

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

張 心 悌*

要 目

壹、前 言	(一)美國學者之觀點
貳、逐出少數股東之基礎概念	肆、我國法對少數股東之保護
一、逐出少數股東之手段	一、概 說
二、逐出少數股東之評價	二、資訊揭露義務
三、逐出少數股東之經濟分析	三、受託人義務
(一)效率觀點	(一)注意義務與獨立專家
(二)財產法則v.補償法則	(二)利益衝突與迴避
參、美國法對少數股東之保護	伍、檢討與建議
一、資訊揭露義務	一、資訊揭露義務
二、受託人義務	二、受託人義務
(一)美國法院重要判決	陸、結 論

* 臺北大學法律學系副教授，美國加州大學柏克萊分校法學博士。作者感謝兩位審稿委員之寶貴意見。

投稿日期：九十九年十月二十一日；接受刊登日期：九十九年十二月二十八日

責任校對：林嘉瑛

摘 要

控制股東對少數股東之逐出交易多係以合併逐出少數股東或公開收購逐出少數股東之方式完成，於該等交易中少數股東權益之保護在我國亦日漸受到重視。本文即以「逐出少數股東交易」為研究對象，先建立對逐出少數股東交易之正確評價與規範目的，進而參考美國立法、實務與學說見解，並對我國逐出少數股東交易之規範提出檢討與建議。

在資訊揭露義務方面，本文建議我國應可考慮針對逐出少數股東交易之資訊揭露作特別之立法，而非僅以公開收購說明書準則支應之。在受託人義務方面，本文建議在資訊充分揭露之前提下，倘於逐出少數股東交易中，公司已設有具交易否決權之特別委員會，經該特別委員會通過之交易，在董事會與股東會表決時，具利害關係之董事或法人股東無需迴避；惟若公司就該逐出少數股東交易，並未設有具交易否決權之特別委員會，或特別委員會拒絕該交易，則在董事會與股東會表決時，具利害關係之董事或法人股東則必須迴避，以回歸自我交易保護少數股東之設計。如此，應可達成平衡保護少數股東與鼓勵企業進行價值增加逐出交易之規範目標。

關鍵詞：逐出少數股東、資訊揭露義務、受託人義務、合併逐出少數股東、公開收購逐出少數股東、現金逐出合併、企業併購

壹、前言

一般而言，控制股東取得控制權私利（private benefit of control）的方式主要有下列三種方式：一、逐出少數股東，或稱權益凍結（freezeout）；二、經由出售公司控制權（sale of control）取得控制權溢價（control premium）；三、透過自我交易（self dealing）或關係人交易（related party transaction）獲取利益。在此三種類型中，以第一種類型，即逐出少數股東之方式對少數股東權益影響最大，蓋以折價逐出少數股東之手段，將使少數股東無法參與分配公司未來經營的成果¹。

逐出少數股東交易中最具爭議的問題，即為控制股東以犧牲少數股東之權益，例如給予較低的對價，而獲取利益。另一方面，逐出少數股東亦有其正面綜效的產生，例如公司得降低代理成本，因此，對逐出少數股東交易之規範，在其總體成本效益分析具有不確定性的情況下，不宜採取全面禁止或全面允許之極端規範，而應在保護少數股東權益之同時，亦允許控制股東享有某程度上因逐出少數股東所帶來的控制權私利，並達到鼓勵價值增加之逐出少數股東交易（value-increasing transactions）的目的。因此，如何在少數股東之保護與鼓勵價值增加交易間尋求一個平衡點，即成為逐出少數股東交易的規範目標，亦為本文之研究重心與目的。

參考美國相關文獻，在逐出少數股東交易中，對少數股東的保護手段主要有三：一、課以控制股東適當的資訊揭露義務，例如美國證券管理委員會（Securities & Exchange Commission, SEC）公布之規則Rule 13e-3；二、課以公司控制股東應盡到一定之受託人義務（fiduciary duty）；三、賦予少數股東於遭受逐出交易時股份收

¹ Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785, 786 (2003).

買請求權 (appraisal right)²。由於股份收買請求權之議題相當龐大且複雜，本文限於篇幅，就對少數股東於逐出交易時之保護，僅以前述資訊揭露義務與受託人義務為本文之研究範圍。同時，本文討論之對象，亦以股份有限公司為限。

此外，應予說明的是，「逐出少數股東」或「權益凍結」通常係指控制股東利用其控制力以現金或控制股東之股份購買全部少數股東股份之交易，而迫使少數股東喪失其股東地位³；與其十分近似的概念包括「權益排擠」(squeezeout)、「私有化」(going private)、「母子公司合併」(parent-subsidiary merger)、「購買全部少數股份」(minority buyout)與「現金逐出合併」(cash-out merger)等。上述概念雖有細緻之差異性⁴，但在實際操作上多交替使用，故本文皆以「逐出少數股東」一詞行文，以求簡明。若有

² George S. Geis, *Internal Poison Pills* 4 (The John M. Olin Program in Law and Economics Working Paper Series), available at <http://law.bepress.com/uvalwps/olin/art51> (last visited: 2009.02.10).

³ ROBERT CLARK, CORPORATE LAW 499 (1986); Guhan Subramanian, *Fixing Freezeout*, 115 YALE L.J. 2, 2 n.1 (2005).

⁴ 「權益排擠」(squeezeout)，係指控制股東利用其在公司之戰略地位、內部消息、控制權或法律機制之設計，以完全排除某些股東對公司之所有權或參與權，包括可能解任少數股東所擔任經理人之職務、停止採取累積投票制、利用公司機會中飽私囊、不分配公司盈餘或取消股東優先認股權等方式，以達權益排擠之效果。「權益凍結」(freezeout)，通常係指控制股東透過某種交易，以使少數股東喪失或改變其股東權益及股東地位，乃至於被迫收回其對公司之投資。例如透過經營者收購(management buyout)、母子公司之簡易合併(short-form merger)及逆向股票分割(reverse stock split)等方法達成。而所謂「私有化」(going private)，係指將公開發行公司轉變為閉鎖公司(closely held corporation)之過程。私有化可以藉由對公眾股東權益凍結(freezeout)之逐出方式達成，又權益凍結也可能發生在已經為閉鎖公司之情形。CLARK, *supra* note 3, at 499-500. 王志誠，閉鎖性公司少數股東之保護，政大法學評論，89期，頁237-239，2006年2月。

特別需要，始以其他概念討論並標示其原文。

本文之研究架構如下：第貳部分將探討逐出少數股東交易之手段或型態，並就逐出少數股東交易為一經濟分析上之評價，進而建立本文建議之規範目標；第參部分分析美國法對少數股東之保護方式，分別為「資訊揭露義務」與「受託人義務」，並詳述美國現行法之規定、法院重要判決，以及學者見解，以作為我國法之參考；第肆部分介紹我國法目前在逐出少數股東交易中對少數股東之保護規範，亦區分為「資訊揭露義務」與「受託人義務」論述之；第伍部分參酌美國法之實務與學說見解，並以平衡少數股東之保護與鼓勵價值增加交易為目標，對我國法規範提出檢討與建議；最後部分為結論。

貳、逐出少數股東之基礎概念

本部分將從逐出少數股東之交易型態出發，並就逐出少數股東交易之正反面評價為探討，復進一步以經濟分析的角度思考逐出少數股東交易。

一、逐出少數股東之手段

現代逐出少數股東之手段主要有三：一為合併逐出少數股東（merger freezeout）；二為公開收購逐出少數股東（tender offer freezeout）；三為逆向股票分割（reverse stock split）。

首先，合併逐出少數股東，係控制股東以現金、他公司股票、或其他財產作為合併的對價，利用股份多數決之強制性手段，令少數股東喪失其於合併後存續公司或新設公司之股東地位⁵。例如德

⁵ 劉連煜，公司合併型態與不同意股東股份收買請求權，月旦法學雜誌，128

拉瓦州公司法第251條(b)(5)之規定，即允許公司於進行合併時以現金或其他財產為對價⁶。典型的作法係以三角合併（**triangular merger**）方式為之：即由目標公司中之控制股東設立——100%持股之子公司，由該子公司對目標公司進行合併，若合併契約中約定以現金為合併之對價，則目標公司之少數股東將於拿到現金後喪失其股東地位而被強制逐出公司⁷。由於控制股東在逐出少數股東之交易中涉及利益衝突，美國實務操作上多會在目標公司中設立——由獨立董事組成之特別委員會（**special committee, SC**），由該特別委員會就合併交易進行協商，以保護少數股東之權益（請詳後述）。

其次，公開收購逐出少數股東之方式，係由公司之控制股東直接對少數股東之股份進行公開收購之要約，而由少數股東決定是否應賣。此種公開收購通常係以控制股東原持有股份數加上預定收購

期，頁29-30，2006年1月。

6 Delaware General Corporation Law § 251(b)(5) “The board of directors of each corporation which desires to merge or consolidate shall adopt a resolution approving an agreement of merger or consolidation and declaring its advisability. The agreement shall state: ... (5) the manner, if any, of converting the shares of each of the constituent corporations into shares or other securities of the corporation surviving or resulting from the merger or consolidation, or of cancelling some or all of such shares, and, if any shares of any of the constituent corporations are not to remain outstanding, to be converted solely into shares or other securities of the surviving or resulting corporation or to be cancelled, the cash, property, rights or securities of any other corporation or entity which the holders of such shares are to receive in exchange for, or upon conversion of such shares and the surrender of any certificates evidencing them, which cash, property, rights or securities of any other corporation or entity may be in addition to or in lieu of shares or other securities of the surviving or resulting corporation ...”

7 STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATION LAW AND ECONOMICS 352 (2002).

股份數達目標公司已發行股份總數90%為設定之收購門檻，蓋90%之持股地位將使得控制股東得發動第二階段之簡易合併（short-form merger）⁸逐出剩下的少數股東，而無須經過股東會之同意。一般而言，公開收購兩階段逐出少數股東之方式相較於合併逐出少數股東之方式在合併時間上可大幅縮短⁹。

最後，控制股東藉由逆向股票分割之方式，可避免經由合併或公開收購手段而達到逐出少數股東之目的。控制股東得以修改章程之方式，將某種股票一定數量之股份合併為一股，例如五股合併為一股，不能合併之零股則以現金之方式給付。如此將使持有零股之少數股東被以給付現金方式逐出公司¹⁰。由於以逆向股票分割方式達到逐出少數股東之案例較少¹¹，其重要性相對較低，故本文之研究將集中在前述以合併或公開收購方式逐出少數股東的兩種情形。

⁸ 公司法第316條之2第1項規定：「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。」是為簡易合併。

⁹ 美國實證研究顯示，公開收購逐出少數股東交易平均需要88天，而合併逐出少數股東之交易則平均需要190天。See Guhan Subramanian, *Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory and Evidence*, 36 J. LEGAL STUD. 1, 13 (2007).

¹⁰ CLARK, *supra* note 3, at 502.

¹¹ Guhan Subramanian, *Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory and Evidence* 15-16 (Harvard Law School John M. Olin Discussion Paper Series, Working Paper No. 472, 2005), available at http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Subramanian_472_revised.pdf. (last visited: 2010.03.25) (noting that only 2 out of 121 Post-Siliconix freezeouts were executed as reverse stock splits rather than as statutory mergers and tender offers).

