本文作者認為，興櫃股票雖比照上市櫃公司標準進行管理，但該項管理主要著重於增加公司財務透明度、保障交易安全與維護股東權益，交易市場之流通性或交易方式並非主管機關按上市櫃公司標準管理之主要目的。如前所述，因興櫃股票議價撮合交易方式因缺乏公開競價之過程，成交價格容易受到操控或受限於有限之成交量資訊而失真，故興櫃股票之公平價格仍建議進行專家評價較具客觀性。

第三節　裁定價格之檢查人

依非訟事件法第 182 條第 1 項，公司法所定股東聲請法院為收買股份價格之裁定事件，法院為裁定前，應訊問公司負責人及為聲請之股東，必要時，得選任檢查人就公司財務實況命為鑑定。但檢查人應如何進行鑑定則仰賴檢查人的專業知識。現今在台灣評價實務上，檢查人主要以財團法人會計研究發展基金會所制訂之評價準則公報為規範。該公報共 12 號，另有 2 號評價實務指引。該公報除評價方法外，亦對評價之程序予以規範，對於鑑定人在進行評價提供了參考依據。

在台灣就法院實務裁定上所見，被委任出具評價報告的檢查人有會計師、律師、學者、企業評價師及證券分析師等。現今對於股份收買請求權價格出現爭議而聲請由法院裁定之情形，聲請人之依據多為會計師所出具之鑑價報告。委任會計師為檢查人的原因應認為其專業領域與其他專家相較之下，會計師被認為對公司財務資訊理解及價值評估有更好的能力，且其資格為透過國家考試所取得，可賦予更高的信賴程度。但對於評定股票公平價格之報告，除考量公

DOI:10.6814/NCCU202100088

司目前經營之現況、資產及負債之情形外，亦應重視其未來發展，預期經營與獲利之能力，概括性來說即須同時考量公司現時價值及未來發展。而除上述外，實務上亦認為，對未上市櫃股票之公平價格評估議應考量其他因素，如參考公開市場對該產業之重視[141]，判斷非集中交易市場上(按應係非證券市場上)之股份價格標準，應需再行參酌市場因素、經營績效、未來發展條件等因素[142]。但事實上財務報表為會計紀錄所構成，屬於歷史紀錄。會計師主要以公司之財務資訊做為鑑價報告之依據程度上僅考量歷史資料，反應的是公司過去的經營績效及某一時點的價值，若單以公司所揭露財務報表檢視，其中非財務面但對公司營運有重大影響的事項並未包含在其中，尤其過去會計準則多以相對保守原則處理公司財務資訊，若使用此資訊以評估企業真正價值似缺公允。但現今台灣法院多依據此類鑑價報告作為裁定依據，是否能維護對聲請案雙方當事人之利益，存在有討論之空間。

第四節　會計學實務對公平價格之評定方式

自 1960 年起，國外會計學者如 Edwards 即主張應用現值會計(current value accounting)取代歷史成本[143]，成為會計衡量之基礎。1980 年代以英國與美國政府採取的金融自由化政策，帶起了金融創新的風氣。而當時由於美國地方金融儲貸機構[144]因管理不佳發生基層金融危機，其中部分原因係導因金融創新的變化使於財務報導的揭露程度不足所導致。當時經過美國會計準則理事委員會(Financial Accounting Standards Board, FASB)研究指出，以往會計處理的歷史成本的原則已無法處理財務報表外及衍生性金融工具的會計問題。經過後續的發

---

141 臺灣新竹地方法院 104 年度司字第 21 號民事裁定參照。本件上級審(台灣高等法院 106 年度非抗字第 45 號)亦為相同裁定結果。

142 臺灣板橋地方法院 87 年度司字第 124 號裁定參照。

143 Edgar O. Edwards , The state of current value accounting, The Accounting Review Vol. 50, No. 2 , p. 235-245, Apr. 1975

144 Saving and Loan Asscoiation (S&L)，通過合作或公司組織的金融機構，其成員或客戶的資金存放在計息帳戶和存款證中，這些資金主要用於住房抵押貸款，還可以提供支票帳戶和其他銀行服務。功能類似台灣之信用合作社。

DOI:10.6814/NCCU202100088

展，於 2001 年開始實施的國際會計準則(International Accounting Standards, IAS)第 39 號準則確立了金融工具以公平價值為主，歷史成本為例外的原則。而後的國際財務報導準則(International Financial Reporting Standards, IFRS)亦按此原則制訂後續之會計準則[145]。

台灣自 2006 年來陸續導入國際財務報導準則(International Financial Reporting Standards, IFRS)，用以規範國內企業財務資訊的揭露，而此項變革對於現今財務資訊報導也產生重大改變。就前段所述，依 IFRS 準則處理會計交易與過去會計準則公報之最大差異為前者更強調公允價值[146]之表達。例如過去財務報表對於資產及負債的表達多以成本為基礎，但導入 IFRS 後，對於各項資產負債的價值則需透過不同之評價方式將其以最接近現時之公允價值表達。整體財務報表經過不同準則適用後，所反映出的是企業應最接近現時的價值。

對於評價之基礎，在 IFRS 中主要規範在第 13 號準則「公允價值衡量」(IFRS 13, Fair Value Measurement)為參考原則。該準則主要目的在定義公允價值、訂定衡量公允價值之架構及規定有關公允價值衡量之揭露[147]。對於公允價值，該準則定義為「於衡量日，市場參與者間在有秩序之交易中出售資產所能收取或轉移負債所需支付之價格」，並透過評價技術及參考資訊以達成適當公允價值之衡量。對於公允價值衡量，該準則認為最有效率的為可取得之活絡市場報價，這與台灣現行規定若系爭股票為上市櫃公司，則以其於證券市場之公開報價為裁定依據之規定相同。而若為無公開市場報價之股票，則必須藉由其他參考價格或評價技術與以衡量。為增加公允價值衡量及相關揭露之一致性及可比性，

---

145 國際財務報告準則(International Financial Reporting Standard, IFRS)是由國際會計準則理事會(International Accounting Standards Board，IASB)制定的財務報表編製與揭露框架、其它準則及解釋公告統稱。許多現行 IFRS 中的部分準則編列仍以其舊稱「國際會計準則」(International Accounting Standards, IAS)發布。IAS 由國際會計準則委員會(International Accounting Standards Committee, IASC)於 1973 至 2001 年間頒佈。2001 年 4 月，新成立的 IASB 決議仍繼續保留並修訂此前頒佈的 IAS，而後新制定之準則則統一以 IFRS 頒布。

146 依國際財務報導準則第 13 號「公允價值衡量」第 9 段，及評價準則第 4 號公報附註。所謂公允價值，係指於衡量日，市場參與者間在有秩序之交易中出售某一資產所能收取或移轉某一負債所需支付之價格。

147 國際財務報導準則第 13 號「公允價值衡量」第 IN1 段。

DOI:10.6814/NCCU202100088

本準則將衡量公允價值之技術評價分為三級[148]。第一級為企業於衡量日可取得之相同資產或負債於活絡市場之報價(未經調整)，為最直接，也最無爭議之方式。第二級為除直接取得之方式，可以類似資產或負債於活絡市場及非活絡市場之報價，或是非屬報價但可以市場上相關數據或訊息推得。第三級則為市場資料不可得知情形下，透過其他市場活動數據做為參考，加入相關的假設因子，以得出衡量結果。上列評價方式中之第一級，即為非訟事件法第 182 條第 2 項所規定:如為上櫃或上市股票，法院得斟酌聲請時當地證券交易實際成交價格核定之。而第二級與第三級則與同條文第 1 項得選任檢查人就公司財務實況，命為鑑定之原則及意義相同。

歸納國際財務報導準則與台灣評價準則公報對於評價方式所提供之建議，一般性常用評價方式有市場法、收益法及資產法，分述如下：

(一) 市場法：是指使用涉及相同或可比(及類似)資產、負債或資產及負債群組於市場交易時所產生價格及其他相關資訊的評價方式[149]。市場法主要的理論基礎為經濟學的自由選擇原則(Free Alternative Principle)與市場平衡原則(Market Equilibrium Principle)。自由選擇原則係指在公開且未受限制的市場，交易雙方對於交易標的之選擇及是否進行交易，均能以自己最大利益的考量進行自由選擇。而市場均衡原則是指在公開且未受限制的市場，交易雙方對所達成的買賣價格均認為滿意，此達成協議之價格也就是交易雙方所認定之公平價格[150]。

市場法雖以可類比標的之交易價格為依據，但市場上之交易型態、條件及交易標的極少有完全相同內容之交易，在考量交易類型、標的與整體內容的差異，通常會透以加計適當之乘數的方式以估算評價標的之價值。以市場法原則常用之評價方法可分為下列兩種：

