

美國德拉瓦法上股份收買請求權 的計算方式與衍生問題*

林 建 中**

要 目

壹、前 言	(四)法院見解與批評
貳、美國德拉瓦法上公平價格股份 收買請求權的運作與相關規定	參、公平價格股份收買請求權計算上 的幾個理論問題
一、公平價格股份收買請求權的 內容與行使條件	一、價格的主觀或客觀？
(一)行使實體條件	二、由併購所「增生」的利益 (value created by the merger) 是否應列入公平價格計算中？
(二)程序事項	三、所謂 Control Premium/Minority Discount的問題
二、公平價格計算方式	肆、臺灣相關規定與德拉瓦法的對照
(一)Block Method	伍、結 論
(二)Discounted Cash Flows Method	
(三)Comparable Analysis	

DOI : 10.3966/102398202014060137003

* 作者在此特別感謝匿名審稿人的寶貴意見及建議。文中如有任何錯誤或不足，悉歸於作者。

** 交通大學科技法律研究所副教授，美國賓州大學法學博士。

投稿日期：一〇一年十二月十日；接受刊登日期：一〇二年六月十三日

責任校對：蘇淑君

摘 要

本文以美國德拉瓦（Delaware）法為中心，探討公司法上反對股東股份收買請求權相關的實體與程序規定。其次，本文針對具體案例中，公平價格的計算方式，分別討論不同的計算公式背後所呈現出的歧異性與相互間如何調整的問題。最後，本文就股份收買請求權幾個備受爭議的概念性問題，予以分析：其中特別包括了價格的主觀與客觀、增生利益得否計入與控制溢價及少數折扣三組問題，並提供作者的觀察。

關鍵詞：股份收買請求權、現金流折現法、比較法、權重法、控制溢價、少數折扣、增生利益的分配

壹、前言

乍看下，公司法上公平價格股份收買請求權（appraisal right），由於其技術性本質與看似狹隘的適用性，並不是一個容易引起公司法領域以外一般興趣的題目。然而，價格的決定，在遠比想像中更廣大的領域中，一向是最先也是最後的問題。換個方式來看，也正如同耶魯大學教授Bayless Manning在關於此主題一篇早期重要文獻中開宗明義指出的，公司法上反對股東的公平價格股份收買請求權，展現的其實是「隱藏在不重要的外表下的重要、與特殊問題後面的一般性」¹。

財務上，公平價格股份收買請求權的計算方式與內容，將直接影響反對股東所能獲得關於該公司的最後一筆（也許是最重要的一筆）金錢利益²。規範上，公平價格收買請求權的請求範圍，也反應出控制或多數股東與少數反對股東間是否，或在何種程度上能夠有差別待遇的問題。這個問題，特別在部分股東的經濟利益在交易後繼續留存在原有的公司／資產中，但其他股東被排除時，更顯得重要。

¹ Bayless Manning, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 YALE L.J. 223, 225 (1962).

² 關於股份收買請求權的目的，傳統上，學說均認為係保障少數股東取得股份公平價值的權利。相關見解，請參見，James Vorenberg, *Exclusiveness of the Dissenting Stockholder's Appraisal Right*, 77 HARV. L. REV. 1189 (1964); 12B FLETCHER CYC. CORP. § 5906.10 (perm. ed. 1993). 比較晚近的學說，部分開始強調股份收買請求權監督（monitoring）或發現（discovery）不當交易的功能，請參見，Hideki Kanda & Saul Levmore, *The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law*, 32 UCLA L. REV. 429, 429 (1985); Mary Siegel, *Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century*, 32 HARV. J. ON LEGIS. 79, 105-11 (1995). 就股份收買請求權的目的，更完整的討論，請參見Peter V. Letsou, *The Role of Appraisal in Corporate Law*, 39 B.C. L. REV. 1121 (1998).

換個方式來看，功能上作為少數股東權益的最後一道防線，股份收買請求權的範圍，特別是合併或交易後所產生的價值增長能否一併分配，可以觀察少數股東到底能夠請求哪些利益，與股東能期待些什麼。簡言之，這個問題探討的其實是少數股東的差別性地位；而該地位的決定，進一步也會影響至重大交易的決定權，同時混雜著價值評量如何在不確定下盡可能確定的技術問題。

在相關問題意識下，本文架構分配如次：第一部分為前言；第二部分將討論美國德拉瓦州法上關於公平價格股份收買請求權的運作狀況與相關規定；第三部分將集中討論此一制度設計的理論問題，並提供本文的分析；第四部分針對臺灣的規定進行比較；第五部分則為結論。

貳、美國德拉瓦法上公平價格股份收買請求權的運作與相關規定

一、公平價格股份收買請求權的內容與行使條件

美國德拉瓦州法上關於公平價格股份收買請求權的規定，主要規定在普通公司法（General Corporation Law）第二六二條³。該條規定重點，可分為以下幾點：

(一)行使實體條件

1. 適用範圍

基本上，公平價格股份收買請求權發生在公司有「基礎變動」（fundamental changes）的情況。這邊所指的基礎變動，主要指合

³ DEL. CODE ANN. tit. 8, § 262（以下簡稱DGCL。所有本文引用的條文，均為2014/5/14有效之條文）。

併 (merger or consolidation)⁴。在德拉瓦法中，重大資產交易 (sale of assets) 或章程修訂並不會觸發反對股東的股份收買請求權，但本法允許公司以章程規定，擴張股份收買請求權的適用範圍至章程修訂與重大資產交易的情形。亦即，假如公司願意並訂立於章程，章程修改與重大資產交易時反對股東也可行使股份收買請求權。⁵

2. 行使權人

有投票權與無投票權的股東原則上均可行使公平價格股份收買請求權。亦即，即便就該合併或收購並無投票權的股東，亦可以行使。另外，德拉瓦法對於公平價格股份收買請求權，並未限於被合併或收購的 (acquired) 公司的股東才能行使；收購 (acquiring) 公司的股東，原則上也可以行使。⁶此外，德拉瓦公司法上，對於股東明確限定必須是記名股東 (holder of record of stock) 方可行使

⁴ DGCL所指的基礎變動，包括有§ 251 (除了§ 251(g)以外。該條係規定與直接或間接100%持有之子公司間的合併)，§ 252, §§ 254-258, §§ 263-264, § 363的情形。See DGCL § 262(b). 關於反對股東的股份收買請求權的適用範圍為何侷限在基礎變動，理論性的分析，可參見Manning, *supra* note 1, at 239-60.

⁵ DEL. CODE ANN. tit. 8, § 262 (c) (“Any corporation may provide in its certificate of incorporation that appraisal rights under this section shall be available for the shares of any class or series of its stock as a result of an amendment to its certificate of incorporation, any merger or consolidation in which the corporation is a constituent corporation or the sale of all or substantially all of the assets of the corporation.”).

⁶ *Id.* § 262(b) (“Appraisal rights shall be available for the shares of *any class or series of stock of a constituent corporation* in a merger or consolidation...”)(斜體為加註)。但收購公司的股東原則上有股份收買請求權，仍面臨兩個限制：一個是DGCL § 262(b)(1)的Market-Out Exception；一個是依據DGCL § 251(f)情況下，存續公司支付合併對價而發行的新股少於其已發行股份的20%，以致收購公司股東例外而無投票權的情形。

公平價格收買請求權。⁷

3. 投票與行使時均持有

行使股東需於合併投票或通過時、到行使公平價格股份收買請求權時，均為股東。⁸

4. 放棄或投反對票

欲行使公平價格股份收買請求權的股東，須未對相關交易同意與否表決投下贊成票，也未事前以書面表示同意合併。⁹而已為公平價格收買請求權表示意思的股東，其於合併生效時起，投票權與取得股息的權利均進入暫停狀態。¹⁰

5. 排除規定

但上述涉及合併的公司股東均有收買請求權的規定，有兩個例外：

(1) 第一組例外是規定在§ 262(b)(1)前段的例外，亦即所謂的**Market-Out Exception**。根據德拉瓦州普通公司法的規定，參與合併的公司，如於決定合併通知寄發對象股東時（亦即，要寄發股東會通知前、決定以何時點的股東名冊為準時，該時點），符合以下兩個條件之一，則可排除公平價格股份收買請求權的適用：¹¹

⁷ *Id.* § 262(a) (“Any stockholder of a corporation of this State...shall be entitled to an appraisal by the Court of Chancery of the fair value of the stockholder’s shares of stock under the circumstances described in subsections (b) and (c) of this section. As used in this section, the word ‘stockholder’ means a holder of record of stock in a corporation; ...”).

⁸ *Id.* § 262(a) (“...who continuously holds such shares through the effective date of the merger or consolidation...”).

⁹ *Id.* (“...has neither voted in favor of the merger or consolidation nor consented thereto in writing pursuant to § 228 of this title...”).

¹⁰ *Id.* § 262(k).

¹¹ *Id.* § 262(b)(1). 根據FOLK on the Delaware General Corporation Law的說法，此

①在全國性證券交易所交易¹²

②有兩千以上的股東¹³

(2)第二組例外是§ 262(b)(1)後段的例外，但此例外僅適用於存續公司的股東。該段規定存續公司的股東要行使股份收買請求權，必須以該公司股東在此一收購行為中有投票的權限為前提。如存續公司股東因為本法§ 251(f)例外規定（發行少於百分之二十的股份）而被認為不需要投票時，存續公司股東也無法行使股份收買請求權。¹⁴

(3)上述例外的例外①：上述這些例外規定，並不適用於§ 251(h)、§ 253、§ 267（持股百分之九十家母子公司的簡式合併）之合併。亦即在此類合併中，被併購的公司的少數股東雖然沒有投票權，但依據§ 262(b)的例外規定，仍允許少數股東行使股份收買請求權。¹⁵

(4)上述例外的例外②：前述關於market-out與存續公司股東無

一例外，主要由於股份收買請求權之目的，係以司法的方式，創造出一個假想的市場給反對股東出售的機會。假如現實上此一市場已經存在，此一假想市場就沒有必要存在。該註釋書同時援引1967年修法時的立法公報所附載的評論，佐證此一說法。EDWARD P. WELCH & ANDREW J. TUREZYN, FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW—FUNDAMENTALS 591 (2000).

¹² DEL. CODE ANN. tit. 8, § 262(b)(1).

¹³ *Id.*

¹⁴ *Id.* § 262(b)(1) (“...no appraisal rights shall be available for any shares of stock of the constituent corporation surviving a merger if the merger did not require for its approval the vote of the stockholders of the surviving corporation as provided in § 251(f) of this title.”). 在這邊，涉及§ 251(f)所指的規定是關於合併時，假如合併後存續公司並不需要修改章程、也不需新發行20%以上的股份，同時所有原本已發行股份也都維持既有的公開發行或庫藏狀態的時候，此時合併並不需要存續公司股東股東會決議。此即通稱的「whale-minnow merger」。

¹⁵ *Id.* § 262(b)(3).

投票權時沒有股份收買請求權的情形，假如在以現金換股票的合併（stock-for-cash merger），就會例外回復。亦即，在以現金為併購對價時，被收購公司的股東即便有兩千人以上股東或該公司股票有在全國性證券交易所交易的情形，反對股東仍保有公平價格股份收買請求權。¹⁶

(二)程序事項

1. 公司的通知義務：公司需於投票前二十日通知各股東，關於股東會的召集，以便行使股東同意權，以及得行使公平價格股份收買請求權之情事與相關法條依據。¹⁷

2. 股東需事先表示欲行使股份收買請求權：行使公平價格股份收買請求權的股東必須在投票前以書面方式（written demand for appraisal），通知公司其行使公平價格股份收買請求權之意思。¹⁸此即所謂的Demand Requirement。

3. 申請時限一：如公司通過合併案，公司需於通過十日內通知反對股東此一合併案通過之事實；¹⁹反對股東需於公司發出此一通知二十日內，書面向公司申請以公平價格收買其股份。²⁰

4. 申請時限二：如反對股東對於公司所提出的公平價格或公司對於反對股東所提出的公平價格並不滿意，在合併生效一百二十天

¹⁶ *Id.* § 262(b)(2).

