

現金逐出合併時少數股東的股份 收買請求權*

游 啟 璋**

要 目

壹、導 論	(一)降低代理成本
貳、公開公司、代理成本與控制私利	(二)增加財務及營運的彈性與競爭力
參、現金逐出合併	(三)驅逐搭便車，增加併購交易
一、概 說	三、公司法的發展
二、法律何以允許控制股東驅逐少數股東？	(一)美 國
(一)取得私有化 (go private) 或下市 (delist) 的利益	(二)歐 盟
	(三)日 本

DOI : 10.3966/102398202014030136004

* 作者由衷感謝兩位匿名審查委員悉心閱讀原稿，並惠賜寶貴意見，使本文能有改進。由於控制股東驅逐少數股東為控制股東與少數股東間利益衝突問題，牽涉範圍甚廣，本文僅就現金逐出合併時，少數股東的股份收買請求權，進行討論，至於其他問題，則留待另文研究。本文原始初稿係作者參加2012年6月3日在國立政治大學法學院舉辦的第二屆海峽兩岸商法論壇研討會，所提出的報告：「現金逐出合併時異議股東的股份收買請求權」，惟內容已經大部分改寫。

** 長庚大學工商管理學系副教授，美國史丹福大學法學博士。

投稿日期：一〇二年一月二十三日；接受刊登日期：一〇二年四月十八日

責任校對：阮玉婷

(四)韓 國	三、公平價格的意義
(五)我 國	四、核定公平價值的方法
四、交易的型態	五、因合併而增加的綜效？
肆、股份收買請求權的適用	六、市場價格是否即為公平價格？
伍、公平價格的核定	七、控制溢價（control premium； 或稱控制權溢價）
一、概 說	陸、結 論
二、「當時」公平價格的意義	

摘 要

現金逐出合併，為控制股東逐出少數股東最直接的方法。控制股東可以透過不當的逐出合併，剝削少數股東。但是，逐出合併也可能是公司私有化、降低營運或代理成本的重要方法。

美國法上，為控制控制股東不當逐出少數股東，課以私有化交易強制揭露的義務，就合併交易為嚴格的司法審查，或給予少數股東股份收買請求權。然而，在我國，現行法上，對於公開公司私有化或逐出交易並無強制揭露的規定，而控制股東對於少數股東是否負有受託人義務，亦有可疑。因此在現行制度下，唯一可以控制控制股東不當逐出少數股東的工具，就是異議股東的股份收買請求權。少數股東不同意現金合併的價格時，可以請求法院核定公平價格。如果核定價格過低，損害少數股東的權益，鼓勵無效率的逐出合併，核定價格過高，降低控制股東進行有效率的逐出合併的誘因。正確的核定公平價格應考量價值是否在合併前已經存在，而不單以是否發生在合併交易後，如果合併交易前已經存在的再投資計畫或機會，儘管在合併後才實施、才產生的效益，仍應與少數股東分享。

關鍵詞：控制股東、少數股東、現金逐出合併、驅逐合併、私有化、下市、股份收買請求權、控制私利、公平價格、公平價值

壹、導 論

傳統上，合併指的是兩個以上的公司相結合¹，而消滅公司的股東在合併後，取得合併後存續公司或新設公司的股份，成為合併後存續公司或新設公司的股東。如果，消滅公司的原股東，反對合併，並拒絕其投資繼續留在合併後的公司，公司法則給予股份收買請求權，請求公司收買其股份，退出其原投資；如果對公司收買價格不同意，尚可請求法院核定公平價格，稱做異議股東的股份收買請求權²。但是，如果合併公司非以合併後公司的股份為對價，而是以現金作為消滅公司股東股份的對價，消滅公司股東在合併後，等同出售其原有的持股。如果合併是所謂的常規交易（*at arm's length transaction*），合併雙方的負責人，各為其公司或其公司全體股東的最大利益，相互協議，則合併應以合併後公司的股份，或現金或其他財產（例如債券），均係雙方協議的結果，對於雙方必然均屬有益。對於消滅公司的股東而言，無論取得為現金或其他財產，均屬其最佳的選擇（否則交易不會成立），當無權益受損的疑慮。但是，如果消滅公司為合併公司或合併公司的股東所控制，則消滅公司的非控制股東³，等同被迫以控制股東決定的價格出售其

¹ 這裡指的是法律意義的合併。經濟意義上來看，合併所以產生，乃是因為兩個（以上）公司（資產）的結合，可以產生較個別獨立的公司，個別控制其資產時收益的總合，有更高的收益（1加1大於2），稱做綜效（*synergistic gains*）。綜效的來源有：規模經濟、垂直結合、範疇經濟、市場力量的增加及交易成本的降低等。See ROBERT B. THOMPSON, *MERGERS AND ACQUISITION* 10 (2009); Benjamin Klein, *Vertical Integration as Organizational Ownership: The Fisher Body-General Motors Relationship Revisited*, 4 J.L. ECON. & ORG. 199, 203-04 (1988).

² 公司法第317條、第187條及第188條參照。

³ 非控制股東或稱少數股東（*minority shareholders*），本文兩者交互使用，無特別區別。

持股。這種控制股東藉由以現金為對價的合併，事實上等同逐出少數股東，稱做現金逐出合併（cash-out merger）。嚴格而言，現金合併的目的已經不是在結合相輔的資產，以利產生資產結合的綜效；而係公司控制股東驅逐（freeze-out）少數股東的方法⁴。

現金逐出合併或係公司控制股東透過法定合併，直接逐出少數股東的方法，或係公司併購的第二階段。前者如管理層收購（management buy-out）：控制股東或管理者，將少數股東逐出公司，以便將公司下市（delist）或私有化（go private）⁵；後者如管理層換購（management buy-in）⁶，外來的收購者取得多數股權後，將剩餘的少數股東逐出公司。無論如何，現金逐出合併都是控制股東驅逐少數股東最直接的方法⁷。

我國公司法施行八十餘年來⁸，從未承認得以現金作為合併對

⁴ See ROBERT C. CLARK, CORPORATE LAW 501-02 (1986).

⁵ See *id.* at 500; see also Harry DeAngelo, Linda DeAngelo & Eric M. Rice, *Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth*, 27 J.L. & ECON. 367, 371 (1984). 當然，管理層收購也不乏採用兩階段收購者。

⁶ 管理層換購（management buy-in）為收購者（通常為私募基金或機構投資人）收購目標公司後，自行引入管理階層，取代原來的管理階層。See Mike Wright, Luc Renneboog & Thomas Simon, *Leveraged Buyouts in the U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect*, 18 J. APPLIED CORP. FIN. 38, 39 (2006).

⁷ 除了現金逐出合併外，控制股東尚有許多方法，可以逐出少數股東。例如，收購資產：控制權股東先設立一百分之百持股的殼公司（shell company），再以該殼公司收購目標公司的全部資產後，將目標公司解散，分配所有所得；即使該殼公司收購所須資金係借貸而來，當公司解散後，控制股東可以即時取回多數資金，清償殼公司的借款。或者，採用股票逆分割（reverse split），股票逆分割其實即為股票的合併，即是將多股合併成一股，如果換股比例的門檻提高，少數股東無法達到換股門檻，只能取得現金。

⁸ 我國公司法源自1904年清廷制定公布的公司律，施行直至1914年，政府頒布公司條例取代，1929年再制定公司法，自1931年起施行迄今。有關公司律的

價；更從未承認控制股東得強制少數股東出售其持股。但是，二〇〇二年制定公布施行的企業併購法，導入現金合併，讓公司在合併時，得以現金為合併對價，消滅公司的股東在合併後取得者為現金，退出其原來的投資。這種原意為方便合併公司雙方，得以不限於以合併後公司的股份為對價，進行合併的彈性規範⁹，如果參與合併的公司有控制從屬關係，或受同一股東控制，則控制股東，可以透過現金合併，強制少數股東出售其股份，現金合併遂成為控制股東驅逐少數股東的重要工具¹⁰。

雖然，公司因其股權結構不同，可能都是分散的小股東，並無控制股東存在。但是，更多的情形，公司都存在有控制股東¹¹。公

立法背景，參見賴英照，法制的移植：從公司律到獨立董事，臺北大學法學論叢，84期，頁4-11，2012年12月。

⁹ 在行政院送請立法院的企業併購法草案說明載：「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有之對價，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之合併意願。鑑於合併時應保障消滅公司股東者，係確保其於合併後仍能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之對價，尚可藉由公司法第三百一十七條異議股東收買股份請求權之規定保障其投資權益，對於消滅公司股東之權益應不致造成影響。」參見立法院第四屆第六次會期第五次會議議案關係文書（企業併購法草案），頁0500，2001年10月20日。

¹⁰ 雖然，企業併購法僅規定合併可以現金作為對價，從未表示現金合併係用來作為控制股東逐出少數股東的方法。但事實上，企業併購法施行後的第一件現金合併案，就是控制股東驅逐少數股東的案例。詳見後註98所舉案例。

¹¹ 傳統上，英、美兩國的大型公開公司傾向是眾多分散小股東的股權結構，歐洲大陸國家及亞洲國家的公司，傾向有控制股東存在。惟近年來，股權結構越形多樣化，公司的多數股份也往往為機構投資人持有。See John Armour, Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *What is the Corporate Law?*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW 1, 29-30 (Reinier Kraakman, John Armour, Paul

司所以有控制股東存在，有認為係因法律缺乏對大眾股東（分散的小股東）做有效保護¹²；有認為係政治經濟的發展結果¹³，有認為更重要的是，控制股東監控經營者的成本較低¹⁴。然而，猶如劍之兩刃，控制股東也可能濫用其控制力量，以不合理的對價，逐出少數股東¹⁵。現金逐出合併除了在美國盛行外，近年來，即使在鄰近的日本、韓國，甚至我國，亦有所見，也往往存有許多爭議。現金逐出合併，允許控制股東可以單方面選擇時機、決定價格，強制收買少數股東的股份，對少數股東的權益，當然構成威脅。然而，現金逐出合併所以在實務上存在，必然有其效益。因此，如何在承認這種與私人財產權絕對的觀念迥異的制度¹⁶，又能兼顧少數股東的權益，取得其中的平衡，繫乎法律有相關適當的規範與執法¹⁷。

Davies, Luc Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Hideki Kanda & Edward Rock eds., 2009).

¹² See Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Sheleifer & Robert W. Vishny, *Law and Finance*, 106 J. POL. ECON. 1113, 1145 (1998).

¹³ See Mark J. Roe, *Legal Origin, Politics and Modern Stock Markets*, 120 HARV. L. REV. 460, 495 (2006).

¹⁴ See Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1642, 1645-73 (2006).

¹⁵ See Thomas W. Bates, Michael L. Lemmon & James Linck, *Shareholder Wealth Effects and Bid Negotiation in Freeze-Out Deals: Are Minority Shareholders Left Out in the Cold?*, 81 J. FIN. ECON. 681, 682 (2006).

¹⁶ 即使在美國，早年（19世紀）公司法規對於現金合併，也認為不可思議，在1920年以前，即使對於合併的規範，已經放棄全體股東一致決的要求後，公司法仍然認為所有的股東有權在合併後，選擇成為合併後公司的股東。See WILLIAM T. ALLEN, REINIER KRAAKMAN & GUHAN SUBRAMANIAN, COMMENTARIES AND CASES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION 497-98 (2007).

¹⁷ 對於有控制股東的公司，事實上不存在有公司控制市場（market for corporate control），公司控制股東往往兼為經營者，或者經營者受控制股東的支持，因此經營者不受市場的規制（discipline），不必擔心因經營的無效率，失去經營

傳統的合併法制，大抵都給予反對合併的股東有退場的機制，也就是異議股東的股份收買請求權。如果異議股東認為公司的收買價格過低，尚可請求法院核定股份的公平價值。異議股東這種請求以公平價格收買股份的權利（appraisal right; appraisal remedy），無須以公司負責人在進行合併交易時，有違反受託人義務為前提。另一方面，除非是公然違法的交易外，實務上，少數股東要證明交易不公平，必然極為困難¹⁸。因此，異議股東仰賴股份收買請求權，以保護其權益，就極其重要¹⁹。現金逐出合併，雖然實質上非合併，但既有合併之名，企業併購法也就順理成章的沿用股份收買請求權法制，作為被強制收買的少數股東，對於收買價格有異議時的保護措施。如果收買價格過低，控制股東即有誘因透過現金合併，剝削少數股東；如果收買價格過高，控制股東即無誘因進行有效率的交易。法院核定公平價值的正確與否，即為股份收買請求權，能否有效控制現金逐出合併交易的關鍵。

因此，本文擬探討在現金逐出合併時，如何透過股份收買請求權法制，保護少數股東的權益。本文按下列順序進行：首先在第貳

權。法律的控制（當然，包括法律的規範與執法），就顯得格外重要。See Lucian Arye Bebchuk & Assaf Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, 157 U. PENN. L. REV. 1263, 1290 (2009).

¹⁸ See CLARK, *supra* note 4, at 465-67.

¹⁹ 當然，個別股東行使收買請求權，除了要遵循繁瑣的程序外，尚須進行技術性相當高的訴訟，成本相當高。參見游啓璋，股份收買請求權的退場與監控制度，月旦法學雜誌，128期，頁64-66，2006年1月。因此，異議股東的股份收買請求權並非保護股東，尤其是在現金逐出合併時，保護少數股東的最佳工具。然而，相對要少數股東主張交易對公司有害，提起訴訟，禁止交易，對少數股東而言，更加困難，特別在我國，控制股東如果非兼任公司的董事，對於公司是否負忠實義務，向來有疑問。即使因兼為負責人，而違反忠實義務時，少數股東充其量，也只能在很有限的情形下，提起代位訴訟。因此，在現行制度下，收買請求權仍不失為相當重要的措施。

節說明控制股東控制私利（private benefit of control）的產生，而現金逐出合併為控制私利的典型方式。第參節討論現金逐出合併的意義、效益與成本，繼而說明現金逐出合併在各國公司法的發展。第肆節說明股份收買請求權在現金逐出合併時的適用。第伍節討論法院應以如何標準，核定公平價值，最能平衡控制權股東與少數股東的利益。第陸節提出結論。

貳、公開公司、代理成本與控制私利

經濟活動往往透過不同的組織型態進行，包括獨資、合夥、公司、合作社，甚至非營利機構等等。何種組織型態為最適宜的組織，端看何種組織型態在該產業中，能以最低、而又足敷其成本的價格，提供消費者所需要的商品或服務。公開公司（public corporation），尤其是大型的非金融公開公司，因為其組織複雜，需要多數專業的決策人才²⁰。而這些專業的經理人才，投入人力資本，無法以分散投入多家組織，來分散風險，為了彌補其無法分散風險，必然要求有固定的所得，也就是不論組織是否有盈餘，都必須支付報酬。因此，組織便須要有其他的成員，來承擔剩餘的風險（residual risk）²¹。公開公司因此以普通股股東作為公司不受拘束的剩餘請求權人（unrestricted residual claimants），承擔公司的剩

²⁰ 所謂組織複雜，是指具有與決策有關的特殊知識的組織成員，分散在組織中各階層；而所謂特殊知識，是指在組織成員中移轉成本高昂的知識。See Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 J. L. & ECON. 301, 308 (1983).

²¹ 所謂剩餘的風險（residual risk）又稱最後的風險，是指企業在運用所有的控制及管理風險的技術後，所剩餘而未被管理的風險。

餘風險²²。由於公司的收入是不確定的，公司決策成員的報酬是固定的，普通股的股東只有在公司支付固定報酬後有剩餘時，才有請求權，也就是剩餘風險的承擔者。這種讓決策者不承擔其決策的財富風險，讓普通股股東承擔風險，公司決策者無庸承擔經營的風險，達到決策功能與風險承擔的完全分離與專業化（specialization），也就是所有權與控制的分離²³。當資本市場是不完全（incomplete capital market）的情形²⁴，公司必須仰賴普通股股東承擔風險，而普通股股東可以透過分散投資，規避非系統性風險，為成本最低的風險承擔者，可以專業於風險承擔；另一方面，專業的經理人，可以經營規模或範疇經濟的企業，可以專業於管理，無

²² 所謂剩餘請求權人是指對於公司的資產無固定的請求權，必須公司的收入在支付固定請求權（例如，債權人依契約對公司有請求權，公司有無盈餘均須支付）後有剩餘時，方得請求。因此，公司的剩餘風險是由剩餘請求權人承擔。而不受拘束的剩餘請求權人（unrestricted residual claimant）是指剩餘請求權人在公司，除了出資外，無其他的任務（例如，擔任公司的經營者），非公司的決策者。不受拘束的剩餘請求權人，由於並非公司的決策者，是否轉讓其請求權，完全不受束縛，無庸擔心因出售持股，喪失參與公司決策的地位。因此，可以透過投資組合及眾多的投資人分散風險。See Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Agency Problems and Residual Claims*, 26 J.L. & ECON. 327, 328-29 (1983). 另外，由投資人（股東）承擔公司的剩餘風險，尚有其他利益，例如，資金的提供者較受雇人通常更有資力，承擔損失；因此，相對而言，其多非風險規避（risk averse）者。更重要的是，股東可以透過多元化其投資，來降低特定企業的風險。See HENRY HANSMANN, *THE OWNERSHIP OF ENTERPRISE* 57 (1996). 這種分散投資以分散風險的投資組合理論，最早為美國經濟學家 Harry Markowitz 所倡導，Markowitz 並因此在 1990 年和 Merton Miller 及 William Sharpe 共同獲得諾貝爾經濟學獎。

²³ See Fama & Jensen, *supra* note 20, at 302-03.

