

國立臺灣大學法律學院法律學系

碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis



管理階層收購法制-美日司法審查之比較

The Study on Management Buyout and Comparison of
the Judicial Review in America and Japan

李佳芳

Chia-Fang Lee

指導教授：蔡英欣 博士

Advisor: Ying-Hsin Tsai, Ph.D.

中華民國 105 年 6 月

June 2015



國立臺灣大學碩士學位論文

口試委員會審定書



管理階層收購法制—美日司法審判之比較

The Study on Management Buyout and Comparison of
the Judicial Review in America and Japan

本論文係 李佳芳 君(學號 R01A21092)在國立臺灣大學法律學系完成之碩士學位論文，於民國 105 年 06 月 23 日承下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明

指導教授： 秦英欣

口試委員： _____

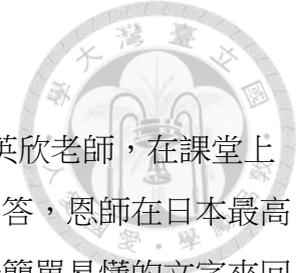
秦英欣

王曉樵

邱學平



謝辭



在台大法研所四年的日子裡，最重要的莫過於我的恩師 蔡英欣老師，在課堂上以循循善誘的方式鼓勵我們說出自己的見解，耐心等待我們的回答，恩師在日本最高學府東大殿堂沉浸多載，回答問題時卻仍然能不帶任何遲疑用最簡單易懂的文字來回應我們各種難題，讓我在浩瀚的法學領域當中再次從不一樣的角度啟蒙我對於企業法制的熱忱，所謂真實智慧的虛懷若谷，以及真實力量的溫和蘊藉，就是用來形容她的吧，研究所的日子裡與家庭生活非常遙遠，與老師的互動次數甚至超過工作繁忙的父母，老師給予了我許多的信心，雖身為行政助理不時會出包，但老師多次給我機會，讓我好好在每一次的出包中成長，逐漸感受到老師的信任也帶給我更多的自信。

感謝我的父母，在法律求知的道路上做了五年的大學生、四年的研究生，讓我可以安穩的沉浸在學生的生涯中，雖學途無涯但你們真的辛苦了！感謝我的兄長在我求學過程中給我非常多的意見，是家人互動間的開心果與潤滑劑，以及美麗的大嫂宜靜和可愛的姪女 Rainie。

研究室是我寫論文的過程中最重要的根據地，除了是我在學校查找資料時，可以休息的好處所外，研究室裡一起為論文打拼的夥伴更讓研究室有滿滿的歸屬感，面對寫論文的苦悶與撞牆期，研究室室友們皆在同一個同溫層當中，深知每位夥伴各自正面對著無解的難題時，總會相互鼓勵，有時甚至不需要過多的低潮言語，一起外出覓食吃喝天南地北聊天，就能夠相互加油打氣。

非常感謝熱心的子晴，她生性樂觀又有極強的感染力，後期研究所的生涯有她的陪伴非常的開心，她總是能細心的察覺到我的需求，再給予超越我所須的資源，在我遇到我人生最艱難的難題時，也陪伴在我身邊，而在我律訓結束，距離口試時間非常緊迫的時刻，細心的為我準備好關於我論文瑣碎的行政程序，最後在工作之餘還撥空幫我校稿，對她的感謝溢於言表。

感謝琬平，當初我落榜時受到妳諸多的鼓勵，妳一直遙遙領先在我前頭，尤其在我面臨人生最艱難的難題時，妳也二話不說伸出了援手，妳雖有時話不多但時常仍有被妳放心頭的想法與感覺，未來人生的道路上希望有更多讓我能為妳做的事。

感謝聰明怡華，怡華總是能站在我的立場為我思索我所面臨的難題，再用成熟的觀點與我分享她的看法，感謝芳如，在我最重要的時刻伸出援手，由於認識多年，時常不須過多的言語就知對方所思所想，相處在一起非常輕鬆，多年了仍然不減我對妳

的喜愛，感謝蔚菁，妳是我周遭最能了解與家人生活所能面臨的困境，也喜愛妳分享多采多姿的生活，感謝昭易，我們是同為貓奴的好友，希望多年以後我們的貓兒能玩在一起，感謝奕純，給予我論文非常多的意見以及啟發，感謝尚達也給我學業上以及未來職涯上非常多的想法，還有學習日文的動力。

感謝學長們林莆晉以及陳柏嘉，當初大學末期若沒有他們的讀書會我絕對無法成功考上台大法研，在我進入台大法研後仍然受到諸多的照顧，兩位學長學富五車，在職涯規劃上也非常的優秀，非常感謝他們的照顧。

感謝鴻彬學長，在擔任老師行政助理的過程中給我非常多的幫助以及意見，學長在法律學識以及語言各方面都非常卓越，待人更是親和對我有諸多的照顧，學長寬以待人嚴以律己的模樣深深烙印在我的腦海中，是我的標竿。

感謝琬琪以及沁怡，兩位待人和善，細心又非常有趣，與她們分享生活點滴的日子非常的愉快，她們也總是不遺餘力的為我著想，深知我的難處，為我備好各種所需，是不須過多的言語就可以成為非常知心的好友，也感謝旻書在我論文繁瑣的程序以及口試上提供諸多幫助，總是樂意提供給我超越我所需量的資訊量，非常感謝。

感謝尚道，一同走過許多風景，你之於論文是我人生選擇上的難題，感謝你在我的論文繁瑣的行政程序上給我諸多的幫助，無論未來如何希望還能夠成熟的一同分享生活上的點滴。

感謝認識多年的好友小涼以及小純，出國出差豐富的伴手禮陪伴我許多論文時光，喜愛與你們分享各種生活點滴，研究所的生涯中還有你們的陪伴非常的開心。

人生至此，判別多少眼前風景，雖時常警惕自己不應帶著有色眼光或是個人主觀上之偏見看待事物或是對於有所受惠之事應銘記在心，但仍不免有所疏漏，在此感謝所有幫助過自己的人，雖尚非能稱為圓滿但心無所不滿足。

2016年夏於台大 李佳芳 謹識

中文摘要



在企業的生命週期中，企業所適合的資本關係非恆常不變，股權變動的頻率變高、法令遵循成本高昂、代理成本居高不下，當公開發行市場利益逐漸走向式微時，管理階層即有可能選擇下市重整股市的想法，以國巨案為例，管理階層認為國巨股本過大，經營團隊的努力無法適切反映在每股盈餘上，而有將激勵制度調整，使經營與所有逐漸合一，來消弭代理人的問題，使國巨聚焦長期策略，而非短期效益。管理階層在由其所設立專責收購目標公司之特殊目的公司中佔有一定股數甚至是大多數之股份，把持收購主體居於收購所任職之目標公司此收購主之地位，於身為收購方時劃定交易風險、設定成本，尋求交易上最大利益來向目標公司股東收購股份，然身為目標公司管理階層，執行目標公司職務業務，遂行其營利事業，背後有廣大的投資者，管理階層本背負公司利益最大化之義務，此時利益衝突如何消彌，董事可能有何受託義務之違反為本文探討之重心。

在比較法之方面，以美國對於管理階層收購之行政管制，以及司法審查來進行介紹，並以司法審查為主，由司法審查為交易設置程序法上誘因，使董事在事前設置保護少數股東之機制，該等機制對於利益衝突嚴重之交易尤為重要；在行政管制將介紹資訊揭露之部分，管理階層隨著其底價揭露之義務，展現出公司對於少數股東保護措施配套之重要性，該等消弭利益衝突之配套與司法上之安全港程序不謀而合，更加強調此種變形的自我交易特別需求該等配套措施。

在日本法方面，包括日本經濟產業為提升企業價值以及確保公正之手續，形成最佳運作實務，於 2007 年公布 MBO 交易指針，該等指針雖不具有法效力，然其企業文化相較於我國較為恪遵自律規則，而司法審查上更重視此指針，更產生管理階層遂行交易時之誘因；其司法審查區分為對公司之 MBO 盡力完善義務，以及對全體股東之確保股東共同利益之義務，探究日本司法如何具體化董事之善良管理人注意義務，並因其等繼受商業判斷法則之型態與我國類似進而認為該等義務可得為我國於管理階層交易當中進行受託人審查時所使用。

關鍵字：管理階層收購、變形化自我交易、受託人義務、完全公平原則、特別委員會、MBO 交易指針、MBO 盡力完善義務、確保股東共同利益之義務。



Abstract

Management buyout (MBO) means management set a special company to acquire the company that managers work for, especially whose objective is taking the company private (going-private transaction)to avoid the costs of remaining a publicly traded entity, while the transaction in which the controlling shareholder is the acquirer represents an opportunity for abuse. Because controlling shareholders often have significant influence over the board of directors as well as over management, not to mention that they are even the members of the board of directors or the managers themselves, having access to substantial nonpublic information. Regarding to the possibility to detriment of minority shareholders in the management buyout, this thesis aims to go through the present regulation of tender offer of Taiwan's Securities and Exchanges Act, the fiduciary duty of Taiwan's the Business Mergers And Acquisitions Act and Company Act, and the relevant administrative regulations to describe the defect of the recent legal system and try to construct the pattern of judicial review in the management buyout.

Examine the standard of the fiduciary duty used in the U.S. and Japanese court practice, there is a difficult dilemma between the Business Judgement Rule (BJR) and the unfair enough resulting in detriment of minority shareholders. Delaware courts have traditionally subjected going-private mergers to entire fairness review, with the burden on controlling shareholder defendants to demonstrate that such freeze-out transactions are entirely fair to minority shareholders, while endorsing BJR review for going private mergers with dual procedural protections. Compare to the U.S., Japanese courts try to use a traditional pattern to use the Japanese's Business Judgement Rule to construct the whole new model to review the board of the directors' loyalty and the duty of care. Even more, the Japanese courts broaden the scope of the duty to all the shareholders to protect minority shareholders from the abuse of the fair procedure covering the determination of a fair but unreasonable price by directors.

Based upon the reflections of legal practices in the U.S. and Japan, this thesis tries to provide a new pattern, which is divided into two parts, to examine the duty of the directors. Learning from the pattern used in Japanese courts, this model separates the duties of directors into two categories, one is owed to the company under paragraph 1 of article 23 of Taiwan's Company law and paragraph 1 of article 5 of Taiwan's the Business Mergers And Acquisitions Act and another is owed to the shareholders. And suggest endorsing Japanese's BJR review for going private mergers with dual procedural protections, based on the U.S. IX

pattern. Besides, directors might obtain the nonpublic information about the pricing through their daily work. Sometimes they may ignore the high possibility to get higher price, only giving the reasonable but lower price within the fair range instead higher price in the fair range. To prevent directors from making profits over the shareholders' rights, Taiwan's court could review the directors' duty owed to shareholders according to paragraph 2 of article 23 of Taiwan's Company law, by the point of view of tort in the civil law system, for the negligent omission tort liability of the directors to protect minority shareholders.

Key word: management buyout, going-private transaction, fiduciary duty, Business Judgement Rule, self-dealing, Entire Fair Review

管理階層收購法制-美日司法審查之比較



簡目

第一章 緒論	1
第一節 研究動機與目的	1
第二節 研究方法	2
第三節 研究範圍	2
第四節 研究架構	3
第二章 管理階層收購運作	6
第一節 運作概況	6
第二節 相關交易概念	7
第三節 管理階層收購起源及其適法性	10
第四節 管理階層收購經濟價值	13
第五節 管理階層收購手段與障礙	14
第六節 二階段收購-公開收購法制以及合併下市	19
第七節 國巨管理階層收購案	32
第八節 小結	36
第三章 美國法上管理階層收購	38
第一節 美國私有化交易	38
第二節 併購防禦手段之司法審查	49
第三節 逐出交易之司法審查—經營判斷法則與完全公平原則之擺盪	52
第四章 日本法上管理階層收購	70
第一節 管理階層收購指針	71
第一節 司法實務於董事義務之審查	76
第五章 我國改革芻議	106
第一節 董事對公司之義務-MBO 盡力完成義務	107
第二節 董事對股東之義務-價格最大化義務	121
第六章 結論	130
附件資訊	135
參考書目	138



管理階層收購法制-美日司法審查之比較



詳目

第一章 緒論	1
第一節 研究動機與目的	1
第二節 研究方法	2
第三節 研究範圍	2
第四節 研究架構	3
第二章 管理階層收購運作	6
第一節 運作概況	6
第二節 相關交易概念	7
第三節 管理階層收購起源及其適法性	10
第四節 管理階層收購經濟價值	13
第五節 管理階層收購手段與障礙	14
第一項 自我交易之變形	15
第二項 定價困難	17
第三項 我國稅制	18
第六節 二階段收購-公開收購法制以及合併下市	19
第一項 法制引進	19
第一款 制度類型	20
第二款 相關行政規則	21
第三款 相關原理原則	21
第二項 資訊揭露規範	23
第一款 管理階層之交易架構判定	24
第二款 股東權益之判定	26
第三項 價格審議機制	26
第一款 收購側之價格制定-獨立專家配套措施	26
第二款 目標公司側之價格審議-第三公正委員會配套措施	27
第四項 主管機關審查	30
第五項 下市門檻	31
第七節 國巨管理階層收購案	32
第一項 宣布收購所有流通在外股分	32
第二項 與私募基金合作進行高槓桿操作	34

第三項 重要協議內容	35
第四項 主管機關審查	36
第八節 小結	36
第三章 美國法上管理階層收購	38
第一節 美國私有化交易	38
第一項 私有化交易射程範圍-Rule13e-3	38
第二項 資訊揭露規範-Schedule 13E.....	39
第三項 董事揭露底價義務	41
第四項 資訊揭露管制理論	43
第五項 特別委員會	45
第二節 併購防禦手段之司法審查	49
第一項 董事權限	49
第二項 董事受託義務對象	49
第三項 白馬騎士策略與受託義務	50
第三節 逐出交易之司法審查—經營判斷法則與完全公平原則之擺盪	52
第一項 董事狹義忠誠義務	52
第二項 經營判斷法則	53
第三項 司法審查-完全公平標準.....	54
第一款 Singer 案下完全公平標準僅指涉公平價格.....	54
第二款 寬鬆的商業目的法則	56
第三款 完全公平原則-Weinberger 案	57
第四項 完全公平原則適用範圍	60
第一款 一般自我交易類型	61
第一款 管理階層收購利用公開收購類型	61
第一目 公開收購不適用之案例- Siliconix、Aquila 案.....	61
第二目 公開收購適用之案例- Pure Resources、CNX 案.....	64
第三目 壓迫性公開收購適用完全公平法則	65
第二款 衝突交易規範	66
第四章 日本法上管理階層收購	70
第一節 管理階層收購指針	71
第一節 司法實務於董事義務之審查	76
第一項 受託義務	76
第一款 委任契約關係	76

第二款 董事之注意義務	77
第三款 任務懈怠	78
第四款 董事之監督義務	79
第五款 經營判斷法則	81
第二項 管理階層收購中對公司的責任—兼論 MBO 股東代表訴訟 Charle 案	84
第一款 Charle 案.....	85
第二款 MBO 盡力完成義務	87
第三款 MBO 合理性確保義務	88
第四款 董事之公正程序義務	88
第五款 獨立董事之公正程序義務	90
第一目 公正程序監督義務	90
第二目 審議程序公正性義務	91
第三目 公正價格移轉義務	92
第六款 適正情報開示義務	93
第七款 學者評論	95
第三項 管理階層收購中對股東之義務	99
第一款 確保股東共同利益義務	99
第二款 價格最大化義務	102
第五章 我國改革芻議	106
第一節 董事對公司之義務-MBO 盡力完成義務.....	107
第一項 合理性義務	107
第二項 公正程序義務	109
第三項 程序性手段	110
第一款 特別委員會設置	111
第二款 審議委員會設置	113
第三款 董事資訊揭露義務	115
第四款 自律規則之制定並納入司法審查	116
第四項 程序對實體之影響	119
第二節 董事對股東之義務-價格最大化義務.....	121
第六章 結論.....	130
附件資訊	135
參考書目	138





第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

2011 年 4 月遨睿收購國巨公司，過程中不僅投保中心僅能以自律規則進行呼籲，最終投資審議委員會（後稱投審會）甚至參考金融監督管理委員會（後稱金管會）之意見，以「資本弱化」、「小股東權益保護欠缺」、「資訊不透明」、「社會觀感不佳」等理由駁回該案，讓人不禁思考行政機關以該等抽象之理由據以成為駁回投資案之依據，是否有使我國較不盛行之企業併購更加受打擊，國外資金是否更有可能將此地列為併購高風險名單，減少涉獵我國企業之投資，除了致力於建構完善之公司治理外，對於近年來所盛行之管理階層收購此種變形之自我交易型態也應建構完善之配套措施，蓋其交易架構本質上具極高利害衝突性，具有高道德風險，將有侵害少數股東之權利之疑慮。

管理階層收購由美國興起，為企業併購熱潮下公開發行公司再度轉型的方法之一，其開拓更加彈性運用公司資產之手法，隨著商業運作之變化，探求該議題可能產生利害衝突之處，建構消弭利害衝突之措施，從其歷史發展以及不同公司治理脈絡，可觀察出不同利害衝突之程度，以及受託人在不同場合下之義務，例如在資訊公開時是否須進一步揭露底價、董事是否擔負為股東價格最大化之義務、在逐出交易中，二階段收購是否使董事會另行負擔積極義務，如何透過安全港程序來建構誘因，使董事自主設置消弭利害衝突、保護少數股東之措施，此些皆可用以來探求受託人在個案中的義務建構。

在日本法上，針對管理階層進行管理階層收購交易時之動機與目的，發展出各種不同類型，學說上更有針對不同類型之特色發展不同之受託人義務，行政機關為使該等交易有更加完善之配套措施，經濟產業省在 2007 年制定 MBO 交易指針，該等指針指出此交易將嚴重造成資訊上之不透明感，若以兩階段方式進行，將無法在第一階段成功說服股東進行應賣，著重在於價格以及計畫上具有說服力，致力於消除董事自我圖利之疑慮，以提升股東協力應賣之機會。



本文雖僅著重在非公開化型之 MBO，然該守則亦具有相當之實用性可供參考，雖由於企業文化之差異，其企業文化注重行政機關所頒布之 MBO 交易指針，而司法實務也重視該等措施及指針中所指涉之精神以及措施，皆有我國可取法之處，而我國司法實務，相較於事後以公司法第 23 條課予董事義務，更多在於透過公司法第 194 條請求董事會停止違反法令以及章程之行為，而依據司法實務該違反法令以及章程之行為，亦包括公司法第 23 條董事違反受託人義務之事由，是以本文試圖以美日兩國所適用之司法審查，作為我國董事在此交易當中違反受託人義務之審查方法，以利於股東事前即時制止董事會違法之行為，抑或事後向法院訴請究責，甚至是損害賠償，更重要者在於取法美國安全港程序，促使董事自主設置保護少數股東之機制，避免由法院進行事後諸葛之判定，以作為我國管理階層收購將來進入司法審查時之參考抑或是行政機關亦能以較為具體之理由進行准駁，使管理階層可得事前預見並算定企業併購之法律風險，以活絡企業併購。

第二節 研究方法

主要採取文獻分析的方式進行研究，與管理階層收購相關議題之書籍、期刊、論文、時事新聞、以及政府機關之公報，進行蒐集和整理，我國受託人義務建構過程，繼受於美日，修法理由也指陳係延續自英美法及日本商法上公司與董事間之委任關係而來，而選擇美國法作為比較法之主要理由在於，管理階層收購由美國興起，其中利害衝突之疑慮一直備受美國司法實務之關注而值得參考。就日本法而言，同樣身為大陸法系之國家，有較為類似之建構方式，其等繼受美國法過程所預見之難題亦為我國可參考之處，尤其日本式之經營判斷法則更是取法之重點所在。

第三節 研究範圍

管理階層收購，顧名思義為管理階層對於公司進行組織再造之行為，該名詞以「主體」來為定性，是以在企業併購盛行之國家，管理階層所施行之併購手段多樣化，管理階層為達到逐出股東且私有化之目的，除公開收購以外，尚有以一階段洽談合併，或是股票的逆向分割，或是事前購過委託書之徵求，惟台灣所發生之管理

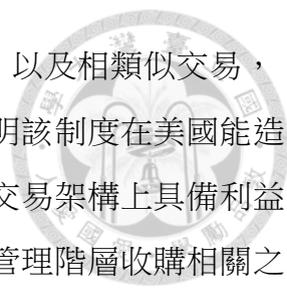
階層收購以公開收購為大宗，是以本文僅著重先以公開收購來收購股份並於第二階段進行併購之組織再造方式來向大家介紹。

在比較法之方面，由於管理階層收購源於美國且今日仍然盛行，是以本論文以美國對於管理階層收購相關之行政管制，以及司法審查來進行介紹，並以司法審查為主，其司法係針對公司有現金逐出股東之交易時，此等涉及強迫股東收回出資，強制奪取股東財產權，使股東無法擁有繼續留存於公司，享受公司未來繼續經營之投資價值，該等計畫以及進行補償之價格是否具備合理性，而司法審查更加為該等交易設置程序法上誘因，使董事在事前設置保護少數股東之機制，該等機制對於利益衝突嚴重之交易尤為重要；在行政管制將介紹資訊揭露之部分，管理階層隨著其底價揭露之義務，展現出公司對於少數股東保護措施配套之重要性，該等消弭利益衝突之配套與司法上之安全港程序不謀而合，更加強調此種變形的自我交易特別需求該等配套措施。

在日本法方面，日本對於管理階層收購有數種不同之類型，包括傳統上之暖簾分割型、企業重建型、事業繼成型、以及與我國相同之私有化交易類型，雖學者多有從各種類型所造成不同型態之利益衝突探討受託人必須盡到不同之注意，以符合其受託人注意義務，惟該等類型亦非單一可一概劃分，交易仍可能同時擁有不同面項之組合，惟此處僅針對與我國相類似之私有化交易類型進行探討，而其研究之範圍亦包括日本經濟產業為提升企業價值以及確保公正之手續，形成最佳運作實務，於 2007 年公布 MBO 交易指針，該等指針雖不具有法效力，然其企業文化相較於我國較為恪遵自律規則，而司法審查上更重視此指針，更產生管理階層遂行交易時之誘因；就其司法審查而言，針對管理階層對於公司以及股東之義務分別探討法院之審查方式，探究日本司法如何具體化董事之善良管理人注意義務。

第四節 研究架構

第一章「緒論」，介紹研究之動機以及目地、所使用之研究方法，談論為何選擇美國以及日本進行比較，以及論文之章節架構。

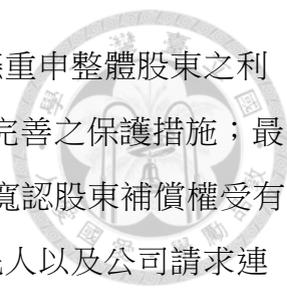


第二章「管理階層收購運作」，概述管理階層收購之定義，以及相類似交易，就其於美國法上之起源以及其適法性、經濟價值進行介紹，說明該制度在美國能造就更高產值之可能性，又透過其手段以及障礙之介紹，說明其交易架構上具備利益衝突之處，再者，闡述我國兩階段收購下所適用之法規範，與管理階層收購相關之辦法、函示、行政法規、自律規則，其中包括公開收購辦法、公開說明書應行記載事項準則，經濟部函示、上市上櫃公司實務治理守則，以及國巨案之介紹。

第三章「美國管理階層收購」，管理階層收購雖適用一般私有化交易規範，但在高道德風險之情況下，美國學者透過完整坦承義務，建構管理階層之底價揭露義務，在資訊揭露管制理論下，雖尚未能使現行所適用之schedule 13E產生變化，但有配套特別委員會之聲音，透過特別委員會之建構，協助消弭過度揭露所帶來抑制市場出價之疑慮，以及；就美國併購防禦手段審查而言，美國法上有Revlon義務，建構董事面臨出售或拆解公司時，對股東具有價格最大化之義務；並接續探討美國針對具有逐出股東效果之合併案，其審查方式從商業判斷法則到完全公平法則之演變，以及其安全港之程序之設計對於程序法上之審查密度或舉證責任之影響，並就實際案例以及衝突交易規範來探究公平法則所適用之範圍，更完善建構安全港程序，促使受託人自主設置保護少數股東之機制。

第四章「日本法上之管理階層收購」，首先介紹日本實務上所重視，並在司法實務中廣泛使用之交易指南—經濟產業省所制訂之MBO指針，接續說明董事之受託義務，尤其介紹日本式經營判斷法則，取法美式作法逐漸更加著重管理階層程序性義務，接續說明日本司法實務於審查管理階層收購當中，首次具體化善良管理人注意義務，建構受託人MBO盡力完成義務，其中公正性義務即取法經營判斷之精神，以受託人是否完善公正程序，審查是否違反受託人義務；再者，介紹日本法上受託人對於股東之義務建構，審查受託人對於股東究竟有否價格最大化義務。

第五章「我國改革芻議」，採用日本法架構，建構MBO盡力完善義務，在前階段設置合理性確保義務，在企業可進行減緩長短期計畫衝突之數選項中，是否確實遂行審酌最佳選項之義務，採用日本式經營判斷法則，輔以程序性措施來審查受託



人；再者就董事公正程序義務而言，透過新法企業併購法第6條重申整體股東之利益仍無法犧牲，採用美國法上安全港程序促使受託人建立更加完善之保護措施；最後是董事對股東之義務，受託人未為股東追求高價之行為，來寬認股東補償權受有侵害時已達到侵權行為之違法性而可依公司法第23條2項向受託人以及公司請求連帶損害賠償。

第六章「結論」，透過前階段審視各國審查機制之利弊得失，截取美日審查機制之優點，擇定較為相似且理論上可相容之審查措施來繼受於我國法，在我國法既有之受託人義務架構下，建構管理階層收購於司法之審查以及誘因，促使併購之法律風險更加可得預見，以利促進企業併購法制之健全。

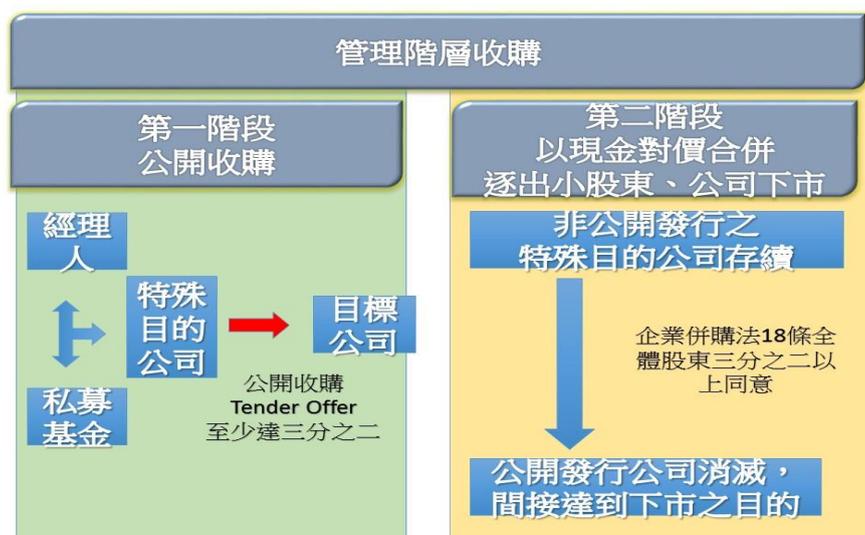
第二章 管理階層收購運作



第一節 運作概況

所謂管理階層收購（Management Buyout, MBO），是目標公司管理階層，將公開發行的股份或是資產全部轉為管理階層自己所有，藉由改變目標公司資產結構的方式，達到公司併購或重組的目的，管理階層以現金或是不可轉換的公司股權去購買公司的所有營業或是資產，再依法進行合併或其他交易，時常透過策略性投資人的幫助，共同成立一特殊目的公司（Special Purpose Vehicle），再以此公司為中心，比起市價多於百分之十到二十之溢價，收購目標公司股權，主導目標公司與該收購公司進行合併，以現金為對價逐出剩餘小股東，以目標公司為消滅公司，以收購公司為存續公司，使目標公司法人格消滅達到下市之目的，進行下市的動作，亦稱為私有化交易（Going - Private），將公司走向閉鎖化¹，通常經營管理階層資力不足，若經營管理階層利用融資方式取得併購資金者，即稱為融資併購（Leverage Buy-Out, LBO），在下市後，管理階層可獨享獲利，透過轉售公司資產或其他重整公司結構之手段，達到經濟循環上的復甦，以待往後再次上市，關於管理階層收購之流程可參見下圖附圖一。

【附圖一】管理階層收購流程



¹張心悌（2011），〈逐出少數股東—以資訊揭露義務與受託人義務為中心之美國法比較〉，《政大法學評論》，123 期，頁 256。



第二節 相關交易概念

(一) 融資併購 (Leveraged Buyout, LBO)

在股權較分散的大型企業，經營階層持股成數低，雖持有控制權卻沒有控制利益，為改善管理階層激勵制度進行收購交易時，在無足夠自有資金的經營階層，必須倚靠他人取得大量的現金，搭配融資併購之方式進行 (Leveraged Buyout, LBO)，他人通常指涉專精於逐出交易之投資銀行，所組成之機構投資人，或是私募基金，利用目標公司之資產作為融資擔保，以獲取之資金收購目標公司，爾後利用目標公司之營運獲利來償還貸款，由於收購資金多舉債所得，屬於高度槓桿的財務操作，故又稱為槓桿收購²，機構投資人扮演著重要角色，從公開收購中向機構諮詢股份評估、手段上資金的援助以確保融資、發行新證券、競價甚至是協助進行敵意併購防禦手段，為專業財務專家，提供專業意見之服務，然而雙方的合作關係使專家所出具之意見難以完全客觀，無法確保管理階層所購買之服務是否專為管理階層所「量身訂作」，當管理階層與股東利益相衝突時，機構人所提供之公平意見是否公平、客觀容易產生疑義³。

台灣舉債資金成本相對便宜等因素下，台灣一度成為亞洲融資併購量最高的市場，其中私募股權基金即扮演關鍵角色⁴，私募基金、投資銀行、策略性投資人等即藉此參與進行投資，該等出資者確信經營階層在除去市場壓力後，可以幫助公司提高產值而予以幫助，惟過高的負債比同時及增加了它們的風險，在將來經營管理上存在負面因素，時常負債比達 4 分之 1、6 分之 1 甚至更高，如此高負債比可能會反倒引狼入室，在管理階層表現非如預期時，出資者介入經營的可能性即高，在併購成功的 3 到 5 年內，順利的話併購的債務可能還清，而經營階層也成功履行他們之間的契約，但亦有可能因為強大的壓力，包括經營借貸壓力、投資銀行、私募基金等投資人的壓力，導致經營階層去販售公司資產的一部甚至是全部，或者再次公開發行，論者認為新創設的閉鎖型公司反倒因融資併購，導致公司治理結構上的

²王文字 (2011)，〈從國巨案談管理階層收購案的爭議〉，《會計研究月刊》，308 期，頁 79。

³Dale Arthur Oesterlea and Jon R. Norberg (1988)，Management buyouts: creating or appropriating shareholder wealth?, 41 Vand. L. Rev. 207, at 211.