二、逐出少數股東之評價

控制股東為何要逐出少數股東？法律賦予控制股東逐出少數股東之正當化基礎何在？其成本與效益之分析為何？該等議題為本部分討論之重心。

逐出少數股東為企業併購的型態之一，因此，企業併購所可能產生的綜效（*synergy*），包括在財務、管理、行銷或生產上之規模經濟、資源互補利用等利益，亦適用於逐出少數股東交易。最重要的是，逐出少數股東得降低代理成本（*agency costs*）。代理成本之降低展現在兩方面：誘因的改善與監督成本的減少。在閉鎖性公司，所有權與經營權分離程度低，經營者通常即為股東，故其有相當之誘因更有效率地經營公司並創造公司之價值，蓋其所增加之價值均為本人所享有。同時，由於公司不存在公眾之少數股東，故無公眾股東或少數股東為保護自身權益而監督經營者之代理成本¹²。

再者，逐出少數股東可享有伴隨公司私有化所帶來的效益。私有化可以減少作為公開發行公司的成本，包括法律遵行的成本、會計成本以及與主管機關溝通與申報成本等，特別是在法律環境對公開發行公司要求揭露與遵行事項越多時，選擇私有化所減省之成本即相當可觀¹³。私有化之附帶利益即為就公司之營業計畫、財務等

¹² CLARK, *supra* note 3, at 510. 有關公司股權結構與代理成本之關係，可參考此一主題之代表著作Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 305 (1976).

¹³ 例如美國研究及調查顯示在沙氏法案（Sarbanes Oxley Act）通過後，一個中型的公開發行公司，其年度法規遵循成本幾乎增加一倍，從130萬美元增加到250萬美元。See Joshua M. Koenig, *A Brief Roadmap to Going Private*, 2004 COLUM. BUS. L. REV. 505, 512 (2004).

相關資訊等較不易為公眾或競爭對手所得知，而得以保持其隱密性¹⁴。

在成本方面，對控制股東而言，逐出少數股東之最直接成本即為其給付少數股東之金額，而此亦涉及逐出少數股東交易中最具爭議性的問題，即法律在何種範圍內禁止控制股東給予少數股東過低的對價¹⁵。就少數股東而言，被逐出所造成的成本或傷害包括：(一)稅務負擔：由於被逐出的少數股東無法控制該交易進行的時間，故其收到對價給付之時點可能使其落入較高的課稅級距，而必須負擔較高的稅額；(二)再投資成本（*reinvestment costs*）：少數股東必須再花費心力、時間與相關費用將其收到的給付對價再次投資在與目標公司相同等級的新投資標的；(三)少數股東投資期待之喪失（*defeated expectation*）：即少數股東無法保有繼續留在公司之選擇；(四)自我交易之損失（*loss from self-dealing*）：市場價格對少數股東之投資價值多會給予相當程度的折扣（*discount*），以反映出少數股東對過去以及未來控制股東從事自我交易時之負面價值；(五)資訊不完整之損失：由於公司內部資訊並未傳達於市場並反映於股價中，逐出少數股東可能剝奪其股份投資價值的一部分。換言之，控制股東與少數股東間存在資訊不對稱之問題，且控制股東得決定發動逐出少數股東之時間點，因此，最合理發動逐出少數股東交易之時間點即為當控制股東知道公司股票之市場價格低於公司股份之真正價值時¹⁶。

前述資訊不完整之損失亦為學者對逐出少數股東交易之最大負面批評。蓋不論控制股東係以合併或公開收購方式進行逐出少數股

¹⁴ CLARK, *supra* note 3, at 510.

¹⁵ BAINBRIDGE, *supra* note 7, at 353.

¹⁶ CLARK, *supra* note 3, at 504-09.

東交易，該交易對少數股東皆形成相當之風險。主要理由有二：其一乃因在董事會為控制股東所把持情形下，較難期待董事會將會對該低於公司價值之要約採取任何積極行動；其二，在現實面，此種逐出少數股東交易通常很難期待第三人會因為控制股東之要約價格過低而發動競價要約。因為第三人缺乏控制股東之資訊優勢地位，對競爭價格正確性之評估較困難；同時第三人要說服控制股東出售其股權之困難度亦相當高。一般而言，第三人對母子公司之逐出合併，多不願加以介入¹⁷。

此外，基於少數股東會有自我交易之損失與資訊不完整之損失，即有學者主張在逐出少數股東交易中公平價格判斷上，法院不應過度信賴股票的市場價格，而應該對公司之價值進行詳細的獨立評估¹⁸。

由上述分析可知，逐出少數股東交易固然對少數股東造成傷害，例如以較低價格逐出少數股東、剝奪少數股東對公司參與之期待等；然逐出少數股東同時亦有其正面效益，例如避免作為公開發行公司之相關成本、降低所有權與經營權不一致之代理成本等。因此，對逐出少數股東交易之規範，在其總體成本效益分析具有不確定性的情況下，不宜採取全面禁止或全面允許之極端規範¹⁹，而係在保護少數股東權益之同時，亦允許控制股東享有某程度上因逐出少數股東所帶來的控制權私利，並達到鼓勵價值增加之逐出少數股

¹⁷ Kimble Charles Cannon, *Augmenting the Duties of Directors to Protect Minority Shareholders in the Context of Going Private Transactions: The Case for Obliging Directors to Express a Valuation Opinion in Unilateral Tender Offers after Siliconix, Aqualia and Pure Resources*, 2003 COLUM. BUS. L. REV. 191, 195 (2003); CLARK, *supra* note 3, at 512.

¹⁸ V. BRUDNEY & M. CHIRELSTEIN, CORPORATE FINANCE 689-91 (2d ed. 1979).

¹⁹ CLARK, *supra* note 3, at 513.

東交易的目的²⁰。

三、逐出少數股東之經濟分析

(一)效率觀點

在法律經濟分析上應用最廣的寇斯定理（Coase Theorem），係指「在沒有交易成本的情形下，不論法律就財產權如何規範，私人談判（private bargaining）將導致資源之有效率使用²¹」。其次，在效率的定義上，柏雷托效率（Pareto efficiency，或稱柏雷托最適境界，Pareto optimality），係指資源不管如何再重新分配，皆無法使某人獲得更高利益，而同時卻不損及其他人的利益，若已達成此境界，則定義為具有經濟效率²²。在沒有市場失靈（market failure）的情況下，私人間之交易行為，由於其為自願性共識下的產物，通常多符合經濟效率。然而，由於少數股東在逐出交易中並非自願性的將其股東地位移轉給控制股東，且少數股東可能因為逐出交易而損及其利益。因此，在柏雷托效率定義下，逐出少數股東交易並不會被認為是一個有效率的行為²³。

由於柏雷托效率之定義十分嚴格而難以符合，學者Kaldor與Hicks進而對效率之定義提出修正，認為即使資源之重新分配損及

²⁰ Subramanian, *supra* note 3, at 29; Gilson & Gordon, *supra* note 1, at 788.

²¹ 對寇斯定理之闡述有不同的面向，本文採取Cooter與Ulen教授於其Law and Economics書中的定義。See ROBERT COOTER & THOMAS ULEN, LAW AND ECONOMICS 89 (5th ed. 2007).

²² “If it is impossible to change it so as to make at least one person better off without making another person worse off.” See ROBIN PAUL MALLOY, LAW AND ECONOMICS: A COMPARATIVE APPROACH TO THEORY AND PRACTICE 38-40 (1990).

²³ Ely R. Levy, *Freezeout Transactions the Pure Way: Reconciling Judicial Asymmetry between Tender Offers and Negotiated Mergers*, 106 W. VA. L. REV. 305, 351 (2004).

某人之利益，惟倘因資源重新分配之總體利益（aggregate utility），在賠償該人之損失後為正值（雖然賠償未必必須實際發生），則該資源之移轉仍屬有效率之交易，此稱之為「卡爾多－希克斯效率」（Kaldor and Hicks efficiency）²⁴。在此效率定義下，逐出少數股東可能仍屬符合卡爾多－希克斯效率之交易，蓋少數股東固然可能因逐出交易受到損失，但控制股東因此產生的總體利益，將大於少數股東的損失²⁵。

(二)財產法則v.補償法則

法律經濟分析上對財產權保護之法律規範手段，可分為「財產法則」（property rule）與「補償法則」（liability rule）。所謂「財產法則」係指除非「事前」獲得權利人之同意，否則法律禁止他方當事人侵害此權利；即權利之相對人得透過與權利人的談判磋商，議定彼此主觀上能接受之對價，進而侵害此權利，或是改變原有權利之歸屬情況。所謂「補償法則」乃係指即使未獲得權利人之同意，相對人仍可侵犯權利人之財產權，但「事後」必須依法作適當之賠償；而此金錢賠償之數額係由公正之第三者（可能為法院或行政機關）作客觀之核定，並非經當事人間依其主觀認定之價值與談判之實力自行協商議價²⁶。

²⁴ MALLOY, *supra* note 22, at 40-41.

²⁵ Levy, *supra* note 23, at 352. 惟學者John Coates對此乃提出不同觀點，其認為即使逐出少數股東交易符合Kaldor與Hicks之定義，從事後角度思考，該交易仍可能降低社會福利，因為該交易伴隨者許多成本，例如法律成本、銀行成本與印刷成本等。John C. Coates, IV, "Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discount in Conflict Transactions, 147 U. PA. L. REV. 1251, 1324 (1999).

²⁶ Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089, 1091 (1972); 王

依此結構，逐出少數股東交易的管制方式，亦可分為事前財產法則與事後補償法則。財產法則係指逐出少數股東交易必須獲得每一個少數股東之同意，惟此方式如同賦予少數股東交易之否決權，而可能產生少數股東「箝制」(hold-up)之問題，進而使逐出少數股東交易無從發生²⁷。

修正版本的財產法則，則為經由少數股東過半數同意 (majority of minority, MOM) 後始得為之。此種規範方式有兩個優點：一為防止逐出少數股東交易強加諸於全體少數股東之弊端；二為在雙方自願同意交易條件的前提下，賦予法院無須就該交易條件公平性進行客觀實質審查的合理化基礎。然而，此一規範方式仍存有若干少數股東箝制的問題，惟其較必須獲得全體少數股東同意之箝制程度為低。例如少數股東其可能會要求就該逐出少數股東交易所產生的預期利益分享較大部分，理論上只要扣除少數股東要求之部分尚有利益，該交易仍有進行之可能性；惟倘少數股東要求過高、估計錯誤或多數股東不願受制於少數股東等原因時，有效率交易可能將不會發生²⁸。

補償法則係指逐出少數股東交易即使事前並未經過一定程序之同意，惟其事後將由一獨立機構（通常為法院）以客觀評價的標準判斷該交易是否符合法律或是否公平。美國法院所採取的「整體公平」(entire fairness) 審查法則，以及少數股東之股份收買請求權即屬之。亦即在未經少數股東過半數同意情況下進行逐出少數股東交易，惟賦予少數股東以訴訟挑戰該交易之公平性，包括公平交易

文字，財產法的經濟分析與寇斯定理，載：民商法理論與經濟分析，頁143-144，2000年5月。

²⁷ Geis, *supra* note 2, at 31, 35.

²⁸ Zohar Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 CAL. L. REV. 393, 402 (2003).