[148] 國際財務報導準則第 13 號「公允價值衡量」第 72 段。
[149] 國際財務報導準則第 13 號「公允價值衡量」第 B5 段。
[150] 中華徵信所，企業或無形資產評價的三種方法，檢自 http://www.credit.com.tw/newcreditonline/Epaper/ThemeContent.aspx?sn=8&unit=421

DOI:10.6814/NCCU202100088

1. 可類比上市上櫃公司法：上市櫃公司具有公開市場交易價格，即可視為投資人對公司之評價。本法是以參考相同或類似業務之企業於公開市場上之成交價格所隱含之價值乘數及交易資訊，用以決定評價標的之價值。

2. 可類比交易法：不同以前法以產業類別做參考，本法是以參考相同或相似資產之交易價格，以其所隱含之價值乘數及交易資訊，用以決定評價標的之價值[151]。

(二) 收益法：本法是以未來評價標的預估所產生利益流量為評估基礎，透過資本化或折現方式，將未來利益流量轉換為評價標的之價值[152]。國際財務報導準則進一步說明，公允價值之衡量是以有關於未來金額(包含現金流量或收益及費損)經折現轉換為現時價值，據此評估評價標的[153]。以收益法為原則常用的評價方式，主要有利益流量折現法及利益流量資本化法[154]。

1. 利益流量折現法：對企業而言，利益流量可能包含各種形式的收益、現金流量或是現金股利等。以該方式評價時，並未限定必須以何種類型之現金流量，單一或多項合併進行評估，而是取決於評價人員之判斷，僅需要評價人員於評價報告中敘明並定義利益流量。一般而言，採用自由現金流量[155]折現後所產生之價值較能允當表達評價結果。

2. 利益流量資本化法：本法係指將企業成長趨近固定比率或是相對穩定

---

151 評價準則公報第 4 號第 16 條，第 11 號第 19 條參照。

152 評價準則公報第 4 號第 17 條參照。

153 國際財務報導準則第 13 號「公允價值衡量」第 B10 段。

154 評價準則公報第 11 號第 18 條參照。

155 自由現金流量(free cash flow)」係指能夠自由運用如分配現金股利、償還債務而不影響企業永續經營、未來成長之現金流量。自由現金流量可以企業整體(債權人與股東)或僅以股東的觀點衡量，前者稱為「企業自由現金流量(free cash flow to firm, FCFF)」，後者稱為「權益自由現金流量(free cash flow to equity, FCFE)」。而 FCFF 與 FCFE 最主要差異在於 FCFF 無需扣除因舉債所須支付的利息，但 FCFE 可在最適資本結構或產業整體平均資本結構的前提下舉借長期債務及償還長期債務所造成之現金流入與流出。

DOI:10.6814/NCCU202100088

之利益流量，除以一資本化比率或是乘上價值成數評估現時價值之方法。而運用盈餘資本化法條件除前述企業成長趨近固定比率或是相對穩定之利益流量外，評價標的之經營是否為永續穩定也是一項重要的參考因素。故若評價標的若產業類別相對成熟，且成立的期間長，獲利穩定之企業較適合採用。實務上採常用之本益比法(P/E method)或 EBIT(earnings before interest and taxes, EBIT)、EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, EBITDA)倍數法，均屬於利益資本化法之運用。

前二項概念上而言為所謂的現值(折現)技術，在收益法下另有選擇權定價模式，如 Black-Scholes-Merton 公式[156]或二項式模式[157]，等，因涉及各複雜之財務計算，樣本判決中未發現被運用於評價。

(三) 資產法：本法係以評估評價標的所涵蓋之個別資產或個別負債之總價值，對於金額較小之會計科目予以忽略，從重大性觀點反應企業之整體價值。過去會計上所認列之資產價值，主要係以取得成本為入帳基礎，而會計上所稱之成本是指取得資產並使其到達可使用狀態所支付的所有成本。用以評估評價標的時，可視為取得或製作類似或相同之資產所需之成本，即所謂的重置或重製成本。在導入 IFRS 之後，資產認列方式除以成本入帳之外，並也以市場價值之觀點重新予以衡量[158]及揭露相

156 為美國經濟學者 Fischer Sheffey Black 及 Myron Scholes 提出，後由另一位學者 Robert Cox Merton 修改模型於有派發股利時使用更為完善。經過市場證明，以此法推估選擇權之價值可貼近市場價格。三位學者也因此獲得 1997 諾貝爾經濟學獎。

157 Binominal Model,為 John Carrington Cox, Stephen A. Ross 及 Mark Rubinstein 於 1979 年提出，簡言之，該模式將股價上漲或下跌作為一二分模式，加入相關資金成本後計算未來上漲或下跌時該股票選擇權之現值。

158 一般公司資產項下佔較高比例之項目為金融資產及不動產、廠房及設備。金融資產以 IFRS 9 為處理準則下，係以市價為評估基礎，換言之，即以成本加市價評估後所產生之未實現損益後為其價值。而不動產、廠房及設備在 IFRS16 為處理原則下，除以成本模式處理(即取得成本減除折舊)，另亦可以重估價模式處理，即在可以公允價值衡量情形下，以重估價後之價值減除折舊入帳，並須定期進行評估資產之公允價值。惟依台灣證券發行人財務報告編製準則，對不動產、廠房及設備之衡量僅能採用成本模式。

DOI:10.6814/NCCU202100088

關資訊。

第五節　美國德拉瓦州法之公平價格

美國多數州在當地適用之公司法規並未針對股價收買程序當中法院應如何確定公平價格之程序有明確之規定，法院審理類似案件係採個案判斷。因各州規定不一，本文擬以德拉瓦州為例論述如下。

德拉瓦州在美國商業史上地位較之於他州有明顯不同，因在該州公司註冊成立程序簡單省時，無資本額要求，可無須在美國設營業地點即可在全世界各地營運(但本州需有法定代理人)[159]，且與多數國家簽有投資保護協議，遇商業糾紛可受雙方政府保障。稅務方面，公司沒有在德拉瓦州內營運不會被徵收州所得稅，如果股東若非德拉瓦州居民不須繳納州個人所得稅，且德拉瓦州也無銷售稅、個人財產稅或存貨稅以及無形財產稅等。基於前述誘因，大多數公司設立時均會優先考慮設立在該州。而由於該州公司註冊數眾多，商業歷史悠久且法律體系完整，也是美國最早設立商業法庭處理商業糾紛的州，使該州處理與公司法相關之判決或見解的影響力通常擴及全美[160]，故本文亦以美國德拉瓦州之判決作為觀察樣本。

美國德拉瓦州公司法在處理股東股份收買請求權對於公平價格之評價程序區分為兩個要件，首先會要求財務專家對於系爭股票進行評價，聽取其對系爭股票公平價格評價上其他不同意見。若法規未對公平價格爭議有所規定，接下來法官會對異議股東請求收買所獲得利益做判斷(例如發生在合併或收購時，因消息導致股票價格變化或是控制權變動時股東可能享受到的控制權溢價等)，至此僅屬於概念性程序，大部分爭議仍須留待法院判定[161]。該州公司法規定，法院進行股價評估，決定股份公平價值時須排除任何可能因為合併的完成或預期合

[159] General Company Law, State of Delaware.
[160] Barry M. Wertheimer, The Shareholders' Appraisal Remedy and How Court Determine Fair Value, 47 Duke L. J. 616, Note 18, pp.685-687(1998).
[161] DALE A. OESTERLE J. Gilbert Reese Chair Michael E. Moritz, supra note 125, p. 75.

