

行政院國家科學委員會補助專題研究計畫  成果報告

期中進度報告

企業併購法制檢視與個案研究

計畫類別： 個別型計畫  整合型計畫

計畫編號：NSC96-2414-H-004-004-MY3

執行期間：2008 年8 月1 日至2009 年7 月31 日

計畫主持人：方嘉麟

共同主持人：林國全、樓永堅

計畫參與人員：碩士班研究生-兼任助理：王靜慧、黃筱文、黃立坪、黃思惠、  
陳翌欣、陳寶貴

成果報告類型(依經費核定清單規定繳交)： 精簡報告  完整報告

本成果報告包括以下應繳交之附件：

赴國外出差或研習心得報告一份

赴大陸地區出差或研習心得報告一份

出席國際學術會議心得報告及發表之論文各一份

國際合作研究計畫國外研究報告書一份

處理方式：除產學合作研究計畫、提升產業技術及人才培育研究計畫、  
列管計畫及下列情形者外，得立即公開查詢

涉及專利或其他智慧財產權， 一年 二年後可公開查詢

執行單位：國立政治大學法律系

中 華 民 國 98 年 5 月 25 日

## 第一部份—研究計畫中文摘要

為了追求公司外部成長，藉由併購手段來擴充公司經營版圖已成為世界之潮流。然而進行併購時少數股東權益之保護、控制股東併購時控制權溢價之存否、董事受任人義務之內涵等等，均係相當值得研究的議題。本研究計畫即選擇了美國法上的經典判決及我國相關案例，主要以控制股東之合併案為主題，探討於控制股東併購時，董事受任人義務之具體內涵，股東權益保護之手段，以及控制權溢價之合理性等問題。

觀察美國法關於控制股東相關案例，為避免控制股東藉由其控制力從併購案中謀利，嚴重侵害少數股東及公司權益，在 Perlman 案中之認為應限制之。就董事會之受任人義務部分，在控制股東不願出售其持股時，Mendel 案法院認為由於控制股東沒有任何義務出售持股以使併購案達成，故董事會當不得為求併購案之完成，而稀釋控制股東之股份，否則有違其受任人義務。

在控制股東進行併購案例中，若係以合意併購之方式進行，為避免因被併購公司礙於控制力，而使併購交易流於不公平，有害小股東及公司權益，Weinberger 案和 Lynch 案法院則以「完全公平測試標準」此一嚴格標準，以公平交易及公平價格二階段來檢視併購案，若無法符合，則須給予少數股東損害賠償。在控制股東若以公開收購方式進行併購時，Unocal 案法院則認為公開收購之要約雖然表面上具有強制力，但若能符合有利害關係股東外其餘少數股東的多數同意、在同一要件下完成簡易合併，且無任何的報復措施，則併購案不具強制力，符合公平原則。

最後回到國內實際案例探討慧智與致達之合併案，可知我國公司法規定董事僅對公司負有善管及忠實義務，但在合併案例中，被併購公司已消滅，則董事如何對之負受任人義務則有疑問，顯見我國受任人義務體系似有更進一步改善的空間。

關鍵字：企業併購、控制權溢價、受任人義務、完全公平測試標準、現金逐出合併

## 第二部分—研究計畫英文摘要

To pursue outside growing of the company, expanding the company business by means of merger became the trend of the world. However, how to protect the minority shareholder's interest, whether the control premium properly exists, and the content of director's fiduciary duty are issues quite worthy of research. In this project we choose several American classic cases and relevant domestic case, and all the cases involved controlling shareholders. The actual content of director's fiduciary duty, how to protect shareholder's interest and the rationality of control premium are our major research points.

The Perlman court held that the controlling shareholder's right should be limited so as to prevent controlling shareholders from abusing their right and undermining minority shareholder and the company's interest. As far as the director's fiduciary duty is concerned, the Mendel court held that the controlling shareholders have no duty to sell their stock while they are unwilling to do so. Therefore, the board of directors cannot dilute the voting power of controlling shareholder only because they intend to complete the merger deal; otherwise the board will breach their fiduciary duty.

While the controlling shareholders guide the proceeding of merger, the Weinberger court and the Lynch court provide a crucial test called "entire fairness test" to examine the deal. To avoid merged company's fear of the controlling power and the unfair merger process damaging minority shareholders and the company's interest, the test has two steps including "fair deal" and "fair price". If the transaction process could not meet the test, the company has to compensate minority shareholders. While controlling shareholders adopted tender offer as the way to complete the deal, the Unocal court held that the offer is apparently compulsive in such circumstance. However, if there were major approval of minority shareholders except interested shareholders, and completed short-form merger under arm-length transaction without any retaliatory measures, the offer is not compulsive and meets the entire fairness test.

The final part is concerned with domestic case—the Wyse and Behavior case. Our company law provides that the directors have duty of loyalty and duty of care toward the company only. However, when the merged company dissolved, it's doubtful that how the director is liable for fiduciary duty. Therefore our fiduciary duty system obviously has to be improved.