（fair dealing）與公平價格（fair price）²⁹，或由法院決定股份收買請求權之公平價格。此規範方式高度仰賴法院與專業人士對資產價值的評估，故法院的能力與審判成本將扮演重要角色³⁰。

對少數股東而言，從財產法則到補償法則之轉變，同時意味著透過自願交易反映少數股東對資產主觀價值的功能將喪失，而轉由法院客觀判斷，故亦增加了價值評估的不確定性。同時，由於事後補償法採用客觀價值為判斷標準，將使控制股東得保有較多因逐出交易所創造之剩餘（期待利益）；相反地，事前財產法則採取主觀價值標準，少數股東得以同意權取得較多逐出交易的剩餘³¹。

參、美國法對少數股東之保護

本部分將以美國法律、法院判決以及學者見解，分別討論在逐出交易中對少數股東保護之兩大重要機制：資訊揭露義務與受託人義務。

一、資訊揭露義務

美國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission, SEC）在一九七九年頒訂Rule 13e-3³²，特別針對私有化交易（going private transaction）規範發行人之資訊揭露義務。SEC主要目的係要求進行私有化之發行公司（issuer）或其關係企業於逐出交易中提供少數股東充分的資訊，以協助少數股東決定該逐出交易

²⁹ 有關整體公平審查標準之討論，請參見林國彬，董事忠誠義務與司法審查標準之研究，政大法學評論，100期，頁198以下，2007年12月。

³⁰ Goshen, *supra* note 28, at 403-04.

³¹ Goshen, *supra* note 28, at 404, 408.

³² SEC Rule 13e-3, 17 C.F.R. § 240.13e-3 (2010).

對其是否有利，以及該逐出交易的價格是否公平。資訊揭露之內容主要乃規範於Schedule 13e-3³³。茲僅就其重要之揭露規定加以說明。

Item 6要求必須揭露任何與下列事項相關或會導致下列事項之計畫、方案或協商：(一)任何涉及公司或其子公司之重大交易，例如合併、重組 (reorganization)、清算；(二)任何有關公司或其子公司之相當數量資產之購買、出售或移轉；(三)任何有關公司現有股利利率、股利政策、負債或資本之重大變更；(四)任何有關公司現有董事會或經營團隊之變更；(五)任何有關公司結構或業務之重大變更；(六)任何有關公司之有價證券將自全國性證券交易所或櫃檯買賣市場下市或下櫃等。

Item 7要求揭露逐出少數股東交易之事項包括：(一)目的；(二)其他選擇 (alternative)：即揭露公司或其關係人曾考慮過就達成相同交易目的之其他方式，並說明未採納該方式的理由；(三)理由：說明採行Rule 13e-3交易架構之理由，以及就採行該交易架構之時間點提出說明；(四)影響：說明Rule 13e-3交易對公司、關係人及少數股東 (unaffiliated security holders) 之影響，包括該交易之聯邦稅。

Item 7之後附指示 (instruction) 並特別強調結論性的描述 (conclusory statement) 係不足夠的。同時，有關「影響」部分之說明，必須包括Rule 13e-3交易對公司關係人及少數股東之利弊分析的詳細討論，並在可行的範圍內，以量化數字表示之。

交易公平性 (fairness of the transaction) 是逐出少數股東交易中最重要關鍵，因此，Item 8就此部分予以詳盡之規定。該規定揭露內容包括：(一)公平性 (fairness)：說明公司認為該交易對少數

³³ SEC Schedule 13e-3, 17 C.F.R. § 240.13e-100 (2010).

股東是否公平；如果任何董事對該交易投反對票或未投票，說明其投反對票或未投票之理由；(二)決定公平性之因素（*factors considered in determining fairness*）：詳細討論決定交易公平性之因素，並在可行的範圍內，說明衡量各個因素的比重；(三)少數股東之同意（*approval of securities holders*）：說明該交易是否必須經過少數股東過半數同意之要求；(四)獨立代表人（*unaffiliated representative*）：說明非受僱於公司之過半數董事是否委任一獨立之代表人以代表少數股東與公司進行協商Rule 13e-3之交易條件以及／或準備有關該交易公平性報告；(五)董事之同意（*approval of directors*）：說明該Rule 13e-3交易是否必須經過非受僱於公司之董事過半數同意；(六)其他要約（*other offers*）：若公司有收到其他要約，描述該要約並說明拒絕該要約的理由。

Item 8後附的指示並特別強調：關於公平性的揭露，僅僅公司或關係人認為就該Rule 13e-3交易並無合理理由相信對少數股東有不公平情形之陳述係不足夠的。指示(二)並列舉決定公平價值的因素包括現在市場價格、歷史市場價格、淨帳面價值、持續經營價值（*going concern value*）、清算價值、過去兩年公司收到合併或重大資產交易之確定要約價格等因素。此外，就Rule 13e-3交易考量淨帳面價值、持續經營價值、公司未來前景等對少數股東係公平之結論性陳述係不足夠的。

Item 9就報告、意見、評估與協商（*reports, opinions, appraisal and negotiations*）之揭露為規範：(一)說明公司或其關係人是否收到由外部人（*outside party*）就Rule 13e-3交易所作的任何報告、意見或評估。包括但不限於就交易對價、交易對價公平性、交易對公司、其關係人或少數股東公平性的相關報告、意見或評估；(二)每份報告、意見或協商必須指出外部人之身分、資格、其選用方法之描述；說明外部人或其關係人與公司或公司關係人過去兩年間或未來

可能存在的重大關係，以及因該重大關係所收到的報酬或可能報酬；(三)若該報告、意見或評估與對價之公平性相關，應說明該對價數額是否係由公司或其關係人所建議，抑或係由外部人所建議之對價數額；(四)提供一份報告、意見、評估或協商之摘要，該摘要應包括但不限於：所採行之程序、事實發現與推薦建議（**findings and recommendation**）、得到該發現事實與推薦建議之基礎與方法、自公司或其關係人處所收到的指示，以及任何由公司或其關係人所加諸調查範圍之限制。此外，公司應提供一聲明表示相關報告、意見或評估將會於公司或其關係人之主事務所，在一般營業時間內，供公司具有利害關係之股東，或其以書面指定之代表人查閱並複製。該聲明並得表示，公司具有利害關係股東或其代表人得以書面請求公司或其關係人提供前述文件之複製本，相關費用由請求人支付之。

Item 10就資金來源與數量之揭露進行規範：(一)資金來源（**source of funds**）：說明資金之特定來源、資金總額或其他交易對價。若涉及公開收購，應揭露收購要約必須購買最多數量的有價證券之資金數額或其他交易對價；(二)條件（**condition**）：說明資金融資之任何重大條件；若主要融資計畫失敗，任何其他融資安排或融資計畫；(三)費用（**expense**）：提供一份就該交易已產生或預計產生之所有費用說明，並以條列示方式表示，包括申請費用、律師、會計師費用、估價費用等；(四)借款資金（**borrowed funds**）：若為該交易之目的，全部或部分資金係直接或間接以借款方式支應，則必須揭露借款契約之主要內容，包括雙方當事人、期間、擔保物、利息及其他重要條件；並應說明任何償還借款之計畫或安排。

二、受託人義務

美國法中董事與控制股東對少數股東均負有受託人義務³⁴。受託人義務中之忠實義務（*duty of loyalty*）則與逐出少數股東交易息息相關。蓋董事或控制股東在逐出少數股東交易中可能直接或間接獲有利益，涉及自我交易之型態而觸發忠實義務之考量。美國法院，尤其是德拉瓦州（*Delaware*）的法院，就控制股東之受託人義務特別強調其事前之程序性設計（*procedure-based approach*）並提高其審查之標準。以下茲說明之：

（一）美國法院重要判決

1. 以合併逐出少數股東之重要判決

（1）*Weiberger v. UOP, Inc.*

現代逐出少數股東最著名之案例即為德拉瓦州最高法院於一九八三年之 *Weiberger v. UOP, Inc.*³⁵。本案中UOP的大股東Signal擁有50.5%的股權，並計畫以合併的方式取得其他49.5%之股權。UOP兩位董事（其同時亦為Signal的董事）就該合併案價格之研究顯示以每股21至24美元之價格收購少數股東股份係在有利的範圍內。最後UOP董事會決定以每股21美元之價格收購，該收購價格以UOP當時的股價計算，約有50%之溢價。少數股東起訴主張21美元之價格係不公平的。

法院認為逐出少數股東乃自我交易核心行為的具體展現，因此

³⁴ See JAMES D. COX, ET AL., *CORPORATIONS* § 14.16 (Supp. 1998). See also *Southern Pac. Co. v. Bogert*, 250 U.S. 483, 487-88 (1919) (“The majority shareholder has the right to control; but when it does so, it occupied a fiduciary relation toward the minority, as much so as the corporation itself, or its officers and directors.”); *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971).

³⁵ 457 A.2d 701 (Del. 1983).

需要就該交易之公平性採取高度的審查標準（intensive judicial review），即「整體公平標準」（entire fairness standards）中之「公平交易」及「公平價格」要求。「公平交易」包含交易發動的時間點、交易如何架構、協商、揭露內容、董事會與股東會通過之程序；「公平價格」則係有關該逐出交易之經濟與財務對價。但公平交易與公平價格並非截然二分，交易之所有爭點必須全部一起檢驗，故稱之為「整體公平標準」³⁶。本案中有問題的事實部分主要包括Signal指派在UOP的兩位董事所做的收購價格研究報告，僅對Signal董事會為揭露，卻未對UOP董事會揭露。同時，UOP委託Lehman Brothers就價格公平性所作的意見亦十分草率。故法院認為本件逐出少數股東交易並未符合「整體公平標準」³⁷。

就逐出少數股東交易之程序，法院在本案判決之註腳中特別提到：「若UOP能成立一個由外部董事組成之獨立協商委員會與Signal在公平條件下進行協商，則本案判決結果可能完全不同。……特別在母子公司合併之情形，必須採取若干行為顯示雙方能行使其談判力量以達成公平交易。³⁸」因此，從Weinberger一案後，成立一個由獨立董事組成之特別委員會即成為實務上逐出少數股東交易中之標準作業程序³⁹。

(2)Kahn v. Lynch Communication Systems

Weinberger案件中留下一個大問題：即若逐出少數股東交易係由獨立董事組成之特別委員會通過，則法院對該交易應採取如何的審查標準？就此問題，直到Weinberger案件十一年後，德拉瓦州最

³⁶ *Id.* at 710-11.

³⁷ *Id.* at 707.

³⁸ *Id.* at 709 n.7.

³⁹ See Donald J. Wolfe, Jr. & Janine M. Salomon, *Pure Resources, Printcave and the Pugnacious Special Committee*, 7 No. 1 M&A LAW 10, 10 (2003).

高法院才在Kahn v. Lynch Communication Systems⁴⁰案件中做出統一見解。

Lynch Communication Systems的控制股東Alcatel計畫逐出公司少數股東。Lynch公司遵循Weinberger中的標準作業程序，設立了一個特別委員會。Alcatel擬以每股14美元價格收購少數股東股份，但特別委員會提出每股17美元之價格。經過雙方來回多次協商與角力，Alcatel揚言若不接受每股15.5美元之價格，將發動公開收購直接訴諸股東，特別委員會最後終於以每股15.5美元之價格同意該交易。少數股東提起訴訟要求法院以「整體公平標準」審查該交易。最高法院認為Lynch的特別委員會面對Alcatel進行公開收購的威脅並未具備拒絕的力量（Lynch special committee did not have the power to say no）⁴¹。最高法院因而將該案件發回衡平法院，而要求被告必須就交易之「整體公平」負舉證責任⁴²。換言之，Kahn案件中法院認為特別委員會之成立並未改變法院之審查標準，而僅係將「整體公平」的舉證責任轉由原告負擔。

(3)Rosenblatt v. Getty Oil

Getty Oil直接或間接擁有Skelly Oil Company約80%的股權，並擬進行逐出少數股東交易。由於該交易係發生於Weiberger法院案件作成前，故並未遵循設立特別委員會的標準作業程序，Getty Oil與Skelly Oil雙方的代表就交易條件經過密集的協商，最後同意以0.5875股的Getty Oil的股票，換1股Skelly Oil的股票。Skelly的董事

⁴⁰ 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

⁴¹ *Id.* at 1119-1120.