DOI:10.6814/NCCU202100088

併，因而提升股票價值等因素[162]，即須排除合併交易所可能增加之綜效（synergistic gain）。台灣學者亦持相同觀點，所謂「當時公平價格」應指股份不受合併交易之影響時所應有之價格，也就是係假設交易未發生時股份所應具備之價值，而並非指特定時點之股份價格。異議股東既然行使股份收買請求權，選擇退出公司，由於不願意承擔公司合併過後可能產生之商業風險，自不得享有公司合併後可能產生之利益[163]。在美國其他州法庭審理關於公平價格問題時多採用德拉瓦州法之見解，價格應排除可能會影響交易本身的因素，如前面所提到的控制權溢價。但也有少數州即明確規定公平價值之評價應該包含收購價值，如紐約州法即規定交易本身之潛在價值應列入評價時之參考，修正模範公司法之方向也採行趨向紐約州的見解[164]。

德拉瓦州法院最早在 1950 年即開始處理公平價值評估的問題。在核定異議股東股份之公平價格時，認為應採用繼續經營價值(going concern value)，而非以清算價值(liquidation value)。原則上認為當股東行使股份收買請求權時，有權要求公司支付從該股東所取走的，也就是按該股東在繼續經營公司中所持有比例之利益，異議股東係由於被迫放棄其在依繼續經營之企業利益，因該利益是繼續存在，所以非以清算價值評估[165]。會計學學理上所編制之一般性財務報表資料雖為歷史資訊，然其編製準則係按繼續經營假設所編制，故該州法院的判決所依據之原則，與會計學出自於相同之概念。

---

[162] DGCL 262(h) ..second, appraise the shares, determining the shares' fair value "exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger." In so doing, the Court may consider all relevant factors. Interest shall be paid from the effective date of the merger through the date of payment. Unless the Court of Chancery determines otherwise in its discretion for good cause shown, interest shall be compounded quarterly and shall accrue at 5% over the Federal Reserve discount rate (including any surcharge). If at any time before the entry of judgment, the surviving corporation pays to each stockholder entitled to appraisal an amount in cash, interest shall accrue thereafter only upon the difference, if any, between the amount so paid, and the fair value of the shares as determined by the Court plus interest theretofore accrued.

[163] 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 36~38，2014 年 3 月。

[164] DALE A. OESTERLE J. Gilbert Reese Chair Michael E. Moritz, Mergers and Acquisition in a Nutshell, 2nd Edition, Colleague of Law, The Ohio State University, West Group A Thomson Company, 2006.

[165] Tri-Continental Corp. v. Battye, 74A. 2d 71, 72(Del 1950).

DOI:10.6814/NCCU202100088

而對於公平價格決定，德拉瓦州公司法(General Corporation Law)第 262 條第 h 項規定「在決定公平價值時，法院應考慮所有的相關因素」[166]。早期德拉瓦州法院實務上認為在綜合考量所有決定價格之因素，透過資產價值(Asset Value)、市場價值(Market Value)或盈餘價值(Earing Value)等方法[167]。如前段所述，該州在考量股份收買價格時會要求財務專家對於系爭股票進行評價，而財務專家進行評價時所採用方式為何? 該州法令僅要求法院考量一切相關因素，排除因併購交易完成或期待其完成對股份價格所帶來之影響[168]，但未有進一步關於公平價格如何決定有進一步之指引，故德拉瓦州法院對於公平價格之決定係賦予法官裁量權，以其認為適當方法決定[169]。

在 1980 年代中期前，德拉瓦法院計算公平價格主要是使用德拉瓦州塊狀法(Delaware Block;又稱 Weight Average Method 或簡稱 Block Method)，此一方法即依前段所提及之三項價格因素做為基數，再給予不同之權重計算而得股份之價值。其中「資產價值」係指公司資產清算結果而定，「市場價值」則為控制權交易未宣布前該股份在市場進行交易之價格。「盈餘價值」指的是控制權交易發生前數年(通常為 5 年)之平均年盈餘[170]。此公式在運用該三項基數之原因為在於評估公司的價值應來自不同面向，若僅依單一指標來評估公司價值會有其限制或偏頗，故應採用以上三項公司經營指標為基數，再以不同的權重以加權方式計算出來的總和評估公司價值，理論上應較為客觀[171]。

該州在法院實務累積下，逐漸採用現代財務法之概念，現今對於公平價格

---

166 原文為" In determining such fair value, the Court shall take into account all relevant factors.".

167 高肇佑，異議股東股份收買請求權與價格裁定程序新思維，臺北大學法律學系碩士論文，頁 41，2014 年 7 月，頁 41。

168 依德拉瓦州公司法(General Corporation Law)第 262 條第 h 項規定，原文為" Through such proceeding the Court shall determine the fair value of the shares exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger or consolidation, together with interest, if any, to be paid upon the amount determined to be the fair value.".

169 Golden Telecom Inc. v. Global GT LP, 11 A.3d 541, 559(Del. Ch. 2014).

170 Bell v. Kirby Lumber Corp., 413 A. 2d. 137(Del. 1980), 引自劉連煜，大法官釋字第 770 號併購正當程序與權利救濟解釋之討論，月旦法學雜誌第 306 期，2020 年 11 月。

171 Tanneties, Inc. v. A.I. Industries Inc., 1979 WL 2700(Del. Ch. 1979)。本項判決中法院係以百分之四十五資產價值，百分之四十獲利及百分之十五股票價格的權重計算公司價值。

DOI:10.6814/NCCU202100088

之評估歸納出三種主要計算公平價格的方式：可比較公司法 (Comparable Company)、可比較交易法 (Comparable Transaction) 及現金流量折現法 (Discounted Cash Flow Method)[172]。前二者在德拉瓦州的判決中有時概括性的被稱為比較分析法(Comparable Analysis)，使用該二法的方式，原則上都是採取挑選與評價公司條件類似的標的進行評估，前者是挑選與被評價公司類型相似的公司，可能是由產業性質、由報表結構或由獲利能力等條件選擇；而後者則是挑選類似交易，以類似交易的條件作為評估之基礎。而關於現金流量折現法，於本文後續將作說明。前述三種方式有時並非單獨應用，例如有判決即以現金流量折現法為主，輔以可比較公司做為參考[173]以決定公平價格是否合理。

第六節　台灣法院裁定與美國德拉瓦州判決整理

本文對台灣法院及美國德拉瓦州法院自 2008 年至 2017 年間對於股東行使收買請求權時對公平價格之爭議所做出之裁定及判決為樣本進行檢視，觀察兩地法院對於公平價格之認定方式，所運用方法或採用之評價報告所採用之評價方法。樣本選擇在台灣部分，係透過司法院全球資訊網之判決書查詢系統查得[174]，在依查詢結果得出六十七件裁定，去除掉未提及裁定方法者共二十六件，選出裁定四十一件，去除之樣本中未提及裁定方法或依據者主要原因為法令適用問題、費用裁定及管轄權等聲請程序上的問題。在美國部分，本文作者以使用 Westlaw Next 資料庫搜尋德拉瓦州於上述期間所得之判決為樣本[175]，搜尋出之樣

---

172 林建中，美國德拉瓦法上股份收買請求權的計算方式和衍生問題，頁 109-111，2013 年 6 月。

173 Laidler v. Hesco Bastion Environmental, Inc., CA. No.7561-VCG(Del. Ch. 2014)

174 裁定書係透過司法院全球資訊網 https://law.judicial.gov.tw/FJUD/Default_AD.aspx 判決書查詢選項進行搜尋。尋條件為民事類，法院名稱分別為臺灣臺北地方法院、臺灣士林地方法院、臺灣新北地方法院、臺灣宜蘭地方法院、臺灣基隆地方法院、臺灣桃園地方法院、臺灣新竹地方法院、臺灣苗栗地方法院、臺灣臺中地方法院、臺灣彰化地方法院、臺灣南投地方法院、臺灣雲林地方法院、臺灣嘉義地方法院、臺灣臺南地方法院、臺灣高雄地方法院、臺灣橋頭地方法院、臺灣花蓮地方法院、臺灣臺東地方法院、臺灣屏東地方法院、臺灣澎湖地方法院、福建金門地方法院及福建連江地方法院；日期為中華民國 97 年 1 月 1 日至 106 年 12 月 31 日，檢索詞語為收買價格而得出之研究樣本。

175 使用 Westlaw Next 資料庫，透過 Delaware Cases 子資料庫，以 Section 262 及 Appraisal 作為關鍵字進行搜尋。

DOI:10.6814/NCCU202100088

本判決， 在德拉瓦州法院判決部分共搜尋出一百零二件判決，完全未提及評價方法者共四十件，選出判決六十二件。前列未提及評價方法之判決主要解決的爭議是交易程序瑕疵、公司對於重大交易揭露資訊不足、對董事忠實及注意義務之疑慮、因併購交易損害持有公司金融工具之異議股東權利等。

下表為台灣及德拉瓦州法院作出裁定或判決時所提及之公平價格評估方式彙總：

表 4-1 台灣與美國德拉瓦州法院判決引用評價方式次數統計

	台灣法院引用次數	德拉瓦州法院引用次數
現金流量折現法	5	40
淨值	14	3
合約成交價或市價[176]	7	12
市價法	7	6
本益比法	6	
可比較公司法	6	15
可比較交易法	4	8
股價淨值比	9	
每股盈餘(EPS)	3	
EBIT/EBITDA	1	6

(本文作者整理)

由上表得出結果得出，在樣本期間台灣法院裁定公平價格時所採用之專家報告並未特別或偏好採用何者方式為主要估價方法，而德拉瓦州法院所採用之估價方式主要則為現金流量折現法。現就台灣及德拉瓦州法院採用主要估價方

