美國控制股東「公平對待義務」之法制探源

——兼論我國控制股東之濫權問題

章　友　馨*

要　目

前　言
壹、研究美國控制股東受託義務之重要性
　一、文獻回顧
　二、控制股東之定義
　三、我國控制股東濫權問題之嚴重性
　四、我國現行約束控制股東濫權之法制檢討
　五、美國控制股東「受託義務」之特殊性
貳、美國閉鎖公司中控制股東受託義務
　一、閉鎖公司與壓迫之定義
　二、美國閉鎖公司控制股東受託義務之內涵探析
參、美國公開公司控制股東受託義務之內涵探析
　一、美國公眾公司控制股東受託義務的早期案例探源
　二、公開公司控制股東受託義務之意涵轉變

* 臺灣證券交易所結算部高級專員，北京清華大學法學博士。
投稿日期：九十九年九月十五日；接受刊登日期：一〇〇年三月二十二日
責任校對：蘇淑君

肆、公開公司控制股東「公平對待」義務之誕生
一、公開公司控制股東違反受託義務之三種態樣
二、一般商業營運活動之私得利益（Private Benefits of Control in Operating the Company）
三、現金逐出式合併（cash-out merger）
四、控制權移轉（transfer of Co-ntrol）
伍、美國公開公司控制股東公平對待義務之內涵及法律效果評述
一、控制股東於不同交易類型中之「安全港」原則
二、現代公眾公司控制股東公平對待義務之理論基礎
三、以「公平對待義務」之具體內涵
四、「公平對待」義務移植於我國之法律效果初探
陸、結　論

摘　要

有鑑於我國控制股東濫權問題普遍且公司法上對控制股東濫權行為約束之相關法制設計有限，美國法上控制股東對公司及少數股東之「受託義務」，為值得我國考慮是否應予移植之制度。

惟美國法下控制股東「受託義務」之內涵隱晦，本研究從大量美國法案例中，依據公司形態、州法院不同審理標準，及不同時期受託義務審理原則，梳理美國控制股東之受託義務，並於一般營運型交易、現金逐出式合併、控制權移轉等代表性案例中，歸結出可免於使美國法院採取「完全公平原則」審查控制股東是否違反義務之「安全港」要件。從案例分析及美國重要法律文獻中，本研究發現控制股東「受託義務」意涵已發生轉變，傳統定義下之受託義務已不存在，以「公平對待義務」稱之更能表現其內涵，倘日後我國能移植「控制股東公平對待義務」，由控制股東負擔舉證「交易過程公平」與「價格公平」之責任，或能對控制股東濫權問題起到相當實際之約束作用。

關鍵詞：控制股東、受託義務、受信義務、公平對待義務、完全公平審理原則、現金逐出式合併、控制權移轉、交易過程公平、價格公平

前 言

控制股東受託義務[1]（或稱「受信義務」、「受任義務」）（controlling shareholders' fiduciary duty），於我國公司法學術界，為一尚待發展之議題。我國為股權集中型國家，控制股東於公司經營過程中濫用權利、侵害中小股東利益之議題相當常見，是以在公司法制上課予控制股東必要之義務，係為公司法學者所須面對之課題。然而，因控制股東受託義務在其發源地美國，學界討論明顯較董事之忠實義務為少，我國雖有學者進行研究，但因對美國法案例掌握有限，難以勾勒控制股東受託義務在美國法下之全貌，間接導致此一義務固有其重要性，卻仍無法在我國公司法制中被立法機構正式引進。相較而言，因控制股東濫權議題在大陸甚為常見，大陸公司法學界對此討論甚豐，本文即納入大陸學者之研究成果併為參考。

本研究之目的，為深入掌握控制股東受託義務在美國法下之全貌，俾利日後我國引進相關法制之參考。為凸顯美國控制股東受託義務法制移植之重要性，本研究先以我國控制股東濫權類型之實務案例分析為起點，其次討論現行法制對控制股東濫權行為之約束成效，最後再進入美國控制股東受託義務之總結。研究架構如下：

1 Fiduciary duty一詞在兩岸學界之翻譯用語尚未統一，大陸學界多採「受信義務」或「信義義務」，臺灣學界多採「受託義務」、「受任義務」， 本研究採「受託義務」作爲「Fiduciary duty」原始意涵之翻譯。Fiduciary duty應與「忠實義務」作區分，英美法上忠實義務係指「duty of loyalty」， 通常指董事在「利益衝突」時，應當將公司利益放在自身利益之先。「Fiduciary duty」傳統意涵爲「受託以受益人利益爲優先之義務」，包括忠實、注意、公平對待、善意等義務，會因對象不同（例如董事或控制股東）而有不同面向之側重。

壹、探討我國控制股東濫權之實務案例及現行相關制度規範。

貳、美國閉鎖公司（closed company）控制股東受託義務及法院於認定「違反受託義務」標準之演變。

參、早期美國公開公司（public company）控制股東受託義務案例，探討該義務之理論基礎及內涵轉變。

肆、從美國晚近公開公司控制股東受託義務之案例中，探討控制股東受託義務如何轉變為「公平對待義務」[2]（或譯為「公平交易義務」）（duty of fair dealing）。

伍、探討美國控制股東公平對待義務之理論基礎，並嘗試用「公平對待義務」分析我國控制股東濫權之案例並為總結。

壹、研究美國控制股東受託義務之重要性

一、文獻回顧

有關美國控制股東受託義務之英文文獻相當有限，僅有公司法學者Ronald Gilson、Mary Siegal、Douglas Moll、Deborah DeMott、Lawrence Mitchell、Robert Ragazzo及Paula Dally等人，曾以控制股東受託義務為題撰文，其探討角度雖各異[3]，惜無整合閉鎖、公開公司以及受託義務內涵演變之論述。多數學者雖肯認控制股東需於

2　筆者將之稱爲「公平對待」義務，係因其非單屬於「交易」（transaction），若以「公平交易義務」稱之恐有偏頗，以「公平對待」義務作爲「duty of fair dealing」之中文翻譯，較可涵蓋「交易」與「非交易」的所有狀況。

3　Mary Siegal、Lawrence Mitchell及Douglas Moll僅將控制股東之受託義務研究，限縮於「閉鎖公司」，並未討論「公開公司」控制股東受託義務內涵。至於Deborah DeMott、Paula Dally等學者，則從理論角度探討控制股東對少數股東負擔受託義務是否允當，並未直接對法院案例進行詳細梳理，Ronald Gilson以三種主要控制股東交易形態，指出控制股東受託義務之存在。

「閉鎖公司」中對少數股東負有公平對待義務，僅有Robert Ragazzo肯認控制股東於「公開公司」中，仍對少數股東負擔該義務[4]。然而，即使在Robert Ragazzo的文章中，仍引用大量閉鎖公司案例，公開公司只引用Sinclair Oil案例，比例並不平衡。

因此，若欲以美國現成的研究文獻，欲掌握該義務之內涵及操作原則，實屬不易。筆者於大量搜尋二手文獻所獲有限後，於美國公司法學者Joseph Isenbergh及Ronald Gilson處獲得再次確認，即美國公開公司中雖確實存在控制股東受託義務，惟學術文獻在此領域之討論，確實不足。Ronald Gilson表示「受託義務」重點在於表彰「反形式主義」（anti-formalism）精神，意即法院可藉由審查「受託義務」是否被違反，以實質審查控制股東之行為[5]。因此，美國法下控制股東「受託義務」內涵，並不能從傳統法釋義學上的解釋出發，而必須從法院實務的審理內容中抽絲剝繭，方能勾勒出控制股東受託義務之實質內涵，不能依賴美國學界現成之二手參考文獻。

至於目前兩岸研究美國控制股東受託義務文獻，香港及大陸學者對此議題著力頗深，張憲初[6]、葉林[7]、湯欣、習龍生、黃輝、徐

---

4 Robert A. Ragazzo, *Toward a Delaware Common Law of Closely Held Corporations*, 77 WASH. U. L. Q. 1099, 1135 (1999). “Generally, shareholders have no rights or obligations relative to the corporation or the other shareholders save those contained in their stock contracts. Controlling shareholders, however, have a fiduciary duty to the minority in all corporations, including publicly held corporation.”

5 Ronald Gilson表示，目前在美國法上並無文獻直接介紹控制股東受信義務的理論基礎，不論是董事或是控制股東，最重要的是必須瞭解fiduciary duty基本上就是一種反形式主義（anti-formalism）的東西。此一資訊為筆者透過林郁馨教授（曾為史丹福大學法律系Ronald Gilson直接指導之博士生，現為政治大學法學院助理教授），向Ronald Gilson請教後而得。

6 張憲初，控制股東在公司併購中的誠信義務：理論與實踐的借鑑和比較，

洪濤有專書或文章之發表[8]，然上開學者僅簡要介紹美國控制股東受託義務之內涵。張憲初以豐富美國法案例，說明美國法院在早期即公開肯定公司中控制股東股東對小股東之「誠信義務」[9]，並以德拉瓦州判例法的發展趨勢說明控制股東在併購中已適用完全公平（entire fairness）審理標準，以及可移轉舉證責任至小股東一方之特殊狀況[10]。湯欣則是指出控制股東受託義務之合理性在美國各州之間存在分歧，但限於研究個案有限，僅暫主張該義務之適用限於閉鎖公司[11]。習龍生以理論角度解釋控制股東受託義務的存在正當性[12]。黃輝指出控制股東義務是公司資本多數決原則和小股東利益保護原則之法律矛盾，目前英美法尚未發展出一個判斷義務是否違反之總原則。其雖欲進一步介紹控制股東受託義務發生之情形，卻因其未能就美國法院之案例進行梳理，仍難得出確切結論[13]。另深圳交易所研究員徐洪濤考察各國在控制股東受託義務上之法制發

載：公司法律評論，頁232-256，2004年。

7 葉林，公司控制股東、實際控制人和高管人員法定義務和法律責任，載：公司法修改國際研討會論文集，2004年。會議於2004年10月在上海舉行，由國務院法制辦公室、中國證券監督管理委員會主辦，上海證券交易所承辦。

8 湯欣，控股股東的受託義務——從美國法上移植，載：轉型中的公司法的現代化，頁534-545，2006年。習龍生，控制股東的義務和責任研究，2006年。黃輝，控制股東信義義務：比較法分析及對中國的立法建議，載：轉型中的公司法的現代化，頁570-580，2006年。

9 張憲初，同註6，頁234。

10 例如獨立委員會對併購予以表達意見及少數股東之多數同意，可將舉證責任移轉至對併購提出挑戰之小股東。張憲初，同註6，頁250。

11 湯欣，控股股東法律規制比較研究，頁223，2006年。

12 習龍生指出美國學界基於優勢地位理論、實際控制論、權力與自由決定權理論、股東實質不平等論、受託地位理論等，認定控制股東對少數股東擁有受託義務。參見習龍生，同註8，頁61-64。

13 黃輝，同註8，頁570-580。

展[14]，然仍未可見其對外國法制有深入分析及理論探討。總的來看，大陸學者對於美國控制股東受託義務之研究文獻雖尚稱豐富，但欠缺足夠深入之考察。

至於我國相關研究，劉連煜教授提及美國控制股東在行使控制力時需對少數股東負起類似董事之受任人義務[15]，但並未具體描述該受任人義務內涵。王志誠教授指出控制股東對少數股東的受託義務雖以閉鎖性公司為主，但有些法院已經認為不論是公開性或閉鎖性公司，控制股東對公司或少數股東負有受託義務[16]。張心悌指出美國法院認為控制股東對公司以及少數股東均負有受託義務，並強調忠實義務之重要性[17]，但尚難充分說明美國法下控制股東之具體內容。少數研究生即使觸及美國控制股東受託義務之議題，亦未能有足夠深入之研究[18]，僅能得出「美國法對控制股東之忠實義務範圍僅限於自我交易之行為」[19]，或「美國母公司（控制股東）主要是在處理控制股東本身與被控制公司其他少數股東利益衝突的問

14 徐洪濤，控股股東誠信義務研究，深圳證券交易所綜合研究所深圳綜研字第0126號研究報告，2006年3月。

15 劉連煜，關係人交易與控制股東之義務，月旦法學雜誌，116期，頁236，2005年1月。

16 王志誠教授以Donahue v. Rodd Electrotype Co.案，得出控制股東受託義務主要在閉鎖公司中爲主之結論，但又以Pepper v. Litton案，認定法院似乎賦予控制股東普遍對於少數股東的受託義務，不受公司形態的限制。參見王志誠，控制股東民事責任之法理基礎，載：實踐中的公司法，頁239-298，2008年。

17 張心悌，控制股東與關係人交易，台灣本土法學雜誌，101特刊，頁81，2007年12月。

18 魏子凱，控制股東義務與責任之研究，中正大學財經法律研究所碩士論文，2004年。黃司熒，控制股東之義務建立及管控手段，臺灣大學法律研究所碩士論文，2006年。

19 龐元琪，控制股東地位的形成與規範，臺灣大學法律研究所碩士論文，頁77，2006年。

題」[20]之結論，且該等研究未能考量閉鎖公司與公開公司之區別，以及各種交易狀態下控制股東濫權時的法院審理標準。

總的來看，美國及兩岸學者在控制股東受託義務議題上，成果累積尚屬有限，主要欠缺處在於未能釐清該義務在閉鎖公司與公開公司中之差異，亦未能區辨該義務在不同時期及不同州法院下之內涵發展，是以美國法下控制股東受託義務內涵，未能有明確呈現。此外，美國法院在審理相關受託義務案件時，如何採用安全港規範篩選案件，法院又如何衡量控制股東是否違反受託義務之判斷標準，兩岸學術界尚未對此著墨。本研究的貢獻即在補足學術界就上開議題之討論空缺。

二、控制股東之定義

控制股東之定義，眾說紛紜標準不一。經參考各家學說，筆者認為可同時採用「持股比例」、「實質控制力」等二個面向替「控制股東」下定義。所謂「控制股東」，係為具備以下條件之一者，其一為公司中持股超過半數者[21]，其二為具有實質控制力之股東。茲就較需說明之第二點闡述如下：

有別於以股權比例定義控制股東之作法，有學者以行為主義標準作為控制股東之認定方式。大陸學者何美歡認為持有表決權多數並不必然帶來義務，除非持有人實際控制公司方帶來義務[22]。在股東會表決過程中，即使持股未達半數，仍有可能成為控制股東，只要該股東之表決可能影響公司之決策，該股東即可被推定為控制股

20 盧曉彥，美國母子公司合併子公司少數股東保護之研究，政治大學法律研究所碩士論文，頁169，2004年。

21 以持股比例來看，持有公司發行有表決權股份總數50%以上之股東，當然屬於控制股東。

22 何美歡，公眾公司及其股權證券，中冊，頁823，1999年。

東，美國學者及機構採用此定義者眾，諸如學者認為控制股東具有操縱董事會之能力[23]，而美國法律協會聯邦證券法，把控制定義為「直接或間接對公司之經營或政策，或對自然人之行為，具有行使控制性影響的力量（controlling influence），不論經由擁有投票權，或藉由其他中間人、契約或其他方式」[24]。Robert Art亦指出控制股東可為「股權持有超過半數之多數股東」或「一小群聯合起來即對公司具有實質控制之股東」[25]，上開學者論述均說明「實質控制力」為判斷控制股東之重要判準。

然而「實質控制力」之條件，是否包括少數股東在議案中透過聯合力量，對該決議產生實質控制力之情況？舉例而言，若一併購案中有49%的股東支援，另外49%的股東反對，剩下2%的股東，其投票意向對於決策有決定性的影響，那麼該2%的股東，是否可算為控制性股東？Iman Anabtawi及Lynn Stout認為，實質控制應當有「經常性」，亦即「具有對公司事務具有經常性之絕對控制能力」[26]之股東，故雖依最新「積極股東」（activist shareholder）定義，少數關鍵性股東亦可能對公司有實質控制力，但一般而言少數股東之實質控制不可能為「經常性」，筆者認為可排除於「控制股東」之定義外。不過，美國部分州法院亦有將控制股東受託義務範圍及於少數股東之例，如俄立崗州法院之判決[27]。

---

23 Iman Anabtawi & Lynn A. Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 STAN. L. REV. 1255 (2008).

24 AMERICAN LAW INSTITUTE, THE FEDERAL SECURITIES CODE, § 209, 29 (1980).

25 Robert C. Art, *Shareholder Rights and Remedies in Close Corporations: Oppression, Fiduciary Duties, and Reasonable Expectations*, 28 IOWA J. CORP. L. 371, 381 (2003).

26 Anabtawi & Stout, *supra* note 23, at 1255.

27 Art, *supra* note 25, at 382.

依據美國法律協會（American Law Institute, ALI）在其公司治理守則中，除以實質控制性影響為判斷外，對於直接或間接持有已發行股份總數表決權25%以上之股東，推定其為控制股東[28]，此一25%最低持股門檻，為美國部分學者所採[29]。至於該門檻是否適用於我國，仍待更多實證研究支持。若研究發現25%亦為絕大多數公司「控制股東」形成「控制」之股權比例，在實務判決中，法院或可援引美國法律協會以持有表決權股份25%以上之股東，為控制股東之認定標準。

在我國公司法中，雖對「控制股東」無直接定義，但關係企業專章中卻有「控制」與「從屬」之定義，公司法第三六九條之二規定：「『控制公司』為控制他公司有表決權之股份半數，或直接、間接控制他公司之人事、財務或業務經營者」。此一定義凸顯我國在定義「控制公司」時，已延伸至非形式持股的「實質控制力」部分，是以在定義「控制股東」時，亦可採之。

綜上，筆者認為控制股東之定義可為：「凡符合『表決權過半數』或『直接、間接控制公司之人事、財務或業務經營』條件者，即為『控制股東』」。

---

28 ALI, Principles of Corporate Governance, 1.10(b). 一股東若單獨或與他人約定或協議持有公司具表決權之已發行股份總數25%以上者，除非該公司另有其他持有具表決權股份更大比例之股東，否則即可規定該股東就公司的經營或政策具有控制影響力。

29 Deborah A. DeMott認爲，在25%以下，較難形成控制。Deborah A. DeMott, *Down the Rabbit-Hole and into the Nineties: Issues of Accountability in the Wake of Eighties-Style Transactions in Control*, 61 GEO. WASH. L. REV. 1130, 1141 (1993).

三、我國控制股東濫權問題之嚴重性

美國公司法著名學者Ronald Gilson，曾於Controlling controlling shareholder 一文中，將控制股東濫權行為區分為三種重要類型[30]。其一為一般的商業營運活動，包括控制股東「掏空」（tunnelling）、關聯交易及移轉定價之濫權狀況，即控制股東從公司盈餘中拿取不成比例之利益，損害少數股東應得利益之行為。其二為併購時常發生的現金逐出式合併（freeze-out），即控制股東在過程中以不公平價格逐出少數股東，其三為控制權移轉中，控制股東有竊奪公司機會、賣給掠奪者等行為。基於以上分類，我國控制股東濫權情形可區分如下：

◎我國控制股東濫權實務常見類型

*1.*一般商業營運交易

我國上市公司家族企業比例高，控制股東雖多擔任公司之董事或董事長，但亦有不擔任公司負責人職務，僅在幕後進行操控者。從博達[31]、訊碟[32]、皇統[33]等掏空案中，控制股東以作假帳，或以國外金融操作手法虛增應收帳款、虛灌營收、設立虛假人頭公司製造假交易等作法，逐步掏空公司。雖然上開公司之控制股東均擔任公司負責人，少數股東可按公司法第二十三條第一項違反公司負責

30 Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, *Doctrines and Markets: Controlling Controlling Shareholders,* 152 U. PA. L. REV. 785, 785-86 (2003).

31 博達案 檢方查出葉素菲海外暗杠近40億，大紀元報，2006.1.12，http://www.epochtimes.com/b5/6/1/12/n1186521.htm，最後瀏覽日：2010年4月6日。

32 訊碟大筆資金流向成謎昔日股王今成地雷，大紀元報，2005.9.14，http://www.epochtimes.com/b5/4/9/4/n650041.htm，最後瀏覽日：2010年4月6日。

33 皇統董事長自爆作假帳，自由時報，2004.9.16，http://www.libertytimes.com.tw/2004/new/sep/16/today-e1.htm，最後瀏覽日：2010年4月6日。

人之善良管理人義務提起訴訟，但有部分重大掏空案例，控制股東並未擔任公司負責人，僅在幕後操控，規避公司法第二十三條第一項及第一九三條損害賠償責任，例如東帝士集團相關案例之幕後主使者陳由豪，及力霸集團掏空案的王又曾等人。是以弊案爆發後，法官難就公司法上之民事責任進行歸責。實務上法院雖以「實際負責人」對該等控制股東進行起訴，惟僅限於刑事責任部分，在民事賠償責任上，除非能依民法之侵權行為[34]起訴成功，否則一般而言，少數股東甚難要求「實際負責人」對其不法行為進行賠償。至於股東若有損害是否符合公司法第二十三條第二項「違反法令致他人受有損害」中「他人」之要件？在實務與學界迭有爭議[35]，實務上多認為第二十三條二項之「他人」並不包括股東，故少數股東亦難以就該請求權向控制股東請求賠償。

除上述行為外，在「一般商業營運交易」中，若多數股東握有公司資源卻拒絕分派盈餘，亦為可能的濫權態樣之一。目前我國公司法上並未提供有限公司之少數股東得逕提起直接訴訟或代位訴訟之機制[36]，少數股東僅得依公司法第十一條之規定，向法院提出裁定解散公司[37]，是以控制股東拒絕分派盈餘，即有可能侵害少數股東權利。實務上雖有地方法院判決指出，股東之盈餘分派請求權係為股東權之核心，多數股東濫用表決權侵害少數股東權利之作法與

34 有關公司法第23條之侵權責任，實務通說上主要有特殊侵權行爲及法定特別責任二種見解。曾宛如，少數股東之保護與公司法第二三條第二項——兼評台南高分院八十七年度重上更一字第二二號判決及九十六年度台上字第一八六號判決，月旦法學雜誌，159期，頁273，2008年8月。

35 相關爭議可參見曾宛如，同前註，頁264-273；黃銘傑，違股東盈餘分派契約之效力及公司會計規範作爲「保護他人法律」之問題點，月旦法學雜誌，185期，頁198，2010年10月。

36 曾宛如，同註34，頁270。

37 曾宛如，同註34，頁270-271。

公共秩序有違，自應將該決議解為無效[38]。惟就該法院判決，因該實務見解並未將判斷標準予以明確論述，故尚難使該標準形諸未來之具體檢測標準[39]。

此外，若將「募資」行為視為公司一般商業決策行為，我國於二〇〇二年開放之「私募」[40]管道，雖提供公司方便募資機會，卻亦同時賦予控制股東另一濫權管道。例如控制股東可透過私募價格之操控，變相掏空公司。控制股東倘透過股東會特別決議通過私募案之發行，即使私募價格偏低，其若符合表決程序，控制股東可一方面以高價將所持有之股份於市場上賣出，另一方面利用經股東會特別決議通過之私募案，將公司股份以低價賣給控制股東有關係之「特定人」[41]，藉由「左手高賣、右手低買」，從中獲取價差，侵害少數股東利益。

2. 現金逐出式合併（cash out merger, freezeout merger）

管理層收購（Management Buyout, MBO）係指公司高級管理層收購全部或是一公司很大比例之股權許多管理層收購採融資收購（Leverage Buyout, LBO）形式，管理層向金融機構或風險投資融

38 臺灣桃園地方法院93年度訴字第1081號判決。

39 曾宛如，多數股東權行使之界限——以多數股東於股東會行使表決權爲觀察，月旦民商法雜誌，31期，頁29，2011年3月。

40 所謂「私募」（private placement），係指公司選擇以「不公開」方式，向「特定人」銷售有價證券，募集資金。原我國「私募」限於「非公開發行公司」，其後爲擴大私募範圍，增加企業籌資管道，遂於2001年11月修正公司法時，開放公開發行公司得以私募方式，招募公司債，2002年修正證交法時將私募相關規範規定於證交法第43條之6第1項至第43條之8。

41 例如2010年5月初威盛公司3億股的私募案揭曉，全數由威盛董事長王雪紅持股的投資公司吃下，私募價格訂爲每股12.3元，隨後威盛股價即一路狂飆，6月4日收盤價成爲28.2元，短短一個月漲兩倍以上。參見劉俞青，大股東吃定小股東內幕，今週刊，頁93，2010年6月14日。

資，其後再由該公司盈餘中償還[42]。管理層收購可使管理層達到「經營權轉換為所有權」之目的。

我國上市公司多為家族企業，控制董事會運作之管理層通常亦為大股東，例如二〇〇六年私募股權基金凱雷投資集團（Carlye Group，下稱「凱雷」），有意併購我國日月光半導體公司（下稱「日月光」）、東森媒體，以及橡樹併購復盛等三案，出賣方均為典型的「管理層（兼控制股東）收購」。日月光公司董事長李虔生家族持股高達24%、東森媒體控制股東則出售股份高達90%，復盛公司之部分董事、監察人、其配偶及關係人等共五十人於公開收購期間同意參與公開收購之應賣股份比例占復盛公司之46.8%。從上開三例觀之，在我國管理層收購常伴隨控制股東收購，管理層之同意與否，對公開收購之完成有關鍵影響[43]。在上開架構中，雖然控制股東未必為管理層，管理層亦未必為控制股東，但當管理層與控制股東為同一主體時，即產生控制股東藉由「管理層收購」方式，主導併購方式與價格之問題。