⁴² 最後巡迴法院認為被告藉該交易符合「整體公平標準」已盡到其舉證責任。並經最高法院維持其判決。Kahn v. Lynch Communication Systems, Civ. A. No. 8748, 1995 WL 301403, at *3 (Del. Ch. Apr. 17, 1995) and Kahn v. Lynch Communication Systems, 669.

會通過該交易，且少數股東中約58%的股權對該交易投下贊成票⁴³。

本案的重要性在於經由少數股東中過半數同意之逐出少數股東交易，法院之審查標準是否有所調整？德拉瓦州最高法院認為「少數股東過半數同意」的要件，將使就該交易是否符合「整體公平」的舉證責任轉換至原告，惟並未因此將審查標準改變為「商業判斷法則」（*business judgment rule*）⁴⁴。

2. 以公開收購方式逐出少數股東之重要判決

(1) *Solomon v. Pathe Communications*

*Solomon*案的事實較為獨特，*Credit Lyonnais Netherland N.V*銀行因為實行其抵押權而取得*Pathe* 89.5%的股權，同時該銀行並就剩餘由公眾持有的10.5%股權發動公開收購。原告主張該公開收購係不公平且具有壓迫效果（*coercive*）⁴⁵。最高法院維持衡平法院之見解，認為控制股東對少數股東進行公開收購並不適用「整體公平標準」，蓋公開收購係控制股東與少數股東間直接之交易，並未涉及利益衝突（*conflict of interests*）的情形⁴⁶。

⁴³ 493 A.2d 929 (Del. 1985).

⁴⁴ *Id.* at 937. 所謂「商業判斷法則」，係指董事會對於公司之經營事項所為之判斷及決定，若係基於善意且係在資訊充足之情形下所為之決定，並合理相信該決定係對公司有利者，則法院不應以事後猜測（*second guess*）而予以違法之認定，即使該經營決定明顯是個錯誤，且其結果確實對公司因此遭受虧損，董事會亦不因此而負有賠償責任，除非原告股東可以證明被告董事（會）於作成行為之當時，係處於資訊不足之狀況，或係基於惡意所作的決定，或參予作成決定之董事係具有重大利益衝突之關係者。較詳細的介紹，請參閱，林國彬，同註29，頁186以下。

⁴⁵ 672 A.2d 35 (Del. 1996).

⁴⁶ *Id.* at 39-40.

(2) *In re* Siliconix Inc. Shareholder Litigation

典型的公開收購加上簡易合併兩階段交易，發生於Siliconix一案。Vishay擁有Siliconix 80.4%的股權，Vishay發動公開收購欲以每股28.82美元購買剩餘的19.6%股權，同時並表明若公開收購取得公司90%之股權，將不排除以同一價格進行第二階段的簡易合併（follow-on short-form merger）。Siliconix成立一個特別委員會與Vishay進行協商，該委員會認為收購價格並不適當，經過多次協商，Vishay決定放棄原現金公開收購，而以股份作為公開收購之對價，以1.5股Vishay的股份換1股Siliconix的股份，惟該股份公開收購並未包含可能進行第二階段簡易合併之宣示。少數股東起訴主張該換股比例為不公平⁴⁷。

Siliconix案件中法院認為該公開收購並未違反揭露之規定，而拒絕適用「整體公平標準」審查之。法院雖然認知到逐出少數股東交易不論係以合併或公開收購加上簡易合併方式進行，將會導致相同的結果，但法院提供兩個理由認為兩種交易方式不必同等對待：第一，在公開收購中，拒絕應賣的股東仍然享有其股東地位，惟其可能在第二階段簡易合併中被逐出；第二，公開收購並未像合併方式涉及「公司決策」，即公開收購之目標並非公司，而是公司股東。Vishay對該等股東並無控制權，因此「整體公平標準」並不適用。當收購者為控制股東收購時，其唯一的義務為完整地揭露所有重要資訊⁴⁸。

(3) *Glassman v. Unocal Exploration*

Unocal Exploration Corporation (UEC) 之母公司Unocal Corporation (Unocal) 擁有UEC 96%的股權。Unocal決定逐出少數股東

⁴⁷ 2001 WL 716787 (Del. Ch. June 19, 2001).

⁴⁸ *Id.* at *7-9.

並成立一特別委員會就該交易進行協商。少數股東認為交易之換股比例不公平而提起訴訟⁴⁹。

德拉瓦州最高法院認為在欠缺詐欺或不法的情形下，反對簡易合併之少數股東唯一的救濟方法即為股份收買請求權，並拒絕適用「整體公平標準」。法院並強調簡易合併之目的即在提供簡便、快速的合併方式，整體公平審查標準與該目的係相衝突的⁵⁰。

(4) *In re* Pure Resource Shareholder Litigation

Pure Resource案件係德拉瓦州法院對逐出少數股東交易中司法審查標準表示意見的較近期案件。Unocal Exploration欲對其所未擁有的Pure Resource中35%股權進行公開收購，同時並承諾若取得Pure Resource 90%之股權，將以與公開收購之同一收購價格進行第二階段之簡易合併。少數股東起訴主張該交易係不公平的⁵¹。

在Pure Resource案件中，目標公司就控制股東所發動的公開收購，設立一個特別委員會加以處理，該特別委員會亦聘請了外部法律專家與財務顧問評估該公開收購要約。但法院最後認為該公開收購係具有壓迫效果的，且有關股東決策過程中所必須考量之資訊並未充分揭露給股東，而禁止該公開收購之進行⁵²。

該案法官Vice Chancellor Leo Strine明確指出本案遭遇到一個難題：即德拉瓦州法院判決對逐出少數股東係採合併方式與採公開收購方式進行，乃有差別待遇。在合併逐出少數股東案件，法院採取「整體公平標準」審查，而在公開收購逐出少數股東，則不適用「整體公平標準」，但此兩種逐出少數股東交易在經濟實質上具有

⁴⁹ 777 A.2d 242 (Del. 2001).

⁵⁰ *Id.* at 247-48.

⁵¹ 808 A.2d 421 (Del. Ch. 2002).

⁵² *Id.* at 425.

類似性，為何採取不同的標準？在經過詳盡且廣泛的分析討論後，Strine法官認為前述Solomon案件中對公開收購逐出少數股東所採取不適用「整體公平標準」的寬鬆審查原則，僅適用於當該公開收購係屬非壓迫性（non-coercive）的情形。其並且提出三個公開收購是否屬「非壓迫性」的判斷標準：①該公開收購必須以少數股東中的過半數應賣為一不可放棄的條件（it is subject to a non-waivable majority of minority tender condition）；②控制股東承諾於取得目標公司超過90%股權後，會立刻以同一價格進行簡易合併（the controlling stockholder promises to consummate a prompt § 253 merger at the same price if it obtains more than 90% of the shares）；以及③控制股東不得採取報復性威脅（the controlling stockholder has made no retributive threats）⁵³。簡言之，Pure Resource法院仍維持對公開收購逐出少數股東交易案件不適用「整體公平標準」之原則，惟其將該原則之適用限縮在非壓迫性的公開收購交易，以達保護少數股東之目的。

3. 小 結

在以合併逐出少數股東交易方面，從Weiberger、Rosenblatt到Lynch之法院判決可以瞭解德拉瓦州法院對適用「整體公平標準」審查標準之堅持，以保護少數股東，即使在該交易中有設立「特別委員會」或該交易係經由「少數股東過半數同意」，其法律效果也僅是將該「整體公平標準」之舉證責任轉由原告負擔。

Siliconix案件中法院認為對少數股東之公開收購逐出交易將豁免於「整體公平標準」之檢驗，若控制股東經由公開收購取得90%之股權而進行第二階段之簡易合併，依據法院在Glassman一案中的見解，簡易合併亦不適用「整體公平標準」。因此，分析上述法院

⁵³ *Id.* at 445.

見解將拼湊出可以規避「整體公平標準」審查之藍圖：即公開收購加上簡易合併。

綜上所述，美國法院在審查合併逐出與公開收購逐出兩種交易方式時，具有下列之差別待遇：司法審查標準在合併逐出係採「整體公平標準」；而在公開收購逐出係採「商業判斷法則」。再者，特別委員會在合併逐出中對該交易具有否決權（veto power），並可無限制地繼續協商；而特別委員會在公開收購逐出中，並未享有否決權，僅得於十日內對股東提出其14D-9之建議⁵⁴。

(二)美國學者之觀點

針對德拉瓦州法院就合併逐出交易與公開收購逐出交易之分歧見解，美國學者則紛紛提出不同的評論與改進建議。茲整理如後：

1. 公開收購逐出交易應採整體公平標準說

在光譜一端採較嚴格之論點認為不論係合併逐出交易或公開收購逐出交易，兩者均應該採取「整體公平標準」。Ely R. Levy從經濟理論與社會成本的觀點支持此一立場。Levy認為嚴格的整體公平標準，將使控制股東在計畫並架構逐出少數股東之交易時，有相當的誘因會考慮到交易對少數股東之公平性⁵⁵。同時，Levy引述

⁵⁴ Subramanian, *supra* note 3, at 22, 31. 該等差別待遇附隨的結果是，由於少數股東在公開收購逐出中無法享有整體公平標準的審查程序，股份收買請求權成爲其唯一的救濟途徑。然股份收買請求權無法以集團訴訟之方式進行，則少數股東必須自行負擔訴訟成本；且股份收買請求權之主張，等於少數股東僅能在公司所提供的價格或法院決定之價格兩者間做一抉擇。因此學者多認爲相較於「整體公平標準」之司法審查，股份收買請求權對少數股東之保護較爲不足。See CLARK, *supra* note 3, at 508; John C. Coffee, Jr., *Transfers of Control and the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions while Chilling Inefficient Ones?*, 21 DEL. J. CORP. L. 359, 412 (1996).

⁵⁵ Levy, *supra* note 23, at 350.

Professor Coates的觀點，指出逐出少數股東交易伴隨著相當高的社會成本，並可能降低社會福利。該社會福利損失導因於在所有利害關係衝突交易中的交易成本，包括法律、財務、印刷等成本，以及由於資訊與偏好之不同，逐出交易中從少數股東處所剝奪的價值可能超過控制股東所獲得之價值⁵⁶。

再者，依照前述經濟學上柏雷托效率之定義，由於逐出少數股東交易中少數股東乃「非自願性」的失去其股東之地位，且少數股東在被逐出後其利益受損（worse off）。故逐出少數股東乃一不符合柏雷托效率定義的交易行為⁵⁷。Levy因此主張逐出少數股東交易，不論是以合併或公開收購方式進行，均應以「整體公平標準」審查之。

此外，Kimbel Charles Cannon亦相當肯定Pure Resource中法院之見解，認為公開收購逐出交易若非符合「非壓迫性」的要件，則將適用「整體公平標準」，並進一步建議法院應拒絕就合併逐出交易與公開收購逐出交易適用不同標準，而應以較高之整體公平標準審查之⁵⁸。

2. 公開收購逐出交易無須適用整體公平標準說

Professor A. C. Pritchard支持維持法院現行之分歧見解，認為公開收購逐出交易無須適用「整體公平標準」。其主要理由有三：第一，德拉瓦州公司法第251條規定在公司進行合併時，董事會有其忠實義務，故「整體公平標準」之審查在合併逐出交易係合理的解釋；但同法第253條並無類似之規定，且該條亦未要求董事會於公開收購交易中扮演任何角色，故在公開收購逐出交易中對董事會

⁵⁶ Coates, *supra* note 25, at 1324.

⁵⁷ Levy, *supra* note 23, at 351.