⁴王文字，前揭註 2，頁 81。

不穩定，因管理階層收購完成而復甦的經營經層都僅能享受短暫的閉鎖型利益，也無法避免受託人義務的維護。

（二） 權益凍結（Freeze-outs）與權益排擠（Squeeze-out）

權益凍結為，控制股東迫使非控制性之少數股東售出其股份，使其喪失股東地位、失去持有股份所擁有之權益之交易，內部人通常會強迫非控制性之少數股東售出其股權，否則將進行減資來達到相同的效果，普通股股東通常可依照自己的意願擇定販售自己持股之期間，惟此處公司依自身所需擅自買回，股東無法自主決定出售股份的時間，形同普通股之股東表面上持有普通股股份，但實際上卻是持有類似公司可自主贖回之優先股股份（redeemable preferred stock），意即發行公司依照當初契約約定可自主決定贖回期間逕行贖回股份，此處亦形同可違反股東意願，逕自決定進行交易，將股份買回。

逐出交易以及上述權益凍結有時可互為替換，但仍有些許不同，逐出交易常指涉無直接透過法律手段，而以間接的方式來壓迫非控制性之少數股東售出其持股，透過單一或是一連串之交易來實質上產生逐出少數股東之效果，控制股東利用其在公司之控制權力，來排除少數股東在公司的勢力，包括解任少數股東派經理人職務、停止累積投票制、利用公司機會獨享收益來達到權益排擠的效果，少數股東可能在無預警的情況下不得不接受控制股東所開出的條件，最終以出脫持股解套⁵，為非形式上、間接之壓迫⁶。

少數股東權益凍結可區分成三種類型，分別為私有化交易、兩階段併購、以及母子公司合併，雖有學者認為三者之司法上之審查標準應不一致⁷，惟並未完全被實務採納，但仍有些許跡象透過利益衝突嚴重性的高低，使實際上的審查標準並不完全相同。

⁵ 張心悌，前揭註 1，頁 256。

⁶ Robert Clark, *Corporate Law*, 500；章友馨（2012），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，政大法學評論，2012 年 12 月 130 期，頁 105。

⁷ Victor Brudney, Marvin A. Chirelstein（1978），A Restatement Of Corporate Freezeouts, 87 Yale L. J. 1354.

（三） 兩階段併購（Two-Step Mergers）

一直以來多數決原則主導著公司合併或是資產收購之案件，當收購公司願意提供予目標公司之價格等同或是超越目標公司資產分配予所有股東之價格時，即會大量產生合併案或是資產收購案件，而不同意之少數股東，並不具有議案否決權，如果賦予單位持股股東可透過否決權來阻止併購或資產交易，將導致該等交易永遠無法成立，與企業併購制度活絡資本市場初衷相違，惟目標公司管理階層不管對造所出具之價格何為，是否讓少數股東有利可圖，如果收購公司所出具之價格，若未超越管理階層控制公司可創造之利益，即會反對收購公司之合併或是資產收購，此時收購公司通常會轉而尋求股份收購制度，進行兩階段併購，透過公開收購，收購公司股份，取代多數決原則進行併購，若為敵意併購則被認為屬於外部市場監督之一環，同時可得促進龐大的社會以及私人利益，不管是傳統敵意併購下的兩階段併購，由收購公司以高於市價之溢價收購目標公司之股份，並確保收購數目不低於可控制目標公司之股數，縱使公開收購成功達到所需股數，必定有殘存股數仍保留在不滿意收購價格之目標公司少數股東手中，此時收購公司為消除該等股份，即可透過其已取得之控制權，自行設定合併條款，以及多數決優勢，達到完整控制目標公司之目的。

（四） 私有化交易（Going Private）

私有化交易為近年來的金融頭條，由同時擔任高階管理層之控制性股東，認定該公司公開發行之週期屆至，欲尋求終止公開發行走向閉鎖型的公司型態，換言之，為一公開發行公司走向非公開化的過程，依證券交易法以及證券交易所或櫃檯買賣中心相關終止交易之規範，直接志願性停止或是透過併購間接達到終止在公開交易上市場，即為私有化交易，又稱下市交易，此種方式與一般併購並不相同，將使對公司一部分的控制權擴張到百分之百所有，增加其等投資利益。又權益凍結（Freezeouts）並不限於讓公開發行公司走向非公開化，亦可能發生在非公開發行公司。

（五） 母子公司合併

第三種類型，為母子公司合併，母公司長期以來控制著子公司，為子公司之多數或是控制股東，對於子公司少數股東亦具有受託人義務，此外，母子公司長期以來最終皆由同一董事會經營，是故必須注意利益衝突以其常規交易之建構，縱為集團企業母公司對於子公司股東之交易仍必須為公平交易，不同於敵意併購，敵意併購並無控制性股東參與，為兩不具關係之雙方進行常規交易，此處母子公司合併容易因非常規交易而受到公平性的挑戰。

第三節 管理階層收購起源及其適法性

併購潮在 20 世紀也因不同的動機而產生幾波熱潮，第一次浪潮發生在 20 世紀初，當時美國鋼鐵公司（U.S. Steel）和標準石油公司（Standard Oil）皆是透過併購業內公司創造出的壟斷型大型企業；第二次浪潮恰逢 1920 年代，當時併購潮將觸角伸向了新的市場。在此期間，公司如通用食品（General Foods）和聯合化工（Allied Chemical）應運而生；第三次浪潮發生在 1960 年代和 1970 年代，企業專注於本身業務以外之其他業務部門，意圖多樣化、多角化經營，形成大型企業集團，而公開發行發行市場蓬勃，股市急遽升高，企業不論適切與否紛紛上市，但 1973 年股市重挫、股市慘淡，無論是體質不適的小型公開發行公司，或是多角化經營的大型企業，才剛上市但公開發行利益已經大不如前，接下來即引發 1980 年代併購第四浪潮，走向企業資本結構重組，管理階層被賦予撤銷公開發行的任務回歸閉鎖型公司，過著無股市風雨的日子，當時管理階層收購在沒有任何操控的情況下，很多只是市場泡沫下的產物，在 1960 晚期到 1970 早期於美國開始崛起的管理階層收購即搭上此股併購熱潮，敵意併購盛行，管理階層的開始尋求各種防禦手

段，包括反併購策略（Pac-Man defense）⁸，焦土策略（scorched earth defense）⁹，驅鯊條款策略（shark repellents）¹⁰以及毒藥丸（poison pills）等等，這些手段創造出更具技巧性的融資方式外，這些老生常談的防禦手段更已經成為收購方可得預測的收購風險之一，管理階層為了保護公司或是這份得來不易的工作，開始透過融資或是重新分配資產，進行管理階層收購來獲取目標公司之利益，管理階層成為大量股份的持有人後並逐出剩餘股東，下市後成為閉鎖型公司，當時一度成為敵意併購下公開收購最佳的防禦手段，甚至有大量的經濟利益可圖。

收購的資金源自於大量舉債，並由企業的管理階層發起，這一波也由於私募基金 Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.（簡稱 KKR）與全球最大消費品企業 RJR Nabisco 簽訂私有化協議，進行管理階層收購而達到了頂峰，當時收購資金超過 250 億美元，透過槓桿融資所使用不到 20 億的美元就創造了 700 億美金的收益，為當時美國歷史上最大的合併案。

惟當下市的動機不再侷限於大環境的影響，而是其個人因素時，管理階層收購普遍受到譴責¹¹，蓋管理階層收購以結果來看，僅涉及企業的內部安排或融資，公司的管理階層使用公司的資源，公司的信用，實質上巧妙地排除少數股東、排除公司意思形成機關之權利，來掌控公司走向，更遑論才剛以極高的股份價格提供給市場上的投資人，儘管給予市場溢價，也難以在事前界定其可透過該等交易尋得任何生產上的收益或是價值增加¹²，尤其在管理階層收購動作後，僅僅為股權結構以及資本結構上的變動結果，導致管理階層收購適法性受到爭執。

⁸指涉目標公司於敵意收購時，反向收購收購公司之股份，迫使收購公司無暇進行敵意收購，被迫回防保護自身股權，惟此手段須目標公司有強大的資金實力和外部融資能力，且收購公司亦必須有收購的價值，風險較大。

⁹顧名思義，目標公司率先將收購公司有興趣的資產予以處分，可能為營業或是品牌、技術、或是專利等等進行移轉，或是大量舉債，使公司之價值大幅降低後，讓收購公司自行放棄對目標公司的收購的意願。

¹⁰ 公司於章程中訂立特殊條款，以提高股東會決議門檻，或是董事任期制度改變，來增加併購的難度，常見有特別多數決條款，以及董事分批改選條款。

¹¹ Louis Lowenstein (1985), *Management Buyout*, 85 COLUM. L. REV. 733-734。

¹² Easterbrook & Fischel (1982), *Corporate Control Transactions*, 91 Yale L.J. Rev.730。

管理階層收購透過逐出少數股東之手段，達到私有化的目的，針對此類相類似之逐出交易，當時學界間有論者持反對看法，認為相較於兩階段併購以及母子公司合併，管理階層收購此類進行私有化之少數股東逐出交易，應予以全面禁止，蓋管理階層之監督成本係源自於所有股東之利益，在未經全體股東的同意下，以節省上市成本為理由終止全體股東利益並不充分，管理階層形同以受託義務為擋箭牌，進行圖利之實，意味學者認為縱然股東耗費較大量的監督成本對受託人進行監督，相對的也因為股票的可流通性以及公司上市具有營收展望性而可獲得較高的利益，監督成本應透過內部體制改革來降低，而非避重就輕將問題歸咎於公司公開發行後之監督成本過高¹³。

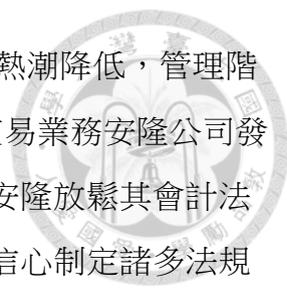
惟此看法受到抨擊，因監督所生成本與因監督所生之利益應予以區別，私有化後所生較低廉的監督成本，並不代表無法創造更大的利益，走向私有化的過程中公司價值的增加也將會展現在收購股份的溢價上，全面禁止的主張不外乎對於公司管理階層或是控制股東等內部人濫用公司商業機密，認為內部人透過逐出少數股東獨享公司「未來」「可能」擁有的獲利。

雖該獲利之說雖僅僅是個人主觀憶測，惟實際上股東在公司低潮時與公司共體時艱，在逐出交易後，被迫收回出資，眼睜睜看著管理階層成功重振公司營收，中飽私囊，不禁讓人多疑的懷疑起前受託人之忠誠度，但有論者認為此部分利益除了時常被過於誇大外，內部人與其所合作的策略性投資人風險極高，單純因公司機密資訊利用而禁止該類交易，忽略公司以一商業主體進行商業操作的可能性，應著眼於給予股東合理公平之價格，補償其財產上之不利益¹⁴。

管理階層收購制度不僅遺留下來還更加蓬勃發展，從 1970 年代的 300 萬美金一直到 1980 年代中的十億，總金額從 1980 年代初期的少於十億，1983 年隨即增加到七億，甚至 1984 年前六個月還達到一百億，市場不再認為 MBO 是洪水猛獸，富比市雜誌還做出潛在 MBO 候選研究，好讓讀者可以再發生時選對邊成為幸運的

¹³ Victor Brudneyd, *supra* note 7, at 1366.

¹⁴ 包括稅務負擔、股東再投資成本、少數股東喪失投資期待、自我交易之損失、資訊不完整之損失，張心悌，前揭註 1，頁 261；See Dale Arthur Oesterlea and Jon R. Norbergaa, *supra* note 3, at 211.



投資人¹⁵。雖一直到 1990 年代融資手段越來越昂貴，導致併購熱潮降低，管理階層收購熱度也隨之下降，然而一直到 2001 年全球最大的能源交易業務安隆公司發生弊案，由於公司財務業務的自主掌控性高，聯邦官員又同意安隆放鬆其會計法規，修飾其財務報表，開啟安隆弊案大門，當時為回復投資者信心制定諸多法規範，眾多金融政策都指被向僅為政治而存在，過多的法規範一時緊縮資本市場，造成資本市場反彈，2002 年之沙賓法案為增加公司內控制度，而將財報書面化並公開揭露，加強公司財報審查，以達會計資訊的正確性、內控的有效性並加強主管機關監督功能加強，此舉大大增加了公開發行公司的成本，使得有組織重組以及降低監督代理成本之公司選擇下市，再加上當時美國發生九一一恐怖攻擊股市隨之動盪¹⁶，透過管理階層進行管理階層收購者所在多有，而使管理階層收購再次蓬勃發展。

第四節 管理階層收購經濟價值

公司過去將股票上市、公開發行，從證券金融的角度，公司從閉鎖型態走向公開化，股票發行的對象從其家族或少數股東擴及到證券市場上不特定多數投資人之效果，多樣化的籌資管道擴大企業規模，無形中也增加公司知名度，更提高信用，享有更多的資金調度方式以及募集優秀人才¹⁷，惟在企業的生命週期中，企業所適合的資本關係非恆常不變，股權變動的頻率變高，法令遵循成本高昂，代理成本居高不下，公開發行市場利益逐漸走向式微時，管理階層即有可能選擇下市重整股市的想法。

對公司業務機關而言，公開發行公司法令遵循成本極高，尤其在定期揭露資訊的部分，財務資訊的維護將會耗費公司大量的成本，尤對於小公司或經營較無起色的公司而言，常常是不可承受之重¹⁸，在大型非公開公司業務執行機關，對於證券

¹⁵ Louis Lowenstein, *supra* note 11, at 735。

¹⁶ Kimble Charles Cannon(2003), *Augmenting the Duties of Directors to Protect Minority Shareholders in the Context of Going-Private Transactions: The Case for Obligating Directors to Express a Valuation Opinion in Unilateral Tender Offers After Siliconix, Aquila and Pure Resources*, Colum. Bus. L. Rev. 191, 252.

¹⁷ 廖大穎（2013），《證券交易法導論》，六版，三民，頁 392。土岐敦司、辺見紀男（編）（2014），《企業再編の理論と実務—企業再編のすべて》，商事法務，初版，頁 137。

¹⁸ 曾宛如（2008），《公司管理與資本市場法治專論（二）》，初版，元照，頁 64。

交易法相關的內部控制規定、股權分散、公開收購、等等皆不需耗費大量的人力物力法規成本，緩解公開公司因遵循法令所帶來的龐大成本。

再者，於公司意思機關，亦有認為股東間若穩定單一，可以長期有效的控制公司，緩解數量龐大的股東集體選擇所帶來的代理成本的問題，管理階層過去透過上市，將包括投票權在內的權利一體出售於市場上的投資人，以隨時被替換的風險換取資金，藉此擴大公司經營規模，但在以多數決原則為公司的經營方針的運作中，股東會上不同群體投票各有所偏好，公司若欲將種種具有差異性的偏好整合到連貫的決策體系之中，將容易導致公司連貫性的決策有所阻礙，此時股東的投票功能造就了龐大的成本，蓋投資人以短期利潤為依歸，而管理階層時常聚焦長期策略，當投票成本大過於投票的價值時，投票機制就成為經營公司的阻礙，妨礙公司治理¹⁹，簡而言之論者認為此將有效率的減少公開發行公司過高的代理成本，改變現況經營階層激勵結構，為公司帶來更有效率的成長，是具有經濟意義的交易²⁰。

以國巨案為例，管理階層認為國巨股本過大，經營團隊的努力無法適切反映在每股盈餘上，開發行市場利益式微，經營管理階層雖常為公司控制股東，但公司長期發展下股東人眾多，投資人著重短期利益的追求，對於發展長期性或是高風險的經營決策常遇阻礙，在長期同床異夢的情況下，非公開發行的優點已經大過於公開發行的缺點，即有以下市來重整公司股權的想法以凝聚公司向心力，使員工分紅更加彈性，讓國巨聚焦長期策略，而非短期效益，總體來說，將激勵制度調整，使經營與所有逐漸合一，來消弭代理人的問題。

第五節 管理階層收購手段與障礙

管理階層收購可說是企業組織之重整，將少數股東逐出，使公司進行更有效率的經營，為達到少數股東的逐出，其手段包括一、合併逐出少數股東，二、兩階段

¹⁹ Frank H. Easterbook、Daniel R. Fischel. (著)，張建偉、羅培新 (譯) (2005)，《公司法的經濟結構》，北京：北京大學出版社，頁 75。

²⁰ Louis Lowenstein, *supra* note 11, at 759；經濟產業省 (2007)；《企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する指針》載於：http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/MBOshishin2.pdf；張心悌，前揭註 1，頁 255。

合併逐出少數股東，三、逆向股票分割²¹，第一種為收購方直接向目標公司董事提出合併要約，董事會並組成由獨立董事所構成之特別委員會，雙方進行協商，第二種為公開收購，為收購方直接向目標公司股東提出收購股份之要約，由股東自行決定是否應賣，我國管理階層收購主要以第二種為主，後續亦有演變成管理階層以二階段方式為手段壓迫目標公司不具利害關係之受託人來認同收購方所出具之價格，以利一階段併購之進行。

公開收購法治具有諸多特色，使其逐漸成為收購目標公司股權的利器，相較於徵求委託書僅賦予當次股東會表決權代理權限，縱使藉此取得董事席次多數而取得經營權，並不具備長期維持經營權之基礎²²，而就管理階層收購而言，若知其授予表決權數將可能有喪失股東權之疑慮，則股東將表決權代理權授予管理階層的可能性幾乎微乎其微，是以仍然以取得股份表決權為最為直接有效的方式，惟從證券市場上收購，將可能因供需原則而有價格浮動之現象，使的爭取經營權所需成本無法確實預估，是以可得以確切估算成本並掌握計畫成否時間之公開收購，即成為收購股權的利器，而我國針對大量收購股權之行為亦採取管制，避免影響市場價格之穩定、衝擊小股東為其管制目的，而推廣強制公開收購制度，利用該制度中保護小股東之特色，達到小股東之保護，管理階層收購若要以二階段的方式進行，勢必利用公開收購方式收購公司股權，我國上市上櫃公司治理實務守則也直接以公開收購為其手段，是以我國管理階層收購以公開收購為主²³。

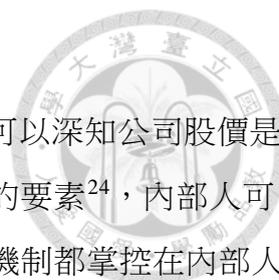
第一項 自我交易之變形

我國大型企業多為家族企業，透過交叉持股形成控制性股東，對於董事會成員或是高階經理人，具有強大的影響性，間接影響該等管理階層進行決策，同時身兼管理階層者，更是可自主影響公司政策走向，持有公司未公開之資訊，狹以公司控制權以及資訊優勢與公司進行交易，有損害小股東權益之疑慮，是以本文管理階

²¹ 張心悌，前揭註 1，頁 257。

²² 林國全（2000），《證券交易法研究》，初版，元照，頁 57。

²³ 公開資訊觀測站，2012 及 2013 年度國內公開發行公司申報公開收購案件分別為 8 件及 16 件，收購後下市（櫃）者分別有 5 件及 3 件。引自楊哲夫（2014），〈淺談併購私有化與企業併購法修正草案〉，《證券暨期貨月刊》，第 32 卷第 9 期，頁 31。



層，有時以控制股東或是關係人、內部人收購稱之。

管理階層身為內部人，掌控公司內部重要資訊以及資源，可以深知公司股價是否實際低於公司價值，甚至掌控股價起伏的變因以及公司估價的要素²⁴，內部人可以利用這些重要的因素去影響股價或公司的價值，這些重要的機制都掌控在內部人的手中，本於資訊優勢，再以些許之溢價、以低於公司實際價格進行交易，逐出少數股東，股東不僅被迫取回出資更未受有公平價格的回報，形同損害股東的投資價值。

管理階層在特殊目的公司中佔有一定股數，把持收購主體居於收購地位，身為收購方時，劃定交易風險，設定成本，尋求交易上利益向目標公司股東收購股份，而身為目標公司管理階層，執行目標公司職務業務，遂行其營利事業，背後有廣大的投資者，管理階層本背負公司利益最大化之義務，保護少數股東以及關係人權，應尋求最佳價格，進行提升公司企業價值之交易，此交易結構本質上即具有利益衝突，交易上的不透明感，使得身兼買賣雙方之管理階層毫無疑問面對利益衝突的撻伐。

我國法上董事對公司負有忠實義務，對於利益衝突的交易，董事應負有不犧牲公司利益，圖利於自己或他人之義務，又所謂自我交易，必須符合三要素，一、所涉公司與他人進行交易，而該公司其股東之利益有受損害之疑慮，又所謂他人包括自然人、法人、合夥組織；二、特定人或特定團體，對於上述交易中公司或是股東所採取之行為具有決策影響力，可能為公司之董事、高階經理人、控制股東或謂口語上之管理階層、內部人，而該等人不必然為公司交易對造；三、具有影響力的個人或團體在該交易中可獲取之利益，大於該公司或該公司股東可獲取之利益²⁵，而管理階層收購所利用股東權益凍結、逐出少數股東之交易美國學者認為具有下述三特徵，一所涉之人與他人進行交易，該所涉之人為公司不具有控制權之股東，二具有控制力之人（控制性股東或管理階層），對於交易的時間或是內容有直接或間接決策權或影響力，三具有控制力之人，所獲得之利益甚至有侵害所涉之人（公司中

²⁴例如維持公司高現金周轉率使股價維持在特定的範圍，不須透過操控股價或公司盈餘就達到抑制股價的目的。

²⁵ Robert Clark, *supra* note 6, at 147.

不具控制力之股東)之虞²⁶，可得認定管理階層採取逐出交易屬於自我交易之一環，我國亦有學者認為可說是董事自我交易的變形²⁷，而認為管理階層有進行利益輸送之嫌，將公司之利益或是所能控制的利益，經由某些安排移至另一自然人或是法人，意味公司之控制者將公司之利益經由交易等設計，移至關係人，致公司或公司之少數股東利益受有損害²⁸，以管理階層收購之名，實行圖利於自己之實，進行利益輸送，惟此處所涉企業併購議題，仍應以公司利益最大化來進行探討，蓋自我交易所創造出之利益並非一般交易可獲得，立法政策上選擇透過董事受託義務以事後補償之方式，補償其等無法預測且無法持續分享未來盈餘等此種不具備公平、平等之交易風險²⁹，董事受託義務的審查是否啟動，是否予以嚴格化檢視，在日本法上屬於管理階層收購合理性之疑義，董事進行此決策是否合理，而在英美法上原屬於經營判斷法則的範疇，兩者本質上皆涉及董事經營判斷決策，惟是否因嚴重的利益衝突予以嚴格化或是因符合安全港而是用寬鬆審查具有疑義。

第二項 定價困難

具有控制力或影響力的公司內部人，包括控制股東或管理階層，由於其等將股權轉換為投資，將來仍繼續持有閉鎖型公司一定的股份數，把持公司職務業務，繼續享有公司未來之營收，其等運用將來公司營業以及信用擔保融資，借貸收購股份之資金，其最直接的成本即在於對少數股東所支出之價格，是以所支出的價格越低，對其越有利。

交易上的衝突以及不透明感如前所述，少數股東在整體公開收購合併下市的過程中，並無其他足以與經營管理階層相抗衡的外部組織，少數股東如果沒有有效的拒絕手段以及其他選擇，難以受到公平的對待以及取得合理公平的價格，再者，我國市場調節機能不足，相較於美國，在股權較分散的大型企業，經營階層無足夠控

²⁶ Robert Clark, *supra* note 6, at 513.

²⁷ 王文杰、方嘉麟、馮震宇(2008)，〈台灣管理階層收購之法律問題—以復盛與日月光案例為例〉，《月旦財經法雜誌》，15期，頁23。

²⁸ 劉連煜(2002)，〈公司利益輸送之法律防制〉，《公司法理論與判決研究三》，元照，初版，頁75。

²⁹ Robert Clark, *supra* note 6, 513.

制股數的前提下進行收購公司的動作，容易產生競價競賽，收購的宣布常常就是一場盛大拍賣會的開始，為取得目標公司或是股東的青睞，價格將因競爭收購而攀升，市場在此形同價格檢驗機制，協助股東投資定價，提升股東對於價格的信賴度³⁰。我國股權相對集中，容易形成控制股東以及控制集團，在進行私有化交易過程中市場上鮮少出現競標者，因為沒有控制股東的配合第三人將無從取得經營權，無市場機制協助訂價，又董事會由控制股東所把持，如何在收購中由目標公司董事會把關少數股東權益，對於低於公司價值之要約進行准駁或是進一步議價產生疑慮。

第三項 我國稅制

就我國稅制而言，股東在兩階段所取得之售價因所繳納之稅負項目不同，而間接影響股東，目標公司股東因合併所取得之現金對價，將視為資本利得，必須繳納高達百分之十五的證券交易所得稅，公開收購參與者所應賣之價金則否，只需繳納證券交易稅，僅繳納千分之三行政規費即可，假設前後兩階段價格相差無幾³¹，股東將毋寧接受公開收購之價格，原本由股東可得自主決定是否應賣，此時參與第一階段的應賣成為不得不接受的選擇，而有股東受到壓迫之疑慮，雖財政部在 2008 年做出解釋函令，說明股東之個人股利所得，可扣除取得股票之成本，使得股東之證券交易所得稅額有大幅降低之可能，惟各股東是否因此可得免除壓迫仍有疑義；再者，我國證券交易所得稅推行不易，在四度廢除後，2013 年開徵的證所稅即將在 2016 年元旦再行廢除，雖暫時不因稅制而受有兩階段不同稅制之影響，惟不穩定的政策再加上股東無法決定第二階段交易進行的時間點，仍然使小股東有如驚弓之鳥，不願受過於不確定的風險所左右而負擔較高的證所稅，使受有管理階層壓迫可能之股東，更可能因稅制上推波助瀾，最終只得進行逼不得已的選擇，惟稅制的改變並非本論文所要探討之範圍，僅進行概略性之介紹。

³⁰王文字，前揭註 2，頁 79。Louis Lowenstein, *supra* note 11, at 759.

³¹實務上也通常在第一階段公開說明書中說明第二階段的定價，通常會說明相差無幾，甚至有更低的可能性。

第六節 二階段收購-公開收購法制以及合併下市

第一項 法制引進

以二階段方式進行管理階層收購，通常以公開收購為首，使用公開收購相關法制來收購股權，公開收購法制於 1988 年引進，制定於證券交易法第 43-1 條 2 項並授權主管機關制訂相關辦法，制定之初採核准制且限制極多，實務上鮮少適用，一直到 2000 年，當時經濟發展諮詢委員會議推廣簡化手續、排除障礙、提供適當獎勵之方針，修改公司經營相關法規，便利企業併購與籌資管道，完成企業併購法之立法程序，積極鼓勵公司利用各種併購方式，以達到企業快速轉型及外部成長效益，即時配合國際經濟環境之快速變遷，而公開收購制度身為併購手段之一，如何針對當時現行公開收購股權制度進行調整，亦為政府改革方向之一³²，一直到 2002 年才再度增訂條文第 43-2 條到 43-5 條，並改採申報制，進行較為詳細之規範，修法後的第一件公開收購案，致達科技收購台灣慧智公司，收購金額隨即達到新台幣十億，展現市場上經濟效益。所謂公開收購，是指為了取得、維持或加強對股份有限公司之經營控制權，不經由集中市場或店頭市場，而將所欲收購之價格、數量、期間等向目標公司之全體股東進行收購股份之要約，於期限屆至，若未能達所欲取得之股權比例，則將已取得之股份發還，反之若超過則依比例收購之，使全體股東可在要約有效期間內充分評估考量風險，免於受期間之壓迫，期間內所應賣之股數，縱然最終收購股份逾越收購方所須股數，收購方依法須依相同比例向各股東應買，未有先賣先贏之差異，股東應賣的機會均等，法制建構的過程中，取法外國實務運作之缺失，是以公平公正、資訊公開、免於壓迫、防止詐欺為上位原則，使股東獲得公開收購的相關資訊，以資評估應賣之風險，貫徹公開原則，並確保投資人公平出售股票的機會，促進股權收購的公平性³³。

³² 廖大穎，前揭註 17，頁 340。

³³ 林國全，前揭註 22，頁 57；曾宛如（2005），《證券交易法原理》，三版，頁 196，台北：元照；賴英照（2009），《股市遊戲規則—醉心證券交易法解析》，再版，頁 266，台北：元照。



第一款 制度類型

我國公開收購制度雖承襲於美國 1968 年威廉斯法（Williams Act），惟其類型區分複雜，以「八項交易特徵」來界定是否屬於公開收購（tender offer）而須受規範限制，美國聯邦證券管理委員會更試圖制定規則來擴大保護，惟司法實務判斷仍不離此八項交易特徵，我國法制定上採正面規範立法³⁴，規定於證券交易法第 43-1 條第 2 項，不符合規範者即非受規範之對象，而不受有相關保護目標公司投資人之限制，立法政策上採正面定義避免國內外投資人混淆，並區分種類，以收購數量區分為一般型以及簡易型，簡易型規定在同條項之除書，當預定收購之數量加計本人與其關係人已取得之股份未超過 5%，或是收購已經持有超過 50% 股權之公司，由於經營權變動可能行較小，對原有股東影響不大，因此免予申報以及公告，但其他為確保投資人權益之規定仍須適用。

一般公開收購中又有以收購超過 20% 股權數來區分成一般公開收購以及強制公開收購，所謂強制收購，依據證券交易法第 41 條之 3 第 3 項授權，主管機關將條件制定於「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」（後稱公開收購辦法）第 11 條，意旨「任何人單獨或與他人共同共同預定於 50 日內取得公司百分之 20 以上之股份者，應以公開收購方式為之³⁵」，立法理由有謂「為避免大量收購有價證券致影響個股市場之價格」³⁶，以及「基於股東平等原則之精神並使被收購公司全體股東有參與應賣之機會而參酌英國以及香港強制公開收購制度導入」³⁷，由此以觀，立法者有意以公開收購制度來確保全體股東均有公平出售股票的權利，並能分享控制股份之溢價利益，同時讓股東在公司經營權變動時得選擇退出公司³⁸。

³⁴ 公開收購辦法第 2 條。

³⁵ 證券交易法第 43-1 條 3 項、公開收購辦法第 11 條。

³⁶ 證券交易法增訂第 43 條之 1 第 3 項理由全文為「**為避免大量收購有價證券致影響個股市場之價格**，爰參酌英國立法例，納入強制公開收購之規定」。

³⁷ 公開收購辦法第 11 條增訂理由全文為「按強制公開收購制度係源於英國 Takeover Panel 及香港 The Codes on Takeovers and Mergers and Share Repurchases [October 2001] 規則。故配合證券交易法第 43 條之 1 第 3 項明訂任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，除符合一定條件外，應採強制性公開收購。爰參酌國內證券交易實務案例及前開英國及香港立法例精神，配合公開收購期間最長 50 日期間，增訂任何人單獨或與他人共同預定於 50 日內取得公開發行公司已發行股份總額 20% 以上有價證券者，**基於股東平等之精神並使被收購公司全體股東有參與應賣之機會**，應以公開收購為之。」