我國管理層收購的常見模式為，管理層（控制股東）先設立一投資公司（SPV），透過該投資公司收購目標公司三分之二[44]或二分之一股權，收購後由目標公司與投資公司進行以現金為對價之「合併」，以投資公司為存續公司，目標公司為消滅公司。依照企

42 ROBERT CHARLES CLARK, CORPORATION LAW 499 (1986).

43 王文杰、方嘉麟、馮震宇，臺灣管理層收購之法律問題——以復盛與日月光爲例，月旦財經法雜誌，15期，頁7，2008年12月。

44 收購三分之二股權之目的爲，倘該公司合併後欲依臺灣證券交易所股份有限公司上市公司申請有價證券終止上市處理程序第2條申請自願下市者，則應經董事會或股東會決議通過，且表示同意之董事或股東，其持股需達已發行股份總數三分之二以上。依照前開規定，管理層先收購目標公司三分之二之股份，較有利於申請自願下市。

業併購法第十八條第二項，該「合併」決議，僅需由目標公司代表已發行股份總數過半數的股東出席，出席股東表決權三分之二以上同意即可通過，合併後在存續公司中剩下之股東，管理層可再依照企業併購法第四條規定，將之以現金對價進行「逐出」（cash out）。

在上開模式內，因目前我國公開收購之「過程」尚未要求資訊揭露[45]，且公開收購之被收購對象於接獲公開收購要約後，若有任何反對意見，需於七日內載明持反對意見之董事姓名及其所持理由[46]。然於短短七天內，小股東如何透過「董事」表達對公開收購價格之異議？在資訊不對稱之情形下，於管理層收購達二分之一股數之時點，小股東甚難預見其將於日後「被逐出」。倘管理層（兼控制股東）同意應賣之股份比例相當高[47]，其同意與否即對公開收購之完成有決定性影響，而原本認為收購價格不合理而不願出售之小股東，錯過第一次公開收購出售時機，待股東會通過「合併」後，若逐出之「現金對價」較前次「公開收購價格」為低[48]，少數股東依法必須接受該出價。此一過程看似合法，但卻隱藏控制股東利用控制權以不合理價格逐出少數股東之可能性。少數股東雖有「股份收買請求權」可為救濟，但行使條件嚴格，採行不易[49]，亦

45 參考公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第7條及第9條。另經查公開收購申報書之內容雖需揭露公開收購價格，但公開收購之過程（例如已完成多少比例）之收購，並未有任何揭露機制，僅於公開收購開始時揭露收購價格，至於收購成功與否，須待公開收購條件成就後方得知悉。

46 公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第14條第1項第2款。

47 例如在未公開收購前，日月光大股東已控制30%，復盛控有46%。

48 企業併購法中並未規定「現金逐出」價格須參照前一次公開收購價格，是以控制股東依法可採「兩階段差別取價」方式逐出小股東。在實務上若為避免爭議，律師事務所多半會建議控制股東兩階段之出價一致。

49 參考公司法第317條。

無美國制度下之「獨立董事委員會」可協助小股東對公開收購價格合理性表示意見[50]。

就控制股東（管理層）而言，若管理層於併購完成後，因股權轉換投資（equity rollover）成為併購後公司新股東之情況下，管理層並無保障被收購公司少數股東權益之動機[51]，甚至可能因其對少數股東提出之收購價格愈低，控制股東所享受之利益愈大。現行法制下的最後防線為董事忠實義務，企業併購法規定公司在為「併購」決議時，董事應盡「善良管理人之注意」[52]，但問題在於「公開收購」過程中，董事是否有類似之義務，則並無相關法令可循。若參考美國德拉瓦州公司法，董事忠實義務在「公開收購」情境下未必能發揮效用[53]，在我國公開收購中董事是否需負擔「忠實義務」或「善管義務」，則甚難為此預期，即使回歸公司法二十三條第一項課予公開收購之董事「善管義務」，若主導公開收購之控制

50 目前臺灣並無要求公開收購之被收購公司須就公開收購價格提出專家意見或組成特別委員會評估收購價格合理性之相關規定。王文杰、方嘉麟、馮震宇，同註43，頁9。

51 控制股東爲能持續留任於新公司中繼續經營，避免小股東被逐出後提告，實務上常見作法是管理層（控制股東）先取得收購公司股權，再進行嗣後之公開收購計畫，否則等到完成公開收購，再進行股權轉換投資（rollover）時，主管機關或小股東得主張此舉違反證交法第43條之2「同一收購條件」之規定。

52 參企業併購法第5條規定。

53 Kimble Charles Cannon, *Augmenting the Duties of Directors to Protect Minority Shareholders in the Context of Going-private Transactions*, 2003 COLUM. BUS. L. REV. 191, 196, 241-44 (2003). 作者指出德拉瓦州法律在公開收購中，公司董事會可能與控制股東互相合作，使少數股東相對而言處於不利地位，在過去兩年，德拉瓦衡平法院制度，允許被收購公司接受在面對公開收購時由控制股東提出不合理價格，顯示法院使董事的一般性義務，獨立於在公開收購中保護小股東之義務。上開論述顯示德拉瓦州董事會於公開收購中尚未扮演解決股東間利害衝突之角色。

股東未擔任董事或其他公司負責人職位，即不在公司法第二十三條第一項之射程範圍內。

以復盛為例，復盛董事長李後藤決定出售復盛後，為迴避利益衝突，即應由復盛獨立團隊與橡樹資本談判，若獨立團隊認為橡樹資本「公開收購」出價過低，該出售即應不能成立，但此時董事長李後藤卻選擇以控制股東身分繼續與橡樹資本合作，賣出足夠股數達到促使合併案成功、逐出少數股東之目的，控制股東即有違反少數股東權益之虞。學者王文杰、方嘉麟已注意到管理層收購中易有此現象發生，遂提出控制股東是否亦應當負擔對少數股東之「忠實義務」，顯示在管理層收購中，我國法制確實對少數股東權益之保障相當不足[54]。

再以凱雷併東森媒體案為例，控制股東王令麟等人在與凱雷公司達成收購協議後，隱瞞收購資訊，先以每股二十元之低價向小股東購買股份，隨後再連同原持有之控制股份一併售予買方凱雷集團所設之盛澤公司，盛澤公司在其後收購東森媒體股份達90%時，再以「簡易合併」方式[55]與「東森媒體公司」合併，合併後「東森媒體公司」小股東之股份，於第二階段被盛澤公司以二十六元價格進行「現金逐出」，小股東認為收購價格過低聲求法院裁定收買價格之公平性，此一案件又再度說明在現金逐出式合併中控制股東對少數股東產生不公平對待的可能性。

3. 控制權移轉（transfer of control）

在美國法上控制股東於控制權移轉過程中，若控制股東出售給掠奪者、竄奪公司機會，或在沒有出售相對應控制股權前即出售管

54 王文杰、方嘉麟、馮震宇，同註43，頁12。

55 按企業併購法第19條，簡易合併並不需經過股東會之同意，而只要董事會多數決議即可通過。

理職位等，均構成所謂「特殊情況」。在「特殊情況」下，控制股東不應獲得「控制權」移轉出售溢價，理由是該溢價之取得可能是基於出賣少數股東權益之「特殊情況」，得構成「控制股東違反受託義務」要件。

在二〇〇九年美商AIG出售南山人壽案中，可說明控制股東可能的濫權形態。南山人壽最早之競標買方為港資博智控股（背後為中策集團）與中信金控，第一次決標時由港資博智得標。該案當時之爭議為中信金控提出價格較博智為高，且中信金控亦提出較博智集團為佳之經營計畫，不料博智控股公司卻取得南山人壽97.57%股權，但一個月後博智控股出售南山人壽三成股權予原競爭對手中信金控，博智母公司中策集團又認購中信金控9.95%股權，成為中信金第二大股東[56]，原本競爭對手一夕間成為合作夥伴。此一過程引發外界揣想，博智金控究竟為南山人壽「妥善經營買家」或是「掠奪者」？

當時得標的博智金控，為二〇〇九年四月倉促成立之金控公司，其母公司為在香港上市之中策集團，二者均無經營保險業之經驗，且中策集團股東結構對經濟部交代不明，其後是否有中資操控亦有疑義，中策集團在取得控制權後，於尚未取得金管會核准前[57]，又轉手出售部分股權給原來競爭對手中信金控，違反先前提出的投資計畫[58]。倘中策集團非以長期經營為目標，南山人壽之小股東權益即有受侵害之虞。二〇一〇年九月經濟部投審會以金管會未許可同意為由，確定駁回博智中策集團入主南山人壽案，主要是

56 陳怡慈，敗部復活　中信金212億入股南山，中國時報，A15版，2009.11.18。

57 該6項承諾包括短期內不出脫南山持股、陸資持股不得超過3成等要求。參見彭禎伶，博智買南山　要過五關、許六承諾　金管會、經濟部與投審會提把關辦法，首先將確認是否屬陸資，工商時報，A3版，2009.11.14。

58 一樁令人不安的世紀標售案，中國時報，A17版，2009.11.25。

金管會對博智金控的財務能力及長期經營能力有所質疑[59]。

二〇一一年博智金控捲土重來，與國產實業、中興保全等本國廠商聯手，試圖以「共治方式」經營南山。為避免重蹈覆轍，金管會明確表示，買家需獲金管會之支持為首要考量，而非出價高低[60]，是以AIG雖在眾多買家中屬意博智金控與潤成投資，仍待金管會審查通過方為關鍵。最後南山人壽雖於二〇一一年一月確定出售給潤成投資[61、62]，但在長達近三年的出售過程中，買家是否為「掠奪者」，一直為主管機關考量的重點，故於審查條件中開出「長期經營」之條件[63]。

由上述我國控制股東常見之三大類濫權類型中，可見控制股東濫權確實為我國公司法學界必須重視之問題。下節中將探討我國「現行制度」所提供之預防與救濟措施。至於其他諸如英國之「影子董事」（shadow director）制度、「事實上董事」（de facto director）制度、「不公平損害救濟制度」（unfair prejudice）及韓國的「指示業務執行者責任」（liability of person who instructs another person to perform duties）制度，雖亦可對控制股東濫權行為有部分約束效果，但在使用範圍上均有不同之限制，受限於篇幅，此一制度比較部分，將另行為文撰述。

59 孫中英，金管會釘南山資金　防大裁員，聯合報，A2版，2010.9.1。

60 林國賓，此次標售南山人壽主要考量，不是出價高低。AIG：買家獲金管會支援列優先，工商時報，A2版，2010.12.24。

61 潤成投資爲潤泰集團與寶成集團合資成立之臺灣公司。

62 黃琮淵，參800萬張保單權益掛保證628億尹衍樑買下南山，中國時報，A1版， 2011.1.13。

63 彭禎伶，南山易主　至少要經營15年　財委會通過決議，長期經營條件將更嚴格，以維護保戶權益，工商時報 ，A13版，2010.11.30。

四、我國現行約束控制股東濫權之法制檢討

㈠現行法制對控制股東濫權問題之約束效果不彰

我國公司及證券交易法中，對控制股東濫權行為並未直接予以規範，實務上對控制股東濫權行為可起約束作用者，主要可歸納為以下三作法，惟若仔細探究，可發現均難以規範控制股東以「自然人」身分或於「法人」背後進行操控之行為。

1. 控制股東非公司法第二十三條第一項「忠實及善管義務」之規範對象

公司法第二十三條第一項課予「公司負責人」之「忠實及善良管理人之注意義務」，但責任主體為「公司負責人」，非「控制股東」。前述東帝士及力霸集團相關掏空案之幕後首腦陳由豪、王又曾等人，即為幕後指使所有非法交易之「控制股東」。在相關起訴書中，法官雖以「實際負責人」指稱陳由豪、王又曾等被告，但受限於當時公司法中並無對「實際負責人」訂定任何相關之責任，陳由豪之部分僅得以刑法中之「詐欺」、「背信」罪名起訴[64]。另王又曾部分，投保中心雖以民法第一八四條侵權行為對王又曾提出損害賠償之訴，有取得勝訴結果者，惟「侵權行為」要件成立相當困難，投資人勝訴機率並不高，同一案件可能因法官見解不同而有不同結果[65]。即使原告可證明控制股東行為對「公司」造成損害，但

64 參見臺北地方法院刑事判決99年度金易緝字第1號，陳由豪等被告雖被稱爲「實際負責人」，卻無民事相關責任，法官僅能以刑法342條之背信罪予以究責。

65 投保中心對王又曾之提訴，求償金額9億餘元，法官在此案中採投保中心以侵權行爲爲提訴理由，認定王又曾等人「對債信不良公司及關係企業進行違法貸款，並公告不實財務報告，造成市場錯誤信賴，自屬『故意以背於善良風俗之方法加損害於他人』，符合民法第184條第1項後段、第2項之要件，故應對善意投資人所受之損害負連帶賠償責任。」（臺北地方法院民事判決96年

是否對「小股東」造成損害，其中因果關係並不明確，是以小股東或利害相關人甚難以構成民法之「侵權行為」取得勝訴。

2.「利益相關股東須迴避表決」之成立要件欠缺明確性

在多數股東表決權行使界限之問題上，我國於二〇〇一年公司法修正後，業已刪除持股比例達3%以上者，表決權應以章程限制之規定，我國目前遂欠缺多數股東表決權行使是否應予限制之概念[66]。曾宛如指出，多數股東依自己利益考量後所為之表決行為，在外國法（如英國法）上訂有救濟規定，我國法卻未意識到此問題，造成對少數股東之利益保護不周[67]。公司法中第一七八條雖對股東設有一般性迴避之規定，惟其認定要件不僅限於「有自身利害關係」，且必須「有害於公司利益之虞」。此一要件使法官在判斷「是否有害於公司利益之虞時」，相當困難。在為數不多之高等法院裁判書中，法官均以「難謂股東與公司間有特別利害關係」或無法證明「有害公司利益之虞」為由，駁回原告之訴[68]。此外，第一七八條排除條款過多，例如公司法第一九二條選任董監事及企業併購法第十八條第五項之公司合併，均可排除第一七八條之適用，造成第一七八條對控制股東之約束效力大為降低，學者多批評此條文對於界定「控制股東有利害關係」相當困難，且所謂「有利害關係

度金字第20號）。惟本案法官之見解，未必爲其他法官所認同，民法第184條侵權行爲之認定，在其他債權人或投資人對王又曾提告之案例中，即有因「因果關係」未能成立而敗訴者，如臺北地方法院民事判決98年度訴字第543號及臺北地方法院民事判決97年度重訴字第235號，法官即未採納原告以民法第184條主張王又曾等人應負擔侵權行爲之損害賠償責任之見解。

66 曾宛如，我國公司法待決之問題——以公司法制基礎理論爲核心，月旦法學雜誌，181期，頁57，2010年6月。

67 曾宛如，同前註，頁57。

68 經查92年度上更字第78號及89年度上字第1122號之最高法院判決，法院均以難謂該董監事與公司間有特別利害關係，駁回上訴人撤銷股東會決議之訴。

股東不得進入股東會進行表決，亦有其爭議性[69]。另有學者認為並無必要一般性地禁止股東為自己利益行使表決權，多數股東行使其權利的界限應當是以「不侵害其他股東核心權利」為考量點[70]。該等批評皆顯示國內學者對於公司法第一七八條之立法設計不表支持。

3. 以關係企業專章約束「控制公司」及「控制公司負責人」成效有限

為避免控制股東利用母子公司關係進行非常規交易，並兼顧集團企業發展，我國公司法中的關係企業專章，係為防止控制股東以「控制公司」對子公司有不當控制之立法設計。其中第三六九條之四即明訂控制公司對從屬公司應負擔損害賠償責任之條件。然而關係企業專章自一九九七年頒布施行至今，已超過十年，實務界案例稀少[71]，學界亦多有尖銳批評，究其原因，可大致分為以下三點：

⑴舉證「不合營業常規及其他不利益之經營」困難度高

依公司法第三六九條之四，從屬公司受有控制公司之損害時，債權人或股東得以自己名義，請求控制公司對從屬公司為給付。此時債權人或股東提訴性質為「代位訴訟」，不僅提訴誘因不足，且在舉證責任之分配上，須由原告負擔。若舉證責任難以移轉至被

69 廖大穎主張「有自身利害關係致有害於公司利益之虞」之定義並不清楚，且恐出現由少數股東決定股東會決議之不當情形，與會議民主之多數決機制有違，故主張廢除公司法第178條，同時調整不當決議的事後救濟法制，例如放寬現行公司法第11條少數股東向法院聲請裁定解散公司之條件，法理上較無失衡之虞。廖大穎，論股東行使表決權迴避之法理——兼評台北地院九十一年訴字第三五二一號民事判決，月旦法學雜誌，99期，頁236-238，2003年8月。

70 曾宛如，同註39，頁36。

71 如臺北地方法院民事判決94年度金字第3號、89年度海商字第49號、最高法院93年度臺上字第2203號、93年度臺上字第1870號，原告以公司法第369條之4提起上訴，提訴數量寥寥可數。

告[72]，原告負擔舉證「不合營業常規與其他不利益之經營」，即有相當困難度[73]。法官在欠缺財務專業背景下，甚難判斷何為不合營業常規之經營，是以依據該條文被歸責之案件相當稀少[74]，原告若能舉證成功，則通常亦可舉證控制公司具有「侵權行為」，關係企業專章並未提供較民法設計對從屬公司或債權人更為有效之保障[75]。

⑵規範對象限於「公司」，不及於自然人及其他團體

依公司法第三六九條之一之定義，關係企業規範對象侷限於公司組織之營利社團法人[76]，至於非公司組織之營利事業或私法人、政府、自然人、非法人團體、外國公司等，非屬規範範圍內[77]。此立法無異開一後門，讓有心者可透過設立法人，規避關係企業法之適用。控制股東可利用「政府」或「非公司法人」名義擔任公司股

72 由從屬公司外部股東或債權人準備關係企業內部交易往來之數據，極不現實，應由控制公司蒐集資料較爲簡單。劉連煜、王泰銓均主張應當仿傚德國聯邦法院所確立之「推定關係企業」理論，把舉證責任移轉給被告。劉連煜，公司法理論與判決研究㈠，頁81-82，1995年。惟此一作法尚未被實務界採行，股東欲舉證控制公司造成從屬公司之「損害」，甚爲困難。

73 「不合營業常規或其他不利益之經營」屬於「不確定法律概念」，在判斷上有相當困難度。

74 經查歷年來之裁判書，僅有臺北地方法院民事判決94年度金字第3號乙案，法院以該公司法第369條之4判被告控制公司賠償。其餘以該條起訴或上訴之案件，如91年度上易字第538號、91年度海商上字第10號等，原告均被判敗訴。

75 方嘉麟，關係企業專章管制控制力濫用之法律問題——自我國傳統監控模式論專章設計之架構與缺憾，政大法學評論，63期，頁308，2000年6月。

76 依據公司法第369條之1：「本法所稱關係企業，系指獨立而相互間具有下列關係之企業：一、有控制與從屬關係之公司。二、相互投資之公司。而所謂『控制』與『從屬』關係之公司，則以公司法第369條之2條規定之。」

77 洪秀芬，公司法「關係企業」規範之疑義與缺失，東海大學法學研究，17期，頁276，2002年12月。

東，在幕後進行實際控制，特別我國公司法又有第二十七條第一項至第三項之不當設計，控制股東得藉由第二十七條法人董（監）事制度隱身幕後[78]，規避公司法上相關董監事之責任[79]，堂而皇之地不受關係企業專章之約束。

⑶「年度補償」之制度設計使對關係企業之管制較一般企業更為寬鬆

關係企業專章承襲德國股份公司法對事實上關係企業之規範，惟在制度設計上惜有「部分移植」德國法制之弊。德國法上的「事實上關係企業」，係指事實上具控制從屬關係者（例如持股逾半），在規範「事實上關係企業」時，德國法上主要採取控制公司是否違反「忠實義務」之標準，但因考慮若每項交易均檢視「控制公司」是否「違反忠實義務」成本過高，乃允許例外以年度補償為之，追求企業綜效，是以德國法上控制公司對從屬公司負有某種「忠實義務」方為規範重點，並不以「年度補償」為先決條件[80]。

反觀我國公司法第三六九條之四第一項有關「不合營業常規或其他不利益之經營」之規範，控制公司行為縱使達到民法侵權行為

78 舉例而言，在現行公司法第27條規定下，假設一甚具資力、對A公司持股比例甚高之自然人控制股東甲，另設一資本額低之私人投資公司B，持有少數A公司之股份，藉由法人股東機制運作，甲可選擇以法人股東B之代表人身分並依第27條第2項規定，當選A公司董事。在此一迂迴持股之設計下，A公司之董事責任係由形同空殼公司之法人股東B承擔，而非由具實質控制力之控制股東甲承擔。

79 廖大穎，評公司法第二十七條法人董事制度——從台灣高等法院九十一年度上字第八七〇號與板橋地方法院九十一年度訴字第二一八號判決的啓發，月旦法學雜誌，112期，頁206，2004年9月。

80 德國股份法第311條規定：「若沒有協定另外約定，控制公司控制公司不得運用其影響力，使從屬公司爲不利於己之法律行爲，或就措施之決定或不作爲，使自己蒙受不利。否則控制公司及其負責人應負損害賠償責任。」

標準，卻仍有年度補償設計阻卻違法，「年度補償」之設計反成為重點，造成關係企業專章反比一般企業更為「寬鬆」，此與立法當時欲以較為嚴格之標準對關係企業進行管制之目的，似背道而馳[81]，此為局部移植德國法制之荒謬結果。

基於以上因素，我國關係企業法之施行，對於控制股東之濫權行為無法進行有效之責任訴追。

㈡於現行公司法制下進行修正之可能性

經檢討我國約束控制股東濫權之相關法制後，可進一步思考是否可於現行法制下藉由修法彌補對於控制股東濫權行為規範不足之漏洞？我國公司法學者早已有呼籲應盡速建立控制股東法律責任，否則必然留下現代公司法制漏洞之主張[82]，且二〇〇〇年經建會委託學者研究之「公司法制全盤研究與修訂建議」中，已有類似「實質董事」之建議修正條文[83]，惜該修法建議未能獲得採納。直至二〇一二年一月最新修正的公司法，方於第八條增加「實質董事」（或稱影子董事）之立法[84]。

關於採用「實質董事」規範控制股東行為之作法，筆者認為其雖有一定之效果，但仍不若對控制股東直接課以其對少數股東之

81 方嘉麟，同註75，頁295。

82 劉連煜，掏空公司資產之法律責任，月旦法學教室，56期，頁91，2007年6月。

83 徐小波、劉紹樑、王文宇、劉連煜、林國全等教授受行政院經建會所委託研究提出之「公司法制全盤研究與修訂建議」第3冊，2000年3月31日。

84 按最新修正公司法第8條第3項：「公開發行股票之公司之非董事，而實質上執行董事業務或實質控制公司之人事、財務或業務經營而實質指揮董事執行業務者，與本法董事同負民事、刑事及行政罰之責任。但政府爲發展經濟、促進社會安定或其他增進公共利益等情形，對政府指派之董事所爲之指揮，不適用之。」

「公平對待」義務更有約束力。主要原因係為「影子董事」、「事實上董事」或是韓國之「指示業務執行者責任」，均必須透過證明控制股東有「影響」董事或從事「類似董事之行為」，方能對其進行歸責，在實務認定上有其難度，此一作法難以因應在新型併購、私募、控制權轉移等不同類型之交易中，控制股東可能直接對少數股東進行不公平對待之各種情狀，例如現金逐出式併購、控制權移轉交易，毋須透過影響「董事」而或從事「類似董事之行為」即可達成。

至於修正「關係企業專章」的作法則更加不切實際，目前關係企業章將規範主體限於「控制公司」，除非關係企業章將規範主體放寬至自然人，方可對自然人之控制股東有約束力，惟此一更動，恐從根本上撼動「關係企業」之結構。

綜上，筆者認為在現行法架構下，關係企業章之設計既已有根本上的問題，企圖以該專章之修正來彌補對控制股東之規範不足，恐徒勞無功，而「實質董事」之相關立法，實務上亦有認定「類似董事」或「影響董事行為」之難度，不若「控制股東」之定義「持股超過半數，或直接、間接對公司之經營或政策具有行使控制性影響的力量」，於認定上較為容易，且可適用於與董事行為無關之交易類型。在美國法中，即直接賦予控制股東對少數股東「受託義務」，可供我國進行法制移植之參考。

以下的研究即設法從美國實務判決中，梳理出該控制股東受託義務之內涵及演變過程。

五、美國控制股東「受託義務」之特殊性

所謂「受託義務」（fiduciary duty），係存在於受託關係（fiduciary relationship）中受託方（fiduciary）對受益人（beneficiary）之義務。受託義務和契約關係之差別在於，契約關

係允許締約雙方有自利行為，但受託關係卻要求利他行為。受託義務要求受託人須將他人利益置於自己利益之先[85]。

有關受託義務，學者提出不同詮釋。有學者認為該義務內容包括注意義務、忠實義務及資訊揭露、善意（duty of good faith）及公平對待（duty of fair dealing）之義務[86]，也有學者認為善意義務及公平對待義務非受託義務之核心，因該二義務允許行為人保有「自利」成分，而受託義務應當以「託付人」之利益為優先[87]。學者中對「受託義務」詮釋最為全面者，為美國公司法學者Robert Clark，其表示受託義務法（fiduciary law）對受託方的規定較契約法（contract law）對簽約方的規定為嚴格，包括揭露真實資訊之義務、行為之注意及忠實義務、不以其地位優勢獲取自身利益的義務，及法官加諸的道德責任感等[88]，然而，該四項特質非可見於合約中，係法官於普通法判例中累積得來之歸納結果。

綜合觀之，筆者認為倘單純詮釋「受託義務」一詞，可有「注意義務」、「忠實義務」、「揭露資訊義務」、「善意義務」及

85 Reza Dibadj, *Disputed Concepts in Contemporary Business Association Law: Discussions on Fiduciary Duty and Capital Lock-in: The Misguided Transformation of Loyalty into Contract*, 41 TULSA L. REV. 451, 459 (2006).