Keywords: merger and acquisition, control premium, fiduciary duty, entire fairness test, freeze-out merger

## 第三部分—研究計畫內容

### 壹、前言

為追求公司利益之最大化，藉由併購手段來擴充公司經營版圖，增加公司自我經濟實力，已成為世界之潮流。隨著併購案之增長，公司於併購時少數股東權益之保護，控制股東併購時控制權溢價之存否，甚至於董事受任人義務之內涵等等，均有研究之必要。

### 貳、研究目的

本研究計畫即藉由美國法上經典判決及我國相關案例之探討，主要以控制股東之合併案為主題，探討於控制股東併購時，董事受任人義務之具體內涵，股東權益保護之手段，以及控制權溢價之合理性等問題，盼能釐清該等問題之具體內涵，以作為日後實務上之參考。

### 參、文獻探討

國內外目前就企業併購法制研究及併購個案分析之相關案例已有相當的數量，本文希望透過美國經典控制股東案例，釐清控制股東於併購時之相關問題，以提供日後控制股東併購時行為模式之依據，並希望能夠作為未來行政及司法機關關於行政及將來立法修正時之參考。

### 肆、研究方法

#### 一、制度分析法

所謂制度分析法係指以法制面作為主軸，分析目前企業併購制度之法規範運作上之要件及缺失與相關法規應如何適用，進而探討其併購實務運作上所應呈現之制度為何。

#### 二、文獻探討法

除以企業併購相關法律及授權命令為論述基礎外，與本文相關之立法背景以及學者評釋之文章等資料搜集即所謂文獻整合法。文獻之整理、分析有助於歸納、演繹出本國法制度之內涵，所以搜集之具體方向包括與本文相關內容之學術教科書、學術論文、研究計畫、學位論文、政府出版品、學術研討會記錄以及期刊文章等。

#### 三、比較研究法

以先進國家之立法例作為研究對象，並結合該國學說及實務見解，綜合比較其異同，並探究該等制度之背景，與我國之國情、民情作一比較，以供我國法規

範於解釋適用時之參考，進而做為未來我國法律強化之基礎。

#### 四、實務分析法

理論之探討仍應回歸於實際案例之分析始有意義，本文涉及併購個案於我國實務運行所生之相關問題，是以筆者擬對過去法院實務判決對於相關案件之法律適用及認定結果加以歸納整理，輔以學理相對照，俾探求現行法制是否仍有規範不足之處，並提出相關修法建議。

### 伍、研究內容及結論

#### 一、Perlman v. Feldman

##### (一) 本案事實

1950年6月25日韓戰爆發後，隨著通貨膨脹攀升，食物與消費財均發生短缺現象。本案系爭之控制股權交易發生於1950年8月，剛好在韓戰爆發之後。Feldmann為本案之被告，時為Newport<sup>1</sup>的控制股東<sup>2</sup>，並身兼公司董事長與總裁（president），曾推行「Feldmann plan<sup>3</sup>」，並使公司獲利。而Perlman為本案之原告，乃Newport的小股東。

1950年8月，被告將所持有之Newport股份以20美金/股之價格賣給Wilport<sup>4</sup>，當時Newport股份在店頭市場的交易價格不超過12美金/股，帳面價值則為17.03美金/股。此樁交易與隨後的董事改選使Wilport取得對Newport之控制權<sup>5</sup>。原告提起代表訴訟（derivative action），主張被告自前開交易取得之價金中，包含出售公司資產（控制權）之補償（compensation），並訴請被告賠償（restitution）。下級法院認為，在欠缺詐欺或可預見之掠奪（looting）時，控制股東有權依照自身最佳利益而出售股份，此外，本案原告並未善盡證明系爭交易之價格非屬公平價格之舉證責任，故判決原告敗訴，原告因而上訴。

上訴法院多數意見認為，在被告出售股份所獲對價中源自於公司控制權之範圍內，其應對原告負責，且原告係基於自身之權利而受償，故判決本件上訴為有理由，而將案件發回重審。

<sup>1</sup> Feldmann 為印第安那州的公司，其業務為生產鋼板，並出售給下游的鋼製品生產者。

<sup>2</sup> 原告乃透過家族成員或其他公司而直、間接持有 Newport 共 33% 的股份，並因此取得公司控制權。參閱 219 FEDERAL REPORTER, 2d SERIES, p.174, footnote 1。

<sup>3</sup> 所謂 Feldman plan，係指 Newport 透過市場力量之運用，令下游之鋼鐵用戶無息預付貨款，以交換 Newport 未來對其持續供應之承諾。參閱 p. 1052 第 4 段。換言之，Feldman plan 可謂係迂迴規避價格管制之手段。

<sup>4</sup> 德拉瓦州的公司，係由下游的鋼鐵製造者所組成。Wilport 希望能在因韓戰而造成的鋼鐵供給短缺中，確保上游原料的穩定供應。

<sup>5</sup> Wilport 取得了 Newport 共計 37% 的股份，其中 33% 源自原告直、間接持有，其餘部份則係來自原告之朋友和同事。參閱 219 FEDERAL REPORTER, 2d SERIES, p. 174, footnote 1。

## (二) 法律爭議與法院見解

### 1. 被告獨享控制權溢價是否違反了受任人義務？

本案並非典型之受任人義務違反案件，本案並未發現詐欺、濫用公司機密、掠奪等情事。然而，本案亦未發現被告滿足了公司受任人義務的高標準要求。被告自公司因有利之市況而可得的利益中吸取個人利得之行為，無法滿足受任人對其委託人所必要的完全忠實（undivided loyalty）。

當市場短缺，而公司產品之買權（call）擁有不尋常的巨大溢價時，法院認為受任人不應將此利益據為己有，方符法律之規定。故上訴法院認為 Feldmann 獨佔溢價之行為不符合受任人義務的要求

### 2. 承上，被告所違反受任人義務之具體內涵為何？

本案被告所違反的受任人義務為侵奪了屬於公司的機會。被侵吞之公司機會並不以確實必然會發生為必要，只要公司有獲利之可能，少數股東即有權求償。

1950 年夏季，Newport 已在洽談冷軋（cold-rolling）設備中，以進行更為整合的營運並生產更具市場性的產品，Feldmann Plan 的資金可用來達成此目標。Newport 或許可利用供應短缺時期建立客戶基礎，而於市場回復充足供應時持續獲利。這些機會均屬於 Newport 所有，僅得為公司之利益所用。除非被告能完全否定 Newport 利用這些機會獲利之可能性，始能勝訴。