³⁸ 賴英照，前揭註 33，頁 276。



第二款 相關行政規則

立法者授權主管機關制訂相關辦法，於 1995 年制定「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」（後稱公開收購辦法）規定進行的方式以及程序，並指陳公開收購中必須準備最重要的兩份文書分別為為公開收購申報書以及公開收購說明書，後者是為保護投資人所應揭露之訊息，在「公開收購說明書應行記載事項」（後稱說明書準則），規定收購方揭露義務、如何揭露、揭露的內容等，資本市場機構方面並有行為準則「上市上櫃公司實務治理守則」³⁹，這些法規或是自律規則同時隱含收購方以及目標公司董事會的行為義務，尤其前者公開收購申報書於公開收購時將送予主管機關審查，若有虛偽記載之情勢，可能引發證券交易法中的民刑事責任。

第三款 相關原理原則

公開收購法制建構內容雖瑣碎難以進行統整，惟其制定過程無非取法外國困境，針對制度利用者便利性、成本可預估性、公平性等，呈現制度之面貌，蓬勃管道的可利用性，主管機關就其中細部項目雖不時有所修正，如最低收購期間從二十日變十日，日前再度因敵意併購事件認為短期收購期間對目標公司應變極為不利，避免目標公司難以適切審查收購條件以及公平性，公告予股東，未免股東資訊不足而受有壓迫，又變更回二十日，探究其中皆以前述原則為依歸，進行最佳化之調整，而萬變不離其宗，皆以公平公正、資訊公開、免於壓迫、防止詐欺等上為原則，每每為制度微調即以此最大宗旨。

就公平公正原則而言，收購方必須以「固定收購條件」進行收購，包括應賣股東間之條件須實質相同、收購價格、數量以及期間，不得中途調降價格或縮短期間

³⁹ 證交所於 2007 年底邀集各外資券商、律師會計師事務所等單位訂定「私募基金來台併購我國上市櫃公司較佳實務守則草案」惟嗣後認定與「上市上櫃公司治理守則」相近，故僅於 2008 年增修樹款項於該守則當中，林進富、盧曉彥（2008），〈台灣 MBO 相關重要規範及實務運作問題分析〉，《月旦財經法雜誌》，15 期，頁 62。

40，收購管道亦受限制，不得另行以其他較低價格進市場中收購⁴¹，股東沒有個別商議的空間，收購方也無對優待特定股東給予個別磋商條款，取得特別權利的可能性⁴²，亦如應募超過所須股數，亦是以向所有應賣股東依相同比例購買⁴³，給予股東均等的應賣機會，惟就管理階層收購而言，收購方應認為取得股數越多越好，解釋上，應無限制管理階層在成本考量範圍內，可將應賣股東股數全數收購，且全數收購亦得共同分享控制權溢價，而事實上在逐出股東交易的作法，越多股東應賣對其越有利，而非逐出交易下之爭議。就資訊公開原則，法規範試圖透過揭露複雜性交叉持股讓股東判定背後複雜之利益糾葛，惟小股東在無法參與交易架構的情況下，較著重在公正價格之建構，其中所配套價格之審議方式，有揭露規範不足之憾，惟此亦涉及董事之受託人義務，包括第三公正委員會之設置及其獨立性之建構以及相關資訊之揭露。

就免於壓迫而言，可區分為兩個面向，一為避免股東受壓迫，另一則為目標公司，收購方宣布對目標公司進行公開收購時，目標公司必須規定 10 日內進行回應，由於該期限並未區分收購方是否為善意收購或敵意併購，未區分目標公司是否事先與收購方進行洽談或協商，是否知情收購方即將進行公開收購股權的動作，在敵意併購的情況下將會對目標公司造成壓迫，近日也因日月光敵意公開收購矽品的案件，矽品防禦期間不足，間接導致主管機關修改公開辦法將原本之 7 日內之回應改為 10 日⁴⁴，以利公司對股東進行說明，與前述最低收購期限修改之想法相同；

⁴⁰ 證券交易法第 43-2 條。

⁴¹ 證券交易法第 43-3 條。

⁴² 公開收購辦法第 7-1 條「公開收購人應以同一收購條件為公開收購，且不得為下列公開收購條件之變更：一、調降公開收購價格。二、降低預定公開收購有價證券數量。三、縮短公開收購期間。四、其他經本會規定之事項。公開收購人與被收購公司之特定股東不得藉由協議或約定，使該股東於參與應賣後得取得特別權利，致生股東間實質收購條件不一致之情事。」

⁴³ 公開收購辦法第 23 條。

⁴⁴ 行政院公報處（2015），《行政院公報》，台北：行政院，21 卷，217 期。公開收購公開發行公司有價證券管理辦法於西元 1995 年 9 月 5 日發布，其間歷經 7 次修正。本次針對日月光公開收購矽品案之缺失於 2015 年 11 月 13 日進行修正預告，主要係考量在敵意併購情形，被收購公司事先並不知情，目標公司必須在原始規定 7 日內設置審議委員進行審議並公告與股東知悉，時間過短，爰參考美日公開收購期間之立法例修正如下，以利其向股東說明其立場：

一、被收購公司提出回應期間修正為 10 日（辦法第 14 條），原 7 日內即須回應。

二、審議委員會公告審議結果期限修正為 10 日（辦法第 14 條之 1）原 7 日內即須審議完畢並依前條進行公告。

三、公開收購期間下限修正為 20 日（辦法第 18 條），原以 10 日為收購下限。

行政院公報處（2015），《行政院公報》，021 卷 217 期，台北：行政院。

又就股東面相而言，於外國公開收購實務觀之，制度建構之初曾有在未滿 24 小時內之公開收購期限，導致股東無充足之時間對應賣之風險進行評估，股東懼怕錯過應賣後投資之有價證券成為廢紙，進而爭相應賣，而受有期限之壓迫，我國取法國外實務經驗，因此訂有 20 日之收購期間下限已如前述，在公司提供審議委員會之審議結果予股東時，使股東有更佳充足之資訊以及時間來進行自我投資之評估，亦為制度建構中避免股東受壓迫之一環。

引進公開收購法制之初主要目的在於提供證券市場外取得股權的管道，並非為市場上曾發生之弊害解決問題，為前瞻性規定，並非補救立法⁴⁵，並以公平公正、資訊公開、免於壓迫、防止詐欺為上位原則，確保證券市場交易公正性與投資人之保護，將法規定位在中立的角色而不偏袒任收購方或目標公司，並引進強制公開收購制度，展現對小股東保護的想法，惟從實務案例發展可知仍然對於目標公司股東保護仍並非全然周全，市場仍反應不佳，如國巨案中小股東們對完全符合法規的國巨案表達不滿，以及目標公司可得運用之應對方針亦顯不足，武器不平等的狀態下，不時有批評言法規實際上有偏袒收購方的疑慮，而主管機關也致力改善收購辦法，時至今日，主管機關仍針對實務利用公開收購中的困境以及弊端進行修改，使公開收購法制持續跟隨時代的腳步，蓬勃發展，活絡併購市場。

第二項 資訊揭露規範

在管理階層收購下，雖法規試圖透過揭露複雜交叉持股讓股東判定背後複雜之利益糾葛，惟小股東在無法參與交易架構的情況下，仍較著重在公正價格之建構，但交易架構之觀察無非可查知受託人董事利益衝突之程度，對於董事，經理人利益衝突之具體情況，作為董事、經理人是否違反其對公司忠實義務與注意義務的重要資訊⁴⁶，尤其董事、經理人等管理階層在價格制定程序上是否有可議之處。

⁴⁵ 林國全，前揭註 22，頁 60。

⁴⁶ 張心悌，前揭註 1，頁 33。



第一款 管理階層之交易架構判定

判定是否為管理階層收購之交易架構顯得重要，實務上管理階層通常無所隱瞞，只為傳達其等持股數已接近應募股數下限，只需再些許股數應募就有極高可能達到合併門檻，鼓吹股東盡快應募，惟若董事並未透過媒體說明收購動作為其所主導時，如何判定此為管理階層收購而可能有利益衝突以及交易上產生不透明感的可能性，公開收購方依法須提供公開說明書，其所提供資訊，必須依照「公開收購說明書應記載事項準則」進行說明已如前述，股東取得公開收購說明書除了有收購公司相關資訊可供股東判定是否應賣之風險外，若收購方為法人，就收購方的陣容而言，可觀其內部之持股成數是否有目標公司之董監事以及大股東⁴⁷，可藉此知悉收購方背後真正掌控主導者為何，雖有論者言只要透過多層次公司之設置，即可規避實際控制股數之揭露，隱身幕後，惟就目標公司關係人與收購方間之「重要協議內容」以及「收購資金注資過程」，亦可得知目標公司經營階層是否參與其中，透過揭露公司管理階層是否將繼續參與經營目標公司之業務，其持股比變化情形等等⁴⁸，都有助於股東判斷本次公開收購性質是否屬於管理階層收購⁴⁹。

所謂重要協議內容，為管理階層以及策略性投資人間之協議，內容常涉及管理階層在公開收購期間是否將其持股進行應賣，應賣後將所得款項是否用以認購公開

⁴⁷說明書準則第 5 條第 1 項第 2 款收購方所出具之公開說明書，需揭示董監事以及大股東之姓名；公開收購辦法第 14 條第 1 項第 4 款目標公司對收購動作進行回應時，亦須說明自家董監事是否持有收購方之股份而可能為收購陣容之一份子，此些可足資判定是否為目標公司之經營管理階層所為，其中所並規範了複雜之交叉持股資訊揭露規範，可觀說明書準則第 10 條至第 11 條。

⁴⁸公開收購說明書應記載事項準則第 11 條「I.公開收購人其他買賣被收購公司股份情形應記載下列事項：

一、公開收購人及其關係人在申報公開收購前 2 年內如與下列人員有任何買賣被收購公司股份之情事，其股份買賣之日期、對象、價格及數量：（一）被收購公司之董事、監察人、經理人及持股超過被收購公司已發行股份總額百分之十之股東。（二）被收購公司依公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 3 條規定所稱之關係人。

二、公開收購人及其關係人與前款所列之人員，在申報公開收購前 2 年內，就本次公開收購有任何相關協議或約定者，其重要協議或約定之內容。

三、公開收購人及其關係人與被收購公司之特定股東，在申報公開收購前 2 年內，就本次公開收購有任何相關協議或約定者，其重要協議或約定之內容，包括是否涉及得參與公開收購人及其關係人相關之投資等事項。

II.公開收購人及其關係人與前項第一款所列之人員，在申報公開收購前 2 年內就本次公開收購有任何相關協議或約定者，應揭露所有協議或約定之文件，併同公開收購說明書公告。」意即收購公司必須揭露其與標的公司董事、監察人、經理人及持股超過已發行股份總數額 10% 之股東及標的公司之關係人就該次公開收購之攸關重要協議或約定。

⁴⁹ 林進富、盧曉彥，前揭註 39，頁 52。

收購主體或其母公司股份之協議，稱為股權轉換投資（Equity Rollover）協議，亦即將應賣之對價再予以投資公開收購方或其母公司，成為收購方或其母公司之股東，實質上達到換股之效果，且此權利並非所有股東均享有，而有違反公開收購股東間條件相同之疑慮，此為與策略性投資人進行融資收購下常有之協議，在我國法下此種協議尚屬合法，主管機關目前認為只要資金流通間不具有直接關聯性即可，管理階層應賣所得資金不應直接用以投資收購方或其母公司之股份，意味管理階層只要在公開收購期間屆滿前，先認購股份完畢即可為之；再者，尚有涉及公開收購程序完成後，管理階層是否將繼續參與目標公司之業務經營，持股比例之變化，董事席次及往後經營管理權之分配，股東針對發行新股、轉讓股份、轉讓股份條件限制、轉讓期間限制進行協議，尚有策略性投資人為鼓勵管理階層，如能達一定財務目標，可額外以優惠價格認購公司股份，若一定期間內無法達成，策略性投資人可以同樣優惠之價格認購目標公司之股份之相對懲罰機制⁵⁰。

遨睿公司針對收購國巨公司之公開說明書，即說明公開收購人之董監事並未持有目標公司之有價證券，亦說明其唯一股東為荷蘭商 AINC 並未擔任目標公司之董監事，而有透過多層次設立公司來規避資訊揭露之嫌，惟就目標公司關係人與收購方間之重要協議內容⁵¹以及收購資金注資過程⁵²，可得知目標公司經營階層參與其中，其中陳述陳泰銘等以及私募基金為創始人股東，透過不同方法進行注資，並在私有化交易後，董事席次成員中仍然包括目標公司董事長陳泰銘先生，並約定在職期間之職責包括負責公司的日常管理及策略規劃⁵³，董事長不得販售公司持股，並屏除董事長等關係人在未來 7 年內從事相關競業行為⁵⁴，從日後之經營、公司治理架構、股權移轉、競業禁止等事項簽訂私有化契約，實際上仍然可從雙方所協議內容判定管理階層是否實際上參與或主導本次公開收購。

⁵⁰ 林進富、盧曉彥，前揭註 39，頁 57。

⁵¹ 遨睿公司公開收購說明書，頁 17。

⁵² 前揭註 51，頁 18。

⁵³ 前揭註 51，頁 19。

⁵⁴ 前揭註 51，頁 20。



第二款 股東權益之判定

股東是否因此在管理階層收購中受有權益上的損失或是喪失股東權、被迫收回出資，為股東取得公開說明書時的首要判斷之務，而收購方透過公開收購制度取得公司控制權，成為公司控制型股東，無非是為取得控制權私利，為其投資創造經濟效益，控制型股東要取得控制權私利方法有三種如前所述，分為以控制權溢價出售控制權股數、利害關係人交易或自我交易，最後是逐出少數股東，凍結少數股東權益，公開說明書規範亦針對這三部分要求公開收購人說明其收購後目的以及計畫⁵⁵，除了是否在 1 年內復將該股權轉讓與他人之計畫，要求透漏是否有即將出售控制權股數之計畫；再者，是否對公司重大資產、人事、組織內部進行變動或處分，尤其在於是否親自參與公司經營職務，若是，是否願意繼續經營目標公司之業務及計畫內容，此部分約略可評估將來公司是否可能進行關係人交易或是自我交易之可能性；最後，收購方須說明是否有意使目標公司消滅、下市櫃、併購處分計畫等對股東權益有重大影響之逐出少數股東計畫者，必須進行揭露，讓股東評估是否繼續持有股分，享有股東權，抑或選擇退出公司。就搭配下市手段的管理階層收購來說，股東並無可得選擇繼續留在公司，一同與經營階層分享公司未來營收之可能性，此部分雖備受批評，惟法規範並不限制將股東完全逐出之交易，在不過度介入私行為市場的情況下，如何在利益衝突嚴重的交易中，建構合理的退出機制使股東持有合理的價格，而上述資訊可能複雜而龐大，若股東不具有專業資訊時，單純資訊揭露一定程度亦造成少數股東應賣之壓力，此時目標公司之獨立團隊將更顯重要，獨立團隊協助解讀商業上關鍵資訊，是制度配套上之重點⁵⁶。

第三項 價格審議機制

第一款 收購側之價格制定-獨立專家配套措施

公開收購價格通常以高於市價 10% 到 20% 之溢價，向所有股東進行公開收購，該價格之制定依據公開說明書準則第 13 條，收購方在公開說明書中必須揭露

⁵⁵ 說明書應行記載事項第 12 條。

⁵⁶ 王文杰、方嘉麟、馮震宇（2008），參前揭註 27，頁 21。

「股東會或董事會議事錄」以及「獨立專家」就現金價格計算或換股比例或其他財產之評價「合理性意見書」，而獨立專家之組成亦未在揭露之範圍內，導致獨立專家是否可受信賴有疑義。

第二款 目標公司側之價格審議-第三公正委員會配套措施

美國德拉瓦州長年以來面對逐出交易，重視居中協商委員會必須要以獨立董事組成，尤其需為達到有效運作委員會⁵⁷，所謂有效運作，委員會應當被授權可獨自聘任自己之獨立專家，以及擁有否決該交易之權限⁵⁸，我國在 2011 年國巨案當時，主管機關僅以上市櫃公司實務治理守則作出呼籲設立之意見，在無進展成效的狀況下立法者即決定展開修法歷程，針對企業併購法中之特別委員會進行修法，在 2015 年企業併購法修法下著墨甚多，而期間在 2012 年中，主管機關也針對公開收購辦法中，新增 14 條之 1 獨立審議委員會⁵⁹。

審議委員會的設置尤為重要，依收購辦法，其職責包括審議收購條件之公平性、合理性以及就本次收購對股東之建議，董事會必須對股東進行建議並應載明反對意見之董事及所持理由，此為目標公司最為重要的資訊揭露之一。

就其組成而言，依照公開收購辦法，審議委員會委員之條件，除了人數不得少於三人外，必須由目標公司公司之獨立董事所組成，獨立董事人數不足或無獨立董事者，由董事會遴選之成員組成，審議委員會委員之資格條件，應符合公開發行公

⁵⁷ Corporate Law - Mergers and Acquisitions - Delaware Supreme Court Endorses Business Judgment Review for Going-Private Mergers with Dual Procedural Protections: Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 128 Harv. L. Rev. 1818 (2014-2015).

⁵⁸ 蔡昌憲（2015），〈下市交易中利益衝突之淨化機制：從美國 Dell 公司收購案談起〉，《臺灣大學法學論叢》，第 44 卷第 2 期，頁 534。

⁵⁹ 公開收購辦法第 14 條、14 條之 1 明文，目標公司於收到收購方收購通知後 10 日內，必須進行回應，其回應內容包括目標公司本身董監事以及持股本超過 10% 之大股東目前所持有之股數，以及是否持有收購方之股數，供股東判定此次董監事對該筆交易利害衝突之程度，其二公司財務狀況是否因此有所變化，三為設置審議委員會，審議收購條件之公平性、合理性以及四就本次收購對股東之建議，第三以及第四點尤其重要。

司獨立董事設置及應遵循事項辦法第 2 條第 1 項⁶⁰及第 3 條第 1 項⁶¹規定，必須要有專業技術知識之人員且與目標公司過往無僱傭關係或業務往來之關係人，惟國巨案中並未揭露該等資訊，使該資訊製作團隊公正性存疑，若未予以揭露，形同出自於目標公司之董事會，或有受到目標公司董事會所壓迫之疑慮。

又依公司法第 206 條第 3 項準用 178 條之規定，「股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他董事行使其表決權」，必須由不具利害關係之董事進行收購計畫之審議，惟若迴避後僅存單一董事進行決議，該決議是否合法產生疑義。

在國巨案中即產生迴避後僅存一獨立董事進行決議，首先該一人決議是否符合法定開會門檻，經濟部函釋指出，「董事會之決議，對依第 178 條規定不得行使表決權之董事，尚非不算入已出席之董事人數內⁶²」，所謂「仍非不算入已出席之董事人數內」，亦因迴避而不得行使表決權之董事仍得算入董事會出席人數，該出席人數之判定即為董事會能否開會之法定門檻，即公司法第 206 條第 1 項前段規定：「應有過半數董事之出席」之法定開會門檻，而針對議案表決時，依公司法第 206

⁶⁰公開發行公司之獨立董事，應取得下列專業資格條件之一，並具備 5 年以上工作經驗：

一、商務、法務、財務、會計或公司業務所需相關科系之公私立大專院校講師以上。
二、法官、檢察官、律師、會計師或其他與公司業務所需之國家考試及格領有證書之專門職業及技術人員。

三、具有商務、法務、財務、會計或公司業務所需之工作經驗。

⁶¹公開發行公司之獨立董事應於選任前 2 年及任職期間無下列情事之一：

一、公司或其關係企業之受僱人。
二、公司或其關係企業之董事、監察人。但如為公司或其母公司、子公司依本法或當地國法令設置之獨立董事者，不在此限。
三、本人及其配偶、未成年子女或以他人名義持有公司已發行股份總額百分之一以上或持股前十名之自然人股東。
四、前三款所列人員之配偶、二親等以內親屬或三親等以內直系血親親屬。
五、直接持有公司已發行股份總額百分之五以上法人股東之董事、監察人或受僱人，或持股前五名法人股東之董事、監察人或受僱人。
六、與公司有財務或業務往來之特定公司或機構之董事（理事）、監察人（監事）、經理人或持股百分之五以上股東。
七、為公司或關係企業提供商務、法務、財務、會計等服務或諮詢之專業人士、獨資、合夥、公司或機構之企業主、合夥人、董事（理事）、監察人（監事）、經理人及其配偶。但依股票上市或於證券商營業處所買賣公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法第 7 條履行職權之薪資報酬委員會成員，不在此限。

⁶² 經濟部 91、5、16 商字第 09102088350 號：

查公司法第 206 條第 2 項規定「第 178 條、第 180 條第 2 項之規定，於董事會之決議準用之」，係指董事對於董事會議之決議事項有自身利害關係致有害於公司之虞，不得加入表決，並不得代理他董事行使表決權（本法第 206 條準用第 178 條）。惟董事會之決議，對依第 178 條規定不得行使表決權之董事，尚非不算入已出席之董事人數內。

條第 3 項準用第 180 條第 2 項規定，對依第 178 條規定應利益迴避之董事，不算入已出席之董事之表決權數，則屬公司法第 206 條第 1 項後段規定：「出席董事過半數之同意行之」（法定決議門檻）之範疇⁶³，而國巨董事共 8 人，獨立董事佔有 1 席，召開臨時董事會當天出席共 6 人，具有利害關係之董事出席董事會，縱依法迴避不能行使表決權，仍算入出席董事人數，即可達到該次董事會之法定開會門檻，雖表決時利益迴避後僅存 1 人，惟該 1 人獨立董事亦可進行合法表決，而造成了此種 1 人審查之窘境，先不論獨立董事在公司治理中制衡之成效，僅獨立董事一人進行審議是否具有代表性，能為小股東把關，即令人存疑。

此時公正第三委員會即為重要的配套措施，上市上櫃公司實務治理守則於 2009 年增訂第 12 條，上市上櫃公司發生管理階層收購時，除應依相關法令規定辦理外，「宜」組成「客觀獨立審議委員會」審議收購價格及收購計畫之合理性等，並注意資訊公開規定，但此守則並無強制效力，2011 年的國巨案中，國巨身為目標公司，也僅出示外部專家意見，安侯國際財務顧問公司以及中華無形資產鑑價公司進行評估之報告⁶⁴，並未說明專家是否具備獨立性，過往是否有業務往來關係，更未說明是否組成審議委員會，揭露獨立性以及其權限，而有該等委員會受董事會所掌控或是壓迫之疑慮，形同為董事會背書，而無能達到保護少數股東保護利益之機制。

又其交易架構本質上具有利害相衝突之疑慮，外部專家意見本以消弭該疑慮為其目的，專家意見之委任契約雖係存在於目標公司與外部專家之間，然在該專家意見所具備之獨立性不明的情況下，所出具之鑑價報告是否具備公正性即令人存疑⁶⁵。

事後，主管機關在 2012 年即將該組織參考香港「公司收購合併及股份購回守則」，增訂於公開收購辦法，第 14-1 條中即明文，目標公司應搭配設置審議委員會，並同透過審議委員會來審議公開收購條件之公平性以及合理性，惟就組成成員而言，雖有明文應以獨立董事組成，若不足三人則依據獨立董事設置辦法擇定，惟

⁶³ 經濟部 95、3、16 經商字第 09500526860 號函。

⁶⁴ 公開觀測站重大訊息公告，最後瀏覽日：2015/12/20。

⁶⁵ 王文杰、方嘉麟、馮震宇，前揭註 27，頁 9。

審議委員會之資格條件，雖未規定必須同時予以揭露，惟未來勢必成為公正價格建構之重要資訊。

惟單純以公開收購法制而言，有可能僅為股份之收買進行經營權之爭奪，未有涉及組織再造，但若涉及兩階段合併，收購方先以公開收購為手段，欲在將來進行公司合併時，目標公司是否須依照企業併購法第 6 條主張設置特別委員會有疑義，依企業併購法第 6 條「公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，應設置特別委員會」，為「應」設置，若未予以設置有違反董事注意義務之疑慮，又兩者設置上皆以獨立董事為其構成員，是否需重複設置有疑義。

第四項 主管機關審查

在管理階層收購中，協力出資之策略投資人，若惟國外私募基金即須向投資審議委員會（後稱投審會）進行投資事項核准⁶⁶，投審會會併同諮詢其他主管機關以利其進行審駁，若涉及下市，則金融監督管理委員會（後稱金管會）之意見最為關鍵，金管會對於融資負債比進行資本弱化審議、下市對於整體產業影響、收購方資訊之揭露、對於價格訂定依據獨立專家之聘請、獨立審議委員會之組成進行審議，給予投審會意見；再者事業結合部分亦有行政院公平交易委員會之審查，公開收購期間不得少於 20 日、多於 50 日，且可依法延長 30 日，期間收購方對於涉及須經其他主管機關核准之情形時，即必須將之列入收購期間之考量，如上述投審會以及公平交易委員會等等，尤其投資審議委員會每月有開會次數限制，申請案有無法排入本月議程之可能⁶⁷，此時公開收購人得依公開收購辦法 18 條第 2 項向主管機關金管會申報並公告延期，是以公開收購期間延長至 80 天為常態，在為期短短 80 天的收購中，管理階層必須在有限的時間內，再行針對主管機關之疑慮進行回應或修改，唯恐主管機關形成反對見解都可能使該投資案遭駁回，為管理階層收購運作的特色之一。

⁶⁶ 外國人投資條例第 5 條「投資人持有所投資事業之股份或出資額，合計超過該事業之股份總數或資本總額三分之一者，其所投資事業之轉投資應經主管機關核准。」本案陳泰銘等占遨睿股權 55%，K K R 私募基金擁有 45%。

⁶⁷ 林進富、盧曉彥，前揭註 39，頁 51。



第五項 下市門檻

公開發行公司下市方式有二，一為公司依照與證券交易所簽訂之上市契約申請終止上市，依據「台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程序」進行自願終止下市程序；二為透過與非公開發行公司進行合併，並以非公開發行公司為存續公司，公開發行公司為消滅公司，後者將因法人格消滅，依據證券交易法第 144 條報經主管機關核准終止上市，來達到公司下市之目的，兩者之法律效果差異在於，自願終止下市者應經過董事會或股東會決議，且同意之董事或股東持股須達「已發行股份總數 3 分之 2」以上⁶⁸，再者表示同意之董事或是提交於股東會進行決議之董事必須以符合規定之「最低價格」⁶⁹，以「公開收購」⁷⁰方式收購公司股票，並負連帶責任；就合併下市之方法言，本質上即透過合併的方式達到下市之目的，僅需符合合併之門檻，原始依照企業併購法第 18 條進行合併，定足數達已發行股份總數過半數股東之出席，表決權數達 3 分之 2 以上之同意即可，就少數股東之保護，有論者言比起前者自願下市中具有表決權成數、最低收購價格保障、承諾公開收購連帶責任之適用外，後者僅存公司法以及企業併購法中董事忠實義務之保障以及較低的表決權數限制，對於少數股東之保護有顯然不足之疑慮

⁶⁸ 上市公司申請有價證券終止上市處理程序，第 2 條「為維護投資人之權益，上市公司申請其有價證券終止上市案，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 3 分之 2 以上。但如係已上市之可轉換公司債，申請終止上市而轉往櫃檯買賣中心買賣者，得不受此限。」；上櫃公司申請終止有價證券櫃檯買賣處理程序第 2 條「上櫃公司申請終止有價證券櫃檯買賣案，除公司債券依第二項規定辦理外，應經董事會或股東會決議通過，且表示同意之董事或股東，其持股須達公司已發行股份總數 3 分之 2 以上，並由法定代理人具名，檢附議事錄，向本中心申請辦理。」

⁶⁹ 上市公司申請有價證券終止上市處理程序，第 3 條第 3 項「前項收購起始日為終止上市之日，收購期間應為五十日，且應於收購期間屆滿後辦理交割；收購價格依下列標準訂之，但不得低於該公司最近期經會計師查核或核閱之財務報告之每股淨值：

（一）經董事會決議終止上市者，收購價格不得低於董事會決議日前 1 個月股票收盤價之簡單算術平均數。（二）經股東會決議終止上市者，收購價格不得低於董事會決議日前 1 個月或股東會決議日前 1 個月股票收盤價之簡單算術平均數孰高者。」

⁷⁰ 上市公司申請有價證券終止上市處理程序，第 3 條第 2 項「上市公司申請有價證券終止上市者，應至少由下列人員負連帶責任承諾收購公司股票：（一）經董事會決議通過者：表示同意之董事，但獨立董事不在此限。（二）經股東會決議通過者：於董事會對申請終止上市議案提交股東會討論表示同意之董事，但獨立董事不在此限。」

71，撇開管理階層因具有資訊優勢可趁公司股價低潮期進行收購而使收購最低價格保障難以發揮功效，是以表決權成數之限制尤為重要。

惟企業併購法新修法於西元 2016 年 7 月 8 日公布，半年後施行，於 2016 年 1 月 8 日施以後，新增下市門檻，須達到目標公司已發行股份總數 3 分之 2 以上股東同意⁷²，修法理由指出「考量上市櫃公司因決議合併而致下市櫃對股東權益影響甚大，爰參酌香港上市公司私有化股東決議相關規範、臺灣證券交易所股份有限公司及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心所訂公司決議下市櫃門檻，提高上市櫃公司與存續之非上市櫃公司合併案之股東同意門檻。如合併後存續或新設公司仍為上市櫃公司，一般而言，消滅公司股東仍得轉持有存續之上市櫃公司股票，對股東權益較無重大影響，爰本項排除此種情形，以兼顧股東權益保障及減少上市櫃公司之併購成本。」，回應了學術以及實務過往對於管理階層收購批判⁷³。

第七節 國巨管理階層收購案

第一項 宣布收購所有流通在外股分

由陳泰銘個人與 K K R (Kohlberg Kravis Roberts & Co. L. P.) 私募基金合作共同成立特殊目的公司「遨睿股份有限公司」，在 2011 年 4 月 6 日宣布公開收購台灣被動元件第一大廠國巨股份有限公司，也就是陳泰銘所受委任之目標公司，為期 80 天，以每股 16.1 元的價格向 12.8 萬小股東收購，共斥資 467.8 億元，並說明將在第二階段以現金為對價合併，排出小股東，可取得之價格與第一階段相同，並以非公開發行的遨睿股公司為存續公司，以公開發行的國巨為消滅公司，國巨將因法人格消滅而下市，收購方遨睿公司宣布第二天，國巨在證券市場上之股價大漲，似乎獲得投資人認可，惟不消數日各界開始質疑交易價格以及交易條件，有價格過低侵害小股東之疑慮，尤其當初以高成本價購之小股東，更無法接受 16.1 元之收購價格。