86 Art, *supra* note 25, at 386. "The fiduciary duties are stated in various and overlapping phraseologies, including loyalty, good faith and full disclosure, and the duty of fair dealing."

87 Dibadj, *supra* note 85, at 460. "The primary differences between fiduciary duties and the standard of good faith and fair dealing turn upon the ability to act in a self-interested manner, the computation of damages, the presumption that the parties operate on an equal footing, and the presence or absence of an imperative to further the beneficiary's interests."

88 Robert Clark, *Agency Costs Versus Fiduciary Duties*, *in* PRINCIPALS AND AGENTS: THE STRUCTURE OF BUSINESS 128, 198 (John W. Pratt & Richard J. Zeckhauser eds., 1991).

「公平對待義務」等五種不同內涵。該等義務之內涵隨受託義務係加諸於「董事經理人」或「控制股東」，而有不同側重。因美國公司治理核心問題存在於「經理層與股東」間，而非「控制股東vs.少數股東」間，故在受託義務規範上，向來以對董事、管理層之受託義務為重點，控制股東義務較少得到重視[89]，且股東控制通常相當隱晦且形式間接[90]，導致美國法中控制股東受託義務內涵較為晦澀不明。從法院實務判決觀之，雖然美國法官在不少案例中，賦予控制股東受託義務，肯認該義務不僅存在於閉鎖公司，公眾公司亦有跡可循[91]。然而，在討論「受託義務」之學術文獻[92]中，卻鮮少發現「控制股東對其他股東之義務」被列為受託義務類型之一，主要是控制股東受託義務難以附著於「受託義務法」中核心的「代理人—本人」關係（agent principle relationship）、信託關係（trust beneficiary relationship），或是其他受託義務類型上[93]。

正因為控制股東受託義務在理論基礎上有其解釋困難度，需要研究者從法院判決之陳述及理論建構中，逐步勾勒該義務之具體內

89 Anabtawi & Stout, *supra* note 23, at 18.

90 Anabtawi & Stout, *supra* note 23, at 52; DeMott, *supra* note 29, at 1140.

91 JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, CORPORATIONS 412 (2d ed. 2003). “most modern courts have accepted the principle that the controlling shareholders as well as the directors and officers owe a fiduciary duty to other shareholders—to public shareholders in a public held corporation and to minority shareholders in a close corporation.”

92 Robert Flannigan, *The Fiduciary Obligation*, 9 OXFORD J.L. 285, 285-322 (1989); Tamar Frankel, *Fiduciary Law* , 71 CAL. L. REV. 795, 795-836 (1983); Austin W. Scott, *The Fiduciary Principle*, 37 CAL. L. REV. 539, 539-55 (1949); Ernest J. Weinrib, *The Fiduciary Obligation*, 25 U. TORONTO L.J. 1, 1-22 (1975).

93 另外4種類型包括director-corporation、guardian-ward、lawyer-client、partner-fellow partner等。Deborah A. DeMott, *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, 1988 DUKE L.J. 879, 909 (1988).

涵及適用情形。此外，控制股東受託義務內涵有其動態演變過程，法官詮釋亦可隨時代發展而有所改變，並且該義務於不同公司類型（閉鎖公司或公開公司）、不同州法院（德拉瓦州或麻賽諸塞州，（下稱「麻州」）亦有不同內涵發展。因此，本文嘗試從三個不同角度：時間、公司類型及管轄法院，逐一進行探討，最後再將三個面向交織在一起，得出美國控制股東受託義務之具體風貌。

貳、美國閉鎖公司中控制股東受託義務

一、閉鎖公司與壓迫之定義

閉鎖公司係指公司股東人數少、無現成交易市場可供股份交易，且公司主要股東積極參與公司經營管理的一種公司形態，美國麻州及德拉瓦州公司法對閉鎖公司有不同定義[94]，由該等定義可知，所謂「閉鎖公司」是指股東人數少、沒有公開流通市場，出資股東在公司中通常擔任一定管理或受雇角色之公司。

在閉鎖公司中之控制股東，若其掌握控制權力，可能透過各種方式侵害少數股東權益，例如不分派股利、撤除少數股東重要職位，及給予自身較高待遇等方式，而少數股東因股份缺乏流動性，無法藉由股份之出售自我救濟，必須接受此種不公正之分配，此即構成公司法中所謂的「壓迫」（oppression）。美國法院訂出不同標準定義「壓迫」，有些法院視壓迫為「明顯可見之違反公平對待

94 閉鎖公司特質可以下列幾個條件表示：*1.*股東人數較少；*2.*無現成交易市場可供股份交易；*3.*有相當多數之股東參與公司經營及管理等。至於在德拉瓦州，閉鎖公司有特別之管理法規，在章程中必須規定：*1.*公司持股人數必須在一定數量內；*2.*股東持股須受持股轉讓限制；*3.*不應當有公開發行（public offering）之行爲。Del. Code Ann.tit.8, 342(a) (1)-(3) (2001) (30 nominal shareholders).

的錯誤行為」，有些法院視壓迫為「違反閉鎖公司股東間彼此應擔負之受託義務」或「對於其他股東合理預期之挫折」[95]。總之，「壓迫」一旦形成，法院即有義務替少數股東主持正義。少數股東得以「壓迫」為由，訴求法院解散公司，或以「控制股東違反受託義務」提起訴訟。法院通常會針對情況之嚴重性，賦予少數股東聲請解散公司之權力，或裁定控制股東應以公平價格買回少數股東之股份。法院一旦認定在閉鎖公司中存在「壓迫」之事實，該公司控制股東即可能違反對少數股東之受託義務，少數股東可能因證明「壓迫」確實存在而勝訴[96]。

美國「閉鎖公司」之性質，在我國相當於封閉型的「有限公司」、「無限公司」、「兩合公司」或小型的「股份有限公司」[97]，凡性質符合「股東人數少」、「無公開流通市場」、「出資股東通常擔任一定管理或受雇角色」等條件，或透過股東間協議「限制轉讓股權」方式強化閉鎖之效果，即相當於美國法上之「閉鎖公司」。該等公司中若出現控制股東「壓迫」少數股東之情事或形成「公司僵局」，在現行我國公司法下，少數股東僅能向法院訴諸「裁定解散公司」[98]。惟該救濟手段對公司及股東而言，影響甚鉅，倘能賦予少數股東對控制股東「壓迫」行為之提訴正當性，少數股東則未必需要採取「訴請法院裁定解散」此一激烈手段，仍可使法院介入其與控制股東之間的爭議。因此，在閉鎖公司中股東間

---

95 Douglas K. Moll, *Reasonable Expectations v. Implied in-Fact Contracts: Is the Shareholder Oppression Doctrine Needed?*, 42 B. C. L. REV. 989, 1002 (2001).

96 Douglas K. Moll, *Shareholder Oppression in Close Corporations: The Unanswered Question of Perspective*, 53 VAND. L. REV. 749, 751 (2000).

97 王志誠，股東書面協議法制（上）——公開化或閉鎖化之判定基準？，月旦法學雜誌，174期，頁141，2009年11月。

98 參見公司法第11條。

互相負擔的受託義務，一般認為比公開公司股東間受託義務，更具有必要性。

雖然麻州法院處理閉鎖公司之案例較德拉瓦州法院為多，但學者Mary Siegal認為，德拉瓦州鼓勵閉鎖公司少數股東以契約保障自己權益，在基本利益分配、地位，及退出策略上與控制股東簽訂協定，法院只有在利益衝突時對交易過程及價格公平性作出審查，並不加諸控制股東過高之受託義務，是較為正確之作法[99]。Siegel認為未來趨勢必定是逐漸往德拉瓦州之方向演變，並且舉出三大潮流[100]作為例證。若採納其見解，在分析美國閉鎖公司控制股東受託義務時，仍應將重點放在德拉瓦州法院之相關判決。

二、美國閉鎖公司控制股東受託義務之內涵探析

在本節中，筆者分別介紹麻州與德拉瓦州在閉鎖公司中的代表案例，觀察美國控制股東受託義務在閉鎖公司中之演變。

㈠以麻州法院為代表之案例

美國麻州法院有相當豐富的審理閉鎖公司控制股東受託義務之案例經驗，以下筆者整理出控制股東受託義務發展之四大階段，德

99 Mary Siegal, *Fiduciary Duty Myths in Close Corporate Law*, 29 DEL. J. CORP. L. 377, 447-48 (2004).

100 該三大潮流分別爲：第一，新的商業組織形式愈來愈契約導向，法院願意提供最大程度之契約自主性；第二，朝向降低投資人（股東）受託義務之使用，例如最新修訂的有限責任法（Uniform Limited Liability Company Act 4009 (1996)）與合夥法（Revised Uniform Partnership Act 404 (1997)）均減少受託義務之內容，僅言明忠實義務及注意義務爲唯一受託義務；第三，法律開始降低有限責任公司中之任意解散權力，僅在連帶無限責任下給予投資人解散權（at-will dissolution rights），意味著少數股東不能動輒以違反受託義務作爲解散公司之理由。*Id*. at 466-67.

拉瓦州則因案例較少，僅以代表性案例介紹受託義務之演變。

1. 股東間互負「升高之受託義務」

Meinhard v. Salmon (1928)[101]乙案，係為說明股東在合夥形式中的典型案例，該案法官Cardozo在判決中表示：「合資企業宛如合夥（copartners），合夥人間必須負有最高忠實義務。對於互負受託義務者來說，光是誠實並不夠。受託義務人必須遵守基於最高榮譽感所帶出的最嚴格行為標準[102]。」另外在Donahue v. Rodd Electrotype (1975)案例[103]中，法院更進一步闡述閉鎖公司中股東之間彼此應當負有「最高善意及忠實義務」（utmost good faith and loyalty），法官在結論中表示：「在閉鎖公司中之股東就像在合夥形式中之股東一樣，彼此間負有受託義務[104]。」

2. 不違反「合理商業目的」

在Wilkes v. Springside Nursing Home (1976)案[105]中，係以違反合理商業目的為判斷標準。法院在本案採取「多數股東行為是否合理」而非「少數股東權益是否造成損害」之觀點。美國幾位學者認為Wilkes案在控制股東受託義務上具有重要之典範轉變意義。從本

101 Meinhard v. Salmon, 249 N.Y. 458 (1928).

102 *Salmon*, 249 N.Y. at 464.

103 Donahue爲Rodd Electrotype公司之少數股東，Donahue向法院提出上訴，主張該公司退休董事長Harry Rodd透過其子女掌握該公司多數股權，以董事會多數決高價買回Harry股份，但Donahue想以同等價格賣出股份給公司，卻遭董事會拒絕，因此認爲多數股東違反「平等機會原則」，對少數股東不公。

104 Donahue, v. Rodd Electrotype, 367 Mass. 593.

105 案例中4個股東（包括Wilkes）在Springside Nursing Home中擁有相等股份，並且4人分別擔當公司不同職務，持續在公司中合作，其後Wilkes和其餘股東交惡，Wilkes被逐出董事會並被終止其薪水支付，於是Wilkes上訴，主張其他3位原股東濫用控制股東權利，違反對少數股東受託義務，法院最後判定多數股東違反受託義務。

案開始，法院開始考慮從受託人之角度考慮「是否符合合理商業目的」，和傳統受託義務（以受益人利益出發）解釋方式不同。自是，控制股東開始有較大決策彈性，除非少數股東可證明有其他不會侵害少數股東權益之選擇[106]，否則「合理商業目的」得作為控制股東免責理由。

自Wilkes案後，在Smith v. Atlantic Properties[107]案中，法院更進一步提高合理商業目的之重要性。在該案判決中，多數股東「更為明智」之商業目的可被允許凌駕於少數股東利益之上，此一判決無疑解消閉鎖公司中控制股東受託義務之優先性。Iman Anabtawi等學者指出，股東受託義務不一定限於「控制股東」，少數股東亦可能被歸責，只是非常少見[108]。在此觀點上，控制股東不必以少數股東利益之優先為優先，而是以「商業目的合理性」為優先，少數股東亦應對控制股東負有某種程度之受託義務[109]。本案判決結果已修正在Wilkes v. Springside中之利益平衡原則[110]，股東並不需

106 Ragazzo, *supra* note 4, at 1105.

107 Atlantic Properties公司中有4個持股相等之股東，分別為Smith、Zimble、Burke、Wolfson，每位股東在章程中約定公司任何決定必須經過80%以上具有投票權之股份同意，無形給予任一股東實質否決權（每一股東持有25%股份），其中Wolfson連續拒絕該公司分配股利，理由是欲將盈餘作為改善資產及修繕之用，但事實顯明Wolfson並未提供任何修繕計畫，Smith等3位多數股東向法院提訴，要求解除Wolfson董事職位並請求其支付處罰稅金。法院認為Wolfson雖為少數股東，但其決策對公司有舉足輕重之影響力，故對其他股東負有受託義務，不當決策顯然影響公司經營，判多數股東勝訴，去除Wolfson職務並要求其賠償公司損失。Wolfson拒絕公司分配股利之作法，違反其他股東「合理商業目的」之判斷，法院認為若多數股東有以公司利益為主之合理商業目的，即使違反少數股東利益，也不能算違反受託義務。

108 Anabtawi & Stout, *supra* note 23, at 23.

109 Anabtawi & Stout, *supra* note 23, at 53.

110 即考量合理商業目的測試是否能有另一個損害較小的方式取代，若無，則該

要為「公司」尋求最佳利益，股東可從「個人利益」出發，尋求多數股東之「合理利益」[111]，此一轉變，從根本上挑戰控制股東需對少數股東負擔某種傳統受託義務之看法。

3.「不違反少數股東合理預期」

除前揭「合理商業目的」判斷標準外，法院尚以控制股東違反少數股東「合理期待」作為另一判斷受託義務是否違反之標準，該標準亦為其他州最高法院廣泛採用[112]。本案法院判決重心在於審視少數股東「合理期待」是否被挫折，按照Douglas Moll分類，係屬於「修正式少數股東立場」。在*In re* Kemp & Beatley, Inc. (1984)[113]案中，法官明確指出，壓迫之發生，必須是控制股東之行為在實質上（substantially）及客觀性上（objectively）有傷害原告合理期待之事實方能成立[114]，且少數股東必須擔負舉證責任[115]。所謂少數股東「合理期待」，並非主觀、單向的期待，而是控制股東亦必須知曉且有某種相互瞭解的合理期待，單是少數股東「失望」本身並不構成「合理期待」的落空[116]。在Meiselman v.

合理商業目的即可爲控制股東之行爲免除責任，不會造成受託義務之違反。

111 Lawrence E. Mitchell, *Professional Responsibility and the Close Corporation: Toward a Realistic Ethic*, 74 CORNELL L. REV. 466, 466 (1989).

112 Moll, *supra* note 95, at 1002.

113 Kemp & Beatley公司由8位股東持股。原告Dissin和Gardstein係爲該公司長期雇員，持股共約20%，其後該二人被公司解雇。原告主張其係被公司「逐出」（freezeout），理由爲其在逐出前並無獲得該公司盈餘之任何分配，被告公司董事有詐欺及壓迫之行爲。法院認定原告對於股利分派之「合理預期」可成立，理由爲該公司確實有該基於股權分配股利之政策，不應遽予改變，被告不分配股利之行爲，確實構成對原告之壓迫。*In re* Kemp & Beatley, 64 N.Y.2d 63, 75 (1984).

114 *Beatley*, 64 N.Y.2d at 73.

115 Moll, *supra* note 95, at 1005.

116 *Beatley*, 64 N.Y.2d at 73.

Meiselman[117]案例中，法官即表示合理期待必須是股東間「相互知悉」之期待，而不包括自己單方形成之期待[118]。少數股東的合理期待不能違反公司整體的最佳利益[119]。

4.「未有不當意圖」

在Sugarman v. Sugarman[120]案例中，法院對控制股東之「壓迫」採取更為寬鬆之標準，必須原告（少數股東）有充分證據證明控制股東具有「故意」之侵權事實，「壓迫」方得成立。該案法官表示：「要證明多數股東違反受託義務是需要有充分證據的。……少數股東要能充分舉證控制股東進行惡意的逐出行為，必須舉出控制股東有操控之事實，例如沒有分配股利、沒有合理地對少數股東進行出價[121]、付給自己大量報酬等等，重要的是控制股東採取『有計畫』（designed）的行動來設法達成逐出其他股東的目的……，上訴者必須要證明被告有『故意』採取眾多行動來剝奪公

117 Meiselman v. Meiselman, 307 S.E.2d 551 (N.C.1983).

118 *Meiselman*, 307 S.E.2d at 563.

119 Willis v. Bydalek, 997 S.W.2d 798 (Tex. App. 1999) (wrongful lockout did not establish oppression).

120 Sugerman v. Sugerman, 797 F.2d 3 (1986) (United States Court of Appeals for the First Circuit). 1906年4個兄弟組成合夥成立Sugerman Brothers並銷售紙製品，1918年該合夥事業由其中3個兄弟Joseph、Samuel、Myer平均持份管理，惟後來該合夥事業公司化後，原本平均持份卻因原始股東移轉部分股份給各人之子而生爭議。其中Myer之子Leonard收買Samual子女的股份，使Myer家族持股過半數。Leonard擔任董事長後，行爲遭其他家族成員不滿，例如原告指控其發放較高退休金給自己的父親，並且試圖再以低價收購 Samuel持股，原告指控其係有計畫地「逐出少數股東」。但本案法官認爲，僅以多付報酬和低價收購並不足以證明控制股東違反受託義務，必須要證明該一連串行動係爲有「計畫的故意」，方足證明。

121 *Sugerman*, 797 F.2d at 9-10.

司利益，並且這種故意已經達到侵權標準[122]。」此一對於「違反受託義務」標準轉變，顯示法院對於控制股東違反受託義務之判斷標準趨於寬鬆，惟此一發展是否能成為法院主流判定方式，需再加以觀察。

5. 小　結

以上探討麻州法院案例之發展過程，總的來看，麻州法院分析法院運用「受託義務」於閉鎖公司中時，經歷三階段演變，從第一階段嚴格之忠實義務標準（standards of loyalty），到第二階段平衡控制股東與少數股東之合理利益（balancing the legitimate interests），最後再到第三階段必須要有故意與錯謬之行為（intentional wrongful conduct）才構成受託義務之違反，特別在控制股東「現金逐出式合併」及「壓迫」之行為中，法院已漸漸放棄採用嚴格「受託義務」標準，而採用第三階段「故意及錯謬行為」作為歸責標準[123]，顯示法院在慢慢放寬「受託義務」定義之同時，正朝著逐漸揚棄「受託義務」方向前進，理由是一旦判斷標準放寬至「故意及錯謬行為」，即接近「侵權行為」之認定標準，傳統「受託義務」幾已失去意義[124]，閉鎖公司中控制股東須對少數股東負擔「升高受託義務」的觀點，已經確定過時。法院對控制股東違反受託義務之認定標準，建立在相當模糊之公平性原則上[125]。

---

122 *Sugerman*, 797 F.2d at 30. "In order to prove freeze-out, appellees must establish that Leonard intentionally took various actions to deprive them of any corporate benefits and that he thereby breached his fiduciary duty to them as minority shareholders. Massachusetts cases have viewed such breaches as torts."

123 Lawrence E. Mitchell, *The Death of Fiduciary Duty in Close Corporations*, 138 U. PA. L. REV. 1675, 1680 (1990).

124 *Id*. at 1681.

125 Gordon Smith, *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*, 55 VAND. L. REV. 1399, 1459 (2002).

㈡以德拉瓦州法院為代表之案例

由前述麻州法院案例中，即使不同法官對違反受託義務之歸責標準不同，基本上麻州法院仍主張閉鎖公司中控制股東應對少數股東負有某種公平性義務，然德拉瓦州最高法院卻未肯認此點。經過案例演變，德拉瓦州最高法院不願直接承襲麻州法院原則，卻又無法獨自建立一套完整體系，德拉瓦州法院避免直接去問閉鎖公司中股東是否互負受託義務，導致控制股東受託義務是否在德拉瓦州閉鎖公司中存在之問題，尚未完全解決直到如今[126]，不過，德拉瓦州法院雖然不願直接處理閉鎖公司中控制股東受託義務，卻以「所有公司」角度，處理控制股東在「所有公司」中所負擔之受託義務。以下即以德拉瓦州閉鎖公司代表案例，說明此一發展。

1. 少數股東合理預期之違反

在Litle v. Waters (1992)案[127]中，法院主張德拉瓦州法院可接受麻州「違反少數股東合理預期」說，作為認定控制股東違反受託義務之標準。此案代表德拉瓦州對閉鎖公司中股東間利益之衝突，

126 Jeffrey M. Leavitt, *Burned Angels: The Coming Wave of Minority Shareholder Oppression Claims in Venture Capital Start-up Companies*, 6 N.C. J.L. & TECH. 223, 249-52 (2005). "The court took some pains to avoid the direct question of whether a duty is owed among and between close corporation shareholders in the Nagy case, consequently leaving the issue of majority shareholder fiduciary duty unresolved to this day."

127 原告Litle為持有DMGT公司32%股份之股東，控制股東Water於董事會中主導，決定不配發股利。Litle認為股利不分配導致持股價格縮減，且公司董事會發行對特定員工之「股權激勵措施」，使該不配發股利政策對Litle少數股東影響甚大，並且促使控制股東Water可採用更便宜之價格購買Litle股份。針對此一指控，被告Water辯稱董事會不配發股利之行為應受被商業判斷原則保護。法院判被告敗訴，理由為股利分配相當於自我交易行為，應受完全公平原則而非商業判斷原則審查。

仍可能採取和麻州法院相同作法[128]。學者Andrew Turezyn指出，因德拉瓦州法律在此方面例子很少，故須看其他州法院判決，少數股東合理期待既已被違反，即可請求救濟[129]。

2. 平等對待原則之鬆動

在Litle案後，德拉瓦州最高法院在Nixon v. Blackwell案[130]中考慮：「是否應當有更特別之規則保護在德拉瓦閉鎖公司中少數股東？」在Nixon案中，衡平法院本主張參考Donahue v. Rodd案中之平等機會原則，要求控制股東應當負有受託義務，但上訴後德拉瓦州最高法院翻轉衡平法院裁判，認為股東間只要講求「公平」（fairness）即可，不必要求「平等」（equality），股東間並不需要因為待遇「不平等」，少數股東即可要求控制股東負擔受託義務。不過，Nixon案雖然有名，但因本案引發爭議甚大，未能成為德拉瓦州主流案例。以三年後的Riblet v. Nagy案為例，法院並未直接援引Nixon案作為德拉瓦州對控制股東受託義務審理原則之審理依據，可見Nixon案影響力有限。

---

128 Ragazzo, *supra* note 4, at 1124-25.

129 Andrew J. Turezyn, *1992 Developments in Delaware Corporate Law*, 19 DEL. J. CORP. L. 103, 116 (1994).

130 原告Nixon股東代表持有Barton閉鎖公司B股之14位少數股東，向法院提訴，主張公司董事及公司違反受託義務，理由是公司只給予A股股東人壽保險及員工持股計畫（employee stock ownership plan），卻未將相同福利給予持有B股之少數股東。初審法院在判決中認爲董事違反受託義務，但再審上訴法院卻認爲，股東並不需要總是被「平等地對待」，作爲非雇員B股股東，不一定需要享有作爲雇員的A股股東相同之福利。法院認爲，即使受託義務是要求股東間待遇「公平」，但是「平等」並非「公平」之詮釋。「完全公平」原則並不能引伸出「平等原則」。Nixon v. Blackwell, 626 A.2d 1366, Supreme Court of Delaware (1993).

3. 迴避控制股東在閉鎖公司中之直接義務

在Nixon案後，德拉瓦州最高法院於一九九六年之Riblet Products Corp. v. Nagy[131]案中再度處理閉鎖公司中控制股東的受託義務問題。在該案中，最高法院透過相當迂迴之審理過程，表達對該問題之看法，直接說明在德拉瓦州尚未發展出「閉鎖公司控制股東應對少數股東負有受託義務」之原則，控制股東並未被賦予升高之受託義務[132]。該案判決結果與Wikes案（肯定控制股東對少數股東負有受託義務）及Nixon案（否定該義務存在）之見解均無直接相關，問題焦點轉為「先前有無契約訂定」之問題上，即原告只能在其契約被違反之情況下方能獲得救濟，而非受託義務之違反。即使有人主張在無契約時法院應當創造受託義務保障少數股東，但德拉瓦州最高法院認為，若有契約應以契約為重，法院並不需要直接介入少數股東保護。

自是，Riblet案將重心轉至「契約之有無」而非「受託義務之

131 Riblet Products v. Nagy, 683 A.2d 37, Supreme Court of Delaware (1996). Nagy為少數股東及董事長，僱傭契約中約定若其被無理由解雇，Nagy有權分享一定利益。後來Nagy被解聘即向法院提訴，主張解雇未具正當性，控制股東違反受託義務。然而，當上訴法院（第七巡迴法院）開始尋找德拉瓦州最高法院有無代表案例時，卻發現「德拉瓦州最高法院從來未正式處理過這個問題。」第七巡迴法院甚至不去引用德拉瓦州最高法院在Nixon案中之判決。該案特別藉Riblet案重新整理關於控制股東受託義務之爭點所在，再要求德拉瓦州最高法院針對該爭點表達意見，最高法院同意將該案爭點從「德拉瓦州的控制股東是否須對公司中有僱傭契約的少數股東負擔受託義務？」轉至「契約之有無」上。

132 此一觀點在James Cox公司法教科書中獲得印證，他認為非所有州均採用參與者於閉鎖公司中，均須服從於升高之受託義務，例如德拉瓦州法院在Nixon v. Balckwell中即主張不應讓少數股東享受先前並未協定好之權利，並且在Riblet Products v. Nagy案中，德拉瓦法院亦拒絕承認在Wilkes（麻省法院）中少數股東可獲得之權利。COX & HAZEN, *supra* note 91, at 413.