²⁴ 如果資本市場愈完全，也就是避險工具愈多，公司或股東就愈能透過市場轉嫁風險，而不必過度仰賴普通股股東承擔風險。例如，公司可以發行選擇權（options）等衍生性商品的交易，轉嫁風險。See Frank Partnoy, *Financial Innovation and Corporate Law*, 31 J. CORP. L. 799, 809-11 (2006).

庸承擔經營管理的風險²⁵。

然而，所有權與控制完全分離，也就是決策的經營者與所有權分離，帶來高昂的經營者代理成本²⁶，因為分散的小股東缺乏誘因監控經營者。不過，公司如果有控制股東存在，控制股東即有誘因監控公司的經營者，且其有機會接近公司，取得資訊的成本較低，更容易監控公司的經營者²⁷，可以降低代理成本。但是，控制股東存在，同時也帶來控制私利（private benefit of control）的代理問題：控制股東可以因其對公司的控制地位，享有非控制股東無法享有的利益，甚或剝削非控制股東²⁸。當然，對於非控制股東而言，如果公司因有控制股東存在，得以降低經營者代理成本的利益，大於控制私利的成本，則控制股東存在，對於少數股東而言，仍然是有利的。因此，如果法律規範得以將控制私利，維持在一定的限度內，對於全體股東而言，即屬有利。相反的，如果法律規範，難以有效控制私利，對於少數股東，即有重大危害²⁹。

²⁵ See Ronald J. Gilson & Charles K. Whitehead, *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets*, 108 COLUM. L. REV. 231, 241 (2008).

²⁶ Michael Jensen & William H. Meckling, *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 307 (1976).

²⁷ See Gilson, *supra* note 14, at 1651.

²⁸ See Rafael La Porta, Florence Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Investor Protection and Corporate Governance*, 58 J. FIN. ECON. 3, 6 (2000).

²⁹ 保護外部股東（通常為少數股東）在建立健全的資本市場上，非常重要。如果投資人不相信法律可以確保其投資，不受控制股東的侵害，必然折價資本市場或完全退出。See Andrei Shleifer & Daniel Wolfenzon, *Investors Protection and Equity Markets*, 66 J. POL. ECON. 3, 4 (2002); La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, *supra* note 12, at 1139; Bernard Black & Reinier Kraakman, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, 109 HARV. L. REV. 1911, 1922-23 (1996). 另

控制股東利用其在公司的控制地位，有許多取得控制私利的方法：例如，透過自己交易（*self-dealing*），將公司資產，以低於市價，出售與自己或關係人，或以高於市價，出售資產與公司³⁰；以低價發行新股與特定人（控制股東自己或關係人）；以高於非控制股東所能享有的溢價，亦即所謂的控制溢價（*control premium*），出售其持股³¹；霸占公司的機會³²；進行內線交易或操縱市場（*insider trading and market manipulation*）³³；或者，直接以現金合併或者兩階段先購後併的方式驅逐（*freeze-out*）少數股東³⁴。尤其是，如果在法律許可的情形³⁵，控制股東驅逐少數股東最直接的方法，就是採用現金逐出合併（*cash-out merger*），將公司的非控制股東（少數股東）逐出公司。

控制控制股東的控制私利可以從法律體系（*legal institutions*）

參見游啓璋，公司內部人自己交易的控制，政大法學評論，118期，頁280-281，2010年12月。

³⁰ See Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 J. FIN. ECON. 430, 431 (2008); 另參見游啓璋，同前註，頁271。

³¹ See Lucian Arye Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 Q. J. ECON. 957, 958 (1994).

³² 公司內部人將原屬於公司的商業機會，歸於自己，為公司負責人忠實義務的一環。See Eric Talley, *Turning Servile Opportunities to Gold: A Strategic Analysis of the Corporate Opportunities Doctrine*, 108 YALE L.J. 277, 279 (1998).

³³ 內部人可以利用其資訊上的有利地位，經由公開市場，以對其有利的價格交易。相對的，市場的一般投資人，缺乏內部資訊，在交易上處於不利的地位。或者，內部人可以直接或操縱公司的財務、業務或資訊，藉以影響公司的股價，取得股票交易的利益。See Vladimir Atanasov, Bernard Black & Conard S. Ciccotello, *Law and Tunneling*, 37 J. CORP. L. 1, 22-23 (2011).

³⁴ See Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785, 787 (2003).

³⁵ 並非所有的法域或國家，法律上都允許現金逐出合併，詳細說明如第參部分。

和非法律體系（non-legal institution）著手。非法律的體系包括產品市場的競爭、公共輿論的壓力、勞工的監督及政府租稅的監督³⁶。直接的法律體系的控制，可以有強制揭露制度、課予控制股東對少數股東有受託人責任（fiduciary duty）；或給予少數股東股份收買請求權³⁷。本文所要討論者，即為在股份收買請求權制度下，如何在現金逐出交易時，保護少數股東。

參、現金逐出合併

一、概 說

現金逐出合併為公司的控制者驅逐（freezeouts；freeze-outs）少數股東最直接的方法³⁸。公司的控制者（包括股權相當分散的公司的高階管理層或股權集中公司的控制股東），可以利用其對公司的控制力量，強迫公司的非控制股東，出售其股份，因而退出投資。如果法律允許控制股東可以驅逐普通股股東，將使少數股的普通股股東的地位，實際上如同公司的可贖回特別股的股東（redeemable preferred stockholder）³⁹。究竟法律是否應該禁止現金逐出合併？或者，是否應該禁止控制股東驅逐少數股東？是否公司只要支付與市價相同或者更高的價格，即可以強制收買少數股東的股份，對少數股東即無侵害可言？前哈佛法學院院長Clark教授在其公司法的教科書，提出幾點耐人尋味的問題。第一，強迫少數

³⁶ See Alexander Dyck & Ludig Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537, 576-79 (2004).

³⁷ 詳細說明參見以下第肆部分。

³⁸ 公司控制者驅逐少數股東的方法，參見同註7說明。

³⁹ 普通股股東原預期其有權決定何時出售其持股，而可贖回特別股的股東原來即知公司有權強制贖回其投資。See CLARK, *supra* note 4, at 499-500.

股東在非其所願的時機出售持股，可能增加其稅負。如果股東出售持股的價格高於取得成本，而須繳納資本利得（**capital gain**）稅時，股東本來可以任意選擇出售持股的時機，例如在其所得相對較低的年度，或當有出售其他持股損失的年度，出售其持股，則不須繳納高額的所得稅，甚或可與出售其他持股的損失相抵沖。如果強迫該股東在對其稅負不利的年度出售，將造成稅負上的損失⁴⁰。第二，如果股東被迫出售其持股，要再尋找與原投資相同報酬率的投資機會，可能須要相當高的成本⁴¹。第三，股東對原來的投資可能有非關金錢的個人情感或偏好，非其他投資可以取代⁴²。第四，由於市場未必能知悉公司的所有資訊，股價無法完全反映公司的真正價值，少數股東在驅逐交易時，無法取得反映其持股真正價值的價格。特別是，有些資訊可能是點點滴滴、日積月累，對於身為公司內部人的控制股東，很容易「感受」公司的前景，但個別資訊來看，卻又不構成相關法規定義的「重大消息」⁴³，不受揭露規定的拘束。第五，由於股票的市場價格往往反映控制股東自己交易（**self-dealing**）的折價⁴⁴，驅逐少數股東的對價，往往低於少數股

⁴⁰ See *id.* at 504.

⁴¹ *Id.* at 505.

⁴² *Id.* 尤其從財產權絕對的觀念來看，股權亦為股東的財產，股東有權決定是否出售，何時出售。See Mads Krohn, *Minority Squeeze-Outs and the European Convention on Human Rights*, 15 EUR. BUS. L. REV. 159, 168 (2004).

⁴³ See CLARK, *supra* note 4, at 507-08. 如果市價與股份真正價值相差過大，而少數股東因資訊不對稱，無法知悉，控制股東在驅逐少數股東時，只要以較市價稍高的價格，作為收購價格，少數股東即有可能認為已經取得相當溢價，往往也不會異議。

⁴⁴ 市場如果知道公司內部人會進行自己交易，侵害大眾股東的利益，在市場購買公司股票時，就會以折價購入。

東股份的真正價值⁴⁵。

前述第四及第五個的問題，涉及出售價格的公平與否，並非法律應否禁止控制股東驅逐少數股東的基本問題。前面的三個問題，則涉及公司法的基本觀念的改變。當公司的決策由早先必須經股東全體一致同意的觀念，轉變成只要多數決後，個別的股東對公司的決策，不具否決權。股東在投資時，應即可預知其投資有可能因多數股東的決議，改變其性質。例如原來投資紡織廠，經多數股東決議，變更營業為貿易公司。原來的經營者兼大股東擬退休，經多數股東的決議出售全部資產，解散公司，將所得發還給股東。解散的時機，或許對少數股東不利，少數股東也只有徒呼負負。這些都是現代公司制度下，股東所應承擔的風險⁴⁶。因此，要討論的是法律何以允許控制股東驅逐少數股東？

二、法律何以允許控制股東驅逐少數股東？

(一)取得私有化（go private）或下市（delist）的利益

由於驅逐少數股東往往僅是將公司私有化或下市的手段，因此公司尋求私有化或下市的理由，也就成為驅逐少數股東的理由。公開公司必須遵守嚴格的公司法及證券交易法法令，例如強制的定期申報財務報告；公開財務、業務資訊⁴⁷；負責人持股必須揭露以及交

⁴⁵ See CLARK, *supra* note 4, at 508-09. 至於少數股東持股的真正價值，應否反映所謂的「少數股折價」（minority implicit discount），相關討論，參見第五部分。

⁴⁶ See William J. Carney & Mark Heimendinger, *Appraising the Nonexistent: The Delaware Courts' Struggle with Control Premium*, 152 U. PA. L. REV. 845, 869 (2003).

⁴⁷ 例如，證券交易法第36條，規定有公司年度及各季應申報及公告財務報告、每月應公告營運情形，以及偶發重大事故的公告及申報、年報的編制等義

易受到限制⁴⁸；董事會組織及公司內控、內稽制度、對於股東的責任⁴⁹，均受到嚴格且僵硬的規範，在在都增加營運成本。公司撤銷公開發行、下市後，可以節省遵循相關規範的成本。例如，在美國，即有認為沙賓法（Sarbanes-Oxley Act）大幅增加上市公司內控制度的文書成本，下市後，可以避免該成本⁵⁰。另外，上市公司的經理人不免要分心關注與投資人的公共關係，不若非公開公司經理人可以專注於公司的經營⁵¹。當然，對於這樣的說法，也有學者認為過於誇大其詞，Clark教授即認為，這些節省的成本的折現值，除非是小公司，否則與逐出合併交易的成本相較，可能相當或者更小⁵²。也有認為，在美國，許多的上市公司即使下市後，仍然繼續遵循聯邦證券交易法的申報規定及沙賓法的限制，足見節省遵

務。

48 例如，證券交易法第25條規定有公司董事、監察人、經理人及大股東持股、轉讓及設質的申報及公告等義務。同法第175條規定有短線交易的限制，第175條之1規定有內線交易的限制。

49 例如，依我國證券交易法，臺灣證券交易所「上市公司申請有價證券終止上市處理程序」第3條規定，上市公司申請其股票終止上市者，表示同意的董事應負連帶收購公司股份責任。負責收購的董事當然可以個別和股東協議收購，但透過現金逐出合併，成本可能更低。

50 See Ronald W. Masulis & Randall S. Thomas, *Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance*, 76 U. CHI. L. REV. 219, 230 (2009); Ehud Kamar, Pinar Karaca-Mandic & Eric Talley, *Going-Private Decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: A Cross-Country Analysis*, 25 J.L. ECON. & ORG. 107, 108 (2009). 另外，耶魯法學院的Romano教授也認為，在沙賓法實施後，上市的成本加倍，對於小公司而言，有非常顯著的負擔。See Roberta Romano, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114 YALE L.J. 1521, 1588 (2005).

51 See Masulis & Thomas, *id.* at 231.

52 See CLARK, *supra* note 4, at 510.

法成本的理由，雖然流行，並無堅強根據⁵³。

(二)降低代理成本

公開公司私有化或下市，最為樂道的理由，莫過於減低股東與經營者間的代理成本。公開公司私有化，可以經由公司所有權與經營權的結合，大幅降低公司的代理成本（agency cost）。在股權分散的公司，公司股東缺乏誘因，積極監控公司經營者，公司如有大股東，雖然可以積極的監控公司經營者，但是大股東的持股缺乏流動性，因此，除非大股東兼為經營者，否則公司存在有嚴重的代理成本。逐出少數股東，僅剩單一的大股東，所有權與控制權集中，減少股東監控經理人，小股東監控大股東的代理成本⁵⁴。

(三)增加財務及營運的彈性與競爭力

控制股東可能認為，公司股票的市場價格往往無法反映其真正的價值，低估價格可能是個別公司的原因，例如公司缺乏分析師的關注，或者不善於溝通策略；也可能是一般性的原因，例如股票市場的整體不景氣。另外，從組織及財務的觀點，非公開公司不受大眾股東的監督，更可以提高公司的借貸與股權比例（debt-to-equity ratio），藉以利用租稅的優惠⁵⁵。甚至，公開公司由於強制揭露的規定，往往容易洩露有價值的資訊與其競爭者，驅逐少數股東下市後，非公開公司則較能保守其營業或財務秘密⁵⁶。另外，在集團企

⁵³ See Robert P. Bartlett III, *Going Private but Staying Public: Reexamining the Effect of Sarbanes-Oxley on Firms' Going-Private Decisions*, 76 U. CHI. L. REV. 7, 9 (2009).

⁵⁴ See CLARK, *supra* note 4, at 510-11.

⁵⁵ See M. Todd Henderson & Richard A. Epstein, *The Going-Private Phenomenon: Causes and Implications*, 76 U. CHI. L. REV. 1, 2 (2009).

⁵⁶ See Edward Rock, Paul Davis, Hideki Kanda & Reinier Kraakman, *Fundamental*

業間，當母公司對子公司有控制性持股時，母公司與其非全部持股的子公司間，因為集團內部的自己交易，或分配商業機會時，可能有利益衝突問題。將子公司的少數股東逐出，由母公司百分之百持有子公司，可以避免法律上的利益衝突⁵⁷。

在證券交易所上市的公開公司，固然較容易從市場上取得外部融資。然而，公司有少數股東，也容易增加公司經營的額外成本⁵⁸。少數股東可能急於尋求分配股利，勝於將盈餘再投資⁵⁹。如控制股東得以逐出少數股東，可以鼓勵控制股東，在逐出少數股東後，自行另外增資，進行風險性計畫；如果公司存在有少數股東，當公司計畫成功，必須和少數股東分享其成果，則減低控制股東增資的誘因⁶⁰。因此，控制股東逐出少數股東後，更能最大化公司的利益。

另外，有趣的現象，如果公司的股票缺少流動性，當控制股東逐出少數股東時，可以讓少數股東有機會收回投資⁶¹。實證研究甚

Change, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW 183, 185 (Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luc Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Hideki Kanda & Edward Rock eds., 2009). 不過，這種保密能夠增加多少利益，可能很難估計。See CLARK, *supra* note 4, at 510.

⁵⁷ See Rock, Davies, Kanda & Kraakman, *id.* at 185. See also RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, *THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS* 1246-47 (1995).

⁵⁸ Alexander Khutorsky, Note, *Come in from the Cold: Reforming Shareholders' Appraisal Rights in Freeze-Out Transactions*, 1997 COLUM. BUS. L. REV. 133, 136 (1997).

⁵⁹ See Rodman M. Elfin, *Changing Standards and the Future Course of Freezeout Mergers*, 5 J. CORP. L. 261, 262 (1980).

⁶⁰ See Rock, Davis, Kanda & Kraakman, *supra* note 56, at 185.