[176] 包含公開市場價格，場外交易價格、股東間移轉價格及併購合約價等。

DOI:10.6814/NCCU202100088

式分別說明如下。

一、在台灣法院裁定書方面

(一) 淨值法：

在由財務會計觀點觀察一家公司的價值時，常用的是以淨值來最作為衡量標準。會計學上之淨值計算方式為公司總資產減去總負債，也就是資產負債表[177]中的權益項下總和，代表意義是在報表日股東可享有之權益總額，亦可解釋為該金額接近現時公司整體價值。台灣有法院裁定認為收買請求性質上與退夥相類，應依退夥時財產狀況為公平價格[178]。若暫不討論財務報表中各項會計科目之評價方式，淨值所代表的意義及計算上較為簡單易懂，故在樣本判決中為法院採用之次數比率較多。

(二) 合約成交價或市價：

台灣法令所規範[179]，上市櫃股票以公開市場報價為公平價格，對於未上市櫃股票，若因合併或收購而聲請之裁定，以前述之市場平衡原則，該合併或收購價格可視為系爭股票之公平價值。故有法院裁定認為基於公平原則，應依合併或收購合約價格為公平價格[180]。

---

177 舊會計準則所採用之名詞，在 IFRS 中稱為財務狀況表(Statement of Financial Position)，台灣雖已採用 IFRS，但會計實務上目前仍沿用舊稱。

178 臺灣士林地方法院 98 年度司字第 235 號裁定：本院認公司股東因反對公司受讓他人全部營業或財產之重大決議而請求公司收買股份，究其實質，乃不認同多數股東之意見而退出共同事業之經營，性質上與合夥契約之退夥相類，而退夥之結算係以退夥時合夥財產之狀況為準（民法第 689 條第 1 項），是股份有限公司請求收買股份之價格，應得以「股東會決議之日」公司之淨值以為「公平價格」之參考準據。本件抗告後 (臺灣士林地方法院 99 年度抗字第 25 號)裁結果與原裁定相同。

179 非訟事件處理法第 182 條參照。

180 臺灣臺北地方法院 102 年度抗字第 279 號裁定:例如於非上市公司，雖無市場交易價格得資參酌，然如享有公司控制權之大部分股東於決議合併前已將持有股票以特定價格出售，基於公平原則，亦非不得以該價格為決定決議合併時公平價格之參考依據。次按任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，除符合一定條件者外，應採公開收購方式為之，證券交易法第 43 條之 1 第 3 項亦定有明文，此即為公開發行股票公司強制公開收購之規定，其目的在於確保全體股東均有公平出售股票之權利，並能分享控制股份之溢價利益，同時讓股東在公司經營權發生變動時，得選擇退出公司，因此如原為公開發行股票公司，嗣撤銷公開發行，再購買該公司大部分股票，取得經營權，復進行合併者，本

DOI:10.6814/NCCU202100088

(三) 本益比法：

本益比在股票價格的評估上屬簡單且常見的方式，計算方式是每股市價(Price)除以每股盈餘(Earnings per Share, EPS) 所得出的值(亦有稱為倍數)，用以評估歸類為同性質產業公司的價值。每股市價來自於市場中對系爭股票之成交價格，而每股盈餘資訊則由財務報表中之綜合損益表可取得。本益比計算所採每股盈餘則為公司某一期間之獲利資訊，由於採用的市價屬於變動資訊，故本益比計算結果會因市價不同而有變化。在實務運用上多採用平均本益比的概念，係期望藉觀察時間的拉長消除短期事件對股價的影響，使本益比受短期變動之影響降低。

在運用上，假設某項產業計算出平均本益比為 8，該產業中之某公司年度獲利之每股盈餘為 3，則可估計該公司之合理市價為 24。而另一種看法則是本益比可以解釋為投資該檔股票預期可回收之期間。同前例數據，若一公司股價為 24，公司年度每股盈餘為 3，則投資該檔股票預計回收之年限即為 8 年。此項計算方式簡單，但個別公司即使在證券市場上被歸類為相同產業，其營業性質及項目可能仍有極大差異，產業本益比無法反應別公司的差異狀況，故該方法雖被廣泛地運用在公司股票價格評估上，但若單獨就本益比評估股票價格仍有偏頗之處，故台灣法院雖有以該數值為依據，但仍會參考其他計算之方式結果作成裁定[181]。

諸誠實信用原則及公平原則，並參酌上開立法目的，亦應得以該價格為決定合併時收買異議股東股票之公平價格。本件再抗告後 (臺灣高等地方法院 103 年度非抗字第 46 號)結果與原裁定相同。

[181] 臺灣桃園地方法院 105 年司字第 14 號裁定：…參以陳維林會計師所採用之「市價法」、「淨值法」、「股價淨值比法」等評價方式…本院審酌聲請人所提陳維林會計師及許豪文會計師出具之「普通股股權價值合理性意見書」2 份，其評估聲請人每股股份價格在 23.59 元至 31.60 元，聲請人以每股 30 元之價格向相對人等購買，並無何不公平之處。抗告後 (臺灣桃園地方法院 105 年度非抗字第 55 號)結果與原裁定相同。

DOI:10.6814/NCCU202100088

(四) 股價淨值比法：

計算方式是以股票價格除以每股淨值(簡單算法為淨值除以當年度在外流通股數)。若該數值大於 1，表示取得股票花費的金額大於公司價值；若小於 1，則表示利用投資人可以較少資金取得價值較高的股票。股價淨值比在證券市場上也是廣泛被運用評估股價之數據。因其計算所考量之變數單純且簡單，用以表達公司真正價值仍嫌不足，與前述本益比相同，台灣法院雖有以該數值做為考量公平價格之因素，但仍與其他評估指標的結果一同參考作成裁定[182]。

二、在美國德拉瓦州判決方面：

(一) 現金流量折現法：

現金流量折現概念來自於時間價值。簡言之，因為有利率及通貨膨脹率等因素，同樣的金額在不同時間所代表的價值並不全然相同。以現金流量折現法估算公司價值在計算上是先預估公司未來在繼續經營的每一段期間所結算出現金流入淨額所加總的金額總和來評估公司價值，但因時間有其成本[183]，所以必須加入時間因素考量，將也就是按其個別實現的時間，套用一個時間因子，即折現率(discount rate)調整將其轉變為現在的價值(present value)，計算公式如下：

$$DCF=[CF1\div(1+r)^1]+[CF2\div(1+r)^2]+\ldots+[CFn\div(1+r)^n]$$

CF:各期間現金流量

r: 折現率[184]

[182] 同前註 176。

[183] 張仲岳、蔡彥卿、劉啟群、薛富井，中級會計學，頁 122，2018 年 8 月。

[184] 一般係採用加權平均資金成本(Weight Average Cost of Capital, WACC)為參考值。其計算上考

DOI:10.6814/NCCU202100088

簡言之,上述公式個別計算的值為第一年到第n年折現回到現時的金額，加總後則為預估到第 n 年之現金流量的假設下公司在現在的價值。這項數據所解釋出來的是公司若按預估之期間有預估金額的淨現金流入，考量時間因素(折現)的影響後，公司現在的價值為何。而由上列公式亦可推知，該計算方法最大的影響因素為各期間的現金流量，即預估時間長短與現金流入數額之準確度以及採用之折現率是否合適。

通常依本法進行公司價值評估時，分析人員會先編製現金流量預估，現金流量更詳細的來說指的是自由現金流量(Free Cash Flow)，是指從營業活動所得來的現金流量[185]扣除維持營運所需的資本支出和稅金後之餘額，此餘額才可視為公司真正獲得並不受限制的現金流入。因為編製現金流量所運用的數據來自於公司內部資訊，用該項資料作為計算依據理論上較為貼近公司內部狀況。另一方面而言，在預估現金流量時所必須考慮的因素也相當多，除公司未來經營狀況外，外在經濟環境變化亦為相當大的影響因素，尤其是預估的時間區間越長，因受到各項因素的影響越大，預估準確性會隨之降低，若據此代入計算將會影響評價的正確性。

再者，折現率之應用亦影響本法評價結果甚鉅。舉例來說，若分別考慮2%及 5%之通貨膨脹(即折現率)，一年後，現在所持有的 100 萬現金將分別約為 980,392，及 952,380，且隨時間經過差異會越來越大，這也就是在各分析人員在運用上或為操作或為主觀認定之空間。一旦運用上出現的差異，時間因子的考量差異會導致評估的最終結果南轅北轍。折現率有許多可參考之指標，如銀行定存利率，債券利率或是政府機關所統計而得之經濟指標，但實務上常採用的是加權平均資本成本 (Weighted Average Cost of Capital，WACC)。簡單來說，WACC 是指企業以各種取得資金管道，按其在企業全部