¹⁷ *Id.* § 262(d)(1). 例外在§ 228（以個別股東同意的方式替代股東會同意的相關規定），§ 253（持股90%以上的母子公司間的合併），或 § 267（非法人組織與其持股90%以上的子公司間的合併）的情況，由於這些情況下並沒有股東會投票，所以消滅或存續公司需在合併通過後十天內通知股東，而股東則需於收受通知後二十日內向公司表示行使股份收買請求權。*Id.* § 262(d)(2).

¹⁸ *Id.* § 262(d)(1).

¹⁹ *Id.* § 262(d)(2).

²⁰ *Id.*

內，存續公司或反對股東均得向衡平法院（Chancery Court）請求裁量股份的公平價格。²¹但合併生效六十日之內，反對股東仍可撤回前欲行使股份收買請求權之通知，而改接受合併通過的對價。²²如果股東是以他人名義持有股份或以投票信託（voting trust）的方式持有股份，亦得以自己名義向衡平法院請求裁決股份的公平價格。²³

5. 衡平法院得審查個別股東是否符合本法相關的程序要件，以決定最後確定行使股份公平收買請求權的股東名單；並得舉行聽證會（hearing）以協助決定公平價格。²⁴於公司或股東的請求下，衡平法院應進入正式法院審查程序（trial），在斟酌「所有相關因素」（all relevant factors）的情形下，決定最後的公平價格。²⁵

6. 衡平法院有權依照公平原則，決定相關訴訟費用的負擔；並依股東申請，要求其他反對股東比例分擔律師費或其他支出。²⁶

7. 合併決議通過後，所有已經表明要行使公平價格股份收買請求權的股東，其所持有股份的投票權與受領股利的權利，均進入停止的狀態。²⁷但此部分有一個例外：假如該股利決定的基準日係在合併決議通過日前，請求公平價格之股東仍能受領該股利。²⁸而假如已經進入審查程序，未得衡平法院的同意，個別股東無法撤回公平價格鑑價的審判程序；而法院可就前開同意設定一定條件，始允

21 *Id.* § 262(e).

22 *Id.*

23 *Id.*

24 *Id.* § 262(f), (g).

25 *Id.* § 262(h).

26 *Id.* § 262(j).

27 *Id.* § 262(k).

28 *Id.*

許之。²⁹

相關程序與請求時間，可以整理成以下的表格：

時間點	請求人	程 序
引發股份收買請求權的事件發生	公司→股東	<ul style="list-style-type: none"> • 公司需先向股東發出通知 • 需在交易送交股東會表決前二十日
股東要是對於系爭交易的條件不滿意	股東→公司	<ul style="list-style-type: none"> • 股東需明白表示反對 • 該反對需在交易表決的投票前
如其餘股東同意系爭交易	公司→股東	<ul style="list-style-type: none"> • 公司需另行向反對股東通知交易已經獲得通過 • 通知需在交易通過後十天內為之
反對股東向公司行使股份收買請求權	股東→公司	<ul style="list-style-type: none"> • 股東正式請求股份收買 • 該請求需於收受交易通過通知二十日內為之
如果股東不同意公司提出的公平價格	股東→衡平法院	<ul style="list-style-type: none"> • 向法院提出裁定公平交易價格之請求 • 需於交易通過後一百二十天之內為之

資料來源：整理自DALE A. OESTERLE, MERGERS AND ACQUISITIONS 72 (2d ed. 2006).

二、公平價格計算方式

歷史上，如同價格的決定一般均涉及大量主客觀各項因素，德拉瓦州衡平法院與最高法院在請求公平價格股份收買的計算上，也數度使用不同的公式，以希望達到更好的效果。明顯的，不同的計算公式而得到的「公平價格」經常並不相同，而不同的計算結果也將會直接影響少數股東所得請求的範圍。特別是現代企業體的經濟規模下，相關計算公式上的細微差異，經常在總數額上，會對所有

²⁹ *Id.*

股東有巨大的不同。

以下部分，將討論美國德拉瓦法院在處理相關問題中，所使用的不同公式，及各自衍生對應的問題。

(一)Block Method

在一九八〇年代中期前，德拉瓦法院計算公平價格股份收買請求權，主要係使用德拉瓦州塊狀法（**Delaware Block**；又稱**Weighted Average Method**或簡稱**Block Method**）。此一方式主要是將公司股份的公平價值區分為三個主要指標。分別是：

1. 公司過去的獲利（**past earnings**）。
2. 股份的市場價格（**market price**）。
3. 資產價值（**asset value**）。³⁰

基本上，此公式著重的角度，認為公司的價值有著數個不同的面向。公司的獲利、股票的歷史交易價格，或是公司的資產的帳面價值，某種意義上都是評估公司整體價值的方式之一；同時各自呈現出的面向，也都有其侷限。是以權重法兼採以上三個元素並賦予不同的權重，就個別就計算出來的價值加總平均，以獲得一個相對平衡觀點的公司價值，並以此為基準計算個別股份的公平價值。舉

³⁰ 權重法的使用，最早可追溯到1947年德拉瓦衡平法院的*In re General Realty & Utilities Corp.*一案。*In re General Realty & Utilities Corp.*, 52 A.2d 6, 14-15 (Del. Ch. 1947). 其內容的介紹，特別是各因素間的權重的分配判斷，可參見Joel Seligman, *Reappraising the Appraisal Remedy*, 52 GEO. WASH. L. REV. 829, 841-57 (1984). 另外一篇早期文章也詳細介紹了在權重法的架構下，資產、市場價格與投資價值三者如何影響公平價格的決定。Note, *Valuation of Dissenters' Stock Under Appraisal Statutes*, 79 HARV. L. REV. 1453 (1966). 值得注意的是，該文中所稱的投資價值，其實與後來的Discounted Cash Flows Method有相當類似的思考方向。

例而言，在一九七九年的 *Tannetics, Inc. v. A.I. Industries Inc.*³¹ 一案中，德拉瓦法院就分別以百分之四十五資產價值、百分之四十公司獲利、百分之十五股票歷史價格的權重，計算公司的價值。³²

但這樣的處理方式也產生一些問題。最重要的部分，在於因反對股東請求股份公平價格的需要下，計算公司價值時，判例上，德拉瓦法院一向強調公平價格的取得必須從公司「繼續價值」(ongoing concern) 的觀點予以計算：³³ 亦即公司價值的評估，必須以公司繼續經營的觀點予以評價，而不能以資產清算拍賣 (liquidation) 的角度來計算。但此一原則在實際操作上，很可能就會與權重法中「公司資產價值」的部分有所衝突。

詳言之，公司資產價值的計算，一般而言，都是公司資產負債表中資產扣除負債的餘額。而資產負債表上的資產價值，反應的是帳面上的價值 (book value)，而非實際上相關資產利用時所能發揮的效能或經濟利益。所以從上述的觀點來看，Block Method 的第三部分——資產價值——通常情況下代表的就不是繼續價值，而比較接近清算時所獲得的價值。因而，將公司資產列入計算公式中，一定程度上與強調繼續價值的觀點存在矛盾。這樣的緊張關係，也使得在公司價值的計算上，是要堅持「繼續價值」的觀點，還是要保留經由清算或帳面上呈現的公司資產價格為要件之一，成為必須面對的問題。同時，歷史股價或過去的獲利情況，是否能真的代表

³¹ 5 DEL. J. CORP. L. 337 (1979). 此案亦可於Westlaw資料庫找到，*Tannetics, Inc. v. A.I. Industries Inc.*, 1979 WL 2700 (Del. Ch. 1979).

³² 5 DEL. J. CORP. L. 337, 349.

³³ 這是目前為止德拉瓦法院的一貫立場。相關見解可參見 *Tri-Continental Corp. v. Battye*, 74 A.2d 71, 72 (Del. 1950); *Matter of Shell Oil Co.*, 607 A.2d 1213, 1218 (Del. 1992); *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 684 A.2d 289, 295 (Del. 1996); *Doft & Co. v. Travelocity.com Inc.*, 2004 WL 1152338, at 10 (Del. Ch. 2004).

公司的價值，其實也無法建立起完全無爭議的關聯性。³⁴

(二) Discounted Cash Flows Method

現金流折現法 (Discounted Cash Flows Method, DCF) 是一九八〇年代中期以後，德拉瓦法院決定公平價格時主要的判斷方式。此種方法下，一個公司的價值，等於該公司於繼續營業期間內、每一段結算時間內（每天、每月或每年）所獲得的現金流入減去流出後，累加而得的總和。因而計算公司的價值，其實就是估計並累加未來公司每個計時段的淨現金流，再扣除掉時間因素，就可以得到公司的價值。³⁵

此一方法，觀念上是以公司之現金收入來代表公司的價值。詳細地說，此方法的邏輯，是把公司將來預計所有各種不同來源獲得的現金收入，由其實現的時間，分別套用一定的折現率 (discount rate) 調整後，轉變成現在的價值 (present value)。因而，此一加總折算的未來收入的現時價值總和即為公司整體價值。並由此推導出公司股份的公平價格。

現金流折現法的公式，傳統上單向或單一收入的計算公式如下：

³⁴ 關於這部分，請詳見後文參、一、部分的討論。

³⁵ 在這邊，公式將「現金流或現金收入」約略等於「獲利」。亦即，這邊雖然用語上使用的是「現金流」，但在長期而言，淨現金流（扣掉支出後留下來的現金）其實與「獲利」(earning) 大致相當，所以兩用語意義上其實並沒有想像中那樣大的出入。但不可諱言，現實上，有時候公司是可以透過會計方式的選擇（例如在存貨價格上升的時候由先進先出法轉為後進先出法），達到降低獲利以減低所得稅、並進一步墊高淨現金流的情況。這時候，就會出現現金流與獲利並不相當，甚至背道而馳的情況。仔細的討論，可參見 BRADFORD CORNELL, CORPORATE VALUATION: TOOLS FOR EFFECTIVE APPRAISAL AND DECISION MAKING 103 (1993).

$$DPV = \frac{FV}{(1+i)^n} = FV(1-d)^n$$

假如是多次收入的狀態，則是將多次的名目收入折算後加總：

$$DPV = \sum_{t=0}^N \frac{FV_t}{(1+i)^t}$$

- *DPV* (discounted present value) 代表「折現後的現值」。
- *FV*代表未來某現金流的名目價值。
- *i*為折現率 (discount rate)。有時也稱為基礎利率 (hurdle rate) 或資金的機會成本 [opportunity cost of capital。有時也會以加權資金成本 (Weighted Average Cost of Capital, WACC) 來表稱]。
- *d*為折現因數 (discount factor) 等於 $i/(1+i)$ 。
- *t*為年數；*n*為未來現金收入的計算年數³⁶。

舉例來說，假如一家公司，綜合過往獲利紀錄與對未來營收的期待整體考量下，預期將來每年獲利或淨現金流均可達到一千一百萬元，且這樣的獲利情況預估可以持續下去，則該公司的價值就是該未來每年一千一百萬元現金流的現在價值。計算上，假如我們假設無風險的利率為百分之五，加計該公司的風險報酬百分之七點五，則合計該公司現金流的折現率應該為百分之十二點五；因而利用上開的公式計算，可以得到該公司的現在價值為八千八百萬元。³⁷

³⁶ 關於Discounted Cash Flows Method與Net Present Value的完整介紹，各教科書說法略有差異。本文係以權威教科書Brealey及Myers二位教授的Principles of Corporate Finance一書為主要依據。相關討論細節（例如horizon value、風險係數、plowback ratio之計算），可詳見RICHARD BREALEY & STEWART MYERS, PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE 12-57 (7th ed. 2003).