⁶¹ *Id.*

至顯示，少數股東在驅逐合併交易，其獲利有高達11%者⁶²。

(四)驅逐搭便車，增加併購交易

最後，可能是最重要、最有說服力，也是和現金逐出合併有直接關係的理由：現金逐出合併驅逐搭便車的股東，增加社會所需要的併購交易數量。Grossman及Hart教授⁶³認為市場上實際進行的公開收購數量，低於理想的規模，主要的原因在於被收購公司的股東，可以搭便車⁶⁴。由於公開收購可以提升公司股票在市場的價格，因此，每一股東自己都不應募，卻希望其他股東會應募，俾便公開收購成功，然後自己可以享受股價上揚的好處。但是如果太多的股東想搭便車，公開收購就會失敗。即使公開收購可以成功，由於搭便車的股東太多，分享收購後的果實。收購者承擔所有進行公開收購的成本，卻要和其他的股東分享利益，勢必降低收購的誘因。整體而言，減低社會所須要的併購規模。如果公開收購收購者可以在收購後，逐出少數股東，將可以去除搭便車的股東⁶⁵。

此外，現金逐出合併可以加強敵意併購，讓公司併購市場存在。收購公司可以先進行公開收購取得多數股權，再透過現金逐出合併逐出少數股東。如果沒有現金逐出合併制度，收購者即缺乏誘因進行敵意收購。因此，即有日本學者認為，在日本，罕見敵意併購的主要原因之一，就是因為日本缺乏現金逐出合併的制度⁶⁶。

⁶² See Bates, Lemmon & Linck, *supra* note 15, at 683.

⁶³ Sanford Grossman現為賓大華頓學院教授，Oliver Hart現為哈佛大學教授，兩位均屬著名的經濟學家。

⁶⁴ See Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, *Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation*, 11 BELL J. OF ECON. 42, 43 (1980).

⁶⁵ See Yakov Amihud, Marcel Kahan & Rangarajan K. Sundaram, *The Foundations of Freezeout Laws in Takeovers*, 59 J. FIN. 1325, 1326 (2004).

⁶⁶ See Masatsugu Yoshioka, *A Comparative Critique of Cash-Out Mergers in Japan*

三、公司法的發展

現金逐出合併完全是美國法的產物，美國各州在立法及法院判決上，歷經近百年的演變，也顯現公司法從保守的極端尊重個人財產權的觀念，逐漸走向以經濟功能為導向的規範概念。歐盟國家採取不同程度的驅逐合併制度，但基本上不允許現金逐出合併。我國在二〇〇二年制定企業併購法時直接引進現金合併。日本則在二〇〇三修正產業活力再生法時，有條件的採用，另外，二〇〇六年新公司法正式全面採用，二〇〇七年開始施行。韓國則在二〇〇八年修正商法草案時採取，惟迄未見正式實施。

(一) 美 國

美國早年（十九世紀），基於普通法根深蒂固的股東固有權（vested right）的觀念，股東不僅有權保留其投資不被剝奪，就公司營業本質或公司存續期間的重大改變，也享有否決權，甚至控制股東利用出售公司資產，以便將其所得再投資於新公司，而排除原公司的少數股東共同參與新投資的作法，因未獲得全體股東的同意而無效⁶⁷。到了二十世紀初期，許多州的立法機關逐漸認知，如果公司的重大變更都須要全體股東的同意，可能造成少數股東可以濫用其否決權，阻擾公司必要的交易，徒然妨害經濟的進步。因此，立法上，開始允許公司經董事會以及股東會得以相對或絕對多數同意時，即可進行基本的變更（fundamental change），包括出售全部資產、吸收合併或新設合併、解散等。但是法院仍然禁止控制股

⁶⁷ *and the US*, 5 J. CORP. L. STUD. 465, 473-74 (2005).
See Khutorsky, *supra* note 58, at 137; Barry M. Wertheimer, *The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value*, 47 DUKE L.J. 613, 618-19 (1998).

東驅逐少數股東。例如，正常營業的公司出售全部資產與控制股東另外新設的公司，藉以驅逐少數股東，法院通常認為違法⁶⁸。顯示的意義，無非認為保留少數股東的股權為刺激投資所必須的交易，控制股東對少數股東應有受託人義務，立法機關只允許實質的解散，至於利用解散原公司，另立新公司經營相同的事業，藉以排除少數股東的「紙上交易」（paper transaction），並非法律所允許⁶⁹。

然而，這樣的觀念在一九二〇年代以後，逐漸生變。首先是佛羅里達（Florida）州在一九二五年修正其公司法，規定合併契約可以約定全部或部分以現金、本票或債券支付，而非限於存續或新設公司的股票。一九三一年，阿肯薩斯（Arkansas）州、加（California）州及俄亥俄（Ohio）州等也在公司法中增列類似條款，路易斯安那（Louisiana）州立法雖未明定合併的合法對價種類，但是似乎允許採用現金或其他特定的對價。這些立法並未明文規定可以進行逐出合併，因此往往被解釋為只有在所有或多數股東均希望取得現金而非股份時，才能採用現金合併。當然，不同的看法也可能認為，合併原來就是預期合併後的公司繼續營業，既然法律允許合併時以現金為對價，必然就是要讓合併能具有驅逐少數股東的功能⁷⁰。然而，也有認為早期的合併法規，雖然僅允許以股換股或其他債務的交易，但是由於不滿意對價的少數股東可以行使收買請求權；或者在以其他債務為對價的交易，而該「債務」如屬於短期的債券，則事實上與現金合併無異，如果法院允許這樣的交

⁶⁸ See Elliott J. Weiss, *The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspectives*, 56 N. Y. U. L. REV. 624, 629 (1981).

⁶⁹ *Id.* at 630.

⁷⁰ *Id.* at 633.

易，在立法上明文以現金為對價的合併，也僅是從事實的承認（*de facto recognition*），成為法律的承認（*de jure recognition*）而已。然而，法院的判決顯然不支持此種見解⁷¹。因此，立法上雖允許合併契約約定以現金為對價，無非僅係為使合併公司進行法律允許的合併時，有較彈性的作法，以現金合併逐出少數股東，非法所許。

上述允許以現金為合併對價的立法例，主要是一九二〇年代以來，合併與收購的界線越來越模糊。合併原係指合併雙方公司的股東成為合併後存續公司或新設公司的股東，而收購則是出售資產或股份公司的股東，於收購後在收購公司已不存有任何權益，兩者原有不同。但合併也可以收購方式來完成，如果收購公司以該公司的股份為收購對價，被收購公司股東取得收購公司的股份，其結果與合併完全相同。由於早年合併法令對於公司合併有相當的限制，許多州法規定只有本州的公司可以相互合併，或者公司章程所載營業性質類似的公司方可合併，導致許多公司採用收購來規避合併的限制。但是以股份為對價的收購本身也有技術上的困難。如果被收購公司本身的資本結構複雜，例如有不同種類的特別股等，或特別股又有累積尚未受分配的股利時，如收購公司僅發行普通股時，如何正確計算收購對價，將收購公司的股份分配與被收購公司不同種類持股的股東，並確保特別股股東的權益，又如特別股股東希望取得現金等等，即有困難。因此，更加自由化合併法規，讓合併對價的選擇委由合併契約來決定，也就可以理解⁷²。不過，儘管如此，以現金作為合併對價的規定，仍然只是為使合併能更有彈性的作法，並非有意作為驅逐少數股東的工具⁷³。法院仍然認為讓少數東可以

⁷¹ *Id.* at 634-36.

⁷² *Id.* at 637-38.

⁷³ *Id.* at 641.

有權選擇留在合併後的公司，乃是刺激投資，執法控制股東的受託人義務，以及符合自由化公司法規的立法意旨的前提⁷⁴。

最先允許利用現金合併來驅逐少數股東的是一九三六年的紐約州公司法，用以處理公用事業（public utility）的特殊問題。由於當時許多的公用事業控股公司的資本結構相當複雜，造成營運及財務上的問題。為了規模經濟、更有效的管理與降低費率，有必要合併新設營運公司。但是要簡化公用事業控股公司的資本結構，並非容易。由於紐約州法僅允許公用事業新設合併，不及於吸收合併，而且所有參與合併公司的股東，如不同意合併者，均可以異議，行使股份收買請求權。因此，打算合併其子公司的控股公司，往往發現連自己的股東也提出異議，要求以現金收買其股份。另外，由於紐約州法要求新設合併，因為是設立新公司，所以所有的股東都要就新發行的新股繳納聯邦營業稅（excise tax）。因此，一九三六年的紐約州公司法乃規定，瓦斯或電力公司合併其持股95%以上的子公司時，只要向州務卿申報其合併契約即可，而合併契約應載明合併的條件，包括交付與子公司少數股東的股票、現金或其他對價的數量或金額。該條款制定後，合併新設的愛迪生公司（Consolidated Edison Company），即得以藉該條款，將其子公司的少數股東逐出⁷⁵。其後，德拉瓦州在一九五七年⁷⁶，模範公司法典在一九六〇年，以及其他各州紛紛效法採行⁷⁷。但是，儘管立法機關紛紛承認現金逐出合併，司法機關的態度仍然較為保守。事實上，德拉瓦州法院到一九七〇年末期，都以現金合併逐出少數股

⁷⁴ See Elliott J. Weiss, *Balancing Interests in Cash-Out Mergers: The Promise of Weinberger v. UOP, Inc.*, 8 DEL. J. CORP. L. 1, 7 (1983).

⁷⁵ See Khutorsky, *supra* note 58, at 139.

⁷⁶ *Id.* at 140.

⁷⁷ See Weiss, *supra* note 68, at 624, 627-29, 632-34.

東，必須具有「商業目的」(business purpose)，藉以限制控制股東採用現金合併，侵害少數股東權益⁷⁸。甚至，德拉瓦州最高法院在一九七七年的Singer v. Magnavox Co.一案，仍然堅持股東保留其在特定的公司原投資的期待，本身即屬法律所應保障的合法利益⁷⁹。

一九八三年的Weinberger案，德拉瓦州最高法院正式揚棄「商業目的」標準⁸⁰。認為現金逐出合併是否合法，應分析其交易是否經過公平的協議(fair deal)，支付給少數股東的價格是否為公平的价格(fair price)。至於合併的目的，法院認為不值得詳查，法院應該關心的是這種利害關係人的交易是否公平。對於法院何以放棄「正當商業目的」標準？Clark教授則認為，對於贊同驅逐合併（當然，包括現金逐出合併）的人來說，要證明有商業上的正當理由太容易，而法院要事後來評斷這些理由的真實性及重要性太困難。抑且，驅逐合併的利益也逐漸被認同，因此，完全禁止現金逐出合併，並非適當，不如將注意力集中在如何確保少數股東足以獲得適當的補償⁸¹。

(二) 歐 盟

歐洲國家多不採現金逐出合併，歐盟有關公開有限責任公司合併第3號指令第3條及第4條規定，不論是吸收合併或新設合併，消滅公司的股東必須取得合併後公司的股份，即使為了避免因換股比

⁷⁸ See Faith Stevelman, *Going Private at the Intersection of the Market and the Law*, 62 BUS. LAW. 775, 793 (2007).

⁷⁹ 380 A.2d 969, 977-78 (Del. 1977).

⁸⁰ See Elliott J. Weiss, *The Law of Take Out Mergers: Weinberger v. UOP, Inc. Ushers in Phase Six*, 4 CARDOZO L. REV. 245, 247 (1983).

⁸¹ See CLARK, *supra* note 4, at 514.

例產生畸零股，而給予現金，該現金也不得超過合併後公司每股面值的10%⁸²，顯示歐洲國家基本上著重在保護少數股東保留其投資的基本觀念⁸³。當然，這並不表示控制股東就無法驅逐少數股東，例如，德國即允許持股95%以上的控制股東，可以經過股東會決議，驅逐少數股東⁸⁴。在英國，可以透過兩階段的交易，逐出少數股東。首先進行公開收購，取得90%以上的股份時，可以強制其餘股東出售持股⁸⁵。同時，也允許少數股東可以強制公司買回其持股⁸⁶。

(三) 日本

日本在二〇〇三年以前，並無允許可以現金為合併對價的規定。二〇〇三年修正的產業活力再生法（Industrial Revitalisation Act）⁸⁷，則有條件的放寬。企業經取得政府許可後，得採行現金逐出合併。但僅限於正式合併，對於簡易合併，仍然禁止⁸⁸。二〇

⁸² Third Council Directive 78/855/EEC (OJ L 295, 20.10.1978, p. 36).

⁸³ See Marc Ventoruzzo, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, 50 VA. J. INT'L L. 841, 877 (2010).

⁸⁴ See Christian A. Krebs, *Freeze-Out Transactions in Germany and the U.S.: A Comparative Analysis*, 13 GERMAN L.J. 941, 955-56 (2012).

⁸⁵ 強制收買的條件必須是公開收購人，透過公開收購取得剩餘股份的90%以上，方得進行。例如，即使A公司持有B公司90%股份，必須A公司公開收購取得B公司扣除A公司原持有的90%以外剩餘的10%股份的90%，方得強制收購其餘未應募的10%×90%的剩餘股份。

⁸⁶ See Company Act, 2006, c46, § 979 (UK). See also Joseph Lee, *Four Models of Minority Shareholders Protection in Takeovers*, 16 EUR. BUS. L. REV. 803, 826-27 (2005); Ventoruzzo, *supra* note 83, at 895-96.

⁸⁷ 該法為1999年制定，其間歷經數度修正，主要為提振日本成長停滯的經濟，法案內容主要包括公司租稅、融資及企業重組的特殊措施。

⁸⁸ See Yoshioka, *supra* note 66, at 465-66.

○六年修正、二〇〇七年開始施行的新公司法，則允許公司在合併時，以現金為對價⁸⁹。因此，目前在日本，現金逐出合併已經完全合法化。

傳統上，日本商法並不允許現金逐出合併，但在實務界有認為可以利用出售資產的方式達到逐出少數股東的目的。由於商法允許公司經三分之二以上的多數股份股東同意，即可出售公司資產給另一公司。因此，只要控制股東可以控制目標公司三分之二以上的股份，目標公司就可以出售所有的資產給收購公司，而目標公司的少數股東按其持股比例，取得公司出售資產的價金。但是，這種交易的合法性備受質疑，雖然，有些律師主張，如果能夠對少數股東就其股份，給予足夠的補償，這樣的機制應可允許。但是，絕大多數的學者認為日本商法並未允許多數股東可以驅逐少數股東，類此的交易，根據日本商法第274 (1)(3)條的規定，是無效的。因此，在實務上，很少使用這樣的架構，也無相關法院判決，可供參據⁹⁰。

一九九九年日本商法修正，允許所謂的三角合併，似乎讓實務界找到現金合併的依據。首先，母公司先設立一殼公司，殼公司和目標公司，經過三分之二以上股東同意，進行股份交換（share swap）。目標公司的股東因此成為殼公司的股東，而目標公司的股份成為殼公司的資產。其次，殼公司將其資產，也就是目標公司的股份出售予母公司，以取得現金，最後，殼公司解散，並將現金返還股東。在股份交換交易時，法律給予目標公司的異議股東，有股份收買請求權⁹¹。這樣的作法雖然也有學者質疑其合法性，但實務

⁸⁹ See Article 158 of Corporation Law. See also Hiroki Kodate & Risa Fukuda, Chapter 27, Japan, in THE MERGERS & ACQUISITIONS REVIEW 257-58 (Simon Robison ed., 2011).

⁹⁰ See Yoshioka, *supra* note 66, at 468.

⁹¹ *Id.*

上案例，卻時有所見⁹²。顯現日本的商業環境，對現金逐出合併的須求也越來越明顯。

二〇〇三年修正的產業活力再生法可以說正式開啟實驗性的現金逐出合併，主要的目的在救援瀕臨倒閉的公司。進行現金逐出合併的公司，須先取得政府的許可，是否許可則取決於計畫可行性的評估。計畫必須具備三個要素，第一，必須確保能增加獲利；第二，必須不損害目標公司受僱人的利益；第三，必須確保合併後公司保留最少20%的交易價值與合併當時目標公司的合作伙伴。計畫一經核準，公司可以進行現金逐出合併，並享有租稅優惠，及從日本開發銀行取得財務支援。在公司內部，現金逐出合併，必須經股東會的絕對多數同意（也就是正式合併）。如果母公司已經持有三分之二以上被控制公司的股份，則不須要取得被控制公司股東的同意（簡易合併）⁹³。

二〇〇七年施行的新公司法，正式讓收購公司可以現金為合併對價，逐出目標公司的股東，至此，現金逐出合併在日本取得全面開放的地位⁹⁴。

(四) 韓國

在韓國，根據現行商法，是否允許現金逐出合併，長久以來一直有爭論。雖然韓國商法第235條第4項規定，如果收購方在合併時，承諾支付目標公司的股東現金時，應在合併契約中載有支付現金的條款。根據該條規定，韓國學者有認為收購公司可以現金而非

⁹² *Id.* at 469.

⁹³ *Id.* at 471.

⁹⁴ 新公司法原在2006年5月1日生效，但嗣又遲延一年，在2007年5月1日起正式施行，主要為使外國公司得以有充分時間準備，俾得併購其在日本的子公司。See Kodate & Fukuda, *supra* note 89, at 259.