慮取得各種資金來源時會有不同之資金成本，透過加權的計算方式，得出結果即為該公司之平均資本成本。

185 財務報表中之現金流量表將公司現金流量來源除調整項目及其他表達項目外分為三大項，分別為營業活動、投資活動及籌資活動之現金流量。其中營業活動之現金流量代表的是公司一般例行營運所得，以其評估公司本業之現金流量較具意義。

DOI:10.6814/NCCU202100088

資本中所占的比重為權數，對各種長期資金的資本成本加權平均計算出來的資本總成本，用以得到符合公司現況之折現率。

現金流量折現法雖然在德拉瓦州樣本判決中出現次數相當頻繁，但在德拉瓦州法院的判決紀錄裡是在一九八三年起才開始採用[186]，當時對於估價方法的內容並無完整論述，應是法院暫無先例可循故僅能信賴且對評價人員專業，而後隨時間演進後續的各項判決出現後，判決書會將財務分析專家的說明載入，經過研究後法院後續的部分判決已非直接採用評價報告之結果，而陸續有法院調整計算因子後，再重新計算後以其結果作為判決。

三、其他評價方法

可比較公司法及可比較交易法已於本文中說明，而另一在德拉瓦州裁定運用上也出現的是息前、稅前淨利/息前、稅前與折舊攤銷前淨利(Earnings Before Interest and Tax, EBIT/ Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization, EBITDA)。兩種計算方式上大同小異，前者(EBIT)是用稅後淨利加回當年度利息費用及當期所得稅費用，後者 (EBITDA) 則是再將折舊費用(Depreciation) 及攤銷費用(Amortization)予以加回。本法原則是以當期淨利(視為公司當年度所獲得之現金)為基礎，檢視在排除當年度融資成本、稅負及不影響現金流量之折舊費用與攤銷費用後再還原公司獲取現金流入之情形。本法計算上亦屬簡單，所有數據可由財務報表得出，也廣為被金融機構用以評估公司之價值或償債能力。但本法計算上所運用金額會有先天上的限制，例如若以綜合損益表中的本期淨利中為基礎作計算，該金額係含有非經常性的收入或支出項目，例如處分資產生之損益及匯兌損益等非經常性發生之交易。故運用計算上仍需檢視報表內容並作細部之新增或排除之調整，得出之結果將較為貼近現況。

[186] Weinberger v. UOP Inc., 457 A.2d 701 (Del.1938).

DOI:10.6814/NCCU202100088

四、其他考量因素

除上述評價方式之運用，台灣法院的裁定書及德拉瓦州判決書也出現另一些調整公平價值的機制，其中較常提及的就是流動性折價及控制權溢價，說明如下。

(一) 流動性折價

上市櫃公司股票於證券市場掛牌交易，性質上屬於公開市場且可參與交易人數眾多，為活絡之交易市場。興櫃及未上市櫃公司之股票因無公開市場，交易方式及價格僅可透過證券商撮合交易或交易雙方自行議定，相較前者屬於不活絡之交易市場。投資人投資某一公司股票，其預期投資報酬除股利收入之外，出售時之價差亦為其考量之重要因素。當持有興櫃或未上市櫃公司股票之投資人有處分計畫時，因為所處之交易市場較不公開活絡，交易資訊並不透明，故可能會延長成交時間，或者未必能依其原有意思或價格完成處分計畫。相對於有活絡交易及公開資訊之上市櫃公司股票，持有興櫃或未上市櫃公司股票投資人可能會接受以較低之成交價格作為交易資訊不足之補償，以吸引其他投資人承接其持有之興櫃或投資未上市櫃公司股票。前述導致興櫃或未上市櫃公司股票流動性不足致使買賣雙方願意接受之價格差異即為興櫃或未上市櫃公司股票之「流動性折價」。

評價人員進行價值結論之判斷時，應依評價標的之性質，考量其市場流通性及控制權對價值之影響，並為必要之折價、溢價調整[187]。但有學者認為，流動性折價並非對每一種評估的股票價格都適用，仍會有其限制，限制理由為流動性折價係因出售方認為其持有之股票因為無活絡市場可供交易，故願意接受價格之折價以成就該項交易，故僅會產生於自願性交易。在樣本中台灣法院有判決接受該觀點[188]，但在台灣其他法院是否亦持相同見解，仍需要

[187] 評價準則公報第四號第二十七條參照。

[188] 臺灣臺南地方法院 99 年度抗字第 87 號裁定：本院委請東吳大學會計系沈大白教授說明「流動性折價」之理論基礎，沈大白教授於 101 年 1 月 18 日出具之榮重鋼構流動性折價鑑定報告說明如下：所謂流動性折價主要是指某未公開發行的公司因缺乏公開市場，故其價值評估

DOI:10.6814/NCCU202100088

更多觀察。在樣本中德拉瓦州判決方面，對於流動性折價則多採用專家之評估結果，未提出限制的說明。

(二) 控制權溢價

對於控制權之定義，法律上之控制主要係以表決權是否過半數而定，但在會計上，依最新之國際會計準則 IFRS10 對於控制權之定義：控制之定義包括三大要素，對被投資者之權力、暴露於或是有權取得被投資者之變動報酬、及有能力行使其對被投資者之權力以影響投資者之報酬。也就是說現階段所謂控制不僅是就形式上表決權的過半數而言，已經轉為進一步探討投資人對公司實質上是否具影響力而定。例如是否有位於掌握公司經營實際權力的位置，是否與他人有未明文化的合作協議，據此可以掌握公司之經營，已取得董事會過半之席次或是對公司重要經營事項具裁決的權力。

控制權溢價來自於併購交易中，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之股價的額外對價[189]。由於具控制權股東有能力透過選舉擔任董事之職位參與公司的經營決策，諸如股利政策的制定、公司投資計畫決議與執行或對於公司資產實行處分計畫等，相較於不具有控制力的少數股權股東而言，投資人基於希望取得掌握公司的控制權所帶來之利益而可能願意支付較高的交易對價。但掌握控制權所帶來多少利益，而投資者願意為此多支付多少對價，事實上並無法實質上或予以量化檢視及認定故在交易價格上應予以審酌考量。

按台灣證交法第 43 條之 1 第 3 項強制公開收購規定，係為確保全體股東有參與應賣之機會，藉此分享控制權之溢價利益[190]。此規定雖現僅及於

需要考慮其流動性的不足而加以折價等語（見本院卷二第 22 頁）。由此可知，在未公開發行公司股票之交易實務上，因此種股票無公開交易市場之存在，致股票持有者欲出售其持股時，其出售價格需考慮流動性折價方有可能為買方所接受而成交，因此，流動性折價應係於自願性交易情況下，始有適用之價格決定因素。

189 Shannon Pratt, Robert Reilly & Robert Schweihs, Valuing a Business –the Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 2004 4th ed., at 349, 引自劉連煜，現代公司法，頁 180-191，2020 年 9 月。

DOI:10.6814/NCCU202100088

「募集」及「發行」有價證券之公司，然為平衡股東之權利，亦應適用於進行同樣交易之公司[191]。由股票評價之角度來檢視，控制權溢價可以視為影響公平價格的其中一個因素[192]。但以法律上平衡股東權利之出發點作為考量，控制權溢價會影響多數股東與少數股東利益分配的公平性，故控制權溢價是否可作為公平價格之調整因素或具體化其影響，確有討論及可能被操作之空間[193]。

國立政治大學 National Chengchi University

190 劉連煜，新證券交易法研習實例，頁 187-192，2018 年 9 月。

191 依臺灣臺北地方法院 95 年度司字第 1073 號民事裁定：本諸誠實信用原則，前東 O 媒體公司聲請撤銷公開發行以規避上揭規定之適用，自應則另概括承受其權利義務之相對人，以同樣之價格向異議股東購買渠等之股份，始符合公平原則，俾以保護弱勢小股東。

192 臺灣臺北地方法院 95 年度司字第1073 號裁定。章友馨，齊頭式公平是真公平嗎？從凱雷收購東森媒體案論股份收買請求權公平價格之裁定，月旦財經法雜誌，第13期，頁142 -144，2008 年 6 月。

193 臺灣士林地方法院 104 年度抗字第 46 號裁定：另抗告人主張本件係相對人公司之董事所主導之經營階層收購，大股東因本件收購而能取得或鞏固對於相對人公司之控制權時，於認定公平價格時即需加計控制權溢價云云，並未提出任何理論依據，自難遽採；更況抗告人主張控制權溢價應為股價之「20% 」云云，並無任何證據可憑，尤屬無稽。