³⁷ ALAN R. PALMITER, CORPORATIONS: EXAMPLES AND EXPLANATIONS 630 (5th ed.

現金流折現法之順利運用，主要兩個關鍵，分別在於未來現金流（future cash flows）的預估以及折現率的決定。基本上，公司未來現金流的預估，操作上通常取決於該公司過去的收入狀況（past earnings），再搭配預期可能的新增或減少（anticipated changes in earning）。這些因素的決定通常會將該公司商業上的可能變化，例如新的投資機會、產品線的更新與老化、成本或銷售的變動等元素一起考慮進去。而折現率的決定，一般則是由無風險的公債作為現金成本的基準，並以此基準加計該公司未來現金流的風險成本（additional risk premium）後，成為該公司以現金流折現法計算公司價值所需的折現率。整體而言，現金流折現法的邏輯，在於從投資的觀點（也可以說是收益的觀點），公司的價值取決於其未來能產生多少的財務收入（financial return），因而計算公司的價值時，自然應以該公司的收入加計時間因素後折扣而得；在使用成本為正的情況下，未來收入的價值自然小於同等名目的現在收入。

在公司法上，現金流折現法的地位，是由德拉瓦州最高法院在一九八三年的Weinberger v. UOP, Inc.³⁸一案中予以採用，而開始成為主流。該案中，德拉瓦州最高法院對於股份公平價格收買請求的計算，從之前法院通用的權重法，變更見解而改採以現金流折現法為主的計算方式。但就此一轉變，法院在本案中，其實對於估價方式轉換的原因其實並沒有提供非常完整的論述；從判決內文分析，現金流折現法之所以成為自Weinberger案以後德拉瓦法院判斷股份收買請求權的基準，主要的原因還是在於配合著財務及管理領域內通用的理解，以求與相關專業人員及商業人士在計算公司價值時採

2006).

³⁸ 457 A.2d 701 (Del. 1983).

用的慣行方法一致。³⁹

但進一步分析，邏輯上，因併購交易時，權重法並無法充分表現出一個公司未來的獲利能力（*earning potential*）⁴⁰，以及景氣循環等重要因素，所以估價方式的調整，在交易內容逐步複雜化之後，就越顯得有其需要。舉例而言，假如一個公司帳面資產不佳，過去股價或獲利長期低迷，但由於逐步掌握了新的獲利方式或預期即將可以面臨景氣上升段，因而可以期待該公司在將來時間獲利將大幅改進時，權重法的計算公式就無法完全表現出該公司的真正價值；同時，也連帶地無法表現公司股份的公平價格。相反的，假如公司過去很賺錢但預計未來無法繼續維持此一趨勢，權重法也會面臨失準的問題。

此一法院態度的轉折，充分展現出德拉瓦最高法院把股份作為對公司「未來收入」的請求權（*a promise of future income*）的性質之肯認。進一步而言，對於估價方式的轉變，其實隱含關於股份的性質認定上的變化。在此，股權的重心不再是公司既有資產的財產權或對財產的持分，而轉向於公司未來收入獲益的分配請求。簡言之，把傳統強調物權或處分的觀點，轉向債權或由收益的觀點，去定義股份的性質與功能。

³⁹ 相關論述摘錄如下：“(T)he so-called ‘Delaware block’ or weighted average method was employed wherein the elements of value, i.e., assets, market price, earnings, etc., were assigned a particular weight... However, to the extent it excludes other generally accepted techniques used in the financial community and the courts, it is now clearly outmoded. ... We believe that a more liberal approach must include proof of value by any techniques or methods which are generally considered acceptable in the financial community and otherwise admissible in court, subject only to our interpretation of 8 Del. C. § 262(h), ...” *Id.* at 712-13.

⁴⁰ *Id.* at 712.

(三) Comparable Analysis

從Weinberger案以後，根據學者的觀察，德拉瓦的各級法院基本上均依循此一見解，以現金流折現法為公平價格股份收買請求權計算主要的方式。⁴¹但除了現金流折現法外，在個案中，法院也常平行性地使用比較法（comparable analysis），來計算公司的價值。⁴²

比較法中，常見的是比較本益法。比較本益法（comparable P/E ratio method）的邏輯，是將系爭公司價值的決定，放在類似產業與類似規模公司應該有類似本益比的前提上。實際操作的方式，是先挑出歷史上已知的類似規模、類似產業特性公司，在類似交易形態中（比方說，都在合併交易時）成交的價格，再將公司成交價格與獲利間的比率（price/earnings ratio, P/E ratio），沿用至需要估價的公司。簡單地說，比較法是在已知需估價公司的獲利數字下，沿用參考標的公司成交價格的本益比，經調整後以推算勘估標的價格之方法。⁴³

⁴¹ Michael Wachter & Lawrence Hamermesh, *The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law*, 31 J. CORP. L. 119, 125 (2005) (“As the supreme court’s direction has been applied over the years since Weinberger, the court of chancery has increasingly come to favor ‘discounted cash flow’ (DCF) analysis of modern finance theory as the core approach to measuring value.”).

⁴² 比較法在判決中，有時會被分為Comparable Companies Analysis及Comparable Transactions Analysis兩種方式。此兩種方式，原則上都是利用相同的原理，只是在挑選參考比較的對象時，分別著重在「選擇性質規模相近的公司」或「相同的交易形態」兩組不同的重點，進行比較。詳細說明，請參考正文本段後續說明。

⁴³ 另外，在不同案件，德拉瓦法院也有依照當事人主張，不利用P/E ratio而改用EBIDA當成乘數來進行公司價值計算的情形。E.g., *In re Southern Peru Copper Corp. S’holders Litig.*, 30 A.3d 60 (2011).

此一方式的根本想法，在於不同的公司，在不同的規模、產業，或人才組合上，對於資產或資本的運用能力不見得相同。類似的，不同的交易方式（種類與數量）也將會決定不同的交易價格：亦即即使同一公司，單張股份的交易單價，與百分之十的股份交易時的交易單價，與控制權甚至是全部股份的交易後股份單價，應該都有不同。所以決定一個公司在合併時的股份公平價格，應該是從類似的公司在類似的交易形態中所得到的本益比，參考系爭公司的營收與獲利，回來逆推系爭公司應該有的成交價格。例如假設半年前A公司在合併時，成交價格為十四億元而每年獲利為一億元，其本益比為十四；因而假如另一公司B，在產業別與規模均類似的情況時，但其每年營收與獲利均為A公司的一點五倍（即年獲利一點五億元），則該公司合理的價值（或成交價格），也應該會落在二十一億元左右（一點五億元乘以假設可沿用的本益比十四）。

實際上，比較法的操作由於涉及比較基準公司的選擇，而基準公司的選擇也很難避免主觀性，所以在計算時，經常會參考數家公司的成交本益比，或是搭配權重的方式，以平均求得系爭公司在本件交易中所應該使用的本益比。值得注意的是，此一方式跟其他的估價方式相同，都只是推估所謂公司應該有的價值，而無法達到完全的精確，但藉由參考其他有類似情況的公司的成交情形，法院可綜合地接近該公司可能的真實價值，進而計算出股份的公平價格。

（四）法院見解與批評

現階段德拉瓦法院在決定股份收買請求權案件時，除了現金流折現法外，部分案例也會根據當事人的主張，參考比較法計算出來的結果。但整體而言，現金流折現法還是德拉瓦法院在決定公平價

格時最基礎的參考依據。⁴⁴以使用Westlaw資料庫搜尋德拉瓦州法院二〇〇〇年一月一日以後的案件為例，以關鍵字「section 262」及「appraisal」進行搜尋，得到一百二十二個案件。其中，有提及discounted cash flow的，共有六十四件；提及comparable的（用以代表comparable analysis，或是comparable companies analysis，或是comparable transaction analysis的案件），共有六十五件。同時提及discounted cash flow與comparable兩組關鍵字的，有四十九件；完全沒有提及以上兩組關鍵字的，有四十二件。不過經檢視，四十二件中間，部分是程序性案件而未涉及實際估價與相關方式，部分是案件討論中僅附帶性提及股份收買請求權的規定、但案件本身未涉及股份收買請求權，部分是涉及股份收買請求權其他實體的規定，特別是訴訟是否已經符合法定要件成立等其他爭議（例如像是某些特定成員是否已經被列入少數股東的集體訴訟股東名單中，或是在其他類似以股票合併的方式達到類似逐出少數股東的效果時、少數股東可否向法院請求準用股份收買請求權等案例）等。⁴⁵因而此一調查的結果，也與常見的學術論著的觀察相符合。

值得注意的是，以上所提的估價方法，主要係針對德拉瓦法院或其他法院在判決中使用過的方式予以討論。除了以上所提的計算方式之外，財務領域的文獻與實務上，也都出現過不同的估價方式。而不同估價方式的出現，主要是搭配不同公司的形態而產生。

⁴⁴ See, e.g., *Cede & Co. v. JRC Acquisition Corp.*, 2004 WL 286963, at 2 (Del. Ch. 2004) (“In recent years, the DCF valuation methodology has featured prominently in this Court because it ‘is the approach that merits the greatest confidence’ within the financial community”) (citing *Ryan v. Tad’s Enterprises, Inc.*, 709 A.2d 682, 702 (Del. Ch. 1996), *aff’d*, 693 A.3d 1082 (Del. 1997)).

⁴⁵ 此係使用Westlaw資料庫Delaware cases (DE-CS) 子資料庫查詢所得的結果。查詢時間：2012年8月11日。

可以理解的，不同業務屬性的公司、在不同的階段（初生期、發展期、穩定期或衰退中），以及不同的資本結構或市場特性，都會有所影響，而使得公司有著不同的價值組合與來源。是故，為求達到個案的適當性，依據公司的個別屬性而搭配特定公式予以計算，有其必要性。不然的話，很容易在具體個案上，會出現公司價值被放大或低估的結果。⁴⁶

但複數公式的出現對於法院而言，並不見得是一件好事。在當事人兩邊各自主張對自己有利的公式的情況下，法院經常必須掙扎於選擇「較合適」的公式。需要注意的是，一般財務專家在計算公司價值時，雖然都會試著採用不同的估價公式、利用不同的預估值或參數個別試算，以達到一個平均或接近的「範圍」，可是就法院而言，是否能那麼自由的採用各種方式並均以採酌，就不見得是沒有任何爭議的問題。

舉例來說，在二〇一〇年的 *In re Hanover Direct, Inc.*⁴⁷ 一案中，德拉瓦衡平法院一方面再度重申，在德拉瓦法下，處理公平價格時，並沒有任何一種公式或算法具有絕對的效力；但同時也表明，公司價值的計算，仍然有所謂共同接受的一般性方法，可以作為相關評價時所應該遵循的原則，以彰顯該估價方法的可靠性。⁴⁸

⁴⁶ 反對說法則認為DCF公式中，本即有許多變數可供主觀設定，例如未來現金流的預估模型與結論、折扣率等項，所以DCF本即有一定的空間可以變數方式容納不同公司屬性，是以此情況下，是否仍有必要使用其他公式，也有不同的意見。關於現金流折現法計算上利弊缺失的詳細討論，以及其他可以估價方式，一般性的討論，可參見，CORNELL, *supra* note 35, at 100-267.

⁴⁷ *In re Hanover Direct, Inc. S'holders Litig.*, 2010 WL 3959399 (Del. Ch. 2010).