### 3. 何人負舉證責任？

誠如下級法院所言，證據雖然不足以證明 Newport 在 1950 年 8 月時，確能透過 Feldmann plan 類型之交易獲取資金以擴充、整合其設備，亦不足以證明 Newport 嚮往這樣的擴張。然而，受任人恆就受託財產交易之公平性負舉證責任，被告舉證必須能完全否定 Newport 利用這些機會獲利之可能性，始能勝訴。受託財產交易公平性之爭議，如同所有其他關於受任人義務違反之爭議，均應由被告負舉證責任。

### 4. 原告係基於自身權利抑或係代位公司之權利而受償？

原告係基於自身之權利而受償，而非基於公司之權利，因為 Newport 或受讓其股份之人均不應分享任何可能的利益。

## (三) 小結

傳統上，對於分享控制權溢價之爭辯係聚焦在公平性（fairness）。有認為控制權乃歸屬於公司者（部分係因為公司法規定公司業務乃由董事會管理經營）<sup>6</sup>，

---

<sup>6</sup> 參閱 Adolph Berle & Gardiner Means, “Control” in Corporate Law, 58 Private Prob. 244 (1932); Adolph Berle, “Control” in corporate Law, 58 Colum. L. Rev. 1212 (1958).

相關見解則將控制股東出售控制權視作公司之機會，而應由全體股東共享<sup>7</sup>。反之，晚近評論則著重在效率（efficiency）：由控制股東獨享溢價或由全體股東共享，何者能為股東創造較大價值<sup>8</sup>？換言之，何者對少數股東較為有利？

限制控制股東以溢價出售控制權，乃由於擔憂其將會從中牟取私利，亦即控制股東將利用該交易以獲取不相稱的利益。控制股東藉控制力謀取私利的方式有三：藉由奪取不相稱的公司收益、藉由逐出少數股東、藉由控制權交易，本案涉及第三種方式—控制權之交易，本案法院認為控制權交易之價格屬於控制股東所獲取之私人利益。

## 二、In re Pure Resources, Inc. Shareholders Litigation

### （一）本案事實

Unocal 為 Pure 持股 65% 之母公司，本案原告為子公司 Pure 的少數股東，因母公司 Unocal 對子公司 Pure 進行公開收購欲取得剩餘 35% 之股份，對 Pure 董事會及 Unocal 董事會請求禁止此公開收購要約的暫時禁制令。Unocal 對 Pure 少數股東公開收購條件為 Unocal 0.6527 股換 Pure 1 股，計算其溢價約 27%。目標為收購 Pure 股權達 90%，收購時間自 2002 年 8 月 21 日至 2002 年 10 月 2 日為止。達到收購目標後，即將進行簡易合併，亦以相同換股比例取得其餘股東手中持股。對於 Unocal 公開收購之處理

Pure 董事會討論議案時，Hightower 要求兩位由 Unocal 指派的董事 Ling 以及 Chessum 迴避。並由 Williamson 以及 Covington 兩位獨立董事組成特別委員會，其權限限於(1)聘用獨立財務及法律顧問；(2)代表 Pure 對收購要約提出建議；(3)與 Unocal 談判提高換股比例。

特別委員會希望能取得更多授權，因此要求 Pure 公司澄清其權限，因此 Pure 董事會對此做討論。雖然 Ling 以及 Chessum 先前決定組成委員會時被要求迴避，但是現在於特別委員會要求更多授權時，該二位由 Unocal 指派的董事卻參與討論，而且由 Chessum 主導討論過程。經過一番討論後，特別委員會的權限仍限於考量此一收購要約、談判及代表 Pure 作出建議。

在特別委員會要求更多授權的同時，委員會與 Unocal 進行談判，嘗試說服 Unocal 提高出價。於 9 月 10 號委員會便提出其所聘用財顧所建議的換股比例 0.787。在幾次面會後 Unocal 仍不為所動，因此於 2002 年 9 月 17 號特別委員會基於他們所做的分析及財顧的建議，代表 Pure 作出不要接受要約之建

<sup>7</sup> 參閱 William Andrews, Stockholders' Rights to Equal Opportunity in the Sale of Shares, 78 Harv. L. Rev. 505, 506 (1965).

<sup>8</sup> 參閱 Frank Easterbrook & Daniel Fischel, Corporate Control Transactions, 91 Yale L.J. 698 (1982); Ronald Gilson & Bernard Black, The Law and Finance of Corporate Acquisitions 1229-1236 (2d ed. 1995).



議。

其後少數股東主張 Unocal 對於 Pure 及其董事會有控制力，導致此一收購要約並非完全自由具有強制性，請求禁止此公開收購要約的暫時禁制令，法院認為 Unocal 的公開收購符合非強制性的要件，駁回原告之請求。

## **(二) 法律爭議與法院見解**

### **1. Lynch 完全公平標準與 Solomon 標準**

#### **(1) Lynch 完全公平標準適用於母子公司合意併購**

母公司對於子公司少數股東有內在的強制力，且獨立董事均受母公司之控制，少數股東無法基於自由意志做決定，因此於母子公司合意併購而應適用完全公平性標準。

#### **(2) Solomon 標準適用於母公司對子公司公開收購**

公開收購與簡易合併均不需經子公司董事會之同意，因此在 Solomon 標準下，只要確保對小股東沒有強制力以及沒有證券詐欺的情形下，即是自願性的公開收購。在自願性的公開收購下，法院傳統見解認為公開收購已充分保障少數股東不受強制，不須適用完全公平法則。