⁵⁸ Cannon, *supra* note 17, at 241-42.

無須課以「整體公平標準」之審查；第二，公開收購交易中少數股東受到壓迫之擔憂並非實在。德拉瓦州法院判決賦予少數股東得以股份收買請求權請求公司給付公開收購後公司之增加價值，將促使控制股東在公開收購後立刻進行簡易合併；且由於股份收買請求權造成公司相當高的訴訟成本，間接亦對少數股東產生一定程度的保護；第三，在公平價格方面，Professor Prichard認為少數股東在購買公司股票時之價格即已反應少數股東可能被「不公平剝削」之折價，即少數股東折價（minority discount），且其在公開收購交易中，亦有均等的機會以溢價按比例出售其股份，是否有必要以整體公平標準賦予少數股東第二次的控制溢價，誠非無疑⁵⁹。

3. 混合方案

Professors Ronald Gilson與Jeffrey Gordon基本上認為逐出少數股東交易中少數股東無法參與任何逐出交易後公司價值之增加，因此較嚴格的司法審查標準是確保少數股東可以獲得部分公司獲利；同時，由於「公平價格」之決定對法院而言相當困難，一個以程序設計為基礎的選擇應較為合適⁶⁰。

Professors Ronald Gilson與Jeffrey Gordon主張若在逐出少數股東交易中有一個全權授權的特別委員會，即該委員會有權拒絕該交易，且該公開收購符合Pure Resource案件中非壓迫性的要件，則「整體公平標準」應無適用之必要性；反之，若控制股東得推翻特別委員會拒絕交易之決定，則作為少數股東談判代理人（proxy）之特別委員會已經喪失其保護功能，此時應適用「整體公平標準」審查之。換言之，該混合方案有兩個重要關鍵因素：第一，特別委

⁵⁹ A. C. Pritchard, *Tender Offers by Controlling Shareholders: The Specter of Coercion and Fair Price*, 1 BERKELEY BUS. L.J. 83, 85, 101-04 (2004).

⁶⁰ Gilson & Gordon, *supra* note 1, at 804, 834.

員會是否有權拒絕交易，且該交易係非壓迫性的；第二，該交易是否經由特別委員會同意。若兩個因素皆具備，則不論係合併逐出交易或公開收購逐出交易，皆應適用「商業判斷法則」，而少數股東之保護則應僅限於股份收買請求權之行使。若該交易未經特別委員會通過，但控制股東執意進行逐出交易，則該交易應以「整體公平標準」審查之⁶¹。

同樣藉重於程序性設計與特別委員會，Professor Guhan Subramanian基於平衡少數股東之保護與鼓勵創造價值交易之目標，提出另一個混合方案。

Professor Guhan Subramanian從效率之觀點認為現行法院分歧的見解，將造成公開收購逐出交易之投機行為而損害少數股東權益，蓋控制股東得決定進行公開收購之價格與時間，並得採取影響自己公司價值之行為。此外，由於控制股東通常係在公司股票價格低於其真實價值（intrinsic value）時發動公開收購逐出交易，因此即使該逐出交易係一價值減損之交易（value-destroying transactions），亦即該交易將產生負面的綜效，控制股東仍可能因為從公開收購逐出交易中所獲得的利益大於該交易所減損之價值，而進行該交易⁶²。另外，在合併逐出交易之情形，由於合併逐出交易必須經由設立特別委員會始得將「整體公平標準」之舉證責任轉換給原告，特別委員會之設立伴隨著代理問題，即特別委員會可能基於自我利益而否決一個價值增加的合併逐出交易而造成社會損失。再

⁶¹ Gilson & Gordon, *supra* note 1, at 838-40.

⁶² 例如假設一公司作為公開發行公司之真實價值大於其私有化後之真實價值，但如果控制股東得以低於公司真實價值之價格而以公開收購方式逐出少數股東，則其從公開收購交易中之獲利將足以補貼公司私有化後之損失，雖然整體社會因該公司私有化而形成損失，控制股東仍會進行該逐出少數股東交易。See Subramanian, *supra* note 3, at 35.

者，法院在合併逐出交易中採取「整體公平標準」審查，其亦有權將若干交易綜效分配給少數股東，如此亦會阻礙若干有價值交易之發生⁶³。

鑑於現行法院分歧見解所帶來之無效率，即價值減損的交易，在公開收購逐出交易中仍可能發生；而價值增加的交易，在合併逐出交易中則可能被阻礙，Professor Guhan Subramanian主張倘逐出少數股東交易經由具有談判權能之特別委員會決議（SC）以及少數股東過半數同意（MOM）兩道程序之保護，則法院應該適用「商業判斷法則」之審查標準，而不論其為合併逐出交易或公開收購逐出交易；若兩道程序中僅有其一，即僅設置特別委員會或經由少數股東過半數同意，則仍適用「整體公平標準」審查，但舉證責任將轉由原告負擔；若未設置特別委員會，亦未經過少數股東過半數同意，則由被告負責舉證該交易符合「整體公平標準」⁶⁴。

詳言之，Professor Guhan Subramanian認為強化特別委員會之談判權能將能降低交易雙方談判時資訊不對等之情形，同時亦能使談判價格與市場價格脫鉤，特別是在公開收購逐出交易中具有重要性。而少數股東過半數同意則與特別委員會扮演不同的功能。少數股東過半數同意此一機制之關鍵功能有二：第一，一般合併案件中，多要求必須經過公司董事會與股東會同意通過，以確保該交易之公平性（arm-length），因此少數股東過半數同意之要求在逐出交易中即扮演如同股東會同意之最終審查角色；第二，少數股東過半數同意之要求實質上將使控制股東之要約受到市場檢驗（market check）。例如，在合併逐出交易之情形，控制股東出價每股10美元進行合併，若無少數股東過半數同意之要求，特別委員會對董事

⁶³ Subramanian, *supra* note 3, at 39-44.

⁶⁴ Subramanian, *supra* note 3, at 48-64.

會之推薦將成為終局決定。倘必須經過少數股東過半數同意，且市場上有一競爭收購者願意以每股12美元價格進行公開收購，則原控制股東之要約價格很可能必須因此而提高⁶⁵。本文原則上較認同混合說之見解，惟亦修正其內容而提出本文之建議，請詳後述。

肆、我國法對少數股東之保護

本部分將就現行法律與實務分析我國在逐出交易中對少數股東之保護機制，分別探討資訊揭露義務與受託人義務。

一、概 說

承前所述，美國實務上逐出少數股東之手段主要係以合併逐出少數股東，以及公開收購逐出少數股東兩種方式為主。在我國實務操作上，則多係以公開收購逐出少數股東方式進行之⁶⁶。在我國，控制股東未選擇以典型的三角合併方式逐出少數股東，究其可能原因有三：其一，我國公開收購公開發行公司有價證券管理辦法（下稱「公開收購管理辦法」）第11條第1項規定：「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者，應採公開收購方式為之。」是為強制公開收購制度。故收購者欲在五十日內收購超過目標公司已發行股份總額20%時，除符合同條第2項之例外規定外，即必須依照公開收購制度，向全體股東為公開收購；其二，依我國稅制，公開收購參與應賣者，所得價金不用繳交所得稅，但因合併目標公司股東所取得之現金對

⁶⁵ Subramanian, *supra* note 3, at 54.

⁶⁶ 近年來透過公開收購進行管理階層收購（MBO）相關案件之整理，請參見林進富、盧曉彥，台灣MBO相關重要規範及實務運作問題分析，月旦財經法雜誌，15期，頁48-49，2008年12月。

價，則必須繳交所得稅⁶⁷；其三，三角合併在我國現行法並未明文，僅於企業併購法第22條立法理由中提及⁶⁸，其適用恐有妾身未明之虞。

逐出少數股東之案件在我國近年來有逐步增加的趨勢，從二〇〇三年的智達資訊收購臺灣慧智公司、二〇〇六年底的凱雷收購日月光案、凱雷收購東森媒體案、二〇〇七年的橡樹資本收購復盛案

⁶⁷ 財政部2004年9月21日台財稅字第9304538300號函：「公司進行合併，合併消滅之公司所取得之全部合併對價超過其全體股東之出資額（包括股本及資本公積增資溢價、合併溢價），該超過部分並全數以現金實現，其股東所獲分配該超過部分之金額，應視為股利所得（投資收益），依規定課徵所得稅。」惟財政部於2008年做出補充解釋，依財政部2008年2月20日台財稅字第09704510660號函釋，如「該個人股東主張其經收回註銷股票之取得成本高於依該函規定計算之出資額，並依個別辨認法提示取得成本之證明文件者，得以獲配現金超過股票取得成本部分之金額為該個人股東之股利所得，並按前揭本部2004年函計算股利所得適用之稅額扣抵比率，重行計算可扣抵稅額；個人股東獲配現金未超過股票取得成本者，其股利所得以0計算。」惟無論如何，合併對價為現金者在稅法之處理上，仍較公開收購以現金為對價不利。轉引自王文杰、方嘉麟、馮震宇，台灣管理層收購之法律問題——以復盛與日月光案為例，月旦財經法雜誌，15期，頁7-8，2008年12月。

⁶⁸ 企業併購法第22條立法理由謂：「現行公司法就存續公司或新設公司換發消滅公司股東所持股份之對價僅限於存續公司或新設公司發行新股之股份，範圍過於狹隘，往往影響消滅公司股東同意合併之意願。鑒於合併時應保障消滅公司股東者，係確保其於合併後仍得取得與其所持消滅公司股份相等價值之對價，故其他公司股份、現金或其他財產，均應允許作為支付消滅公司股東之對價。再者，消滅公司股東不同意存續公司或新設公司所支付之對價，尚可藉由公司法第317條異議股東收買股份請求權之規定保障其投資權益，對消滅公司股東權益應不致造成影響。參考美國德拉瓦州公司法第251(b)條規定，允許存續公司或新設公司以其他公司股份（實務上通常為上市之母公司股份；實務上又稱三角合併）、現金或其他財產作為換發消滅公司股東所持消滅公司股份之對價。又日本商法第409條第4項及第410條第4項亦允許以現金作為給付消滅公司股東之對價，爰於第1項第2款及第3款明定之。」

等，皆引起相當矚目與討論⁶⁹。其中最重要的議題之一，即為逐出交易中對少數股東之保護，本文以下乃從「資訊揭露義務」與「受託人義務」兩方面分析我國目前之相關規定。

二、資訊揭露義務

前述美國法Rule 13e-3乃針對私有化逐出少數股東交易有關資訊揭露之規定，而我國法並未就逐出少數股東交易之資訊揭露設有特別規定。因此，逐出少數股東資訊公開揭露之規定主要乃落實於公開收購制度中之資訊揭露要求，俾使少數股東就其是否應賣之決策等有健全的判斷，以達保護少數股東之目的。依證券交易法第43條之4第2項規定之授權，主管機關制訂有「公開收購說明書應行記載事項準則」（下稱「說明書準則」）⁷⁰。為便於與美國法之相關資訊揭露規定作比較及討論，本文僅就說明書準則中在逐出少數股東交易中較重要者加以介紹。