收購公司的股份，作為合併對價。但是，多數的韓國學者及律師，就該條解釋，較為狹隘。認為韓國商法並未直接論及現金逐出合併的可能性，僅係允許現金作為對價的選項，或者作為收購公司股份外附帶的對價。只有在為了讓目標公司的股價和收購公司股價間，換股比例更順暢時，才可以使用。至於如同在美國法所採最主要的驅逐方法——簡易合併，在韓國則不能採用。雖然，公司可以很容易的合併其持股90%以上的子公司，而無須股東會的同意，但不能夠使用現金驅逐少數股東⁹⁵。

在二〇〇八年，韓國政府提出改革方案，修正韓國商法。根據草案，可能採行兩種不同型態的驅逐措施。第一，採用相同於美國的正式合併的現金逐出合併。根據該條款，收購公司及目標公司可以簽訂契約同意合併，約定目標公司股東給予現金或收購公司股份以外的財產。第二，所謂的絕對多數型的驅逐措施，例如持有公司已發行股份95%以上的支配股東（*dominant shareholder*），可以要求少數股東出售其剩餘持股，以便達成商業目標。在計算95%的門檻時，支配股東包括該股東所控制的其他公司的持股。雖然草案要求進行驅逐交易時，必須經股東會同意，支配股東必須向股東會說明驅逐的目的及其他相關細節，但是只要控制者已經持有95%以上，股東會的同意無非形式。如果支配股東和少數股東無法就公平補償達成協議，法院可以適用異議股東收買請求權的規定，核定請求收買股份的公平價值。另外，允許少數股東可以強制支配股東收買其股份，作為主要股東驅逐權利的對應，如果公司的主要股東持有95%以上股份時，少數股東可以要求公司以現金買下其持股。這

⁹⁵ See Hyeok-Joon Rho, *New Squeeze-Out Devices as a Part of Corporate Law Reform in Korea: What Type of Device is Required for a Developing Economy?*, 29 B. U. INT'L REV. 41, 67 (2011).

樣的規定，似乎是根據英國二〇〇六年的公司法的規定而來⁹⁶。

(五)我 國

相較於美國法經過長期的立法及司法的發展，日本及韓國學界及實務界對現金逐出合併合法化的爭辯，我國法對現金逐出合併的採用，幾乎是突然的，令人措手不及。依公司法的規定，合併的對價必須為合併後新設或存續公司的股份，只有在合併產生畸零股時，才可以給付現金，因此，現金合併幾乎不可能。雖然，理論上可以透過收購目標公司的資產後將目標公司解散，分配現金與目標公司股東（包括目標公司的控制股東），但是，目標公司解散，分配現金，控制股東必須就資本利得（出售金額減除取得本）繳納所得稅，對於大股東不利，因此實務上未見有採行者。二〇〇二年企業併購法制定，正式引進現金合併⁹⁷，雖然立法理由說明，係為提供較多的合併對價選擇，未提及是否可以作為逐出少數股東，但是，該法制定後，第一件的現金合併案，即在逐出少數股東⁹⁸，至於如何保護少數股東，立法時，似乎完全未考慮⁹⁹，僅以股份收買

⁹⁶ *Id.* at 69-70.

⁹⁷ 企業併購法於2002年2月制定施行，嗣於2004年5月修正部分條文。

⁹⁸ 台灣慧智股份有限公司原為上櫃公司，其持股27%的大股東和信集團，於2002年12月31日設立一資本額僅100萬元的新公司——致達資訊科技有限公司，致達資訊旋即於2003年2月27日申報公開收購台灣慧智，收購價格為每股14.5元，而台灣慧智2002年12月31日的帳面淨值為每股14.27元。截至2003年2月26日，前30個交易日的平均收盤價為12.19元。3月21日收購完成後，致達資訊連同和信集團共持有台灣慧智約47%的股份，致達隨即與台灣慧智在4月4日進行現金合併，致達資訊為存續公司，台灣慧智為消滅公司。合併對價為每股13.5元至14.5元，視台灣慧智的資產淨值而定。

⁹⁹ 劉連煜教授在其最新版的公司法教科書，對於現金逐出合併曾評論：「（在東森媒體科技案）法院懇切道出，現金逐出合併之方式，小股東並無選擇之權。其雖有利於併購者併購計畫之順遂進行，但卻可能是犧牲小股東之意願

請求權作為少數股東請求核定公平價值的救濟方法。

四、交易的型態

現金逐出合併可以是由外來的第三人，取得公司控制權後，逐出少數股東的策略；也可能是公司控制股東，為取得全部股權，驅逐少數股東的方法。前者，除非外來者與公司原控制股東勾結，否則往往屬於常規的交易，對於少數股東的威脅較小，後者往往涉及利益衝突交易，對於少數股東，即構成相當的風險。前者可以稱作：「控制移轉型」（control-transferred type）；後者可以稱作：「控制維持型」（control-maintained type）。根據實證研究，美國從一九八四年到一九九四年的調查，最常見的情形是公開的公司的控制股東，尋求驅逐少數股東的控制維持型驅逐。然而，也有相當多的案件是第三人，以現金逐出作為第二階段，收購公司的控制權移轉型¹⁰⁰。

一般而言，控制維持型的逐出合併，對於少數股東的權益是較控制移轉型，更有威脅。在控制維持型的逐出交易，既存的控制者和少數股東的利益是直接衝突的，但在控制移轉型，被收購公司的控制股東與少數股東，兩者的利害很可能是一致的。更甚者，在控制維持型的交易，要確認公平的補償，非常困難。但是，在控制移轉的情形，收購者所提出收購控制權集團的價格，將可作為股價的公平指標。

所換得，誰曰此制百利而無一害呢？」參見劉連煜，現代公司法，頁145，2012年9月，增訂8版。

¹⁰⁰ See Rho, *supra* note 95, at 60.

肆、股份收買請求權的適用

美國法基本上有三種不同的措施，得以控制控制股東不當的驅逐少數股東的交易。第一，強制揭露交易內容；第二，得由法院進行嚴格的司法審查；第三，賦予少數股東股份收買請求權¹⁰¹。強制揭露見諸於聯邦證管會的Rule13e-3，由於Rule13e-3規定：私有化交易（go private transaction）時，公司有揭露相關資訊的義務¹⁰²。因此，控制股東在進行驅逐合併時，應提供少數股東有關交易的資訊，例如，交易目的、採用驅逐合併較其他可能的方式，更符合該目的的理由等等，俾少數股東可以判斷現金合併對其是否最佳，而價格是否公平。因此，控制股東必須同時揭露公司最近的財務狀況、目前及歷史股價，加具交易的公平性意見（fairness opinion）¹⁰³。當然，強制揭露對於持股不多的少數股東，是否具有實際意義，不無可疑¹⁰⁴。其次，法院對於透過法定合併（statutory merger）逐出少數股東的交易，課予現金逐出合併應具完全公平的標準（entire fairness standard），也就是交易的程序及交易價格，對少數股東，都必須公平的。（fair dealing and fair price）¹⁰⁵。但是對於透過公開收購及簡易合併的兩階段逐出，則採取較寬鬆的法則，只要公開收購屬於所謂的「非強制性」

¹⁰¹ See George S. Geis, *Internal Poison Pills*, 84 N. Y. U. L. REV. 1169, 1180 (2009).

¹⁰² See Randal J. Brotherhood, *Rule 13e-3 and the Going Private Dilemma: The SEC's Quest for a Substantive Fairness Doctrine*, 58 WASH. U. L. Q. 883, 904 (1980).

¹⁰³ See Guhan Subramanian, *Fixing Freezeouts*, 115 YALE L.J. 2, 10 (2005).

¹⁰⁴ See Geis, *supra* note 101, at 1180-81.

¹⁰⁵ Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d. 701, 711 (Del. 1983).

(noncoercive)，控制股東對少數股東即無違反忠實義務可言¹⁰⁶。最後，被逐出的少數股東不同意收購價格者，可以請求法院就其股份，核定公平價值。

在我國，對於現金逐出合併並無類似強制揭露的規範¹⁰⁷，只有在公開收購時，要求公開收購人應提出公開收購說明書，對被收購公司有重大經營計畫或變動，或對股東權益有重大影響者，應予揭露¹⁰⁸。而在司法審查方面，我國法上，控制股東對於少數股東並不負忠實義務，另外，企業併購法本質上即不認為合併對於公司利益有何損害¹⁰⁹，少數股東要證明交易不公，必然困難。因此，股份收買請求權在現行法上，事實上成為少數股東保護其權益最常見的措施。

股份收買請求權源自公司多數股東與少數股東間衝突的解決¹¹⁰。在早年，對公司有基礎性變更的交易，應該取得全體股東一致的同意，也就是說，個別股東對於公司重大事項都有否決權。這樣的規定，讓少數股東可以輕易「封殺」對於公司有利的變

¹⁰⁶ See Geis, *supra* note 101, at 1180-81.

¹⁰⁷ 參見張心悌，逐出少數股東——以資訊揭露義務與受託人義務為中心之美國法比較，政大法學評論，123期，頁284，2011年10月。

¹⁰⁸ 證券交易法第43條之4第2項，公開收購說明書應行記載事項準則第12條。另參見同前註，頁284-285。

¹⁰⁹ 企業併購法第18條第5項規定：「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。」對此種排除公司法利益衝突迴避規定，企業併購法的立法理由認為：「鑒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，……」參見立法院公報，同註9，頁0497。

¹¹⁰ See Robert B. Thompson, *The Case for Iterative Statutory Reform: Appraisal and the Model Business Corporation Act*, 74 LAW & CONTEMP. PROBS. 253, 254 (2011).

更¹¹¹。因此，以多數決取代一致決，就成為現代公司法的基本規範。為了換取少數股東放棄一致決，公司法給予少數股東股份收買請求權，以換取少數股東放棄對公司基礎性變更的否決權¹¹²。少數股東喪失否決權的同時，也可能因此陷入與其原來預期完全不同的投資，甚至喪失其投資的流動性。特別在合併的情形，合併後消滅公司的股東取得合併後存續或新設公司的股份，消滅公司的股東成為合併後存續或新設公司的股東，少數股東既無力（或不應）阻止合併，又不願接受其投資從消滅公司移轉至存續或新設公司，公司法遂給予其退場的機會，特別是當合併後存續或新設公司非公開公司，影響原股東投資的流動性時，更顯重要。

在現金合併，如果合併雙方為獨立的公司，交易的對價為雙方公司的負責人，本於為自己公司或其全體股東的最大利益，為常規（at arm's length）的協商，消滅公司的股東，等同以雙方協商的價格，出售其持股，也無流動性的問題，自無請求收買其股份的必要。因此，企業併購法第22條的立法理由，所謂可藉由公司法異議股東股份收買請求權的規定，保障消滅公司股東的投資權益云云，即無意義。因此，股份收買請求權，只有在控制股東以現金逐出少數股東的合併時，才有意義。更精確的說，在企業併購法的現金合併情形，少數股東請求法院核定其股份的公平價值的請求權，避免

¹¹¹ 如果交易必須取得全體股東一致的同意，儘管交易實際上對公司整體有利，少數股東也有誘因，威脅封殺該交易，因為交易成功，固然對少數股東也有利，但對多數股東更有利，如果交易失敗，固然對少數股東不利，但是對多數股東更不利，所以少數股東可以封殺交易，「勒索」多數股東，取得較多的利益，如果多數股東不接受「勒索」，有效率的交易，就會減少。

¹¹² See Barry M. Wertheimer, *The Purpose of the shareholders' Appraisal Remedy*, 65 TENN. L. REV. 661, 662 (1998); William J. Carney, *Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purpose*, 1980 AM. B. FOUND. RES. J. 69, 70 (1980).

其股份遭受控制股東以不公平價格強制收購，侵害其權益，才具意義¹¹³。

當然，控制控制股東利用現金逐出合併，以低價強制收購少數股東股份，可以透過強制揭露，要求控制股東在逐出少數股東或私有化交易時，揭露相關資訊¹¹⁴；或透過程序保護或司法的實質審查，由法院審酌交易對少數股東是否公平¹¹⁵；或者，如同合併的異議股東得請求以公平價格收買股份般，給予被以現金合併逐出的少數股東，得請求法院核定為合併對價是否公平價格。

在現金逐出合併，適用股份收買請求權，是否為保護少數股東不受控制權股東侵害的最佳工具，或屬見仁見智。有認為收買請求權的行使，程序過於繁雜，訴訟時間過於冗長，並非有效的控制措施¹¹⁶。然而，相對於其他的救濟措施，例如，由少數股東提起代位訴訟，顯然成本更高¹¹⁷。如果，核定公平價格得當，對於控制股東的投機行為（*opportunism*）有事前的嚇阻功能¹¹⁸，當控制股東知悉法院可能核定的公平價格遠高於其預期時，則有助於減少控

¹¹³ See Paul G. Mahony & Mark Weinstein, *The Appraisal Remedy and Merger Premiums*, 1 AM. LAW & ECON. REV. 239, 241 (1999).

¹¹⁴ See ALLEN, KRAAKMAN & SUBRAMANIAN, *supra* note 16, at 521-22. 另參見張心悌，同註107，頁290-292。

¹¹⁵ See ALLEN, KRAAKMAN & SUBRAMANIAN, *supra* note 16, at 511-22; see also Subramanian, *supra* note 103, at 69-70.

¹¹⁶ See Geis, *supra* note 101, at 1173. 該文列舉幾種傳統上，用以控制控制股東驅逐少數股東的方法。諸如：強制揭露、設立特殊委會（用來代表目標公司與收購公司進行協議）、由法院審查有無盡忠實義務、利用收買請求權核定被收購股份的公平價值。作者另提出所謂的內部毒藥丸（*internal poison pill*）。

¹¹⁷ See ALLEN, KRAAKMAN & SUBRAMANIAN, *supra* note 16, at 487.

¹¹⁸ See Robert B. Thompson, *Exit, Liquidity and Majority Rule: Appraisal Role in Corporate Law*, 84 GEO. L.J. 1, 4 (1995).

制股東進行無效率的交易¹¹⁹，更可增加全體股東的利益¹²⁰。因此，股份收買請求權在現代越來越多的現金逐出合併時，也越發顯得重要¹²¹。總而言之，雖然收買請求權制度並非因逐出合併等類似的利益衝突交易而制定，但是不可否認的¹²²，收買請求權得以控制類似現金逐出合併的衝突交易，也是該制度所以繼續存在的重要原因¹²³。

伍、公平價格的核定

一、概 說

企業併購法就現金逐出合併，援用公司法給予異議股東，股份收買請求權的規定，給予被逐出的少數股東股份收買請求權。但是，事實上，在現金合併，少數股東根本無法拒絕被逐出，僅能就控制股東片面決定的收買價格，請求由法院重新核定該價格是否「公平」，或者公平價格應該為何而已。因此，公平價格的核定，為保護少數股東權益的核心。如果法院核定價格不當的過低，非但侵害少數股東的權益，無效率的交易數量也必然大增，整體社會成本因此增加。但是，如果核定價格過高，控制股東因要付出過高的

¹¹⁹ See Bayless Manning, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 YALE L.J. 223, 234 (1962).

¹²⁰ See FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHER, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 145 (1991).

¹²¹ See Joshua M. Koenig, *A Brief Roadmap to Going Private*, 2004 COLUM. BUS. L. REV. 505, 506 (2004).

¹²² See Mary Siegel, *Back to the Future, Appraisal Rights in the Twenty-First Century*, 32 HARV. J. ON LEGIS. 79, 92-93 (1995).

¹²³ See EASTERBROOK & FISCHER, *supra* note 120, at 145. See also Thompson, *supra* note 118, at 4.

收買價金，則影響其進行有效率或增加價值交易的誘因。因此，公平價格的核定，必須要能保護少數股東，不因合併而使得其原有的利益受損；同時也要考慮，控制股東不因此放棄有效率的交易¹²⁴，也就是所謂的帕雷多最適標準（Pareto superior; Pareto optimal）¹²⁵。

不過，公平價格的核定，並非純粹的數字計算，除涉及企業評價方法的選擇外，更受法律價值判斷及規範思惟的影響。因此，何種價值成分（elements）應該列入公平價格的計算內，何種的價值成分不應包括在內，在在影響公平價格的核定。以下將就主要的核定公平價值方法及價值成分，逐一說明。

二、「當時」公平價格的意義

企業併購法第12條第1項規定，公司於進行併購時，異議股東（在正式合併時，包括存續公司及消滅公司股東；在簡易合併時，為子公司股東），得請求公司按「當時公平價格」，收買其持有的股份。然而，所謂「當時」公平價格，究竟是何意思？頗值推敲。由於前述非訟事件法第182條的第1項及第2項規定，如請求收買的股份是上市或上櫃公司股票，則法院得斟酌「聲請當時」當地證券實際交易價格。法院實務上，多以「特定時點」的價格為依據，認定為「當時公平價格」，例如在上市股票，多認為「當時公平價

¹²⁴ 核定價格過高，對於存續股東不公，核定價格過低，對於被逐出股東不公。
See John C. Coates, "Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discount in Conflict Transaction, 147 U. PENN. L. REV. 1251, 1253 (1999).