⁴⁸ 原文如下：“Although there is no single preferred or accepted valuation methodology under Delaware law that establishes beyond question a company's value, there are commonly accepted methodologies that a prudent expert should use in coordination with one another to demonstrate the reliability of its valuation. If a dis-

本案例中，德拉瓦衡平法院面對被告同時採用DCF、comparable transactions analysis及comparable companies analysis三種方式試算，但原告主張僅應採用comparable companies analysis的方式試算時，就清楚地表達法院對於原告主張的懷疑。本案例中，法院認為或許在某些特殊情況下一個公司的價值只能透過某一種特定的估價模型才能獲得最精準的估價，但本案例中原告並沒有說明本案例為何屬於此一情況；同時在設定估價數值時，原告的專家證人也並未合理說明為何設定或篩檢數值時的合理性，導致相關資料數值的設定都有可懷疑的地方。因此最後判決原告敗訴。⁴⁹

從這個案子看來，本案法院的處理方式，與其他案件的處理方式沒有明顯不同。換言之，德拉瓦法院一方面對於評估公司價值與股份收買請求權的公平價格上，在方法上仍維持一定的彈性，以求更為精準地評估公司的公平價值。另一方面，法院在個案中也實質審酌原被雙方對於模型中所帶入的各項參數或數值，以及前開數值如何得出。這樣的作法，基本上與德拉瓦法院的特色一致：亦即在公司法領域裡，審理係以個案導向，並以結果妥適、而非定性規則為主，而維持了一致的審查風格。⁵⁰

counted cash flow analysis reveals a valuation similar to a comparable companies or comparable transactions analysis, I have more confidence that both analyses are accurately valuing a company. If an expert witness clearly and persuasively explains why he or she has included or omitted an outlier from his or her data set, I have more confidence that the expert witness's data set is less likely to lead to a biased or skewed valuation.” *Id.* at 2.

⁴⁹ *Id.*

⁵⁰ 德拉瓦州公司法一向是以principles-based system而非rules-based system著稱。因此，相當程度上德拉瓦法院（在此指德拉瓦州衡平法院及最高法院）在公司法的案件中，都明白拒絕所謂的bright-line rule。See, e.g., *In re Tyson Foods, Inc. Consolidated S’holder Litig.*, 2007 WL 2351071 at 3 (Del. Ch. 2007) (“Dela-

參、公平價格股份收買請求權計算上的幾個理論問題

在討論過德拉瓦法上關於反對股東的股份公平價格收買請求權的法規基礎，與實際計算方式之後，接下來必須要面對的，是為何會要這麼作的應然面問題。相對應的，美國法上的股份公平價格收買請求權，除了運作上的問題外，理論上也長時間為幾組問題所困擾。因此，本文以下分別就價格的客觀與主觀、增生利益的分配，與控制溢價／少數折扣三個關鍵性的問題，分別進行討論，希望透過對這些問題的分析，能進一步釐清並形塑法院在個案中對於具體公平價格應有的認定。

一、價格的主觀或客觀？

在決定股份收買請求權時，股份交易價格或歷史價格，是否等於真實價值（intrinsic value），與兩者之間的關係，一直以來都是相當困擾法院與學界的問題。基本上，部分見解傾向認為所謂價格，在合理的情況下都應該是由交易相對人主觀共同決定。⁵¹因此，在沒有成交而達成的價格之情況下，「價值」根本沒有所謂的

ware law sets forth few bright-line rules guiding the relationship between shareholders and directors. Nor does the law require corporations to adopt complex sets of articles and bylaws that govern the method by which corporate decisions will be made. Instead, shareholders are protected by the assurance that directors will stand as fiduciaries, exercising business judgment in good faith, solely for the benefit of shareholders.”). 關於Delaware的principles-based system，一直是學者辯論的重心。主要的討論，可參見Ehud Kamar, *A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law*, 98 COLUM. L. REV. 1908 (1998); William J. Carney, *The Production of Corporate Law*, 71 S. CAL. L. REV. 715 (1998).

⁵¹ 併購的價格原則上由控制股東或雙方公司的董事會共同決定後經股東會同意，所以該價格也是主觀形成。

價值可言；是以「所有的」真實價值都應該取決於交易價格。因而法院在決定股份真實價值時，必須尊重主觀的交易價格（特別是股份的歷史交易價格與系爭交易的成交價），而非以估價或公式的方式，單方面達到所謂的客觀「價值」。

但也有見解對主觀價格決定的說法有所懷疑。⁵²懷疑的見解認為，許多交易類型中，還是可能參考不同主觀價格，或是搭配時間差由多組主觀價格與參考控制力的方式，來進行認定以達到所謂的客觀價值。一個明顯的例子就是有公告牌價的商品其公告牌價的形成。放在股份收買請求權的例子裡，可以發現法院處理股份的公平價格時，對於公平價格的決定，就是因為實際上少數股東對於供需雙方合致形成之價格與其客觀價值過度懸殊，才必須替代性地以公式的方式，計算系爭個案公司股份的公平價格。因此，價值與價格間，一方面存在著補充關係，同時也有著某種依存。大體上，這樣的關係是以價格優先適用，但假如少數股東不滿，則可試圖說服法院以「價值」的觀點重新定價的方式加以解決。

儘管實定法與判決均贊成公平價格可客觀形成的意見，但反對見解的質疑，隱含一個根本的問題：法院為何有權推翻交易雙方自己認定的價格？經理人如果有合理的理由相信他們協商出來的價格為公正，同時在程序也正當（亦即遵守一般的商業判斷）且無利益衝突的情況下，是否應允許法院推翻此一價格認定？該推翻是否需有一定事由作為推翻的基礎？進一步言，假如反對股東主張之公平

⁵²基本上，這邊所謂的客觀，指的是依靠不同的市場資訊（包括不同的數據與公式）與第三人專家的評估，綜合得到的價格認定過程。進一步而言，所有透過法院裁定獲得的「公平價格」，都可以被認為是透過所謂的「客觀」方式所得出。這點，也可以從公平價格的另一個用語Intrinsic Value中，得知整個公平價格股份收買請求權的理論基礎，是建立在價格的客觀認定的可能性上。

價格不等於可行價格（亦即實際上是一個無人實際出價的價格），或是該公平價格不是最佳價格（*Revlon*意義下⁵³）時，那我們應該如何看待此一公平價格？

現實上的困擾點可以在下面的例子中清楚看見。舉例在一個中小型公司中，假如行使股份收買請求權的少數股東於該公司的持股比例僅略低於多數，此時若法院採用以公式計算出來的價格，與雙方（收購方與被收購方的過半股東）協議合併的價格高出相當差距時，由於買方最終必須以概括方式承受被收購公司的債務（等於必須事後償付依該公平價格計算之反對股東股份），此一法院決定之公平價格，結論上就會對收購方造成嚴重的突襲與交易上的重大負面影響。對收購方，由於此一法院介入後與原本協商合併的條件出現大幅差距，效果上，可能會導致收購方計算上的重大不一致，或甚至交易破局。在這種情況下，全由法院以第三者的立場以客觀公式決定交易價格，對交易的安定性，將無可避免地會構成相當的威脅。

傳統上，關於這類何人有決定權的問題，德拉瓦法院向來是採取所謂的二分法：亦即有違反程序或利益衝突時，法院會走向傳統違反董事忠實義務的途徑，要求公司對相關交易負「完全公平」（*entire fairness*，包括 *fair price* 與 *fair dealing*）的舉證責任；⁵⁴ 否則，即尊重公司的商業判斷與自由裁量。⁵⁵ 而股份收買請求權，在

⁵³ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986). 根據該案，董事會在出售公司的時候，有義務積極讓所有有興趣收購公司的收購方自由出價，同時需將公司出售予出價最高者，以維護公司股東的最大利益。在此，本文所指的是根據此一積極詢價出售後所獲得之價格。

⁵⁴ *See Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 711 (Del. 1983).

⁵⁵ DEL. CODE ANN. tit. 8, § 141(a). *See also*, *Emerald Partners v. Berlin*, 787 A.2d 85, 89 (Del. 2001) (“When shareholders challenge actions by a board of directors, gen-

德拉瓦法上，則是完全獨立於前開二分法（即程序合法違法與否的判斷），單純以法條上啟動股份收買請求要件進行審查，來決定股東是否能行使股份收買請求權。換言之，股份收買請求權的判斷，在法律上，呈現出與一般公司法案件處理並不相同的邏輯，捨棄了以程序或實體違法為前提的董事忠實義務違反審查的判斷方式而獨立出來，兩者間並沒有互為前提的問題。⁵⁶

但有趣的是，這兩組原本看似涇渭分明的案件類型，在德拉瓦法院中，近年來在實務上的處理，正由於前述的客觀價值決定正當性的質疑，開始逐步呈現出混合的趨勢，形成了法院所稱的hybrid action。⁵⁷詳言之，在併購時，當少數股東同時主張股份公平價格

erally one of three standards of judicial review is applied: the traditional business judgment rule, an intermediate standard of enhanced judicial scrutiny, or the entire fairness analysis. The applicable standard of judicial review often controls the outcome of the litigation on the merits.”). 學術文獻的介紹，可參考Edward B. Rock, *Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work?*, 44 UCLA L. REV. 1009, 1023-24 (1997). (分析德拉瓦公司法中使用business judgment rule的三個要素，以及假如BJR無法適用時，必須轉而適用entire fairness的相關見解。)

⁵⁶ 這樣的作法，隱含著兩種請求完全割離的想法。亦即，前者係處理違反董事忠實義務，後者則不論忠實義務是否違反皆可主張（類似於單純補償），所以才會有實體上判斷方式分離的想法。

⁵⁷ *E.g., In re John Q. Hammons Hotels Inc. S’holder Litig.*, 2011 WL 227634 (Del. Ch. 2011). 本案中被收購公司有class A股票與class B股票，前者為一般投資大眾持有，後者為被收購公司控制股東John Q. Hammons持有。本件收購中，雙方同意由收購公司提供給class A股東現金作為對價，而被收購公司class B股東則收到存續公司的股份及其他混合的契約權利之對價。程序上，本件收購由被收購公司中無利益衝突的（unaffiliated）股東表決通過。被收購公司class A部分股東於本件中，主張class A與class B股東間差別待遇與控制股東違反fiduciary duty有關，同時該合併契約給class A股東的現金對價過低，因而提起訴訟。

德拉瓦州衡平法院認為依照相關程序，本件應以entire fairness為審查標準。就entire fairness中之fair price而言，被告公司方面以DCF方法計算，認為本件

收買請求權與董事因利益衝突而違反忠實義務，由於兩種請求最終都會涉及由法院介入判斷系爭交易條件是否公平，與該公司到底值多少錢的判斷，因而就實際審理上，法院開始認為此屬關聯問題，因而並沒有真的將之當成兩組截然不同的主張來進行。

可以理解的是，是否違反 *fiduciary duty* 與公平價格收買請求兩種不同邏輯的請求，在德拉瓦法上目前仍各自適用分別的要件與訴訟程序，由法院進行審查。但在大量合併進行的影響下，長遠而言，法院在價格形成上是否可能會逐步強化主觀的成分（原則上尊重當事人的主觀形成。法院除非在有違法或不當利益衝突時，不予介入），而對客觀的評價（統一用客觀公式予以計算並要求當事人接受此一價格，不論主觀上雙方是否可能出到或接受客觀計算出的價格）有較為限縮的適用，可能還有觀察的空間。是以在仍有一定不確定性的情況下，本文初步的想法，傾向認為未來發展上，客觀估價與主觀價格決定間，可能會出現一定的依存關係；或至少在具體案件的適用上，或許會有逐步相互影響的情況發生。

關於價格的主觀與客觀，本文基本的想法認為應該是以主觀為主，畢竟在無法成交的情況下，價格並無法真正形成。但即便是在主觀形成的立場，其實並沒有辦法（在特殊情況下也不應該）完全擺脫客觀的立場：例如主觀出價都會參考客觀的歷史交易價格，或是既存歷史上獲利狀況。因而從這個角度來講，任何價格形成，特別是收購的公平價格的決定，本質上都有相當主客觀混合的色彩。但這樣主客觀混合的說法其實並沒有解決問題；真正的問題在於何

class A股票每股的價值範圍為14.97美元至18.71美元；原告股東方面所提出的專家，則混用了DCF analysis、comparable companies analysis及comparable transactions analysis三種方式，計算出class A股票每股的公平價值為49美元。衡平法院最後以被告方面的計算更為全面完整而可信，而認為本案通過fair price的審查，判決被告獲勝。