### **2. 可否僅以母公司取得股份方式之不同採用不同標準**

傳統見解認為合意併購時，控制股東與公司間屬於自己交易，控制股東同時為買方與賣方；相較於公開收購下，控制股東僅為買方，是否應賣仍取決於少數股東之自由。故只要母公司取得股份方式不同即可採取不同標準。

然而本案法院則認為，公開收購時沒有應賣的股東可能成為少數堅持的股東，導致自己股票較不具流通性，或者適用簡易合併時可能獲得更低或較晚取對價。不論公開收購或合意併購，一旦小股東不應賣或拒絕合併，均會產生 Lynch 案法院認為之內在強制力，故本案法院認為不得僅因母公司取得子公司股份方式不同，即採取不同標準。

### **3. 本案法院以政策重點選擇適用 Solomon 標準**

Solomon 標準的重點放在使買方和賣方可以自由決定，司法僅在必要時介入，以維持公平的揭露以及防止結構性強制，其優點為能減少併購交易的訟爭性，由少數股東保護自己，且現今日漸增加的機構投資人及資訊可獲得性亦為本案法院選擇彈性適用 Solomon 標準的原因。

### **4. 法院彈性適用 Solomon 標準**

本案法院認為僅在符合以下三種情形下，始認為控制股東公開收購的併購不具強制力：(1) 收購條件具備必須得到少數股東中的多數同意；(2) 控制股東承諾若他獲得超過百分之九十的股份將立刻以同一價格完成簡易合併；(3) 控制股東並沒有做任何報復性的威脅。

大股東必須給予目標公司的獨立董事不受控制的空間，及足夠的時間回應公開收購之義務，方式上至少並給予目標公司的獨立董事聘請財務顧問及法律顧問，以及給予少數股東是否應賣的建議，以及對少數股東揭露足夠的資訊。

### (三) 小結

本案法院認為 Unocal 的公開收購要約雖然表面上具有強制力，但如果 Unocal 能將要約修正為，必須取得除上述有利害關係股東外其餘少數股東的多數同意，則該瑕疵可以被治癒。除此之外，法院認為 Unocal 的公開收購符合非強制性的要件，因為他們明確承諾在同一要件下完成簡易合併是，且 Unocal 並沒有任何的報復措施，因此駁回原告之暫時禁制令請求。

## 三、Kahn v. Lynch Communication System, Inc.

### (一) 本案事實

1981 年 Alcatel 根據股權收購的協議取得 Lynch 30.6% 的普通股，協議內容包括 Lynch 必須獲得 80% 股東的同意才能進行其他併購。此外，協議內容還包括 (1) Alcatel 有權取得和持股比例相等之董事會席次；(2) 有權購買 Lynch 出售給第三人股份中的百分之四十；(3) 禁止 Alcatel 於 1986 年十月前持有 Lynch 股份超過 45%。

原告 Kahn 為 Lynch 之股東，代表被告以外之所有 Lynch 股東，於 1986 年對 Lynch 及 Alcatel 提起集體訴訟，請求禁止 Lynch 與 Alcatel 之公開收購要約及其後之現金逐出合併。訴訟當時 Alcatel 持有 Lynch 43.3% 之流通股，指定十一席董事中的五位，執行委員會中三席中之兩席，薪酬委員會中四席中之兩席。

衡平法院駁回 Kahn 之暫時禁制令請求，Kahn 因而更改他的請求為經濟上的損害賠償。

### (二) 法律問題及法院見解

#### 1. Alcatel 是否主導 Lynch 而居於控制股東的地位

法院認為股東只有在兩種情況下負有受任人義務 (fiduciary duty) —— 擁有公司多數股權，或對公司經營有實質控制力<sup>9</sup>時。何謂「實質上控制力」？法院認為一個股東單純擁有公司少於百分之五十的股份，並不會成為具有控制力的股東而負有受任人義務。在沒有控制性持股的情況下，要證明此股東對公司作為「存在著主導關係」，原告必須舉證此股東透過實質上的控制力主導了公司的作為<sup>10</sup>。

從 Lynch 董事會的紀錄中，衡平法院發現：非代表 Alcatel 的獨立董事也聽從了 Alcatel 的指導，原因並非因為 Alcatel 在商業判斷的實行上居於一個正確

<sup>9</sup> Ivanhoe Partner v. Newmont Mining Corp., Del. Supr., 535 A.2d 1334, 1334(1987)

<sup>10</sup> Citron v. Fairchild Camera & Instrument Corp., Del. Supr., 569 A. 2d 53, 70(1989)

的地位，而是起因於他位居一個強勢的大股東地位。該紀錄也支持了法院之後的發現：儘管 Alcatel 百分之 43.3 持股只代表少數股東的權益，但 Alcatel 實質上對於 Lynch 主導了其公司事務而展現了「實質上的控制力」。衡平法院後做出結論，根據邏輯上的推論，Alcatel 對於其他 Lynch 股東負有控制股東的受任人義務。

## 2. 完全公平測試標準如何適用在控制性股東上

法院在 Citron v. E. I. Du Pont de Nemours & Co. 案中，對完全公平測試標準有所闡釋。檢驗利害關係控制股東現金逐出合併交易是否適當，其司法審查標準即為完全公平測試標準。在獨立董事委員認可此交易或是大多數少數股東獲得充分資訊而同意之情況，將會使舉證責任從有控制或支配力的股東身上，轉移至有異議的股東身上。