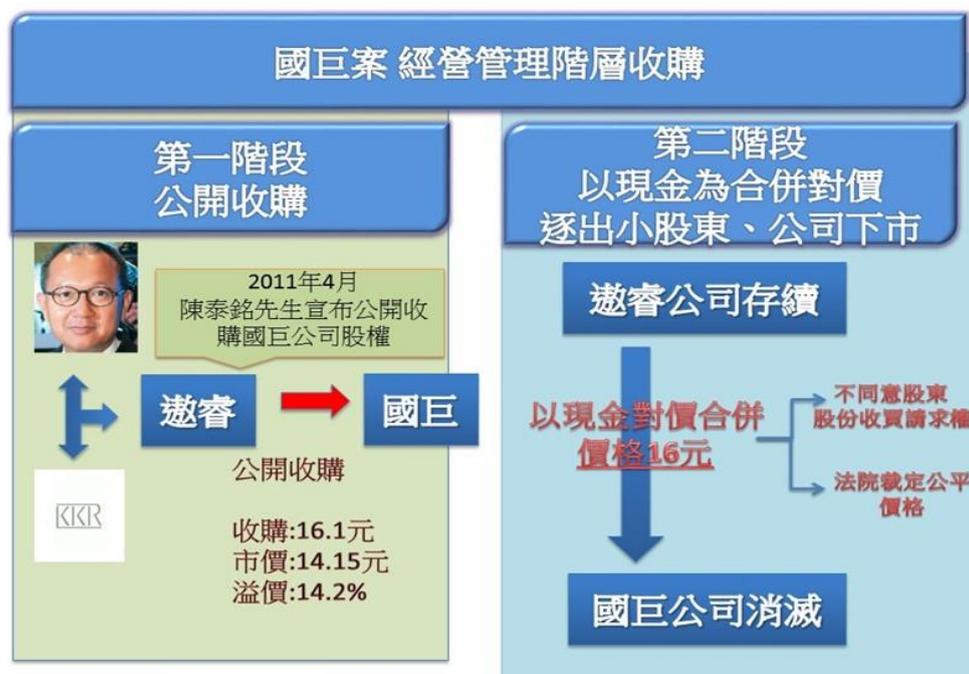
⁷¹ 王文杰、方嘉麟、馮震宇，前揭註 27，頁 23。

⁷² 西元 2015 年 7 月新修企業併購法 18 條第三項「前二項股東會決議，屬上市（櫃）公司參與合併後消滅，且存續或新設公司為非上市（櫃）公司者，應經該上市（櫃）公司已發行股份總數三分之二以上股東之同意行之。」

⁷³ 吳崇權（2011），〈股東權益保護須落實於法制中〉，《會計研究月刊》，308 期，頁 77。

當時遨睿公開收購說明書亦說明，K K R 已經持有國巨股權約百分之二十八，陳泰銘董事長以及其家族約有百分之六，只需再多百分之十七的股權，即可主導國巨合併案的股東會，4 月 8 日第二天，投保中心於即去函目標公司國巨應組成「客觀獨立審議委員會」，審議收購價格和計畫合理性，做出適當回應予股東評估，國巨公司雖有組成審議委員會，卻未公告該會之構成員為何，是否具備獨立性，引發該審議委員會僅為背書之疑慮，而臨時董事會中具有利害關係的董事迴避後，僅由獨立董事一人徵詢審議委員會，並在第七天 4 月 12 日，對遨睿公司公開收購案，表達「尚屬合理」之意見，一直到原預定結束的第五十天 5 月 23 日，由於投資審議委員會尚未做出准駁，因而依法延長至 6 月 23 日，最終在到期前一天 6 月 22 日，投審會依據金管會之意見，認定遨睿公司雖合乎法律規範，惟財務槓桿比重過高、資本弱化、資訊不透明有侵害小股東之虞等不符合經濟政策而駁回本案，此為期八十天的公開收購以失敗做結，其流程可參照下圖附圖二與附圖三。

【附圖二】國巨案收購流程



【附圖三】

國巨案案件背景



第二項 與私募基金合作進行高槓桿操作

K K R 為一歷史悠久併購經驗豐富之私募基金，成立於 1976 年，旗下有多個投資基金，善於進行融資併購，高槓桿財務操作，尋找良好的資本市場，與被投資公司建立良好關係，為其引進營運專才，抑或是尋找可提高公司產值的經營團隊進行投資，如國巨案合作進行管理階層收購，與被投資公司或經營團隊共同創造價值，2007 年開始與國巨合作入主國巨，透過旗下私募基金 CIHL 成為控制股東之一，並與其接洽提議本次交易，各自透過公司設立以及多層次融資借貸，最終共同設立遨睿股份有限公司，陳泰銘等占遨睿股權 55%，K K R 擁有 45%，陳等掌控遨睿絕對的經營權，直接運用遨睿的資金推行合併案。

合併後融資債務也隨同留在存續公司中，管理階層隨之在負債比極高的情況下重掌經營權，對管理階層的經營長才是一大考驗，也是融資機構事前審查的一大重點之一，本次總貸款金額將近 290 億，超過總收購金額 467.8 億之七成，高度的槓

桿操作除了要接受銀行聯貸團的審查⁷⁴外，更有需要免除主管機關資本弱化的疑慮，遨睿公司雖曾補件做更進一步說明，最終仍因無法說服主管機關，金管會仍做成駁回意見函覆投審會，投審會據此駁回本案，認為收購陣營中內含國外資金，若收購國內上市櫃公司，負債佔資產比例不得超過三分之二⁷⁵，雖事後受有批判該標準於法無據甚至認為政府管制不應過度介入私交易行為，惟目前主管機關面對外資，審查政策仍保持審慎態度的情況下無以避免。

第三項 重要協議內容

遨睿公開說明書中雖說明公開收購人之董監事並未持有被收購公司之有價證券，其唯一股東為荷蘭商 AINC 並未擔任目標公司之董監事，若非目標公司董事長陳等透過媒體宣布收購自家公司，就遨睿公司背後之股權結構來看，無法得知誰為本次公開收購之幕後主導者，惟就目標公司關係人與收購方間之重要協議內容⁷⁶以及收購資金注資過程⁷⁷，可得知目標公司經營階層參與其中，其中陳述陳泰銘等以及私募基金為創始人股東，透過不同方法進行注資，並在私有化交易後，董事席次成員中仍然包括目標公司董事長陳泰銘先生，並約定後續在職期間之職責包括負責公司的日常管理及策略規劃⁷⁸，董事長不得販售公司持股，並屏除董事長等關係人在未來 7 年內從事相關競業行為⁷⁹，從日後之經營、公司治理架構、股權移轉、競業禁止等事項簽訂私有化契約。

⁷⁴ 其中聯貸銀行團開出三大條件，「一主管機關核准後資金方可動用；二於明年 2012 年 3 月 6 日前須完成合併程序；三，國巨董事長陳泰銘與私募基金 KKR 必須維持遨睿公司董事會多數席次，避免經營權移轉，否則視同違約。」，惟並未說明 KKR 是否可代替現有管理階層陳泰銘主導經營，而產生上述 KKR 私募基金可能反客為主主導經營的可能性。

⁷⁵ 黃曉雯（2011），〈遨睿收購國巨，為何破局收場〉，《會計研究月刊》，308 期，頁 75。

⁷⁶ 公開收購說明書應行記載事項準則第 11 條，前揭註 51，頁 17。

⁷⁷ 前揭註 51，頁 18。

⁷⁸ 前揭註 51，頁 19。

⁷⁹ 前揭註 51，頁 20。



第四項 主管機關審查

本案總共涉及三個主管機關，以及投保中心，包含經濟部投資審議委員會、行政院金融監督管理委員會、公平交易委員會，公平交易委員會依公平交易法審查是否涉及事業結合申報，最終認定遯睿與國巨之公開收購案不須依公平交易法進行結合申報；由於涉及下市私有化交易，金管會必須進行審視，雖不准駁，但由於私募基金屬於外資，必須經過投審會同意，金管會為投審會的諮詢對象，使金管會之意見更顯重要而關鍵，惟金管會所函覆之內容，仍以宣示呼籲為主要，無法提出國巨違法的論點，其中以「資本弱化、小股東權益報戶、資訊透明性」為主，投審會最終也據此駁回國巨案。投保中心也迅速在公開收購宣布後，呼籲國巨維護股東權益，組成客觀審議委員會，審議收購價格以及計畫的合理性，檢視價格決定依據，利注意利益衝突迴避，並公開董事會之決議內容以及相關資訊，也呼籲國巨使小股東可選擇換取現金或持有合併後存續公司股份，等同與管理階層共同持有閉鎖化後公司之股份，一同繼續分享營收⁸⁰，最終董事長陳泰銘先生對此仍無明確回應，有認為因此導致主管機關因為輿論壓力而駁回本案。

第八節 小結

管理階層收購在國外盛行已久，然在台灣 2011 年的國巨案有論者認為凸顯我國法制不足，而產生需仰賴政策介入的窘境⁸¹，經營管理階層身為收購方，欲以算定的風險範圍內達成交易，另一方面卻也代表著股東利益提升公司企業價值，向目標公司股東收購股份，此交易本質上即為具有利益衝突，因為董事擁有公司豐富的情報，身為收購股份的董事與應賣股份的股東間，具有顯不相當的資訊，產生交易的不透明感⁸²，就管理階層側而言，交易的不確定風險仍無所不在，看過往其他實際案例可知，種種對管理階層來說有利的條件仍不代表此交易必定可順利完成，第一階段的公開收購仍有待股東的協力應募，才有足夠的機會進入第二階段並通過議

⁸⁰ 惟下市目的有在於代理成本的減少，提升激勵制度，少數股東選擇持續持有公司股份是否與下市目的相扞格有疑義。

⁸¹ 王文宇，前揭註 2，頁 78。

⁸² 經濟產業省，前揭註 20。

案，董事仍必須建構足夠的保護股東機制，消弭利益衝突，才能說服股東其等所取得之條件，已經事實上擁有一個公平的交易價格而受到了公平的對待，增加應募的意願，使其欣然退場，並減緩後續公平價格之裁定爭訟。董事容易受有指摘，被懷疑實行了不合理的交易行為或是價格不當，此時股東應募意願可能低落，交易最終也不易達成，若針對此些弊害進行改善，解消衝突，制定或調整衝突解消機制，並有效活用的話就非常具有經濟上的意義。

第三章 美國法上管理階層收購



第一節 美國私有化交易

第一項 私有化交易射程範圍-Rule13e-3

管理階層收購在美國法上並未有單獨立法，囊括在私有化交易規範當中，符合該等規範者及必須依法進行資訊揭露，依美國聯邦證券交易法 Section13(e)授權美國聯邦證管會 SEC 制定 Rule13e-3⁸³私有化交易揭露申報事項之申報表，定性發行人或是關係人進行私有化交易（going private）之行為，若符合該 Rule13e-3 之規定即必須依 Schedule 13E 進行資訊揭露，其中可區分為主體發行人與關係人以及私有化交易客體之定性，若符合該等主客體要件，即必須進行相關揭露。

所謂關係人，依Rule 13e-3(a)(1)係指「被發行人所控制；或是自行直接或間接透過一個或多個中間機構來控制（發行人），或與發行人處於同一控制之下，惟公開收購該發行人股份之初並非關係人者，即非本條之關係人」⁸⁴，所謂控制權之認定美國證券管理委員會（SEC，下稱「證管會」）證管會更指出，是否具備控制權為事實上之問題，與公司之職稱或是否具備一定的股權數量並非是否具有控制權認定之依據⁸⁵，是以若收購團體之參與人雖與目標公司具有雇傭或委任關係，卻並不具備目標公司之控制權限，即非本條項之關係人，不需在初始階段提交Schedule 13E資訊予證管會，於第一階段公開收購時，只需依照公開收購規定提交Schedule TO公開收購資訊揭露項目之表格即可，兩者主要差異在於Schedule 13E主體要件必須限於發行人或關係人等內部人，預設了內部人所具備之資訊優勢地位，為防免利用優勢資訊來侵害少數股東，要求其公開較多的內部資訊以及交易具備公平性之資訊以及相關公正意見，公開收購之Schedule TO資訊未有該預設，而具備目標公司之雇傭或

⁸³ Rule 13e-3, 17 C.F.R. § 240.13e-3 (1987).

⁸⁴ See Rule 13e-3(a)(1): "An affiliate of an issuer is a person that directly or indirectly through one or more intermediaries controls, is controlled by, or is under common control with such issuer. For the purposes of this section only, a person who is not an affiliate of an issuer at the commencement of such person's tender offer for a class of equity securities of such issuer will not be deemed an affiliate of such issuer prior to the stated termination of such tender offer and any extensions"

⁸⁵ Securities Act Release No. 6101, Investment Co. Act No. 10806, Exchange Act No. 16076 (Aug. 2, 1979)

受委任關係之人雖不具備控制之權限者仍可能有取得優勢資訊之管道，卻僅需提交 Schedule 13E，證管會之實質認定為狹隘且寬鬆之認定方式，而有保護不周之疑慮。

又所謂私有化交易行為，於 Rule 13e-3 (a)(3) (i)可知，為發行人或是關係人進行（1）股份之買回，或是（2）透過公開收購，（3）依 Regulation 14A 進行委託書、股東協議書、股東授權書之徵求，或是依 Regulation 14C 向股東散布資訊，闡述公司或是母子公司間將進行合併、重整、調整資本結構、組織再造等相關交易；資產上買賣的行為；或是股票逆向分割。⁸⁶

第二項 資訊揭露規範-Schedule 13E

當符合私有化交易時，須依 Schedule 13E 揭露下列事項，其中除交易本身之資訊外，最重要者莫屬於交易具備公平性之項目，公司確信該交易具備公平性之判斷因素為何，由項目 8、9 與 10 可得知。

項目 8 交易的決定性因素：闡述發行人或關係人進行私有化交易時，決議向少數股東進行購買的數量以及類型時所踐履之程序，其內容必須包括但不限於，下述各種因素及其判斷之基礎（a）現市場價值；（b）歷史上市場價值；（c）淨值價值；（d）繼續營業之價值；（e）清算之價值；（f）項目 10 當中之任何報告、見解、或鑑價報告；（g）其他因素⁸⁷。

⁸⁶ 17 CFR 240.13e-3(a)(3)(i) The transactions referred to in paragraph (a)(3) of this section are:
(A) A purchase of any equity security by the issuer of such security or by an affiliate of such issuer;
(B) A tender offer for or request or invitation for tenders of any equity security made by the issuer of such class of securities or by an affiliate of such issuer; or
(C) A solicitation subject to Regulation 14A [§§ 240.14a-1 to 240.14b-1] of any proxy, consent or authorization of, or a distribution subject to Regulation 14C [§§ 240.14c-1 to 14c-101] of information statements to, any equity security holder by the issuer of the class of securities or by an affiliate of such issuer, in connection with: a merger, consolidation, reclassification, recapitalization, reorganization or similar corporate transaction of an issuer or between an issuer (or its subsidiaries) and its affiliate; a sale of substantially all the assets of an issuer to its affiliate or group of affiliates; or a reverse stock split of any class of equity securities of the issuer involving the purchase of fractional interests.

⁸⁷ Item 8. Determination of the Consideration for the Transaction. Describe the method employed by the issuer or affiliate in determining the amount and type of consideration to be offered to securityholders of the class of equity securities subject to the Rule 13e-3 transaction who are not affiliates, which description shall include, but not be limited to, the extent to which each of the following factors were or were not considered and the bases therefor: (a) Current market value; (b) Historical market value; (c) Net book



項目 9 交易公平性：闡述發行人或關係人是否認為本次私有化交易對於股東而言是否具備公平性，其判斷之因素及其理由為何，若該決策經發行人或是關係人之董事會決議通過，該決議之結果，以及不同意董事之身份，即其不同意之理由⁸⁸。

項目 10 涉及交易之相關報告、見解、鑑價資訊：

- (a) 發行人或關係人進行本次私有化交易，摘要出諮詢顧問對於該州州法之意見或是司法實務之見解。
- (b) 闡述發行人或關係人針對本次交易是否向第三人諮詢取得相關報告、（其他諮詢顧問之）見解、或是鑑價報告，其中包括但不限於對於本次交易中所涉股東具備公平性與否之判斷因素，對於發行人或關係人是否具備公平性，或是對於非關係人之股東而言是否具備公平性之相關報告、見解、或是鑑價報告之獨立性如下述：
 - (1) 相關報告、見解、或是鑑價報告製作人之身份
 - (2) 簡述該等人之身份
 - (3) 描述該等人選任之方法
 - (4) 描述該等人或其關係人與發行人，在過去兩年間任何實質上相關聯之關係（any material relationship），或是相互間曾達成共識，給予補償或任何薪資給予或獲授予之關係
 - (5) 提供關於該報告、見解、或是鑑價報告之總結，包括但不限於所踐履之程序，調查之結果以及建議，所據以形成之基礎以及方法手段，以

value(d) Going concern value;(e) Liquidation value;(f) Any report, opinion or appraisal described in Item 10 of this statement; and(g) Other factors.

⁸⁸ **Item 9. Fairness of the Transaction.** State whether or not the issuer or affiliate has determined that the Rule 13e-3 transaction is fair to the security holders of the class of equity securities which is the subject of the transaction who are not affiliates, the reasons for such determination and, if such determination resulted from a vote of the board of directors of the issuer or affiliate, the results of such vote, the identity of any dissenting director and the reasons for such dissent.

及從發行人或關係者所接受到的指示，或是針對調查範圍所給予之限制

- (c) 應提供該等相關報告、見解、或是鑑價報告於目標公司主要營業處所，在一般營業時間，予任何具備利害關係之股東或其代表人，事前以書面要求查閱或複製。

第三項 董事揭露底價義務

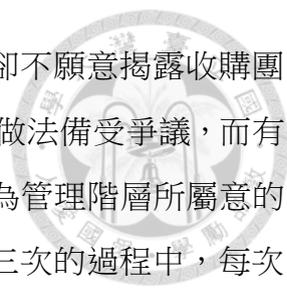
(一) 董事於公開收購中負有完整坦承義務

在司法審查上董事所揭露之資訊是否夠，在於該等資訊是否足資使股東進行交易判斷，在 *Lynch v. Vickers Energy Corp.* 案中，法院認為少數股東有權獲得交易相關資訊，使其等足以判斷是否在公開收購中應賣，控制股東或公司負責人因此負有完整坦誠（*complete candor, candor of duty*）之受託人義務，藉由審視控制股東或負責人在交易中擁有何種資訊，來衡量所交付予少數股東之資訊是否達到完整坦誠，所有與交易所密切相關之資訊必須進行揭露，所謂「密切相關」指涉任一合理之股東，認為該資訊至關重要，且足以影響是否在公開收購中進行應賣或是繼續保有股份，完整坦誠之義務至關重要，足以避免控制股東或公司負責人因資訊上優勢，做出有利於己決策，而損害少數股東之利益。

(二) 董事於管理階層收購中揭露底價義務

管理階層身為目標公司受託人，所揭露之資訊是否與外部競價者相同，亦即揭露之內容究竟是與競價者相同，只需揭露Schedule 13E中項目8、9、10中說明公正價格之資訊即可，是否需更進一步揭露底價產生疑義⁸⁹，所謂底價，意味管理階層針對本次交易所願意出具之最高價值，就一般正常議價的談判程序而言，出價方通常會保留價格底線，依談判的過程、雙方的談判能力、過程中所接收之新資訊或是市場反應，來調整談判價格，目的皆是盡可能以最低的價格買下公司所有股份，最大化其利益，亦即獲得最大限度的利益，然對市場而言，管理階層深知公司內部資訊深

⁸⁹ Dale Arthur Oesterlea and Jon R. Norbergaa, *supra* note 3, at 244.



知公司實際價值，談判過程中以低價宣稱具備公平性，一方面卻不願意揭露收購團隊所保留的最終評估價格，此種保留底價（reservation price）的做法備受爭議，而有受託人應揭露底價之呼聲⁹⁰，在*Revlon*案件中，出價者其中之一為管理階層所屬意的白馬騎士，其價格雖已與管理階層協商過後之價格，連續出價三次的過程中，每次皆宣稱其為公平之價格，卻未說明最終願意支付之價錢，惟對股東而言，該等底價為公司內部人所把持之資訊，是否具備交易上之重要性，達到上述完整坦承義務中與股東投資行為具有密切關係之資訊而需揭露有疑義。

反對者認為，底價揭露將導致兩種不良之影響，第一，管理階層僅能出具收支平衡之價格，將導致管理階層喪失該私有化交易可得帶來之激勵構造改變，意味所出具之收購股份價格，若剛好與企業後續提升之價值相當，管理階層將喪失進行該交易之動機。第二，管理階層將更有道德上之風險，進行篡改合法文件，事前掌控市場價格之動機，好使出示之價格形式上符合企業之真實價格，法院更加無法審查該等情事。第三，此種同時屬於收購方之特殊訊息（privileged information）是否理所當然在揭露之範圍內有疑義，過去一般競價第三人自行購得該等具有價值之資訊，此等資訊賣方亦可得購得，要求董事揭露底價形同剝奪收購方努力之成果，有抑制潛在收購方投資搜集潛在可收購目標公司之資訊，進而減少潛在有利益之併購。第四，尤其針對擅長短期投資，進行套利之股東，即可運用長期對市場的敏銳度判斷資訊真實與否，而較為單純的少數股東也樂於享受這樣的成果，更加受到保護，再者，其他買家在競價的過程中，也會間接促使價格來到恰當的水平，似乎存有誤導性資訊也似無影響。

贊同者認為，該等資訊如併購後新公司在科技方面之發展，或是市場之拓張以及其他重要之發展，皆屬於為收購方競價之能力，此顯然具備重要性，管理階層不應隱藏該等資訊；再者，將此些具備價值之資訊交予股東使其等共享該等資訊所帶來之價值，理當為股東以及管理階層可得預見可合理期待之範圍。又價格在競價或協商的過程中逐漸增加，並非套利股東或是潛在買家具備管道可接觸到重要的資

⁹⁰ Bill Shawa (1990), *Resolving The Conflict Of Interest In Management Buyouts*, 19 *Hofstra L. Rev.* 143, at 148, at 160; Repetti (1988), *Management Buyouts, Efficient Markets, Fair Value, and Soft Information*, 67 *N.C.L. REV.* 121, at 122.

訊，自行評估出正確的股價，而通常是在競價的過程中，出價人將會持續要求賣家提供對等資訊，除了已公開於市場上之外，更需要目標公司開啟更多內部資訊，才可能使價格上升到原有之水平。

本文採肯定說，認為董事應予以揭露底價，揭露底價就係為解決董事圖利於自己道德風險本身，而非要求其提出證據證明更有升高道德風險之說法，就此可配套下述之獨立第三人委員會為目標公司進行審查，又否定論者又言此會有抑制潛在併購，惟此處為管理階層為公司之需求所進行之下市交易，由於管理階層收購團隊所進行之交易相當於股份買回之行為利益衝突性嚴重，具有相當於股份買回者之地位，其具有之特權地位而持有之特殊資訊，使其資訊揭露義務更加提高，應課予較嚴格之資訊揭露義務，無涉即降低併購意願之可能性，而現行揭露制度Schedule 13E仍有被抨擊仍不足以充足展現董事揭露義務之內涵⁹¹不足夠之抨擊，惟其較為完善且完整之揭露，仍得予我國進行參考。

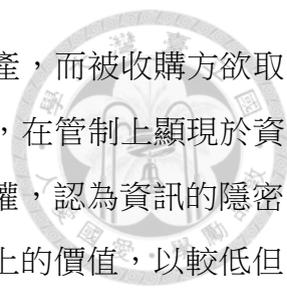
第四項 資訊揭露管制理論

長年以來，併購相關法規致力於消除收購障礙，然收購障礙消除的探討，亦應將內部人自我交易的弊端納入考量，內部人為收購集團成員之一時，其資訊上的優勢以及對公司價格影響的手段，將造成整體收購行為不效率化，資訊揭露勢在必行，在管理階層收購中，即有認為管理階層縱為收購團體成員之一，仍應本於其受託義務來揭露收購團體之底價，蓋管理階層深知公司所具備之真實價格，卻得任由其主張價格具備公正性，而事實上卻隱藏真正底價，待資訊匱乏之股東自行評判，惟底價揭露皆造成談判籌碼之公開，是否真正對股東以及市場有利即有疑義。

（一） 財產權保護與有效率交易行為處於緊張狀態

資訊為談判之籌碼，具有價值性，然透過管理來要求資訊揭露後，除了出賣人有提高其商品賣價的可能性外，更會使資訊本身價值下降，對揭露人的財產保護（protection of property）有所欠缺，資訊揭露與財產權的保障處於緊張的狀態，意

⁹¹ Dale Arthur Oesterlea and Jon R. Norbergaa, *supra* note 3, at 246.



味收購方通常欲以資訊保密性來捍衛其以低價來收購對方之財產，而被收購方欲取得更多之資訊來升高其財產之價值，好進行有效率之交易行為，在管制上顯現於資訊揭露之多寡，收購方主張去管制化交由市場競爭以保障財產權，認為資訊的隱密性極為重要，收購方身為買方欲隱瞞資訊，創造併購計畫形式上的價值，以較低但認為合理之價格併購目標公司，獲取其財產權上最大利益；而目標公司也有資訊上的取得的迫切需求，欲以較高但認定合理之價格售出公司，賣方欲將手中商品以最好的價格售出，做有效率的選擇。

（二） 資訊揭露去管制化之主張

第一，資訊為談判之籌碼，具有價值性，蓋其可透過市場競爭的方式取得，例如買賣等市場上自由競爭的方式來取得資訊進而做更有價值之利用，然若可不透過市場競爭而透過管制即需進行免費資訊之提供，完全揭露對於揭露人影響過大，形同賦予相對人在私法上對揭露義務人強制徵收資訊的權利，除了出賣人不需負出任何努力，即可提高其商品賣價，更過度侵害其財產權，申言之，完整的財產權保護訴求在於完全去管制化，除去法規範當中收購方資訊揭露的要求，處於自由市場競爭的狀態，收購方若能保有交易上重要併購資訊，將較能以最佳的價格進行該交易。

意味無法否認資訊上的揭露往往也對收購方造成一定的傷害，揭露的時期往往在於投資計畫的前階尚未成熟的階段，相較於後續真正執行，進而修正、調整，該投資計畫的價值將具有浮動性，唐突揭露只會造成計畫本身價值的下降，或是因此造成目標公司價錢的提高，收購方必須出具更加耗費成本、更高價值之計畫或是更高價格來說服目標公司，導致提高收購方收購的困難，可能走向收購行為無效率化，對收購方財產權的保護有所欠缺，再者，該收購計畫實際上亦為談判之籌碼，將談判籌碼揭露形同狹隘了與目標公司談判之空間，無可避免造成收購價格上升，使收購方無法以相對最佳的價格進行併購，對財產權的影響可得而知。

第二，去管制化之論點認為揭露行為過度耗費成本來交代交易原委，或是根本用不上的資訊，亦會導致交易的不效率化。



(三) 完全揭露之主張

若立法政策傾向完整的財產權保護勢必導致資訊上的不流通（little information）甚至是不效率的交易行為，過度進行財產權的保護使資訊隱密，反而使目標公司無法就本可取得之併購資訊為其談判籌碼，資訊上的不流通將使其無法做出最佳、最有效率的選擇，意味既然在一般類型的自我交易中，內部人的資訊揭露為公司允許內部人利用內部資訊獲取利益的關鍵，而在管理階層收購此種變形的自我交易當中所涉及收購公司股份時，收購方之資訊揭露對目標公司之投資計畫至關重要，若欠缺這樣的資訊，目標公司或其股東將無法為公司以及全體股東作出最佳、最有效率的選擇，欠缺或是不足的資訊將僅能做出次佳的選擇。

再者，去管制化之論點認為揭露行為雖確實會產生之交易的不效率化，然而並非揭露行為所直接產生，而係交易中的道德風險其實才是造成不效率的主要因素，當內部人可自行決定揭露時點，資訊將被把持遲至內部人透過該資訊獲取利益為止，此時對造已做成不效率之選擇，亦或是透過內部掌控影響股份價格的關鍵因素，於股價低點時進行交易，創造股價不利益的因素，增加溢價的幅度，好取得更多利益；再者，內部人更有可能圖利對自己有利之併購方，進而捨棄自身公司之利益，蓋只要透過販賣大量原有持股，取得大量的控制權溢價，更加應證道德風險容易造成不效率交易的高危險因素。

(四) 管理階層收購更應透過揭露制度除去交易的不效率

就管理階層收購而言，管理階層身為賣方之受託人，身兼其交易相對人之代表，與賣方之股東進行交易，把持資訊予以低於真實價格之低價購買股東之股份，並且得以目標公司董事之身份出具公開說明書說明股價具備公正性，雖其財產權得以受到保護並可茲進行最彈性完整之利用，促進企業併購之運用，惟其隱匿資訊，抑制有價值資訊的流通，反將導致更多不效率的交易行為，更遑論有內部人有更多管道來影響價格，此處防範道德風險之利益更大於對收購團體財產權之保護。

第五項 特別委員會

(一) 董事揭露底價義務之重要配套



特別委員會的建構是為消除管理階層利益衝突下的矛盾，管理階層雖身為收購方，但仍為目標公司之受託人，對目標公司及其全體股東負有受託義務，有論者認管理階層本於該受託義務，於所參與之收購方可取得之資訊應向公司以及股東揭露，意味除了 Schedule 13e-3 本應揭露之收購計畫、未來目的、契約條款內容、價格評估報告外，前述目標公司董事所參與之收購方，其最終出價之底限亦為揭露的內容之一，收購團體在競價中所願意出具之最高價，此為交易上重大資訊理當揭露予公司及其股東，意味可得協商之空間必須事先揭露，避免有違反受託義務之嫌。

惟如前所述出價之底限為談判桌上最重要之底牌，且事先揭露可協商之價格，將導致市場上之競價受到阻礙，第三方只要以稍稍高於管理階層底價之價格，即可獲得股東支持，或是抑制其等出價，以市場上之競價來建構公平價格即有可能受到阻礙，此時即有論者認為若建構特別委員會，由特別委員會代表公司與管理階層收購團體進行協商，管理階層可僅僅向特別委員會進行說明或揭露資訊⁹²，避免其資訊因過度公開而阻礙競價，股東反而無法因市場上競價來獲得最佳價格，以特別委員會代表公司，反而能衡平管理階層資訊上的優勢以及對公司有利之競價發展。

（二） 特別委員會在逐出股東交易下之功能與目的

特別委員會基於兩大理由而應適用於管理層收購交易上，第一，是為了消彌董事有違反忠實義務的疑慮，若目標公司董事會上審議時，董事會或委員會中由該等參與管收購方之管理階層進行審查，明顯地並不公正，等同球員兼裁判。第二，藉由獲得具備獨立性之特別委員會，也讓該交易的公正性成為可信任的指標。

當具有控制力與影響力的內部人為併購團體之一員時，收購方直接向目標公司董事提出合併要約時，避免利益衝突以及有效的談判，應由獨立董事所組成之特別委員會代表目標公司，與收購方進行協商以保護目標公司以及全體股東之利益，為極其重要的手段，特別委員會在合併契約下具有不一樣的義務，尤其針對協商價格的部分有所不同，一般非涉及私有化交易的公司合併下，其特別委員會的主要任務在於為公司全體股東們爭取最佳價格，該最佳價格除換股或現金之比例外更應綜合

⁹² Dale Arthur Oesterlea and Jon R. Norbergaa, *supra* note 3, at 257.