有無」，法官指出Nixon案控制股東義務在閉鎖及公眾公司中並無差異，並且指出Wilkes案至終並未成為德拉瓦州法律，說明在德拉瓦州控制股東受託義務，必須要從其他「一般性」控制股東對少數股東負有之義務，作為德拉瓦州控制股東受託義務之基礎。

*4.*小　結

在Litle v. Waters[133]案例中，德拉瓦州法院參考麻州法院作法，判在閉鎖公司中多數股東應對少數股東有受託義務，但其後在Nixson v. Blackwell（1994）案中，法官即直接挑戰閉鎖公司中「股東必須平等對待」原則，否定閉鎖公司中控制股東須對少數股東負有受託義務[134]，雖然Nixon案法官表示在閉鎖公司中控制股東並不負有特殊義務，但僅以該案例作為說明德拉瓦州公司法中控制股 東義務已經「死亡」，學者Robert Ragazzo認為是太過誇張的說法[135]。在Riblet案中，德拉瓦州最高法院既不援用Nixon案看法，也不採用麻州之Wilkes案看法，而是指出德拉瓦州並無專屬於「閉鎖公司」控制股東受託義務的特殊審理原則。從以上三例觀之，德拉瓦州於閉鎖公司相關之案例，加上法院的謹慎作法，只能從主要案例代表精神中，得出德拉瓦州法律較重視股東間「契約」之訂定，避免直接加諸控制股東形式上之義務。學者Robert Ragazzo指出必須回到「所有公司類型」（all corporations），而非僅限於「閉鎖公司」，尋找控制股東普遍之受託義務原則[136]。

---

133 Litle v. Waters, Del. Ch. Lexis 25, Chancery Court of Delaware, New Castle (1992).

134 Ragazzo, *supra* note 4, at 1133.

135 Ragazzo, *supra* note 4, at 1151.

136 Ragazzo, *supra* note 4, at 1134. "Because the Riblet court reaffirmed Nixon's principle that the duties of majority shareholders are no different in closely and publicly held corporations and noted that 'Wilkes has not been adopted as Delaware

以上探討美國閉鎖公司控制股東之受託義務，得到以下結論：

⑴以麻州為主之案例，雖有較多閉鎖公司之相關案例，但麻州法院已逐漸揚棄「閉鎖公司間股東需負升高受託義務」之傳統，而以「違反少數股東合理預期」或「控制股東具有合理商業目的」、「有意圖之侵權行為」等標準，作為衡量控制股東是否違反受託義務之原則。從此意義上看，受託義務即使在閉鎖公司中，審理標準日趨寬鬆，已非「升高之受託義務」可為解釋。

⑵以德拉瓦州為主之案例，雖在閉鎖公司方面案件較少，卻具有主流影響力。德拉瓦州打破「閉鎖公司」與「公開公司」之界限，重視股東間之契約約定，而非硬性賦予控制股東受託義務，學者指詮釋德拉瓦州受託義務發展時要回到「所有公司」中去尋找控制股東受託義務之內涵。

總的來說，雖然「閉鎖公司」受限於股份流動性，股東間似乎應當負擔較高之受託義務，但無論麻州或德拉瓦州之案例，發展至晚進時，「閉鎖公司」與「公開公司」間股東之界限，逐漸難以劃分，法院在一些案例中並未賦予閉鎖公司更為升高之受託義務。針對此一現象，Robert Ragazzo於評價德拉瓦州閉鎖公司時即指出：「德拉瓦州法院不特別在閉鎖公司中發展控制股東對少數股東之義務，法院完全公平審理原則已經對少數股東提供相似保護[137]」，該論述也顯示控制股東於閉鎖公司與公開公司中的義務，可集中於探討「完全公平審理原則」上。

---

law,' the implication is that protection for minority shareholders against freezeout techniques must flow from the general fiduciary duties that majority stockholders owe to the minority in all corporations."

137 Ragazzo, *supra* note 4, at 1151. "If the Delaware courts do not develop special categories of duties to protect minority shareholders in closely held corporations, the Delaware entire fairness test may come to provide similar protection."

參、美國公開公司控制股東受託義務之內涵探析

相較於閉鎖公司，公開公司股票具有流動性，少數股東若不滿公司控制股東之決策，可「以腳投票」退出公司，不易形成在閉鎖公司中單向壓迫之僵局。若有此退出機制，公開公司控制股東是否仍有必要對少數股東負有受託義務？

事實上，美國公開公司控制股東是否須對「公司」及「少數股東」負有受託義務？答案係為肯定。理由是美國於早期或晚近案例中，可清楚發現法院確實要求公眾公司控制股東必須對少數股東負擔某種「fiduciary duty」[138]，以下逐一介紹該等案例。

一、美國公眾公司控制股東受託義務的早期案例探源

在美國早期公司法案例中，可找到法官對公開公司控制股東受託義務之詮釋，不過該等詮釋被學者批評其道德意涵過高，且為儀式性之語意論述，欠缺清晰可操作之行為標準[139]，其價值主要在於確認「控制股東受託義務」確實存在於公開公司。以下為三個早期案例的「受託義務」詮釋。

---

138 Anabtawi & Stout, *supra* note 23, at 14. *See* Kahn v. Lynch 638 A.2d. 1110, 1115 (Del. 1994); Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971); Jones v. H.F. Ahmanson & Co., 460 P.2d 464, 471-72 (1969); Ragazzo, *supra* note 4, at 1135. "controlling shareholders, however, have a fiduciary duty to the minority in all corporations, including publicly held corporations."

139 Steven M. Haas, *Toward a Controlling Shareholder Safe Harbor*, 90 VA. L. REV. 2245, 2276 (2004).

㈠受託義務基於「資產共有連帶受益關係」（Ervin v. Oregon R. & Nav. Co. (1886)）

在Ervin v. Oregon R. & Nav. Co.[140]案中，Wallace法官闡明控制股東對少數股東負有受託義務之法理，他說：

> 「當控制股東組成多數並且得以控制公司時，控制股東此時即成為『公司本身』，並肩負著公司對股東之信託義務（trust relations）[141]。……
>
> 公司財產好比股東信託基金，股東間既有共同利益，股東彼此間之關係，即好比受託（trustee）和受益人（cestui que trust）間之關係。當數個股東共同享有公司資產，基於公平性原則，不應容許任一股東將資產獲為己有，或是傷害他人對該資產之利益。共同的利益衍生出共同的責任，在此其中各方應當對彼此有一『最佳地使用其共同財產』之義務，若是一方想要透過犧牲其他人之權益獲取對該財產之利益，則可視為犯下某種擬制性欺詐（constructive fraud）」[142]。

從以上敘述，筆者以「資產共有連帶受益關係說」統稱之，法官將「股東共同之財產利益」與「股東共同對該財產之責任」間建立必然聯繫，因為有「共同財產利益」，所以產生對彼此之「共同責任」。然而，此一解釋忽視股東間可能產生之利益矛盾，當控制股東之作法違反其他股東意願時，此一「連帶受益」解釋即有其限制，特別是股東間的利益並不總是「連帶受益」的，很可能是「相互衝突」的，「資產共有連帶受益關係說」並無法解釋股東間經常

140 Ervin v. Oregon R. & Nav. Co., 27 F. 625, Circuit Court, S.D. New York (1886).
141 *Id*. at 631.
142 *Id*. at 631.

產生之衝突狀況。

㈡受託義務可基於「實質上干涉董事行為」（Robotham v. Prudential (1903)）

在Robotham v. Prudential[143]案中，Robotham為Prudential保險公司（公開公司）之少數股東，其向法院提訴，主張Prudential董事違反受託義務，不應購買另家保險公司之多數股份。本案雖是對董事提訴，但法官對於控制股東受託義務同時進行說明。該案法官認為，雖然多數股東透過資本多數決任命董事，並透過董事操控公司，但該等多數股東並不對少數股東負有任何義務，因選出之「董事」即為所有股東「共同受託人」（agent），是董事而非控制股東對少數股東負有義務，控制股東亦無權力控制這些董事。然而，倘若控制股東於選出董事後，試圖操控董事行為，此時遂產生義務，此時可視控制股東為「實質董事」（de facto director）。法官又表示：「若控制股東將這些選出來之受託者變成自己的「代理人」，並且控制該等董事之行為，控制股東方違反受託義務」[144]。是以公眾公司控制股東之受託義務，須建立在「事實上干涉董事決策」之不當行為上。

㈢受託義務可基於「少數股東間接信託」（Pepper v. Litton[145](1939)）

第三種對控制股東受託義務的詮釋為Pepper v. Litton案中之「間接信託」說。該案法官係認為控制股東一旦掌握公司控制權力，其決策即開始對少數股東權益產生影響，少數股東雖未直接和控制股東簽訂契約，要求控制股東保護其權益，但因少數股東將其

143 Robotham v. Prudential, 64 N.J. Eq. 673, 689 (1903).
144 *Prudential*, 64 N.J. Eq. at 690.
145 Pepper v. Litton, 308 U.S. 295 the United States, Supreme Court (1939).

資產交付公司，等於間接將管理資產之權力「信託」給掌握公司之控制股東，控制股東在擁有「控制權」前提下，即應站在替公司管理資產之角度，對全體股東負有受託義務，不得以犧牲其他股東權益，作為增進自己利益之手段。

須注意的是，此種「間接信託」，與傳統信託關係有別，在信託關係中「受益人」（beneficiary）須委託受託者（trustee）代為處理資產，受託者必須完全站在受益人之角度謀福利，但控制股東若同時擁有「自私的所有權」，其即難以站在少數股東利益上接受此一託付。因此，法官即使盡力闡述此種「受託關係」，也只能看成是對控制股東之道德性呼籲，藉由看似合理的說詞，合理化控制股東對少數股東的受託義務。Pepper v. Litton法官表示：

> 「董事是受託者，具有控制力的控制股東也是，……**他們的權力是來自於其他股東信託給他的權力**（their powers are powers in trust），他們和公司的交易必須經過嚴格審查，若其行為被挑戰，董事及控制股東有義務舉證其交易具有內在的公平性[146]。」

上段論述說明該信託關係非少數股東有意識之託付，但在控制股東掌握控制權力的那一剎那，少數股東的資產立即和控制股東行為產生一種「依賴」關係，少數股東既無能力阻擋控制股東「濫用權力」，法院即必須課予控制股東「受託義務」。學者Frankel認為，受託者「濫用權力」及託付人「無力防止」是義務產生之根本原因[147]，並且該信託關係是「法院賦予的」，而非「信託人自然委託的」。在美國法下，控制他人資產的任何人都要向他人承擔

146 *Id*. at 306.

147 Frankel, *supra* note 92, at 809. Frankel認爲受託義務之所以需要，正因託付者無能力透過其他方式，阻止受託之濫權。

受託義務，即使控制股東非「直接」控制少數股東的資產，但在掌握控制權後，卻因其有濫用權力之可能，即須對少數股東承擔受託義務[148]。

㈣小　結

本節以三個重要早期案例，說明公開公司的控制股東受託義務在美國法確實存在之事實，及法官在案例中對該義務所為之理論詮釋。惟上開法官之詮釋是否可為控制股東對少數股東負擔「受託義務」提供足夠正當性，筆者持保留態度，原因是不論是「資產共有的連帶義務」、「實質上干涉董事行為」，或「少數股東間接信託」理論，法官的解釋均有牽強處，或有限定之適用範圍，此亦為控制股東「受託義務」的理論，在一九四〇年後即難以再從美國案例中出現的原因。

二、公開公司控制股東受託義務之意涵轉變

在一九四〇年後之案例，法官在處理少數股東與控制股東利益分配不均的問題時，僅輕描淡寫提到「受託義務」的字眼，但未再作任何理論上的詮釋。例如在Roland v. Najarr[149]案中，法官僅以「長久存在的公平原則」（long-standing principles of equity）描述，或在Singer v. The Magnavox案中，法官以「應如董事經理人一般對公司及少數股東負擔誠實、忠實、善意，及公平義務」[150]等簡單理由，說明控制股東受託義務之正當性。

造成此轉變之原因，有學者認為是因為在一九四〇年至一九八

148 曹富國，少數股東保護與公司治理，頁263，2006年。

149 Roland v. Najarr, 407 A.2d 1032, Supreme Court of Delaware (1979).

150 Singer v. The Magnavox, 380 A.2d 969, 977, Supreme Court of Delaware (1977).

〇年二次戰後期間，美國經濟出現嚴重通貨膨脹（inflation），在經濟壓力下，法院逐漸朝向尊重企業家精神之實用主義發展，以促進投資活動[151]；另方面學界對於控制股東受託義務之抨擊愈來愈猛烈，例如學者Deborah DeMott認為控制股東在依法合理享有「自私所有權」下，根本難以依照嚴格受託義務定義為少數股東利益服務[152]。一九四〇年後美國法院在處理控制股東和少數股東爭議之案件中，雖然法官仍未放棄採用「違反受託義務」作為歸責控制股東之理由，惟受託義務之意涵，可能已發生變化。

本研究發現，一九四〇年後美國法院在採用「受託義務」對控制股東進行歸責時，已經難以尋覓法官於案例中對該義務繼續作出理論性之詮釋。學者Lawrence Mitchell指出，公司法中受託義務，已不能採用傳統受託義務之「受託人為受益人之最大利益」作為解釋[153]，原因是當受託人和受益人同在一公司中，且共同分享公司資產利益時，控制股東作為「受託人」之傳統定義，必然出現張力[154]，而在閉鎖公司中採用嚴格受託義務標準，可能剝奪控制股

151 William E. Nelson, *199 Roy R. Ray Lecture April 12, 1999: The Law of Fiduciary Duty in New York*, 1920-1980, 53 SMU L. REV. 285, 292 (2000).

152 如美國學者Deborah A. DeMott指出，受託義務是受託人以受益人利益爲優先之義務。受託人必須要有可替受益人「任意決定」之權利，若無該權利，即使在一關係中委任一方爲受託人，仍不能稱之爲受託義務。因此，法院若要定義受託人承擔「受託義務」，必須符合以上要求。然而法院通常僅能採取擬制性的信託（constructive trust），將受託義務強加在被告身上，而不問被告是否確有主動「承擔」（undertake）義務之責任，法院的作法僅爲合理化其判決之解釋，禁不起嚴格分析。DeMott, *supra* note 93, at 901.

153 Mitchell, *supra* note 123, at 1676.

154 Mitchell, *supra* note 123, at 1687. “When the fiduciary and the beneficiary share ownership interests in the property around which the relationship centers, this basic assumption becomes strained.”

東使用自己資產管理公司的權利[155]。為平衡控制股東和少數股東兩方權益，法院開始從高標準的受託義務撤退，除非少數股東證明其出於惡意，否則控制股東的行為可被允許[156]。因此，現代美國公司法案例即使中出現「受託義務」字眼，法官已不會要求受託人必須「完全依照受益人利益行事」，因「受託人」自身之利益亦須同時獲得保障，受託義務中的「利他」性質已被「善意」（good faith）和「公平交易」（fair dealing）之意涵所取代[157]。換言之，採用「受託義務」一詞已不能精確表達法院在處理控制股東與少數股東爭議問題之核心，法院採用「完全公平審查原則」進行審查時所追求之公平精神，方為控制股東受託義務之現代實質內涵。由Roland v. Najarr案中法官提及的「長久存在之公平原則」觀之，至遲美國已於一九七九年時有脫離「受託人需對受益人負責」傳統定義之現象。

肆、公開公司控制股東「公平對待」義務之誕生

在本部分中，筆者將以較為晚近的美國案例，探討控制股東「受託義務」之內涵是否已開始產生轉變，而「公平對待義務」（duty of fair dealing）是否確為「受託義務」之新詮釋。

155 Mitchell, *supra* note 123, at 1688-91. Mitchell指出，閉鎖公司中並不能區分獨立於個人之「公司利益」，利益若能按比例分配，控制股東和少數股東的利益就會一致，若不能按比例分配，少數股東會認爲利益受到侵害。

156 Mitchell, *supra* note 123, at 1692.

157 Mitchell, *supra* note 123, at 1727. “Although these proposals have real merit in resolving close corporation problems, they abandon the altruism inherent in fiduciary analysis in return for more commercially-oriented concepts of good faith and fair dealing.”

一、公開公司控制股東違反受託義務之三種態樣

如第壹部分所述，美國公司法學者Ronald Gilson曾將美國控制股東之濫權行為區分為三種重要類型：一般商業營運活動、現金逐出式合併以及控制權移轉等。實務上美國法院曾就該三種類型採取寬嚴不同的審理標準。在一般商業營運活動（包括控制股東「掏空」（tunneling）、自我交易及移轉定價）之私取利益及現金逐出式合併交易，法院就控制股東行為通常採嚴格審查，以保障處於不利地位的少數股東。但對控制權移轉之交易，法院之審理相對較為單純，除非有明顯詐欺行為或不當之掠奪，司法審查並不會進入此領域，審查標準相對較為寬鬆。

以下即分別以代表性的案例說明法院在面對該三類行為時之審查標準，以及法院如何採用安全港原則事先篩選案例，避免所有案件均以費時耗力的「完全公平審理原則」進行審理的前置程序。

二、一般商業營運活動之私得利益（Private Benefits of Control in Operating the Company）

在一般商業營運活動中，少數股東對控制股東在關係企業（如子公司）中之行為，常有爭議。例如少數股東對母公司控制股東提起股利分配不均[158]、股份價格出售不合理[159]、母子公司間交易條件不合理等訴訟。在該等訴訟中，法院若採用「完全公平原則」處理，審理資源恐負擔過大，需要發展一套篩選規則事先過濾案件。

在Sinclair案件中，法院樹立「內在公平測試」（intrinsic

158 子公司可能過度分派股利給需要現金的母公司，或是不分配股利以強迫子公司少數股東售出股票給母公司。

159 子公司賣給母公司之股份低於公平價值，傷害少數股東利益，或子公司以高於公平市價向母公司購買股票。

fairness）原則（又稱「利益／不利益」測試原則），亦即當控制股東和公司間有「自我交易」（self-dealing）行為[160]時，若「控制股東在該交易中通過排斥中小股東的利益為代價，以牟取有利於控制股東自身之不正當利益」，則無法通過「內在公平測試」，法院此時方須採取「完全公平原則」進行審理。所謂「自我交易」，即進行交易之股東，站在交易雙方，控制股東可能在自我交易中利用其控制權力，排斥並損害中小股東利益，牟取不正當利益。「自我交易」先天提供控制股東濫權誘因，控制股東從其中「拿錢就走」（take the money and run）[161]，是以各國公司法制針對自我交易均設法規制[162]。

至於「關聯交易」，則較「自我交易」的範疇為寬，「關聯交易」發生在特定關聯主體與公司間，「關聯主體」通常即為與公司具有直接或間接控制關係的控股股東、實際控制人、董事、監事、高級管理人員，概括地說，是指相互間存在關聯關係之具有獨立法律地位的兩個或多個主體。「自我交易」較限定於同一交易主體控制交易之兩方，「關聯交易」可能是不同的交易主體，但有相當之「關聯性」。二者共通性在於，控制股東在其中均可能產生「利益衝突」（conflict of interest），圖利自身或關係人。

從理論角度觀之，「關聯交易」或「自我交易」不一定「必

160 Zohar Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality,* 91 CAL. L. REV. 393, 396 (2003).

161 Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 430, 431 (2005).

162 Goshen, *supra* note 160, at 393. 在該文中，作者指出有些國家是採取自我交易的完全禁止、有的是課予自我交易公平交易之義務、有的是讓利害相關者迴避表決、有的是以市場自然力量予以矯正。

然」產生不公平，倘控制股東可證明該等交易符合「常規交易」，且並無圖利己方、損害他方之情事，則該「自我交易」或「關聯交易」也可能通過「完全公平」之審查。在美國法中，一旦發現有「自我交易」，控制股東進行不公平交易之可能性極高，因此在舉證責任分配上，控制股東應負擔舉證責任。若控制股東欲移轉舉證責任，美國德拉瓦州之作法為，控制股東必須獲得少數股東之多數決（majority of the minority support）[163]。但在「關聯交易」形態中，控制股東並不必然負擔舉證交易公平之責任。

以下即以Sinclair v. Levien及Zahn v. Transamerica Corp.案例說明法院如何就控制股東之自我交易，以完全公平原則進行審理。

㈠Sinclair v. Levien[164]：控制股東倘有「自我交易」，須先經「內在公平測試」

在Sinclair Oil Corp. v. Levien[165]案中，Sinclair是Sinven公司的控制股東，持有Sinven公司將近97%股份，原告Levien為小股東，對Sinclair提起訴訟，要求被告承擔因三項原因而遭受之損失：

1. 控制股東操縱Sinven過度分紅。
2. 公司因過度分紅而現金不足，限制其進一步發展之機會。
3. 控制股東阻止Sinven與前者之獨資子公司Sinclair International Oil Corp.履行二方之合約，犧牲公司利益。

法院對原告三項請求，裁定第一項及第二項理由均不符合採用

163 Goshen, *supra* note 160, at 429. "To understand the effect of Delaware rules, he controlling person faces two choices: to make the deal and bear the burden of proof that the deal is fair; or to make the deal with the majority of the minority support and shift the burden of proof to the party opposing the deal."

164 Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 71, Supreme Court of Delaware (1971).

165 *Levien*, 280 A.2d at 720.

完全公平原則之審查要件，惟第三項條件符合。原因是控制股東於分紅時，Levien依其持股比例拿到紅利，法官遂判斷該分紅行為並不構成「自我交易」。第二項請求則是因原告並未指出被告具體地利用控制股東優勢攫取那一次應屬於Sinven公司之發展機會，不構成「自我交易」。至於第三項請求，因Sinclair阻止合約履行所產生之利益將全部由Sinclair取得，而未能履約帶來之損失反由Sinven公司中小股東共同承擔，是以控制股東阻撓合約履行之行為，未能通過「內在公平測試」，故法院基於原告第三項請求，採用完全公平審查原則，判令被告控制股東應負擔交易公平之「舉證責任」。

在Sinclair案中，法院以「內在公平測試」，判斷該自我交易是否已有「侵害」少數股東利益之可能，若案件通不過該測試原則，法院祭出「完全公平審查」原則，對交易公平性加以嚴格審理，並使控制股東負擔舉證責任。反之，若控制股東通過「內在公平測試」，法院僅需採取商業判斷原則為寬鬆之審查。「內在公平測試」也被稱為「門檻規則」（threshold test）。

㈡Zahn v. Transamerica Corp.[166]：門檻規則可延伸至控制股東之「隔離」行為

在Zahn v. Transamerica Corp.案中，控制股東非直接通過某些

166 Zahn v. Transamerica Corp., 162 F.2d 36, United States Circuit Court of Appeals (1947). 該案案情如下：「原告少數股東Zahn為Axton-Fisher 公司A股股東，控制股東Transamerica則為Axton-Fisher公司B股股東，Zahn向法院提出告訴，主張公司不應當以80元價格買回A股股東股份，致使A股股東不得參加公司的清算，而其後未被贖回之B股股東在參加公司清算後卻得到每股240元之更高價。原告認為被告應當以每股240元價格贖回剩下A股，並補償在80元價格即被贖回之A股股東。法院在本案中判原告勝訴，理由是被告作為公司之控制股東，應當有義務對少數股東「揭露」其清算計畫，讓其選擇是否願意被公司贖回持股，或是繼續保留持股參加公司之清算。

「作為」傷害公司利益，而是透過「不作為」，隔離少數股東於特定權益。該「不作為」雖較難以歸責，倘該「不作為」確實影響少數股東利益，少數股東仍可請求法院採用完全公平審理原則。

在該案中Transamerica發行A股和B股，A股清算價值較B股高出兩倍，公司僅賦予控制股東擁有贖回A股之權利，此一政策使控制股東獲得公司大部分清算利益。在少數股東提訴後，法院判令控制股東不得在無正當商業目的情況下，允許控制股東擁有A股贖回權，卻不賦予少數股東同樣的贖回權，控制股東一無故「隔離」少數股東於特定權益外之行為，即有違「受託義務」。此一論點呼應Sinclair案件中樹立之「門檻規則」，即控制股東不應造成「控制股東獲利、少數股東受害」之結果。

㈢小　結

綜上，筆者歸納美國公開公司在一般商業活動之私得利益情況，法院在採用完全公平審理原則前，須考量以下數點[167]：

*1.*在自我交易或關聯交易方面，可採取「內在公平」測試先為篩選。。

*2.*控制股東若無合理商業目的，不得隔離少數股東利益，門檻規則適用於控制股東隔離少數股東於特定利益外之行為。

---

167 *See* WILLIAM A. KLEIN, J. MARK RAMSEYER & STEPHEN M. BAINBRIDGE, BUSINESS ASSOCIATIONS, UNIVERSITY CASEBOOK SERIES (4th ed. 2000). 第4章介紹董事及其它內部人忠實義務時，同時收錄Lewis v. SLE, Sinclair Oil v. Levien, Zahn v. Transamerica作爲表達何爲duty of loyalty判斷標準案例（at 351-56; at 372-76; 376-80）。Jones v. H.F. Ahmanson & Company亦爲該書中第5章Problems of Control中作爲說明控制權移轉時之案例。

三、現金逐出式合併（cash-out merger）

㈠基本定義

所謂逐出（freezeout），係指公司中控制股東或內部人強迫非控制股東出售其持股，使其不得繼續於公司中保有任何股份權利之行為[168]，有時可和擠出（squeeze out）交互使用，但擠出較偏重於「非形式」之脅迫，例如非控制股東「實質上」不得不接受控制股東開出的條件，賣出股份退出公司，即為「擠出」[169]。現金逐出式合併之典型態樣為，控制股東為取得目標公司中所有股份，設立收購公司合併目標公司，使收購公司成為存續公司，目標公司成為消滅公司，消滅公司之少數股東在面臨逐出時，即使不同意仍必須接受控制股東出價，最終被逐出公司。若控制股東以有折價之市價向少數股東購買股份，可能造成少數股東權益受損，被迫以不公平價格被逐出公司[170]。

站在保護少數股東立場，美國法院在此類案例中，通常以較為嚴格尺度衡量交易公平性及收買請求權對價是否公平。在一些案件[171]中，法院以「商業目的測試」（Business Purpose Test）檢測是否控制股東有逐出少數股東的合理原因，惟因控制股東可能舉出冠冕堂皇的理由證明交易之合理性，一九八三年德拉瓦州最高法院遂正式放棄商業目的測試，改採「完全公平測試」，作為日後此類案件之審理原則。

然而，在不同形態的現金逐出式合併案件中，法院審理原則至

168 Clark, *supra* note 88, at 499.
169 Clark, *supra* note 88, at 500.
170 Gilson & Gordon, *supra* note 30, at 797.
171 Alpert v. 28 Williams Street Corp., 473 N.E.2d 19 (N.Y. 1984); Coggins v. New England Patriots football Club, Inc., 492 N.E.2d 1112 (Mass. 1986).