種情況下應優先讓主觀決定（是否需以程序合法為前提），或是何種情況下應尊重客觀方式裁定出來的價格？而所謂的客觀方式，又應該以哪一組模型為優先？以及程序上，應該如何確保輸入客觀公式中的數據是正確的等調查權限的問題。但無論如何，目前法規以程序符合並移轉舉證責任的方式來限縮客觀公式的運用機會，一定程度上減低了運用客觀公式的機會，從而結論上，減輕了客觀公式在使用上所遭受到的質疑。

二、由併購所「增生」的利益（value created by the merger） 是否應列入公平價格計算中？

關於這個長久困擾的問題，首先必須從德拉瓦公司法的規定開始分析。根據德拉瓦公司法的規定，在反對股東因合併而行使股份收買請求權時，依據section 262(h)的規定，需要「考慮一切相關因素（all relevant factors）以決定其公平價格（fair price）」⁵⁸，但此處所說的一切相關因素，根據同條規定，必須排除「由併購完成所因而獲得的增值」。該部分的條文原文是這樣說的：

“(h) After the Court determines the stockholders entitled to an appraisal, the appraisal proceeding shall be conducted in accordance with the rules of the Court of Chancery, including any rules specifically governing appraisal proceedings. 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. In determining such fair value, the Court shall take into ac-

⁵⁸ DEL. CODE ANN. tit. 8, § 262(h).

count all relevant factors.”（底線為作者所加）

原則上，根據本條的規定，公司因合併後創造出來的合併成效，像是規模經濟、成本減少，或是一般的綜效（*synergy*）等利益，原則上都被認為是增生的利益，必須排除在反對股東行使股份收買請求權公平價格的計算，而僅就該公司合併前或合併時的狀態，決定股份的公平價值。

但這樣的理解，在一九八三年的Weinberger一案中出現了重大轉折。在Weinberger案中，德拉瓦州最高法院認為股份公平價格收買請求權的計算，可以考慮公司因合併完成之價值，只要這樣對於考慮有一定的事實支持而非純屬臆測即可。⁵⁹ 本文中，德拉瓦最高法院的說法如下：

“It is significant that section 262 now mandates the determination of ‘fair’ value based upon ‘all relevant factors’. Only the speculative elements of value that may arise from the ‘accomplishment or expectation’ of the merger are excluded. We take this to be a very narrow exception to the appraisal process, designed to eliminate use of pro forma data and projections of a speculative variety relating to the completion of a merger. But elements of future value, including the nature of the enterprise, which are known or susceptible of proof as of the date of the merger and not the product of speculation, may be considered. When the trial court deems it appropriate, fair value also includes any damages, resulting from the taking, which the stockholders sustain as a class. If

⁵⁹ *UOP, Inc.*, 457 A.2d at 713. (citing *Tri-Continental Corp. v. Battye*, 74 A.2d 71, 72 (Del. 1950)).

that was not the case, then the obligation to consider ‘all relevant factors’ in the valuation process would be eroded.”⁶⁰

這樣的說法，在後來一九九六年的 *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*⁶¹ 案中，德拉瓦最高法院予以重申，明確表示併購時公平價格的計算，必須加入公司合併後的未來狀況、與增生的價值一併考量。⁶²

若仔細觀察，不難發現德拉瓦法院在 *Weinberger* 案及後續案件中的理解，其實與德拉瓦公司法 section 262(h) 的規定存在著明顯的衝突。關於合併後增生價值可否計入反對股東股份收買請求權的公平價值中所引發的問題，賓州大學 *Michael Wachter* 與 *Widener* 大學 *Lawrence Hamermesh* 教授在他們二〇〇五年的文章「*The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law*」中，提供了一個簡單的例子，以說明其中差異。該例子假設 A 公司擁有一片玉米田，該玉米田是 A 公司唯一資產且另無負債，在玉米種植之使用情況下，該玉米田約值五千萬美元；因而該公司的價值應該相當於五千萬美元。然而，該公司控制股東 B 嗣後因某個機會，發現可將該玉米田轉型開發成辦公大樓用的可行機會，但 B 決定不將此一開發機會留給 A 公司利用，反而決定將公司的少數股東透過現金逐出合併（*squeeze-out merger*）的方式予以排除，將 A 公司以合併後消滅的方式出售予其獨資所有的 C 公司，之後再將該轉型成辦公大樓的開發機會留給合併後的 C 公司去執行。在新的辦公大樓興建計畫下，該塊土地所創造出來的價值變為約六千萬美元。這時候出現的問題是，到底在德拉瓦法中，A 公司少數股東可取得的股份收買公平價

⁶⁰ *UOP, Inc.*, 457 A.2d at 713.

⁶¹ 684 A.2d 289 (Del. 1996).

⁶² *Id.* at 296, 298-300.

格，究竟是這塊玉米田在A公司經營狀態底下的現值五千萬美元所計算出來的公平價格，還是以合併後存續的C公司掌控下、預計要轉換成辦公大樓用土地的六千萬美元？⁶³

以德拉瓦最高法院在Weinberger案中表達的意見，假如該價值增生不是純屬臆測性（non-speculative）的話，就應該列入公司價值與股份價格的計算。因而，上述例子中的少數股東，在現金逐出合併時，由於該玉米田轉型計畫在合併時已相當程度可知且內容可行，所以其股份收買的公平價格，就應該以六千萬美元計算公司價值後再依照股份比例計算。但這樣的適用是否與DGCL section 262(h)相容，卻不無疑問。因而兩者之間何者正確，可能必須回到目的層面的檢討，才能有比較明確的答案。

基本上，賦予少數股東在現金逐出合併的情況中股份公平價格收買請求權，法律上的目的，主要在於避免多數股東以表決上的優勢而強迫將公司以低價出售，進而引發對少數反對股東不利的情形。⁶⁴但這邊關鍵的問題，在於「怎樣」算是對少數股東構成「不利」？從傳統的觀點，或許低於合併時公司價值的價格是一種不利，但除此之外，對與新公司合併後新增利益的不予分配，是否能算是這邊的不利益，就有斟酌的餘地。詳言之，合併後形成的新公司，或合併後改造後的新的事業或經營形態，理論上只存在於合併或改組順利完成的前提下，才會發生。因而此種新的組織形態或經營下而創造出來的利益，不會也不應該分配給原先被合併後消滅的

⁶³ Wachter & Hamermesh, *supra* note 41, at 146.

⁶⁴ 在這邊，多數股東可能是有自身利益糾葛而同處於交易兩端的情況（例如前開玉米田的例子），但也可能並沒有利益衝突，而僅是因爲其他情形（例如缺錢而想脫手或對公司價值的錯估），而同意不如少數股東認爲合理的合併價格。但不論是何種情況，反對股東的公平價格收買請求權在此二類情況下皆有適用。所以，本文以下的分析，將同時基於兩種情形皆成立的假設。

公司的股東才是；特別是在現金逐出合併的情況下，更為明顯。從這個觀點，合併後增生的價值，似乎就不屬於原有股東所得主張或分享的內容。

但從另一個角度，所謂合併，必須要結合被合併公司已有的資產或業務，才可能擴張至新業務或達成規模經濟，既然在這邊被合併公司的參與及貢獻是必要條件，被合併公司的少數股東要求分享此一增生利益，邏輯上也有其合理的地方。此外，傳統上，該類增值的可能在併購協商中，也本來就常會成為被合併公司的籌碼，而藉以要求抬高合併價格。換言之，被合併公司在通常情況下本即會要求分享或分配此一增值；通常操作實務上，也常由收購者與被合併公司協商而分配此一利益，因而從這個觀點，要求反對的少數股東在行使股份收買請求權計算公司價值時，反而不能將此一利益列入計算，是否形成對少數股東特別的不利益，也有需斟酌之處。

關於這個問題，Wachter與Hamermesh兩位教授在前面提及專門討論此一爭點的文章中，最終採取的，是接近Weinberger案的見解。他們的觀點是，DCF公式中在操作上，將不同時間點所產生的現金流計算進去；而未來不同時間所產生的現金流，本來就有對新的投資機會與投資計畫的利用的假設含括在內。因而在處理合併而生的利益時，應依其性質，區分是否屬於原被合併公司可預見並執行的商業計畫。如果是，則該部分合併後發生的增值，則應類推「商業機會」(corporate opportunity)原則，認為該增生價值屬於被合併公司未來可得執行並獲取的收入，而列入DCF法中的未來現金流計算。⁶⁵因而，反對的少數股東可以要求就相關新的商業或經

⁶⁵ Wachter & Hamermesh, *supra* note 41, at 164. 關於商業機會的判斷，德拉瓦法上係針對以下幾點進行觀察：(1)該商業機會是否為公司在財務上有能力實踐？(2)該機會是否於公司原本業務經營範圍？(3)公司對該商業機會是否有興

營計畫未來可獲得的經濟收益，列為公司合併時的價值，而予一併評估分配。反之，假如利益是純因合併後才發現，並不在合併時可以預見，則不能在公平價格的估價下加入計算。純由合併、也僅能由合併而增生或創造出來的利益（value created by the merger that can only be achieved by means of the merger itself），例如像是公司因合併後所減少的法規遵循成本（例如證券法上的公開申報或其他法規遵循所生的費用），也必須排除。⁶⁶

關於這個爭議，本文的立場傾向從股份公平價值收買請求權的設計目的去觀察。純從權利的觀點，假如我們把股份收買請求權純當成是一種合法侵害的「補償」或「填補」的性質來看的話，增生利益會傾向不會成為填補的計算式中的一環：因為該等利益是「合併後」才發生而不是「合併時」就已經存在或實現。但假如從功能性的觀點，將股份收買請求權認為是一種制衡控制股東或經理人的治理機制，因而為了避免控制股東或經理人的機會主義（opportunistic behaviors），適當擴張少數股東可以請求的範圍，或許會對在逐出合併時所發生的代理問題，能有比較好的制衡。最少，也可以當成是反對股東因提出訴訟所承擔成本的一種補貼。因而就本文的觀點，由於「合併時可預見但未實現」的利益的分享，一方面可以在公式內操作，二方面在利益分配上也沒有太多問題，所以結論上，Wachter與Hamermesh教授的見解與Weinberger案及德拉瓦法院在判例法上的切入點，應該可以獲得較多的支持。但唯一的保留是，以DFC公式的運用來論證增生利益應該加入，邏輯上可能有倒

趣或有所期待？(4)該商業機會會被系爭公司人士得知，是因為該人士的個人身分或是公司代表的身份而獲悉？(5)相關董事在發展該商業機會時，是否有使用公司的資源？商業機會的相關內容，主要可參見Broz v. Cellular Info. Sys., 673 A.2d 148, 155 (Del. 1996).

⁶⁶ Wachter & Hamermesh, *supra* note 41, at 120.