¹²⁵ 所謂的帕雷多最適，原是指資源的配置已經達到經濟效率，無論再如何重新配置，都無法使某些經濟個體獲致更高的利益，而又不致損及其他個體的利益。參見張清溪、許嘉棟、劉鶯釧、吳聰敏，*經濟學：理論與實際*，上冊，頁206-206，1991年8月，2版。核定公平價格，在使逐出交易時，控制股東可以獲致更高利益，但不致增加少數股東的成本。

格」，「係指股東會決議日，該股份之市場價格而言」¹²⁶；或者，認為依非訟事件法明文，應以「聲請時」當日的股票收盤價¹²⁷，為所謂的「當時」公平價格。這樣的解釋，顯然不當。按上市、櫃公司股票市場價格，往往受市場因素影響，或隨大盤起伏，每日可能不一，即使股東會決議日當天，也可能有許多價格¹²⁸，特定時點的交易價格，何以確係股份的「公平價格」，難以理解¹²⁹。以致於也有判決採用股東會決議日當天的「最高價格加上最低價格的平均價」，作為所謂的公平價格¹³⁰。無非避免特定時點的極端價格，無法反映真正公平價格。

¹²⁶ 最高法院71年度臺抗字第212號民事裁定。沿襲最高法院該裁定，多數下級法院也都做相同的認定。例如，臺灣高等法院91年度抗字第3795號民事裁定、91年度抗字第5137號民事裁定，認為以股東會決議日的收盤價為公平價格；臺灣高等法院92年度抗字第1980號民事裁定，則認為應以股東會決議日當天的「最高價格加上最低價格的平均價」。但是，也有認為非訟事件法相關規定，既然明文為「聲請時」當地證券交易所實際成交價格，而前開最高法院裁定又非判例，自不受拘束，認為應該按聲請時的市場價格，而非股東會決議日的市場價格，核定公平價格。

¹²⁷ 臺灣高等法院91年度抗字第2560號民事裁定。

¹²⁸ 茲以華宇電腦案（臺北地方法院97年度司字第179號民事裁定，臺灣高等法院97年度抗字第281號民事裁定）為例說明，華宇電腦於2007年9月20日透過臺灣證券交易所公布重大訊息，將以營業讓與方式，出售筆記型電腦及伺服器相關營業及資產。訊息公告次日，2007年9月21日開盤後，股價由開盤9元下跌至7.86元，其後繼續下跌，2007年11月12日股東會決議日收盤價格為7.03元，截至2008年2月14日，異議股東聲請法院核定價格時，該股收盤價為4.35元，最後法院依股東會決議日收盤價7.03元核定為公平價格。

¹²⁹ 當然，採用股東會決議日作為決定價格日的裁定，猜測（裁定理由並未說明何以股東會決議日的交易價格係公平價格）法院係認為合併契約，必須經股東會決議，方生效力。理論上，未經股東會決議前，是否合併成立，尚在未定，故以股東會決議日為準，似乎也言之成理。不過這樣的想法過於形式化，沒有意義。與股份的公平價格，更屬無關。

¹³⁰ 同註126，臺灣高等法院92年度抗字第1980號民事裁定。

事實上，公司法規定，異議股東得請求公司「按當時公平價格」，收買其股份，無非以異議股東所以反對合併，主要認為合併對其投資無益，甚或有害，其既然不願承擔該不利益，故選擇退出其投資，既然選擇退出，公司應按不受合併交易影響的價值，返還其投資¹³¹，也就理所當然。因此，所謂「當時公平價格」，係指股份不受合併交易的影響，所具有的價格。換句話說，即係該股份在宛如合併交易未發生時，所應有的價值，而非特定時日的股份價格。法院實務，除上市、櫃股票，受前述非訟事件法規定的影響，慣以特定時日的股票公開市場交易價格為公平價格外，非上市、櫃股票雖非以董事會（簡易合併的情形）決議日為價格核定基準日，但也多有以特定時日，作為核定公平價格的「基準日」者¹³²，顯然誤解。

三、公平價格的意義

收買價格是否公平，當然應視收買價格與股份的公平價值（fair value）是否相當¹³³。股份的公平價值，也就是股份在企業的

¹³¹ See EASTERBROOK & FISCHER, *supra* note 120, at 139. (核定收買請求權，應使股東取得渠等所放棄的等值，但不應分享變更控制的增益。)

¹³² 例如，臺灣臺北地方法院95年度司字第871號民事裁定（美商卡萊爾集團收購東森媒體公司案），法院以：「本件鑑定人所鑑定系爭股票基準日雖係依循原獨立專家出具報告所載股票交易基準日（即95年7月15日），並非前述舊東森公司董事會決議日，惟依鑑定人陳昭里證稱：『95年8月2日開董事會，先前會做一些準備工作，鑑定標的股票價格基準日95年7月15日距董事會召開期間，尚屬正常，故不影響系爭股票價值』、『這段期間據我所知並未發生影響系爭股票事件』等語（見本院上開訊問筆錄），復為兩造所不爭執，是本件鑑定人所鑑定之原獨立專家出具價值分析報告，雖係以95年7月15日為交易基準日，亦不影響將該交易基準日之股票價格作為舊東森公司董事會決議合併日為系爭股票公平價格之基準日，應先敘明。」

¹³³ See Joseph Evan Calio, *New Appraisal of Old Problems: Reflection of the Dela-*

比例價值，評定企業的價值，可以企業收益為基礎，可以企業資產為基礎，或市場價值為基礎¹³⁴，企業併購法或法院實務，並未規定以特定基礎作為公平價格的計算基礎。美國德拉瓦州法院最早在一九五〇年的Tri-Continental Corp. v. Battye一案¹³⁵，開始觸及估價的問題。在該案中，母公司尋求以現金合併子公司，以便將子公司的少數股東逐出。法院在核定異議的少數股東股份的公平價值時，認為應該依「永續經營價值」（going concern value），而非以公司的「清算價值」（liquidation value）來估價。德拉瓦州最高法院判決：「當股東行使收買請求權時，有權要求公司支付從該股東所取走的，也就是按該股東在永續經營的公司中所持有比例的利益。」法院認為在驅逐合併時，異議股東被迫放棄其在一家「永續經營」的企業的利益，該利益是永續存在，而非準備要清算的。因此，永續經營價值較諸清算價值，概念上更符合收買請求權的目的。至此，其後的案件往往將此觀念稱做「永續經營價值」，也有判決稱做「真正的」（true）或「固有的」（intrinsic）的價值¹³⁶。

四、核定公平價值的方法

公平價值的觀念以公司的永續經營價值為基礎，則應該採用何種的估價方法來核計？公司法及企業併購法就法院應該如何核定股份的公平價格，並無具體規定。經濟部曾於二〇〇三年就企業併購

ware Appraisal Proceeding, 32 AM. BUS. L.J. 1, 13 (1994).

¹³⁴ 參見財團法人會計研究發展基金會發布：評價準則公報第四號，評價流程準則第15條。

¹³⁵ 74 A.2d 71, 72 (Del. 1950).

¹³⁶ See Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, *Rationalizing Appraisal Standards in Compulsory Buyout*, 50 B. C. L. REV. 1021, 1026 (2009).

法第12條發布解釋¹³⁷，以「商業會計法第五十七條規定，商業在合併或轉讓時，其資產之計價；以時價、帳面價值或實際成交價格為準。又同法第四十二條第三項規定，所稱時價者，係指當時當地之市價而言。又依國際會計準則所謂之『公平價格』有下列三種情形，請參考。(一)市場上客觀之成交價；(二)同類或類似產業股票之參考價；(三)買賣雙方協議並載明於合約之價格。」市場上客觀的成交價及買賣雙方協議的價格，都是指交易雙方，基於常規的（at arm's length）的協議，理論上，雙方負責人（董事會及高階經理人）會以公司或其全體股東的最大利益，協議交易價格，對於股東當無不公平之虞。然而，現金逐出合併，交易雙方往往具有母子公司關係，或者控制股東兼具交易雙方或係對方的控制者，這樣的利害衝突交易，自難期有真正的協議價格，或市場客觀價格。

另外，由於非訟事件法第182條的第1項及第2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，得選任檢察人就公司財務實況，命為鑑定。前項如為上櫃或上市股票，法院得斟酌聲請當地證券交易實際成交價格核定之。」因此，我國法院實務上，就上櫃或上市公司的股份，通常以集中交易市場的價格，作為所謂的公平價格¹³⁸。就未上櫃或未上市股票，如何核定公平價格，因無集中交易場所的交易價格，可為依據，法院判決相當歧異。除了採用前述經濟部解釋所提及的，參考同類或類似產業的股票市價外¹³⁹，有直接以公司淨值為股份公平價值者¹⁴⁰，而較多判決則顯

¹³⁷ 經濟部92年7月29日經商字第09202148190號函。

¹³⁸ 這樣的見解係出自最高法院71年度臺抗字第212號裁定，認為應以股東會決議日的市場價格為公平價格，嗣為許多下級法院奉為圭臬。這樣的作法，在現金逐出合併，顯然不當，詳如後述。

¹³⁹ 主要以同類或類似產業的上市、櫃公司的本益比（price/earning ratio），乘上

示，法院傾向採用多種股價評價方法，計算其價格後，再加權平均或簡單平均，作為公平價值¹⁴¹；也有就收益面，即以未來盈餘流量，以資本化率折現，即所謂的盈餘資本化法¹⁴²。

前述美國德拉瓦州法院一九五〇年的Tri-Continental Corp. v. Battye案¹⁴³，認為評估少數股東股份的真正或固有價值時，應該考慮所有相關的因素，包括資產價值、盈餘價值、市場價值、股利，及企業的本質等。此後，德拉瓦州法院開始採取所謂的區塊法（block method），強調以三種要素來評估公司的價值，即資產價值（asset value）、盈餘價值（earning value）及市場價值（market value）。而法院可以自由決定任一價值的權重，然後加權平均為公司股份價值，並因此決定異議股東股份的價值。例如，當公司的

目標公司的每股盈餘；或以同類或類似產業的上市、櫃公司的淨值與市價比，乘上目標公司的淨值。

¹⁴⁰ 參見劉連煜，同註99，頁141。

¹⁴¹ 例如板橋地方法院92年司字第36號民事裁定，中華開發工銀請求四維企業收買股份一案，開發工銀主張應以每股每股47.5元作為收買價格，至少亦應為該公司淨值，每股22.73元計算；四維企業則認為價格應係特別股每股6元，普通股每股4元。最後法院採用聲請人所舉專家意見，先根據四維企業在股東會決議日自行結算的財務報表，計算出該公司普通股每股淨值約25.42元。再以同業地球工業與炎洲兩家公司的淨值與市價比的平均值1.16倍，算出四維企業普通股每股價值約為29.49元。再以同業地球工業及炎洲公司的本益比平均10.11倍，計算普通股每股價值約為13.65元。最後平均上述3種方法所得，彙總平均算出每股22.85元。另臺北地院90年度司字第245號民事裁定，在大眾銀行合併大眾票券案，法院根據台北市會計師公會鑑定，以各種評價方式的平均值，為「全部加權平均收購價格」，認為「尚稱公平」「亦無違背會計原理」。

¹⁴² 例如，板橋地方法院87年度司字第124號民事裁定：「因此，以股票評價理論中之盈餘資本化法來評估相對人公司於前開股東會決議合併之日時之當時股票之公平價格，應較為公允。」

¹⁴³ 74 A.2d 71, 72 (Del. 1950).

股份非上市交易時，法院可以減輕市場價值的權重¹⁴⁴。

一九八三年，德拉瓦州最高法院在Weinberger案，揚棄以區塊法作為核定公平價格的唯一方法。法院在該案中，稱區塊法為過時的、預測的及機械的（outmoded, structured and mechanistic）¹⁴⁵。認為評估異議股東股份的公平價值，可以是「任何財務界所公認的可接受的技術或方法」。這樣的見解，為其後的判決所遵循。此後，德拉瓦州法院採用現金流量折現法（discounted cash flow, DCF）作為評估股份的最重要方法。該法認為公司的價值，應以可預期的未來現金流量的折現值來決定。現金流量折現法被德拉瓦州法院譽為「主要的估價方法」及「理論上，任何情形，評估經濟資產，最好的單一技術。」德拉瓦州地方法院說明：「現金流量折現法包括三項基本要素：公司目前及未來一段時間內，會產生的淨現金流量；截至所預期的期間，和未來價值相當的期末及剩餘價值，以及，資金成本折扣預期的淨現金流量及估計的期末及剩餘價值」¹⁴⁶。

採用現金流量折現分析，雖然可能是Weinberger案後，最重要及最經常使用的方法，但並非是唯一的方法。德拉瓦州法院繼續使用許多不同的估價技術，依照事實及特殊案件的情形，包括德拉瓦區塊法，或者根據和其他同類公司的比較（比較公司法comparable company approach）¹⁴⁷，根據盈餘及帳面價值估價，及根據綜合這些技術的估價。實際上，法院在核定公平價值時，多僅能就當事人所提供的事實資料作為基礎，再依雙方當事人所提供的專家證言等

¹⁴⁴ See Khutorsky, *supra* note 58, at 144.

¹⁴⁵ Weinberger v. UOP, Inc., 426 A.2d 701, 712-13 (Del. 1983).

¹⁴⁶ See Wertheimer, *supra* note 67, at 627-28.

¹⁴⁷ 也就是前述經濟部函所稱，參考同類或類似產業股票的價格來決定目標公司的價格。

做判斷。因此，法院所採用的估價技術，往往是受雙方當事人的證據方法影響。如果雙方當事人提供採用現金流量折現法，所計算的財務資料，法院的裁定，當然也傾向於使用現金流量折現法來分析價格的正確性，如果當事人均同意採用淨現值法，法院通常不至於拒絕採用¹⁴⁸。

我國法院實務上，除前述板橋法院在幾個案件，採取與現金流量折現法頗為相似的盈餘資本化法外¹⁴⁹，尤其是，在近年來，最受矚目的美商卡萊爾集團收購東森媒體公司乙案¹⁵⁰，臺北地方法院在第二審抗告時，即採用現金流量折現法，核定東森媒體的少數股東股份的公平價值¹⁵¹。法院在裁定中說明：「次按公司法所定

¹⁴⁸ See Wertheimer, *supra* note 67, at 629. 現金流量折現分析與區塊法的盈餘價值在計算上有所不同，區塊法的盈餘計算是依據歷史的盈餘資料，而現金流量折現則根據相關資料，推算未來的盈餘。

¹⁴⁹ 兩種方法皆以企業的收益為基礎。

¹⁵⁰ 臺北地方法院96年度抗字第170號民事裁定、96年度抗字第191號民事裁定。

¹⁵¹ 第一審法院並未採用現金流量折現法，而係以收購公司另向被收購公司的大股東的收購價格為公平價格。法院認為：「按公司進行企業併購法第19條簡易合併時，其子公司股東於決議合併之董事會依第19條第2項公告及通知所定期限內以書面向子公司表示異議者，得請求公司按當時公平價格，收買其持有股份，並準用公司法第187條及第188條之規定，企業併購法第12條第1項第3款及第2項定有明文。其中所謂『當時公平價格』為何，固然學說及實務上有多種評價之主張及見解，非訟事件法第182條第1項亦規定法院於必要時，得選任檢查人就公司財務實況，命為鑑定；惟如在客觀上，已有其他證據得足資判斷，本諸公司合併朝簡化及明確化之目標，並兼顧異議股東之保護，在審酌當時公平價格時，非不得以該客觀上之證據判斷之，例如於非上市公司，雖無市場交易價格得資參酌，然如享有公司控制權之大部分股東於決議合併前已將持有股票以特定價格出售，基於公平原則，亦非不得以該價格為決定決議合併時公平價格之參考依據。」尤其是，本案被收購公司的東森媒體公司原係公開發行股票公司，嗣又撤銷公開發行。因此，法院以：「任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，

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，非訟事件法第182條第1項亦有規定。又企業併購法第12條第1項所謂『按當時公平價格，收買其持有之股份』，如係上市股票，依非訟事件法第89條第2項規定，法院固得斟酌當地證券交易所實際成交價格核定之，惟抗告人所持有之系爭股票均係未上市、上櫃之股票，並無客觀、普遍性之公開交易市場價格，本院為審酌系爭股票於舊東森公司董事會決議日（即95年8月2日）之公平價格，依職權委請臺北市會計師公會指派之陳昭里會計師鑑定結果略以：（一）依抗告人（即）提供之財務報表等資料，評估抗告人所採用專家出具之價值分析報告進行鑑定，除基於可供使用方法之判