今尚未形成共識，例如現金逐出式合併案例中的「法定合併」（statutory merger）[172]，法院嚴格標準較為嚴格，即使有獨立委員會之設置，最多僅能轉移舉證責任，不能免於完全公平原則之審查，然若採「公開收購＋簡式合併」之兩階段式合併，法院僅要求符合「非脅迫」標準（non-coercion）[173]即可，若符合則採用商業判斷法則審查，免於「完全公平原則」之實審。為縮小審查標準之差距，法院在晚近Pure[174]及Cox[175]案例中，試圖統合在「法定合併」及「公開收購＋簡式合併」中不同的審理標準，以下即以各重要案例的時間發展進程，介紹該二種形式下法院不同的審理標準及法院如何進行統合的努力。

㈡法定合併（statutory merger）

1. Weinberger v. UOP[176]：法院建立完全公平審查原則之內容

Weinberger v. UOP為近代最早之「現金逐出式合併」案例。本案事實為：UOP為一家公司，其中控制股東Signal companies持有50.5%股份，Signal欲掌握UOP公司全部股份，遂向UOP股東發出收購要約，以每股二十一元價格購買剩下49.5%的少數股東股份。少數股東認為出價過低，向法院提訴。法院認為UOP董事站在交易雙方（其中控制股東Signal控制UOP董事會十三席中之六席董

172 此種合併方式主要依據德拉瓦州一般商業公司法第251條「吸收或新設合併」所進行之併購方式，其中參與合併公司之股份可非爲證券，而是現金或財產，或以現金對價作爲股份交換。

173 所謂「非脅迫」公開收購標準，在Pure案件中有較爲清楚之界定，但在Pure案發生前，僅有此一概念而已。

174 *In re* Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation, 808 A.2d 421, Chancery Court of Delaware (2002).

175 *Id*. at 604.

176 Weinberger v. UOP, 457 A.2d 701, Supreme Court of Delaware (1983).

事），UOP董事應對少數股東證明Signal之出價符合公平原則[177]。然而，Signal控制股東雖身兼UOP董事，卻未充分揭露對UOP公司的評估價格，並且於短短四天內即讓投資銀行出具公平性意見，使UOP董事會通過該案。法院認為Signal在交易過程公平（fair dealing）及價格公平性（fair price）上，未能通過「完全公平審理原則」之審查，理由如下：

⑴在交易過程方面，法院認為Signal控制股東隱藏一份報告[178]未和其他獨立董事分享，且UOP公司之執行長亦未對Signal每股二十一元之出價有任何表示，有低估少數股東換股價格之嫌。法院在判決中頗有深意地指出，若UOP公司能在和控制股東Signal談判交易之過程中，設立一個以外部獨立董事為成員之委員會和Signal談判，審判結果可能會大為不同[179]。法院不希望看到強勢一方主導價格，弱勢一方被迫接受。自該案後，「設置以獨立董事為主的委員會」遂為直接逐出式併購之重要程序，不過各界對於是否設置獨立董事委員會，直到Kahn v. Lynch案發生前，意見仍舊相當分歧[180]。

177 *UOP*, 457 A.2d at 710.

178 該報告表示換股價格若高於每股24元，對於UOP公司來說即爲上算投資，此一資訊表示少數股東應可賣到每股24元之價格。

179 *UOP*, 457 A.2d at 709.

180 設置獨立董事委員會是否能確保談判公平，爲一具爭議性之問題。學者多半認爲獨立董事通常不能真正獨立於控制股東。但有法官認爲，讓獨立董事委員會作爲確保價格公平之重要環節，總比讓法院來決定更爲適合。在Weinberger案後，許多案子呈現對獨立董事委員會之不同看法法院見解莫衷一是，例如在*In re* Trans World Airlines一案中，法官認定若有獨立董事委員會同意後之現金逐出價，即可不必接受完全公平測試的審查，可採用商業判斷原則審查，但在Citron v. E.I.Du Pont de Nemours & Co.案中，法院卻認爲獨立董事委員會之同意僅只能將免於完全公平測試之舉證責任移轉至原告。

⑵在價格公平性方面，控制股東Signal給予少數股東現金對價購買股份之「公平價格」，應如何計算？有關公平價格之計算方式，本案革命性地擺脫傳統德拉瓦州塊狀加權評估法（Delaware block method）[181]，改採現代市場財務分析法，亦即實務界常用之「現金流量折現法」[182]（discounted cash flow method），在計算「所有相關因素」後，得出「公平價格」。惟本案控制股東並未揭露每股二十一元的計算過程，故即使該案在少數股東中取得多數決，仍不能證明其價格公平合理[183]。

本案法院最終判控制股東Signal敗訴，Signal違反「受託義務」之原因在於其違反「交易過程之公平性」[184]。本案法官雖未明確描述控制股東「受託義務」之內涵，但從法官追求「交易過程公平」及「價格公平」之目的來看，控制股東對少數股東所需負擔之義務，為一「公平對待」義務，法官期待Signal不能因追求控制股東利益而犧牲少數股東權益。

2. Kahn v. Lynch案[185]：法院不輕易放棄「完全公平原則」之審理

在Weinberger案中法院採用「完全公平審原則」審查交易，而Kahn v. Lynch案則是確立法院絕不輕易放棄實質審查之立場，即使有獨立董事委員會同意，倘控制股東於獨立董事委員會中有「隱性脅迫」，仍不得免於法院進行完全公平審查。

---

181 該分析法是將每股歷史盈餘、每股資產價值以及每股市價，依據不同的權重計算出之價格，作爲該股之公平價格。

182 此分析法是將公司未來預期之現金流量折現，計算當前公司價值。

183 *UOP*, 457 A.2d at 714.

184 在「交易過程」中，法院關注的是揭露。控制股東應向中小股東作完全揭露，因控制股東在進行逐出合併時所使用之資料，大多來自其所控制的公司，控制股東要證明其所進行逐出合併之公正性，即應向所控制公司中的獨立董事和中小股東揭露相關資料。

185 Kahn v. Lynch, 638 A.2d 1110, Supreme Court of Delaware (1994).

本案事實為：Lynch公司的少數股東，被公司控制股東Alcatel逐出，Lynch董事會遂成立獨立董事委員會和Alcatel談判，不料Lynch的獨立董事委員會非橡皮圖章，和控制股東Alcatel在價格問題上爭議不休，Alcatel為打破僵局，遂威脅獨立董事委員會，若不同意其所開出之價格，即欲自行以更低價格向少數股東公開收購。在此威脅下，獨立董事委員會勉強同意Alcatel開出每股十五．五元之價格，非原先堅持的每股十七元。基於此一「勉強同意」的股份出售，Lynch少數股東向法院提出「控制股東以不公平價格收買少數股東股份」之訴。

本案初審法院認為「獨立董事委員會」同意之要件已經具備，因此判少數股東敗訴，但在上訴後，德拉瓦州最高法院翻轉下級衡平法院（chancery court）判決，認為即使獨立董事委員會存在，但該委員會在該次交易表決中，由於受到控制股東威脅而「沒有說不的權力」，仍應由被告負擔舉證責任。法官在本案中認為，即使獨立董事委員會存在，並不能確保該交易免受完全公平原則審查，若原告能證明獨立董事委員會「不獨立」或「受威脅」，該交易仍需經完全公平原則審查。

Kahn v. Lynch案判決結果引發重大爭議。贊同Lynch案法官判決思路的學者認為該案樹立實質公平典範，不以任何形式要件（例如獨立董事的同意）為判斷基礎，回歸個案正義，但反對Lynch案的論點亦相當有力，其中以Cox案法官之批評最不留情，其認為Lynch案是沒有嚴格法律基礎之社會學嘗試[186]，若獨立董事「有權力說不」而選擇不如此作，法院有何權力主張該交易不公，難道法院可越過獨立董事之職權主導交易？若法院動輒採用嚴格標準審視

186 *In re* Cox Communications Inc., Shareholders Litigation, 879 A.2d 604, 647, Chancery Court of Delaware, New Castle (2005).

所有經過獨立董事委員會同意之交易，等於宣告少數股東可輕易對控制股東提出違反交易公平之訴，惡化濫訴風氣，加重法院負擔，阻礙有效率之交易發生，對經濟將產生嚴重負面影響。

在上開爭論中，不同學者或法官對「隱性脅迫」（implicit coercion）是否得因滿足形式要件即遽予認定構成「隱性脅迫」之看法不同。在其後Pure及Cox等案例中，法官試圖明確化「非脅迫」之具體要件，即為解決此一歧異，學者對此一作法有不同評價。Stevelman Faith主張「隱性脅迫」不可透過形式要件認定[187]，Guhan Subramanian則認為「隱性脅迫」並無實質威脅力，不需理會[188]，對「非脅迫」要件之明確化並未給予正面之回應。惟筆者認為在德拉瓦法院避免少數股東濫訴之共識下，無論如何已不可能回復Lynch之完全公平實質審查原則，美國法院若欲再以「隱性脅迫」作為向控制股東歸責之理由，法院明確訂出「隱性脅迫」之要件似有必要，是以Pure及Cox案件試圖將「隱性脅迫」定性之努力，應予以肯定。

187 Faith認爲，基本上現金逐出式案例，控制股東不論採用「直接現金逐出合併」或是「先公開收購、再簡式併購」，控制股東都會運用其控制力，有形或無形地進行威嚇或強迫，阻擋少數股東接觸市場，因此談判很難達成雙方共贏。證明「隱性脅迫」不存在之方式，必須少數股東或獨立董事委員會能夠向外比價或競標（auction），才能在無強迫之意思下接受控制股東出價，絕非簡單透過「表決」即可。Stevelman Faith, *Freezeout Doctrine: Going Private at the Intersection of the Market and the Law*, 62 BUS. LAW. 775, 910-11 (2006-2007).

188 Subramanian認爲即使有「隱性脅迫」，法院不需過度在意，其可視爲控制股東和少數股東間之口頭談判。少數股東若經由理性估計，可能發現控制股東之威脅根本不能成立，該隱性脅迫無法成功。Guhan Subramanian, *Fixing Freezeouts*, 115 YALE L.J. 2, 37 (2005).

3. 小結：法定現金逐出式合併之「完全公平原則」審理重點

德拉瓦州在公開公司現金逐出之合併交易中，對控制股東之逐出行為，傾向採用高標準之「完全公平原則」進行審理，即使獨立董事委員會通過該交易，法院仍會考量該委員會所作之決策其是否係出於「隱性脅迫」，若是，則不能免於完全公平原則之審查。

㈢「公開收購＋簡式合併」之現金逐出式合併

除「法定合併」外，現金逐出合併亦可採「公開收購（tender offer）＋簡易合併」的方式為之。在此方式中，控制股東須先對少數股東發出公開收購通知，其後目標公司組織獨立董事委員會，評估公開收購價格，再對少數股東提供是否應接受要約之意見。當控制方公開收購超過公司90%之股份，即進行簡易合併。依照法律規定，簡易合併並不需經股東會投票，控制股東可直接要求少數股東接受出價並退出公司，少數股東若對出價不滿，可向法院主張評估權（appraisal right）作為救濟。

從前開Weinberger和Lynch兩案，可看出設立獨立董事委員會並不能解消法院在法定現金逐出式案例中，採用「完全公平」審理之原則，除非該獨立董事委員會之決議確定「沒有受控制股東影響或脅迫」。然而，上開原則卻被其後Siliconix和Glassman案同樣在「公開收購＋簡式合併」中形成的另一審理原則所衝擊，即法院僅需認定該公開收購並不符合「脅迫性公開收購」要件，該交易即可免於完全公平原則審查。

1. Siliconix案[189]：法院在公開收購形式下似降低審理標準

在本案中，法院首度針對少數股東可拒絕的公開收購要約表示，即使法院知悉其中可能存在「隱性脅迫」，一旦少數股東接受

189 *In re* Siliconix Inc., Shareholders Litigation, Del. Ch. Lexis 83, Chancery Court of Delaware (2001).

公開收購，法院對該交易即不採用「完全公平審理原則」，形成和「法定合併」不同的審理標準。

本案事實為：Vishay為擁有80.4%Siliconix股份之控制股東，其向少數股東發出每股二十八元的公開收購要約，於是Siliconix組成獨立董事委員會和控制股東Vishay協商，惟該獨立董事委員會成員由Vishay曾經聘用過之律師和投資銀行顧問組成，獨立性堪慮。在獨立董事委員會進行第一次與控制股東之協商時，Siliconix股價已漲到二十八元之上，獨立董事委員會中的獨立董事Lehman認為合理收購價應當在三十四元左右，此時控制股東Vishay不耐，提出換股方案，條件為每一Siliconix股份可換一．五股Vishay公司股份（此換股比例比先前二十八元現金出價對少數股東更為不利），Vishay遂決定在不經過獨立董事委員會同意下，直接對少數股東發出換股要約，不料此一決定導致少數股東提訴，少數股東主張Vishay係因擔心Siliconix股價漲太快，提出對少數股東不公平之出價，被告控制股東Vishay則稱是因產業發生變化，必須行動快速，換股條件屬於合理商業判斷。

本案控制股東對少數股東開出換股條件時曾經宣稱：「本交易需有少數股東之多數賣出其持股，換股才能成功，但公開收購後我們「不一定」會繼續進行簡式合併。[190]」，此一聲明對少數股東而言，實際上已經構成「隱性脅迫」，該聲明隱含未來若無法簡式合併，少數股東持股極有可能乏人問津。

法院判決結果為，本案不須採用完全公平原則進行審理，理由為公開收購非屬強迫性質，控制股東Vishay無義務提供一個讓少數股東完全滿意之價格[191]，除非原告能提出「脅迫」及「資訊揭露

190 *Id*. at 15-16.
191 *Id*. at 22.

不實」之證據，控制股東並無義務證明該公開收購交易之公平性，「證明脅迫」的責任是在少數股東身上。少數股東既可集體拒絕接受公開收購要約，法院似無必要再採用「完全公平原則」審理少數股東「有能力」阻止之收購行為[192]，解釋其於本案中不採取Lynch案中「隱性脅迫」主張之原因[193]，而採較為寬鬆的審理標準，實務界的律師遂對「公開收購＋簡式合併」之作法趨之若鶩。

Siliconix案的判決結果，提高構成「隱性脅迫」之標準，學者Stevelman Faith指出判決結果並不理想[194]，法官須儘速建立公開收購中保護少數股東之原則。在Siliconix案中，法院建立以下二原則：

⑴公開收購是雙方合意，控制股東無義務提供少數股東一個滿意的價格。

⑵獨立董事委員會在公開收購過程中僅有「建議」義務，但並無「通過」或「否決」之義務[195]。

由此可知，控制股東在「公開收購」之現金逐出式合併中對少數股東負擔較「法定合併」相對為低的公平性義務，一交易倘具備「雙方合意」及「獨立董事委員會表達建議」等條件該公開收購即可能免於法院採用「完全公平原則」為實質審查。

192 *Id*. at 33.

193 法院認爲由於美國各州均規定未接受公開收購之股東，可享有股份收買請求權（appraisal right），少數股東權益仍可從該途徑獲得保障。所謂「隱性脅迫」，事實上建立在少數股東對資訊掌握不明確而生發之疑慮上，掌握充分法律資訊的少數股東，根本可認爲該脅迫不存在。

194 Faith, *supra* note 187, at 47.

195 Faith, *supra* note 187, at 29-30. 關於獨立董事委員會之責任，法院選擇站在原告立場，認爲少數股東在無能力分辨該合併是否傷害自身權益時，獨立董事委員會確實有義務提供意見，不應讓少數股東在資訊不足下面對難題。

2. Pure Resources案[196]：建立「非脅迫」性公開收購要約之判定標準

二〇〇二年的Pure Resources案，法院試圖建立判斷公開收購是否具脅迫性質之客觀標準。

本案事實為：Unocal Exploration為一家大型原油生產商，其後Unocal將其分支機構分割出去，和Titan公司合併成為Pure Resources公司。Pure公司成立後，Unocal持有Pure公司65.4%股權，剩下34.6%股權則由Titan前股東持有，其後控制股東Unocal欲以公開收購方式購買Titan前股東手中Pure公司34.6%股權，遂向該等股東直接發出公開收購要約，少數股東遂向法院提訴，主張該公開收購具有「隱性脅迫」，理由是在控制股東Unocal主導Pure公司的情況下，Unocal因握有內部人消息，故對Pure公司的少數股東是在一個相對不利之時點發出公開收購要約，控制股東Unocal應負擔違反受託義務之責任。

本案法院在衡量各方具體事實後，判決公開收購中的少數股東雖有受脅迫之危險，但此公開收購仍屬「非脅迫性質」，不必採用完全公平測試審理標準。所謂「非脅迫公開收購」，法院指出只有符合以下四個條件時方得成立：

⑴公開收購須經少數股東之多數同意。

⑵控制股東須保證在收購90%後，會繼續以同樣價格向少數股東收買股票並進行簡式合併。

⑶控制股東在與獨立董事委員會談判時，不能訴諸任何報復威脅（retributive threats）。

⑷控制者必須讓獨立董事委員會有向外尋求獨立估價師以評估控制股東出價的機會和時間。

196 *In re* Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation, 808 A.2d 174 (2002).

法院認為Pure案，若一交易符合以上四條件，公開收購之現金逐出式合併即屬「非脅迫」性質，不必接受完全公平原則審查。上開「非脅迫四原則」之整理，係為法官試圖統合Lynch及Siliconix案件不同處理方向之努力。然而，多數學者對法院訂出「非脅迫」之標準並無好評，學界認為標準過於粗糙，形式化之條件難以窮盡「脅迫」可能性，Stevelman Faith即逐一分析該等要件，認為其均不足以用來作為判斷公開收購是否具有脅迫性[197]。一旦將判斷標準形式化，對少數股東權益之保障反而可能降低。

雖然，Pure案嘗試以具體判斷原則統合在直接逐出型併購及公開收購兩種形式下之法院審理原則，評價未如預期，但該案嘗試建立「非脅迫公開收購」之判斷原則，已為日後法院發展更為細緻之Cox案件留下伏筆。

3. Cox Communications案[198]：加入「獨立董事委員會同意」作為「非脅迫原則」內容

Pure案判決出爐的三年後，在二〇〇五年德拉瓦州的Cox案中，法官對Pure案「非脅迫四要件」進行補充，法官在該案中認為獨立董事委員會若「否決」控制股東公開收購之要約，但控制股東

197 第一，少數股東之多數同意。Stevelman Faith認爲，公開收購對少數股東來說，先天上比章程收購更有壓迫性，不僅是因爲時間較爲急促，個人在面臨公開收購時，無法擺脫囚犯兩難（懼怕若不接受收購價，股票可能更加缺乏市場價值或流動性）。第二，收購90%以上繼續進行簡式合併之出價保證。Faith認爲此一保證並無必要，原因是控制股東可先收買89%，結束公開交易，以後再逐步購買，仍舊可以不進行簡式合併，先前出具之「保證」並無約束力。第三、控制股東不得明顯「訴諸」威脅。Faith認爲，控制股東是否以口頭威脅，對少數股東來說並不重要，少數股東自己會計算控制股東可能之行動，即使控制股東不「明示」，亦不代表由行動造成之威脅已經消失。Faith, *supra* note 187, at 55-58.

198 *In re* Cox Communications, Inc., Shareholders Litigation, 879 A.2d 604 (2005).

仍執意進行之情況下，法院當視該交易為「非自願性」之強迫要約。

⑴獨立董事委員會角色

主審Cox和Pure案的法官Strine認為，在公開收購下，獨立董事委員會僅需「提供意見」，其無義務站在保護少數股東之立場，提供少數股東其他估價之比較。Cox案特殊處在於加入獨立董事委員會意見作為補足「Pure非脅迫四原則」之內容，在Cox案後遂成為「非脅迫五原則」，增加「獲得獨立董事委員會同意」或「未遭獨立董事委員會否決」之條件。

在該新增條件下，雖然補強獨立董事委員會之角色，但Cox案之法官卻未指出究竟應當採用「未經獨立董事委員會否決」（absence of disapproval condition）或「獲得獨立董事委員會同意」（approval condition），使該原則之運用有其模糊性[199]。不過，法院若依照Cox案樹立之原則先行過濾案件，仍可避免法院以嚴格之「完全公平審理原則」遏阻有效率之現金逐出型交易。

⑵對Cox案訂出「非脅迫性」條件之評價

Cox案雖為對Pure案之補強，學者Stevelman Faith仍認為該等條件不足以充分保護少數股東。但筆者認為不必如此悲觀，因該等判斷原則已相當程度地約束控制股東須遵守交易過程之要求，倘該

199 若是前者，控制股東相當容易取得該條件，獨立董事委員會在公開收購案件中，一般不敢輕易否決控制股東要約，獨立董事懼怕若一旦否決，控制股東即不再進行公開收購，倘日後不能幫少數股東找到更佳出售機會，反易遭少數股東抨擊，是以即便獨立董事委員會對公開收購價格不滿意，通常僅出具「中立」意見。倘「中立」意見符合「未遭獨立董事委員會否決」之要求，控制股東可輕鬆取得免於完全公平審查之條件。但若要求後者之「取得獨立董事委員會同意」，「中立」意見恐有不足，完全公平審查即無可免。因此如何界定獨立董事委員會在公開收購中之義務，爲決定法院是否採取完全公平測試之重要關鍵，然而此一問題卻未在長達百頁之Cox案件中被解決。

等判斷原則有「形式」與「實質」不符之情事，少數股東亦可舉證之，若舉證成功，法院再行採用完全公平原則審理，亦為時不晚。

*4.*小　結

在現金逐出併購之「公開收購＋簡式合併」交易類型中，從法院實務判例趨勢可看出，法院已從嚴格實質正義方向撤退，透過發展具體的「非脅迫原則」，判斷該公開收購是否具有脅迫性，雖然此一試圖建立客觀標準作為篩選原則之努力，遭受部分學者之強烈批評[200]，但筆者認為美國法院欲以「程序性檢查」取代「交易實質公平性審核」之方向，確實為美國法院提高操作控制股東受託義務之效率，減少法院負擔。

四、控制權移轉（transfer of control）

㈠控制股東須分享控制權溢價之特殊情況

控制權溢價應當由控制股東「獨享」還是股東「共同分享」之問題，在美國學術界爭論已久。Berle和Means認為控制權為公司資產，控制權出售溢價應當歸於公司[201]，惟此觀點為許多學者駁斥[202]。同時期Willliams Andrews 提倡應「平等分享」溢價給所有股東[203]，主張控制股東若將控制權賣給外部人，該股權溢價即代

200 Faith, *supra* note 187, at 5. Faith認爲透過膚淺之表面檢查，即輕率適用商業判斷原則並揚棄完全公平原則之實質審查，將使控制股東更無所忌憚地壓低公開收購價格，使少數股東曝露在資訊不對稱之風險中。

201 Berle & Means認爲溢價是控制者主導其餘股東財產所得到之價格，而因控制者之權力爲公司資產之一部分，溢價也應當歸於公司所有。ADOLF BERLE & GARDINER MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY 216-17 (1968).