果為因的問題：畢竟，是法條與其詮釋決定公式應否應用或使用何種公式，而不是由財務公式使用而逆向去決定法律的理解。

三、所謂Control Premium/Minority Discount的問題

所謂控制溢價（control premium），一般指的是併購時，由於控制股權（controlling block）能對公司全體資產行使控制力，是以交易時，其平均交易的單價（每股價格）通常會比非控制股權交易中每單位平均股價來得高。此一高出的部分，通常稱為控制溢價，或稱為多數溢價。

溢價的存在，主要是表彰總量上股權聚合而多出的影響力。一般而言，控制溢價在股權交易上相當常見，假如交易股權的量足以構成對特定公司的控制權的移轉，基本上交易雙方都會將此一特徵列入考量，而提出或要求較一般小額交易時單位股價更高的價格。

少數股權折扣（minority discount）則是控制溢價的反面概念。少數股權折扣表示少數股權因特定原因（例如收購者已有多數股份，或是控制股東拒絕搭配出售）而有無法累積以形成控制權移轉的情形，因而該股權移轉的股份平均單價，就比能夠造成控制力移轉的股權在移轉時所獲得平均單價為低。⁶⁷

⁶⁷ 與上述概念類似但不盡相同的，是德拉瓦法院在90年代後期所引進的「隱含性少數股權折扣」（implicit minority discount）的概念。此一用語，係認為一般股票在公開市場交易時，由於交易的股票數量均為少數持股，所以該價格所表彰出來的公司價值，原本就會有隱含（implicit）的折扣；亦即，公司的價值並無法由市場交易的股票單位價格直接乘以股份總數而簡單得出公司總價值。因而，在計算公司價值時，假如採用comparable company analysis時，由於該法是以相類似公司股票在公開市場交易價格為計算基數，所以都必須回頭加入該折扣，才能進行計算。關於這個問題，詳細討論，可參見Michael Wachter & Lawrence Hamermesh, *The Short and Puzzling Life of the “Implicit Minority Discount” in Delaware Appraisal Law*, 156 U. PA. L. REV. 1 (2007). 反對

當法院面對少數股東行使股份收買請求權時，是否應該考慮少數股東正常情況下會面對的少數股權折扣，在公平價格收買請求權的審查中，也成為美國法上困擾的重點。比方說，假如收購者先以較高（高於公司公平價格除以股數）的價格收購可達到控制數量的股權，之後經過一段時間後，再要求以接近公平價格收購剩餘少數股東的股份時，此時少數股東所請求的公平價格，是否應該一併將之前成交的控制股權的成交價列入考量？換言之，少數股東可否以其他多數股東的收購價為基準，以此要求公平價格之收購？⁶⁸換另外一個角度，公司是否可以主張合併契約中，雙方換股的比率或價額，是斟酌全體股份下得出的個別價額，因而假如少數股東僅以其所有的零散股份要求公平價格收購時，自然必須將其少數股權應有的折扣予以考量，而不能比照合併契約的價格為計算基準？⁶⁹

關於控制溢價的問題，德拉瓦最高法院在一九九二年的Rapid-

見解，可參見，William J. Carney & Mark Heimendinger, *Appraising the Non-existent: The Delaware Courts' Struggle with Control Premiums*, 152 U. PA. L. REV. 845 (2003).

68 舉例來說，假設一個公司價值為5,000萬美元。之前控制股權（60%）的交易，加計20%的溢價，以3,600萬美元成交。此一問題的爭議點是，第二階段逐出合併時，剩下的40%的股權的公平價格，到底是應該以2,000萬美元計價（公司價值比例計算），或是2,400萬美元計價（比照控制股權交易單價要求分享控制議價），還是1,600萬美元（計入少數折扣）的問題。

69 這個問題的回答相對而言比較簡單。依照現行德拉瓦公司法與相關法院一致的見解，反對股東的股份公平價格收買請求權，是以「公司」的整體價格計算後，再依照股份數比率分配。因此，單純就反對股東持股數量過低而要求折扣與前開先計算「公司公平價值」的要求有所不符，應該無法成立。相同見解，可參見Brett A. Margolin & Samuel J. Kursh, *The Economics of Delaware Fair Value*, 30 DEL. J. CORP. L. 413, 413-15 (2005).（從經濟理論面向討論德拉瓦法上要求股份收買請求權需依照「公司公平價值比率分配」的方式計算，此一要求所隱含對少數折扣拒絕的理論基礎；結論上並對該要求之提出提供了合理的經濟解釋。）

*American Corporation v. Harris*⁷⁰一案中，就相關涉及的概念，有過仔細的討論。本案中，Rapid作為被收購公司，被持有該公司46.5%股權的大股東兼CEO，提議以約當每股二十八美元的股票與現金混合的方式收購，收購後成立新的Rapid-American Corporation。此一提議經過Rapid公司組成獨立的交易審議委員會審查後，同意該收購價為合理而接受合併提議。然而對此一合併交易，Rapid公司的少數股東Harris則認為每股二十八美元的估價，有低估該公司的價值，因而行使反對股東股份收買請求權，並進而向德拉瓦法院提起訴訟。

訴訟中，雙方爭執的重點集中在鑑價方式的不同，特別是雙方對於計算Rapid所完全持有的三家子公司的股權應該如何計價，發生爭議。本案中，由於被收購的Rapid公司主要資產，是其完全控制持有的三家子公司，該三家子公司總共構成了Rapid公司99%的營收與獲利來源。在鑑價的過程中，Rapid公司認為該三家子公司的價值，應該以整合（consolidated）的方式，統合在一起計算。但少數股東則認為Rapid公司股票的价值應該就三家子公司分別計算，然後予以加總；同時，Rapid公司的價值還應該加計對這三家子公司的完全控制權。詳言之，Harris主張，這三家公司的價值計算，並不能單純加總計算這三家子公司的營收獲利之後再找出相對應的乘數（multiple），相反的，應該是將三家公司分別計算，個別以乘數計算確認；之後還要將這三家公司計算出來的價值分別加上所謂的「控制溢價」，然後三家加總起來，以充分轉換Rapid公司對三家子公司所有的是百分之百的控制權此一事實。而不能僅由盈餘獲利直接轉換得出股份的公平價值。⁷¹

⁷⁰ 603 A.2d 796 (Del. 1992).

⁷¹ 本案中Rapid公司主要是主張採用獲利（earning）與股利（dividend）為計算基

本案在衡平法院審理時，法院同意少數股東分別計算子公司價值的見解，認為其以DCF為基礎的計算方式為正確，因而少數股東可以獲得每股五十一美元的公平價格。⁷²但是就加計控制溢價的問題上，衡平法院則反對少數股東的主張，直接援引Cavalier⁷³一案，認為少數股東之所以覺得要加計控制溢價，其實是將公司價值與股權交易相混淆，因此在計算公司整體價值上，並不需要加計或折扣。是以在股東個別股份價值的部分，不論是加計溢價或折扣，都與德拉瓦普通公司法section 262的規定相違背，因而拒絕另外加計控制溢價。⁷⁴

後來兩造均上訴。首先就三家公司分別計算或加總計算的問題，德拉瓦最高法院認為，衡平法院分開計算子公司價值後加總的方式並沒有濫用其裁量權限，所以沒有判決違誤的問題，因而同意衡平法院的觀點。但在公平價格的計算上應否加計控制溢價的問題，德拉瓦最高法院則表示了與衡平法院不完全相同的見解。首先，德拉瓦最高法院緊守Weinberger一案所立下的標準，認為反對股東的收買請求權，應係以公司的整體價值就相關因素整體計算。緊接著，德拉瓦最高法院援引Tri-Continental⁷⁵與Cavalier兩案，認

礎的比較本益比法。

⁷² 本案中另一個爭議，是Rapid公司在交易後，因為要支付少數股東現金因而大量舉債，而該舉債的部分，究竟應該是以市價計算還是面額計算。衡平法院與最高法院最後在這個問題上都同意應以市價方式計算。*Harris*, 603 A.2d at 803-04.

⁷³ *Cavalier Oil Corp. v. Harnett*, 564 A.2d 1137 (Del. 1989).

⁷⁴ *Id.* at 1144 (“The dissenting shareholder’s proportionate interest is determined only after the company as an entity has been valued. In that determination the Court of Chancery is not required to apply further weighting factors at the shareholder level, such as discounts to minority shares for asserted lack of marketability.”).

⁷⁵ *Tri-Continental Corp. v. Battye*, 74 A.2d 76 (Del. 1950).

為公司的價值，經常與其所屬的資產總和有一定的差異。例如在 *Tri-Continental* 一案中，由於該案中所涉的估價對象，係一個高槓桿的閉鎖基金，而此類基金由於閉鎖與高槓桿的特質，所以該基金的受益權經常都無法充分反應該基金所持有的資產價值，而本係以加計折扣的方式在市場上交易；是以在衡量公司的價值，原則上必須考慮該公司的實際上的市場價格與公司本身價值間的關係。在這樣的立論上，德拉瓦最高法院認為在公司層面（*company level*）上，確實會出現折扣的狀態，但此種折扣與股東股份的折扣並不相同。換言之，在估價的時候，可以因為公司的資產類型或公司樣態，而對公司本身有溢價或增值的加減計算；但在股東的層面（*shareholder level*），則因為在公司整體的價值計算上已經考量相關加減因素，所以就不能、也不應再度就相關的因素予以調整計算。

德拉瓦最高法院進一步解釋，本案中，反對的少數股東並不是在股東層面上要求分享對三家子公司的「控制溢價」，而是在 *Rapid* 層面上要求計算控制溢價。⁷⁶ 因此，在計算 *Rapid* 公司所持有的三家子公司的股份的價值時，不能僅用類似公司的股份的市場價值作為計算基準，因為假如這樣單純計算，就忽略了該股份持有數量已達控制規模所可以獲致的控制溢價。所以本案中適當的作法，應該是在分別以類推比較其他公司的股價以得出三家子公司分別的

⁷⁶ 簡言之，德拉瓦最高法院在這邊所同意的溢價，是要求對 *Rapid* 公司的資產（包括對三家主要子公司的完整控制）進行充分的估價，而不是主張一家公司內不同的股東（特別是控制股東）有享受到更高的溢價時，少數股東也可以分享到該等更高成交價的那種控制溢價的分享。本判決在最後的部分，最高法院也強調「控制溢價」此用語，因為在這邊有兩種不同的理解可能，所以也可能誤導了衡平法院的判斷。*Rapid-American Corporation v. Hasrris*, 603 A.2d 796, 807 (Del. 1992).

合理股價後，再乘以股數，並加計控制溢價的比例後，始行加總而得到Rapid公司的公平價值。最後，德拉瓦最高法院將本案發回衡平法院，要求衡平法院依照相關意旨重為裁判。

關於控制溢價與少數折扣的問題，本文同意Rapid-American Corporation一案德拉瓦最高法院將觀察重心放在公司層面的見解，認為在少數股東股份收買請求權的案子裡，所謂控制溢價或少數折扣，若在DCF方法下，由於將估價對象限定在公司而不是股份，所以可能確實是不必要的概念或不存在的現象。換言之，基本上法院緊守著條文中「以參考所有相關因素」的方式計算公司價值，就可以避免掉是否有所謂控制溢價或少數折扣的問題。最少，在計算少數股東的股權時，就會不需要去考慮少數折扣的問題。⁷⁷

但本案中比較令人混淆的地方，在於當被收購公司本身的財產就是另外公司的股份時，此時估價的對象從原本被收購的公司就又變回另外一批股票。而這批股票的價值到底是否該計入溢價或折扣也因而成為本案中令人產生相對困擾的地方。即便如此，德拉瓦最高法院在本案中，仍成功分隔了價值決定與股份收買請求權的行使，在承認控制股權有更高的市場價值的同時，也明白表示這個現象與少數反對股東股份公平價格收買請求權的行使及計算無關。

回到收購的基本現象，少數股權與多數股權的價差，在股權移轉中，仍是一普遍存在的交易現象，或許本質上也沒有特別值得非難的地方；特別是在收購股份沒有搭配強制收購（mandatory buy-out）與價差禁止的外部規範介入的情況下（假設這樣的價差是規

⁷⁷ 這個結論與Mary Siegel的見解相當接近。Siegel, *supra* note 2, at 137-39.（特別在該文註釋270與271整理就這問題反對與贊成不同法院的實務見解，可供參考。簡單來說，非德拉瓦的法院傾向比較願意就少數股東的股份計入折扣。）