除符合一定條件者外，應採公開收購方式為之，證券交易法第43條之1第3項亦定有明文，此即為公開發行股票公司強制公開收購之規定，其目的在於確保全體股東均有公平出售股票的權利，並能分享控制股份之溢價利益，同時讓股東在公司經營權發生變動時，得選擇退出公司，因此如原為公開發行股票公司，嗣撤銷公開發行，再購買該公司大部分股票，取得經營權，復進行合併者，本諸誠實信用原則及公平原則，並參酌上開立法目的，亦應得以該價格為決定合併時收買異議股東股票之公平價格，如此始能發揮股份收買請求權監控大股東不法行為之功能，周全保護少數小股東。」「前東森媒體公司原係為公開發行股票公司，受證券交易法之規範，惟其於95年3月間聲請撤銷公開發行，盛澤公司於95年7月間大量購買該公司股票，如前所述，盛澤公司大量購買該公司股票，必經其審慎評估，而買方與賣方必經一段時間之磋商，以兩者時間緊接之點觀之，部分聲請人主張該公司撤銷股票之公開發行，在規避證券交易法之規定等語，應堪採信。又如前所述，證券交易法第43條之1第3項規定之目的在於確保全體股東均有公平出售股票的權利，並能分享控制股份之溢價利益，同時讓股東在公司經營權發生變動時，得選擇退出公司，因此，本諸誠實信用原則，前東森媒體公司聲請撤銷公開發行以規避上揭規定之適用，自應責令概括承受其權利義務之相對人，以同樣之價格向異議股東購買渠等之股份，始符合公平原則，俾以保護若是小股東。」參見臺北地方法院95年度司字第894號民事裁定。

斷差異而對價值有所調整外，認為抗告人委請獨立專家安侯國際財務顧問股份有限公司出具之價值分析報告，作為評估股權權益的公平價值，應屬適當；(二)抗告人所執價值分析報告係採用自由現金流量作為估計折現現金流量之依據，而自由現金流量係由基礎期之現金流量與永續經營期之現金流量之總和估計而得，經考量抗告人公司已存在之所得稅利益而調整增加基礎期自由現金流量47百萬元，認為採用隨機漫步模式預估，亦即以101年之預估自由現金流量作為永續價值之依據較為合理，調整原專家報告所採用98年至101年之自由現金流量平均值方式；另關於永續成長率的估計，應不低於物價上漲率百分之二較為合理，調整原專家報告所採用之百分之一。因而調整增加折現前自由現金流量7,340百萬元，由原57,057百萬元調整至64,397百萬元，折現後自由現金流量由32,826百萬元調整至36,609百萬元，進一步調整計息負債、多餘資產及市場性折價後，股權價值為25,797百萬元，每股價值由25.61元調整至29.01元，合理價格區間則由24.4至26.8元調整為27.56至30.46元；(三)再經鑑定人最後整體評估結果，抗告人公司股東權益之公平價格在27.56元至30.46元之間，惟考量抗告人公司業務特性，取得特許執照之不易及評估基準日前3個月舊東森公司每月平均股票成交價格變動區間於11.52%至13.02%等因素，在上述每股合理價格區間中，認為東森公司之每股公平價值趨近於30.46元，若以30元作為每股價格之公平市價應屬合理。以上各情，業經鑑定人陳昭里到庭證述綦詳（見本院96年12月27日訊問筆錄），且有其出具之股權公平價值鑑定報告可考。……而一般實務上有多種方法評估企業價值，一般常用『收入法』、『市場法』及『資產（成本）法』，抗告人公司採用專家出具之價值分析報告，係以『收益法』為主，佐以『市場法』為結論之補充說明，因『資產法』係著眼於資產之價值，而東森公司之股東價值應貴在未來之獲利價值，故應排除『資

產法』之適用；又系爭股票在臺灣股權交易市場，並無合適可比價對象，故『市場法』亦無法作為主要評價方法。是評估抗告人公司股東權益之公平價值，鑑定人循抗告人採用專家出具之『價值分析報告』，及採用收益基礎之「折現現金流量法」，預估股東及債權人可獲得之現金流量，以加權平均資金成本折現後可得公司價值再扣除負債價值後，即為股東權益價值，不必明確預測負債餘額價值之變動，尚稱合理。又鑑定人所參考之資料，除抗告人於原審提出上開專家出具之價值分析報告外，尚包括舊東森公司92年至94年度及95年上半年經會計師查核簽證之財務報表，舊東森公司自行編製之95年7月15日至12月31日及96年至101年財務預測資訊及補充資料，與評價基準日前3個月舊東森公司股票交易明細（參見鑑定報告第3頁），上開財務報表既經會計師簽證，卷內復查無有何虛偽不實情形，即無摒棄不用之理。鑑定人採循上述鑑定方式，參考抗告人公司組織情形、營業政策及公司概况，及該公司自行編製之財物預測資訊與經會計師查核簽證之財務報表、且斟酌評價基準日前3個月之舊東森公司股票交易明細資料等資料，並說明調整原先價值分析報告之依據，對照卷內各項數據資料，要無不合，洵堪採信。相對人雖以：鑑定報告並未說明為何評估系爭股票價值所採取6.5年作為自由現金流量評估基準云云，惟鑑定人陳昭里到庭證述：『以基礎期現金流量是95年7月15日至101年12月31日，這段期間東森公司據以評估財務預測，因為該公司認為這段期間公司財務營運狀況能見度較能掌握前提，據以估計，這是符合一般對基礎期年數估計約為5至10年相符』、『評估基準日在95年7月15日，故要以95年以後現金流量折現評估，不能以92年1月1日至101年12月31日評估，基礎期現金流量是95年7月15日至101年12月31日，基期現金流量則指估算102年以後永續經營期現金流量基礎，兩者並不相同，企業價值是以基礎期現金流量及永續經營期現金流量加總合

計，此消彼長，故基礎期越長，相對而言，永續經營期現金流量就要減少，並非每家公司都能評估更長期間財務預測，故非基礎期越長，企業價值越高』等語（見本院上開訊問筆錄），是相對人空言指摘鑑定報告內容不可採云云，即無足取。」

由於即使同樣採用現金流量折現法，也可能因所納入計算的要素（elements）不同，而有差異。例如在本案，公司所舉財務專家也採用現金流量折現法，為計算金額即與法院所選任的專家的計算不同¹⁵²。法院認為：「抗告人雖以：鑑定人直接採用101年該年度之預期自由現金流量37億5,200萬元，作為基期之自由現金流量數額，不採用原分析報告所採用之98年至101年平均值35億元，未考量目前經濟狀況不佳，經營有線電視公司之營收，不可能如同原財務預測般成長，且將公司永續成長率，採用一般消費者物價指數成長率，調整為百分之二，更未斟酌抗告人並非全數持有各旗下有線電視系統業者持股，均難謂妥適云云。惟鑑定人陳昭里到庭證稱：『自由現金流量預估值調高係因原專家報告會產生102年現金流量低於101年現金流量，這對一個固定持續成長公司，在邏輯上有問題，故採用隨機漫步法，以101年為基礎，計算自由現金流量，且已考量收視費逐年調降因素，在相同假設前提下，才會符合持續成長情形』、『原報告係以東森公司現狀為憑（應係「評」字之誤）估對象，該公司應清楚對旗下各系統業者持股情形，我是依據東森公司提出之財務預測進行評估，除非東森公司故意出具不實財務預

¹⁵² 因此，第一審法院雖未採取現金流量折現法，而係直接以盛澤公司收購原主要股東的價格每股32.5元為公平價格，與第二審法院採用現金流量折現法，計算每股公平價格為30元。惟此並非即謂如果異議股東如能舉證依現金流量折現法計算，每股公平價格絕非32.5元。由於本案異議股東並未聘任財務專家，就公司相關財務資料，依照現金流量折現法提出其所認為公平價格的價格，致無法比對。

測，不然不會影響，我是根據東森公司假設前提進行驗算，尚無不符』等語（見本院上開訊問筆錄），是抗告人指摘鑑定報告結果不正確云云，即無可取。」

以自由現金流量折現分析，作為衡量公平價值的基本方法，最主要是認為資產的價值是該資產未來能產生的現金流量的折現價值¹⁵³，除了包括企業目前的資產可以產生的自由現金流量外，由於通常，企業就這些自由現金流量，並不會全數作為股息來分配，部分現金流量反而會用來再投資有利潤的項目。因此，保留盈餘的決策，等同是顯示公司未來存在著有利潤的投資機會，這些投資機會屬於公司，同時也是企業的永續經營價值的一部分。所以，企業的現值不僅是從現有資產產生的自由現金流量，更包括從保留盈餘所進行的新投資所可以賺得的自由現金流量¹⁵⁴。

從法律上看，採用現金流量折現分析最重要的意義，為在核定少數股東股份的公平價值時，應該防止控制股東藉交易，完全攫取企業的新投資機會的價值。如果在交易時，已經存在有新的投資計畫或機會，不論是否已經揭露，都應該包括在公平價值的核定內。所以正確的計算企業的價值，包括從這些機會可以得到的折現自由現金流量¹⁵⁵。換句話說，少數股東被逐出合併，所喪失的是原來的資產和再投資機會的報酬的自由現金流量的折現值。因此，只要少數股東的股份，係按照前述兩種價值的持有比例，核定其收買價格，其權益就可以受到保護，而剝削少數股東的交易，即可遏阻。

¹⁵³ 折現率則係分析折扣率的平均數（mean）及變異數（variance），也就是分析其平均報酬時，應該考慮風險程度，通常採用資本資產定價模型（capital asset pricing model）算出。

¹⁵⁴ See Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, *The Fair Value of Cornfield in Appraisal Law*, 31 J. CORP. L. 119, 137-38 (2005).

¹⁵⁵ See Hamermesh & Wachter, *supra* note 136, at 1042-43.

五、因合併而增加的綜效？

合併主要目的在使參與結合的公司，因合併而創造個別公司無法取得的價值，也就是所謂的綜效（*synergies*）或稱綜效增益（*synergistic gains*）¹⁵⁶。合併的綜效可能來自合併相同的資產，取得規模經濟；合併互補資產，取得範疇經濟；因為垂直整合，讓企業特有的資產（*firm-specific asset*）發揮更高的效益¹⁵⁷。此外，企業可能因合併改變公司的控制權或管理層而增加其價值，例如因合併，更換不適當的管理階層或改變不當的經營決策；增加管理階層的誘因；財務或資產重組，利用增加借貸，取得租稅的「補貼」¹⁵⁸；取得目標公司低估的資產，更有可能使購併方取得直接的利益¹⁵⁹。這些綜效，都是因為合併產生，如果不合併，公司的股份就不具此種價值，並非合併「當時公平價值」，而異議股東在公司合併前，即表示反對合併，並選擇退出其投資，不欲其投資受合併影響，當然也就不能主張享有因合併所得的增值¹⁶⁰。

在美國，德拉瓦州一般公司法第262節(h)規定：「法院在進行估價程序時，應決定股份的公平價值，扣除任何因為完成或預期合併所產生的價值，……。評估公平價值時，法院應考量所有相關的因素。」即明定因合併而增加的價值，再核定異議股東股份的公平價值時，不應包括在內。在我國，如前所述，企業併購法規定，異議股東得請求公司按當時公平價格收買其股份，顯然也不包括合併後的價值。

¹⁵⁶ See THOMPSON, *supra* note 1, at 8.

¹⁵⁷ *Id.* at 10.

¹⁵⁸ 由於借貸的利息可以作為費用抵扣應稅所得，因此，公司增加借貸金額，可以有降低所稅的功能，當然高度舉債也增加破產風險。

¹⁵⁹ See THOMPSON, *supra* note 1, at 11.

¹⁶⁰ See Wertheimer, *supra* note 67, at 660.

然而，在現金逐出合併，實際並非藉由合併結合兩個原來獨立的資產，發揮水平或垂直的整合，除非是管理層換購，則收購公司可能主張其因更換管理階層，公司因為有較有效率的管理，因此，合併交易後可以產生綜效，如果是管理層收購¹⁶¹，現金逐出合併亦不變更管理層。則鮮有所謂合併綜效可言。此外，現金逐出合併，少數股東並無選擇留在合併後存續公司的自由，加以合併本身並非是透過常規交易來進行少數股東被迫以控制股東所訂定的價格出售其持股。股份收買請求權所以存在，乃是因為此時少數股東的地位特別脆弱，特別須要保護¹⁶²。因此，雖然現金逐出合併也適用一般合併的規範，排除因合併產生的價值在內。但是，更應注意，如果是非因合併才能增加的價值，雖然價值產生在合併後，也應該包括在內。例如，控制者利用未公開的內部資訊，在合併後才進行新的投資，由於這些資訊顯然是合併前公司的財產¹⁶³，因此應該屬於異議股東可以分享的價值。否則，控制股東更容易透過驅逐合併，攫取該價值。因此，判斷資訊究竟是存在於交易前或交易後，相當重要，不能以效益是發生在交易前或交易後來決定。如果存在於交易前，儘管效益發生在交易後，也應該在公平價格核定的考量內。

六、市場價格是否即為公平價格？

法院如何核定異議股東股份的公平價格，本來就是極為困難。

¹⁶¹ 關於管理層收購（management buyout）參見註5相關內文。

¹⁶² See Randall S. Thomas, *Revising the Delaware Appraisal Statute*, 3 DEL. L. REV. 1, 16-17 (2000); see also Thompson, *supra* note 118, at 14.

¹⁶³ See 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, 416-17 (1996).

如果股份在公開市場交易，最簡便的方法莫過於以公開市場的交易價格，作為公平價格。尤其是，如果資本市場是有效率的，可以反映股份的真正價值，使用股票的市場價格作為公平價格，則為最容易取得的方法¹⁶⁴。這種資本市場效率假說（efficient capital market hypothesis），向來是核定公平價格的重要依據¹⁶⁵。

這樣的觀念也顯現在我國的實務上，非訟事件法第182條的第1項及第2項規定，請求收買的股份，如為上市股票，法院得斟酌當地證券交易所實際成交價格核定。另外，最高法院七十一年度臺抗字第二一二號裁定¹⁶⁶，所謂「當時公平價格」，係指股東會決議

¹⁶⁴ See Benjamin Hermalin & Alan Schwartz, *Buyout in Large Companies*, 25 J. LEG. STUD. 351, 370 (1996).

¹⁶⁵ 市場價值在許多的企業評價方法中，往往是一項重要的評價要素。參見吳啓銘，企業評價：個案實證分析，頁10-11，2010年3月。

¹⁶⁶ 該裁定往往為下級法院所引用，作為裁定公平價格的依據。例如，臺北地方法院在92年度聲字366號民事裁定（中國國際商業銀行與交銀金融控股公司股份轉換案）即表示：「次案前揭公司法第三百十七條第一項所稱『按當時公平價格，收買其持有之股份』，如為上市股票，依非訟事件法第八十九條第二項規定，法院得斟酌當地證券交易所實際成交價格核定之，而所謂『當時公平價格』，係指股東會決議之日，該股份之市場價格而言（最高法院七十一年度台抗字第二一二號裁定參照）。經查，相對人於九十一年十一月十一日臨時股東會召開之時為上市公司，而聲請人於當時請求公司所收買之股份即為上市股票，又國內上市上櫃公司股票係在集中交易市場，以集中競價方式買賣，每日有最大漲跌幅限制，除非交易當日有影響市場價格之異常情事，其成交市價具有一定之公信力。而九十一年十一月十一日證券集中交易市場有影響交易價格之非經濟因素存在一事，未據聲請人主張即為任何舉證，是以證券集中市場聚合買賣雙方，藉由上市公司公開財務報表等訊息，相互磋商而定之成交價格自為公平價格，即得為核定收買股票價格之標準。從而，本件依非訟事件法第八十九條第二項規定及參酌最高法院七十一年台抗字第二一二號裁定意旨，認相對人收買聲請人所持股份之價格以每股新台幣貳拾壹元參角（即九十一年十一月十一日相對人公司股票收盤價格）為當。」

之日，該股份之「市場價格」而言。因此，如果請求法院核定公平價值的股份，為上市、櫃公司的股票時，法院實務上多認為：「國內上市上櫃公司股票，係在集中交易市場，以集中競價方式買賣，每日有最大漲跌幅限制，除非交易當日有影響市場價格之異常情事，其成交市價具有一定之公信力。是以證券集中市場聚合買賣雙方，藉由上市公司公開財務報表等訊息，相互磋商而定之成交價格自為公平價格，即得為核定收買股票價格之標準。」即以市場價格為公平價格。

然而，由於有效率的市場會根據控制者的計畫，來衡量公司股份的價值，如果市場確信控制者（包括有控制力量的管理層或控制股東）缺乏有效的公司治理，或者可能進行利益輸送，而不受司法制裁，則股價必然下跌。結果，以市場價格核定公平價格，反倒讓控制股東，可以反映控制者的投機行為的折價，驅逐少數股東，並且更助漲控制者的投機行為¹⁶⁷。如果控制股東可以藉由被低估的市場價格逐出少數股東，控制股東就可以因此獲利¹⁶⁸。特別是控制股東可以決定何時進行逐出交易。控制股東可以選擇在市場股價低於真正價值時，進行交易。甚至可以影響市場價格，以便減少逐出少數股東時，應支付的對價¹⁶⁹。

¹⁶⁷ See Hamermesh & Wachter, *supra* note 136, at 1035. 但是有學者認為，如果投資人原來即以折價（因為擔心將來被以低價逐出）買入其股份，則當實際發生時，即不應抱怨。See A. C. Pritchard, *Tender Offers by Controlling Shareholders: The Specter of Coercion and Fair Price*, 1 BERKELEY BUS. L.J. 83, 103 (2004).