202 COX & HAZEN, *supra* note 91, at 266-67. 控制股東擁有控制能力可使企業增加價值，這是基於控制本身之利益（controlling interest），而非基於公司資產。

203 William D. Andrews, *The Stockholder's Rights to Equal Opportunity in the Sales of*

表外部人對公司未來營利之預期，既是對公司未來成長之預期，股東都有權利分享企業之預期利益[204]。然而，不論是「溢價歸於公司」或「溢價平等分享」，均未被實務界採納，美國法院主流典範容許控制股東在大多數情況下獨享其控制權溢價，多數學說肯定控制權具有經濟價值[205]。一九八〇年後Easterbrook和Fischel為首之芝加哥學派，主張控制權溢價不必被分享，方可促進控制權交易之有效進行[206]。在一九八二年Easterbrook等人提出此學說後，法院判案即開始受到影響, 在一九八八年Martin v. Martin[207]案中，法院即明確地表示「芝加哥學派替長久以來法院傾向不分配控制權溢價給少數股東的作法[208]，給出明確學理上之根據。」

Martin v. Martin案中法官言明：

「市場法則本身即賦予控制股東較少數股東能夠得到較高價格之權利，法院沒有任何規定去阻止多數股東獲取其控制權溢價，不管該控制股東是否居於管理職位或是擔任公司董

Shares, 78 HARV. L. REV. 505, 505-63 (1965).

204 *Id*. at 522.

205 學者Bate C. Toms認爲，在兩階段併購中，控制股東首先可將自己股份以好價格賣出，控制股東無理由放棄溢價，即使買家意圖將少數股東擠出，控制權有經濟價值是毋庸爭論的。Bate C. Toms, *Compensating Shareholders Frozen out in Two-step Mergers*, 78 COLUM. L. REV. 548, 561 (1978).

206 Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 YALE. L.J. 698, 698-737 (1982).

207 Martin v. Martin, 529 So. 2d 1174 (1988).

208 在1979年Zetlin v. Hanson Holdings, Inc. (48 N.Y.2d 684)之例中，法院即認爲除非是在掠奪公司資產、轉換公司機會給控制股東自己，或是欺詐或惡意等情形，否則控制股東一般可以保有控制權出售溢價，因此駁回少數股東主張有權公平分享溢價之上訴。

事，均不受影響[209]。控制股東或是買方沒有義務去注意其他股東是否被賦予相同之賣股價格條件，控制股東也沒有義務去告知少數股東其出售控制權之價格[210]。」

學者Einer Elhauge指出，控制股東在創建公司起初階段，花費許多額外成本，並且負擔持續經營及監控企業之責任，該等代價即為控制股東有權利保留「溢價」之理由，倘「溢價」必須被分享，控制股東將無足夠誘因出賣其控制權[211]。

經過學說及實務之往復爭辯，法院逐漸採用除非在「特殊情況」[212]下，控制股東可獨享控制權溢價之原則。所謂「特殊情況」，係指若控制股東符合以下例外狀況，則控制股東保有溢價之正當性即可受質疑，控制股東亦可能違反對少數股東之「受託」義務。

1. 控制股東將公司控制權賣給可能掠奪公司的人（sell to looter）。

2. 控制股東竄奪公司機會或導引買家只買自己股票（divert opportunities）。

3. 控制股東在沒有出售相對應之控制股權前就出售管理職位（sale of office）。

㈡關於「特殊情況」之案例介紹

基於以上分類，茲將三種與特殊狀況有關之案例分述如下：

---

209 *Martin*, 529 So. 2d at 1176.

210 *Martin*, 529 So. 2d at 1177.

211 Einer Elhauge, *Towards a European Sale of Control Doctrine*, 41 AMER. J. COMPA. L. 627, 636 (1993).

212 Thomas L. Hazen, *Transfers of Corporate Control and Duties of Controlling Shareholders*, 125 U. PA. L. REV. 1023, 1041 (1977).

1. Gerdes v. Reynolds[213]：將控制權出售給掠奪者

在「出售給掠奪者」之相關案例中，早在Gerdes案中，法院即不認為控制股東應於控制權之移轉中對少數股東負擔義務[214]。但發展至Insuranshares Corp.案[215]，法院方訂出避免出售給掠奪者之判斷標準，例如在一些特殊情形下，法院得要求控制股東須因控制權移轉不當所產生之損害負責[216]，特別在有諸多可疑現象顯示買家可能對公司有害時，控制股東即不得在未經合理調查之情況下擅自出售控制權予掠奪者。判斷標準為「當一個理性謹慎之人對該公司賣給外部人之諸多現象有懷疑時，控制股東即應當負有不將公司控制權移轉之受託義務，除非調查結果可讓一個理性謹慎之人相信買方並無任何欺詐之實，控制股東方可免責[217]。」該標準演變至Debaun v. First Western Bank and Trust[218]案時，若賣方已「知悉」

213 此案爲美國最早提及關於控制權出售中控制股東所負擔之義務。Reynolds家族是Reynolds Investment company之管理階層及董事，亦爲控制股東，當該家族將控制持股賣出後，新控股者同時更替新董事，並將公司資產挪爲己用，進行掠奪行爲。少數股東遂向法院提訴，主張控制股東所取得之超高溢價係藉由出賣公司利益之不當取得。法院最後判決認定控制權轉移及控制股東溢價之取得並未違法，法院不認爲控制股東對其他股東有任何受託義務。Gerdes v. Reynolds, 28 N.Y.S.2d 622 (1941).

214 *Reynolds*, 28 N.Y.S.2d at 652.

215 本案Insuranceshares爲一家投資公司，少數股東代表以公司名義向法院提訴，認爲被告不應將公司賣給波士頓集團，造成公司資產被竊奪。法院在審理該案時，認爲控制股東雖有出售股票之權利，惟該權利並非可完全僅顧私利，而不顧公司整體利益。

216 Insuranshare v. Northern Fiscal Corp., 35 F. Supp. 22 (1940).

217 *Id*. at 25.

218 本案少數股東Debaun對控制股東First Western Bank提訴，主張被告在出賣控制權時未盡合理調查義務，使公司由前景良好狀態迅速衰敗到資不抵債，根據控制權出賣當時之資訊，有證據顯示買家有很長經營失敗之歷史，且賣方亦「已經知悉」買方用來支付購買之唯一可能財務來源即爲公司自身資產。法

掠奪動機即無法免責，在Swinney v. Keebler[219]案中，若「可懷疑因素」不成立，賣方即無合理調查之責。

綜觀上述案例，法院在判斷「何為掠奪者」之標準各異，控制股東不違反受託義務之前提均為抽象的「不得出售給掠奪者」。法院要求控制股東在理性謹慎之人可能引起懷疑之前提下，須對買方背景進行調查，特別在控制股東「已經掌握」消息情況下，更有保護公司其餘股東之責任。若控制股東可證明在出售當時並無可懷疑之現象，或原告所提之「可疑因素」並不成立，即使後來買方證實是掠奪者，控制股東亦無調查買方身分之義務。

2. Perlman v. Feldman[220]：不得奪取公司機會

在「不得奪取公司機會」相關案例中，Perlman案之見解相當

院裁定First Western Bank作爲控制股東，未盡到公司控制權出售時應對公司及少數股東所負之義務。Debaun v. First Western Bank and Trust, 46 Cal. App. 3d 686, Court of Appeal of California, Second Appellate District (1975).

219 在Swinney v. Keebler案中，原告基於7大理由主張控制股東Keebler未盡合理調查之責，將公司出賣給不善經營的Atlantic公司。在初審法院中法官同意原告之理由，宣判Keebler違反受託義務，但在上訴法院中，法官卻針對該7大理由一一提出駁斥，認爲該等理由均非爲引起Keebler對買方經營能力產生懷疑之因，因此改判Keelber無責。此案法官不以預設立場判斷「可疑因素」之成立與，恰好與Insuranshares一案形成鮮明對照，說明法院在衡量「可疑因素」時，不會一味苛求出賣方必須有「先見之明」。Swinney v. Keebler, 480 F.2d 573, United States Court of Appeals for the Fourth Circuit (1973).

220 提訴人Perlman作爲Newport公司少數股東，對先前控制股東兼董事長Feldman提訴，控告Feldman將其控制權賣給Wilport公司獲取高利，但卻未將利益分享給少數股東。初審法院認爲控制股東有權獨享控制權溢價，二審法院法官卻認爲控制股東在此案中應對少數股東負有受託義務，法官認爲在Feldman將控制權出售給買方Wilport過程中，已構成「犧牲公司機會」之特殊狀況。其判決理由爲Newport公司原來採用「Feldmann計畫」，若Feldmann將Newport股權賣給Wilport，即無法再採用Feldmann計畫，而少數股東認爲賣出該控制權之時點，公司仍可利用Feldmann計畫取得便宜資金並擴張生產，控制股東卻將此一公司機會賣給Wilport公司，使公司發展機會受阻，是爲「竄奪公司機會」。

著名，法院在認定控制股東是否「竊奪公司機會」時指出：

「我們並非認為控制股東沒有賣出其持股給外部人並獲利之權利，但當其控制權出售可能對犧牲公司利益，並且控制股東從中獲取不尋常利益時，該控制股東有義務解釋其溢價取得是否正當，並且若該利益是出於公司機會之犧牲，控制股東不應獨享其利益。[221]」

上開「若犧牲公司機會，控制股東不應獨享利益」之結論相當引起爭議，Perlman案同一法庭之法官即有完全相反之見解，認為控制股東非公司受託人，其可選擇對自己利益最好之買家賣出其持股，學者之間看法也不一致[222]。Perlman案之決策相當引人側目，法院在本案中要求控制股東不得犧牲公司可能獲得之利益，作為控制權之出售對價，否則即違反受託義務，但在商業決策中，所謂公司可能獲得之機會或利益具有不確定性，法院認定須相當嚴謹，否則易流於武斷。法院在本案樹立之嚴格標準遭致許多學者批評，在其後如Honigman v. Green Giant Corp.[223]、Zetlin v. Hanson Holdings[224]等案，法院並未擴張Perlman原則，反而允許控制權溢價不

221 Perlman v. Feldman, 219 F.2d.173, United States Court of Appeals (1955).

222 Easterbrook與Fischel在評價該案時，舉出事實上在該控制權交易後，Newport股價持續上漲，表示投資人根本不認爲該控制權出售是對Newport並未實施「Feldmann計畫」之負面消息，股價上升反而反映投資人支援Newport選擇Wilport作爲新管理團隊之決定，此一市場反應顯示該案二審法官判決錯誤。不過芝加哥法學院公司法學者Joseph Isenbergh支援二審法官在Perlman案中之裁決，理由是「放棄實施Feldmann Plan在當時是一件明顯有害於公司發展機會之事實，放棄該計畫就等於放棄特權。」由是觀之，Perlman案在學界的評價相當紛歧。

223 Honigman v. Green Giant Company, 309 F.2d 667, 670 (1962).

224 Zetlin v. Hanson Holdings, 48 N.Y.2d 684, Court of Appeals of New York (1979). 在該案中，Zetlin爲Gable Industry少數股東，向法院提訴聲稱其應有機會分享

公平分配。因此，以法院主觀判定是否「竄奪公司機會」而要求控制股東分享溢價給所有股東之作法，終究未能成為主流。在其後Thorpe v. Cerbco[225]案中，法院較為明確地表示控制股東於出賣控制權時，不可竄奪公司之賣股機會，若移轉公司售股機會給自身，即違反對少數股東之受託義務。

3. Caplan v. Lionel[226]：出售管理職位

在「出售管理職位」相關案例中，法院於Caplan v. Lionel案中，判控制股東出售控制權時，原則上不得使管理職位之移轉獨立於股份轉讓[227]，但在Essex Universal Corp. v. Yates[228]案中，法院卻

控制股東Hanson Holding將其持股出售給另一公司之控制權移轉溢價。法院判決指出，少數股東不能阻止其他股東之合法利益，而控制股份通常可要求以溢價出售，少數股東無權分享，除非在公開收購形式下，該溢價才需與所有股東分享。參見DALE A. OESTERLE, THE LAW OF MERGERS AND ACQUISITIONS 487 (2005).

225 在Thorpe v. Cerbco案中，Insituform of North America（INA）有意買下Cerbco控股集團下獲利情況最好之子公司East，於是和控制股東Erikson談判，但Erikson並未依照買方提議，僅建議若INA要購買，可買下自己之控制性持股。原告Thorpe遂向法院提訴，表示控制股東Erikson竄奪公司機會，原本Cerbco子公司East本可將控制權出售給買方INA，卻因控制股東Erikson阻撓未得成功，是爲竄奪East公司機會，侵害少數股東Thorpe權利。法院判定控制股東應賠償給Cerbco公司關於East與買方簽訂購買意向書所生發的相關費用，Erikson「轉移公司機會」之舉，違反其對Cerbco公司及其少數股東Thorpe之受託義務。Thorpe v. Cerbco, 676 A.2d 436, Supreme Court of Delaware (1996).

226 Caplan v. Lionel, 20 A.D.2d 310, Supreme Court of New York (1964).

227 Defiance Industry計畫從Lionel Corporation股東Cohn手中買下約占Lionel公司3%股權，在轉換持股時持股表決權同時移轉。Lionel公司原有10名董事，其中Cohn雖爲董事之一，但其餘6名董事均爲Cohn提名。在Cohn同意將其持股賣給Defiance之合約簽訂後，該6名董事隨之辭職並且職位由Defiance所提名之人選遞補。其後Defiance又與Sommebert簽訂賣股合約，條件是該6名後來爲Defiance所提名之董事將由Sommebert遞補，不料交易完成前Cohn卻又辭去董事職位，並且由Sommebert提名人選繼任。此時Lionel一名小股東向法院提出

認為若買方確定在契約中明示其將購買多數股份，立即更換新董事並無任何不妥，管理職位可於控制股權轉換時同時進行移轉。實務上一般認為在控制權轉移過程中，倘能立即將公司未來掌權者迅速引入董事會，有助併購與經濟發展，因此，若買方購買之股份達到「相當確定性」（practical certainty），買方可要求賣方將公司實際控制權，於股份交易同時即進行轉換。

綜上，有關出售管理職位問題相對單純，新控制股東只要在購買控制權時有相應之股權比例，即可在轉換股權時，差派新董事進入原公司董事會，但股權比例尚小時，則不可撤換超過相對應股權比例之原任董事，倘有此情事，控制股東即有以「出賣管理者職位」而違反受託義務之嫌疑，法院得對該控制股東之控制權移轉行為進行完全公平之實質審查。

*4.*小　結

經上述案例討論，可知德拉瓦州控制股東在移轉控制權時，原則上控制權溢價不須分享，除非符合三種特殊情況方需進一步以完

告訴，認爲該7名董事選舉過程無效。法院認同原告看法，認爲公司管理職位不應爲交易主體，並且不能與實際持股比例脫節，即使該6名董事自願請辭，遞補該職缺之時機應當由剩下之董事投票決定，而非由賣股之交易雙方協商決定。*Lionel*, 20 A.D.2d at 915.

228 Yates是Republic's stock公司董事長，Essex公司與董事長Yates展開購買股份之交易談判，其後雙方簽訂契約，Essex願意購買500至600千股，並表示在交易完成前至少10天，賣方需換下多數董事，由買方所選之董事遞補其位。Yates最後願意賣給Essex 566千股，相當於28.3%股權，此持股比例可要求賣方換掉14席董事中之8席，不料Yates不願依約換下董事完成交易，導致Essex向法院提訴。此案爭點在於，控制股東進行控制權移轉時，買方可否要求立即在換股「時」即享有按照其股權比例可享受之董事會控制權，或必須待換股完成「後」召開新股東大會，再選派買方代表之新任董事？Essex Universal Corp. v. Herbert J. Yates, 305 F.2d 572, United States Court of Appeals Second Circuit (1962).

全公平原則進行審查。但在一些特殊案例中，若其非屬三種「特殊情況」之一，法院亦可就個案認定控制股東是否違反受託義務，例如在Jones v. Ahmanson[229]案中，被告未將少數股東股份一併出售給新控股公司，產生「隔離」少數股東之不公平情形，法院即認定其違反控制股東受託義務。

總的來說，學界在歸納控制權轉移法院之審理原則時，通常不認為法院已形成既定的判斷標準，法院仍有相當大之空間可依據個案正義賦予控制股東輕重不等之受託義務[230]，在Jones v. Ahmanson案中，法官有一批註，可總結法院在此議題上之審理原則：「雖然控制股東賣股不需要替少數股東負擔義務，但是只要賣出，其行為即必須受嚴格之司法審查（judicial scrutiny）[231]」。簡言之，前述所提三種「特殊情況」僅是較為常見之情況，法院仍舊保留其他可能性，作為檢查控制股東出售控制權時有無違反受託義務之標準。

伍、美國公開公司控制股東公平對待義務之內涵及法律效果評述

一、控制股東於不同交易類型中之「安全港」原則

從前述一般營運型交易、現金逐出式合併交易、控制權轉移等三大類控制股東主導之交易形態，筆者歸結法院免於採用「完全公平審查」原則之「安全港」（safe harbor）要件：

229 Jones v. H.F. Ahmanson & Co., 1 Cal. 3d 93, Supreme Court of California (1969).

230 Hazen, *supra* note 212, at 1041.

231 *H.F. Ahmanson & Co.*, 1 Cal. 3d 93 at 464. “We decide only that the circumstances of any transfer of controlling shares will be subject to judicial scrutiny when it appears that the *controlling shareholders may have breached their fiduciary obligation to the corporation or the remaining shareholders.”*

㈠在一般營運型交易中，倘控制股東於自我交易中未違反門檻規則（「內在公平」測試原則），法院可採用商業判斷原則對控制股東決策進行保護，反之，則採用完全公平審理原則。

㈡在現金逐出式合併交易之「法定合併」類型中，法院要求交易須經過「確定沒有被威脅」之「獨立董事委員會」或「少數股東多數決」通過，通過後該交易即可免於完全公平審查。

㈢在現金逐出式合併交易「公開收購+簡式合併」類型中，法院要求該交易須經過「非脅迫五原則」中「所有」條件之滿足，方得免於完全公平審查原則之嚴審，該五項原則內容為：

1. 公開收購須經過少數股東多數同意。

2. 控制股東保證在收購90%後，繼續以同樣價格向少數股東收買股票並進行簡式合併。

3. 控制股東在與獨立董事委員會談判時，不能訴諸任何分配上之威脅。

4. 控制股東須讓獨立董事委員會有向外尋求獨立估價師以評估控制股東出價之機會和時間。

5. 交易原則上必須經過獨立董事委員會之同意。

㈣在控制權移轉之交易中，倘控制股東符合「特殊情況」之一，例如賣給掠奪者、竊奪公司機會、賣出管理者職位等情形，法院須對該交易採完全公平審理原則審查，反之，則控制股東可受商業判斷原則保護。

上開四項審理程序，可統稱為「控制股東安全港」原則（controlling shareholder safe harbor doctrine）[232]，在不符合安全港條件

232 Haas, *supra* note 139, at 2277. "A controlling shareholder safe harbor doctrine that triggers a business judgment standard of review depends upon two checks on the controlling shareholder's power: (1) independent approval and (2) the alignment of shareholder interests via the market. When either check fails, the Lynch Communi-

下，法院採用「完全公平審查原則」，對控制股東主導之交易進行嚴格之實質審查。至於控制股東「受託義務」究竟在何意義上繼續存在？從上述四類型之代表案例中，可發現法官雖採用「受託義務」字眼，但審理重點在於以「完全公平審理原則」，追求「交易過程公平性」及「價格公平性」，在晚近美國法案例中，已難找到早期法官對控制股東「受託義務」之直接定義，法官多以闡述控制股東負有保證交易公平之責任，作為詮釋該義務之內容[233]，以下將對受託義務內涵的「轉化」，作進一步之分析。

二、現代公眾公司控制股東公平對待義務之理論基礎

◎以「公平對待義務」為控制股東受託義務之新詮釋

經前述討論，美國閉鎖公司及公眾公司控制股東於不同交易類型中負擔的受託義務內涵，在前述四大安全港原則中，可看出「完全公平審查」的精神，已經成為控制股東受託義務的新詮釋。美國法院在一九八三年之Weinberger vs. UOP案、一九八五年Rosenblatt vs. Getty Oil案，直到二〇〇五年之Cox Communication案，均持續採用違反「控制股東」（fiduciary duty）之字眼，作為歸責控制股東之理由，但此時所謂的「fiduciary duty」，即為「完全公平審理原則」所追求的實質公平。然而，「完全公平審理原則」如同「商業判斷法則」，不可能獨立於具體可歸責之法源存在。是以，控制股東仍須對公司及少數股東負有某種「義務」，方可能因違反該「義務」而採該「完全公平」審理原則。至於該義務之內涵，筆者

---

cation entire fairness standard works to protect minority shareholders."

233 例如在Jones v. H.F. Ahmanson & Co.案例中，法官Traynor表示：「何時控制占有重要地位，控制股東就對少數股東負有忠實及內在公平之義務。」*H.F. Ahmanson & Co.*, 460 P.2d at 474.

認為從美國學術文獻及實務案例的蛛絲馬跡中，以「公平對待義務」（duty of fair dealing）稱之最為妥適。以下將從三個不同角度，說明目前美國法下控制股東對公司及少數股東所負擔之義務，已由「受託義務」轉變為「公平對待義務」。

1. 美國機構及立法已開始採用「公平對待義務」取代「受託義務」

⑴美國法律研究院之公司治理原則

一九九四年美國法律研究院（ALI）頒布之「公司治理原則：分析與建議」[234]中之第五部分以「公平對待義務」（duty of fair dealing）替換「忠實義務」（duty of loyalty），在該文獻中說明，此一更動之因係為「公平對待義務」較「忠實義務」更可清楚明確反映「以金錢可衡量利益」（pecuniary interest）之相關利益衝突[235]。至於誰負有該「公平對待」義務？上開文獻指出傳統上法院認為董事、經理人對公司負有該義務，但控制股東也同樣負擔該義務。至於控制股東對誰負擔該義務？文獻中清楚指明公司和其他股東均為控制股東及董事負擔義務的對象[236]。

在上開文獻第參部分論及控制股東義務時，直接選擇「公平對待義務」作為標題，學者Deborah DeMott[237]與William Carney均於

234 AMERICAN LAW INSTITUTE, PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE, Part V Chapter 3 "Duty of Fair Dealing of controlling shareholders" (1994).

235 *Id*. at 191.

236 "The duty of fair dealing normally extends only to the corporation. However, there are also circumstances when the duty of fair dealing requires directors, senior executives, or controlling shareholders to avoid using their positions to obtain improperly a benefit for themselves as shareholders to the exclusion of other shareholders similarly situated." AMERICAN LAW INSTITUTE, *supra* note 234, at 192.

237 DeMott, *supra* note 29, at 1141. "Like the drafters of the Revised Model Business Corporation Act, *the reporters for the Principles Project did not use 'fiduciary' la-*

其文章中，留意到「公平對待義務」取代原先「受託義務」之現象，Carney並且指出「公平對待義務」此一新名稱比原來受託義務範圍更為擴大，在原始的受託義務下，控制股東僅於自我交易中被賦予公平交易義務，但在ALI「公平對待義務」下，控制股東即使在非自我交易的情況中，亦不能基於自己之利益為表決，除非控制股東已經賦予其他股東按持股比例分配之利益，否則控制股東不能藉由其控制地位為己謀求利益[238]。學者Melvin Eisenberg直接指出，「忠實義務」可視為「公平對待義務」的簡要表達（shorthand expression）[239]，並且「公平對待義務」不僅可替代董事的「忠實義務」，在控制股東的義務上，「公平對待義務」較「忠實義務」之表達更為適切允當，畢竟按照「忠實」義務或「受託義務」之原始定義，受託人均須以託付人利益為優先，但控制股東並無負擔如此強度義務之必要，最多僅需基於公平原則，對公司及其他股東負擔「公平對待義務」即為已足。

在「公平對待義務」的新名稱下，美國公司治理守則訂有控制

---

bels, applicable either to duties imposed or to persons subject to those duties. The Principles provide that **controlling shareholders** *are subject to a* ***duty of fair dealing*** when they are personally interested in a matter affecting the corporation—a duty comparable if not identical to that applicable to directors and senior executives."