然而母子公司的合併，不管少數股東是否投票同意或是拒絕該項交易，都會被一個現在控制而且將會繼續控制該公司的一方提出。無論如何，控制股東的人際關係均擁有潛在的影響力，故少數股東的表決並不會像是在沒有控制力的情況下進行。即使未有控制力存在，在母子公司合併交易中的股東投票，仍會被理解成：假設他們不同意此合併交易，將會產生遭到控制權股東報復的風險，例如控制股東可能決定停止股利分配或以低價現金逐出少數股東。

因此，在母公司與其控制的子公司間之合併交易，即使其中一方經過公正的獨立委員會的協商，法院無法相信其交易具備真正獨立性，而達到真正的公平談判。故獨立董事委員認可此交易或是大多數少數股東獲得充分資訊而同意，並非移轉舉證責任至少數股東身上之要件。

### (三) 小結

在具有利害關係併購案中，特別委員會是否真正地獨立、在常規交易中充分被告知和自由協商，法院特別必須考慮。"然而完美的交易是不可能的"，除非控制股東可以證明，在交易中不只是形成了一個獨立委員會，而且也進行了類似常規交易中實際上討價還價的各種程序，否則完全公平的舉證責任將不被轉換。

衡平法院認為獨立委員會「適當地模擬第三人交易，也沒有在常規交易中受到強迫。」然而這些理由在紀錄中卻得不到證實。最高法院認為衡平法院錯誤地轉換舉證責任至 Lynch 股東-原告 Kahn 身上。記錄上反映，在常規交易中委員會實際的協商能力係妥協於若不同意 \$15.5，Alcatel 就準備進行敵意併購的狀況。故本案完全公平準則中之舉證責任並不轉換到 Kahn 身上。

## 四、Mendel v. Carroll

## (一) 本案事實

Katy Industries 係一間於紐約證券交易所上市的公司，其控制權一直在 Carroll 家族手中，約持有 48%至 52%之股份。1983 年，Carroll 成員加入股份購買協定 (Stock Purchase agreement)，該協定給予 Carroll 家族優先承買其他簽署者 (signatory) 持有 Katy 股份的權利，且未限制其表決權。而 Pensler Capital 則對 Katy 有高度興趣，數次提出合併計畫。

原告 Mendel 為 Katy Industries 的少數股東，要求董事會同意授予第三人買進 20%股份的選擇權，用以達成稀釋現存 Carroll 家族控制股權的表決權。這項指示將使 Katy 的董事會給予 Pensler capital 的成員以每股 27.80 元購買 Katy 大約 20%的在外流通普通股的選擇權。此選擇權的發行是一個提供 Pensler 以一股 27.80 的現金合併 Katy 的機會。控制股東 Carroll 家族則提出以每股 25.75 元價格收購其他股份。原告要求 Katy 與 Pensler 公平地協商；禁止最近 Carroll 以在市場上取得的股份行使表決權；禁止 Katy 進行某些支付；禁止 Katy 發放其在 1994 由股東會授權發放的特別股股利 (special dividend)。

## (二) 法律問題及法院見解

### 1. Katy 的董事會是否有義務同意 Pensler 所想要的發行選擇權 (option) ？

無論董事會授與一個買進股票的選擇權是否符合受託人義務，法院認為並不需要為此抽象化的問題下一個制式的答案。然可以確定的是，董事會對於該稀釋 (股權) 的目的若僅在維持控制權，這樣將會違反忠實的規範；然董事會之行為若符合誠信且合理相信控制股東有濫用其影響力並利用少數股東的弱勢 (vulnerability) 的情況，則董事會可能有權採取這樣的行動。

### 2. 法院認為控制股東未以特別的方式利用少數股權的弱勢。

法院認為本案事實並沒有利用或是對少數股東有不公平，Pensler capital 出價每股 27.8 元與 Carroll Group 合併價格 25.75 元，二者在法律上與商業上是截然不同的。而二個可能交易間之根本性的不同在於 Carroll Family 事實上已經有一個堅定的控制持股，法律並已承認且接受控制股東之控制權溢價的合法性。在 Carroll Family 合併案中重要的事實是，購買方並沒有買公司的控制權，他們已經持有公司已發行股票的 48%或 52%了；而 Pensler 的要約則是向控制股東與其他的股東提出，並以單一價格購買其控制權持股與公司剩餘的股票，其將控制權溢價平均分給所有的股東。

因此在本案，由於 Carroll Family 事實上已經持有了公司的控制權，因此當 Katy 的董事會或是其特別委員會在評估 Carroll Family 合併案時，其有義務

去注意到當時該提案已被一群持股近 50%的股東所提出，且該等股東可以說是有能力去選舉董事會，在這種情況下，法院認為董事會有尊重 Carroll Family 的權利的義務。

法院承認 Carroll Family 沒有義務去支持一個要他們出售手中持股交易，並非在說他們可以運用對公司的控制權以不公平的價格去實現自我利益的合併。而係本案中並無任何現存的資料可以認為 Carroll Group 所提出支付給非控制權股東的 25.75 元為不適當或不合理的，就算是 Pensler 願意支付更多給所有股東的這個事實，也無法支持 Carroll 之提案給非控制股東的價錢為不公平這樣的推論結果。

法院認為董事仍有可能依循著受託人義務可以去發行一個稀釋股權之選擇權以為保護公司或其少數股東免於其遭受控制股東之利用，然這種情況並未完全出現在 Katy 董事所面臨的情況中。因此 Katy 董事會沒有去發行稀釋股權之選擇權將不被認為係違反對少數股東之受託人義務。