DOI:10.6814/NCCU202100088

第五章　結論

第一節　台灣法院裁定及美國德拉瓦州判決對股票評價之差異

依前章對公平價格之評定以及中台灣與德拉瓦州法院於樣本所做出對公平價格判決及裁定，本文有下列幾點發現。

一、評價人員專業資格不同致採用之評價方法差異

依台灣非訟事件法第 182 條第 1 項，「公司法所定股東聲請法院為收買股份價格之裁定事件，法院為裁定前，應訊問公司負責人及為聲請之股東，必要時，得選任檢查人就公司財務實況命為鑑定。」。依本文所整理之裁定書所載，法院多依聲請人及被聲請人所委任之鑑價人提出之評價報告進行審理並裁定價格，裁定書所提及之鑑定人身分主要為會計師，而美國德拉瓦州判決中所引用獨立鑑定人(機構)多為財務金融學者及從事相關行業(證券、財務顧問業)人員等。

台灣及德拉瓦州所偏好委任之評價人員身分有所差異，本文由兩地檢查人之專業資格及業務範圍檢視偏好差異原因。下表整理為台灣及美國評價人員取得資格方式：

表 5-1 台灣及美國會計師專業資格取得方式明細表

	台灣會計師	美國會計師
學歷資格	(一)公立或立案之私立專科或符合教育部採認規定之國外專科以上學校會計、會計技術、會計統計、會計資訊、會計與資訊科技、會計（與）財稅、財稅、財政、財政稅務科、系、組、所畢業，領有畢業證書者。	(一) 大學畢業 (二) 除少數州仍允許 修畢 120 學分可報考外，多數州都已經採用 150 學分要求。而各州對於報考者是否修畢特定的會計及商學相關課程也各有要求。多數的州要求報考者至少須修習過 20 至 30 財務會

DOI:10.6814/NCCU202100088

	(二)已修習相關學分[194]。 (三) 高等檢定考試相當類科及格者。	計、審計、稅法、商事法等課程及相當的商學課程學分。
考試科目	(一) 國文 (二) 中級會計學 (三) 高等會計學 (四) 成本會計與管理會計 (五) 審計學 (六) 公司法、證券交易法與商業會計法 (七) 稅務法規	(一) 商業環境與理論（Business Environment & Concepts）[195] (二) 審計與簽證（Auditing & Attestation） (三) 法規（Regulation）[196] (四) 財務會計與報告（Financial Accounting & Reporting）
性質及其他要求	國家考試，全國執業	各州獨立舉辦，通過考試可於該州執業(有工作經驗要求)，若跨州執業按各州規定須取得該州法規考試或認證，性質上類似國家考試。

(本文作者整理)

[194] 會計、稅法、公司法及證交法相關學科至少 7 科，每學科至多採計 3 學分，合計 20 學分以上，其中須包括中級會計學或會計學(二)、成本會計或管理會計、審計學或高等審計學等 3 學科，有證明文件者。

[195] 含經濟學、財務管理、成本及管理會計及電腦應用等商業基礎知識

[196] 含聯邦稅法(Federal Taxation)及商事法

DOI:10.6814/NCCU202100088

表 5-2 台灣與美國會計師以外之專業評價人員專業資格取得方式明細表

	台灣證券分析師	台灣企業評價師[197]	特許財務分析師(CFA)[198]
學歷資格	(一)大專以上學歷 (二)公務人員高考或相當於高考及格 (三)已取得投信投顧或證券商高級營業員資格 (四)具相關工作經驗	(一)大專以上學歷 (二)公務人員普通考試及格 (三)具相關工作經驗	大專以上學歷
考試科目	(一) 證券交易相關法規與實務(含投信投顧相關法規及自律規範) (二) 投資學 (三) 會計及財務分析 (四) 總體經濟及金融市場	(一) 企業評價理論 (二)企業評價法規 (三)評價方法 (四)財務分析 (五)未來現金流量預估 (六)資本化率/折現率 (七)評價之折、溢價 (八)報告撰寫 (九) 個案研究	(一)道德操守（Code of Ethics）與專業行為準則（Standards of Professional Conduct） (二)數量方法 (Quantitative Methods) (三)經濟學 (Economics) (四)財務報表與分析 (Financial Reporting and Analysis) (五)公司財務管理

197 台灣現有三個單位可認證企業評價師，分別為中華無形資產暨企業評價協會、中華企業評價協會評價人才培訓班及工業技術研究院智慧財產評價人才培訓班，本欄資訊係以各單位所要求資格合併整理。

198 由 CFA 協會（CFA Institute）授與。1962 年波士頓，芝加哥，紐約和費城等四個金融分析學會中一些金融分析師創建了特許金融分析師（CFA）並舉辦考試，同時制定了行為準則。認證單位為 AIMR（Association for Investment Management and Research），該單位於 1990 年成立，是由於 1947 年成立的金融分析師聯盟（Financial Analysts Federation）與於 1962 年成立的特許金融分析師學院（Institute of Chartered Financial Analysts）合併而成;於 2004 年更名為 CFA 協會（CFA Institute）。

DOI:10.6814/NCCU202100088

			(Corporate Finance) (六)股權投資 (Equity Investments) (七)固定收益 (Fixed Income) (八) 衍生性工具 (Derivatives) (九)另類投資 (Alternative Investments) (十) 投資組合管與財富管理 (Portfolio Management and Wealth Planning)
性質及其他要求	非官方機構認證[199]	非官方機構認證[200]	非官方機構認證，但為國際上廣為認可其資格

(本文作者整理)

若以會計師為評價人員，由上述列表得出，台灣與美國會計師對於學歷、考試資格要求類似，必須通過考試之學科亦近似，內容同為會計學、審計學、商業法規及稅務法規等。在業務範圍方面，台灣及美國會計師執業範圍主要為財務報表簽證業務，其工作內容為對企業之財務報表透過各項審計方法予以驗證，為投資人或報表使用者提供高度可信之財務報表。除前列財務報表簽證業務之外，會計師業務處理稅務案件(申報、租稅規畫與建議及充任行政訴訟之代

[199] 現辦理認證之機構為財團法人證券暨期貨市場發展基金會。

[200] 現辦理認證機構有四：中華無形資產暨企業評價協會、中華企業評價學會評價人才培訓班、工業技術研究院評價分析師認證班及美國評價分析師協會(National Association of Certified Valuators and Analysts, NACVA)台灣分會。

DOI:10.6814/NCCU202100088

理人)亦為大宗，其他業務則多為專案查核案件(Due Diligent)。專案查核案件係依客戶要求進行特殊目的查核，業務範圍較為多樣性，例如財務報表個別科目或事項查核，非例行性之內部控制缺失查核及資產評估等。但也因案件執行內容來自於客戶之委任與指示，非依會計原則進行評估，故較欠缺獨立性。而對股票公平價格之評估，性質上即屬專案查核的一種。

綜觀會計師之專業資格及執業範圍可見，主管機關和投資大眾對會計師的業務認知及期待多為希望透過其專業把關以取得可靠的公司財務資訊及協助提升公司合規性，或是獲得專業的稅務諮詢及建議。會計師執業所仰仗之工具為會計準則公報、審計準則公報及商業法規(含公司法、證交法)及稅務法規等。就對股票公平價格的評估方式，審計準則、商業及稅務法規並無直接關聯性，而會計準則公報內容主要在規範公司帳務處理及財務報表表達方式，屬於對過去財務資料的處理。依本文前述，股票公平價格不僅須考慮公司現時的價值，也必須考量未來性，故公平價格之評定會涉及財務分析及各種假設。但就前章所整理出之台灣法院裁定書中所提及之專家鑑定方式，因鑑定人身分多為會計師，故多以其熟稔之內容及方式進行評估，亦即多採用財務報表的數據做為計算基礎的評價方式(例如：淨值、本益比及股價淨值比等)。但因使用之財務報表數據為歷史紀錄，即與前述公平價格評估須考量未來性之觀點會有所不同。

以現金流量折現法為例，在以該法評估計算所需資料中，就前述以此法作公平價值評定的兩個重要因子為預估現金流量及折現率。會計師較為嫻熟部分應為評估及分析公司所提供現金流量相關預測之合理性，而對於計算中所需考量的折現率或是資金成本的計算因涉及經濟學、財務金融等專業領域，若非透過進修、外部資源協助或是取得其他專業認證，會計師在這方面的專業程度比之財務專業分析人員、證券分析師或是企業評價師似有不足之處。而財務專業分析人員、證券分析師或是企業評價師對於財務報表之了解及揭露資訊等項目就整體而言並不如會計師，這也是評價人員專業認證先天上的限制。但在現金流量折現法的運用，在專業領域的認證及工作要求，財務或證券分析師及企業