238 William J. Carney, *The ALI's Corporate Governance Project: The Death of Property Rights?*, 61 GEO. WASH. L. REV. 898, 938-39 (1993). "The Corporate Governance Project preserves these relatively new judicially created duties with **a new label, imposing a 'duty of fair dealing' on controlling shareholders,** which can be fulfilled either by approval or ratification by disinterested shareholders or establishment of the fairness of the transaction. **Indeed, the creation of the *new nomenclature ultimately may expand the duty.*"**

239 Melvin A. Eisenberg, *Corporate Law and Social Norms*, 99 COLUM. L. REV. 1253, 1271 (1999).

股東行為之相關規範，包括控制股東與公司間交易之一般規則（5.10）、控股股東使用公司財產、公司重大非公開信息或者在公司之地位（5.11）、控股股東獲取公司機會（5.12）、代表控股股東之關聯方之行為（5.13），以及控股股東向第三方轉移股份（5.16）等義務。該等規定業已大致涵蓋前述案例之討論精華，在此簡單羅列重點如下：

①控制股東在自我交易情況下負有舉證責任（5.10）。

②控制股東不得為牟取個人金錢利益使用公司財產、非公開

③公司資訊及控制地位（5.11）。

④控股股東不得奪取公司機會（5.12）。

⑤控股股東不得為關聯方之金錢利益行事（5.13）。

⑥控股股東在非特殊情況下可獨享控制權出售之溢價（5.16）。

上開ALI公司治理原則已包含本部分第一節所述「安全港要件」之內容，可與本研究之整理相互輝映。

⑵美國模範公司法

除ALI公司治理原則揭示「公平對待義務」，在二〇〇五年美國模範公司法（Model Business Corporation Act）中，亦出現「公平對待義務」。在該法中，除有利益衝突之董事須於其與公司之交易中，揭露相關利益衝突資訊，負擔「公平對待」義務外[240]，並於10.01章程修訂之草案說明中略有提及「控制股東」「公平對待」義務，若多數股東欲透過修訂章程方式，違反對少數股東之義務，則此一行為即應受到法院審查，審查重點為控制股東是否出於「善意」及是否對少數股東為「公平對待」之行為[241]。在該說明

240 Model Business Corporation Act, section 8.30(a), 8-45 (2005).

241 Model Business Corporation Act, section 10.01, 10-4 (2005).

中，控制股東之「公平對待義務」於McNulty v. W. & J. Sloane[242]與Kamena v. Janssen Dairy Corp.[243]兩案中確已被法院採用，而該等案件之關鍵，並非有多少比例之投票支持計畫，而是控制股東和少數股東之間是否有公平對待之事實[244]。

綜上可知，「公平對待義務」之名稱，在美國公司治理實務守則及模範公司法中，已顯蹤跡。

2. 美國實務案例開始使用「公平對待義務」

除立法之使用外，實務上德拉瓦州法院亦開始直接使用「公平對待義務」之名，作為判決被告是否違反義務之理由，例如一九八六年的Merritt v. Colonial Foods案[245]，及一九八七年的Sealy Mattress v. Sealy[246]案，原告對控制股東提訴，內容係為在現金逐出式合併中，被告違反「公平對待義務」且未通知董事會，以及未能即時揭露所有關於併購之重要資訊。該案法官明確指出，在德拉瓦公司中，控制股東和董事一樣，在進行現金逐出式合併時，對少數股東應負有公平對待之義務[247]，控制股東有義務不設計使少數股東以不公平價格被逐出公司之交易。在該案中，「公平對待義務」之

242 McNulty v. W. & Sloane, 54 N.Y.S.2d 253 (Sup. Ct. 1945).

243 Kamena v. Janssen Dairy Corp., 31 A.2d 200, 202 (1943).

244 "The court stated that it 'is more a question of *fair dealing* between the strong and the weak than it is a question of percentages or proportions of the votes favoring the plan'." Model Business Corporation Act, section 10.01, 10-4 (2005).

245 Allen, Chancellor, Unreported case: Merritt v. Colonial Foods, Inc., Chancery Court of the State of Delaware, New Castle (1986). "The chancery court, per Chancellor Allen, held that the defendants breached their **duty of fair dealing** which they owed to the minority shareholders of Colonial."

246 Sealy Mattress Co. v. Sealy, 532 A.2d 1324, 1342, Chancery Court of Delaware, New Castle (1987).

247 *Id.* at 1342.

名稱非常正式地被法官使用，而先前Rabkin v. Philip A Hunt Chemical案中亦有相同之用法[248]。

*3.*公平對待義務符合「完全公平」審理原則所追求之目的

學者Robert Ragazzo聲稱「完全公平審理原則已對少數股東提供相似保護」，而法院採用「完全公平」審理原則之嚴格審查基準下所追求的實質公平，確實為保護少數股東權益最為周全之方式，控制股東為通過「完全公平」審理原則，不得有「隱性脅迫」少數股東之行為、必須在交易中給予少數股東同等機會、資訊充分揭露，並讓獨立董事委員會替少數股東進行評估、採用最能廣被接受的評價方法計算公平價格等，完全公平原則審理的實質內容，即是公平對待義務課予控制股東的義務內容。

依據以上三原因，加上一九四〇年後確實無法於法院案例中再找到對控制股東「受託義務」之直接詮釋，筆者歸結「公平對待義務」是為控制股東受託義務之現代詮釋，控制股東既毋須以少數股東利益為優先，亦不能以自己利益為優先，此一「公平對待義務」之存在，代表美國法院對某種公平原則之堅持及對形式主義的反動，法院永遠小心翼翼地觀測著控制股東有無過份越界之行為，對於有權利真正掌握公司事務控制權力者，即使未擔任管理職務，亦須為其不當利用控制權之行為負責。以下即進一步探究「公平對待」義務之實質內涵。

三、「公平對待義務」之具體內涵

㈠「交易過程公平」與「價格公平」

「公平對待」義務既從「完全公平審理原則」所衍生，完全公

248 Rabkin v. Philip A Hunt Chemical, 498 A.2d 1099, 1105, Supreme Court of Delaware (1985).

平審理原則中追求之「交易過程公平」及「價格公平」即為「公平對待」的基本內容。「交易過程公平」係指在交易過程中，舉凡交易時機、交易如何開始、交易資訊揭露及交易批准程序等[249]，控制股東均應符合資訊透明、設置外部董事保障公平性、必要時採取少數股東多數決同意等程序性之要求。

至於「價格公平」，係指控制股東須將完成交易後之淨利益，「按照比例」公平分配給少數股東。筆者從各代表性案例之法官判決書及學者見解中，找出「按比例分配」為「價格公平」之實質意涵。例如在Sinclair案例中，法院認為Sinven公司於分紅時，少數股東Levien業已依「持股比例」拿到紅利，原告「股利分派不均」之指控遂不成立。在Weinberger案中，計算公平價格之方式，為少數股東在持續經營假設下，能拿到「按持股比例」分配之利益[250]，該案所指之「價格公平」，係指考量到合併後所有相關因素之估值，亦即包括資產、市價、盈餘、未來展望，以及其他任何可能影響公司股份的內在價值因素，是以該案少數股東所持有之49.5%股份的價值，係以「合併後所有相關因素」之價值計算。此外，美國學者Paula Dalley指出，在早期觀念中，控制股東賣股並不需考慮少數股東，但控制股東若欲於控制權轉移過程中尋求利益，控制股東賣股時即必須同時「按照比例」造福所有股東[251]。惟所謂「按持股比例分配」之總額應如何計算？需進一步討論如下：

在Weinberger案中，法院採「現金流量折現法」計算少數股東股份價值，但現金流量折現出來之評估價值，若較市價為低，此時

249 *Sealy*, 532 A.2d at 246.

250 Weinberger v. UOP, 457 A.2d 701, 713, Supreme Court of Delaware (1983).

251 Paula J. Dalley, *To Whom it May Concern: Fiduciary Duties and Business Association*, 26 DEL. J. CORP. L. 515, 557 (2001).

應採用市價或是該評估價值？德拉瓦州實務上認為，不論市場反應價格之速度有多快，所有公開交易的公司之市場價格，係為扣除「少數股東折價」（minority discount）[252]後之價格。所謂「少數股東折價」，係指市場上購買股份者（即投資者）之出價，已考慮該股份不含「控制權」之價格，是以「市價」業已包含「少數股東折價」。不過，在Weinberger案中，法院尚未考慮到「少數股東折價」問題，直至一九九一年之*In re* Radiology Associates[253]案，法院欲採用現金流量折現法計算時，原告方主張該方法因包含少數股東折價而低估價值，正確算法應當以市價加上一個溢價。原告遂自行計算出一個較市價為高之評估價格，請求法院以之作為分配基礎[254]。

在Radiology案後，以「市價+溢價」為控制股東與少數股東共同分配的總額，此一作法為德拉瓦州法院及多數美國學者接受。Barry Wertheimer認同採用市價是不足的，市價有變動性，甚難從中取一公允評價點表達股份的價值。德拉瓦州法院即設法尋找公司內在價值，將公司視為一整體評價，計算方式係在市價上增加溢價部分，方能讓少數股東按其持股比例（pro rata share）分享到公司「整體」的價值[255]。Kenton Yee亦指出法院不應將少數股東股份以市價評估，德拉瓦州法院會考慮少數股東之折價[256]。不過，學界

252 Kenton K. Yee, *Control Premiums, Minority Discounts, and Optimal Judicial Valuation*, 48 J.L. & ECON. 517, 518 (2005).

253 *In re* Radiology Assocs., Inc. Litig., 611 A.2d 485, 490-91 (1991).

254 Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, *The Short and Puzzling Life of the "Implicit Minority Discount" in Delaware Appraisal Law*, 156 U. PA. L. REV. 1, 16 (2007).

255 Barry M. Wertheimer, *The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value*, 47 DUKE L.J. 613, 651 (1998).

256 Yee, *supra* note 252, at 542.

亦有反對論點，Lawrence Hamermesh與Michael Wachter等人認為，正因為控制股東之股份有溢價的計算，在分配公司價值時，究竟應當將該控制權溢價歸於公司以便按持股比例分配，或者是歸於控制股東，是有爭議的。Hamermesh等人認為法院只是不想讓不合理的擠出過多，才承認在財務上並無堅實基礎的少數股東折價[257]。

不論學者看法如何，可確定的是，在操作德拉瓦州一般公司法時，實務上法院確實曾將「少數股東折價」列入考量[258]。德拉法州法院採用「按實際持股比例」分配方式，分配控制股東和少數股東持股之價值，二者間每一持股之價值相同，此一「按持股比例分配」的方式，仍需法官事先將「少數股東折價」反應於市價上之部分扣除，亦即在市價上需增加一部分之溢價，方為分配之總額，雖然法官有時會忽略此一程序[259]。德拉瓦州法院的「價格公平」，係將公司整體價值（市價加上「少數股東折價」部分）作為計算基礎，在該基礎之上再依股東持股比例分配。此一實務觀察亦為美國學者所支持。Robert Ragazzo將「是否按照持股比例」分配，作為詮釋法院採用「商業判斷原則」或「完全公平原則」之判準，控制股東若分配不成比例之利益給自己，則須採完全公平原則審查[260]。Iman Anabatawi和Lynn Stout則以Jones v. H.F & Co. Ahmanson案為例，法官在該案中認定控制股東不應利用權力控制公司活動，隔絕

257 Hamermesh & Wachter, *supra* note 254, at 60.

258 Yee, *supra* note 252, at 540.

259 Yee, *supra* note 252, at 540. "Pro rata estimation requires the judge to proactively take out the *minority discount* from market price by imposing a legal premium, which judges sometimes neglect to do."

260 Ragazzo, *supra* note 4, at 1136. "As long as all stockholders *share proportionately* in the costs and benefits of corporate decisions, controlling stockholders may direct corporate activity in whatever manner they choose."

其他股東之利益，而應「等比例地」使全體股東獲利[261]。

以整體公司價值作為「按比例分配」基礎的作法，是否可與「控制股東得獨享溢價」之原則併存？筆者認為，雖然法院在扣除少數股東折價後，可掌握公司整體價值，並不表示法院必然剝奪控制股東合理享有控制權溢價之權利。事實上，法院承認少數股權折價之反面解釋，即為承認控制股權具有溢價，法院即使認為市價不足以反應公司股份內在真實價格，而主張應當採取較市價為高之評估價值作為分配基礎，亦不影響「控制權溢價除非在特殊情況下，應當由控制股東獨享」之見解[262]，控制股東仍可先扣除應得之溢價部分，再按比例分配利益。

綜上，「公平對待」義務之具體內涵，簡單來說即為「完全公平審理」原則中追求之實質公平，包括「交易過程公平」及「價格公平」。在「交易過程公平」上的表現包括：控制股東必須向少數股東揭露相關重要資訊、不得對少數股東進行「隱性脅迫」、不得隔離少數股東於同等機會外、不得利用控制權之移轉侵害少數股東權益等。在「價格公平」上的表現包括計算少數股東股份價值時，需考慮少數股東折價的問題，應以整體公司價值作為分配之基礎，在分配公司盈餘或其他配股利益、紅利時，應按股東持股比例分配給所有股東，不應隔絕少數股東於該機會之外。若違反其中任何一項，少數股東即可據以向法院提起「違反公平對待義務」之訴，法官再依照「交易過程公平性」及「價格公平性」之檢核要件對控制股東行為作實質公平性審查。

---

261 Anabtawi & Stout, *supra* note 23, at 15. “Any use to which they put the corporation or their power to control the corporation must benefit all shareholders proportionately.”

262 章友馨，齊頭式的公平是真公平嗎？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139-143，2008年6月。

㈡「公平對待義務」為防止「資本多數決濫用」之救濟

若「公平對待」義務為美國法下控制股東對少數股東負擔之「受託義務」之新詮，是否有適當的理論基礎？

1. 公平對待義務並不違反「資本多數決」原則

依照「資本多數決」原則，各股東以其出資為限，依照出資表決，彼此可互不負擔義務。股份既為股東為自己利益享有和控制之財產，在投票表決時，股東考慮自身利益是為必然。但是，「資本多數決」並不表示控制股東不具有對公司或對少數股東之義務。若混淆「股份平等」和「股東平等」之概念，則可能導出「資本多數決」可解消控制股東對少數股東的「公平對待義務」之錯誤結論。黃銘傑指出在所有股東共益權[263]中，僅有表決權堅守「股份平等」原則，至於其他類型之共益權，我國公司法依循「股東平等」主義。在此區分下，以股份平等為基礎的「資本多數決」，並不能作為控制股東濫權之護身符[264]。我國法上的資本多數決應僅限於「表決權」，美國法上亦為如此，例如美國法院認為股東表決權仍須遵守不得對少數股東為詐欺之原則，控制股東不得掏空財產、不得以有利於控制股東之方式增發或贖回股票[265]、不得以不公平價格逐出少數股東[266]、不得任意移轉公司控制權等。簡言之，控制

263 股東共益權之內涵諸如共同分配公司盈餘之權利、主動參與公司經營之權利、制止公司為違反行為之權利、股東代表訴訟之權利等。

264 黃銘傑，「股東」平等原則vs.「股份」平等原則——初探股東平等原則復權之必要性及可行性，月旦民商法雜誌，31期，頁11，2011年3月。

265 Zahn v. Transamerica Corp., 162 F.2d 36, 155 (3d Cir. 1947). 在該案中，控制股東Transamerica為公司B股股東，其股份未被公司贖回，因而得到較高清算價格，法院判控制股東敗訴。

266 參見Weinberger v. UOP, 457 A.2d 701, 715, Supreme Court of Delaware (1983). 在該案中，法院認為控制股東Signal不應以不公平之交易過程，以及過低價格強制逐出UOP公司小股東。

股東對公司負有「股東必須為公司之整體利益而善意地行為，不能對少數股東實施欺詐行為」之義務。該義務之來源不僅符合「股東平等原則」，更符合「有權力者應伴隨義務」之基本概念。美國聯邦最高法院大法官Brandeis早於一九一九年的一起終審判決中指出：「大股東掌握著控制公司經營之實力，當大股東行使其控制權力時，不論其所用方法如何，誠信義務即應產生，和經理人與董事所須負擔之義務類似[267]。」即為最好之說明。

黃銘傑教授更進一步指出，「股東平等」原則較「股份平等」原則擁有更為優越的制高點及規範理念，日本公司法學者森本滋教授，即指出股東平等原則規範及適用之對象，包含五種類型公司與股東間的法律關係[268]，其中第五項「應對團體成員公平且妥當對待之公司義務」，正與美國公司法中控制股東之「公平對待」義務意義相仿。從此觀點來看，本文探討之控制股東對少數股東應負擔的「公平對待義務」，其法理基礎正與「股東平等」優位於「股份平等」原則之概念相符，少數股東在參與公司經營及分配、制止公司為不當決策（例如控制權之不當出售）等「共益權」面向上，並不宜以「股份平等」之資本多數決作為規範基礎，而需從少數股東角度思考是否符合「公平對待」原則，此即為控制股東需對少數股東負擔「公平對待義務」之理論基礎，「公平對待義務」不僅並不違逆「資本多數決」，反而可矯正資本多數決之濫用，積極展現「股東平等」原則。

2. 公平對待義務應較「資本多數決」更為優先

在公司法理論中，資本多數決原則僅為一制度性安排，非最理想化之規則。英國著名法官Baggallay J.在一份影響頗廣之判詞中指

267 Southern Pacific Company v. Bogert, 250 U.S. 483, 488 (1919).

268 黃銘傑，同註264，頁12。

出，「任一股東均有完整權利在股東會上投票，股東在股東會上僅代表自己，非任何人之受託人[269]。」但基於「個人利益」，若控制股東追求私利即可能產生多數資本暴政，透過「資本多數決」制度設計，控制股東意志上升為公司意志，少數股東意志被控制股東吸收或征服，地位弱化[270]。是以，資本多數決之侷限性，為公司法必須正視之問題[271]。正如孟德斯鳩指出，「一切有權力的人都容易濫用權力，這是萬古不易的一條經驗」[272]，控制股東一旦掌握操控公司之權，「資本多數決」原則遂可成為遂行其權力擴張之藉口。

但依據公司法原理，公司成立目的係為吸引各人資本共同實現獲利，「資本多數決」之前提應是：「小股東相信，即使為資本多數決，小股東亦能夠在該結果下，與其他控制股東得到公平對待。」所謂「公平對待」之預期，始於公司設立之初，不論大小股東，其將資本投入公司時，即有此一期待。公司類似於「信託」組織，信託人將其資本「信託」給受託者，股東亦將其出資「委託」公司進行經營。控制股東與小股東同為「出資者」，對公司經營即應享有「共益權」，小股東有理由要求控制股東對其「公平對待」，否則小股東作為出資者，如何相信其資本投入能被公平使用？當控制股東「公平對待」義務與「資本多數決」原則相衝突時，學者William Carney認為，資本多數決原則仍須退居其後，Carney表示：

---

269 Beatty v. North-West Transportation Co., 12 S.C.R. 598, 602, Supreme Court of Canada (1886).

270 劉輔華、李敏，論資本多數決原則——對股東大會決議規則的反思，法學雜誌，1期，頁78，2008年。

271 錢玉林，資本多數決與瑕疵股東大會決議的效力，頁248，2005年。

272 Montesquieu著，張燕深譯，論法的精神（下冊），頁154，1982年。

「即使控制股東不涉及自我交易，控制股東已經不能只以自己利益之角度出發使用表決權，美國公司治理準則5.11（ALI）禁止控制股東利用其控制地位穩固金錢利益，例如利用地位獲取稅收優惠、股利政策……，除非其已對少數股東給予公平價值或相當利益。該準則把控制股東之義務，由明確可行使之財產權自由，轉為讓法院審理控制股東行為是否符合公平性，此一作法已限制控制股東使用財產權之方式，即便在非自我交易之場合，**控制股東也不能任意追逐自己之利益不管其他股東，控制股東只能在『與公司事務』無關處，以其有限之財產權為基，追求自己之利益**。[273]」

上述看法說明控制股東「公平對待」義務已凌駕於控制股東行使財產權自由之上，法院保有衡量控制股東行為是否超出公平界限之權，賦予控制股東「公平對待義務」，為約束控制股東濫用控制權的救濟之道。

㈢法院衡量「價格公平性」之難度

在建立「公平對待義務」理論基礎後，實務上法院是否可操作「公平對待義務」？法院於「交易過程公平性」之判斷顯然較為容易，對欠缺財務專業之法官而言，「價格公平」之判斷則較為困難。所謂「價格公平」，理想狀況為控制股東將完成交易後之淨利益，「按照比例」公正地分配給少數股東，但有些情況淨利益價值往往是不確定的。例如在現金逐出式合併，控制股東不一定能準確預測逐出少數股東後，將可節省多少效率，增加多少公司價值。在類似Jones v. H.F. Ahmanson & Co.的狀況下，控制股東很難於事前預測換股結果成功還是失敗。在德拉瓦州較新的實務發展中，法院

273 Carney, *supra* note 238, at 939.

於計算分配給少數股東之評估價格時，必須將合併後可能預期之公司利益納入考量，而非僅計算「合併前」的公司價值，法院的完全公平原則審查，須建立在「所有條件」（但投機性的利益除外）之重新衡量 上[274]，方得評估「當時」雙方接受之價格是否合理。但在合併後之獲利不確定時，法院若以「事後之明」要求控制股東事先將預期利益「按比例公平分配」給少數股東，恐低估控制股東承擔風險之代價。

然而，控制股東在交易中所獲得之效益常為「雖可預期但仍有不確定因素」[275]，其所付給少數股東之價格，可能須扣除風險折價，若少數股東因此折價而告上法院，法官是否能夠考量控制股東承擔風險所應得之價值，即見仁見智[276]。因此，德拉瓦州凡涉及價格合理性之評估案，常曠日廢時，纏訟多年難有結果。例如在Cede v. Technicolor, Inc.中，針對少數股東提出買方收買價格過低之告訴，法院在纏訟十五年後仍然無法得出應採用何種方法評估價

274 美國法院衡量合併後的少數股東股份價值，傳統上係僅衡量「合併前」（pre-transaction value）的價值，但其後德拉瓦州法院在兩階段合併中，已將在合併日時可預期的「合併後」價值列入考量，僅排除合併當日的投機性（speculative）預期價值。參見Justin B. Wineburgh, *Commentary: Recent Developments in Delaware Corporate Law: Cede & Co. v. Technicolor, Inc.: Appraising Dissenters' Shares: The "Fair Value" of Technicolor*, 22 DEL. J. CORP. L. 293, 302 (1997).

275 在Weinberger案中，法官雖以「所有相關因素」作爲價值衡量之標準，但合併後之價值如何計算？依德拉瓦州公司法262(f)，係以「持續經營之假設」設算公司價值。至於合併綜效是否應當計算，則應當考慮該綜效之「是否可準確被預期」以及股東加入公司的時點。但合併綜效「是否可被預期」往往爲雙方爭執之焦點。

276 Cox案中法官即表示：「控制股東沒有義務出一個讓少數股東滿意的價格。」理由就在於控制股東在自行扣除風險因素後，出價本就不一定會讓少數股東滿意。

格爭議之結論[277]，最後只好訴諸「第三人專業證人」（neutral expert witness）解決，惟此作法等於將裁判責任轉至第三人，並非法院之光榮勝利。

基此，筆者認為，法院操作控制股東「公平對待」義務之重點，應盡量避免走到需法院實質認定「價格公平性」之程序，而宜及早進行「如何可避免採用完全公平審理原則」之程序性審查。前述Pure及Cox案之法官欲建立「非脅迫性公開收購」諸項認定標準，殊為可採，而Sinclair案揭示之「門檻規則」、及控制權移轉議題上之「特殊情況」理論等，亦為在法院實務審理上相當需要倚重的篩選條件。

賦予控制股東對少數股東之「公平對待」義務，係為對控制股東行為進行實質審查，其中「價格公平」判斷難度雖高，但在實務操作上，「公平對待義務」可盡量繞過「價格公平」之審查，例如控制股東若符合自我交易或現金逐出式之併購，控制股東即需負擔舉證交易公平之舉證責任，或少數股東若能主動提出控制股東如何操控「形式要件」（例如操控獨立董事委員會）之證據，控制股東無法藉由形式要件之滿足規避完全公平原則審查時，舉證「交易過程公平」之責任復落於控制股東方。待上開「安全港」要件均不符合時，再使法院直接介入「價格公平」之判斷及審查。

四、「公平對待」義務移植於我國之法律效果初探

我國公司法制是否適於移植美國控制股東公平對待義務？一個成功的法制移植，尚待諸多因素配合，以日本移植董事受託義務為

277 Daniel R. Fischel, *Management and Control of the Modern Business Corporation: Corporate Control Transactions: Market Evidence in Corporate Law*, 69 U. CHI. L. REV. 941, 955 (2002).

例，即須於法律移植後四十年方始發生效果[278]，是以筆者將另行為文撰述我國是否已於移植控制股東受託義務之總體、個體環境上預備妥當。然為凸顯美國控制股東公平對待義務之法制，對於解決我國控制股東濫權之現實問題確實可有相當助益，在此僅初步以本文第壹部分提及之控制股東濫權問題為例，試著以「公平對待」義務角度思考，觀察該法制所可能產生的效果？

㈠在一般營運型交易方面

首先，在一般營運交易控制股東獲取私利之情況中，控制股東透過「不擔任公司負責人」間接進行幕後操控，倘若我國公司法直接對行使控制力之「自然人控制股東」課予「公平對待義務」，控制股東即無法藉由形式上不擔任公司負責人之職位，逃避其所應承擔之法律責任，控制股東既然無法避免責任之訴追，隱身於幕後進行操縱之動機自然減弱，控制股東會轉而主動擔任公司負責人（如董事）之角色[279]。

在公司盈餘分派方面，若課予控制股東「公平對待」義務，控制股東為免訟累，拒絕分派盈餘之現象將可大幅改善。此外，在私募相關問題上，若少數股東能舉出控制股東透過不公平之私募價格

278 董事忠實義務規定於日本商法第254條之3，該條文係於1950年後引入日本，移植後40年相當沉寂，從未被日本法院單獨使用，但從1980年開始，才逐漸開始廣泛地被使用。學者Curtis Milhaupt指出，並無證據顯示日本法官素質有明顯變化，而是政治經濟轉變導致該法制移植起初不被使用而後來被使用之結果。Curtis J. Milhaupt, *Historical Pathways of Reform: Foreign Law Transplants and Japanese Corporate Governance, in* CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT: CORPORATIONS, STATES, AND MARKETS IN EUROPE, JAPAN, AND THE US 53, 61 (Klaus J. Hopt, Eddy Wymeersch, Hideki Kanda & Harald Baum eds., 2005).