### （三）小結

法院認為在本案中 Carroll 擁有公司的控制權，且 Carroll 一再表示其無興趣出售持股，再者，身為控制股東也沒有任何義務需要其出售持股，董事會在此種情況之下必須尊重 Carroll 的意願。董事會對於公司及股東的受託人義務，就是要保護股東的權利，而非讓董事在控制股東沒有嚴重違反受託人義務的情況下，可以運用公司的力量去對抗多數股東。因此在本案董事會有考量到股東利益最大化，且本案例中控制股東並未有利用少數股東弱勢的情形，此時董事會即應尊重 Carroll 的意願，因此董事會拒絕 Pensler 提案並沒有違反受託人義務。

## 五、Weinberger v. UOP, Inc.

### （一）本案事實

UOP 全名為 Universal Oil Products Company，為一家多角化經營的工業公司，其股份在紐約證交所公開掛牌買賣。Signal 是一家多元且技術上透過不同的子公司之運作建立起的公司，有意收購 UOP<sup>11</sup>。UOP 的前任股東 Weinberger 質疑 UOP 與其大股東，即母公司 Signal，藉由現金逐出合併消減少數股東，主張其向少數股東收購之價格過低，訴請法院撤銷合併，對 UOP、Signal 及兩間公司之董事與經理人請求賠償損害而提起團體訴訟。

---

<sup>11</sup> 其董事長 Walkup、總裁 Shumway、副總裁 Arledge、資深副總裁 Chithea（首席財務長）以及其董事 Crawford（就任前原為 Signal 完全持有的另一間子公司的資深員工及副總），此五人均兼為 Signal 及 UOP 的董事。

## (二) 法律問題及法院見解

### 1. Arledge 與 Chitica 身為 Signal 與 UOP 之共通董事，但其提出之可行性報告完全立於對 Signal 有利的角度研擬，並且使用了 UOP 的資訊，是否違反受託人義務？

Chitica 和 Arledge 利用身兼公司董事職務的身份，取得 UOP 之內部資訊，為 Signal 做出合併可行性的研究，並提出合併對 Signal 可帶來之種種好處，卻導致 UOP 少數股東高達 1700 萬美元損失之重大影響，但 UOP 之少數股東並未獲知此一資訊。法院認為被告並未揭露其所持有，且對該合併交易資訊密切相關的資訊。因 Signal 所控制之董事對於 UOP 負有忠實義務，在此情形下，其所持有的資訊必須全部被揭露。

在母子公司交易的情形下，若欠缺獨立的協商機制，或董事並未迴避，則董事負有達成雙方最佳利益的義務。法院認為紀錄已證實 Signal 指派之董事並未符合該義務。

### 2. 合併之條件對少數股東是否公平？

公平原則的概念可分為兩個基本的面向：公平交易與公平價格。法院應整體加以審查，而非將公平交易與公平價格作分割之觀察。故法院在審酌公平性時應考量（1）交易作成時，其發起、架構設計、協商過程、對董事的揭露情況如何；（2）如何取得董事與股東的支持；（3）關於合併提案之經濟與財務的考量，包括所有相關的因素：資產、市價、盈餘、未來展望，以及其他任何會影響公司客觀股票價值的因素。

優勢資訊持有者，不應利用該資訊誤導其他不知情之股東。Chitica 和 Arledge 為了 Signal 的利益，利用其地位取得之資訊做成可行性研究，且未將利害衝突揭露給 UOP 之外部董事及 UOP 之少數股東，違反公平交易。最高法院指出公平價格之計算，必須考量所有相關因素，即只要是以合併的成果或其代為出發點設定的價格預測要素，皆屬之。若承審法院認為適當，公平價格亦包括任何由於公司股東進行團體訴訟所致的損害。綜上所述，本案合併交易無法通過完全公平原則之測試標準。

### 3. 本案法院可採取之損害賠償方式為何？

最高法院認為，由現今已知的估價程序視之，在 Lynch 案中僅限使用嚴格的金錢損害賠償計算方式作為救濟之方式，已失其法律基礎。反之，應透過「考量所有相關因素」得出是否為公平價格之結果。而衡平法院若認為關於公平的爭議，有足夠的證據證明其決定之救濟係適當時，亦可判予少數股東回復原狀之損害賠償，至於 Lynch 案中法院認為在現金逐出合併下，僅得採用金錢損害賠償額之原則，此部分之主張不予採納。

最高法院表示其不限制衡平法院可依據個案事實，給予股東其他救濟方式的

歷史權能。但因本案交易已完成許久，以致無法撤銷，衡平法院應謹慎地依照完全公平的標準（也就是公平交易和公平價格），給予少數股東金錢形式的補償。

### （三）小結

本案法院以公平交易與公平價格建構「完全公平測試標準」之內涵，在公平交易部分，特別強調重要交易資訊應為充分揭露，並另提出常規交易作為判斷標準；在公平價格部分，則認為在無違德拉瓦州公司法第 262 條之情況下，應允許當事人採取更自由的估價方式。此外，在損害賠償方式之採擇上，本案法院雖認為由於交易已完成許久，無法撤銷，僅得給予少數股東金錢形式之補償，惟亦特別指出，若有足夠證據證明其決定之救濟係適當時，仍可判予少數股東回復原狀之損害賠償，故不採納 Lynch 案中認為在現金逐出合併下僅得採用金錢損害賠償方式之主張。

## 六、慧智與致達合併案

### （一）本案事實

2003年三月致達科技公司對外公告，有意以每股14.5元於公開市場收購台灣慧智公司股權。致達為和信集團100%持股之子公司。而和信及利害關係人原本就持有台灣慧智超過27%的股權，致達順利取得台灣慧智30%的持股後，和信集團對台灣慧智的持股比例升高至將近六成，因此取得台灣慧智的主導權。不到兩個月後，台灣慧智董事會決議與致達進行現金合併，並決議若資產淨值高於47億元，則以每股14.5元作為現金合併對價，否則即以每股13.5元左右價格合併。合併後由致達為存續公司，慧智則自行下櫃。本案涉及現金收購之價格與每股淨值可能不相當，股東權益因而受到侵害，因此少數股東之保障為本案之重點。