範上不應被同意的話)。⁷⁸不過，關於多數股東與少數股東的差別性，持平而論，是另一組更大範圍而必須從整體規範上思考的問題。此一問題，一方面影響的不只是個別股東的公平，同時也會擴及交易模式或流通速度等市場狀況。因而在少數股東股份收買的討論裡，公司法能所處理的只是問題的一角；而公平與促進交易間的互易，在公司法中能否或適否予以直接處理，可能則是另一組需要進一步思考的問題。

肆、臺灣相關規定與德拉瓦法的對照

基本上，臺灣公司法（包括企業併購法），對於併購或公司出售全部或主要部分資產時，反對股東的股份公平價格收買請求權，內容上（特別就請求事件與時間點上）並沒有太多根本上的不同。主要的兩個例外，分別在於：一、我國法中並沒有所謂market-out

⁷⁸ 這個問題的解決，本文傾向認為或許還是回到是否需要引進強制收購與價差禁止的規定上面，進行理論上的處理。從幾個可能處理的方法出發來看，首先，從規範目的來看，第一個要考慮的問題是假如禁止差別性出價，整個併購交易是否會因此發生結構性的變化？比如說，併購者可能會因此變得不願意進行併購，進而導致資源就不會移轉到更有效率運用的狀態。其次，法規上來說，假如收購者原本就只是收購多數股份，而沒有接著進行後續的逐出合併，法規上根本並沒有啟動少數股東股份收購請求權的情形，自然沒有是否能分享控制股份價格的問題。所以，從這兩個觀點，似乎會得到否定的見解。但這邊會出現一個例外，假如是以公開股份收購，根據Williams Act明文禁止差別出價的情況，就不能直接給控制股權股東更優惠的價格。但這部分，僅適用於出價差異的禁止，並不等於在股份收買請求權行使時，公司必須沿用公開收購時對控制股權的出價。此一適用的結果，結論上可能會出現最後反對股東股份收買請求權的計算，還是必須就合併時獨立以公司價值為基準進行，在價格上，並無法直接援引之前控制股權交易的溢價價格。

的規定；⁷⁹二、公平價格的計算方式上，實定法或判決中，並沒有提供足夠清楚計算方式以資參考。⁸⁰

相關法條結構的簡要比較，可參見下表：

（續接次頁）

⁷⁹ 關於market-out exception在我國是否有適用的可能，在我國仍是有進一步討論空間的問題。我國學者劉連煜教授曾於文獻中討論相關問題，值得參考〔劉教授將之翻譯為「股票市場出脫例外」（stock market exception）〕。詳細內容，請參見，劉連煜，公司合併態樣與不同意股東股份收買請求權，月旦法學雜誌，128期，頁31，2006年1月。此外，我國文獻亦有就公平價格的判斷標準區分該股份是否於集中交易市場交易之不同情況予以討論者，並認為不於集中市場交易者實務上無一定標準，咸依公司情況決之；反之，於集中市場交易者則實務上多以實際交易價格為主要考量並參酌其他因素。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65-68，2004年1月。

⁸⁰ 近年涉及公平價格是否包括控制溢價的相關案例，可參考臺北地院95年度司字第1073號民事裁定。相關重要的學術討論，特別是少數股東對於控制溢價主張分享法律上的理由，可參見，劉連煜，股份收買請求權與控制權溢價，月旦法學教室，65期，頁26-27，2008年3月；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，13期，頁150，2008年6月。其他實務見解（特別是臺灣板橋地方法院87年度司字第124號裁定）對於公平價格的計算及相關完整評析，請參見，劉連煜，同前註，頁33；許美麗，同前註，頁65-66。

**美國德拉瓦公司法與臺灣公司法反對股東股份公平價格
收買請求權規定之比較表**

		美國德拉瓦州公司法	臺灣公司法
引發原因		基礎變動（除併購外，重大資產交易與章程修改，可以章程方式自行加入）	併購與重大資產交易均可引發
行使 權人	是否包含無投票權股東	無投票權股東亦可（有§ 251(f)例外）	條文上並未限定（但重大資產的部分，由於需投票反對，此時無投票權者有無收買請求權，則不無疑問）
	是否包含收購公司股東	是（有兩個限制）	是
	是否包含無記名股東	否	是
Market-out exception		有（同時適用於收購公司與被收購公司）	無
小規模合併 （Whale-Minnow Merger, DGCL § 251(f)）		收購公司股東因§ 251(f)無投票表決權時，不得行使股份收買請求權	僅消滅公司股東得請求（企業併購法第12條第1項第2款後段）
簡式合併 （Short-Form Merger, DGCL § 253 or § 267）		在母公司已經持股90%以上的情況下，被收購公司股東不管有無market-out或whale-minnow exception，均可行使股份收買請求權	僅限於子公司股東可行使。控制公司股東不可行使（公司法第361條之2第5項）
同時持有原則		有	有

	美國德拉瓦州公司法	臺灣公司法
限制表決	需事先書面通知公司 • 需投反對票或放棄投票	<ul style="list-style-type: none"> • 合併時，需書面或口頭表示不同意並經記錄，放棄表決權後，始得行使。（公司法第317條第1項） • 重大資產交易時，股東需以書面向公司表示反對意思；並需於股東會表決時投反對票，始得行使（公司法第186條） • 書面或口頭表示異議，並放棄表決權（企業併購法第12條第1項）
法律有無就法院具體決定公平價格之方法進行指示	有	無

資料來源：作者整理。

但實務上，臺灣公司法中對於反對股東的股份收買請求權，出現的爭議點與美國法上的情況不盡相同。首先，在臺灣相關的討論中，關於股份收買請求權的性質、生效時點，以及請求上對於反對股東的不利益是否需由公司先行承擔（包括由公司先行支付其認為公平之股款或由公司提出聲請）等問題點，都是有爭議的問題。以下，本文試著由美國法上對於股份收買請求權的分析，就相關問題，進行討論。

首先就股份收買請求權的性質與生效時點。行使上，學說上有

認為應屬形成權，其權利於反對股東表示行使之際，即已固定。⁸¹此一爭議實際效果上，涉及的是反對股東於行使收買請求權後，是否得以反悔而改要求原股東會所同意之原始交易條件。支持的意見認為，從保障少數股東的邏輯出發，賦予反對股東一定改變心意的權限，將對於少數反對股東的權益將有更周全的保障，有助於鼓勵反對的少數股東勇於行使股份收買請求權。但反對的意見則認為，從法定性的觀點，反對股東的公平價格收買請求，既然性質上屬於形成權，其一旦行使，邏輯上應不允許單方任意變更，以維持法律關係的穩定。⁸²

針對此一問題，由於美國法上相關反對股東公平價格收買的行使，並沒有特別視之為請求權或形成權的類似區別，所以此一問題在美國法上的處理，可能就必須回到傳統爭訟權的行使與處分的狀態來理解。亦即，行使收買請求權的股東，於訴訟中傳統上可自行處分其主張或撤回告訴，而回復到未行使的狀態，而享受原本交易的條件。然而，此一美國法上的處理，並沒有特定政策考量的因素在內。在我國的情況，如果有其他平衡反對股東與公司間利益，或法律體系內部邏輯的考慮，亦無必要為相同處理。

其次，另一個在應用上出現的爭議，是在臺灣法的架構上，是否有調整股份收買請求權行使程序的空間，改為由公司成為聲請人或先由公司暫付原訂交易價格的款項，以避免爭議股東在訴訟過程中需負擔過多的爭訟費用或承受爭訟過程中時間拖延的金錢上不利

⁸¹ 此為我國多數學說見解。例如，請參見劉連煜，合併異議股東之股份收買請求權，月旦法學教室，23期，頁26，2004年9月（特別是註3的部分，列出形成權說見解的其他文獻）；柯菊，股份有限公司股東之股份收買請求權，法令月刊，28卷5期，頁18，1977年5月。

⁸² 相關討論分析，請參見，劉連煜，同前註，頁27。

益。⁸³ 相關主張，主要係參考RMBCA (Revised Model Business Corporation Act) 的規定，特別是§§ 13.24 (公司先行交付公司覺得合理的公平價格，外加利息)、§ 13.30 (公司負責向法院提起爭訟程序，請求法院裁定公平價格) 以及§ 13.31 (公司在股東合理主張範圍內負擔相關程序費用與專家費用)。⁸⁴ 相關主張，基本上是為了平衡反對股東在經濟上可能的弱勢，以保障少數股東可能在基礎變動上面臨的不利益。這些規定雖然在臺灣現行法中並不存在，但審酌臺灣公司股權集中結構與大股東可能的濫用控制權限，從政策面考慮，確實有引進以平衡少數股東利益的正面價值。⁸⁵

⁸³ 此一主張的詳細內容，請參見，游啓璋，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67-68，2006年1月。

⁸⁴ 本文所引用的MBCA條文，係下載自American Bar Association Business Law Section網站。相關條文為第四版之後的2011年版本。請參考http://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/2011_corporatelaws_mbca_w-o-comments.doc，最後瀏覽日：2013年5月1日。但需注意的是，由於模範商業公司法的條文更動頻繁，相關條文在內容上可能與其他國內文獻中引註的條號並不見得完全一致，此部分還請讀者注意。模範商業公司法的變動表，2000年前的部分，可參見Richard A. Booth, *A Chronology of the Evolution of the MBCA*, 56 BUS. LAW. 63 (2000); 2000年之後的部分，可參見ABA網站，<http://apps.americanbar.org/dch/committee.cfm?com=CL270000>，最後瀏覽日：2013年5月1日 (請參考The Model Business Corporation Act欄位)。

⁸⁵ 在此需補充說明的，關於反對股東的股份收買請求權，在美國法內，一向被認為是MBCA與德拉瓦普通公司法間最主要的歧異領域。Robert B. Thompson, *The Case for Iterative Statutory Reform: Appraisal and the Model Business Corporation Act*, 74 LAW & CONTEMP. PROBS. 253, 253 (2011) (Appraisal may be the Model Business Corporation Act's (MBCA) most distinctive and creative corporate law product in its sixty year history). 關於德拉瓦普通公司法與MBCA間的相互影響的討論，可參見Jeffrey M. Gorris, Lawrence A. Hamermesh & Leo E. Strine, Jr., *Delaware Corporate Law and the Model Business Corporation Act: A Study in Symbiosis*, 74 LAW & CONTEMP. PROBS. 107 (2011). 我國學說有認為若為上市上櫃交易之股票，公司應以股東提出收買請求日之收盤價為公平價

除此之外，在政策建議上，本文以為整體而言，我國法上對於不同情況下引發少數股東股份收買請求權，程序上的要求並不盡相同。為求簡潔，將來修法時應考慮予以統整，以助理解與行使。此外，計算上，我國法院判決一方面由於數量不多，內容上也並未就公式（特別是合併後的增生利益的分享）進行細部的討論，此點顯然有持續強化的必要。⁸⁶結論上，股份收買請求權在實體數額上的不確定性，由於相當程度上會大幅阻礙收購方的收購意願並提高收購風險，因而為求整體發展的均衡，本文認為「程序上放寬請求條件、計算上予以收緊並加速審查」這樣的改革方向，或許是值得我國下一步強化時所採取的策略。

伍、結 論

如同前任德拉瓦衡平法院首席法官William Chandler甫卸任後，在一次訪談中被問到認為德拉瓦公司法面臨的變革時所提到的，公司價值與股份公平價格的評估，一向是公司法領域非常根本，也非常棘手的問題。在該訪談中，Chandler非常直接指出，德拉瓦法院作為美國商業領域法律訴訟的主要機制，近年逐漸面臨大量更為複雜的商業案件，這些爭議中，很多都無可避免涉及到公司整體價值的判斷；其中不管是股份收買請求權或是交易整體公平訴訟，最後都必須要回到公司價值的判斷。而這些判斷，不僅耗費時