279 章友馨，從解決核心代理問題角度思考兩岸公司治理未來發展方向，法學新論，23期，頁89，2010年6月。

侵害少數股東權益之事實，控制股東即需負擔其未違反「公平對待義務」之舉證責任，此一沈重的舉證責任，將可收嚇阻之效，減少控制股東透過操縱私募價格侵害少數股東權益之作為。

㈡在現金逐出之合併案件方面

其次，在現金逐出型案件中，若少數股東被控制股東以「不公平價格」逐出公司，目前少數股東僅能根據我國企業併購法第十二條第一項第三款及公司法第一八七條，向臺北地方法院請求裁定股份收買價格不合理，行使「股份收買請求權」。在行使條件上，少數股東倘未能於決議合併之董事會限定期間內以書面提出異議，則無法向公司請求按當時公平價格收買其持有之股份，且即使提出請求，法官對「股份收買價格」之合理性難以判斷時，通常採「股東會決議之日成交之最高價格及最低價格之平均價」作為股份收買價格之公平價格[280]，惟此一價格並無法使少數股東分享因合併而上漲之價格。

若公司法中有「控制股東公平對待義務」之相關規定，少數股東據此主張「公開收購」或「現金逐出價格」不合理，且又能舉證控制股東有「自我交易」（站在交易雙方）之情事，或是其他違反正常交易過程之事由（例如未按程序揭露資訊等），則控制股東即需負擔舉證交易公平之責任，以證實其未違反「公平對待義務」。如此法院審理價格公平之沈重負擔，多半可移轉至檢查控制股東是否符合「交易過程」公平之程序性要件上，若符合交易過程公平性，再檢查價格是否公平。以凱雷併東森案為例，東森媒體公司之控制股東，因未告知小股東有關盛澤公司（凱雷設立之投資公司）

280 參臺灣高等法院91年度抗字第5137號民事裁定、臺灣高等法院92年度臺抗字第571號民事裁定、最高法院93年度臺抗字第36號民事裁定。

將以每股三二・五元之高價向自身購買股份，反而先行以每股二十元向小股東購入股份之行為[281]，即為隱匿重大資訊且違反「公平對待義務」，與Weinberger案中控制股東Signal隱藏報告未和其他獨立董事分享之行為相似，均為違反交易程序公平性之舉。少數股東僅須舉證控制股東未按程序揭露資訊，舉證責任隨即移轉至控制股東方，法院並不須再進行其後的「價格公平」審查，即可判控制股東違反「公平對待義務」，應對少數股東為相關賠償。當控制股東承擔較重之舉證責任時，其利用「自我交易」（或其他違反正常交易程序）對少數股東進行不公平「現金逐出」之動機將大為減弱。

㈢在控制權移轉方面

最後，在控制權移轉方面，雖然南山人壽最後出售給潤成投資，在先前美商AIG原擬出售南山人壽給博智金控之過程中，南山人壽小股東若能舉證博智金控所提出之經營計畫及收買價格均未優於中信金控，則南山人壽控制股東AIG即有義務證明其是否違反「公平對待義務」及提出博智金控非為「掠奪者」，不一定須待金管會之否准，法院之介入即可使控制股東負擔舉證責任，少數股東可以違反「公平對待義務」為訴由，確保自身權益。

綜上所述，未來若能成功移植美國控制股東公平對待義務於我國公司法制，前述控制股東所可能產生之濫權狀況，在少數股東提訴後，控制股東之行為若無法符合本部分第一節「安全港」原則之任一條件，交易公平之舉證責任將移轉至控制股東方。此一歸責方式對控制股東之行為可發揮事前約束作用。雖然我國現階段並未有美國在律師勝訴酬金制度驅動下嚴重的濫訴問題，但筆者認為，我

[281] 參臺北地方法院96年度抗字第166號民事裁定。

國法院引進前述四項「安全港」原則之需求與美國法院同樣迫切，理由是若我國移植美國控制股東公平對待義務之相關法制，賦予少數股東直接訴訟之法源，少數股東提訴頻率可能提升，且投資人保護中心亦可協助少數股東提起共同訴訟之法源基礎更為明確。

若少數股東及投保中心之提訴可能性增高，前述四項「安全港」原則之必要性將更為迫切。除發揮減少案件數量之效果外，「安全港」原則更可協助大陸法系法官操作該「公平對待義務」，降低抽象程度。在我國目前法院案件量繁重之現實下，該等原則可使法官集中精力在少數確實需要以「完全公平原則」進行審查之案件上。基此，該等「安全港」條件，筆者認為係為引進該法制時不可或缺的配套審理原則，一旦欠缺，法院審理成本恐過高，該法制之移植即可能遭致法官反對而難以發揮預期效果。

陸、結　論

控制股東以其控制力於公司中濫用權利、侵害少數股東利益之情形，為我國公司治理中需要重視之問題，我國最新修訂之公司法，雖已引入「實質董事」制度擴大公司法第八條「公司負責人」之範圍，在一定程度上對控制股東濫權問題已有加強規範之作用，但筆者認為仍未若直接對控制股東課予公平對待義務之作法來得有效。目前控制股東雖可基於被認定為擁有類似董事之實質控制力而需與董事負擔相同之責任，但其仍須符合「實質上執行董事業務」或「實質控制指揮董事執行業務」等要件，在實務上認定不易。若控制股東以「控制股東」而非實質董事之身分進行對少數股東之不公平對待，例如不分派盈餘、以不公平價格進行現金逐出式合併、或滿足控制權移轉下的「特殊情況」，控制股東仍可逃遁於「實質董事」之規範範圍外，侵害少數股東權益。

本研究在考察美國控制股東受託義務之內涵演變及法院審理原則之發展後有四大研究成果：

一、閉鎖公司中，法院以「故意之侵權行為」衡量控制股東之行為， 已取代「升高之受託義務」，控制股東在閉鎖公司中並未負擔較公開公司中為重之受託義務。

二、若以德拉瓦州判決為主流，控制股東受託義務已突破「閉鎖公司」與「公開公司」間之區隔，受託義務在「所有公司」中均相同，在該義務下，法院採用「完全公平」原則審理控制股東可能濫權之行為。

三、控制股東受託義務在一九四〇年前以Pepper v Litton為代表之傳統受託義務解釋，已不被晚近案例採用，從學者觀點、法院判決、美國公司治理守則及模範公司法採用「公平對待義務」替代「受託義務」之跡象顯示，「公平對待義務」為美國控制股東受託義務之現代詮釋。「公平對待義務」包括控制股東須對公司及少數股東遵守「交易過程公平」及「價格公平」之義務，且對所有股東應依「按持股比例分配」原則進行分配。

四、為節省法院審理資源，美國法院操作「公平對待義務」時，法官會依據不同交易形態採取不同篩選原則，作為免於採用「完全公平審理原則」之「安全港」條件。若日後我國移植該法制，應將該等「安全港」要件併同引入，以利法官形成論述。

本研究在介紹美國控制股東公平對待義務之內涵及演變過程後，期能提供我國學界及實務界，於探討解決控制股東濫權問題之問題時，另一可能的思考方向。

參考文獻

一、中 文

1. Montesguieu著，張燕深譯，論法的精神（下冊），1982。
Montesquieu, Charles Louis, Zhang, Yan-Shen (trans.), The Spirits of Law (Ⅱ), 1982.

2. 方嘉麟，關係企業專章管制控制力濫用之法律問題——自我國傳統監控模式論專章設計之架構與缺憾，政大法學評論，63期，頁271-321，2000。
Fang, Jia-Lin, Legal Issues on the Abuse of the Management Controlling Power in Related Enterprises, Chengchi Law Review, no. 63, pp. 271-321, 2000.

3. 王文杰、方嘉麟、馮震宇，臺灣管理層收購之法律問題——以復盛與日月光為例，月旦財經法雜誌，15期，頁1-23，2008。
Wang, Wen-Je, Fang, Chia-Lin & Feng, Zhen-Yu, Legal Issues of Taiwan's Management Buyout-Examples from Fusheng and Advanced Semi-conductor Engineering, Financial and Economic Law Review, no. 15, pp. 1-23, 2008.

4. 王志誠，控制股東民事責任之法理基礎，載：實踐中的公司法，頁239-298，2008。
Wang, Zhi-Cheng, The Legal Theory of Controlling Shareholders' Civil Liability, in Corporate Law in Practice, pp. 239-298, 2008.

5. 王志誠，股東書面協議法制（上）——公開化或閉鎖化之判定基準？，月旦法學雜誌，174期，頁136-161，2009。
Wang, Zhi-Cheng, The Print Agreement of Shareholders (Ⅰ): The Criteria for Determining Public or Closed Corporation, The Taiwan Law Review, no. 174, pp. 136-161, 2009.

6. 何美歡，公眾公司及其股權證券，中冊，1999。
He, Mei-Huan, The Public Company and Its Stocks (Ⅱ), 1999.

7. 洪秀芬，公司法「關係企業」規範之疑義與缺失，東海大學法學研究，17

期，頁271-300，2002。

Hung, Xiu-Fen, The Shortcomings of Related Enterprise Chapter in Corporate Law, Tunghai Law Review, no. 17, pp. 271-300, 2002.

8. 徐洪濤，控制股東誠信義務研究，深圳證券交易所綜合研究所深圳綜研字第0126號研究報告，2006。

Xu, Hung-Tao, Studies on Controlling Shareholders' Fiduciary Duty, Shenzhen Stock Exchange Research Institute, Research Paper Series, no. 0126, 2006.

9. 徐小波、劉紹樑、王文宇、劉連煜、林國全，公司法制全盤研究與修訂建議，第3冊，2000。

Hsu, Paul, Liu, Shao-Liang, Wang, Wen-Yeu, Liu, Lien-Yu & Lin, Guo-Chuan, A Proposal for Comprehensive Revision of Company Law, Vol. 3, 2000.

10. 張心悌，控制股東與關係人交易，台灣本土法學雜誌，101特刊，頁76-99，2007。

Chang, Xin-Ti, Transaction between Controlling Shareholders and Related Third Parties, 101 Taiwan Law Journal, pp. 76-99, 2007.

11. 張憲初，控制股東在公司併購中的誠信義務：理論與實踐的借鑑和比較，載：公司法律評論，頁232-256，2004。

Chang, Xian-Chu, Controlling Shareholders' Fiduciary Duties in Mergers and Acquisitions: A Comparison of Theory and Practice, in Commentaries on Corporate Law, pp. 232-256, 2004.

12. 曹富國，少數股東保護與公司治理，2006。

Cao, Fu-Kuo, The Protection of Minority Shareholders and Corporate Governance, 2006.

13. 習龍生，控制股東的義務和責任研究，2006。

Xi, Lung-Sheng, A Study on Controlling Shareholders' Fiduciary Duties, 2006.

14. 章友馨，齊頭式的公平是真公平嗎？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。

Tsang, Yo-Shing, What is True Fairness? Discussion of Appraisal Right from the Case of Carlyle Group Merger with Eastern Multimedia Group, Financial and Economic Law Review, no. 13, pp. 135-169, 2008.

15. 章友馨，從解決核心代理問題角度思考兩岸公司治理未來發展方向，法學新論，23期，頁67-107，2010。

Tsang, Yo-Shing, Reflection on the Future of Corporate Governance in Mainland China and Taiwan from the Angle of Solving the Major Agency Problem, Journal of New Perspectives on Law, no. 23, pp. 67-107, 2010.

16. 曾宛如，少數股東之保護與公司法第二三條第二項——兼評台南高分院八十七年度重上更一字第二二號判決及九十六年度台上字第一八六號判決，月旦法學雜誌，159期，頁264-273，2008。

Zen, Wan-Ru, The Protection of Minority Shareholders and the Discussion of Article 23 of Corporate Law in Taiwan, The Taiwan Law Review, no. 159, pp. 264-273, 2008.

17. 曾宛如，我國公司法待決之問題——以公司法制基礎理論為核心，月旦法學雜誌，181期，頁50-62，2010。

Zen, Wan-Ru, The Unsolved Problems in Taiwan's Corporate Law—A Discussion from the Basic Theory, The Taiwan Law Review, no. 181, pp. 50-62, 2010.

18. 曾宛如，多數股東權行使之界限——以多數股東於股東會行使表決權為觀察，月旦民商法雜誌，31期，頁23-38，2011。

Zen, Wan-Ru, The Boundary of the Majority Shareholders' Right—A Focus on the Voting Rights of the Majority Shareholders in Shareholders' Meetings, Cross-Strait Law Review, no. 31, pp. 23-38, 2011.

19. 湯欣，控股股東法律規制比較研究，2006。

Tang, Xin, A Comparative Study of Regulations on Controlling Shareholders', 2006.

20. 湯欣，控股股東的受託義務——從美國法上移植，載：轉型中的公司法的現代化，頁534-545，2006。

Tang, Xin, Controlling Shareholders' Fiduciary Duties—A Transplant from the American Law, in Modernization of Corporate Law in Transformation, pp. 534-545, 2006.

21. 黃司熒，控制股東之義務建立及管控手段，臺灣大學法律研究所碩士論文，2006。

Huang, Si-Ying, The Establishment of Controlling Shareholders' Obligation and Approaches of its Management, Master's Thesis, Graduate Institute of Law, National Taiwan University, 2006.

22. 黃銘傑，違股東盈餘分派契約之效力及公司會計規範作為「保護他人法律」之問題點，月旦法學雜誌，185期，頁182-200，2010。

Huang, Ming-Jye, The Issues on Shareholders' Profit Allocation Contract and Company Accounting Regulations as " Laws Protecting Others", The Taiwan Law Review, no. 185, pp. 182-200, 2010.

23. 黃銘傑，「股東」平等原則vs.「股份」平等原則——初探股東平等原則復權之必要性及可行性，月旦民商法雜誌，31期，頁5-22，2011。

Huang, Ming-Jye, 'Shareholders' Equality vs. 'Shares' Equality—A Discussion of the Necessity and Feasibility of Shareholders' Equality Principle, Cross-Strait Law Review, no. 31, pp. 5-22, 2011.

24. 黃輝，控制股東信義義務：比較法分析及對中國的立法建議，載：轉型中的公司法的現代化，頁570-580，2006。

Huang, Hui, Controlling Shareholders' Fiduciary Duties: A Comparative Legal Study and a Legislative Proposal to China, in Modernization Corporate Law in Transformation, pp. 570-580, 2006.

25. 葉林，公司控制股東、實際控制人和高管人員法定義務和法律責任，載：公司法修改國際研討會論文集，頁235-348，2004。

Ye, Lin, The Legal Fiduciary Duties of Controlling Shareholders, de facto Directors and Management in Corporations, in Collection of Essays of the Corporate Law International Forum, pp. 235-348, 2004.

26. 廖大穎，論股東行使表決權迴避之法理——兼評台北地院九十一年訴字第三五二一號民事判決，月旦法學雜誌，99期，頁236-251，2003。

Liao, Da-Ying, The Study on the Jurisprudence of the Refusal Regarding Shareholder Voting Rights—Discussing Taipei District Court 91-3521 Civil Decision, The Taiwan Law Review, no. 99, pp. 236-251, 2003.

27. 廖大穎，評公司法第二十七條法人董事制度——從台灣高等法院九十一年度上字第八七〇號與板橋地方法院九十一年度訴字第二一八號判決的啟發，月旦法學雜誌，112期，頁197-213，2004。

Liao, Da-Ying, An Evaluation of Institution Directors in Article 27 of Corporate Law, The Taiwan Law Review, no. 112, pp. 197-213, 2004.

28. 劉連煜，公司法理論與判決研究㈠，1995。

Liu, Lien-Yu, The Theory of Corporate Law and Cases Studies Ⅰ, 1995.

29. 劉連煜，關係人交易與控制股東之義務，月旦法學雜誌，116期，頁223-237，2005。

Liu, Lien-Yu, The Duty of Related Party Transactions and Controlling Shareholders, The Taiwan Law Review, no. 116, pp. 223-237, 2005.

30. 劉連煜，掏空公司資產之法律責任，月旦法學教室，56期，頁83-96，2007。

Liu, Lien-Yu, The Legal Liability of Tunneling, Taiwan Jurist, no. 56, pp. 83-96, 2007.

31. 劉輔華、李敏，論資本多數決原則——對股東大會決議規則的反思，法學雜誌，1期，頁76-78，2008。

Liu, Fu-Hua, Doctrine of Majority Capital—A Reflection on Decision Rules in Shareholders Meeting, Law Science Magazine, no. 1, pp. 76-78, 2008.

32. 盧曉彥，美國母子公司合併子公司少數股東保護之研究，政治大學法律研究所碩士論文，2004。

Lu, Xiao-Yen, The Protection of Minority Shareholders in Parent Company Merger with Subsidiaries in the United States, Master's Thesis, Graduate Institute

of Law, National Chengchi University, 2004.

33. 錢玉林，資本多數決與瑕疵股東大會決議的效力，2005。

Cian, Yu-Lin, The Majority Capital Vote and the Effect of Flawed Resolution of Shareholders Meeting, 2005.

34. 魏子凱，控制股東義務與責任之研究，中正大學財經法律研究所碩士論文，2004。

Wei, Zi-Kai, A Study of Controlling Shareholders' Fiduciary Duties, Master's Thesis, Graduate Institute of Financial and Economic Law, National Chung Cheng University, 2004.

35. 龐元琪，控制股東地位的形成與規範，臺灣大學法律研究所碩士論文，2006。

Pang, Yuan-Chi, The Regulation of the Formation of Controlling Shareholders, Master's Thesis, Graduate Institute of Law, National Taiwan University, 2006.

二、外　文

1. AMERICAN LAW INSTITUTE, THE FEDERAL SECURITIES CODE (1980).
2. AMERICAN LAW INSTITUTE, PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE (1994).
3. Anabtawi, Iman & Stout, Lynn A., *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 STAN. L. REV. 1255 (2008).
4. Andrews, William D., *The Stockholder's Rights to Equal Opportunity in the Sales of Shares*, 78 HARV. L. REV. 505 (1965).
5. Art, Robert C., *Shareholder Rights and Remedies in Close Corporations: Oppression, Fiduciary Duties, and Reasonable Expectations*, 28 IOWA J. CORP. L. 371 (2003).
6. BERLE, ADOLF & MEANS, GARDINER, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (1968).
7. Cannon, Kimble Charles, *Augmenting the Duties of Directors to Protect Minority Shareholders in the Context of Going-private Transactions*, 2003 COLUM. BUS. L. REV. 191 (2003).

8. Carney, William J., *The ALI's Corporate Governance Project: The Death of Property Rights?*, 61 GEO. WASH. L. REV. 898 (1993).
9. CLARK, ROBERT CHARLES, CORPORATE LAW (1986).
10. Clark, Robert, *Agency Costs Versus Fiduciary Duties*, *in* PRINCIPALS AND AGENTS: THE STRUCTURE OF BUSINESS 128 (John W. Pratt & Richard J. Zeckhauser eds., 1991).
11. COX, JAMES D. & HAZEN, THOMAS LEE, CORPORATIONS (2d ed. 2003).
12. Dalley, Paula J., *To Whom it may Concern: Fiduciary Duties and Business Association*, 26 DEL. J. CORP. L. 515 (2001).
13. DeMott, Deborah A., *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, 1988 DUKE L.J. 879 (1988).
14. DeMott, Deborah A., *Down the Rabbit-Hole and into the Nineties: Issues of Accountability in the Wake of Eighties-Style Transactions in Control*, 61 GEO. WASH. L. REV. 1130 (1993).
15. Dibadj, Reza, *Disputed Concepts in Contemporary Business Association Law: Discussions on Fiduciary Duty and Capital Lock-in: The Misguided Transformation of Loyalty into Contract*, 41 TULSA L. REV. 451 (2006).
16. Djankov, Simeon, Porta, Rafael La, Lopez-de-Silanes, Florencio & Shleifer, Andrei, *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 430 (2005).
17. Easterbrook, Frank H. & Fischel, Daniel R., *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L.J. 698 (1982).
18. Eisenberg, Melvin A., *Corporate Law and Social Norms*, 99 COLUM. L. REV. 1253 (1999).
19. Elhauge, Einer, *Towards a European Sale of Control Doctrine*, 41 AMER. J. COMPA. L. 627 (1993).
20. Faith, Stevelman, *Freezeout Doctrine: Going Private at the Intersection of the Market and the Law*, 62 BUS. LAW. 775 (2006-2007).
21. Fischel, Daniel R., *Management and Control of The Modern Business Corporation: Corporate Control Transactions: Market Evidence in Corporate Law*, 69 U.

CHI. L. REV. 941 (2002).

22. Flannigan, Robert, *The Fiduciary Obligation*, 9 OXFORD J.L. 285 (1989).

23. Frankel, Tamar, *Fiduciary Law*, 71 CAL. L. REV. 795 (1983).

24. Gilson, Ronald J. & Gordon, Jeffery N., *Doctrines and Markets: Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785 (2003).

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

26. Haas, Steven M., *Toward a Controlling Shareholder Safe Harbor*, 90 VA. L. REV. 2245 (2004).

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

28. Hazen, Thomas L., *Transfers of Corporate Control and Duties of Controlling Shareholders*, 125 U. PA. L. REV. 1023 (1977).

29. KLEIN, WILLIAM A., RAMSEYER, J. MARK & BAINBRIDGE, STEPHEN M., BUSINESS ASSOCIATIONS, UNIVERSITY CASEBOOK SERIES (4th ed. 2000).

30. Leavitt, Jeffrey M., *Burned Angels: The Coming Wave of Minority Shareholder Oppression Claims in Venture Capital Start-up Companies*, 6 N.C. J.L. & TECH. 223 (2005).

31. Milhaupt, Curtis J., *Historical Pathways of Reform: Foreign Law Transplants and Japanese Corporate Governance, in* CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT: CORPORATION, STATES, AND MARKETS IN EUROPE, JAPAN, AND THE US 53 (Klaus J. Hopt, Eddy Wymersch, Hideki Kanda & Harald Baum eds., 2005).

32. Mitchell, Lawrence E., *Professional Responsibility and the Close Corporation: Toward a Realistic Ethic*, 74 CORNELL L. REV. 466 (1989).

33. Mitchell, Lawrence E., *The Death of Fiduciary Duty in Close Corporations*, 138 U. PA. L. REV. 1675 (1990).

34. Moll, Douglas K., *Shareholder Oppression in Close Corporations: The Unanswered Question of Perspective*, 53 VAND. L. REV. 749 (2000).

35. Moll, Douglas K., *Reasonable Expectations v. Implied in-Fact Contracts: Is the*

Shareholder Oppression Doctrine Needed?, 42 B. C. L. REV. 989 (2001).

36. Nelson, William E., *199 Roy R. Ray Lecture April 12, 1999: The Law of Fiduciary Duty in New York*, 1920-1980, 53 SMU L. REV. 285 (2000).

37. OESTERLE, DALE A., THE LAW OF MERGERS AND ACQUISITIONS (2005).

38. Ragazzo, Robert A., *Toward a Delaware Common Law of Closely Held Corporations*, 77 WASH. U. L. Q. 1099 (1999).

39. Scott, Austin W., *The Fiduciary Principle*, 37 CAL. L. REV. 539 (1949).

40. Siegal, Mary, *Fiduciary Duty Myths in Close Corporate Law*, 29 DEL. J. CORP. L. 377 (2004).

41. Smith, Gordon, *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*, 55 VAND. L. REV. 1399 (2002).

42. Subramanian, Guhan, *Fixing Freezeouts*, 115 YALE L.J. 2 (2005).

43. Toms, Bate C., *Compensating Shareholders Frozen out in Two-step Mergers*, 78 COLUM. L. REV. 548 (1978).

44. Turezyn, Andrew J., *1992 Developments in Delaware Corporate Law*, 19 DEL. J. CORP. L. 103 (1994).

45. Weinrib, Ernest J., *The Fiduciary Obligation*, 25 U. TORONTO L.J. 1 (1975).

46. Wertheimer, Barry M., *The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value*, 47 DUKE L.J. 613 (1998).

47. Wineburgh, Justin B., *Commentary: Recent Developments in Delaware Corporate Law: Cede & Co. v. Technicolor, Inc.: Appraising Dissenters' Shares: The "Fair Value" of Technicolor*, 22 DEL. J. CORP. L. 293 (1997).

48. Yee, Kenton K., *Control Premiums, Minority Discounts, and Optimal Judicial Valuation*, 48 J.L. & ECON. 517 (2005).

Exploring the American Legal Doctrine of the Controlling Shareholder's Fiduciary Duty and Its Implications for Controlling Shareholders' Abuse of Power in Taiwan

Yo-Shing Tsang*

Abstract

Abuse of power by controlling shareholders is seriously jeopardizing the quality of corporate governance in Taiwan. This problem is aggravated by the lack of effective legal mechanisms that hold controlling shareholders liable. To meet these challenges, it is well worth considering the American common law doctrine of controlling shareholders' "fiduciary duty" toward minority shareholders.

However, the content of this common doctrine is highly elusive. This article seeks to shed light on its dynamic development by conducting a comprehensive critical literature review and case analysis into the contemporary understanding of controlling shareholders' fiduciary duty. The investigation is carried out along the dimensions of type of corporation (closed v. public corporation), variation among state courts

* Senior Specialist, Clearing Dept., Taiwan Stock Exchange; Ph.D. of Law, Tsing-Hua University, Beijing.

Received: September 15, 2010; accepted: March 22, 2011

(centering on Massachusetts and Delaware), and historical evolution of the concept of fiduciary duty. I then investigate three types of cases, namely the ongoing operation of the company, freezeout and transfer of control, and summarize the "safe harbor" doctrine, which the courts have developed to avoid the "entire fairness principle." I argue that the meaning of "fiduciary duty" of controlling shareholders has undergone material change. "duty of fair dealing" has become a better concept than "fiduciary duty" in terms of accuracy and adequacy. Under the "Duty of fair dealing," controlling shareholders should operate under the principle of "proportional distribution of benefits according to shareholding ratio," and should pay due attention to fairness in both transactional procedures and price-setting. This renewed understanding of the American law will offer a significant point of reference for comparative corporate law in Taiwan regarding the issue of controlling shareholders' fiduciary duty.

Keywords: Fiduciary Duty, Duty of Fair Dealing, Controlling Shareholders, Entire Fairness Principle, Freezeout, Transfer of Control, Fair Dealing, Fair Price, Safe Harbor