DOI:10.6814/NCCU202100088

評價人員較為熟悉市場變化及趨勢，故對折現率這種與市場資訊息息相關的因子，其評估及採用會較會計師更為嫻熟及合理。

但會計處理依現今之 IFRS 規定導入現時價值之觀點後，由於各項會計科目之評估方式及揭露的為接近公平價值之觀點，會計師依此可對公司未來性之評估有可參考之指引，對於其未來執行股票價格評定之業務應有相當程度之幫助。而未來法院在審理此類之聲請案件時，建議應該要了解其鑑定人專業背景及優缺點，對於其評價報告之運用會使兩造獲得更合理之裁定結果。而在台灣法院現多採用會計師之報告,後續的裁定當中如仍多數依賴會計師之評價報告，其出具之報告結果是否因適用 IFRS 而使會計師因修正評價方式而呈現不同之概念原則及結果，仍待持續觀察。而在樣本判決中，相較於台灣，德拉瓦州之判決所採用之鑑價報告之出具人未出現會計師，可能考量會計師的專業領域與股票鑑價所需之技術有所差異所致。但在 IFRS 漸被採用之後，會計師開始運用評價技術以查核財務報表內各項科目，此趨勢是否會影響於該州股份公平價格爭議事項發生時,也開始以會計師充任鑑價專家之情形,亦可為後續之觀察點。

在非會計師之專業評價人員方面，本文整理出目前台灣及德拉瓦州法院裁定或判決所引用之評價報告，除會計師所出具外，在其他之評價人員方面，在台灣有財務金融學者、證券分析師、評價機構(以企業評價師及學者為企業評價人員共同作業)，而德拉瓦州則以財務金融學者及獨立評價機構為主。以上表所列，無論台灣或美國對於評價人員之學歷要求及資格測驗內容亦高度相似，若單純以股票公平價格評估案件來看，而其專業資格測驗的科目相較於會計師更具高度相關性。

上述所列示之評價人員，包含台灣與美國會計師與評價人員，僅有台灣會計師是需要透過國家考試取得資格。美國會計師係以通過聯邦法所規定之考試科目後取得資格。但因係透過各州政府所舉辦，性質上類似國家考試，雖具官方認證色彩但不如台灣直接。而評價人員專業程度部分，在台灣及美國皆為非官方機構所認證。但以公信力而言，美國特許財務分析師認證測驗難度頗高，

DOI:10.6814/NCCU202100088

而通過取得資格之評價人員專業程度亦相當具水準，現廣為世界許多國家認可其資格，在世界各國金融業對其執業能力亦頗受肯定，至於對於是否為官方所認證並即非考量重點。在台灣目前認可取得特許財務分析師效力及執業範圍等同台灣證券分析師，但因認證單位緣故，在台灣及美國法院所裁定或判決所採用的評價報告中，台灣仍以通過國家考試的會計師為主，美國則以財務金融分析專長之機構或人員為考量。

綜合上述，無論是以會計師或是以財務評價人員為專家，在鑑定股票公平市價時都有其長處也會有其不足，法院應對鑑價專家的專業資格做整體檢視，進而對其評價方法的優缺點有相當程度之認識，在此基礎下才能依不同聲請案件狀況評估做出較為適當之裁定。另，既台灣對於專門職業技術人員之認證皆須通過國家考試來增加其公信力，在鑑定人資格方面，台灣國家考試已有不動產估價師之類科，建議亦可新增諸如股票評價人員類科之考試，藉股票評價技術相關科目之測驗認證，獲得更專業之評價人員，除讓專業分工更加細膩，所得到之評價結果應會更加適當。

二、評價報告之採用方式不同

觀察本文所整理之台灣與德拉瓦州公平價格之裁定與判決，在台灣方面以裁定書內容所載，最常採用的方式係先檢視評價報告所評估得出之價格或價格區間,再依據聲請人及被聲請人雙方所主張之價格是否與評價報告之價格相同、相近或是落在評價報告所計算出之區間，作為最終的裁定結果，雖部分有調整之情形，且多半為簡單折衷之調整，例如將以發放之股利加回[201]，以不同方式計算之平均值做為裁定結果[202]等。

而在德拉瓦州的判決中，部分會提及評價人員之專業資格，多數則會將評

[201] 臺灣新竹地方法院 105 年司字第 20 號民事裁定參照。經抗告後 (臺灣高等法院 106 年度非抗字第 70 號)結果原裁定相同。

[202] 臺灣新竹地方法院 106 年司字第 22 號民事裁定參照。經抗告後 (臺灣新竹地方法院 107 年度抗字第 32 號)結果原裁定相同。

DOI:10.6814/NCCU202100088

價所依據之方法及引用數據詳細記錄，並說明法院之看法，倘若法院認為有不合理需調整之理由，亦會註明法院見解並說明經法院調整後之結論。以台灣與德拉瓦州裁定與判決中提及與評價上最常採用的現金流量折現法為例，台灣法院裁定書會提及所聲請人或被聲請人提出之評價報告中，鑑價人採用了現金流量折現法，並依此得出系爭股票之合理價格或合理價格區間應為何，再視聲請人或被聲請人何者主張之價格與評價報告相同或落在評價報告所計算得出之區間，作為最終之裁定結果，本文整理之樣本裁定中，僅發現一份法院調整鑑定人意見書中之計算參數而得出計算結果[203]；另一份則是法院列示出其認可採用之估價方法及數據，取最高值及最低值平均後為最終裁定價格[204]，此外則未見法院有其他調整之情形。而在德拉瓦州法院判決書中會列示出評價報告之內容，例如將現金流量折現法之重要因子如現金流量預估金額、折現率及加權平均資金成本等列示出計算方式、基本假設及參考依據加以檢視再得出其判定之公平價格。在部分判決中也出現法官認為所引用之數據或假設不合理，加以調整部分重要因子後再以重新計算之結果作為判決之依據[205]。另一可以注意的地方是台灣因依經濟部 92 年 07 月 29 日經商字第 09202148190 號函表示公平價格有可能出現情形之情形有市場上客觀之成交價、同類或類似產業股票之參考價及買賣雙方協議並載明於合約之價格等三種，故在系爭股票若有上市櫃公司於及中交易場所報價，或任何可取得之買賣協議(如併購合約所載價格、公開收購合約價格或是股東間股份移轉合約價格等)，多半係以該價格作為裁定價格，若為興櫃、未上市或買賣協議，因可能有報價不公開及合約內容受人為操縱導致價格不真實的考量，最終仍會仰賴鑑價報告結果。摒除採用鑑價報告，在本文整理之樣本中，德拉瓦州法院在部分判決裡，即使已獲得集中市場交易價或是相關於股份轉讓合約價款，仍會考量市場因素，時間及因控制權或少數股權

[203] 臺灣台中地方法院 97 年抗字第 28 號民事裁定參照。
[204] 臺灣台南地方法院 99 年抗字第 87 號民事裁定參照。
[205] Dunmire v. Farmers & Merchants Bancorp of Western Pennsylvania, INc., DeFAX CA. No.067423 (Del. Ch. 2016)

DOI:10.6814/NCCU202100088

可能產生之折溢價情形案以專家報告之意見作相關調整，並非直接採用，與台灣裁定直接採用的方式亦有明顯差異之處。

三、樣本判決非屬公平價格評定方式之問題

本文針對台灣法院判決及德拉瓦州的裁定書觀察得知，在台灣裁定書樣本中有 38%非因公平價格評定(樣本 67 件，非公平價格評定 26 件)。而德拉瓦州判決書樣本中有 39%非因公平價格評定(樣本 102 件，非公平價格評定 40 件)。在審理股份收買請求權之案件中，非因公平價格評定爭議案件比率占全部案件比率接近。再探其內容，台灣法院裁定書中所載非公平價格評定爭議案件中，大致有法令適用問題[206]、費用裁定及管轄權[207]等問題。

依企業併購法第 5 條第 3 項規定雖要求必須說明決議併購之理由，但並未具體更進一步規定揭露相關資訊之時間及具體內容。又依公司法第 23 條第 1 項及企業併購法第 5 條第 1 項，揭露義務係來自於董事之善良管理人之注意即忠實義務。可能導因於台灣市場規模較小，商業環境及交易型態相對單純，又因法令規定有不足之處，對如類似董事忠實及注意義務疑慮較為抽象的問題並未產生爭議，僅多聲請於法律上明文規定之爭議事項作裁定。相較於德拉瓦州之判決書中所載非公平價格評定爭議案件中爭議問題相較台灣更多樣化，有交易程序瑕疵、公司對於重大交易揭露資訊不足、對董事忠實及注意義務之疑慮、因併購交易損害持有公司金融工具之異議股東權利等。兩地樣本判決中屬於非公平價值評定之其他爭議事項及類別有顯著不同，但隨未來台灣商業環境更加開放及受國外判決影響，對於較為抽象之爭議事項可能會增加，屆時法院審理上非僅由條文之引用，可能更進一步必須由立法精神及學說等方面來進行，做為其裁定之基礎，對未來台灣法院審理此類案件上會是一項挑戰。