審酌其他因素，兼顧所有利害關係人之利益，以及未來經營者之經營方針進行審查何者為最適切之出價人，形同最佳收購計畫，惟當具有控制力或影響力的內部人為收購方之一員時，特別委員會的功能即由為全體股東取得最佳價格，轉變為不具有控制權利的少數股東取得更多的溢價空間，蓋少數股東在私有化交易下，將被逐出而無法參與公司未來營運獲得盈餘分派，應賣所得之價金為其唯一之補償，而有此差異。

（三） 特別委員會之權限-獨立聘僱專家意見建構公正意見

如前述在競價的過程中，競價者以及潛在買家、甚至是目標公司股東將會持續要求目標公司董事提供對等資訊，並非其等具備管道可接觸到重要的資訊，或可自行在市場競爭之機制下，自行獲取甚至買取目標公司內部資訊，除了已公開於市場上之外，更需要目標公司開啟更多內部資訊，才可能使價格上升到原有之水平，而該等內部資訊諸如董事之底價，避免有董事以其特權身份來背書其揭露之虛偽資訊，導致價格下降，或是無法有效上升，是以，重點在於在市場自由競爭的機制下，由公正意見成為一種辨識機制來保護股東，與具備獨立性之專家來相互配套⁹³。

目標公司所出具之公平意見（*fairness opinions*）濫用是管理階層收購必須解決的問題，財務顧問既然由管理階層聘僱，本於聘僱契約為其服勞務並收取對價，即有可能以協助完成收購為其目標給予酬庸，財務顧問市場間也以此相互競爭，客戶至上的取向導致公平意見遭到濫用，無法給予股東完善的保護，專家的參與無非是公司價值評估上不可或缺的一環，然為解決其酬庸之疑慮，應賦予使特別委員會有獨立於目標公司自主聘僱專家意見，使其等受託義務之對象應為特別委員會而非目標公司，賦予特別委員會有獨立於目標公司自主聘僱專家尋求意見之權限，以利於其與目標公司董事進行談判。

專家本於其專業、勤勉且充分知悉的情況下做成公司專業評估報告⁹⁴，依其專業取得評估所需重要資訊，使管理階層無以隱瞞，誠實、告知、健全公正意見，為

⁹³ Dale Arthur Oesterlea and Jon R. Norbergaa, *supra* note 3, at 251.

⁹⁴ Dale Arthur Oesterlea and Jon R. Norbergaa, *supra* note 3, at 249-252.

具備公正計畫以及公正價格重要之基石，由具備自立動機之管理階層所掌控，等同無法提供保護機能，以獨立性要求專家除去財務上利害關係（financial stake），來獲取誠實且完整健全的公司價值評估報告，為股東最重要的保護，是以專家的獨立性與公正意見即相互為配套。

（四） 特別委員會構成員

特別委員會受到諸多批判，在組織偏見底下，特別委員會之獨立性顯的重要，一般而言獨立董事亦為內部董事所熟識之人，內部董事主導收購進行交易時，是否可撇除該等疑慮，以及如何有效消除是大家所重視的，協商權限既然已由董事會移轉至特別委員會，忠實義務或是善良管理人注意義務作為咎責機制是否與董事會相同仍未定論，有論者認為，除了特別委員會本身要對自身任務有「對義務的自覺意識」，亦即賦予其該等身份之同時，比須自覺其有著不同以往執行職務之義務，對公司管理階層以及股東，有著嶄新不同的注意義務必須承擔，而該等自覺將透過獨立董事市場以自由競爭之方式建構，促使該等特別委員會履行注意義務之推手，未來將會是獨立董事市場上之競爭者及其客戶，獨立董事為維護其名譽，將會善盡其注意義務，建立公正、專業之形象，以爭取更多客戶，論者認為，比起缺乏企業風險認知之法院做事後公正性之判斷，這樣的機制更勝一籌。

有論者提出評價獨立董事所組成之特別委員會執行能力，以以下五點來成為法院審查之標準，第一，委員會內部資訊完整揭露，無隱瞞之行為存在；第二，藉獨立委員會積極尋求外部第三人之收購；第三，委任專業人士；第四，確保對公司作出準確評價而使用了所有情報資料；第五，該委員會有慎重考慮之證據⁹⁵。更有進一步提出獎勵制度，將特別委員會之報酬與股東所協商可得出之價格做聯動，超越市場價格的溢價將會反饋至其報酬當中，將兩者之利益掛鉤，改變其激勵構造，使特別委員會更有動力為少數股東之利益進行談判。

⁹⁵ Dale Arthur Oesterlea and Jon R. Norbergaa, *supra* note 3, at 243.

第二節 併購防禦手段之司法審查

為避免管理階層收購時目標公司圖利管理階層方之收購團隊，以法院審查目標公司董事之受託義務為手段，建構常規交易，達到市場上公平競爭的狀態，也同時有利於價格上的競爭，同時使公司以及股東之利益最大化。



第一項 董事權限

董事依據德拉瓦州公司法第 141 條，董事會有管理或指揮決策之權限（manage by or under the direction of a board of directors），美國律師協會所擬定之模範公司法（Revised Model Business Corporation Act, 下稱 RMBCA）第 8.30（a）中，規定董事之義務必須在具備注意義務下，善意並合理相信其為公司之最佳利益，董事身為受託人，對於委託人負有受託義務，而董事權限之行使必須達到一定之品質，董事行為品質即為董事對公司之受託人義務，在美國法中散落在各種具體個案之中，包括判例法以及相關成文法規，如德拉瓦州公司法或是美國模範公司法，董事身為受託人掌管公司，其決策應以公司或全體股東之利益為最大依歸。

第二項 董事受託義務對象

董事受託人義務對象為公司及全體股東，在美國法上有混用公司最佳利益或是全體股東最佳利益之用法，並無細緻區分，惟股東間持股互異，各自有不同的利害關係時，董事決策該保護哪一方之利益，著重短期營收之股東相較於重視長期經營方針之持股人，對於公司盈收是否在當年度全數進行分配，或進行保留以另作其他運用各有不同之需求，董事是否可僅偏向特定陣營之股東或是僅保護選任其為董事之股東陣營，答案為否定，蓋董事之受託義務對象為公司及全體股東，故若董事偏袒特定陣營，將構成受託人義務之違反，除非其決策具有正當理由，可為公司及全體股東謀求最大利益，此時才不構成義務違反。

換言之，董事並非僅保護擁有較多表決權數之控制性股東，亦非僅保護表決權數少之少數股東，公司之最佳利益無法單純指涉控制型股東或是少數股東，或是以人數來計算之大部分股東，董事應綜合考量所有長短期發展，調和不同持股目的之

股東，尤其是公司出售或是控制權出售時，管理階層若為董事會屬意的最佳白馬騎士，此時董事會容易做出嘉惠管理階層之行為，此時是否違反受託義務即有疑義，再者，也可能導致更高出價者之出價受到阻擋，競價機制受到阻礙，依 Revlon 原則受託人即可能將因此違反受託人義務，而美國法上即有透過法院審查課予目標公司董事會義務，以推倒出價機制藩籬的情況出現。

第三項 白馬騎士策略與受託義務

公司出售或是控制權出售時，管理階層若為董事會屬意的最佳白馬騎士，此時董事會若做出嘉惠管理階層之行為，導致更高出價者之出價受到阻擋，競價機制受到阻礙，依 Revlon 原則，董事會將違反受託人義務，而美國法上即有透過法院審查，推導出價機制藩籬的情況出現。

管理階層收購此種公司控制權交易，在美國容易引發第三人的競價拍賣，管理階層在獲得現任公司董事會支持下，公司董事會可能透過多種手段給予管理階層好處，簽訂許多交易保護措施⁹⁶，破壞競價機制，雖可能也有利於保護少數股東之利益，可藉機獲取更高額的出價，該等行為具有一體兩面之性質，法院在判斷上並不容易，換言之，管理階層收購縱成為目標公司董事會實行防禦手段之一，董事會行使防禦手段仍必須要符合受託人義務，董事會與收購方管理階層所簽訂之契約內容，不得有阻礙其他出價人出價的情況發生。

Revlon 案中，Revlon 公司為避免受 Pantry Pride, Inc.（簡稱 PP 公司）公司出價每股美金（下同）53 元之敵意併購，首以毒藥丸為其防禦手段，事後又尋求第三方 Forstmann Little & Co. 幫助（簡稱 F 公司）出價每股 57.25 元，並簽訂包括限制鎖定選擇權 lock-up options⁹⁷，禁止尋購條款 no-shop clauses⁹⁸，終止費條款

⁹⁶ 包括前述，限制鎖定資產契約 lock-up options，禁止尋購條款 no-shop clauses，終止費條款 break-up fees。

⁹⁷ A lock-up option 由目標公司與白騎士協議，可在約定期間內購買目標公司股票或有價值之資產，並以優惠之價格，吸引白騎士投資並協助對抗黑騎士，進行自我防禦，本件 PP 公司鎖定之資產為 Revlon 公司之特定事業，有權以五億兩千五百美元購買六億到七億之特定事業。

⁹⁸ A no-shop 條款係指目標公司與潛在買家或是白騎士約定，在一定期間內目標公司不得兜售其營業或是資產，禁止再另行向第三者徵求出價或訂立契約與白騎士協議相衝突之契約，更不得接受較高出價者之出價，惟目標公司避免董事會違反為股東謀求最大利益之狹義忠誠義務，有時會簽訂受託人義務除外條款，司法實務上有當然無效說以及股東會同意說。

break-up fees⁹⁹之交易保護措施，事後縱使 PP 公司提高至每股 58 元，Revlon 公司仍續行決定與第三方 F 公司以 57.25 元交易，PP 公司向法院聲請取得禁制令。

法院見解認為，避免董事會在尚未決定將公司出售而採取防禦措施時，具備自利動機，應審查是否符合 Unocal 原則，本案在相對人所出具之價格以及契約條件是否符合公司之利益時，法院認為 PP 公司一開始出具低價且明言事後將拆解目標公司進行出售，面對公司可能拆解之敵意併購，董事所採取之毒藥丸防禦對策尚且受法院認定具備合理性。

惟在 Revlon 公司主動向第三人 F 公司尋求協助時，公司已轉而決定進行出售，董事會之應對從單純防衛變更為向第三人兜售，董事會之受託義務隨即改變，應轉而為股東尋求交易之最佳價格，蓋 PP 公司的出價並非合意，更有拆售公司、使公司消滅之計畫，屬於敵意併購之威脅，但在公司決定向外部第三人請求協助時，決策將公司出售，PP 公司之收購已無危及公司政策或是經營效率之疑慮，此時董事會從防衛者轉換為拍賣官之角色，應為全體股東謀取公司之最佳價格¹⁰⁰，本於謀取最佳價格之義務，此時第三人 F 公司與 Revlon 公司所簽訂契約之鎖定選擇權 lock-up options，禁止尋購條款 no-shop clauses，終止費條款 break-up fees 三條款即違反受託人義務。

惟該等最佳價格之義務並非一概適用於公司出售之情況，何時發動仍必須以個案觀察，美國法下仍無單一標準，例如在公司瀕臨破產且管理階層長期尋找買家未果之條件下，此等條件下，雖買家出具之價格處於公正價格區間之下緣，雖非最佳但此合理價格受法院所接納，然若無此等條件，而管理階層收購方所提出價格雖落在價格區間當中，然若特別委員會認為價格仍有向上提升之空間，仍應予促使經營

⁹⁹ A breakup fee 又可稱為終止費用 (termination fee)，是指併購協議中的一般費用，約定若賣家毀諾對買家的承諾，須承擔補償潛在買家對於該協議已經付出的成本以及時間，通常約在協議價值的 1-3%。

¹⁰⁰ 意旨董事應某求合理之最高價值，雖非要求董事會必定要踐行拍賣，遊說市場各方進行競價 (canvassing the market)，但董事必須盡力去最大化股份立即的價值，判斷過程中，可綜合考慮諸多因素如、併購條件的適當性、策略聯盟所帶來之價值、買方外來的經營能力等等，最重意的是必須有健全的資訊並充分了解的基礎上進行判斷。用語從最佳價格 (best price) 或最高出價者 (highest bidder)、最佳價值 (highest value) 皆有使用之。林國彬 (2013)，〈公司出售或控制權出售時之股東利益最大化原則-論德拉瓦州法院 Revlon/QVC Doctrine 之適用範圍〉，《台北大學法學論叢》，87 期，頁 23-27。

階層提出更高之收購價格，必要時應拒絕管理階層之要約，不得逕行接受該合理價格。

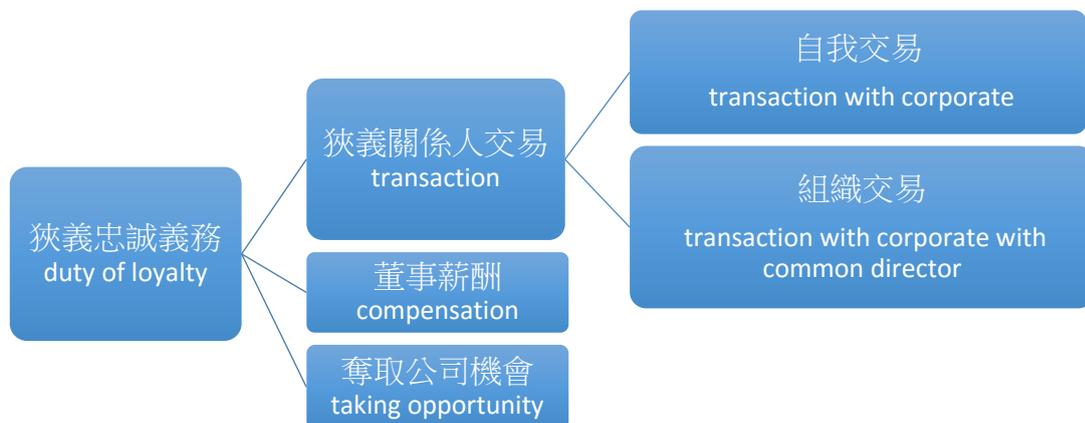


第三節 逐出交易之司法審查—經營判斷法則與完全公平原則之擺盪

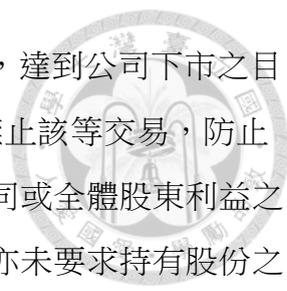
第一項 董事狹義忠誠義務

董事若同樣持有公司股份，身為股東，雖並不要求其必須犧牲自己來成就其他股東之利益，但董事仍需以公司利益為優先，此為董事受託人義務中，狹義忠誠義務之概念，在美國法上董事受託義務三元論中，最狹義的忠誠義務包括狹義關係人交易（transaction）、董事薪酬（compensation）以及奪取公司機會（taking opportunity）三種¹⁰¹，可觀下圖附圖四。

【附圖四】狹義忠誠義務



¹⁰¹ 其中關係人交易在 ALI Principles Corporate Governance 美國律師協會所制定之公司治理規則中，尚且區分為自我交易（Self-dealing 或是單純稱為 transaction with corporate）以及與組織交易（transaction with corporate with common director），前者自我交易意味公司與董事本身，或是與董事具有經濟上或關係上密切之關係人進行交易；組織交易為，當董事身兼雙方之決策者而進行交易之情況。摘自林國彬（2007），〈董事忠誠義務與司法審查標準之研究—以美國德拉瓦州公司法為主要範圍〉，《政大法學評論》，100 期，201 頁。



管理階層收購透過特殊目的公司，以逐出少數股東為手段，達到公司下市之目的，屬於狹義關係人交易之一環，過去美國採形式審查一律禁止該等交易，防止董事將獲取私利凌駕於公司與全體股東間之利益，做出損害公司或全體股東利益之決策，惟隨時代演進，在利益衝突交易無可避免，而美國法上亦未要求持有股份之董事，必須同時犧牲自身身為股東之權益¹⁰²，法院轉而採行實質審查，在實體上不僅交易本身須符合公平性，亦須在交易程序上具有公平性，在訴訟程序上設立安全港條款，嘉惠董事在訴訟上獲得舉證責任之轉換。著名的 Weinberger 案，法院所適用之整體公平原則雖發生在母子公司進行合併屬於組織交易之分類，司法實務將之擴張至決策本身與決策者具有利益衝突的情況，意味上述狹義忠誠義務下的事項皆有其適用¹⁰³，藉此在司法上設置誘因，促進公平性的交易蓬勃發展。

第二項 經營判斷法則

美國法上經營判斷法則之運用，事實上是一種不干涉之政策宣示，法院在董事權限範圍內，並不事後介入取代董事商業判斷，德拉瓦州法院將之解釋為實體權利義務規範以及訴訟法上舉證責任之分配。

實體法上針對董事之行為，推定善意且具有完善之注意義務，意味推定董事在充分資訊的基礎上，出於善意並誠實的相信其行為是公司最佳利益的方式作成商業決定，意味董事必須在資訊充足且衷心的相信所為之決定為股東之最佳利益，全體股東即必須共同承擔風險，不得以事後判斷來究責董事決策¹⁰⁴，除非有明顯的證據可認為董事會的決定違反受任人義務外，如董事處於資訊不足、或惡意做成該決定，法院將不會以其本身的判斷來代替董事會的決定，董事之行為即推定係為公司以及股東最大利益而為行為，法院將尊重董事的商業決策。

再者經營判斷法則作為訴訟法上舉證責任分配的機制，在董事行為被推定為善意且具有完善之注意義務時，提起訴訟之原告必須針對董事在做成決定當下，資訊不足或非出於善意做成該決定，欠缺一定之行為品質，由原告進行初步之舉證責

¹⁰² 林國彬，前揭註 100，頁 9。

¹⁰³ 林國彬，前揭註 101，頁 201。

¹⁰⁴ 林國彬，前揭註 100，頁 8。

任，若舉證成功，再由董事證明自己當時資訊充足或非惡意，若原告無法推翻該等推定，董事決策之法律效果將存續而受到法律之保障，簡言之，當原告起訴挑戰交易正當性時，法院即預設董事之經營判斷已具備善良管理人注意義務，由原告舉證董事並不具備該等注意義務，此為美國法上商業判斷法則之一大特色，相較於後者日本法式之經營判斷法則，由被告董事來舉證經營判斷符合受託人義務大相逕庭，董事必須舉證自己之經營判斷達到其善良管理人注意義務，以消除董事具備自利動機的情況下為圖利自己之交易疑慮。

第三項 司法審查-完全公平標準

第一款 *Singer* 案下完全公平標準僅指涉公平價格

1977 年的 *Singer v. Magnavox Co* 案，North American Philips 公司，透過新成立之子公司，先以每股九元的價格公開收購 Magnavox 公司之股份，1 年後以每股九元的價格為對價進行合併，逐出少數股東，少數股東對價格不滿提起訴訟，認為母公司有詐欺之嫌，德拉瓦州最高法院在本案指出，若依據德拉瓦州公司法第 251 條進行合併而其唯一的目的僅為逐出少數股東，即屬濫用公司法程序規定（an abuse of the corporate process），而本案母子公司的合併將會消除集團內部交易的利益衝突或達到集團綜效，具有商業考量並非以逐出股東為唯一目的據以駁回原告之訴，意味被告董事必須舉證證明公司合併除了逐出少數股東以外尚具有「商業目的」，法規本身或是法規之立法理由僅為程序規定及闡述規定存在之理由，必須另外檢視其商業目的，此外，法院在 *Singer* 案中亦闡明適用 1952 年之 *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.*，要求交易須達到「完全公平」（entire fairness），倘若母公司之行為未有適當之「商業目的」或「符合完全公平標準」，即違反受託人義務，法院將給予少數股東救濟，意味著若少數股東對於現金逐出交易之價格並不滿意，當時股份收買請求權並非其唯一救濟管道，股東可以以受託人義務違反為其訴因，主張該交易缺乏適當商業目的或是欠缺完全公平，來訴請禁止、撤銷交易或主張損害賠償，此即稱為雙重測試標準。

Sterling 案中的完全公平標準，僅著重在於公平價格的認定，該案為母子公司以股份為對價進行合併，進行換股比例的探討，判決指出其計算方式無非可以股份收買請求權進行來進行計算，而後來的 *Singer* 案雖以現金為對價，但亦藉此適用來尋求現金對價上須具備公平性，其價格的計算方式，亦參考股份收買請求權當中的德拉瓦州塊狀法¹⁰⁵，針對公司之市場價格、營收、資產各參數給予不同的加重權數進行計算，該完全公平標準概念與後續 *Weinberger* 案並不相同，*Weinberger* 案除了公平價格外更審查公平計畫，惟此處 *Singer* 案僅止於公平價格之探求，不審查計畫是否公平，而法院的審查重點要較著重於商業目的原則，公平價格常僅以結論式的方式闡述¹⁰⁶，顯然未受到重視。

若公平原則僅僅針對公平價格進行判定，與股份收買請求權程序並無不同，雖此部分對無法主張股份收買請求權的股東仍有實益，蓋在簡易合併或是在股東會上同意合併之少數股東並無股份收買請求權可資主張；但在一般合併當中，不同意合併之少數股東，在法院認定股份收買請求權並非唯一之救濟管道的前提下，其等公平價格判定挪用於受託人義務違反審查，有論者認為此部分成為損害賠償之範圍並無必要，股東不選擇股份收買請求權而以受託人義務為其救濟管道，反倒成為耗費時間與金錢之選擇。¹⁰⁷

¹⁰⁵ 價格是否公平，傳統上德拉瓦州法院在股份收買請求權中之公平價格，使用塊狀法（Block Method）進行計算，針對公司的獲利能力（earning value）、市場價格（market price）¹⁰⁵、資產價值（asset value）三者，不同的加權數計算後，三數進行平均，以此為基準計算個別股份之價值，每一個數據都代表著對於股份真實價格不同的影響力，計算每一種數值的方法皆不相同，為不同面向的財務觀點，而該等計算出之結果，即視為股份之真實價格，學者援引 *Lynch v. Vickers Energy Corp.* 案法院說法，認為該等判定程序相類似於股份收買請求權，只要原告恰當地提出合理的理由，說明該等股份收買請求權並無法給予完善救濟，轉而尋求衡平法院來提起團體訴訟，即可開啟法院公平價格之審查。Dorothy J. Abzanka (1981), *Delaware Corporation Law: Weinberger v. UOP, Inc.—A Limitation On Singer Fairness Standard?*, 42 U. Pitt. L. Rev. 915, at 936.

¹⁰⁶ 下述 *Tinzer* 案中，法院僅泛泛指稱該價格包含溢價，已足資認定並非不公平之價格，來帶過公平價格的認定，惟該案相較於德拉瓦州塊狀法下的計算方式，除了價格、營收、資產外，另行談論溢價，似有與股份收買請求權的價格計算方式相區別，惟該結論性闡述並無法推論出法院是否有意為此決定。

¹⁰⁷ Dorothy J. Abzanka, *supra* note 105, at 937.



第二款 寬鬆的商業目的法則

完整公平原則發展至此，撇除公平價格的審查，對於商業目的與公平計劃的差異可從案例上觀察，公平計劃是針對合併契約內容，或是一連串的合併計畫進行審查是否具備公平，商業目的法則顧名思義，僅要提出商業上之正當目的，即可符合該寬鬆之標準，因此受到批判。

1977 年之 *Tinzer v. International General Industrial* 案¹⁰⁸母子公司合併案中，子公司股東起訴母公司，主張母公司之合併，係為利用子公司之有形以及無形之資產，進行中長期之借款擔保，達到自身財務目的，母公司之行為僅僅有利於母公司本身，並非商業目的，然而法院肯定母公司為自身財務目的逐出少數股東，具備善意之目的（*bona fide*），該交易允許存續，該「善意之目的」，如同 *singer* 案中之「商業目的」，只要具備該交易即可合法存在。

顯然法院認定母公司自身財務利益可為商業目的，其不僅仍未解釋商業目的之範圍，更模糊商業目的界線¹⁰⁹，問題在於審查之角度是以何者之商業目的來觀察，母公司身為子公司的控制股東，其控制力的行使對於子公司及其股東有受託人義務，子公司少數股東在合併中倘若遭受損害，其司法審查卻允許以母公司之商業目的正當化母公司對子公司侵害之手段，當時也群起批判商業目的界線過於模糊，使被告在訴訟上的商業目的舉證變得容易¹¹⁰，而無法保護少數股東，甚至對於企業靈活進行組織再造與少數股東之投資利益，並無法有效的進行權衡¹¹¹。

同案法院在確認母公司具備有效之目的後，針對前述 *Sterling* 案公平原則裡的公平價格並無更進一步闡述，縱然子公司股東爭執合併後之集團綜效未算入該等價格，法院的結論中僅提出母公司之出價已溢價當年宣布合併股價 29%¹¹²，無闡述

¹⁰⁸ 案由為母公司 *International General Industrial* 以現金為對價與 *Klikok* 子公司合併 *Klikok* 子公司，而其目的在於利用子公司之有形以及無形之資產，進行中長期之借款擔保，達到自身財務目的之利用，子公司之股東提起禁制令，訴請法院禁止該交易之進行，法院雖然認為公司法 251 條之合併法規無法直接認定為商業目的，然母公司之利益，仍屬經濟措施之一環，而允許本合併案。(379 A.2d 1121 (Del.Supr.1977).)

¹⁰⁹ Victor Brudneyd, *supra* note 7, at 1375.

¹¹⁰ Robert Clark, *supra* note 6, at 525.

¹¹¹ Dorothy J. Abzanka, *supra* note 105, at 937.

¹¹² 402 A.2d 382, at 395.

對公平標準之看法，該 29% 究竟是否包含集團綜效，集團綜效所涉及交易內容，皆無進行探討，本案雖有發展至公平計劃的可能性，最終法院仍無所作為。

在接下來之案件皆為股東針對價格不公平所進行之訴訟，公平價格之審查標準建立更有其急迫性，法院卻遲遲未予以闡明，論者有言商業目的測試原則的發展，甚至使法院因此忽略了更顯重要之公平標準¹¹³。

在簡易合併案件 *Najjar* 案中，法官不同意見書指出，雖商業目的在衡平法上仍需要倚靠將來在判決上充實該等內涵，但在 *Tinzer* 案來看，卻明顯容易流於法院自由裁量的濫用¹¹⁴，更不需要任何關於公平性之證據，即可建立起商業上之目的，衡平法之特色雖然在於以個案來建立起一般性之適用原則，但此處卻錯誤的混淆該等特性以及原告取得衡平法上救濟之可能性，*Singer* 與 *Tanzer* 案中的完全公平標準過於模糊，所適用 *Sterling* 案中的完全公平標準，雖指出公平性是合併案中之「所有條件」來進行考量¹¹⁵，惟仍僅僅陳述關於價格認定所適用之價值計算，而在 *New Castle County v. Sterling Properties*¹¹⁶案中最高法院後也發現這樣的問題，僅僅是價格陳述過於受限¹¹⁷，完全公平原則應指涉契約整體來進行判斷。

第三款 完全公平原則-Weinberger 案

若要有所區別，完全公平原則不應僅限於公平價格，終究所有爭議都在於「整體交易對於少數股東是否具備公平」，合併案的進行導致少數股東喪失投資利益，對不同意之股東是否並不公平，在進行解構時，都不免面臨該等合併係由德拉瓦州公司法所允許，進而導致少數股東受逐出之結果，此時少數股東應受到何等補償，才可稱為「公平」，在訴訟上應該予以提出何種證據來證明公平，即成為發展的走向。

¹¹³ Dorothy J. Abzanka, *supra* note 105, at 925.

¹¹⁴ 407 a.2d 1032, at 1038 footnote 5.

¹¹⁵ *Sterling* 案衡平法院，原文為 To arrive at a judgment of the fairness of the merger, all of its terms must be considered. 93 A.2d 107, at 114.

¹¹⁶ *New Castle County v. Sterling Properties, Inc.* 379 A.2d 1125 (Del.Supr.1977.); *Tanzer v. International General Industries, Inc.*, 402 A.2d 382, at 385 (Del.Supr.1979).

¹¹⁷ *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.*, 93 A.2d 107 (Del.Supr.1952.).



著名的 *Weinberger v. UOP* 案，控制股東 Signal 把持目標公司 UOP 將近 50% 的股份，為取得剩下全部股份而進行交易，子公司 UOP 委託第三人投資銀行進行鑑價，報告中呈現出若股價多於每股 24 元將對母公司 Signal 產生不良的投資效應，該等報告內容雖隸屬於子公司內部資訊，但由同為母子公司之董事所取得，並對子公司 UOP 少數派董事隱瞞，最終每股定價 21 元，少數股東所可取得每股價金差異總額高達一千七百萬，法院認為母公司藉由對子公司 UOP 董事會多數的控制力，輸送 UOP 公司內部資訊予母公司 Signal，並對子公司 UOP 少數派董事隱瞞資訊，而 UOP 子公司董事會所委外的價格評鑑報告亦過於匆忙而不具備正當性，創造母子公司進行平等協商之假象，使股東受誤導而未收到適當足資判斷之資訊，最終判定該案交易程序不具公平性。

Weinberger 案捨棄了長久以來的商業目的測試原則，過去收購公司必須提出逐出股東之商業目的已經不復存在，現階段所倚靠者為 *Weinberger* 案中之實質的完全公平標準，在母公司與子公司進行公司合併協商時，縱使目標公司董事會曾對外尋找機構進行鑑價，試圖證明董事會具有獨立性、其價格具有公平性，法院仍認定因程序上受到控制股東的不當的控制，而認為該案因程序上不具公正性，而無法通過整體公平原則。

整體公平原則，(entire fairness standards)，包括公平價格(the fair price element) 以及公平計劃(the fair dealing element)，所謂公平計劃包括恰當時的交易時機、公平協商、公平交易架構以及完整資訊揭露，並且須將交易所有可能的情況做全盤的考量與推演，價格與交易計畫兩者時常無法區分，必須作為整體來進行審查，是以稱為整體公平¹¹⁸，而公平計畫在 *Weinberger* 案中透過引進常規交易概念，來建構受託人行為義務，消彌管理階層之利益衝突，若管理階層收購在控制股東有所介入的情況下，更需要證明雙方在常規交易下進行交易，目標公司側具有足夠的商議能力，足以以自身談判實力影響交易內容，此時才足以證明公平性，受託人的行為義務舉證就逐漸轉向了公平程序。

¹¹⁸張心悌，前揭註 1，19 頁；林國彬（2007），前揭註 101，199 頁。



若收購方在管理階層參與之情況下，更需要證明雙方在常規交易下進行交易，且具有足夠的商議能力，足以以自身談判實力影響交易內容，此時才足以證明公平性，受託人的行為義務舉證就逐漸轉向了公平程序，在德拉瓦州最高法院，任何與公平價格相關質疑接轉向了公平程序，在經營判斷法則下，當一般董事會所通過之交易被認定欠缺注意義務時，若有獨立且不具利害關係之董事通過該交易，該交易即有可能會受到支持，顯然程序性的公平極為重要，公平程序為重要的條件，而公平計畫的審查標準也導向該方法是否足以認定價格公平，常規交易的建構並非僅僅用以審查董事的經營判斷法則，更是公平標準中重要之一環，Jacobs 法官更在 1990 年的 *In Citron v. E.I. Du Pont de Nemours & Co.* 案中指出，“在決定使用何種證據進行價值估價前，法院首要確認合併契約係在常規交易下協商而成”，公平價格審查深受是否具備公平計畫所影響，事前公平程序已成為公平計劃的一環，以此來建構常規交易，有利於法院採取商業判斷法則，大大減輕了公平價格舉證責任的負擔¹¹⁹。

具體言之，提供予股東完整資訊揭露以及具有完整權限之特別委員會，提供此雙重程序保障，換言之，透過資訊揭露以及具備獨立性之董事會或委員會表決通過，使司法審查密度再度從完全公平標準下降至商業判斷法則，或是使舉證責任倒置，藉由揭露資訊呈現董事的利害關係，藉由不具利害關係之董事、委員會、或是股東來審議交易，消除董事情誼阻礙之假設，亦為實質判定交易是否因程序上公平而可得認定具備整體公平，為公平交易，以否定原告所主張之權利。

再者，雙方更需要各自進行價格評估，為避免控制股東或管理階層等內部人以該特別委員會為擋箭牌，解決內部人有雙方代理之情形，是否委託外部獨立第三人或第三機構，獨立進行價格評估不受干涉，為法院審查的重點所在，理由在於，公正價格並非一味的代表經濟上的最高價或是受託人可得以出具之最高價格，合理的買家在合理的價格區間中所出具之價格，該價格也落於買家以及賣家可得接受之範圍內，美國模範公司法 **RMBCA** 中指出，所謂公平價格並非單一特定之價格，使其他價格皆不具備公平性，而係透過商業行為中之協商與談判，使交易外第三人介

¹¹⁹ Lawrence E. Mitchell(1993), *Fairness and trust in corporate law*, 43 *Duke L.J.* 425, at 464.