¹⁶⁸ See Hamermesh & Wachter, *supra* note 154, at 129.

¹⁶⁹ See Subramanian, *supra* note 103, at 32.

這種情形，可以用Akerlof的檸檬市場（market for lemons）理論（或稱逆選擇理論 adverse selection theory）說明¹⁷⁰。在現金逐出合併時，採用市場價格作為強制收買少數股東股份的不當。如果控制權股東可以市場價格，強制收購少數股東的股份，而控制權股東通常有少數股東不知的未公開訊息，控制權股東知道股份價值是否較市場價格高或低，而只有在股份的真正價值高於市場價格時，才會進行收購。因此，當控制權股東不收購時，表示市場價格高於公司股份的真正價值（最少等於）。投資人以市場價格買進者，無疑是以高於股份的真正價值買進，結果，市場的交易價格必然下降。市場價格下降，如果控制權股東知悉市場價格低於股份真正價值，控制權股東就會以市場價格逐出少數股東，如果控制權股東不進行逐出合併，表示市場價格高於股份的真正價格，市場價格就會再下降。如此循環下降，將使控制權股東永遠用低於股份真正價值的價格，強制收購少數股東的股份。

Bebchuk和Kahan¹⁷¹也舉例說明這種現象：假設XYZ公司的每股價值介於100元至200元之間，根據公開資訊，如果該區間內任一價值的可能性是相等的，則XYZ公司每股預期的「固有」價值為150元。但是，因為控制股東知道公司真正的價值，控制股東可以市場價格逐出少數股東，如果控制股東不進行驅逐，公司解散時，少數股東將按投資比例取回該「固有」價值。如果，法律不允許驅逐少數股東，XYZ公司的市場價格將會是150元，也就是少數股東預期公司解散時，可以取得的價值。但是，由於控制股東可以市場

¹⁷⁰ George Akerlof教授為2001年的諾貝爾經濟學獎得主，其以瑕疵的二手車（lemon car）市場的例子，說明資訊不對稱時，市場出現反淘汰的現象。詳細說明參見游啓璋，同註29。

¹⁷¹ Lucian A. Bebchuk為哈佛法學院公司法教授，Marcel Kahan為紐約大學法學院公司法教授，均係著名的公司法學者。

價格驅逐少數股東，因此，市場要達到均衡價格時，市場價格必須反映少數股東在被逐出時與解散時的價值的平均值。因此，就必須探討150元是否即為均衡的市場價格？如果控制股東發現XYZ股份的價值超過150元，就會以150元逐出少數股東，如果發現價值低於150元，就不會進行驅逐。如果是否進行逐出的可能性是平均分布，在低於150元時，少數股東的期待值為125元，也就是公司解散時，可以取回的價格。少數股份預期的價值（考慮驅逐的可能性）則為每股137.5元，所以，150元顯然並非均衡的市場價格。同樣的理由，137.5元也不會是均衡的市場價格。在XYZ股份的價值高於137.5元時，控制股東即會進行逐出少數股東（或然率為62.5），如果未進行驅逐，則少數股東預期在解散時，取得118.75元。因此，少數股東的期待值為130.47元，因此，137.5元並非均衡的市場價格。但是，在市場價格為130.47元時，如果XYZ股份的價值高過130.47元時，控制股東會進行驅逐，如果未進行驅逐，則少數股東會在解散時取得115.24元，這時少數股份的期待值為125.83元（ $130.47元 \times 69.53\% + 115.24元 \times 30.47\%$ ）等等。如此，市場價格不斷的下降，結果最高的均衡價格只會是100元，也就是XYZ股份的最低可能的價值。因為當市場價格高過100元時，少數股東有時可以取得市場價格（如果控制權股東發現XYZ股份的價值高過市場價格時），有時取得較低（如果控制股東發現XYZ股份的價值低於市場價格，控制股東不會進行收購）——也就是少數股東平均取得較市場價格為低的價格。結果任何高過100元的市場價格，都不會成為均衡價格。除非XYZ股份的價值也剛好100元時，控制股東無驅逐的誘因，而少數股東也就必然永遠只能取得100元¹⁷²。

¹⁷² See Lucian Arye Bebchuk & Marcel Kahan, *Adverse Selection and Gains to Controller in Corporate Freezeouts*, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP 247,

因此，在現金逐出合併，以市場價格作為公平價格，顯然不當。德拉瓦州法在一般合併的情形，設有市場排除法則（market exception rule）¹⁷³，即消滅公司的股份如係在公開交易市場交易的股票，則異議股東無收買請求權。蓋異議股東可以出售該持股，而市場價格可以反映股份的真正價值。但是在現金逐出合併，則例外允許少數股東請求收買其股份，顯然也是認為，此時市場價格並無法反映股份的公平價值。

七、控制溢價（control premium；或稱控制權溢價）

在美商卡萊爾集團收購東森媒體一案¹⁷⁴，前東森媒體與盛澤公司（卡萊爾設立，用來收購東森媒體的公司）合併，由於盛澤公司已經先向前東森媒體控制股東等購得超過90%股份，前東森媒體與盛澤公司採用簡易合併，對價為每股現金26元，合併後前東森媒體併入盛澤公司，公司辦理解散，盛澤公司再改名為東森媒體。少數股東對該現金逐出合併異議，請求以公平價格收買其股份，東森媒體提出每股價格為26元，少數股東以26元非公平價格，應以盛澤公司向大股東收購的32.5元為公平價格。東森媒體抗辯該32.5元係（盛澤公司）向主要股東收購，含有控制溢價。該控制溢價僅控制股東享有，非控制股東不能享有。第一審法院認為，盛澤公司以每股32.5元收購的股東中，並非全然是所謂的主要股東，其持股有3千多股者，「渠等如何得享有控制權溢價」，而異議股東中，有持股高達1千3百餘萬股者，「為何不得享有控制權溢價」，「足證相

251-53 (Randall K. Morck ed., 1998).

¹⁷³ Del. Code Ann. Tit 8, § 262(b)1 & 2 (1991 & Supp. 1994).

¹⁷⁴ 該案因有不同異議股東分別提起數案件，惟第一、二審法院就數件裁定理由及價格均屬雷同，因此，以下說明係以臺灣臺北地方法院95年度司字第894號裁定（第一審）及臺北地方法院96年度抗字第191號裁定（第二審）為例。

對人所稱控制權溢價及商業保證云云，並非可採」。但是第二審法院則以：「按公司『控制權』者，謂公司股東基於控股地位而對公司人事、業務及決策享有支配和控制之權利，享有控制權股東可以憑藉此種權利，使公司按照符合自己利益方式經營，降低其投資風險，享有以自己意思支配和利用公司財產的權利。由於『控制權』的存在，一般企業併購時，享有公司控制權之股東所出讓者，並非單純的財產利益，尚包括得依自身利益處理公司事務的權利。故享有控制權股東通常要求在正常股價的基礎上，對由其掌握的股份進行加價，而收購者為取得經營控制權所付給被收購公司超過市場價值之溢價，即稱為『控制股溢價』。」「從公司實際經營層面觀之，有控制權股東與一般不具控制權股東所持有之股份，對公司的影響顯有不同，除法律明文規定外（例如證券交易法第43條之1以下針對公開發行公司所為規定），因大股東所持有的股份規模對公司經營的影響力甚鉅，要求公司的大股東和小股東以相同的價格出售其股份並不合理。」「是公司進行併購時，收購者從被收購對象之大股東處購買之股份，絕非單純股票本身之價值，尚包括取得對被收購公司之控制力，進而使被收購公司得按符合自己利益方式經營，降低其投資風險，以減少投資成本，從而被收購公司大股東持有之股份因其持股規模享有高於零散股份的『控制溢價』，尚難謂有何不當。」裁定公平價格應為每股30元。因此，究竟在現金逐出合併時，有無所謂的控制溢價，控制溢價是否應由全體股東共享，抑或得由控制股東單獨享有，殊值討論¹⁷⁵。

所謂控制溢價（control premium）是指公司中具有控制性持股的股東，出售其持股時，得有較其他非控制股東出售持股時，享有

¹⁷⁵ 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26，2008年3月。

更高的價格¹⁷⁶。早期美國法院否認控制股東在出售其持股時，得獨享控制溢價¹⁷⁷。一九九〇年以後，德拉瓦州法院¹⁷⁸及美國法律協學院（American Law Institute）的公司治理準則（Principle of Corporate Governance）¹⁷⁹，改變傳統的見解，認為控制股東可以溢價出售其股份，無須與其他股東分享¹⁸⁰。惟仍有相當的限制，如果控制股東收買非控制股東的股份時，未揭露其將出售其控制權；或買受人可能打算從公司的營運取得非法的控制私利時，即不得有控制溢價¹⁸¹。

讓控制股東享有控制溢價，對於少數股東並非全無益處。公司有控制股東存在，可以降低代理問題。因此，只要控制私利維持在一定的程度內，非控制股東寧可允許控制股東得以反映公司保持營運狀態時，控制私利的淨現值（net present value），出售其股份。同時，如果買方在買入控制權後，無法增加所收購權益的價值時，即不會以控制私利資本化的價值收購。如果控制買方以溢價買下控制股東的股份，讓公司的經營可以更有效率，對於非控制股東也可以同享利益¹⁸²。

¹⁷⁶ See CLARK, *supra* note 4, at 478.

¹⁷⁷ Perlman v. Feldmann, 219 F.2d 173, 178 (2d Cir. 1955). See also EASTERBROOK & FISCHER, *supra* note 120, at 127.

¹⁷⁸ Harris v. Carter, 582 A.2d 222, 234 (Del. Ch. 1990).

¹⁷⁹ AMERICAN LAW INSTITUTE, PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS § 5.16 (1994).

¹⁸⁰ See Robert W. Hamilton, *Private Sale of Control Transactions: Where We Stand Today*, 36 CASE. W. RES. L. REV. 248, 249 (1985).

¹⁸¹ 準則第5.16節(a)及(b)規定，控制股東出售其股份，不得享有控制溢價，如(a)控制股東未向非控制股東，揭露其交易對象；或(b)情況顯示，買受人顯然可能為買受人或他人，取得顯著財務利益的方式，違反其公平交易的責任者。

¹⁸² See Gilson & Gordon, *supra* note 34, at 794-95.

但是在逐出少股東的交易時，少數股東的價格是否不應該包括該控制溢價的價值在內，則必須分別情形觀察。按控制溢價的觀念來自代理成本。公司從其股權結構來看，可以分成有控制股東及無控制股東，兩種不同的股權結構。如果從兩極端的結構觀察，一端為完全控股，而無少數股東的公司，另一端則為無任何控制股東，公司股權極端分散。公司有控制性持股股東的公司，可能同時存在有少數股股東。根據Adolf Berle和Gardiner Means的理論，所有權與控制分離，使得經營者得以追求自己的利益，而非股東的利益¹⁸³。此種分離的結果，為代理成本。同一的企業，如果由所有人兼為經營者，則無代理成本。換句話說，有控制權股東的企業的價值，高過沒有控制權股東的企業的價值，超過部分等於沒有代理成本的價值。其次，根據Jensen和Meckling的理論，可以知道代理成本的產生，是從所有權與控制完全結合，也就是兼為所有權人與經營者，走向分散所有權的交易中產生¹⁸⁴。而極端分散股權企業的代理成本，反應在企業的自由現金流量¹⁸⁵。因此，如果公司的經營者，將股東逐出，所支付的股東價值，是有代理成本的企業的股份價值。相反的，如果在股權完全的分散、有代理成本的公司，將公司私有化，成為單一股東的公司，代理成本即會消失。換句話說，因為除去所有權和控制分離所帶來的代理成本，而創造企業不具代理成本的價值，這就是控制價值。

控制的利益應該歸屬何人？如前所述，將分散的股權加以累積，成為有控制權集團，可以創造價值（去除代理成本）。而累積

¹⁸³ See ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* 113-16 (1991).

¹⁸⁴ See Jensen & Meckling, *supra* note 26, at 313.

¹⁸⁵ See Hamermesh & Wachter, *supra* note 136, at 1049.

收購股權者也必須付出比分散的股份較高的溢價取得累積的股份，例如，公開收購的要約人，必須支付相當的溢價，收購才可能成功。由於控制股東可以影響公司的決策，例如：選任或解任經理人、決定其報酬、制定公司的營運方針及策略、變更公司業務等，控制股集團當然有較高價值，而這些價值應該屬於創造這些價值的人¹⁸⁶。但是，如果公司已經有既存的控制股東，公司的價值已經包含有較低代理成本的利益在內。如果控制者決定逐出少數股東，即使可以創造些許價值，但必然很有限，這些價值主要是去除與該少數股東存在有關的代理成本，至於與創造控制有關的價值增加，幾乎是不存在的¹⁸⁷。既然，在已經有控制股東存在的企業，已經存在有較低代理成本的價值，該價值就應該由公司享有，而非控制股東獨自享有¹⁸⁸。

總之，控制的價值是否應屬於既存的股東的「公平價值」，應視控制是否已經形成。如果公司已經存在有控制股東，則顯示系爭交易並不涉及控制的改變。因此，絕大多數控制的價值已經內建在交易以前公司的價值內，並且反映在任何未來現金流量的分析內¹⁸⁹。當控制股東驅逐少數股東時，如果採用自由現金流量折現分析，核定股份的公平價值，當然反映包括控制價值在內的價值，不應認為少數股東出售的股份價值僅係反映少數股的價值¹⁹⁰，剝

¹⁸⁶ 這些取得控制權集團股的人，所以願意以高價累積股份成控制集團，必然是認為取得經營權後，可以較原有管理階層更好的經營，獲取較高的利潤。結果，這樣的控制交易可以創造價值。

¹⁸⁷ Hamermesh & Wachter, *supra* note 136, at 1051.

¹⁸⁸ *Id.* at 1053.

¹⁸⁹ *Id.* at 1060.

¹⁹⁰ See Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, *The Short and Puzzling Life of the "Implicit Minority Discount" in Delaware Law*, 156 U. PENN. L. REV. 1, 14 (2007).

奪少數股東享有該價值¹⁹¹。

陸、結 論

法律上所以採取現金逐出合併的制度，無非以現金逐出合併為控制股東逐出少數股東，最直接的方法。就控制股東而言，也是成本最低的方法。控制股東可能藉由現金逐出合併，將公司下市或私有化，進行更有效率的經營。但控制股東也可能是藉由該交易，獨自擷取公司未經揭露的利益。建立適當的控制控制股東衝突交易的法則，更是公司法上迫切的課題¹⁹²。

借鏡美國法，雖然可以加強揭露制度，強制控制股東逐出少數股東的交易，應有強制揭露的適用，但是強制揭露畢竟僅是輔助的措施。另外，如果要課予控制股東對少數股東有受託人義務，與我國公司法向來的觀念，恐有未合，牽涉問題相當廣泛，不易取得共識。就目前制度而言，如何改善少數股東的收買請求權的法制可能最容易著手。

透過股份收買請求權保護少數股東，除了程序上，必須有低成本的核定價格程序外，實質上，法院核定的公平價格必須能反映少數股東股份的真正價值。前者涉及異議股東收買請求權法制的改

¹⁹¹ 就前舉東森媒體公司案而言，被收購公司原來即有控制股東存在，因此當現金合併交易前，被收購公司即存在有較低代理成本的價值在內，法院以現金流量折現法，核定少數股東股份的公平價值時，也必須反映該較低或無代理成本的價值，並無所謂控制股東出售持股有較少數股東股份有「控制溢價」的問題。

¹⁹² 近年來，有關控制股東與少數股東間利益衝突的問題，已經成為公司法的重心。See Geis, *supra* note 101, at 1172; see also Iman Anabtawi & Lynn Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 STAN. L. REV. 1255, 1257-60 (2008).