相較於美國Schedule 13e-3中Item 6及Item 7有關逐出少數股東交易之目的及影響之揭露規定，我國說明書準則第12條規定：「公

⁶⁹ 相關討論文獻，請參考林黎華，從致達資訊公開收購臺灣慧智案看修正後證交法公開收購規定之適用（上），集保月刊，146期，頁19，2006年1月；林黎華，從致達資訊公開收購臺灣慧智案看修正後證交法公開收購規定之適用（中），集保月刊，147期，頁19，2006年2月；林黎華，從致達資訊公開收購臺灣慧智案看修正後證交法公開收購規定之適用（下），集保月刊，148期，頁15，2006年3月；邱淑卿，現金合併對股東權益保障之研討（上），集保月刊，127期，頁3，2004年6月；邱淑卿，現金合併對股東權益保障之研討（下），集保月刊，128期，頁3，2004年7月；章友馨，齊頭式公平真公平嗎？從凱雷收購東森媒體案討論股份收買請求權價格之裁定，月旦財經法雜誌，13期，頁135，2008年6月；林進富、盧曉彥，同註66；王文杰、方嘉麟、馮震宇，同註67。

⁷⁰ 2009年12月29日修正。

開收購人對被收購公司經營計畫應記載下列事項：一、公開收購人取得被收購有價證券之目的及計畫：(一)繼續經營被收購公司業務之意願及計畫內容；(二)有於取得被收購公司有價證券後一年內復轉讓予他人之計畫，以及該計畫內容；二、於收購完成後，產生下列情形之計畫：(一)使被收購公司發生解散、下市(櫃)、重大變動其組織、資本、業務計畫、財務及生產，或其他任何將影響被收購公司股東權益之重大事項；(二)對被收購公司董事、監察人、經理人及員工進行職位異動、退休、及資遣之計畫；三、除本次公開收購外，自公開收購期間屆滿日起一年內對被收購公司有價證券或重大資產另有其他併購或處分計畫者，該計畫內容。」換言之，倘公開收購人對目標公司有重大之經營計畫或變動，或對股東權益有重大影響者，均應加以揭露之，以提供股東作是否應賣的參考，並以此判斷董事、經理人利益衝突之具體情形，作為董事、經理人是否違反其對公司之忠實義務與注意義務的重要資訊。

其次，相較於美國Schedule 13e-3中Item 8、Item 9有關交易公平性與外部報告之規定，我國公開收購管理辦法第14條第1項規定：「被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購人依第九條第三項或本法第四十三條之五第二項規定申報及公告之公開收購申報書副本及相關書件後七日內，應就下列事項公告、作成書面申報本會備查及抄送證券相關機構：一、現任董事、監察人及持有本公司已發行股份超過百分之十之股東目前持有之股份種類、數量。二、就本次收購對其公司股東之建議，並應載明任何持反對意見之董事姓名及其所持理由。三、公司財務狀況於最近期財務報告提出後有無重大變化及其變化內容。四、現任董事、監察人或持股超過百分之十之大股東持有公開收購人或其符合公司法第六章之一所定關係企業之股份種類、數量及其金額。五、其他相關重大訊息。」

此外，說明書準則第7條規定：「公開收購對價種類及來源應

記載下列事項……二、以公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第八條第一款規定之有價證券為收購對價者：(一)作為收購對價之有價證券名稱、種類、最近三個月內之平均價格、成交量及提出申報前一日之收盤價格；(二)公開收購人取得該有價證券之時間及成本；(三)本次收購對價換股比例訂定方式及決定因素。三、以公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第八條第二款規定之有價證券為收購對價者：(一)決議募集發行股票或公司債之董事會或股東會議事錄；(二)本次募集發行股票或公司債之發行條件；(三)公開收購人募集發行之股票已有同種類股票於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣者，該股票最近三個月內之平均價格、成交量及提出申報前一日之收盤價格；(四)本次收購對價換股比例訂定方式及決定因素；(五)最近二會計年度之財務報告，開業不及二年者，以所有開業年度者為限；(六)最近期公告並經會計師查核簽證或核閱之財務報告；(七)自所檢附最近期財務報告資產負債表日至提出申報前，有任何財務及業務上之重大改變，均應提出說明，如無重大改變，公開收購人亦應作出否定之聲明；(八)取得被收購有價證券後三年內對公開收購人本身財務及業務影響之說明書。」同法第13條復規定：「公司決議及合理性意見書：一、公開收購人為自然人者，其獨立專家對於本次公開收購對價現金價格計算或換股比例之評價合理性意見書。二、公開收購人為公司者，其決議辦理本次收購之股東會或董事會議事錄及獨立專家對於本次公開收購對價現金價格計算或換股比例或其他財產之評價合理性意見書。」

再者，相較美國Schedule 13e-3中Item 10就資金來源與數量之揭露，我國說明書準則第7條第1項規定：「公開收購對價種類及來源應記載下列事項：一、以現金為收購對價者：(一)自有資金明細；(二)如有以融資方式取得者，應詳細載明該融資計畫內容，包含該融資資金來源及主要借款者，若收購人融資償還計畫係以被收購公司

之資產為擔保者，應載明該約定內容，如無，收購人應作出否定之聲明。」

三、受託人義務

我國公司法第23條第1項對公司董事規定有忠實義務與注意義務。然而關於董事於進行企業併購或逐出少數股東交易時之受託人義務，我國法律及實務見解，尚未建構一套完整的規範，僅零星散見在若干法規中。以下茲分成「注意義務與獨立專家」及「利益衝突與迴避」兩部分加以討論。

(一)注意義務與獨立專家

企業併購法（下稱「企併法」）第5條規定：「公司依本法為併購決議時，董事會應為全體股東之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜。」學者認為本條所謂「全體股東之最大利益」，應解釋為董事之決策應以追求「公司之最大利益」為依歸，其中股東之最大利益固為其考量之重要依據，惟其仍需注意其他族群（例如員工）之利益，以創造公司最大價值⁷¹。是以，董事會在併購決策時，亦應考慮到少數股東的利益。

就獨立專家意見部分，企併法第6條規定：「公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，應委請獨立專家就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性表示意見，並分別提報董事會及股東會。」而所謂獨立專家，主管機關解釋係指「會計師、律師或證券承辦商」⁷²。另外，金融監督管理委員會（下稱「金管會」）頒布「上市上櫃公司治理實務守則」（下稱「公司治理守

⁷¹ 王文宇，企業併購法總評，月旦法學雜誌，83期，頁78，2002年4月。

⁷² 金管會證期局93年5月25日經商第09300553740號函。

則」)⁷³第12條規定：「上市上櫃公司發生管理階層收購（Management Buyout, MBO）時，除應依相關法令辦理外，宜組成客觀獨立審議委員會審議收購價格及收購計劃之合理性等，並注意資訊之公開。」修正說明中表示：「……管理階層收購對股東權益將造成重大影響，雖然異議股東享有股份收買請求權，惟若能於併購過程中建立機制對收購價格及收購計劃之合理性進行評估、審議，且使併購資訊透明化，應較能保障股東權益。」⁷⁴

惟前述規定對於委請獨立專家或組成審議委員會之法律效果、是否有舉證責任轉換等影響，並無明確規定，且公司治理守則並無法律位階之效力，其立意雖佳，但執行成效仍有待觀察。

（二）利益衝突與迴避

承前所述，逐出少數股東交易對少數股東形成若干負面成本，特別是交易價格的問題，而控制股東擁有的資訊上優勢，使逐出少數股東交易本質上即存在控制股東與少數股東利益衝突的問題。

關於利益衝突之問題，公司法第178條規定：「股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他股東行使其表決權。」同法第206條復規定第178條之規定於董事會準用之。惟就公司為合併決議時，是否有公司法

⁷³ 2010年1月8日修正。

⁷⁴ 又關於客觀獨立審議委員會之組成，參照「私募基金來台併購（MBO）我國上市上櫃公司較佳實務守則草案」（下稱「MBO守則草案」）之規定「……應由審計委員會、獨立董事（或無利益衝突之董事）或監察人擔任召集人，成立審議委員會，由無利益衝突之董事、監察人及（或）具獨立性之專家組成，委員至少三人。」可資參考。台灣證券交易所曾於2007年10月24日邀集外資券商、律師事務所及會計師事務所等單位，共同研商訂定「私募基金來台併購（MBO）我國上市上櫃公司較佳實務守則草案」，但該草案交易所目前已暫無制定計畫。參見林進富、盧曉彥，同註66，頁62-63。

第178條及第206條利害關係之迴避，必須適用企併法第18條第5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。」是以，現行法就一公司持有其他參與合併公司之股份，於進行合併決議時，該公司於董事會或股東會行使表決權時，皆無須迴避。本項立法理由為「鑑於合併通常係為提升公司經營體質，強化公司競爭力，故不致發生有害公司利益之情形，且公司持有其他參與合併公司之一定數量以上之股份，以利通過該參與合併之決議，亦為國內外合併實務上常見之作法（即先購後併），故於第五項明定公司若持有其他參加合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參與合併公司之董事者，就其他參與合併公司之合併事項為決議時，不適用公司法第一七八條及第二〇六條第二項準用第一七八條之規定，以臻明確。」

惟「公司治理守則」第12條第3項規定：「上市上櫃公司處理前項（MBO）相關事宜之人員，應注意利益衝突及迴避情事⁷⁵。」承前所述，「公司治理守則」並無法律拘束力，依企併法第18條第5項規定，控制股東進行逐出少數股東交易時，雖然可能存在利益衝突之情形，但在現行法下並無須迴避⁷⁶。

伍、檢討與建議

本部分將參酌美國法之實務與學說見解，並以平衡少數股東之保護與鼓勵價值增加交易為規範目標，對我國法就逐出交易中少數

⁷⁵ 又參照「MBO守則草案」之規定可知「事前參與應賣或事後參與經營之股東宜自願利益迴避」。林進富、盧曉彥，同註66，頁64。

⁷⁶ 另參照經濟部商業司91年6月3日商字第09102102680號函表示「股份轉換並無企業併購法第18條第5項之適用」。

股東保護之相關規範提出檢討與建議。以下分別以資訊揭露義務與受託人義務研析之：

一、資訊揭露義務

我國公開收購說明書準則要求收購人對公開收購條件、公開收購對價種類及來源、參與應賣之風險、公開收購期間屆滿之後續處理方式、公開收購人持有被收購公司股份情形、公開收購人其他買賣被收購公司股份情形、公開收購人對被收購公司經營計畫、公司決議及合理性意見書，以及其他重大資訊之說明等均列有規範，大致完備。惟參酌美國法之相關規定，將該說明書準則應用在逐出少數股東交易，仍有若干思考與改進的空間：

第一，逐出少數股東之交易類型，除公開收購逐出外，尚有合併逐出，則在後者之情形，由於並不適用公開收購說明書準則，則有關該交易之資訊揭露程度與內容等將明顯不足，而無法達到對少數股東保護之目的。相較於美國Rule 13e-3係針對私有化之規定，不論係因公開收購逐出或合併逐出均有適用⁷⁷，我國似乎亦可考慮針對公司私有化時之資訊揭露義務，做一完整規範，適用所有類型的逐出少數股東或私有化交易⁷⁸；同時亦可兼顧該等交易之特色，

⁷⁷ 另需注意的是，Rule 13e-3(g)(1)規定在若干條件下，針對公開收購交易設定有豁免規定。其條件包括：前公開收購結束日與本件私有化交易發生在一年內；公開收購之收購人因公開收購成為私有化公司之關係企業；本件私有化交易提供給少數股東之對價（consideration）至少與前公開收購之最高價格相當；前公開收購交易係對私有化公司所有股東提出要約；前公開收購中已完全揭露公開收購人有進行私有化交易之意圖、形式、影響，以及可能的交易條件；本件私有化交易與前公開收購中所描述內容有相當程度之類似性。詳細規定，請參見Rule 13e-3(g)(1)。

⁷⁸ 在立法技術上，為避免資訊揭露之規定過於繁複，亦可參考美國法Rule 13e-3及Schedule 13e-3之規範方式，就公開收購說明書準則已規定的部分，直接準用之。