[206] 臺灣桃園地方法院 103 年抗字第 77 號民事裁定參照。
[207] 臺灣新竹地方法院 99 年抗字第 128 號民事裁定參照。

DOI:10.6814/NCCU202100088

第二節　總結

投資人都有其對於投資標的之前景有個人見解，並據以作成其投資決策已期獲得利益。當發生異議股東收買請求權之議題時，由於該事件並非在投資人從事投資時預期之內，必須被迫中止或改變其投資決策，故投資人對於此機制所帶來之預期損失會希望能透過公平價格的評定來彌補。對於公平價格之評定，不管是鑑定人的專業或是評估方式的運用，目前都未有臻於完善的結論，只能隨時間推演出較適合方式。

在本文所選列之樣本之裁定及判決中，台灣的裁定方式由較久遠以前上市櫃股票採用股價，興櫃及未上市櫃股票採用淨值之原則，漸漸演變為將其他評估指標也列入作為裁定參考，但台灣法院比較傾向於以可明確獲得之資料如財務報表等作為評價基礎，以減少人為操作之情形，又因法令並未明確表列鑑定人「得」或「建議」採用的方式或是以判例型態所為審理的參考，仍仰賴承審法官之認定。

在德拉瓦州方面經過長時間發展，該州法院審理此類案件已由其經驗明確歸納出三種評估公平價格之方式作為後續審理時之參考，但其主要評估方式涉及財務金融專業程度較深入，又許多判斷屬於鑑定人專業之見解，並未因可能產生人為因素影響而改變。以樣本判決來看，仍有以法院調整後再作出判決的紀錄，故該州法院應以此做為制衡人為因素之機制。相較於台灣的裁定，德拉瓦州作成判決之程序及評價方式較顯細膩，其判決結果對於兩造會更具說服力，值得台灣法院審理此類裁定案件時可為借鏡之處。然此方式因程序上所考慮及評估的因素更多，在尋求更多專業意見及證據時，對於法院或是兩造雙方可能會造成之訴訟成本及訴訟時間增加，在作為台灣法院可參考之方式時，亦應將此影響列入考量。台灣於 2021 年 7 月 1 日商業法院法施行之後，公開發行公司裁定收買股份價格之事件將專屬商業法院管轄[208]。期望商業法院成立後能經由

[208] 劉連煜，現代證券交易法實例研習，頁 7-9，2020 年 9 月。

DOI:10.6814/NCCU202100088

此類案件審理結果逐漸累積產生具體或更合於實際情況之股份公平價格評定方式，以對於案件雙方當事人之權利有更佳之保障機制。

DOI:10.6814/NCCU202100088

參考文獻

一、中文文獻

(一)書籍

1. 王文宇、林國全，2015 年，公司法，元照出版公司。
2. 姚志明，2016 年，公司法，元照出版公司。
3. 柯芳枝，2013 年，公司法論，三民書局。
4. 張仲岳、蔡彥卿、劉啟群、薛富井，2018 年，中級會計學，東華書局。
5. 陳春山(譯)，2011 年，美國公司法-德拉瓦州公司法經典案例選輯，新學林出版社。
6. 黃日燦，2004 年，法律決勝負-企業併購與技術授權，天下雜誌出版社。
7. 黃偉峯，2016 年，台灣企業併購法，台灣通商法律事務所。
8. 廖大穎，2016 年，公司法原論，三民書局。
9. 劉連煜，2020 年，現代公司法，新學林出版社。
10. 劉連煜，2020 年，現代證券交易法實例研習，元照出版社。
11. 謝哲勝，2017 年，企業併購法律與政策，元照出版社。
12. 謝劍平，2020 年，投資學：基本原理與實務，元照出版社。

(二)研究報告

1 陳俊仁、呂佳靜、張佩璘、羅元媛、何宥昀、楊亮嘉，2011 年，異議股東股份收買請求權之研究研究成果報告，行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告，成功大學法律系。

(三)期刊

1. 朱德芳，2006 年，效率、併購與公司治理-以敵意併購之法規範圍為核心，中原財經法學，第 17 期。
2. 李建良，2018 年，法學方法與基本權解釋方法導論，人文及科學集刊，30:2 期
3. 林國全，1999 年，反對合併股東之股份收買請求權，月旦法學雜誌，第 52 期。
4. 許美麗，2004 年，股份收買請求權實務問題之研究，全國律師，第 8 卷 11 期。

DOI:10.6814/NCCU202100088

5. 章友馨，2008 年，齊頭式平等是真公平嗎?從凱雷收購東森媒體案論股份收買請求權公平價格之裁定，月旦財經法雜誌，第 13 期。

6. 張逸婷、陳一銘、李智仁，2006 年，公司減資與股份收買請求權之行使－台灣高等法院 93 第年上字 838 號判決之評析與延伸，法令月刊，57 卷 10 期。

7. 黃朝琮，2017 年，控制權溢價之意涵及其歸屬，交大法學評論，第 2 期。

8. 游啟璋， 2006 年，股份收買請求權的股東退場與監控機制，月旦法學雜誌，第 128 期。

9. 劉連煜，2020 年，大法官釋字第 770 號併購正當程序與權利救濟解釋之討論 - 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，第 306 期。

10. 蔡英欣，2014 年，股份收買請求權制度之探討，全國律師，第 18 卷。

(四)學位論文

1. 邱淑卿，2003 年，從現金逐出合併論我國股份收買請求權，未出版之碩士論文，國立台北大學法律學系。

2. 卓俊雄，2003 年，由經濟觀點論股份收買請求權，未出版之碩士論文，東海大學法律學研究所。

3. 洪培睿，2009 年，異議股東股份收買請求權制度之研究，未出版之碩士論文，國立臺北大學法律學系。

4. 高肇佑，2014 年，異議股東股份收買請求權與價格裁定之新思維，未出版之碩士論文，國立台北大學法律學系。

5. 連宏仁，1990 年，股份有限公司之少數股東權之研究，未出版之碩士論文，東吳大學法律研究所碩士論文。

(五)網路文獻

1. 中華徵信所，企業或無形資產評價的三種方法，上網日期 2020 年 7 月 11 日，檢自：http://www.credit.com.tw/newcreditonline/Epaper/ThemeContent aspx ? sn= 8&unit=421

2. 馮果，論公司股東與發起人的出資責任，上網日期 2015 年 3 月 5 日，檢自：http://www.hflib.gov.cn/law/law/falvfagui2/MSF/LWJ/1257.htm

3. 陳塘偉，異議股東股份收買請求權相關問題探討，上網日期 2018 年 1 月 9 日，檢自：http://www.ntpu.edu.tw/law/upload/webstyle_default /79751507.pdf

DOI:10.6814/NCCU202100088

4. 經濟部加工出口區勞動力統計分析，上網日期 2015 年 4 月 8 日，檢自 www.moea.gov.tw/gnweb/sexstatistics/file/加工出口區勞動力統計分析-9705.pdf

(六) 其他

1. 評價準則公報，財團法人中華民國會計研究發展基金會

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202100088

二、英文文獻

(一)書籍

1. Daniel R. Fischel, (1983). The Appraisal Remedy in Corporate Law, AM. B. FOUND. RES. J.
2. HOLMES, O. W., (2009). THE COMMON LAW, Harvard University Press.
3. Patrick A. Gaughan,(2007). Mergers, Acquisition and Corporate Restructurings, JOHN WILEY & SONS INC.
4. PHILIP I, BLUMBERG, (1993). The Multinational Challenge to Corporation Law, Oxford University Press,

(二)期刊

1. Barry M. Wertheimer, (1998). The Shareholders' Apprasial Remedy and How Courts Determine Fair Value, 47 Duke Law Journal.
2. Daniel R. Fischel, (1983). The Appraisal Remedy in Corporate Law, AM. B FOUND. RES. J.
3. Elliot J. Weiss, (1981). The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspectives, 56 NYU Law Review.
4. George S. Geis, (2015). An Appraisal Puzzle, 105 Nw. U. L. Rev.
5. Peter V Letsou, (1998). The Role of Appraisal in Corporate Law, 39 B.C.L. Rev.

(三)其他

1. IFRS 13 Fair Value Measurement, (IASB 2011).

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202100088