入該談判後形成可得接受之價格，並使其願意支付或接受該商業條件之價格區間，而落入該區間者皆屬公平，而其他商業條件亦可同理進行判定，可知 RMBCA 亦強調獨立第三人對於交易條件以及價格協商的重要性，透過獨立性機構或第三人針對價格或條件進行協商談判以建構前述公平計畫不可或缺之程序性要件，唯有常規交易建構才使公平價格得以呈現，而透過訴訟上舉證責任之優待，使之成為受託人遂行該等措施之誘因。

第四項 完全公平原則適用範圍

德拉瓦州法院目前最具爭議者即在於公開收購後的二階段合併，大多不適用完全公平原則，在 2001 年 Siliconix 案中明白指出公開收購時¹²⁰，縱使控制股東為收購方之成員，且具有出價過低之疑慮，目標公司董事會仍不負有積極之忠實義務，而董事會所出具之揭露資訊，只要不積極提出公開收購之正面評價，亦不違反消極之忠實義務，受到商業判斷法則保護，控制股東或董事等，在公開收購下對少數股東並不負有額外的受託義務，在無法建構額外受託義務的可能性極高的狀況下，凸顯出交易將因為收購方選擇合併契約或單方要約的公開收購而有不同，想當然爾造成收購方傾向於使用公開收購直接向股東收購股份。

縱使起初以契約合併的方式向目標公司董事會或特別委員會進行協商，仍得於協商破裂後，直接公開收購目標公司股份，或是挾此優勢向目標公司董事進行談判，蓋公開收購成功機率極高，惟法院卻以多數股東應賣認定多數股東已同意該筆交易，仍僅須符合商業判斷法則即可，而不適用完全公平原則進行審查，惟在兩者經濟目的實質並無不同的情況下，不應忽略董事會或特別委員會亦可能受利害關係董事所把持的可能性，在同時無法作出更加有效的競價拍賣時，公開收購是否僅僅適用商業判斷法則仍極具爭議性。

¹²⁰ In re Siliconix, Inc., Shareholders Litigation, 2001 WL 716787 (Del. Ch. Jun. 21, 2001).



第一款 一般自我交易類型

觸發完全公平原則審查之條件，在一般的自我交易當中，首要判定該交易是否存在利益衝突，且該衝突必須具有重大性，換言之，董事與該交易具有「重大利害關係」才落入其範圍，若利害關係微乎其微或是全體股東可獲得與董事相同之利益，則不足以構成重大利害關係，具體言之，法院以該利害關係「是否足使董事失去獨立性之可能性」，或「使董事會整體的失去獨立性之可能性」來進行判斷。

RMBCA 亦明確定義利害關係人交易，就董事或董事關係人與交易所具備之財務利益、或其他緊密關係，足致使董事審議交易進行表決時，可合理地被認為其判斷將受影響¹²¹，意味若原告可得證明該利害關係之重大性存在，則進入董事狹義忠實義務之範疇，在法律效果上審查密度升高為完全公平原則，若無法證明則回歸適用一般商業判斷法則，惟董事亦得透過證明超過半數之董事並不具有利害關係或是董事會整體並未失去獨立判斷的空間，來證明其等財務或其他緊密關係微不足道，不足以影響董事會進行投票表決，應回歸商業判斷法則，意味董事是否成功建立獨立性的存在，司法審查密度或是舉證責任將有所不同。

在管理階層收購而言，收購團隊直接發動公開收購時，目標公司董事會依 schedule14D-9，以及收購所公布之 schedule13E，必須向全體股東揭露該等收購對於股東而言是否公平，少數股東所賴以判斷之揭露報告，董事會是否獨立公正不受管理階層收購方之影響已有疑義，此部分即足資認定達到前述利害關係之重大性，以及 RMBCA 所指呈之緊密財務關聯，皆可認定公正性受影響而有疑義。

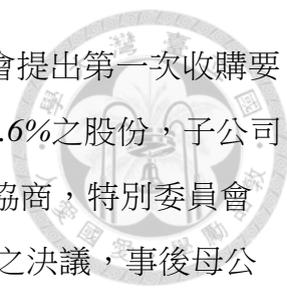
第一款 管理階層收購利用公開收購類型

近年來公開收購中，對於控制股東對少數股東是否具有受託義務之案件，以 *In re Siliconix* (2001)、*Aquila* (2002)、*Pure Resources* (2002) 最為著名。

第一目 公開收購不適用之案例- *Siliconix*、*Aquila* 案

(一) *In re Siliconix, Inc., Shareholders Litigation* 案

¹²¹ RMBCA 2011, §8.60.



Siliconix 之母公司身為子公司的控制股東，向子公司董事會提出第一次收購要約，給予子公司 10% 之溢價，以現金為對價公開收購子公司 19.6% 之股份，子公司董事會隨即由其獨立董事組成特別委員會，與該控制股東進行協商，特別委員會（簡稱特委會）（Special Committee）最終做成拒絕母公司出價之決議，事後母公司直接向子公司發起公開收購，以股份為對價，未向子公司特別委員會尋求同意，目標公司特委會決議維持中立，不對本次公開收購進行評論，亦未尋求獨立財務專家出具公平意見，認為母公司單方面向股東提出要約，特別委員會即不須審查要約是否具備公平性。

在 Siliconix 案中，少數股東主張，董事會仍然有義務向股東說明該交易是否合理，以及認定合理之理由，被法院所拒絕，認為「合併交易中」，董事會才須衡量公司實際價值，決定該交易是否公平，才因此產生保護少數股東之義務，一般不具有壓迫性之公開收購，縱收購方有控制股東參與，控制股東之公開收購並沒有壓迫行為時，即無義務為少數股東提供公平程序；再者，公開收購不同於一般合併交易由雙方公司之董事會進行協商，為公司間之交，股東在公開收購中可以自主選擇是否接受該要約、進行應賣，可以自主決定是否拒絕該要約，繼續持有公司之股份，然而在一般合併交易中，交易是由公司本身親自向併購方進行協商，股東並未有決定的直接權限，意味法院將公開收購視為個人私有財產的買賣，為私經濟上自主交易行為，而非公司間進行交易，非屬公司決策，少數股東自得本於對股份之所有權能，決定是否進行應賣，處分股票財產，此種不具有壓迫性的自由經濟貿易底下，司法實務決定不介入此種私經濟交易。

（二） In re Aquila, Inc., Shareholders Litigation

在本案中，由母公司向子公司之股東進行公開收購，收購 20% 之股份，母子公司之董事部分相同，子公司股東認為價格過低，且董事僅在於目標公司所呈交予美國證管會以及股東之 schedule 14D-9 書面中，針對收購要約給予財會意見，其中包括歷史股價分析、相類似交易分析、貼現現金流分析、股息貼現分析，為股東認為未予以提供「是否公平」之意見，或如與其他競爭收購要約相比較之下，該管理階層收購所提出之要約是否具備其他優點，或是傳遞目標公司所可能擁有其他相類似交易的機會，少數股東認為認為董事已受母公司所掌控，未積極為公司以及全體

股東利益最大化有任何積極之作為，因此向法院聲請禁制令，德拉瓦州法院將之駁回。

法院認為若控制股東「非進行有壓迫性之公開收購」，且該少數股東有完整的資訊以及恰當的時間做出健全的決定（**informed decision**）是否應賣，目標公司之董事即不另行負有完全公平原則之義務，反而在母子公司董事部分相同的情況下，董事若對公開收購進行評論表示讚同，反而有違反其受託義務之疑慮。

在完全可自主決定的公開收購，若無壓迫性或是揭露不足的狀況，在價格上法院並不打算賦予股東任何權利，本案法院認為縱使子公司之董事由母公司所指派，惟該董事並未對於公開收購提出贊成或是反對之評論，原告並未成功舉證股東具有實質上具有急迫性的損害，董事即不違反受託義務，其亦不須提出財會專家對於要約是否具備公平性之意見¹²²。

法院雖知悉公開收購搭配簡易合併後其法律效果與直接合併交易並無不同，但認為若予以同等保護形同忽略簡易合併設立之立法目的即在於簡便、快速的併購方式，在簡易合併的狀況下，母公司或控制股東已獲取超越百分之九十的股份，目標公司不再是以一個獨立的機構，在第二階段合併中，股東形同沒有投票權，此時少數股東們所有獲取公正價格的機會僅在於最後的股份收買請求權而已，簡易合併本身即是符合條件的收購方，利用一簡便快速且成本不高的方式來完成合併，消除集團企業中子公司少數股東的利益達成綜效，此為簡易合併創設的立法目的，難以在法律所允許的交易架構下認定該行為等同於詐欺、不法、違反受託義務¹²³；亦有法院認為公開收購非公司間之交易，非公司決策之一環若交易不具脅迫性或是違反資訊揭露規定，則收購要約所提供的價格即非爭議，公開收購所具有的自主決定性，對於收購方所提出的要約價格，價格是否恰當、是否公正即並非可得爭訟的法律問題，蓋股東若可自主決定是否應賣，該交易則不具壓迫性，不具壓迫性的公開收購，屬於自由經濟市場的一環，法院自然認為該爭論並非爭議，而不願介入。

¹²² 同樣出現在德拉瓦州法院 1996 年的 *Lynch v. Vickers Energy Corp.* 案。

¹²³ *In Stauffer v. Standard Brands Incorporated*, 187 A.2d 78, at 80 (Del. 1962).



當目標公司之控制股東主導對目標公司進行公開收購，控制股東同時為收購方的成員之一時，德拉瓦州衡平法院認為，不管是董事會或是控制股東在符合上述情況下，對於少數股東皆無義務存在，具體而言，目標公司的董事會不得採取任何積極性的作為去幫助收購方，或是促成成功的公開收購，而認為董事會並無義務積極為公司股東檢視該價格是否公正，因此，控制股東只要單純透過公開收購，直接向目標公司股東提出收購要約，即可避免與目標公司董事會或是特別委員會進行磋商，同時也不觸動董事會的積極作為義務不需另行以目標公司董事會的身份，去認定該價格是否公正，縱使控制股東在一開始以收購方的身份向目標公司之特委會進行協商，仍然可以在事後因價格協商破裂時，另行以屬意的價格發動公開收購，同時避開董事會審議價格是否公正之義務。

第二目 公開收購適用之案例- Pure Resources、CNX 案

在 Pure Resources 案中，收購方以二階段之方式進行併購，雖目標公司成立特別委員會審議價格，該特別委員會有聘請法律專家以及財會顧問，評估該收購之計畫以及收購之價格，惟法院認為該等委員會受有壓迫之情事，應適用完全公平法則來審查其計畫以及價格是否具備公正性，簡易合併之立法上雖有追求快速、簡便之意，但終究認為一階段合併交易以及兩階段併購兩者實質上經濟價值無所不同，前述之差別待遇有予以限縮之必要，是以在先購後併之二階段交易中若有受壓迫之情事，為具備壓迫性之公開收購，則必須適用完全公平法則來進行審議。

在CNX案中，Consol公司持有CNX公司83.25%之股份，目標公司CNX在協議當中雖設立特別委員會，但針對收購要約之價格以及要約之條款，該委員會皆無協商談判之權利，同時也受限於無法進行受公開收購以外之決策，例如採取毒藥丸政策或是其他防衛行為，在此情況下被法院認為該收購中特別委員會並未賦予完整權限進行交易之談判，該特別委員會無法消除控制股東自我圖利之疑慮，非完善之利害衝突淨化機制，而認定該交易具有壓迫性，應適用完全公平法則進行檢驗。

第三目 壓迫性公開收購適用完全公平法則

過去在公開收購中，法院一貫性的認為既然股東可完全自主決定，則法院就不須再賦予股東獲得特定價格的權利¹²⁴，也不需另行審查價格是否公正，而股東是否完全自主決定，在於公開收購是否具有壓迫性，具有壓迫性的公開收購，股東對於價格不公正之爭執才會使法院受到重視，若股東無法成功建構出交易具有壓迫的合理可能性，法院將不介入價格之認定，否定股東有爭執價格不公正之權利，蓋股東可得自主決定不進行應賣，法院並同指呈該機會為一具有價值之權利，在衡平法上法院認為其等介入等同破壞該權利的價值，亦對股東造成損害。

□ **Solomon** 案中法院亦指出是否具有壓迫性應實質認定，實質上是否有可資證明具有壓迫性之證據足以認定公開收購具有壓迫性進而受到保護，曾被法院認定具有壓迫性的案件，通常落於收購方對於收購要約有「不實」或「誤導性的資訊」、或是「具有詐欺不法情事存在」¹²⁵，「未附加少數股東多數應賣條款」、「未允諾以相同價格在簡易合併中進行收購」、「控制股東予以報復性威脅」¹²⁶或其他足資證明具有脅迫之資訊，可知對法院來說，單純的控制股東參與收購方的資訊，並不足以認定該交易具有壓迫性¹²⁷。

法院指出而在探求少數股東是否具有股份收買請求權以外的衡平救濟時，如請求禁制令或損害賠償，首要判定該交易是否具有不法、詐欺或是違反受託義務的情況存在，若交易具有不法、詐欺或是違反受託義務，法院勢必須允許少數股東另行

¹²⁴ *Solomon*, 672 A.2d 35, at 39 (Del. 1996); *Lynch v. Vickers Energy Corp.* 351A.2d 570, at 576(Del. 1976).

¹²⁵ *Glassman v. Unocal Exploration*, 777 A.2d 242 (Del. 2001).

¹²⁶ 在 *Weinberger* 案後續 *kahn v. Lynch communication systems, inc.* 案當中，母公司 *Alcatel* 與 *Lynch* 公司洽談合併，當時母公司已經擁有 *Lynch* 公司已發行股份 43%，並佔有董事席次 11 席中的 5 席，洽談時 *Lynch* 設置特別委員會與母公司進行協商，惟母公司首次所出具之價格 14 元遠低於特別委員會預設 17 元之價格而遭到拒絕，母公司第二次提出 15.5 元，並告知若委員會不接受將直接發動公開收購，當時子公司 *Lynch* 由於受母公司所控制，無法在找尋其他收購者，蓋母公司可否決任何替代方案，而母公司也不願意 *Lynch* 將其所持有的股份買回，而其餘計畫將因有導致過度增加負債之可能而無法採行，在此狀況下，特別委員會最終同意以每股 15.5 元之價格售出。少數股東主張母公司是 *Lynch* 的控制股東，其行為形同主導該交易，並做出誤導少數股東之資訊揭露，且價格並不公平，雖原審法院認為委員會已被充分告知交易資訊，雙方立於平等之基礎上進行協商，無強迫締約之情形，然後續最高法院認為，該交易顯然確實由控制股東所主導，且控制股東以後續報復之行為威脅特別委員會，使委員會受到壓迫，少數股東之利益並未受到保護，而認定該委員會並未完全發揮其功效，仍應予以適用完全公平原則。

¹²⁷ *Glassman v. Unocal Exploration*, 777 A.2d 242 (Del. 2001).

救濟，過去法院認為簡易合併是一於法有據的併購行為，此時法院即不能以此合法之行為，即允許憤怒的少數股東阻擋該合法有效率的併購交易，意味少數股東對於公正價格的主張，本質上即與簡易合併規範相牴觸，而無法在其中建構完全公平原則中之公正程序，是以如果公司受託人尚須組成特別委員會，僱用獨立財務或是法律專家等等，將會導致該等收購方喪失簡易合併制度本身所具有的優勢，在少數股東本可透過股份收買請求權來另行獲得公正價格之上，為了該等立法目的，而有法院認為簡易合併勢必要除去完全公平法則的建構，而不需設立特別委員會等，受託人縱未設立該等委員會，亦無受託義務違反之可能，亦不需使用完全公平原則來進行檢驗。

惟隨著案例演變發展，法院意識到公開收購成為收購方壓迫目標公司接受低價之手段，而少數股東在資訊以及專業不足之情況下，大多無法自我保護，受託人為少數股東檢視收購價格是捍衛股東權利的最後屏障，受託人在公開收購中仍須積極防免控制股東本於資訊優勢所進行之壓迫行為，公開收購中少數股東至少應有受託人此最低限度之保障，在一階與二階段併購實質經濟價值並無不同之情況下，受到壓迫之公開收購亦應適用較為嚴格之審查標準。

第二款 衝突交易規範

(一) 德拉瓦州公司法

德拉瓦州公司法針對利益衝突規定，主要規定在第 144 條 (a) 項¹²⁸，明文契約或交易只要在下述主體範圍中達成特定程序行為，將不會因為董事或是經理人參

¹²⁸ Search DEL CODE § 144: Delaware Code - Section 144: Interested directors; quorum. - (a) No contract or transaction between a corporation and 1 or more of its directors or officers, or between a corporation and any other corporation, partnership, association, or other organization in which 1 or more of its directors or officers, are directors or officers, or have a financial interest, shall be void or voidable solely for this reason, or solely because the director or officer is present at or participates in the meeting of the board or committee which authorizes the contract or transaction, or solely because any such director's or officer's votes are counted for such purpose, if:

(1) The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the board of directors or the committee, and the board or committee in good faith authorizes the contract or transaction by the affirmative votes of a majority of the disinterested directors, even though the disinterested directors be less than a quorum; or

(2) The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the shareholders entitled to vote thereon, and the contract or transaction is specifically approved in good faith by vote of the shareholders; or



與交易或是參與被授權進行交易，而使交易變得無效或得撤銷：

主體方面，公司與公司本身之董事或經理人之交易；或具有共通董事、經理人之公司間；或與自身公司之董事、經理人關係密切，具有經濟利益之公司間進行交易。

在行為方面，第一款，該交易中，所涉經營階層（包括董事與經理人）之利益或特殊關係被完整揭露於董事會或委員會，由不具利害關係之董事或委員善意地¹²⁹、多數決通過該交易，縱使該人數並未通過法定門檻亦同

第二款，所涉經營階層（包括董事與經理人）之利益或特殊關係被完整揭露於股東會，並由該次股東會善意、多數決通過該交易

第三款，董事會、委員會、股東會當時所事前授權、核准、事後追認之交易或契約對公司而言係屬公平。

除了第三款係透過事後司法訴訟來認定公平性，前兩款為德拉瓦州之安全港程序，藉由程序規定來消除董事自我圖利的質疑，主要以資訊揭露以及董事會中不具利害關係之董事多數決，或是股東會多數決為程序性規定，以緩和舉證責任之標準或是有具證責任倒置之效果，而從第三款項可得知，在具有影響力之控制股東或內部人參與時，只要符合公平性該交易即可維持，意味審查標準已升高至完全公平法則，以控制股東存在並發揮其影響力為審查標準升高之要件，而董事會是否被受控制而不具備獨立性，仍為當事人攻防之重點。

又法規雖明確指陳不當然無效或是得撤銷，惟在司法實務上並不必然直接認定該交易可得存續，其效果不盡相同，有以舉證責任倒置，尤其在第二款中股東會多數決對法院而言其重要性及其可能法效，有提出四種看法¹³⁰，其中最重要者認為股東多數決本質上具有集體殘缺之可能性，而不因此改變任何司法審查標準亦或是舉證責任倒置，可見股東多數決在適用上仍非必然可以倚靠降低審查標準之依據，更加應證在公開收購上，縱使有多數股東之應賣，仍非必然適用最低度之商業判斷法

¹²⁹ 董事之善意義務，依據 Eisenberg 教授之分類通常有以下五種，一不故意進行違反法律之行為、二不正直之行為，如提供誤導下判斷者之資訊或刻意保留、三操縱使公司為違反一般常規之規定、四以顯不被接受之財務上動機，如本於董事個人情感或虛榮、五明顯忽視其責任之行為。林國彬，前揭註 101，179 頁。

¹³⁰ Lewis v. Vogelstein, 699 A.2d 327, at 334 (Del. 1997).

則，而需如前述個案認定。



(二) ALI Principles 公司治理原則

根據美國法律協會於 1994 年所編纂之公司治理原則中，董事與公司進行交易應符合第 5.02 條之規範，其中區分為 (a) 一般性原則 (b) 舉證責任 (c) 揭露時機，就 (a) 一般性原則的部分：

管理階層（包括董事或高階經理人）與公司交易時，若為下列行為者才屬公平交易：

(1) 將利益衝突之資訊揭露予公司決策者

(2) 且，(A) 當下交易係屬公平

(B) 由不具利害關係之董事本於前述資訊，合理推斷該交易具備公平性，而事前核准。¹³¹

(C) 事前未取得核准，事後將利益衝突完整揭露予不具利害關係之董事，若有下述行為則可合理推斷該交易係屬公平，而進行追認：

(i) 若代表公司之決策者不具有利害關係，且合理相信為公平交易

(ii) 利害關係董事，向決策者予以揭露前述重要資訊

(iii) 利害關係董事未事前取得核准，具備合理性

(iv) 利害關係董事未事前取得核准，對公司不具有重大不利影響。¹³²

¹³¹ §5.02 Transactions with the Corporation □

「(a) General Rule. A director or senior executive who enters into a transaction with the corporation (other than a transaction involving the payment of compensation) fulfills the duty of fair dealing with respect to the transaction if:

□(1) Disclosure concerning the conflict of interest and the transaction is made to the corporate decision maker who authorizes or ratifies the transaction; and

(2) Either (A) The transaction is fair to the corporation when entered into; □

(B) The transaction is authorized in advance, following disclosure concerning the conflict of interest □ and the transaction, by disinterested directors, or in the case of a senior executive who is not a director by a disinterested superior, who could reasonably have concluded that the transaction was fair to the corporation at the time of such authorization;

¹³² (C) the transaction is ratified, following such disclosure, by disinterested directors who could reasonably have concluded that the transaction was fair to the corporation at the time it was entered into, provided

(i) a corporate decision maker who is not interested in the transaction acted for the corporation in the transaction and could have reasonably concluded the transaction was fair to the corporation;

或是 (D) 交易由不具利害關係之股東，在不構成浪費公司資產前提下，取得所揭露資訊後進行事前核准或是事後追認。¹³³

就 (b) 舉證責任的部分：

(b) 原告負有舉證之責任，於下述情形時責任將轉換至被告董事來證明該交易係屬公平，原告舉證被告未盡到 (a)(2)(B)、(a)(2)(C)、(a)(2)(D) 之程序事項¹³⁴。

此公司治理原則將利益衝突揭露獨立為一款項，特別強調資訊揭露的重要性，當具有利害關係之決策者參與決策時，特別要求利益衝突的揭露，甚至在未予以揭露時，可據以推論該交易對於公司並不具備公平性，提升法院使交易無效或允予撤銷之可能性，在股東會議上亦同，必須為不具利害關係之股東同意該交易，才得使交易維持，惟在 (A) 款仍明文該交易必須具備公平性，不排除進入法院審查時，由法院自主認定是否須適用完全公平法則，是以在在顯示在公開收購中仍應有適用完全公平法則之機會。

(ii) the interested director or senior executive made disclosure to such decision maker pursuant to Subsection (a)(1) to the extent he or she then knew of the material facts;

(iii) the interested director or senior executive did not act unreasonably in failing to seek advance authorization of the transaction by disinterested directors or a disinterested superior; and

(iv) the failure to obtain advance authorization of the transaction from disinterested directors or a disinterested superior did not adversely affect the interests of the corporation in a significant way;

¹³³ or (D) the transaction is authorized or ratified, following such disclosure, by disinterested shareholders, and does not constitute a waste of corporate assets at the time of the shareholder action.

¹³⁴ (b) Burden of Proof. A party who challenges a transaction between a director or senior executive and the corporation has the burden of proof, except that if such party establishes that none of Subsections (a)(2)(B), (a)(2)(C), (a)(2)(D) is satisfied, the director or senior executive has the burden of proving that the transaction was fair to the corporation.

第四章 日本法上管理階層收購



日本在 1980 年代末期到 1990 年代，經濟泡沫化景氣持續低迷，許多多角化經營之大型企業開始解體，為了持續生存，不得不重新整合經營資源，對過於肥大的企業組織進行取捨而為組織再造，當時企業之子公司或是公司中之經營者或事業部門部長，與投資基金合作成為收買陣營，以企業之子公司或是特定事業部門為目標，進行收買，而未有足夠資力的收買陣營，亦會向投資銀行等等金融機關進行融資，搭配融資併購。

日本學者認為管理階層收購具有集團企業利益衝突解消的功能，蓋企業擴大的過程中，企業內部組織或經營複雜化，而有認為必須改善期激勵制度，以及將企業內部組織經營予以單純化，將來經營者與其他利害關係之間持續相衝突的情況，將耗費高額成本而有藉此解消該等成本之功能，也就是說 MBO 所生的經濟利益一部份主要就來自於利益衝突的解消¹³⁵。

在日本法下，廣義的管理階層收購種類眾多，凡以管理階層為首之團體，對目標公司進行組織再造之行為皆可屬之，日本學理上依管理階層的動機以及目的，MBO 的分類上存有五種型態，為傳統上的商譽分割型（暖簾分け）、私有化型、企業重建型、企業併購收購防衛型、事業繼承型，傳統上以商譽分割為主，將企業中非核心事業部門進行切割，經營階層透過營業財產的轉讓或是股份的取得，以經營原始事業為前提，在分離獨立後持續經營所營事業，稱為商譽分割型又稱暖簾分割，近年來，融資管道的興盛更是讓管理階層可以針對不同的目的衍伸出更多的管理階層收購形態，且以退出證券市場、將公司進行非公開化的型態為大宗，例如，2005 年販售服飾的連鎖企業ワールド公司，單純為將分別在東京以及大阪兩證券所上市之股份下市，以 2200 億日圓收購流通在外將近百分之九十五之股份，為過去以來最高收購金額；飲品銷售企業ポッカコーポレーション公司，亦在 2005 年與投資基金合作花費 160 億日圓進行管理階層收購；2006 年在東京證交所上市，日本最大的餐飲連鎖企業すかいらく公司進行下市，其收購金額更超越

¹³⁵ 北川徹（2007），マネジメント・バイアウト（MBO）における経営者・取締役の行為規整，独立行政法人經濟産業研究所，2007 年 7 月，頁 4，<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/summary/07070007.html>。

ワールド公司，達到 2600 億日圓來進行管理階層收購。將公司非公開化進行下市，無非是為削減公開發行成本，重新審視公司進行公開發行的需求。

管理階層收購所注重的命題不外乎三個部分，第一為審查該交易是否使企業價值增加，第二，增加後就所增加之部分應該如何分配，以及第三，如何消除具備內部資訊優勢之董事，就價格之公開意見不公正之疑慮¹³⁶，觀察法院判決可以發現，法院透過前述西元 2007 年平成 19 年的 MBO 指針來具體化董事在 MBO 交易中所應具備之行為準則，雖該指針並非法令或行政函釋，原則上仍不構成善良管理人注意義務之內涵¹³⁷，惟法院認為本於該交易利益衝突之嚴重性，其中之大原則已成為該交易中可合理期待之行為準則，該等公正措施之運用已成為社會通念，退萬步言之，董事透過專家之諮詢亦得知悉該等利益衝突，進而為相應之處理，符合因利益衝突涉及忠實義務之情況下，將善良管理人注意義務審查標準提高之法理，下述管理階層收購案件為 MBO 指針制定後約 1 年後所生之司法判斷，可觀察出行政機關所制定之指針已對司法機關有深遠之影響。

第一節 管理階層收購指針

日本法上管理階層收購，由於 Rex Holdings Co.之管理階層收購案，經濟產業省在 2007 年平成 19 年制定了提升價值企業以及公正程序之管理階層收購指針¹³⁸，此指針並非法規範，僅為提供實務上最佳方針（ベストプラクティス）之形成，使其有公正健全的發展，如同 2005 年制定了收購防衛對策，在尚未有足夠的案例累積前，提供適法合理的防衛對策，本 MBO 指針即為如此，為使企業有公正規則可得遵循，形成最佳指南。

（一） 以提升企業價值為第一指導原則

此指導原則並非 MBO 所特有，毋寧是組織再編之共通原則，蓋 MBO 是具有經濟價值之交易，為了迴避短期經營壓力轉而為實現中長期之經營，藉由改變股東

¹³⁶ 玉井利幸（2014），〈MBOにおける取締役の会社に対する義務-神戸地裁平成 26 年 10 月 16 日〉，《判例評釈等/商法/新・判例解説 watch》，74 號，頁 3。

¹³⁷ 十市崇（2011），〈レックス損害賠償請求事件 東京地裁判決の検討〉，《旬刊商事法務》，1937 號，頁 8。

¹³⁸ 經濟產業省，前揭註 20。

之構造來做經營戰略的選擇，且企業周期也不再適合公開發行之狀態，於股價低點進行交易並非董事為自己利益所進行之交易，為消除該等疑慮，該交易必須以提升企業價值為初衷，MBO 交易過程時時刻刻必須以提升企業價值為基準來進行判斷，惟另一方面，股東仍得依據 MBO 之類型來判定是否以提升企業價值為依歸。