格，而不待公司與股東協議者，應同樣是以平衡少數股東利益為出發點。林國全，反對合併股東之股份收買請求權，月旦法學雜誌，52期，頁13，1999年8月。

⁸⁶ 根據筆者的判斷，或許實體上，就德拉瓦法院的通行作法（以三分之二的DCF method加上三分之一的comparable method。另外，必要情況下，加上個別交易特性的調整）是可以參考的公式。

力，同時也考驗著法官財務領域專業能力。此外，法院也承擔個案中假如其最後的結論跟一般商業財務領域理解有所差異的風險。因而其認為此一領域的研究與立法，應該是德拉瓦法院下一階段最重要的任務。⁸⁷

相同的觀察也回應本文的重心。如同所試圖指出的，股份收買請求權的行使，對法院而言，一方面涉及良好的財務領域的理解能力與操作技術（包括估價方式或模型的選擇與確認、與足夠並客觀的公司資訊，並就兩者間相互配合以得到正確的結果），同時另一方面，也涉及法律概念的分析，以釐清法條中並沒有觸及或回答的理論問題：像是價值為何可以用客觀公式無人出價的計算去凌駕主觀已有出價的價格、增值部分可否或應否分配，以及少數股東應否面對折扣等。這些規範的問題，都不容易回答，也不見得能獲得一致想法。另外，使用上，是否或如何讓公平價格強制收買制度在使用上進入到相對廉價的狀態，以發揮原先設想的功能及狀態，也是法律制度設計上必須處理的問題。

本文在此希望利用美國德拉瓦公司法的經驗與相關討論，從幾個理論問題的思考出發，回答公司法上反對股東股份公平價格請求

⁸⁷ William B. Chandler III 法官於1989年起擔任德拉瓦州衡平法院法官，並於1997年起擔任衡平法院首席法官，直到2011年6月退休；共任職德拉瓦衡平法院二十三年。See Delaware State Courts, Judicial Officers of the Court of Chancery, available at <http://courts.delaware.gov/chancery/judges.stm> (last visited: 2014.05.07). 訪問部分，請參見David Marcus, *From Blood Transfusions to Poison Pills*, THE DEAL MAGAZINE (Sept. 5, 2011), available at <http://www.wsgr.com/news/PDFs/chardlero911.pdf> (last visited: 2014.05.07). 值得注意的是，其實在我國學界也不乏相同的觀察。請參見，劉連煜，同註80，頁32〔於討論股份收買請求權之理論與功能時，指出股份收買請求權具有何種積極功能，應取決於公平價格如何確認；並認為評價之問題（problems of valuation）才是股份收買請求權具有何種功能的關鍵〕。

權制度運用上的一些難題。⁸⁸無可爭議的，這些問題的釐清，對少數股東在相關公司法規定中權利的界定與行使，不僅概念上難以規避，同時在現實上，也有著比想像中更深遠的影響。畢竟，對於價值的決定、分配／分享，與反省，不管在實體或程序上，所回答的，其實是所有法秩序建構中始終不可或缺的一環。而公司法作為商業秩序的基本法，也是如此。

⁸⁸ 由於德拉瓦法在美國公司法上的廣泛使用，本文僅針對以德拉瓦州相關立法與案例進行討論。相較而言，模範公司法（Model Business Corporation Act）就此一問題邏輯上則採取不同的途徑，已如前述。模範公司法就股份收買請求權的問題，歷來從1984年的版本到1999年的版本，均多有修正。不過整體而言，大體上仍呈現與德拉瓦公司法逐步靠近的趨勢。限於篇幅，本文無法就兩者區別一一詳述。惟就MBCA與DGCL不同之處與最近調整的方向，近期文獻介紹，可以參見Thompson, *supra* note 85, at 253.

參考文獻

一、中文

1. 林國全，反對合併股東之股份收買請求權，月旦法學雜誌，52期，頁12-13，1999年8月。
Lin, Kuo-Chuan, Fan Dui He Bing Gu Dong Zhi Gu Fen Shou Mai Qing Qiu Quan, Yue Dan Fa Xue Za Zhi, no. 52, pp. 12-13, Aug., 1999.
Lin, Kuo-Chuan, Appraisal Right of Dissenting Shareholders, The Taiwan Law Review, no. 52, pp. 12-13, Aug., 1999.
2. 柯菊，股份有限公司股東之股份收買請求權，法令月刊，28卷5期，頁17-20，1977年5月。
Ke, Chu, Gu Fen You Xian Gong Si Gu Dong Zhi Gu Fen Shou Mai Qing Qiu Quan, Fa Ling Yue Kan, vol. 28, no. 5, pp. 17-20, May, 1977.
Ke, Chu, Appraisal Right of Company Limited by Shareholders, The Law Monthly, vol. 28, no. 5, pp. 17-20, May, 1977.
3. 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，13期，頁135-169，2008年6月。
Chang, Yu-Hsin, Qi Tou Shi Gong Ping Shi Zhen Gong Ping Ma? ——Cong Kai Lei Shou Gou Dong Sen Mei Ti An Lun Gu Fen Shou Mai Qing Qiu Quan Gong Ping Jia Ge Zhi Cai Ding, Yue Dan Cai Jing Fa Za Zhi, no. 13, pp. 135-169, June, 2008.
Chang, Yu-Hsin, Is Pro Rata Distribution True Fairness?: On How the Court Should Rule on the Fair Price of Shareholders' Appraisal Right in the Case of Carlyle's Purchase of Eastern Multimedia Co., Financial and Economic Law Review no. 13, pp. 135-169, June, 2008.
4. 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60-70，2004年1月。
Hsu, Mei-Li, Gu Fen Shou Mai Qing Qiu Quan Shi Wu Wen Ti Zhi Yan Jiu, Quan Guo Lu Shi, vol. 8, no. 11, pp. 60-70, Jan., 2004.

- Hsu, Mei-Li, On the Practice of Appraisal Right, Taiwan Bar Journal, vol. 8, no. 11, pp. 60-70, Jan., 2004.
5. 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53-68，2006年1月。
- Yu, Chi-Chang, Gu Fen Shou Mai Qing Qiu Quan De Gu Dong Tui Chang Yu Jian Kong Ji, Yue Dan Fa Xue Za Zhi, no. 128, pp. 53-68, Jan., 2006.
- Yu, Chi-Chang, Shareholder Exit and Surveillance of the Appraisal Right, The Taiwan Law Review, no. 128, pp. 53-68, Jan., 2006.
6. 劉連煜，合併異議股東之股份收買請求權，月旦法學教室，23期，頁26-27，2004年9月。
- Liu, Len-Yu, He Bing Yi Yi Gu Dong Zhi Gu Fen Shou Mai Qing Qiu Quan, Yue Dan Fa Xue Jiao Shi, no. 23, pp. 26-27, Sept., 2004.
- Liu, Len-Yu, Appraisal Right of Dissenting Shareholders, Taiwan Jurist, no. 23, pp. 26-27, Sept., 2004.
7. 劉連煜，公司合併態樣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年1月。
- Liu, Len-Yu, Gong Si He Bing Tai Yang Yu Bbu Tong Yi Gu Dong Gu Fen Shou Mai Qing Qiu Quan, Yue Dan Fa Xue Za Zhi, no. 128, pp. 26-36, Jan., 2006.
- Liu, Len-Yu, Corporate Merger and Dissenting Shareholders' Appraisal Right, The Taiwan Law Review, no. 128, pp. 26-36, Jan., 2006.
8. 劉連煜，股份收買請求權與控制權溢價，月旦法學教室，65期，頁26-27，2008年3月。
- Liu, Len-Yu, Gu Fen Shou Mai Qing Qiu Quan Yu Kong Zhi Quan Yi Jia, Yue Dan Fa Xue Jiao Shi, no. 65, pp. 26-27, Mar., 2008.
- Liu, Len-Yu, Appraisal Right and Control Premium, Taiwan Jurist, no. 65, pp. 26-27, Mar., 2008.

二、外 文

1. Booth, Richard A., *A Chronology of the Evolution of the MBCA*, 56 BUS. LAW. 63

- (2000).
2. BREALEY, RICHARD & MYERS, STEWART, *PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE* (7th ed. 2003).
 3. Carney, William J., *The Production of Corporate Law*, 71 S. CAL. L. REV. 715 (1998).
 4. Carney, William J. & Heimendinger, Mark, *Appraising the Nonexistent: The Delaware Courts' Struggle with Control Premiums*, 152 U. PA. L. REV. 845 (2003).
 5. CORNELL, BRADFORD, *CORPORATE VALUATION: TOOLS FOR EFFECTIVE APPRAISAL AND DECISION MAKING* (1993).
 6. Gorris, Jeffrey M., Hamermesh, Lawrence A. & Strine, Leo E., Jr., *Delaware Corporate Law and the Model Business Corporation Act: A Study in Symbiosis*, 74 LAW & CONTEMP. PROBS. 107 (2011).
 7. Kamar, Ehud, *A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law*, 98 COLUM. L. REV. 1908 (1998).
 8. Kanda, Hideki & Levmore, Saul, *The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law*, 32 UCLA L. REV. 429 (1985).
 9. Letsou, Peter V., *The Role of Appraisal in Corporate Law*, 39 B.C. L. REV. 1121 (1998).
 10. Manning, Bayless, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 YALE L.J. 223 (1962).
 11. Margolin, Brett A. & Kursh, Samuel J., *The Economics of Delaware Fair Value*, 30 DEL. J. CORP. L. 413 (2005).
 12. Note, *Valuation of Dissenters' Stock Under Appraisal Statutes*, 79 HARV. L. REV. 1453 (1966).
 13. OESTERLE, DALE A., *MERGERS AND ACQUISITIONS* (2d ed. 2006).
 14. PALMITER, ALAN R., *CORPORATIONS: EXAMPLES AND EXPLANATIONS* (5th ed. 2006).
 15. Rock, Edward B., *Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work?*, 44 UCLA L. REV. 1009 (1997).

16. Seligman, Joel, *Reappraising the Appraisal Remedy*, 52 GEO. WASH. L. REV. 829 (1984).
17. Siegel, Mary, *Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century*, 32 HARV. J. ON LEGIS. 79 (1995).
18. Thompson, Robert B., *The Case for Iterative Statutory Reform: Appraisal and the Model Business Corporation Act*, 74 LAW & CONTEMP. PROBS. 253 (2011).
19. Vorenberg, James, *Exclusiveness of the Dissenting Stockholder's Appraisal Right*, 77 HARV. L. REV. 1189 (1964).
20. Wachter, Michael & Hamermesh, Lawrence, *The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law*, 31 J. CORP. L. 119 (2005).
21. Wachter, Michael & Hamermesh, Lawrence, *The Short and Puzzling Life of the "Implicit Minority Discount" in Delaware Appraisal Law*, 156 U. PA. L. REV. 1 (2007).
22. WELCH, EDWARD P. & TUREZYN, ANDREW J., FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW—FUNDAMENTALS (2000).

Delaware's Shareholder Appraisal Right: Calculation and Issues

Chien-Chung Lin*

Abstract

This article discusses dissent shareholder's appraisal right in the context of corporate law and several of its conceptual issues. Based on the legal framework developed in Delaware, this article provides a detailed account of the substantive and procedural rules concerning the right of appraisal, and analyzes the different formulas used by Delaware courts in history as well as their criticism. It then turns to three core issues surrounding the right of appraisal and its actual calculation: the legitimacy of using objective price, the inclusion of value created from merger for appraisal, and the control premium/minority discount dilemma. Lastly, the author compares Taiwan's own rule and summarizes these debates with his own observations.

Keywords: Right of Appraisal, Discounted Cash Flow Method, Comparable Method, Delaware Block Method, Control Premium, Minority Discount, Merger-Created Value

* Associate Professor of Law, National Chiao-Tung University, Hsinchu, Taiwan; University of Pennsylvania Law School, S.J.D.

Received: December 10, 2012; accepted: June 13, 2013