### （二）法律問題

#### 1. 美國法上少數股東於逐出合併時所能主張之救濟

由於現金逐出合併將影響股東地位，且評價股權價值有其困難性，經營者或控制股東有能力影響股價的因素，因而在美國發展出各種不同的測試標準，藉以衡量現金逐出交易的適法性。主要有「事業目的測試標準」及「完全公平測試標準」兩種。前者係指只有基於正當的事業目的而採取現金合併方式，法院方承認此種合併的正當性，然此標準遭到揚棄，因要求經營者或大股東說明合併除了逐出少數股東以外還具備其他正當理由並非難事，並且要求法院事後衡量這些原因的真實性有其困難。而後者則是要求控制股東或經營者必須在實質及程序上公平對待少數股東，包括「公平交易」、「公平價格」，以證明合併案件是完全公平的。

## 2. 少數股東是否能主張要求董事負忠實義務

然而我國為成文法系國家，在現行法無相關規定的情況下，無法由法院引進美國法院之測試標準。我國法中，股東間並無受任人義務，因此少數股東對於控制股東濫用表決權通過不利合併條件時，少數股東通常無法向控制股東求償。

就董事違反受託人義務部份，於現金逐出合併時，若董事有「違反忠實或注意義務」的情況，董事將負擔賠償責任，然依現行規定，董事負受任人義務之對象是公司，董事對股東並不直接負有受任人義務，被驅逐之股東尚不得依此規定直接向董事行使。若依 212 條或 214 條提起代位訴訟，又會遭遇我國股東代表訴訟條件嚴苛難以行使的問題。

## 3. 少數股東之反對股東異議收買請求權

若慧智之少數股東認為現金收購之價格過低，可能得請公司依公平價格收買股份。慧智公司原為上櫃公司，依非訟事件法 182 條第一項規定，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；第二項規定，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。按非訟事件法規定僅稱為斟酌，而不是依該交易價格為唯一判斷標準。然我國實務上<sup>12</sup>多以公司該基準日之證交所交易價格為收買價格，這樣的見解似乎過於依賴集中市場之交易價格，應多考量市場交易價格以外之因素例如公司目前經營績效，及未來發展條件等，較能正確評估股份之公平價值。

### (三) 小結

我國公司法規定董事僅對公司負有善管及忠實義務，但在合併案例中，要求董事對即將消滅之虛擬實體負有受任人之義務何在。因此，應該關切的問題在，董事如何在合併交易中，為公司消滅後可以分得財產之人，也就是公司股東盡最後義務，故我國之受任人義務體系似有更進一步改善的空間。另外，我國現行實務對於股份公平價格之認定似乎仍過於僵化，無法完全保障股東權益，仍有待未來學說與實務進一步發展。

## 七、結論

統整美國上關於控制股東相關案例之結論，為避免控制股東藉由其控制力從併購案中謀利，嚴重侵害少數股東及公司權益，在 Perlman 案中之認為應限制之。就董事會之受任人義務部分，在控制股東不願出售其持股時，Mendel 案法院認為由於控制股東沒有任何義務出售持股以使併購案達成，故董事會當不得為求併購案之完成，而稀釋控制股東之股份，否則有違其受任人義務。

<sup>12</sup> 例如台灣高等 91 年抗字第 3795 號裁定，91 年抗字 5137 號裁定，92 年抗字 11129 號裁定。



在控制股東進行併購案例中，若係以合意併購之方式進行，為避免因被併購公司礙於控制力，而使併購交易流於不公平，有害小股東及公司權益，Weinberger 案和 Lynch 案法院則以「完全公平測試標準」此一嚴格標準，以公平交易及公平價格二階段來檢視併購案，若無法符合，則須給予少數股東損害賠償。在控制股東若以公開收購方式進行併購時，Unocal 案法院則認為開收購之要約雖然表面上具有強制力，但若符合有利害關係股東外其餘少數股東的多數同意、在同一要件下完成簡易合併，且無任何的報復措施，則併購案不具強制力，符合公平原則。

而在最後探討慧智與致達之合併案，可知我國公司法規定董事僅對公司負有善管及忠實義務，但在合併案例中，被併購公司已消滅，則董事如何對之負受任人義務則有疑問，顯見我國受任人義務體系似有更進一步改善的空間。

藉由上述各案例之探討，不僅點出控制股東併購時相關問題，美國法院之結論極具參考價值，得以藉之補足我國法不足之部分，以完善我國併購下對於少數股東保護及控制股東行為義務之規範。

## 第四部分—參考文獻

### 一、中文部份

#### (一)書籍

1. 方嘉麟，公司兼併與集團企業，1994年4月。
2. 方嘉麟、林進富、樓永堅審定，《企業併購個案研究》，元照，2007年4月。
3. 方嘉麟、林進富、樓永堅審定，《企業併購個案研究(二)》，元照，2009年2月。
4. 王志誠，企業組織再造法制，元照出版有限公司，2005年11月初版。
5. 克雷等著、李田樹譯，合併與收購，哈佛商業評論，2002年10月30日。
6. 林進富，《企業併購教戰守則》，台北，聯經出版社。
7. 陳春山，公司董事的義務與責任，學林文化出版股份有限公司，2000年9月。
8. 余雪明，董事及董事會，新修正公司法解析，元照出版社，2002年1月。
9. 葉大殷、陳錦隆、李貞儀、賴中強、江如蓉、黃馨慧合著，公司經營權爭奪與假處分，元照，1999年12月
10. 劉連煜，《公司法理論與判決研究(四)》，元照，2006年4月。
11. 劉連煜，現代公司法，新學林出版社，2006年7月。
12. 劉連煜譯，美國模範商業公司法，五南圖書出版有限公司，1994年2月初版一刷。