（二）以公正程序為第二指導原則

日本法下認為，MBO 為董事與股東間的交易，唯有透過公正程序的運用，才會降低股東之利益受到損害的可能性，雖也常見於一般性的組織再編當中，但在 MBO 交易中特別受到重視，蓋董事代表著為股東尋求提升企業價值來與股東進行交易，為此交易構造下特別重視程序的公正性，此涉及 MBO 交易下可得實現之價值所在為何，指針認為，若無遂行該交易，則無法實現之價值，也就是所謂提升企業價值之機會將會喪失，包括企業的綜效，以及相關公開發行之過高成本無法解消，而相較於未實行 MBO 交易而可得實現之價值，即為股東通常可獲得之盈餘分派，而前者卻因為預測性質高充滿不確定性，兩者之價值無法以事前市場股價來建構具備一般性客觀性的基準，更無法透過規範給予多少溢價來決定，是以在無法給予客觀標準的情況下，公正程序的重要性隨即浮現。

（三）針對董事利益衝突的解消以及迴避措施

該指針指出，構造利益相反的狀態所產生的不透明感只到原則在於兩點，第一，該交易施行是否並不合理還執意施行，第二為收購價格可能不當甚至過低，是否連股東應享有之利益，也由管理階層所享有？可透過下述在各階段所建議之公正程序，來建構計畫內容的合理性，以及價格的闡明，可分為以下四個部分：

- （1）確保給予股東適切判斷的機會
- （2）在遂行該交易的過程中，排除管理階層恣意介入地排除
- （3）確保價格公正性之客觀狀況可得存在
- （4）其他

（1）確保給予股東適切判斷的機會

此部分區分為對股東之說明方法以及股東反對時之處理方法，其中認為在充實股東可得進行判斷之資訊時，對於各股東的背景或屬性要有完善的考慮，且遂行該交易前並無在公司財報上將業績下調而使股價下跌之行為，針對此疑慮應更加充實

的說明，以及選擇進行該交易的理由，最後亦須說明董事跟其他的出資者的最終出資比率以及董事將來的職位，此交易下有利害關係者的利害關係應該要予以充分的說明。

遂行該交易後所可得實現之價值可透過公司未來的中長期計畫或是將來發展之計畫內容來進行說明，好提供予股東進行適切的投資判斷，惟該指針亦認為中長期計畫是否實現具有不確定性，過多的說明可能反而有混淆視聽之嫌，且在計畫施行的過程中股東以及董事所可能取得之利益是否存在無法確切的臆測，而認為將來中長期計畫的利益說明範圍應該予以限制。

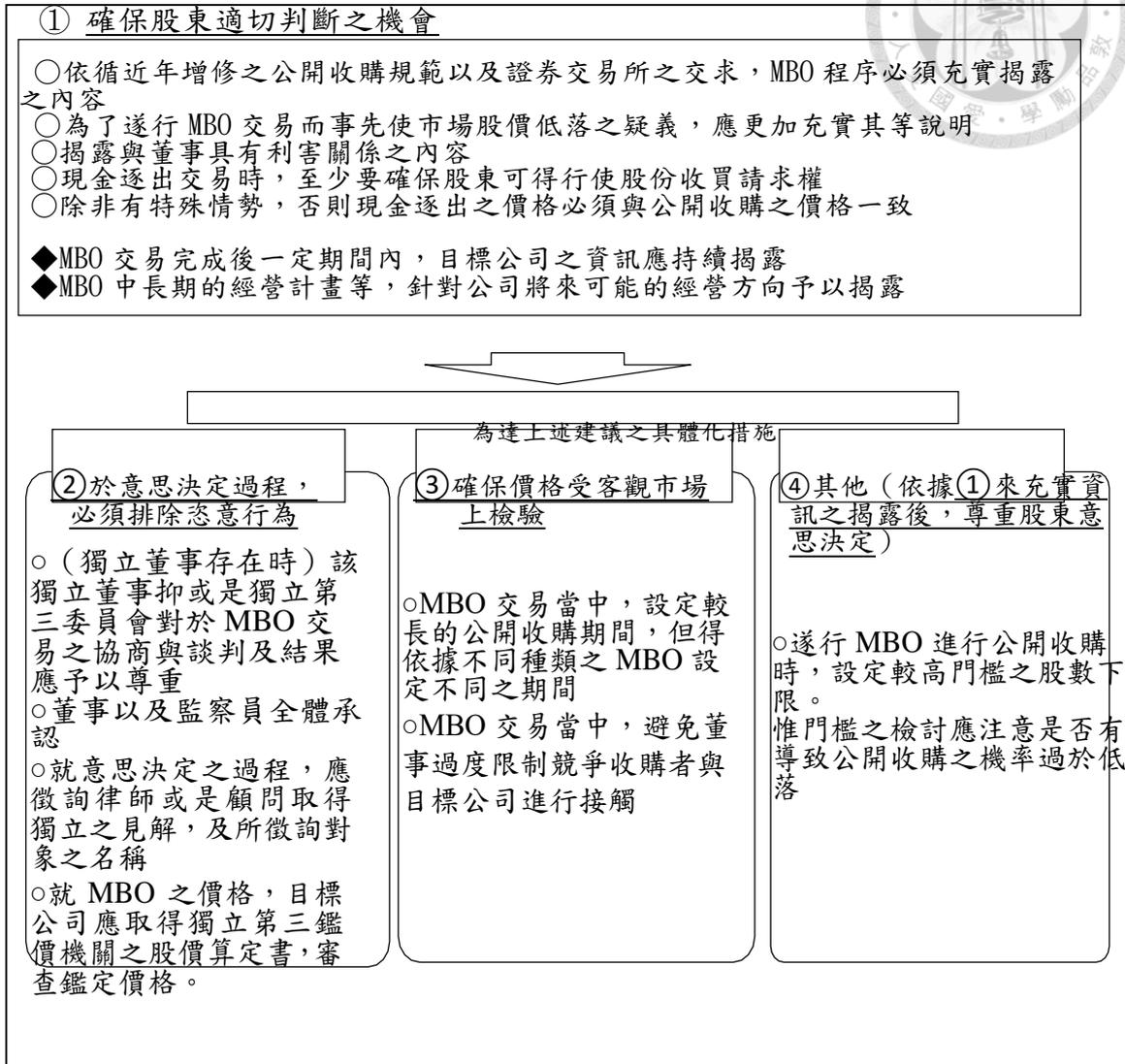
指針（2）在遂行該交易的過程中，避免董事因其利害關係獲取私利，必須要排除管理階層恣意介入，以確保意思決定過程的透明性以及合理性，依據不同的狀況對意思決定過程進行建議，第一在公司設置獨立董事的場合下，應透過獨立董事或是獨立委員會來審查該交易之利弊以及就交易之條件進行談判，其談判之結果應予以尊重；第二，務必要排除具有利害關係之董事，排除後由董事以及監察之董事全體同意，公司法第 369 條第 2 項亦有排除之規定，惟該指針認為在 MBO 交易下，該利害關係之認定範圍應予以提高，例如不僅僅是執行 MBO 交易之董事代表，曾經出資公開收購側或是未來有參與經營計畫合意之董事解釋上也應該要排除在外，又公司法上決議的通過僅需過半數即可，是以並不排除公司可視情況認定是否以清楚記載反對董事之理由並揭露予股東之方式，來降低決議門檻；第三，在意思決定的過程中，應獲取獨立第三方之意見，可由律師或是專業顧問作為獲取意見之對象，且應揭露其身分；第四，關於交易中之價格，目標公司應向獨立的第三方機構取得價格算定書，該價格算定書之製作過程不得草率行事，該第三評論機構必須要真摯審議該價格，有可得有效利用之可能才為已足。

指針（3）確保價格公正性之客觀狀況可得存在，意味必須確保其他競爭收購人的機會存在，例如在遂行 MBO 時，應設定較長的公開收購期間，抑或是在競爭收購者出現時，管理階層不應該過度限制該競爭收購者與目標公司之接觸，時間上可依目標公司之規模，以及實行 MBO 計畫之目的來決定收購期間之長短，例如在公司瀕臨破產以再生為目的遂行的 MBO 交易，特重迅速而不宜使收購期間過長，是以難以在事前規範單一的時間基準，仍必須個案判定。

第(1)部份充實股東足以判斷之資訊，為交易中資訊揭露之原則以及方向，以該等理念想法為基礎，加深後續手段配套之重要性，例如為了消除董事降低營業預測，試圖以不當之低價逐出股東之疑慮，即應更加留意價格公正性擔保措施以及利益迴避措施，充實宣布 MBO 之理由以及宣布時機點之疑義，股價鑑價方式等¹³⁹，指針中亦明言透過此等實務上之處措施，提升 MBO 之透明性以及合理性，且各個處置措施並非互斥，依 MBO 之類型或是利益衝突之程度酌組合採用各具體措施，以更加提高其透明性和合理性，司法審查董事注意義務時，法院時常以利害衝突之程度來判定採用之措施是否足夠，董事是否違反注意義務，蓋各種類型 MBO 依據不同的個案情況，具有不相同程度之利害衝突，無法事前訂立基準，給予單一之行為準則模式，是以仍必須仰賴法院依個案進行審查¹⁴⁰，指針所指涉手段可參照下圖。

¹³⁹ 土岐敦司、邊見紀男編，前揭註 17，頁 140。

¹⁴⁰ 十市崇，前揭註 137，頁 9。



¹⁴¹ 經濟產業省，前揭註 20，頁 20。

第一節 司法實務於董事義務之審查

在企業併購法下，董事對公司的受託義務，一直以來是保障公司以及股東的規範，除了得以促成成功的交易外，更可以確保董事不因承擔風險的行為而引發個人的民事責任，在日本法下，董事義務規範董事經營公司的行為得以適正並合理，透過法令以及章程形成義務，為董事行為規範，董事因義務違反而被課予責任，為責任規範，惟行為規範以及責任規範為兩不同概念應予以區分，董事執行業務違反行為規範時，雖應予以制裁，但只有在公司或第三人受有損害或公司受有損失時，才會產生董事個人責任，蓋行為規範之目的在於使企業得以有效率且有實效性的方式來建構公司法制，若界定得當亦能使董事勇於承擔風險、創造公司價值，在企業併購法下界定董事民事賠償責任，能更使董事清楚知悉自己責任的守備範圍，建構更有效率的企業，提升企業價值¹⁴²。

第一項 受託義務

第一款 委任契約關係

董事的責任涉及董事與公司間的契約關係，依日本公司法第 330 條，公司與董事間的法律關係適用委任關係，董事為公司受託人而負有受託人義務，委任契約為手段債務，相對於以達成一定結果為債之本旨的結果債務，手段債務在履行債務時，民法上委任契約以「盡合理之注意處理事務為其本旨而有處理事務之義務」，即為受託人之善良管理人注意義務，惟學者認為公司法領域下的善良管理人注意義務並民法並不相同¹⁴³，蓋在民法中縱未達到最佳的注意，只要受託人處理受託事務過程中無不合理（rational）的行為即無責任發生，惟公司法中，受託董事執行職務業務，僅僅受託事務過程的行為具備合理性尚不足夠，尚須以最佳的努力（best effort）達成善良管理人注意義務，認為將因委任契約類型的不同而有不同的注意義務程度，而公司法領域中的委任契約，將會因經營判斷原則或是忠實義務而課予

¹⁴² 潮見佳男（2005），〈民法から見た取締役の義務と責任—取締役の対会社責任の構造—〉，《商事法務》，1740 號，33 頁。

¹⁴³ 潮見佳男，前揭註**錯誤！尚未定義書籤**，35 頁。

不同於民法受託人的注意義務，在公司法下常以「依董事所屬通常之業界，企業的規模、種類、經營狀況等客觀的條件下，持有一般性的注意，合理的執行職務，若有違反則產生任務懈怠之責任」，有將董事之注意義務予以客觀化的傾向，意味是否違反善良管理人注意義務，應就事務的性質上個別具體來判定從公司的規模、所營事業的內容、系爭交易、事業計畫的內容、執行必要性、董事的知識經驗、所擔當的業務、依其參與系爭事業計畫的程度來判斷其對於相關事項是否具有周全的考量來予以認定。

第二款 董事之注意義務

受託經營公司職務業務時必須履行善良管理人注意義務，此善良管理人注意義務訂於日本民法第 644 條，又公司法第 355 條說明董事應遵守法令、章程以及股東會決議，忠實執行公司職務，此即為董事之忠實義務法源¹⁴⁴，董事有不得利用其身分犧牲公司利益圖利自己或第三者之義務。兩者的關係為何在日本法上有所爭論，採異質說者認為前者是董事執行職務所應盡的注意義務程度，後者是董事利用自己的地位犧牲公司利益，為自己或第三人圖利的狀況，認為兩者指涉不同的義務，但傾向於同質說者，認為忠實義務只是具體化的善良管理人注意義務，認為所謂不能為自己而犧牲公司利益之義務當然包含在善良管理人注意義務之中，蓋在美國法下的忠實義務雖與注意義務相區別，董事對於究責的要件大相逕庭，惟在日本法下，兩者要件與違反的法律效果並無太大的區別，董事與公司利益相衝突的狀況下董事不得圖利自己犧牲公司利益的義務，也屬於善良管理人注意義務的範圍¹⁴⁵。

董事的忠實義務，在於受託董事執行職務應以股東利益最大化為目標，此與英美法上的信賴關係相同，董事的忠實義務不同於一般的契約關係，後者沒有要求契約相對人的利益必須要優先於自己的利益來為考量，但忠實義務是以委託人利益優先為特質，忠實義務的主要的作用若以契約的不完備性來進行說明，亦即受託事務本身無法在事前預測將來可能發生的全部事務，無法完備地載入契約書當中，為

¹⁴⁴ 近藤光男、志谷匡史、石田眞得、釜田薰子（2014），《基礎から学べる会社法》，弘文堂，第 3 版，頁 127。

¹⁴⁵ 江頭憲治郎（2011），《株式会社法》，有斐閣，第四版，頁 404。

了這樣的狀況，對於將來符合該受託條件所發生的事務，而無法事前記載於契約的部分由忠實義務進行補足¹⁴⁶。



第三款 任務懈怠

依公司法第 423 條董事對公司任務有所懈怠時，有任務懈怠責任，董事懈怠任務時，對於公司因此所生之損害負損害賠償責任，為課予董事個人責任之依據，此承繼舊商法下第 266 條 1 項 5 款，其中董事懈怠任務責任，在舊商法下以違反法令為董事義務違反類型之一，而所違反的法令，是否包含民法第 644 條中受託人應負的善良管理人注意義務，抑或是應將具體法令的違反以及善良管理人注意義務的違反予以區分，將善良管理人注意義務視為獨立的義務，當有所違反時，與公司法第 423 條無涉，此討論延續到日本公司法新法，是否將具體法令的違反以及善良管理人注意義務的違反予以區分，做不同的判定仍有所討論。

兩者差異在於董事違反法令是否已具有過失為前提，尤其在西元 2000 年平成 12 年因野村證券董事違反法令事件，而再度開始探討，注意義務的違反即董事對公司的債務不履行，董事本於與公司間的委任契約，應履行的善良管理人注意義務因過失而不履行，是謂債務不履行，以過失為前提之債務不履行是否等同董事使公司違反法令產生疑義，蓋董事看似亦有可能在善盡注意義務底下，仍使公司違反法令，有論者認為兩者是否同屬單一類型，涉及董事個人責任課予需否以過失為要件¹⁴⁷，亦有論者認為此並非過失之議題而同屬於訴訟法上課予個人責任之要件事實，差異只在於董事應如何進行反證，何者才為障礙事實，使裁判者不至於評價產生董事個人責任，日本公司法新法下亦然，是否將具體法令的違反以及善良管理人注意義務的違反予以區分，做不同的判定仍有所討論。

在野村證券上訴審中提到，董事決策對客戶的投資損失進行損失補償違反獨占禁止法之規定，且董事決策時雖未徵詢專家意見，惟查當時連公平交易委員會也尚未認定損失填補行為有違反法令的疑慮，縱使董事徵詢專家意見，也無法認識到該行為違反法令，而認定董事沒有過失，但因董事無法對該法令舉證無認識可能性，

¹⁴⁶ 藤田友敬（2000），〈忠實義務の機能〉，《法學協會雜誌》，117 卷 2 號，頁 285。

¹⁴⁷ 亦有論者認為此並非過失之議題而同屬於訴訟法上課予個人責任之要件事實，差異只在於董事應如何進行反證，何者才為障礙事實，使裁判者不至於評價產生董事個人責任

仍然課予董事個人責任¹⁴⁸，惟仍有學者採反對見解，有認為董事違反法令的行為仍應以過失為前提¹⁴⁹，亦有認為董事任務懈怠行為本身即構成董事過失行為，蓋董事不僅負有「遵守法令義務」，更有「不為違反法令行為之義務」，認為法令違反的行為始終是董事注意義務的違反，既為董事個人責任，仍應以董事與公司間的委任契約為基礎，必須是違反董事本應負的注意義務違反。

該區分爭議以違反法令是否是否需過失而有一元論跟二元論之差別，二元論者認為，法令違反的類型中董事並沒有裁量的權限，董事有絕對遵守法令的義務，兩者有本質上的不同，應將兩者予以區分為當，主張一元論者認為，區分成具體的法令違反以及違反善良管理人注意義務並沒有意義，兩者之間的判斷構造並沒有不同，況且以董事為責任主體評價契約關係中應負有甚麼樣的義務，對於是否符合公司法第 423 條任務懈怠才有一致的判斷。

在訴訟上的差異可直接在西元 2000 年平成 12 年野村證券訴訟上訴審中看見，法院以董事對於自己違反法令的行為是否有認識可能性，來認定董事需否負個人責任，意味除了證明公司有違反具體法令的事實外，尚須董事對於行為的違法性有認識可能性，董事認識自己的行為具有侵害性極為已足，不要求董事具有義務違反過失的程度，學者認為提出阻卻違法事由，舉證董事對於該行為具有侵害性沒有認識可能性意味是一種無過失的責任抗辯，而與善良管理人注意義務的違反相區別，可知法院當時採取二元理論，兩者分類在訴訟上產生差異，蓋二元論下違反善良管理人注意義務的操作，董事只須提出自己無過失之反證即可，假使在野村證券案件中，董事證明依其所屬之業界，依通常合理之人皆無法意識到該行為違法，即可免去董事的個人責任。¹⁵⁰

第四款 董事之監督義務

公司的基本經營戰略以及經營計畫，除了具有業務執行的意思決定機能外，董事尚有監督其他執行業務董事或是受僱人之重要機能，若違反則屬任務懈怠之一

¹⁴⁸ 最高裁平成 12 年 7 月 7 日民事判決。

¹⁴⁹ 江頭憲治郎，前揭註 145，頁 437。

¹⁵⁰ 潮見佳男，前揭註錯誤！尚未定義書籤。，頁 33。

環，需負董事個人責任，相較於為避免董事經營趨於保守而減緩究責之趨勢下，董事監督義務違反受到究責的機率相對較高¹⁵¹。

董事執行職務業務權限之餘，對於其他董事或受雇人員有造成公司損害疑慮時，須為一定行為之義務，如其他執行職務之董事在董事會上進行事務報告，如有發現有侵害疑慮時應予以向股東或是監察役進行報告，公司法第 362 條 2 項 2 款以及 357 條定有明文，發現有損害公司的疑慮卻不採取任何的措施時，董事即有善良管理人注意義務的違反，尤其董事面對超出其專業知識以外之事項，應進行情報的蒐集以及調查，徵詢專家意見，若事件本身逾越專家之專業知識而使董事無法判定，董事亦不違反善良管理人注意義務。

擔當業務執行的董事必須建構值得信賴的監督系統，意味對於受其指揮之董事或是受雇人員，除了擔當業務執行董事進行合理的權限分配外，尚須針對監督系統有完善的建構，業務擔當的董事為業務執行的終端，指揮並授權其他董事或是該等人員執行事務之權限，若權限分配得當，並有完善的內控制度，使董事得以照管下位者的權限受到了適切的行使，董事對於個別受其指揮的下位董事或受雇員即能予以信賴，稱為信賴的原則，而權限分配是否合理，涉及企業的業務形態、內容、規模、以及受僱人數規模，綜合考量下觀察董事對於內控制度是否有更完善的考量，可以說內控系統完善的建構義務亦為董事監督義務的一環，不論董事是否知悉下位人員違反法令或是有不正行為，若疏於設置完善的內控系統即可被視為監督義務的違反，董事應被課予個人責任，內控制度的建構重要性可見一斑，另一方面，信賴原則亦有其界限，若董事聽取受其指揮之雇員進行執行狀況的報告時，對於是否違反法令而可能有具體違反法令之情事時，董事如果怠於查證調查，亦為監督義務的違反。

董事會或董事為了防範違反法令的行為發生，必須事前建立完善的內控制度來進行監督，因內控制度之缺陷而使公司發生違反法令之行為時，縱使董事無故意過失仍然屬違反董事的監督義務而具備任務懈怠之要件，然而該內控制度之建構，應整體綜合考量企業之規模、業務形態、經營效率性等等，是以若董事的建構決策符

¹⁵¹ 江頭憲治郎，前揭註 145，頁 403。

合經營判斷法則，縱使內控制度有所不完備也並不會被認定董事執行任務有所懈怠。



第五款 經營判斷法則

(一) 經營決策的特殊性

公司的資產本身具有流動性，為營利創造利潤，董事除了公司所營事業外也必須對公司資金運用做最佳的營利考量，只有在勇於冒險且具有創造力的決策下才得以創造公司價值，通常決策中面對將來各種不確定的預測以及複數以上可得選擇的項目做決擇，進行決策，董事只能盡可能以最完善的考量做出最佳決策，反面來說實際上並不存在絕對正確的決策，假使某項決策在會議中並未達到董事會過半數的支持，未必表示該項決策是錯誤的，有鑒於董事的決策判斷大多要專門的知識經驗，一直以來被賦予廣泛的裁量權限，是否違反善良管理人注意義務，應就事務的性質上個別具體來判定從公司的規模、所營事業的內容、系爭交易、事業計畫的內容以及必要性、董事的知識經驗、所擔當的業務、依其參與系爭事業計畫的程度來判斷其對於相關事項是否具有周全的考量來予以認定，因此職務的執行乃至於經營判斷的特殊性應予以完善的考量，過於嚴苛的責任將可能反而導致經營萎縮，另一方面，為了適當的規制董事的行為，進行慎重的判斷，對於董事身為經營者時所採用的審查密度即為經營判斷法則。

(二) 採用經營判斷法則之緣由

是以經營判斷法則的根據有三，第一企業經營經常伴隨著風險，無法承擔風險的企業決策無法成功也無法成長，若輕易對董事課予損害賠償責任，容易使董事決策趨於保守，遏止積極的董事經營決策，第二，裁判所對於經營決策的專業知識欠缺，在事件明確後以事後諸葛的方式看事前決策內容容易有負面的判斷，第三，在公司分散投資風險程度低時，更應該由選任董事委託經營的全體股東來共同分擔經營失敗的風險。

(三) 司法實務審查-整體內容審查

過去日本法上針對董事的經營判斷的審查，法院訴訟雙方當事者將會在法庭上呈現出詳實的背景事實以及事實經過，主張並舉證董事在決策過程中的作為或是不作為，進行權利義務的攻防，法院本於背景事實以及證據資料，綜合判定以達到衡平的結論，司法實務本於這樣的想法操作美國法上經營判斷法則時，有著與美國法經營判斷法則有不同的面貌，相較於美國法上適用經營判斷法則來免除法院之事後審查，日本法上將經營判斷法則視為善良管理人注意義務標準之一。

美國法操作經營判斷法則時，僅僅是注重董事與公司間是否具有利益衝突，以及決策過程是否合理，並不介入決策內容的合理性，惟過往日本司法實務除了董事之「意思決策過程」外，更涉及「內容合理性」的審查，就系爭決策當時企業的狀況以及企業周邊的經濟、文化情勢，所屬業界通常的經營者所應具有的知識經驗來看，系爭董事行為是否具有社會上的可非難性，進行決策事前的調查有否完善，對事實認識有否周全，是否疏忽所查得的資訊，是否眾多選項中的最終的選定不適切不合理，如果法院認為從這些觀點來觀察，該行為並無顯著不當，則將認定該行為屬於董事的經營判斷，並無逸脫裁量的範圍進而無違反善良管理人注意義務或是忠實義務。

對於法院維持董事「決策內容」的審查，受到了學者的批判，認為仍然如以往過度課予董事個人責任，但另一方面，實務上亦發生董事當時在意思決策的判斷過程中較為馬虎，但卻因判斷內容無不合理情況而否定董事的個人責任，對董事來說，未必是較不利益的責任判斷方法。惟若將整體決策過程以及內容進行綜合考量，將有可能使判斷基準不明確，使法律趨於不安定，甚至此立意良善的作法可能淪為個別法官依據自主的價值判定來下結論，再者，法院整體情勢考量的態度，形同是法院立於董事的立場來判斷董事的經營判斷是否恰當，由於法院對於經營事項的不熟悉，也使整體的裁判也逐漸演變成若沒有重大過失的情況存在，則董事將不被課予責任，此與法律規定上輕過失亦應受責任課予的整體性不明確。

為了明確化法院審查決策內容的範圍，應將經營決策的過程以及內容予以區別，首先，就決策過程而言，應觀當時是否合理進行情報的蒐集、調查、檢討，第二，就內容而言，就一般社會通念下董事通常所擁有的能力以及見識，依當時的狀況下判斷是否有明顯的不合理，以這樣的觀點來判斷才為恰當，換言之，日本司法

實務可得自主選擇是否僅針對「決策過程」審查程序性措施，或是針對「決策內容」進行合理性審查，而日本實務上之經營判斷法則有逐漸越發重視審查「決策過程」之程序性之措施，成為董事注意義務之審查標準之一，不同於美國對於董事之決策一體適用，僅以經營判斷法則來宣示法院的不干涉政策。

惟學者經常有經營判斷法則流於空泛，質疑經營判斷法則否適切之疑慮，理由在於實務上被告董事時常主張若不進行該案件將失去公司信用而不得不進行該決策，是以必須假定若該決策撤銷、不執行、不予以選定，公司會具體上會受到何等程度的損害，董事應進行這樣的真切情況的模擬，以具體的掌握並下判斷，當系爭案件包含特別法或是會計上的問題時，即有必要詳實的掌握損失以及利得，換句話說，所謂決策過程是董事在數個可得進行交易的選項中進行選定的過程，法院將聚焦於「董事依一般通念下其專業知識能力所做出的抉擇是否具備合理性」，將先篩選出各選項的問題點並掌握可能的獲利以及可能遭受的損失，此決策合理性在管理階層收購下，即進行管理階層收購的合理性，為了使公司有虧損現象減緩、發展長期經營、創造營收，董事選擇進行管理階層收購的合理性。

除了蒐集公司內部執行機關部門的相關情報外，尚必須聽取律師、會計師、各種鑒定師、投資銀行等等的專家意見，以完善地收集情報，此些情報在經營判斷決策中所代表的意義，無非是信用性以及公正性的擔保，專家立於公正中立的地位出具見解，惟其所賴以判斷的資料必須要完善的予以提示，專家也須保留權限是否進行必要的調查以及質問，簡而言之，若資訊的分析判斷都單方面由公司自行做成並判斷將沒有意義。

例如針對敵意併購下董事為了自我保護而可能與公司利益相衝突的情況下，要被認定是具有合理性的經營決策，必然需要由公司確保具有獨立性之第三機關通常是法律或會計等專門職業人員或是決策由具有獨立性的獨立董事過半數通過。也就是說，當決策的程序進行嚴格的審查後，也就推定了決策的內容的合理性，而決策內容本身的審查也著重在是否具有重大過失，而如果將審查客體著重於決策的過程，董事責任判定將更佳明確化，是司法實務審查從決策內容到聚焦決策程序的轉變。

雖日本法對於董事經營判斷的司法審查較為謙抑，惟以有論者認為在董事與公司利益相衝突的場合下，董事為不公正行為的危險性大大增加，法院就該經營判斷上的公正性進行事後審查的必要性是明顯升高，法院對於此類公正程序的程序性建構逐漸重視，除了董事進行決策選定外，後續執行層面的審查也益發注重董事公正程序的建構，而不再如前文限於決策的選定，當法院在管理階層收購的股東代表訴訟中，逐漸也有以善良管理人整合經營判斷法則的理論架構來處理，司法實務取法經營判斷法則的理念，在具備公正程序的情況下推定價格公正合理，對於「程序」的重視意義深遠。

第二項 管理階層收購中對公司的責任—兼論 MBO 股東代表訴訟 Charle 案

管理階層收購所涉三個命題，第一為審查該交易是否使企業價值增加，第二，增加後就所增加之部分應該如何分配，以及第三，如何消除具備內部資訊優勢之董事，就價格之公開意見不公正之疑慮，法院以善良管理人注意義務，建構董事 MBO 盡力完成義務（MBO 完遂盡力義務），進行兩階段審查，前階段針對第一命題為「交易計畫的目的性審查」，即合理性確保義務，後階段針對第二以及第三命題，進行「相關交易計畫執行程序的行為審查」，可分為公正性義務以及公正性監督義務，從決策到實行的過程中，先以合理性為基準審查該交易行為的必要性，再以公正性為基準審查程序行為。

由於管理階層與股東利益相衝突的交易架構下，公正程序義務可以說是最重要的命題之一，由於管理階層進行收購時，此交易構造上必然產生無法解消的利益相反的狀態，其所產生的不透明感深深影響少數股東應賣的決定，資訊的不透明性，讓少數股東無法信賴收購方的價格，也就無法促成成功的公開收購交易，進而使管理階層收購失敗，額外耗費公司及社會資源。

在建構公正程序時，著重在於該等交易必須要有「股東協力」才得以完成，在第一階段須達門檻才得以進行第二階段去排除剩餘股東達到下市的目的，是故買方在第一階段所提供的價格必須要使股東相信無不當壓低價格的情勢，要有說服力地

去證明價格係屬公正，是公正程序建構上的重要方針，下述所介紹之案例 **Charle** (シャルレ) 案，其價格本身並未受法院認定為不公正之價格，但由於管理階層介入價格審議程序的事件爆發，導致股東對公司信賴喪失，進而拒絕應賣而失敗，顯示股東對於公正程序信賴進而協力的重要性，透過司法實務事後的責任審查架構具體化的善良管理人注意義務，有助於規制管理階層行為，使司法實務的判准具有期待可能性的情況下，同時也能促進管理階層彈性化運用管理階層收購使企業價值提升。

第一款 **Charle** 案

地方法院於 **Charle** 案中判決董事因違反 **MBO** 盡力完成義務，須負擔公司因 **MBO** 失敗所額外付出的相關費用以及公司信譽損害之賠償，案件為 **Charle** 股份有限公司由於市場衰退，其管理階層以及當初創業的家族也就是控制股東因近來營收持續減縮預期將來將會產生負成長的狀況下，管理階層遂與私募基金合作，欲對公司進行管理階層收購並下市，公司在公開收購價格制定的過程中，公司內部爆發董事介入公開收購價格決定程序，該董事為了避免公開收購失敗的法律上風險以電子郵件指示經理人在會議上說服獨立董事選擇其他公司股價計算方法以符合較相近於收購方的低價，爆發後融資銀行凍結資金，股東不參與應賣，最終導致該交易失敗，法院最終判定董事違反 **MBO** 盡力完成義務，須負損害賠償責任，相關案件仍在大阪高裁審理中，下述為利害關係董事介入價格計算過程。