革¹⁹³。後者則可以透過法院的裁判，諸如採用自由現金流量分析，並考量所為的公平價值的各項成分，例如合併的綜效，是否實際是在交易前已經存在，而合併後才產生效益者，或者所謂的控制溢價，事實上已經存在交易前，而非控制股東從分散的股份，所累積控制股集團所創造的價值。則不應該由控制股東所獨享。最後，以合併時的公開市場價格，作為核定公平價格的依據，往往不足以反映其真正價值，而控制股東更有誘因，隱藏資訊，藉以選擇在對其有利的時機，進行逐出合併。換句話說，最重要的是，公平價值應該包括公司合併前已經具有的再投資機會及計畫，即使該計畫或機會在合併後才進行，其效益在合併後才產生，這些價值都應該包括合併前公司的價值內，少數股東可以分享。

¹⁹³ 例如，美國模範公司法典規定，由公司在60天內，對所有異議股東提起集體訴訟（class action），請求核定股份的公平價值。See Model Bus. Corp. Act § 13.30.

參考文獻

一、中文

1. 吳啟銘，企業評價：個案實證分析，2010年3月。
Wu, Chi-Ming, Qi Ye Ping Jia: Ge An Shi Zheng Fen Xi, Mar., 2010.
Wu, Chi-Ming, Business Valuation: Cases Studies Analysis, Mar., 2010.
2. 張心悌，逐出少數股東——以資訊揭露義務與受託人義務為中心之美國法比較，政大法學評論，123期，頁253-304，2011年10月。
Chang, Hsin-Ti, Zhu Chu Shao Shu Gu Dong—Yi Zi Xun Jie Lu Yi Wu Yu Shou Tuo Ren Yi Wu Wen Zhong Xin Zhi Mei Guo Fa Bi Jiao, Zheng Da Fa Xue Ping Lun, no. 123, pp. 253-304, Oct., 2011.
Chang, Hsin-Ti, Freezeout: Comparative Study on the Duty of Disclosure and Fiduciary Duty, Chengchi Law Review, no. 123, pp. 253-304, Oct., 2011.
3. 張清溪、許嘉棟、劉鶯釧、吳聰敏，經濟學：理論與實際，上冊，2版，1991年8月。
Chang, Ching-Hsi, Hsu, Chia-Dong, Liu, In-Chun & Wu, Chung-Ming, Jing ji Xue: Li Lun Yu Shi Ji, Shang Ce, 2d ed., Aug., 1991.
Chang, Ching-Hsi, Hsu, Chia-Dong, Liu, In-Chun & Wu, Chung-Ming, Economics: Theories and Practices (I), 2d ed., Aug., 1991.
4. 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 Zhi, Yue Dan Fa Xue Za Zhi, no. 128, pp. 53-68, Jan., 2006.
Yu, Chi-Chang, The Exit of Stockholder and Monitor Mechanisms of Appraisal Right, The Taiwan Law Review, no. 128, pp. 53-68, Jan., 2006.
5. 游啟璋，公司內部人自己交易的控制，政大法學評論，118期，頁271-328，2010年12月。
Yu, Chi-Chang, Gong Si Nei Bu Ren Zi Ji Jiao Yi De Kong Zhi, Zheng Da Fa Xue Ping Lun, no. 118, pp. 271-328, Dec., 2010.

- Yu, Chi-Chang, The Control of Corporate insiders' Self-Dealing, *Chengchi Law Review*, no. 118, pp. 271-328, Dec., 2010.
6. 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, Leng-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, Leng-Yu, Appraisal Rights and Control Premium, *Taiwan Jurist*, no. 65, pp. 26-27, Mar., 2008.
7. 劉連煜，*現代公司法*，增訂8版，2012年9月。
- Liu, Leng-Yu, *Xian Dai Gong Si Fa*, 8th ed., Sept., 2012.
- Liu, Leng-Yu, *Modern Corporate Law*, 8th ed., Sept., 2012.
8. 賴英照，法制的移植：從公司律到獨立董事，*臺北大學法學論叢*，84期，頁1-70，2012年12月。
- Lai, In-Jaw, Fa Zhi De Yi Zhi: Cong Gong Si Lu Dao Du Li Dong Shi, *Tai Bei Da Xue Lun Cong*, no. 84, pp. 1-70, Dec., 2012.
- Lai, In-Jaw, Legal Transplants—From the Kung-ssu-Lü (Company Law) to the Independent Director, *Taipei University Law Review*, no. 84, pp. 1-70, Dec., 2012.

二、外 文

1. AMERICAN LAW INSTITUTE, PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS (1994).
2. ALLEN, WILLIAM T., KRAAKMAN, REINIER & SUBRAMANIAN, GUHAN, COMMENTARIES AND CASES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION (2007).
3. Amihud, Yakov, Kahan, Marcel & Sundaram, Rangarajan K., *The Foundations of Freezeout Laws in Takeovers*, 59 J. FIN. 1325 (2004).
4. Anabtawi, Iman & Stout, Lynn, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 STAN. L. REV. 1255 (2008).
5. Armour, John, Hansmann, Henry & Kraakman, Reinier, *What is the Corporate Law?*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW 1 (Reinier Kraakman, John Armour,

- Paul Davies, Luc Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Hiddki Kanda & Edward Rock eds., 2009).
6. Atanasov, Vladimir, Black, Bernard & Ciccotello, Conard S., *Law and Tunneling*, 37 J. CORP. L. 1 (2011).
 7. Bartlett, Robert P. III, *Going Private but Staying Public: Reexamining the Effect of Sarbanes-Oxley on Firms' Going-Private Decisions*, 76 U. CHI. L. REV. 7 (2009).
 8. Bates, Thomas W., Lemmon, Michael L. & Linck, James, *Shareholder Wealth Effect and Bid Negotiation in Freeze-Out Deals: Are Minority Shareholders Left Out in the Cold?*, 81 J. FIN. ECON. 681 (2006).
 9. Bebchuk, Lucian Arye, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 Q. J. ECON. 957 (1994).
 10. Bebchuk, Lucian Arye & Hamdani, Assaf, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, 157 U. PENN. L. REV. 1263 (2009).
 11. Bebchuk, Lucian Arye & Kahan Marcel, *Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts*, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP 247 (Randall K. Morck ed., 1998).
 12. BERLE, ADOLF A. & MEANS, GARDINER C., THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (1991).
 13. Black, Bernard & Krrakman, Reinier, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, 109 HARV. L. REV. 1911 (1996)
 14. Brotherhood, Randal J., *Rule 13e-3 and the Going Private Dilemma: The SEC's Quest for a Substantive Fairness Doctrine*, 58 WASH. U. L. Q. 883 (1980).
 15. Calio, Joseph Evan, *New Appraisal of Old Problems: Reflection of the Delaware Appraisal Proceeding*, 32 AM. BUS. L.J. 1 (1994).
 16. Carney, William J. & Heimendinger, Mark, *Appraising the Nonexistent: The Delaware Courts' Struggle with Control Premium*, 152 U. PA. L. REV. 845 (2003).
 17. Carney, William J., *Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purpose*, 1980 AM. B. FOUND. RES. J. 69 (1980).
 18. CLARK, ROBERT C., CORPORATE LAW (1986).
 19. Coates, John C., "Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority

- Discount in Conflict Transactions*, 147 U. PENN L. REV. 1251 (1999).
20. 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).
 21. DeAngelo, Harry, DeAngelo, Linda & Rice, Eric M., *Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth*, 27 J.L. & ECON. 367 (1984).
 22. Djankov, Simeon, La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio & Shleifer, Andrei, *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 J. FIN. ECON. 430 (2008).
 23. Dyck, Alexander & Zingales, Ludig, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537 (2004).
 24. EASTERBROOK, FRANK H. & FISCHEL, DANIEL R., *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* (1991).
 25. Elfin, Rodman M., *Changing Standards and the Future Course of Freezeout Mergers*, 5 J. CORP. L. 261 (1980).
 26. Fama, Eugene F. & Jensen, Michael C., *Agency Problems and Residual Claims*, 26 J.L. & ECON. 327 (1983).
 27. Fama, Eugene F. & Jensen, Michael C., *Separation of Ownership and Control*, 26 J.L. & ECON. 301 (1983).
 28. Geis, George S., *Internal Poison Pills*, 84 N. Y. U. L. REV. 1169 (2009).
 29. GILSON, RONALD J. & BLACK, BERNARD S., *THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS* (1995).
 30. Gilson, Ronald J. & Gordon, Jeffery N., *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785 (2003).
 31. Gilson, Ronald J. & Whitehead, Charles K., *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets*, 108 COLUM. L. REV. 231 (2008).
 32. Gilson, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1642 (2006).
 33. Grossman, Sanford J. & Hart, Oliver D., *Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation*, 11 BELL J. OF ECON. 42 (1980).

34. Hamermesh, Lawrence A. & Wachter, Michael L., *The Fair Value of Cornfield in Appraisal Law*, 31 J. CORP. L. 119 (2005).
35. Hamermesh, Lawrence A. & Wachter, Michael L., *The Short and Puzzling Life of the “Implicit Minority Discount” in Delaware Law*, 156 U. PENN. L. REV. 1 (2007).
36. Hamermesh, Lawrence A. & Wachter, Michael L., *Rationalizing Appraisal Standards in Compulsory Buyout*, 50 B. C. L. REV. 1021 (2009).
37. Hamilton, Robert W., *Private Sale of Control Transactions: Where We Stand Today*, 36 CASE. W. RES. L. REV. 248 (1985).
38. HANSMANN, HENRY, *THE OWNERSHIP OF ENTERPRISE* (1996).
39. Henderson, M. Todd & Epstein, Richard A., *The Going-Private Phenomenon: Causes and Implications*, 76 U. CHI. L. REV. 1 (2009).
40. Hermalin, Benjamin & Schwartz, Alan, *Buyout in Large Companies*, 25 J. LEG. STUD. 351 (1996).
41. Jensen, Michael & Meckling, William H., *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).
42. Kamar, Ehud, Karaca-Mandic, Pinar & Talley, Eric, *Going-Private Decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: A Cross-Country Analysis*, 25 J.L. ECON. & ORG. 107 (2009).
43. Khutorsky, Alexander, Note, *Come in from the Cold: Reforming Shareholders’ Appraisal Rights in Freeze-Out Transactions*, 1997 COLUM. BUS. L. REV. 133 (1997).
44. Klein, Benjamin, *Vertical Integration as Organizational Ownership: The Fisher Body-General Motors Relationship Revisited*, 4 J.L. ECON. & ORG. 199 (1988).
45. Kodate, Hiroki & Fukuda, Risa, Chapter 27, Japan, in *THE MERGERS & ACQUISITIONS REVIEW* 257 (Simon Robison ed., 2011).
46. Koenig, Joshua M., *A Brief Roadmap to Going Private*, 2004 COLUM. BUS. L. REV. 505 (2004).
47. Krebs, Christian A., *Freez-Out Transactions in Germany and the U.S.: A Comparative Analysis*, 13 GERMAN L.J. 941 (2012).

48. Krohn, Mads, *Minority Squeeze-Outs and the European Convention on Human Rights*, 15 EUR. BUS. L. REV. 159 (2004).
49. La Porta, Rafael, Lopez-de-Silance, Florencio, Sheleifer, Andrei & Vishny, Robert W., *Law and Finance*, 106 J. POL. ECON. 1113 (1998).
50. La Porta, Rafael, Lopez-de-Silance, Florencio, Sheleifer, Andrei & Vishny, Robert W., *Investor Protection and Corporate Governance*, 58 J. FIN. ECON. 3 (2000).
51. Lee, Joseph, *Four Models of Minority Shareholders Protection in Takeovers*, 16 EUR. BUS. L. REV. 803 (2005).
52. Mahony, Paul G. & Weinstein, Mark, *The Appraisal Remedy and Merger Premiums*, 1 AM. LAW & ECON. REV. 239 (1999).
53. Manning, Bayless, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 YALE L.J. 223 (1962).
54. Masulis, Ronald W. & Thomas, Randall S., *Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance*, 76 U. CHI. L. REV. 219 (2009).
55. Partnoy, Frank, *Financial Innovation and Corporate Law*, 31 J. CORP. L. 799 (2006).
56. Pritchard, A. C., *Tender Offer by Controlling Shareholders: The Specter of Coercion and Fair Price*, 1 BERKELY BUS. L.J. 83 (2004).
57. Rho, Hyeok-Joon, *New Squeeze-Out Devices as a Part of Corporate Law Reform in Korea: What Type of Device is Required for a Developing Economy?*, 29 B. U. INT'L L. REV. 41 (2011).
58. Rock, Edward, Davis, Paul, Kanda, Hideki & Kraakman, Reinier, *Fundamental Change*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW 183 (Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luc Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Hiddki Kanda & Edward Rock eds., 2009).
59. Roe, Mark J., *Legal Origin, Politics and Modern Stock Markets*, 120 HARV. L. REV. 460 (2006).
60. Romano, Roberta, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114 YALE L.J. 1521 (2005).

61. Shleifer, Andrei & Wolfenzon, Daniel, *Investors Protection and Equity Markets*, 66 J. POL. ECON. 3 (2002).
62. Siegel, Mary, *Back to the Future, Appraisal Rights in the Twenty-First Century*, 32 HARV. J. ON LEGIS. 79 (1995).
63. Stevelman, Faith, *Going Private at the Intersection of the Market and the Law*, 62 BUS. LAW. 775 (2007).
64. Subramanian, Guhan, *Fixing Freezeout*, 115 YALE L.J. 2 (2005).
65. Talley, Eric, *Turning Servile Opportunities to Gold: A Strategic Analysis of the Corporate Opportunities Doctrine*, 108 YALE L.J. 277 (1998).
66. Thomas, Randall S., *Revising the Delaware Appraisal Statute*, 3 DEL. L. REV. 1, (2000).
67. Thompson, Robert B., *Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal Role in Corporate Law*, 84 GEO. L.J. 1 (1995).
68. THOMPSON, ROBERT B., *MERGERS AND ACQUISITION* (2009).
69. Thompson, Robert B., *The Case for Iterative Statutory Reform: Appraisal and the Model Business Corporation Act*, 74 LAW & CONTEMP. PROBS. 253 (2011).
70. Ventoruzzo, Marc, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, 50 VA. J. INT'L L. 841 (2010).
71. Weiss, Elliott J., *The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspectives*, 56 N. Y. U. L. REV. 624 (1981).
72. Weiss, Elliott J., *Balancing Interests in Cash-Out Mergers: The Promise of Weinberger v. UOP, Inc.*, 8 DEL. J. CORP. L. 1 (1983).
73. Weiss, Elliott J., *The Law of Take Out Mergers: Weinberger v. UOP, Inc. Ushers in Phase Six*, 4 CARDOZO L. REV. 245 (1983).
74. Wertheimer, Barry M., *The Purpose of the Shareholders' Appraisal Remedy*, 65 TENN. L. REV. 661 (1998).
75. Wertheimer, Barry M., *The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value*, 47 DUKE L.J. 613 (1998).

76. Wright, Mike, Renneboog, Luc & Simon, Thomas, *Leveraged Buyout in the U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect*, 18 J. APPLIED CORP. FIN. 38 (2006).
77. Yoshioka, Masatsugu, *A Comparative Critique of Cash-Out Merger in Japan and the US*, 5 J. CORP. L. STUD. 465 (2005).

Minority Shareholders' Appraisal Remedy in a Cash-Out Merger

Chi-Chang Yu^{*}

Abstract

A cash-out merger is a direct method for controlling shareholders in a public corporation to freeze out minority shareholders. Controlling shareholders may exploit minority shareholders through an inappropriate cash-out merger. On the other hand, the cash-out merger provides an efficient way for a public corporation to go private in order to decrease its management and agency costs.

In the United States of America, a freeze-out merger is subjected to disclosure obligation set by federal securities regulations and is usually strictly scrutinized by judicial review. US legislation also provides an appraisal remedy to minority shareholders who oppose the merger. Taiwan, however, does not require mandatory disclosure on freeze-out transactions. In fact, under current Taiwanese law whether controlling shareholders owe fiduciary duty to minority shareholders is still undecided. Therefore, the only mechanism to mitigate controlling shareholders' egregious private benefit of control would be the minority's ap-

^{*} Associate Professor, Department of Industrial and Business, Chang Gung University; J.S.D., Stanford University Law School.

Received: January 23, 2013; accepted: April 18, 2013

appraisal remedy. The minority who disagreed with the buyout price may appeal to the judicial system to determine the fair price of the minority's shares.

Determining such a fair price is extremely important. On one hand, setting a price that is too low damages minority shareholders' interests and increases inefficient transactions; on the other hand, setting too high a price discourages controlling shareholders from undertaking efficient freeze-out mergers. The most important issues in a price estimate are to identify and properly include the values prior to the merger. Such values include the reinvestment plan and opportunities that already exist, even if these plans and opportunities are not realized until after the merger.

Keywords: Controlling Shareholder, Minority Shareholder, Cash-out Merger, Freeze-out Merger, Go Private, Delisted, Private Benefit of Control, Appraisal Remedy, Fair Price, Fair Value