避免以公開收購之資訊揭露規定，套用在逐出少數股東交易上而產生規範漏洞（詳後第二點）。

第二，觀察Rule 13e-3、Schedule 13e-3與公開收購說明書準則最重要的差異在於對少數股東的說明與保護，特別是對被收購公司的要求方面。前述公開收購管理辦法第14條第1項雖然要求被收購公司揭露「就本次收購對其股東之建議，並應載明任何持反對意見之董事姓名及其所持理由」及「公司內部人持有公開收購人或其關係企業股份之情形」等，惟上述簡單規定，對逐出交易中少數股東之資訊提供，實屬不足。參考美國Schedule 13e-3，Item 7要求進行私有化交易的發行公司（在兩階段公開收購交易中，多係被收購公司）必須說明「採行Rule 13e-3交易架構之理由，以及就採行該交易架構之時間點提出說明」、「該交易對少數股東的影響與利弊分析」；Item 8要求發行公司必須說明「公司認為該交易對少數股東是否公平」、「決定公平性的因素」、「是否委任獨立代表人以代表少數股東與公司進行協商」；Item 9更進一步要求揭露由外部人就該交易所作成之的任何報告、意見或評估，並說明該外部人與公司之獨立性、作成建議之過程與報酬等。

相形之下，我國法之規定僅要求被收購公司中反對公開收購之董事說明理由，不但使股東所獲得資訊明顯不足，且隱含有鼓勵董事贊成收購案之意涵⁷⁹。且說明書準則第8條僅規定收購人應揭露股東「參與應賣風險」，惟並未要求收購人揭露股東「未參與應賣風險」，美國法要求揭露該交易對少數股東之影響與利弊分析，顯然較為完整。

簡言之，在資訊揭露方面，我國法待改進之重要關鍵有二：一為要求公司揭露該交易對少數股東的正反面影響與利弊分析；二為

⁷⁹ 賴英照，股市遊戲規則——最新證券交易法解析，頁195，2006年2月。

要求公司透過獨立的外部機構或代表人作為少數股東之代理人，並作成客觀的評估意見或報告，供少數股東參考。

第三，針對融資收購（leveraged buyout）、管理階層收購與兩階段收購方面：鑑於融資收購對被收購公司財務形成重大負擔、經營階層收購存在明顯的利益衝突，而兩階段收購對少數股東形成相當應賣壓力，基此，於融資收購應要求收購人揭露融資計畫對被收購公司財務業務健全之影響評估⁸⁰，並要求收購人就此影響評估提出獨立專家的意見；於經營階層收購除仍強調獨立專家意見外，並應針對利益衝突本身，以及為避免利益衝突所採取的措施為適當之揭露；至於兩階段收購，若第一階段與第二階段收購價格差距過大者，應要求收購人必須就第二階段價格提出獨立專家意見書與合理性說明，以提供少數股東更完整的判斷資訊⁸¹。

二、受託人義務

在受託人義務方面，我國首先必須解決的問題即是對不具董事、監察人身分之控制股東或實質董事（或稱影子董事）課以受託人義務，使其得於逐出少數股東交易中對少數股東履行其注意義務與忠實義務。此點國內學界與主管機關已凝聚相當共識，經濟部亦提出公司法第23條之1的修正草案，雖法條文字應如何具體規範尚有若干爭議，惟肯認控制股東或實質董事應負有受託人義務的修法方向，應屬正確⁸²。

⁸⁰ 上市上櫃公司治理實務守則第51條第2項規定：「上市上櫃公司發生管理階層收購時，應注意嗣後公司財務結構之健全性。」可供參考。惟該規定過於模糊且不具法律效力。

⁸¹ 較詳細討論，請參考張心悌，從企業併購論我國公開收購法制，月旦法學教室，60期，頁86-96，2007年10月。

⁸² 目前修法較具爭議之處即為政府或公營事業可否豁免於實質董事或影子董事

其次，逐出少數股東交易涉及自我交易之忠實義務考量，綜合美國法院與學者見解，於逐出少數股東交易中節制控制股東之事前程序性設計有二：一為設立特別委員會（SC），另一為由少數股東過半數同意（MOM），或兩者必須同時具備。茲分別討論如下：

我國企併法第6條雖要求就併購事項，應委請獨立專家表示意見，以保障交易之客觀性與獨立性。惟其獨立專家之範圍限於「會計師、律師或證券承辦商」，且專家之產生方式、獨立性、公平性等均未加以規範及揭露；又相較於仰賴單一個人或法人專家，美國法上由不具利害關係董事組成之特別委員會會議體，應能透過較公平、多元觀點與資訊充分下之討論，對少數股東提供較佳之保護。此外，誠如美國學者所強調，該特別委員會必須要有拒絕交易之權限，否則若董事會或控制股東得推翻特別委員會之決議，則特別委員會保護少數股東之功能僅具有裝飾品之效果。

基此，我國法目前雖未如美國法已發展出一套完整的商業判斷法則、整體公平標準或舉證責任轉換之原則或法院判決，但仍可擷取逐出少數股東交易中特別委員會之組成與機制，針對逐出少數股東交易中之收購價格等條件與控制股東進行談判，並有權否決該交易，以提供少數股東實質意義的保護。

再者，由少數股東過半數同意，實涉及利益衝突與迴避之問題。如前所述，我國企併法第18條第5項為鼓勵企業進行併購，特別明文規定一公司持有其他參與合併公司之股份，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，於進行合併決議時，該法人股東或董事於股東會或董事會行使表決權時，排除公司法第

之規範，請參見經濟日報，2010年9月29日，A2、A19版；中國時報，2010年9月29日，A10版。

178條與第206條之規定，皆無需迴避。

有關公司法第178條股東行使表決權迴避之規定，學者多有批評，有認為限制股東行使表決權的立法例，實與股份制度原有目的相衝突；且行使表決權迴避之結果，可能會出現由少數股東決定股東會決議的不當情形，故建議應該廢除公司法第178條規定，並同時調整不當決議之事後救濟法制⁸³。此一論述，於一般股東會決議時固然值得贊同，惟若涉及企併法第18條第5項規定之企業併購情形，或逐出少數股東交易，則由於該等交易之本質為一自我交易，利益衝突的情況十分明顯，故應有不同的思考。

學者即有認為一旦當選為他公司董事時，便對他公司負有注意義務與忠實義務，故無論法人或其代表人當選為董事，當該公司與他公司進行併購時，因其具有明顯之利害關係，故自宜進行迴避；且若考量董事亦可能透過合併案中飽私囊，或董事職位及大股東利益將因合併案而受到影響等因素，以及實務上常出現所謂之「惡意收購要約」，在惡意收購情形，董事與公司的利益衝突，尤其嚴重。是故，企併法第18條第5項完全忽略企業合併時董事因利益衝突而迴避之問題，實不無疑問⁸⁴。

同時，觀察美國法就董事自我交易，德拉瓦州公司法第144條設有安全港之程序性規定。該條規定董事或關係人自我交易應符合下述三種條件之一：(一)在該交易重要事實，以及董事或關係人之利害關係已充分揭露並說明的情況下，經由董事會或委員會多數無利害關係董事（majority of disinterested directors）善意地（in good

⁸³ 廖大穎，論股東行使表決權迴避之法理——兼評台北地院91年訴字第3521號民事判決，月旦法學雜誌，99期，頁252-253，2003年8月；劉連煜，股東及董事因自身利害關係迴避表決之研究——從台新金控併購彰化銀行談起，台灣法學雜誌，112期，頁28，2008年9月。

⁸⁴ 王文宇，同註71，頁78。

faith) 授權該交易；(二)在該交易重要事實，以及董事或關係人之利害關係已充分揭露並說明的情況下，經由股東會同意該交易；(三)該交易在被董事會、委員會或股東會授權、同意或認可時，對公司係公平的⁸⁵。由此可知，其基本之設計皆係以獨立機關（例如無利害關係董事會或股東會），作為公司投資人之代理人，以達到保護公司與少數股東之利益。此外，從前述逐出少數股東交易之美國法院判決與學者見解之討論，可以得知少數股東過半數同意，亦有舉證責任轉換、確保交易公平性與受市場檢驗之功能。

是以，本文基本上認為我國企併法第18條第5項控制股東或董事可以豁免利害關係迴避之規定，應有重新檢討的必要。以符合自我交易（包括逐出少數股東交易）中，利害關係人基於忠實義務應不得參與表決之法理基礎。

進一步要思考的問題是，特別委員會與少數股東過半數同意兩個機制，在我國是否應該要求兩者兼具，始得進行逐出少數股東交易？Professor Guhan Subramanian認為特別委員會與少數股東過半數同意扮演不同的功能，因此主張若逐出少數股東交易經過此兩道程序之保護，法院應該適用「商業判斷法則」之審查標準。然而，承前本文所主張，單獨擷取特別委員會之設置並賦予其否決權，使特別委員會成為少數股東的代理人，將足以提供少數股東適當的保護。蓋在本文建議下，倘特別委員會否決該逐出少數股東交易，則董事會將受到其決議之拘束而不得進行該交易；不同於美國法之情形，未經特別委員會通過之逐出少數股東交易，公司仍可進行之，

⁸⁵ Del. Gen. Corp. Law § 144. 關於多數股東之同意，基本上亦必須是無利害關係之股東表決同意，始為有效之批准行為（*See, e.g., Flieger v. Lawrence*, 361 A.2d 218, 221 (Del. 1976)）。詳細討論，請參考劉連煜，同註83，頁30-33；張心悌，控制股東與關係人交易，台灣本土法學雜誌，101期特刊，頁76-99，2007年12月。

僅是法院以高標準之「整體公平標準」加以審查。相較之下，本文建議之特別委員會其通過或否決交易決定之法律效果相當強大，對少數股東之保護應得以周全，似無必要要求業經特別委員會通過之交易案，必須再經過少數股東過半數同意之第二道保護機制。

換言之，於逐出少數股東此種本質上利益衝突之交易中，思考關鍵在於少數股東的權益是否被適當地保護，特別委員會具有代理少數股東之功能，則經過特別委員會檢視通過之交易，理論上應已照顧到少數股東之權益。反面亦可推知，倘未經特別委員會通過之交易，則應有少數股東過半數同意程序之適用，以確保少數股東得在股東會決議中保護自己，為自己權益發聲。

基於此概念，進一步回頭分析企併法第18條第5項規定，應可取得一個較折衷的觀點：在資訊充分揭露之前提下，倘於逐出少數股東交易中，公司已設有具交易否決權之特別委員會，經該特別委員會通過之交易，在董事會與股東會表決時，具利害關係之董事或法人股東皆無須迴避，蓋少數股東權益已藉由特別委員會此一機制加以確保；惟倘公司就該逐出少數股東交易，並未設有具交易否決權之特別委員會，或特別委員會拒絕該交易，則在董事會與股東會表決時，具利害關係之董事或法人股東仍必須迴避，以回歸自我交易保護少數股東之設計。析言之，由特別委員會或少數股東過半數同意之機制，將為少數股東之權益把關，特別是有關逐出交易價格的公平性。在此機制下，控制股東之逐出少數股東交易將無法以減損少數股東權益之設計而獲取利益，則該逐出交易必須要能創造或增加價值，控制股東始有進行該交易之誘因與實益。因此，本文上述建議，應能達成平衡保護少數股東與鼓勵企業進行價值增加逐出交易之規範目標。

陸、結 論

控制股東對少數股東之逐出交易多係以公開收購加上簡易合併或三角合併方式加以完成，於該等交易中少數股東權益之保護在我國亦日漸受到重視。本文即以「逐出少數股東交易」為研究對象，先建立對逐出少數股東交易之正確評價與規範目的，進而參考美國立法、實務與學說見解，並對我國逐出少數股東交易之規範提出檢討與建議。