#### (二)期刊

1. 方嘉麟，「關係企業專章管制控制力濫用之法律問題(1)--自我國傳統監控模

- 式論專章設計之架構與缺憾」，政大法學評論，第63期，2000年6月。
2. 王文字，《非合意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施為中心》，月旦法學，2005年10月。
  3. 王志誠，「公司法：第八講 關係企業之認定及治理結構」，月旦法學教室，第35期，2005年9月。
  4. 王志誠，「公司法：第九講 關係企業監控機制之缺失及填補」，月旦法學教室，第36期，2005年。
  5. 何曜琛，「公司治理與公開發行公司董事之告知義務—以美國法為中心」，華岡法粹，第30期，2003年12月。
  6. 林國全，公開收購股權之資訊公開，月旦法學雜誌，第19期，1996年12月。  
林進富、盧曉彥，《台灣最近之併購法制與實務變遷》，證券櫃臺，第119期，2006年5月。
  7. 許美麗，「控制與從屬公司（關係企業）之股東代位訴訟」，政大法學評論，第63期，2000年6月。
  8. 郭大維，《我國公開收購制度之探討—兼論英美相關立法例》，台北大學法學論叢，第65期，2008年3月。
  9. 陳俊仁，《由企業併購法第5條與第6條論我國忠實義務規範的缺失》，華岡法粹，第33期，2005年6月。
  10. 黃幼玲，《台灣併購市場發展現況與趨勢》，證券櫃臺，第119期，2006年5月。
  11. 廖大穎，《論股份轉換法制程序與股東權之保障》，政大法學評論，第83期，2005年2月。
  12. 賴英照，《公開收購的法律規範》，金融風險管理季刊，第1卷第2期，2005年6月。
  13. 謝哲勝，忠實關係與忠實義務，收錄於財產法專題研究（三），元照出版有限公司，2002年3月初版，頁120-154。

## 二、英文部分

### （一）書籍

1. Blumberg, Phillip I, The Law Of Corporate Groups : Procedural Problems In The Law Of Parent And Subsidiary Corporations (1983)
2. CHARLES R.T. O'KELLEY & ROBERT B. THOMPSON, CORPORATIONS AND OTHER BUSINESS ASSOCIATIONS CASES AND MATERIALS (3rd edition, Aspen Publishers, Inc., 1999)
3. Choper, Jesse H & Coffee, John C. & Morris, C. Robert, Cases And Materials On Corporations (1989)
4. Choper, Jesse H., Coffee, Jr., Gilson, Ronald J., Cases and Materials on Corporations, Seventh Edition

5. Ernst & Young, Merger and Acquisitions, New York ,John Wiley & Sons, Inc. , 1994
6. FRANKIN A. GEVURTZ, CORPORATION LAW (2000).
7. Patrick A. Gaughan, Merger, Acquisitions, and Corporate Restructurings, New York ,John Wiley, & Sons, Inc., 1996.
8. ROBEET CLARK, CORPORATE LAW (1986).
9. ROBERT W. HAMILTON, CASES AND MATERIALS ON ORPORATIONS, INCLUDING PARTNERSHIPS AND LIMITED PARTNERSHIPS( West Publishing Co.,1994 )
10. TERENCE E. COOKE, MERGER AND ACQUISITIONS (2d ed.1988).
11. William J. Carney, Mergers and Acquisitions Cases and Materials, New York, N.Y, Foundation Press, 2000.

## (二)期刊

1. Bernard S. Black, Bidder Overpayments in Takeovers, 41 Stan. L. Rev. 597, 608
2. Charles W. Murdock, Squeeze-outs, Freeze-outs, and Discounts: Why is Illinois in the Minority in Protecting Shareholder Interests? 35 LOY. U. CHI. L.J. 737, 737-766 ( Spring, 2004 )
3. Harford, Jarrad(1999), "Corporate Cash Reserves and Acquisitions," The Journal of Finance, Vol. 54, No. 6, Dec.,1999, pp.1969-1997
4. Hasbrouck, Joel(1985), "The Characteristics Of Takeover Targets q and Other Measures," Journal of Banking and Finance 9, pp. 351-362
5. Henry Hansmann & Reinier Kraakman, Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts, 100 YALE L.J. 1879, 1879- 1934 (May, 1991)
6. Lucian Arye Bebchuk, The Case against board veto in Corporate Takeovers, 69973(2002).
7. Maximilian Schiessl, The Liability of Corporations and Shareholders for the Capitalization and Obligations of Subsidiaries under German Law, 7 NW. J. INT'L L. & BUS. 480(Spring, 1986)
8. R. Franklin Balotti, Joseph Hinsey IV, Director care, Conduct, and Liability: the Model Business Corporation Act Solution, 56 Business Lawyer 35, 2000.
9. Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, Controlling Controlling Shareholders, 152 U. PA. L. REV. 785, 785-843 ( December, 2003 )

## 第五部分—研究成果自評

在競爭激烈的今日，企業莫不為能永續經營，提高國際競爭力，並達到多角化經營的目標而努力。而為達此一目標，借由企業併購乃擴大經營規模，改善營運效能，追求多角化經營外部成長方式的重要工具。

然而在控制股東進行併購時，其受任人義務為何，控制權溢價之合理性，以

及少數股東之保護等議題即有釐清之必要。本研究計劃藉由美國案例，在類型化討論各案件中相關爭議後，已就此些問題有初步之具體化，應能給予我國修法上之參考。