在資訊揭露義務方面，我國應可考慮針對逐出少數股東交易之資訊揭露作特別之立法，而非僅以公開收購說明書準則支應之；並應要求公司揭露該交易對少數股東的正反面影響與利弊分析；以及要求公司透過獨立的外部機構或代表人作為少數股東之代理人，作成客觀的評估意見或報告，供少數股東參考。此外，對融資收購、管理階層收購與兩階段收購之資訊揭露，亦應有強化之規範。

在受託人義務方面，參考美國法院陸續透過案例建立若干程序性的措施，例如特別委員會之設置，或少數股東過半數同意，本文建議在資訊充分揭露之前提下，倘於逐出少數股東交易中，公司已設有具交易否決權之特別委員會，經該特別委員會通過之交易，在董事會與股東會表決時，具利害關係之董事或法人股東無須迴避，蓋少數股東權益已藉由特別委員會此一機制加以確保；惟倘公司就該逐出少數股東交易，並未設有具交易否決權之特別委員會，或特別委員會拒絕該交易，則在董事會與股東會表決時，具利害關係之董事或法人股東則必須迴避，以回歸自我交易保護少數股東之設計。如此，應可達成平衡保護少數股東與鼓勵企業進行價值增加逐出交易之規範目標。

隨著企業併購與逐出少數股東交易之日益增加，本文之研究議題應值得吾人持續之關注。

參考文獻

一、中 文

1. 王文宇，財產法的經濟分析與寇斯定理，載：民商法理論與經濟分析，頁133-149，2000。
Wang, Wen-Yeu, Economic Analysis of Property Act and the Coase Theorem, in Principles of Civil and Commercial Law and Economic Analysis, pp. 133-149, 2000.
2. 王文宇，企業併購法總評，月旦法學雜誌，83期，頁70-85，2002。
Wang, Wen-Yeu, General Comments of Business Mergers and Acquisitions Act, Taiwan Law Review, no. 83, pp. 70-85, 2002.
3. 王文杰、方嘉麟、馮震宇，台灣管理層收購之法律問題——以復盛與日月光案為例，月旦財經法雜誌，15期，頁1-23，2008。
Wang, Wen-Chieh, Faung Kai-Lin & Fong, Jerry G., Legal Problems Related to Management Buyouts in Taiwan: The Instances of Fusheng Corp. and ASE Kaohsiung Corp., Financial and Economic Law Review, no. 15, pp. 1-23, 2008.
4. 王志誠，閉鎖性公司少數股東之保護，政大法學評論，89期，頁193-274，2006。
Wang, Chih-Cheng, The Protection of Minority Shareholders of Closely Held Corporations, Chengchi Law Review, no. 89, pp. 193-274, 2006.
5. 林國彬，董事忠誠義務與司法審查標準之研究，政大法學評論，100期，頁135-214，2007。
Lin, Kuo-Bin, Fiduciary Duties and their Standards of Judicial Review: A Case Study on Delaware Cases, Chengchi Law Review, no. 100, pp. 135-214, 2007.
6. 林進富、盧曉彥，台灣MBO相關重要規範及實務運作問題分析，月旦財經法雜誌，15期，頁45-70，2008。
Lin, Jin-Fu & Lu, Siao-Yan, The Analysis of Major Regulations and Practical Problems Concerning MBO in Taiwan, Financial and Economic Law Review, no. 15, pp. 45-70, 2008.

7. 林黎華，從致達資訊公開收購臺灣慧智案看修正後證交法公開收購規定之適用（上），集保月刊，146期，頁19-36，2006。
Lin, Li-Hua, A Commentary of Amended Securities and Exchange Act Concerning Public Tender Offer from the Case of Tender Offer between Jhih-Da Corp. and WYSE Technology Taiwan Ltd. Corp. I, TDCC. Journal, no.146, pp. 19-36, 2006.
8. 林黎華，從致達資訊公開收購臺灣慧智案看修正後證交法公開收購規定之適用（中），集保月刊，147期，頁19-40，2006。
Lin, Li-Hua, A Commentary of Amended Securities and Exchange Act Concerning Public Tender Offer from the Case of Tender Offer between Jhih-Da Corp. and WYSE Technology Taiwan Ltd. Corp. II, TDCC. Journal, no. 147; pp. 19-40, 2006.
9. 林黎華，從致達資訊公開收購臺灣慧智案看修正後證交法公開收購規定之適用（下），集保月刊，148期，頁15-28，2006。
Lin, Li-Hua, A Commentary of Amended Securities and Exchange Act Concerning Public Tender Offer from the Case of Tender Offer between Jhih-Da Corp. and WYSE Technology Taiwan Ltd. Corp. III, TDCC. Journal, no. 148, pp. 15-28, 2006.
10. 邱淑卿，現金合併對股東權益保障之研討（上），集保月刊，127期，頁3-19，2004。
Ciou, Shu-Cing, The Protection of Shareholders' Rights on Cash Merger I, TDCC. Journal, no. 127, pp. 3-19, 2004.
11. 邱淑卿，現金合併對股東權益保障之研討（下），集保月刊，128期，頁3-26，2004。
Ciou, Shu-Cing, The Protection of Shareholders' Rights on Cash Merger II, TDCC. Journal, no. 128, pp. 3-26, 2004.
12. 張心悌，從企業併購論我國公開收購法制，月旦法學教室，60期，頁86-96，2007。
Chang, Hsin-Ti, A Commentary of Public Tender Offer Systems in Taiwan from the View of Mergers and Acquisitions, Taiwan Jurist, no. 60, pp. 86-96, 2007.

13. 張心悌，控制股東與關係人交易，台灣本土法學雜誌，101期特刊，頁76-99，2007。
Chang, Hsin-Ti, Controlling Shareholders and Related Party Transaction, Taiwan Law Journal, no. 101, pp. 76-99, 2007.
14. 章友馨，齊頭式公平真公平嗎？從凱雷收購東森媒體案討論股份收買請求權價格之裁定，月旦財經法雜誌，13期，頁135-169，2008。
Chang, You-Sin, The Fair Value? Discussions Concerning Appraisal Rights by the Judgment from the Case of Carlyle Group Acquired Tung Ho Multimedia Co. Ltd., Financial and Economic Law Review, no. 13, pp. 135-169, 2008.
15. 廖大穎，論股東行使表決權迴避之法理——兼評台北地院91年訴字第3521號民事判決，月旦法學雜誌，99期，頁236-253，2003。
Liaow, Ta-Ying, The Rule of Avoiding to Exercise Shareholders Voting Power: And Comments on No. 3521 Litigation of Taipei District Court Civil Judgment (2002), Taiwan Law Review, no. 99, pp. 236-253, 2003.
16. 劉連煜，公司合併型態與不同意股東股份收買請求權，月旦法學雜誌，128期，頁26-36，2006。
Liu, Len-Yu, Types of Corporate Mergers and Appraisal Rights of Dissenting Shareholders, Taiwan Law Review, no. 128, pp. 26-36, 2006.
17. 劉連煜，股東及董事因自身利害關係迴避表決之研究——從台新金控併購彰化銀行談起，台灣法學雜誌，112期，頁19-35，2008。
Liu, Len-Yu, A Study on the Avoidance of the Voting Right of Shareholders and Directors Due to Individual Interest: Discussions Concerning Taishin Financial Co., Ltd. Acquired Chang Hwa Bank, Taiwan Law Journal, no. 112, pp. 19-35, 2008.
18. 賴英照，股市遊戲規則——最新證券交易法解析，2006。
Lai, In-Jaw, Rules of Stock Market: The Newest Analysis of Securities and Exchange Act, 2006.

二、外 文

1. BAINBRIDGE, STEPHEN M., CORPORATION LAW AND ECONOMICS (2002).
2. BRUDNEY, V. & CHIRELSTEIN, M., CORPORATE FINANCE (2d ed. 1979).
3. Calabresi, Guido & Melamed, A. Douglas, *Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089 (1972).
4. Cannon, Kimble Charles, *Augmenting the Duties of Directors to Protect Minority Shareholders in the Context of Going Private Transactions: The Case for Obligating Directors to Express a Valuation Opinion in Unilateral Tender Offers after Siliconix, Aqualia and Pure Resources*, 2003 COLUM. BUS. L. REV. 191 (2003).
5. CLARK, ROBERT, CORPORATE LAW (1986).
6. Coates, John C., IV, *"Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discount in Conflict Transactions*, 147 U. PA. L. REV. 1251 (1999).
7. Coffee, John C., Jr, *Transfers of Control and the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions while Chilling Inefficient Ones?*, 21 DEL. J. CORP. L. 359 (1996).
8. COOTER, ROBERT & ULEN, THOMAS, LAW AND ECONOMICS (5th ed. 2007).
9. COX, JAMES D., ET AL., CORPORATIONS (1998).
10. Gilson, Ronald J. & Gordon, Jeffery N., *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785 (2003).
11. Goshen, Zohar, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 CAL. L. REV. 393 (2003).
12. Jensen, Michael C. & Meckling, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).
13. Koenig, Joshua M., *A Brief Roadmap to Going Private*, 2004 COLUM. BUS. L. REV. 505 (2004).
14. Levy, Ely R., *Freezeout Transactions the Pure Way: Reconciling Judicial Asymmetry between Tender Offers and Negotiated Mergers*, 106 W. VA. L. REV. 305 (2004).
15. MALLOY, ROBIN PAUL, LAW AND ECONOMICS: A COMPARATIVE APPROACH TO

THEORY AND PRACTICE (1990).

16. Pritchard, A. C., *Tender Offers by Controlling Shareholders: The Specter of Coercion and Fair Price*, 1 BERKELEY BUS. L.J. 83 (2004).
17. Subramanian, Guhan, *Fixing Freezeout*, 115 YALE L.J. 2 (2005).
18. Subramanian, Guhan, *Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory and Evidence*, 36 J. LEGAL STUD. 1 (2007).
19. Wolfe, Donald J., Jr. & Salomon, Janine M., *Pure Resources, Printcafe and the Pugnacious Special Committee*, 7 No. 1 M&A LAW 10 (2003).

Freezeout: Comparative Study on the Duty of Disclosure and Fiduciary Duty

Hsin-Ti Chang^{*}

Abstract

Controlling shareholders can usually freeze out minority shareholders through merger freezeout or tender offer freezeout. In such transactions, how to protect minority shareholders becomes an important issue. This paper analyzes the fair valuation on freezeout as well as its regulatory purposes and offers some proposals to the freezeout mechanism in Taiwan by making reference to U.S. legislation, court opinions and scholarship.

With respect to the duty of disclosure, this paper suggests the promulgation of a special rule governing the duty of disclosure in freezeout transactions. As for the fiduciary duty, this paper suggests that on the premise of full disclosure, if a company has established a special committee with veto power to consider the freezeout transaction and such committee has approved such a freezeout, the controlling shareholders can still vote at the board and shareholders' meeting; however, if a company has not established such special committee or such

^{*} Associate Professor of Law, National Taipei University; J.S.D. University of California, at Berkeley.

Received: October 21, 2010; accepted: December 28, 2010

committee has rejected the freezeout, the controlling shareholder shall refrain from voting at the board and shareholders' meeting to avoid the problem of conflict of interests. This proposal can reach the regulatory goal of protecting minority shareholders and at the same time encourage value-increasing freezeout transactions.

Keywords: Freezeout, Duty to Disclosure, Fiduciary Duty, Merger Freezeout, Tender Offer Freezeout, Cash out Merger, Merger and Acquisition