1. 公開收購方，委託第三機關 **EYTAS** 公司，根據目標公司於 7 月 22 日所提供之公司未來利益計畫書為價格計算基礎，出具出具股價算定書，以同類企業比較法為每股 599~855 日圓，當時公開收購方欲以每股 700 日圓進行收購。
2. 本件目標公司 **Charle** 所委託之第三機關 **KPMG** 進行鑑價，根據同一份 7 月 22 日製作之利益計畫書，**KPMG** 於 7 月 30 日出具股價算定書以 **DCF** 法算定公正價格落在每股 1104~1300 日圓，以同類企業比較法為每股 897~1129 日圓。
3. 利害關係之董事於 8 月 3 日開始多次與執行交易之經理人通信，為降低交易失敗的可能性，以及迴避爭訟風險，遂以電子郵件向執行 **MBO** 交易之經理人說明收購側之預想價格為每股 700 日圓，希望執行計畫經理人參與 8 月 27 日董事

會時，與獨立董事審慎考慮該等鑑價之價格是否妥適，期望所委託之 KPMG 以其他會計方法進行鑑價，好讓價格更加接近公開收購方所欲出具之金額，並在 8 月 27 日董事會上隱瞞審議交易價格之獨立董事，董事會當天除了該名具有利害關係之董事利益迴避外，其餘董事全體一致通過。

4. 8 月 27 日時，獨立董事自行認定該鑑價報告將使交易法律風險過高，認為應重行鑑價，重行制定企業利益計畫書，調降利益預測，使 KPMG 重行鑑價，是以 8 月 30 日提出第二份企業利益計畫書。
5. 目標公司所委任之 KPMG 於 9 月 17 日再度依照修正過後的利益計畫書，為價格算定基礎，最終調降其鑑價，以 DCF 法算定公正價格落在每股 681~1010 日圓，市場股價法為每股 518~535 日圓，股價倍率法為每股 976~1259 日圓。
6. Charle 目標公司之獨立董事根據上 KPMG 於 9 月 17 日之價格算定書，與收購側達成每股 800 日圓進行公開收購之合意，收購期間從 9 月 22 日一直到 11 月 5 日，再者於 9 月 19 日，Charle 公司董事會決議通過，表明讚同本次公開收購
7. 10 月 16 日，目標公司法律部門獲得內部通報，得知本件公開收購價格手續違法、不公正之資訊，Charle 公司董事會為挽回股東之信賴，10 月 26 日設置第三委員會，由北濱法律事務所之律師為審查員，做成「本件意思決定過程中，無法斷定獨立董事有圖利之情事，惟亦無法消除此合理之懷疑」之結論。
8. 目標公司董事會於 11 月 17 日，設置外部專家構成之檢證委員會，審查用以計算股價之利益計畫報告書是否妥當，針對其合理性進行檢視，認為並未有不合理之處。
9. 惟於 12 月 19 日，依據有價證券發行人適時開示規則第 23 條第 3 項，法院命提出內部改善報告，該份改善報告認為該具有利害關係董事於 8 月 3 日所通信之內容，過於誇大法律風險，並指示經理人向 KPMG 交涉不採用鑑價較高之 DCF 法，採用較低之同類企業比較法，好較為接近公開收購側 EYTAS 之同類企業比較法違反董事公正程序義務。

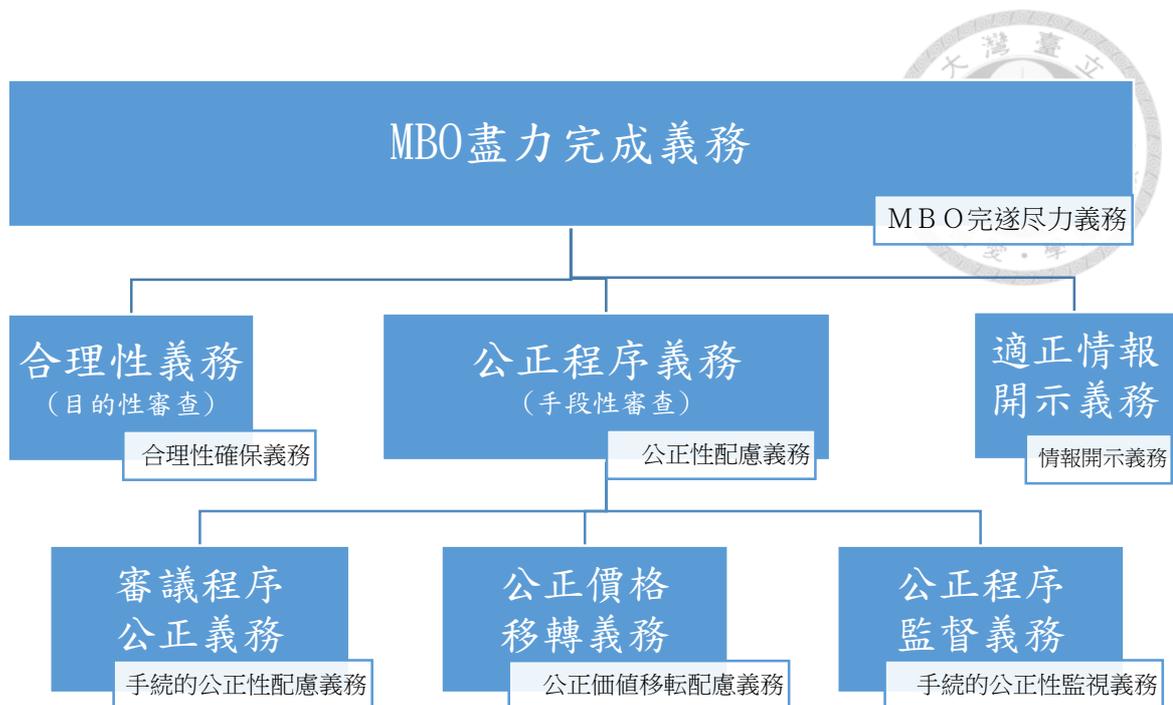
第二款 MBO 盡力完成義務

董事因與公司具有委任關係，執行職務對公司本負有善良管理人注意義務以及忠實義務，執行職務若有違反對於因此所生之損害應負賠償責任（日本民法 66 條公司法第 350 條 355 條），日本司法實務在西元 2014 年平成 26 年由神戶地方法院¹⁵²（以下稱 Charle 案）首次具體化董事管理階層收購下的善良管理人注意義務，提出董事應負有「MBO 盡力完成義務」（MBO 完遂盡力義務），在此交易中，由於相關關係人構造上利益相衝突以及資訊的不對稱，董事除了必須盡力完成提升企業價值交易外，更需要防止企業價值的毀損¹⁵³，作為善良管理人注意義務的一環，法院將進行兩階段審查，前階段進行交易計畫的目的性審查，相較於其他交易，MBO 是否更能適切符合企業現況，順利提升企業價值，確保該計畫之合理性，此稱為「合理性確保義務」，後階段進行相關交易計畫執行程序的行為審查，可分為「公正性義務」以及「適正情報開示義務」，前者更包括審議程序公正義務、公正價格移轉義務、公正程序監督義務，從決策到實行的過程中，先以合理性為基準審查該交易行為的必要性，再以公正性為基準審查程序行為，該義務可參見下列附圖四。

【附圖五】MBO 盡力完成義務

¹⁵² 神戶地裁平成 26 年 10 月 16 日民事部判決，MBO 株主代表訴訟事件。¹⁵³ 玉井利幸，前揭註 136，頁 3。

¹⁵³ 玉井利幸，前揭註 136，頁 3。



第三款 MBO 合理性確保義務

所謂合理性確保義務，董事必須確保該 MBO 計畫的施行本身具有合理性，確保企業「有實行的必要性」並可得因此交易而「有提升企業價值的空間」，若董事為了自己或是第三人之利益，或是利用職務上的地位計畫並施行 MBO，意味該 MBO 計畫欠缺顯著合理性卻施行，即違反了合理性確保義務¹⁵⁴，作為善良管理人注意義務的一環，從決策到實行的過程中，先以合理性為基準審查該交易實行的必要性，再以公正性為基準審查程序行為，行為人在前階段必需舉證公司在逐漸擴大虧損的狀況下，此交易可回升企業價值，無論是打破營收貧乏狀態、提升品牌知名度或擴大市場版圖。

第四款 董事之公正程序義務

(一) 公正程序義務（手續的公正性配慮義務）之內涵

由代表股東來提升企業價值之董事立於公開收購目標公司之收購方時，此種利益相衝突之交易構造，使經營者盡可能的想以低價來購買股份，既存股東則盡可能地想以高價來販售股份，除了利益相衝突外，雙方對於情報的非對稱性的構造，更

¹⁵⁴ 神戶地裁平成 26 年 10 月 16 日民事部判決，MBO 株主代表訴訟事件。

加升高利害衝突，因此致力於提升企業價值之 MBO 計畫完成之善良管理人注意義務當中，即必須使公開收購價格本身具有公正性，蓋股東對於此類價格決定程序，可能抱有強烈的疑慮，認為管理階層利用資訊優勢地位，操作情報，以享受不當之利益，董事因此負有公正程序義務。

惟具有利害關係之董事既然已迴避該等交易，則是否負有公正程序義務產生疑義，然法院認為被告董事不因該等 MBO 公正義務而過度壓縮其原本業務執行下之注意義務，且董事仍被期待整體性的負有公正程序的義務，是以該等交易若因董事注意義務有所違反而致生損害於公司，董事之行為仍得予以審查。

就公正程序義務而言，法院指出 MBO 指針所記載之具體措施，縱使尚未成為董事善良管理人注意義務之內涵，但在社會通念上，被告董事所應當負有程序公正性確保義務已無疑慮，董事可得透過所委任之律師事務所以及相關顧問之報告可得知該等情況，進而課予公正程序之義務並非超越通常可合理期待之注意義務。

(二)董事介入價格審議程序違反公正程序義務

目標公司 Charle 委任第三公正機關 KPMG 進行鑑價，與公開收購方所委任的第三機構 EYTAS 鑑價相去甚遠，本案的被告 Charle 公司的董事長與進行交易的經理人通信並指示，並要求說服 KPMG 使用其他會計計算方式來計算企業價值，待其與獨立董事開會時希望能隱瞞該等事實，而本案被告聲稱該行為森·濱田松本法律事務所所建議，深怕若與購方之價格落差甚大，將使交易失敗風險過高，其目的在於降低管理階層收購失敗的風險，用意僅在於交易案的成功，然而法院認為其通信之行為，從股東觀點來看，足資使公開價格之決定程序中公正性產生疑慮，而又以其內心所預想之每股 700 日圓之價格，要求計畫執行經理人採用特定的計算方式，並向審議之董事會議隱瞞，其行為正是利用其資訊優勢之地位，進行情報之操作，有享受不當之利益之疑慮，破壞了該價格審議程序的公正性。

本案的公開收購價格一股八百日圓雖然並沒有被法院認定不公，但因為應予以迴避的管理階層介入了價格審查程序，毋寧是管理階層收購交易架構下具備利益衝突且與股東所持有之資訊有所落差，其注意義務隨之提高，董事更應謹慎行動。

過去對於此類案件法院著重在於公正價值移轉義務，認為重點在於交易的價格是否公正，若符合公正價值之區間，縱公開收購程序中價格的制定過程令人存疑，若認最後的價格公正無疑，則會成為公開收購價格中公正程序義務的免責事由，此見解備受批評，認為司法實務的論斷似乎絲毫無法保護少數股東，一直到現在受到了西元 2007 年平成 19 年經濟產業省 MBO 指針的影響，指針認為在意思決定的過程應該要做到恣意性的排除，司法審查也從公正價值移轉義務衍伸到公正程序移轉義務，僅僅是宣稱價格的公正都不被認為具有足夠的說服力，使程序的公正性受到注目進而成為義務的一環。

第五款 獨立董事之公正程序義務

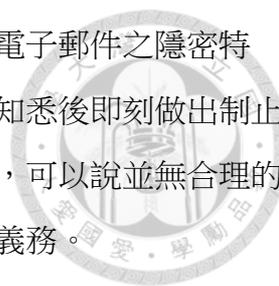
(一)獨立董事之善良管理人注意義務（善管注意義務）

身為目標公司之獨立董事，必須「監督代表董事進行一般性業務」，監督董事會議使業務之執行合法適當，獨立董事在本案負責就收購方所出具之價格進行審議並與之協商談判，其義務主要在於價格審議時，必須使審議過程中排除各方影響，本於受託義務來排除可能造成偏頗之行為或是程序，稱為審議程序公正性義務（手續的公正性配慮義務），即為前述程序公正性義務之一環。獨立董事所負之公正性義務可分成監督與執行兩層面，監督方面為公正程序監督義務，在執行方面分成價格審議程序必須公正不偏頗之價格審議公正義務，以及價格本身是否公平之公正價格移轉義務，如同 MBO 指針所指涉，皆是針對價格審議過程中，排除利害關係董事或是具備利害關係之人恣意介入之情況，防免目標公司心證形成之過程中遭受利害關係人偏頗之影響。

第一目 公正程序監督義務

審查獨立董事在 Charle 案中即針對上述具有利害關係之董事未盡程序公正性義務時，獨立董事是否有進行適切的監督，稱為公正程序監督義務。本件獨立董事除了對該 MBO 交易架構有所認識外，KPMG 以及 EYTAS 機構之鑑界報告以及法律事務所所呈報之法律上的風險皆有所認識，以此為前提下，以當時利害關係董事對於執行經理人通信下指示之行為，有違反價格審議公正性之內容也能有所理解，從而獨立董事於該審議期間所負有之監督義務難辭其咎，惟利害關係董事違反程序

公正性義務之行為，在於以電子郵件為傳遞指示訊息為手段，電子郵件之隱密特性，其內容僅能由收受信件者本身才可得知悉，獨立董事要在知悉後即刻做出制止之行為，要求其維護價格審議程序之公正性事實上是極其困難，可以說並無合理的期待可能性，示以法院認為獨立董事並未違反程序公正性監督義務。



第二目 審議程序公正性義務

(一)董事重行製作利益計畫書，調降未來利益預測

審議程序公正性義務係董事在公開收受價格審議時必須保持公正性，不受利害關係人影響，本於受託義務為公司以及全體股東尋求最佳價格，該審議程序過程中，與收購方事前所進行之價格協商時，獨立董事必須維持其獨立性，排除恣意不當介入的可能性，法院既然認為程序公正性監督義務為程序公正性之一環，意味獨立董事亦必須另行檢視是否有違反程序公正性之行為，獨立董事在本案是否也有不當介入價格審議程序之行為，而違反審議程序公正性義務。

本案爭點在於，獨立董事於 8 月 31 日第二次製作公司未來利益計畫書的行為，是否受有其他利害關係董事之投資顧問 Hayata Investment Co.代表人不當之影響，導致據該利益計畫書製作而成的鑑價報告公正性產生疑慮，理由在於，重行製作利益報告書時，Hayata Investment Co.代表人曾共同協力製作，惟 Hayata Investment Co.公司為創業家族之投資顧問，與收購方具有業務往來之關係，屬於收購團體之成員之一，卻於公開收購價格審議程序中，參與利益計畫書的製作，其立場使獨立董事於審議價格之公正性產生疑慮。

本案獨立董事由於目標公司所委託 KPMG 與 EYTAS 之鑑價結果產生懸殊差距，認為有必要就 7 月 22 日所出具之公司未來利益計劃出進行更改，調整為較為保守之設定，期望能使兩價格差距縮小之必要，獨立董事雖於 8 月 27 日全體通過讚同該次公開收購，惟在公開表明讚同之前，於 8 月 29 日舉行聽證會，在會上對執行該計畫之經理人質詢該審議之價格是否適當，當時為利害關係董事之投資顧問 Hayata Investment Co.之代表人雖列席該聽證會，但在該等聽證會上並未有不當低價誘導之情形，真正製作過程中，Hayata Investment Co.代表人僅協助電子資料之建檔作業，雖亦有電子郵件通信之事實，但為制式業務通信內容並未產生不當之影響，事後獨立董事臨時會於 8 月 31 日做成較為保守之公司未來利益計畫書，供

KPMG 再度鑑價，之後事件爆發後公司所設立之檢證委員會也對於 8 月 31 日所做成之利益計畫書，認定並未有恣意介入之情況。

獨立董事主張，兩方鑑定價格差異過大，將導致公開收購價格協商停滯，產生僵局，況且其原始鑑定價格幾近差異兩倍以上，使該等價格過高產生疑義，且第一次鑑價的所依據之利益計畫書並未經董事會所承認，為升高此交易之實現可能性，而重行製作數值較為保守之利益計畫書，是謂獨立董事經營判斷之一環，並非受到了 Hayata Investment Co. 也就是收購側不當之影響，法院因此無法認定收購側不當行為介入之事實認定。

既然利益計畫書之客觀性已經獲得確保，獨立董事受到不當影響而恣意操控程序疑慮已經排除，對股東而言，獨立董事即無利用其資訊優勢地位，享受不當利益之疑慮，並無違反程序公正性義務。

第三目 公正價格移轉義務

(一) 與善良管理人注意義務之關係

日本法下傳統的善良管理人注意義務，屬於董事對股東之義務，透過董事直接有提升公司價值之義務推導出董事有間接維護股東利益之義務，以傳統上義務委任人為公司之理解，進一步闡釋公正價值義務為一種董事對於股東有維護其取得公正價值之義務，意即，公正價值義務為以對股東義務來進行與善良管理人注意義務關係之考量¹⁵⁵。

進而，學說以及判決皆認為董事對股東所負擔之善良管理人注意義務，以股東利益最大化為其根據，本於公司為以營利為目的之事業，對外以獲取營利為其活動內容，並將所取得之利益分配取股東，並將股東可配得之利益最大化為其公司之營

¹⁵⁵ 戶門大祐（2014），〈判例研究，1. 取締役および監査役は MBO に際し 公正価値移転義務を負うとされた事例 2. 取締役は株式公開買付けにつき会社として意見表明をする際に適正情報開示義務を負うとされた事例——東京高裁平成 25 年 4 月 17 日第 1 民事部判決・平成 23 年ネ第 2230 号各損害賠償請求 控訴事件（上告・上告受理申立て）・判例 時報 2190 号 96 頁、判例タイムズ 1392 号 226 頁、金融・商事判例 1420 号 20 頁 ——〉，《法律論叢第 87 卷第 1 号》，第 87 卷第 1 号，頁 281。

利目的，此為股東利益最大化之原則，換言之，此處善良管理人注意義務之內涵即在於董事對股東負有股東利益最大化之義務¹⁵⁶。

原則上屬於由董事對股東之義務，然本判決亦將傳統上公正價格移轉義務於董事對公司之義務中進行討論，法院對於該等義務對象雖未有明確指陳有所改變，然就過去公正價格移轉義務建構的方式上並無所不同，亦以維護股東間接契約利益為義務內涵，並以該等契約內容呈現在價格討論上來完善股東價值最大化義務，會議上如有價格不公正之情事董事即負有表明不讚同意見之義務，避免無法消除股東之不信賴感，因公開收購失敗而使整體 MBO 交易失敗，是以該等義務本質上仍屬於董事對股東之義務，並未因本判決而有所改變。

(二)

(三)本案審查內容

作為善良管理人注意義務之一環，若本件公開收購之價格不公正，獨立董事於董事會會議上，決議是否發表讚同公開收購意見書時，即負有表明不讚同意見之義務，本於謀求全體股東之最佳價格，使股東獲取正確之資訊，為價格公正價格移轉義務。惟法院認為，交易施行前六個月，目標公司的平均股價為每股 535 日圓，相較於公開收購價格每股 800 日圓，以足足多出了百分之二十之溢價，相較於公開收購開始後，市場價格攀升至每股 642 日圓，每股更多出了 150 日圓，又如上所闡述價格所據以做成之利益計畫書並未有不當介入之情事，是以本件 MBO 最終的決定價格，每股 800 日圓並無足夠的證據認為係屬不公正之價格，而難以認定董事有因此違反其善良管理人注意義務。

第六款 適正情報開示義務

(一)義務內涵

董事此處之善良管理人注意義務，為公開收購時作為 MBO 交易之目標公司必須公開表明意見，就股東是否進行應賣的意思決定，應給予適切的情報開示，而所謂適切的情報開示義務之違反，為「股東所據以判斷之重要事項有虛偽不實之情

156

事，或是未公開發表應公佈的重要事項或為避免引起誤解之必要重要事實」，包括「所開示之內容虛偽不實」、「應公布之重要事項怠於公布」以及「為避免引起誤解之必要重要事實怠於公布」三個場合，都將因此違反上述之善良管理人注意義務，而金融商品交易法 27 條之 10，明文目標公司針對公開收購必須公開意見，提出報告書，稱為意見表明報告書該等報告書，其中所開示之內容即不得有違反情報開示義務之情事，而 MBO 指針所指涉之公司內部利益衝突迴避機制雖非強制規定，惟公司內部採取相關程序時，應將其具體內容正確記載於意見表明報告書中，以確保該意見書之內容適正無偏頗之虞，無產生誤導之情事。

(二) 本件事實

具有利害關係之董事同時為目標公司之代表董事，必須代表公司發布讚同公開收購之意見書，惟其中針對「確保公開收購價格公正性之措施，以及利益衝突迴避」之項目中，載明「相關法律之風險已獲得大江橋法律事務所之說明」惟與事實上僅取得該事務所初步草擬之法律意見，並未正式向該事務所諮詢法律見解，雖法院認為是否進行正式諮詢為董事經營判斷之一環，惟該價格公正以及利益迴避項目並非屬於金融商品交易法 27 條之 10 意見表明報告書中所指涉之法定項目，原則上該等事實是否公開委由目標公司來判斷，被告因此主張金融商品交易法 27 條之 10 對於適正開示義務範圍有所限定，該法定事項以外之情報無義務違反之情事，與「為避免引起誤解之必要重要事實怠於公布」之善良管理人注意義務無涉。

(三) 公開收購意見表明書法定應記載事項

依據日本公開收購府令第 25 條明文，目標公司必須記載對本次公開收購之意見及其內容，若該意見經過董事會決議，該決議之意旨為何、對本次公開收購之防衛措施以及目標公司管理階層與收購方之利害關係，包括所持有公開收購之股份數、表決權數，以及是否與公開收購人或特別關係人之達成相關重要協議，又金融商品交易法 27 條之 10 第 2 項亦明文對於公開收購人之質問，以及是否依法延長公開收購。

(四) 該項目適正公開為可合理期待之義務

一般性公開收購而言，目標公司對於公開收購之意見，為股東判斷是否應賣的重要情報，而西元 2007 年平成 19 年之 MBO 指針亦產明應充實股東判斷之資訊，

尤其指出董事於 MBO 中具有利害關係之內容更需詳加說明，本件西元 2008 年平成 20 年所提出之交易案，管理階層於遂行該交易任何所為之確保價格公正之措施，於公開表明意見書中充實相關情報所屬重要，並且提供予股東正確之資訊，已為社會通念上可合理期待之義務，此內容為適正公開義務之一環，才符合 MBO 盡力完成義務董事理當就價格公正以及利益迴避事項，為符合進最佳努力，在具備相關知識經驗下具有周全考量之善良管理人注意義務。

(五)結論：董事違反情報適正公開義務

該等事項為具備重要性，為適正開示義務之範疇，而董事所收受大江橋法律事務所草擬之意見書，僅說明獨立董事重制公司利益計畫書有被課與董事責任之風險，並非正式進行法律意見諮詢，卻逕自說明 MBO 交易相關之法律程序以及風險已諮詢過專家意見，以該項說明擔保價格收購方價格公正妥適，說服股東進行應賣，雖非全然虛偽不實，但所公開之資訊有混淆視聽之嫌，法院因此認定該當「為了不產生誤解、誤導之情事而應公布之重要事項待於公布之情事」。

第七款 學者評論

一、深受 MBO 指針影響

MBO 指針在建構董事注意義務上之定位一直備受關注，該方針係為形成最佳實務運作而制定以供參考，惟其並非法規範或是行政函釋，亦非新型態法規範之提案，為確保董事善良管理人注意義務之內容明確，該等行政機關所制訂之方針仍不構成董事執行職務必須遵守之「法令」，原則上仍不構成董事注意義務之一環，然從本案可觀察出，MBO 該可觀察該指針已對司法機關有深遠之影響，法院判決中不時以指針來佐證價格公正以及利益迴避措施所具備之重要性，以確保股東的信賴，認為在交易衝突嚴重之處必須提高董事針對公正程序之注意義務。

二、合理性義務審查標準過於寬鬆

雖有論者言忠實義務之審查應提高其審查標準，但學者認為合理性確保義務在本案中卻為一寬鬆的審查標準，以較為緩和之方式來審查董事 MBO 交易之合理性，理由在於，企業價值是否提升或降低並不明確，依此審查標準，董事違反該項義務的案例可說非常罕見，要對董事產生規範的效果微乎其微¹⁵⁷，如前所述必須假定若該決策撤銷、不執行、不予以選定，公司會具體上會受到何等程度的損害，董事應進行這樣的真切情況的模擬，以具體的掌握並下判斷，意味將先篩選出各選項的問題點並掌握可能的獲利以及可能遭受的損失，此決策合理性在管理階層收購下，即進行管理階層收購的合理性，為了使公司使公司有虧損現象減緩、發展長期經營、創造營收，董事選擇進行管理階層收購的合理性，換句話說，董事理當指出相較於 MBO 之交易，其他交易並未能有效地使企業價及提升，比較其他理論上可得減緩企業帳面營利減縮或是虧損之交易，提出相關佐證來證明該等交易的適合性，或是提出第三專家意見；以符合董事在注意義務中建構最佳努力，並在一般社會通念上具備相關知識經驗下具有周全考量之善良管理人注意義務，惟法院之審查在此部分並未予以細部審查，容易使審查標準流於法院之價值判斷。

三、責任範圍因果關係有疑義

此判決就責任範圍因果關係上，以因 MBO 失敗而額外付出之相關聯費用為賠償範圍，即有論者批判若該 MBO 最終應賣股數達到下限門檻，公開收購成功後續卻爆發董事介入公正程序，該價格審議有不公正之情事發生，則基於此請求之損害賠償範圍為何，判決未有說明，意味當公開收購成功後，股東獲得賠償的可能性將大大降低。

換言之，若以公正程序來建構責任範圍因果，將會產生價格公正情況下難以斷定損害，本判決令人起疑在於其責任因果的認定方式，在承認該交易合理正當的情況下，因為董事不法行為所導致管理階層失敗而耗費的相關連費用為責任因果的認定範圍，假設本次管理階層收購最終成功，則本案董事因介入收購程序而違反公正程序義務，本次股東代表訴訟請求的損害賠償是否被准予，在公開收購時決定應賣

¹⁵⁷ 志谷匡史（2015），〈シャルレ株主代表訴訟事件第一審判決の検討〉，《旬刊商事法務》，2061 號，頁 8。

的股東，如果認為收購價格具有公正性，則應該要主張其擁有什麼樣的損害？產生學者的疑慮¹⁵⁸，法院為此並沒有進一步闡述相關內涵，對於此部分司法實務的演化值得加以注意。



四、獨立董事課責標準較低

獨立董事於本案公正程序之義務，相較於具有利害關係之董事之審查標準，後者較為嚴苛，而前者獨立董事之部分較為寬鬆許多，具有利害關係之董事以降低 MBO 失敗之法律風險為目的，向執行經理人傳遞電子郵件之行為，因外觀上即嚴重影響該等程序上之公正性，惟獨立董事本於同樣之理由，在臨時股東會上決議重行製作利益報告書之行為，卻僅被認定為其經營判斷之一環，MBO 交易本質上相衝突之交易架構對獨立董事而言並未有所不同，法規範上理當遵循忠實義務之審查，提高善良管理人注意義務之標準，本於該利益相衝突之架構，避免其利用優勢資訊地位來操控情報，以享受不當利益。

本文認為既然有論者認為獨立董事在企業因業績惡化股價低迷時期進行 MBO 交易，更應該要慎重審查，加重其注意義務¹⁵⁹，則延續獨立董事在合理性審查的加重義務，獨立董事在價格審議程序之決策更應有較嚴格之審查，獨立董事重行製作利益報告書之行為實際上更加難以擺脫不公正之嫌疑外觀，既然第三機關最終價格審議之關鍵在於 8 月 31 日第二次重行製作較保守之利益報告書，以保守評估公司未來利益計畫之決策降低交易失敗之風險，是否不當影響既存股東價值之分配，法院對於此動機以及目的並未與以深究，惟此述涉及相關事實認定，容易使往後對於審議程序中程序之適法性判定有極大的可能性將流於法官個案之判斷。

五、公正價格移轉義務

有論者¹⁶⁰認為以公正程序來維護股東的信賴為最適切的義務，且以公正程序來進行審查，也提供法院進行事後審查最佳的審查方式，認為本判決對於程序的重視

¹⁵⁸ 志谷匡史，前揭註 157，頁 10。

¹⁵⁹ 志谷匡史，前揭註 157，頁 13。

¹⁶⁰ 志谷匡史，前揭註 157，頁 10。

與經營判斷法則的審查不謀而合，以善良管理人注意義務架構整合經營判斷原則理論，意義深遠，然公正價格移轉義務在個案上亦有產生疑義之可能，認定程序公正進而認定價格本身具有公正性，形同否定義務內涵並不包括董事追求最高價格義務，認為對於股東有保護不周之疑慮，將有否定董事盡可能提高股東利益價值之積極面向。

過往案例¹⁶¹涉及 MBO 交易中董事對股東之義務時，曾發生遂行 MBO 交易後，特定股東於後階段行使股份收買請求權之價格，每股高於當初公開收購之價格約莫 10 萬日圓，先前應賣之股東因此提起訴訟請求董事損害賠償，法院以保股東共同利益義務（株主の共同利益に配慮する義務）來建構董事於 MBO 交易中對第三人之善良管理人注意義務，認為第一階段之公開收購價格僅為收購側對於目標公司之價值評價，並未有最高價格交涉義務，而未有圖利於自己，損害股東共同利益之疑慮。

董事進行交易除了創造企業價值外，更重要是分配予股東，意味使股東除了繼續持有股份獲得股份所彰顯之價值外，企業價值升高之溢價應分配予股東外，更應賦予股東追求更佳價格之機會，董事應有更高價格之交涉義務，積極的為股東謀求利益，惟此範圍仍受限於董事在公正程序下有價格交涉義務，而非一味的追求高價。

再者，雖主觀上董事是否圖利自己需透過客觀事由來進行認定，而客觀上董事所遂行確保價格公正以及利益迴避措施，是否足資認定董事未有圖利之嫌，公正性判斷要素實有界定之必要，論者認為，應本於交易完成後董事可取得之股分比例來判定利益衝突之程度高低，來判別該等迴避措施是否恰當¹⁶²，在建構之前仍只能委由股份收買請求權來進行交易後價值之分配，而無法完全囊括於董事的義務之中。

¹⁶¹ 玉井利幸（2013），〈MBOにおける取締役の株主に対する義務-東京地裁平成 23 年 2 月 18 日〉，《ジュリスト別冊 金融商品取引法判例百選》，214 號，頁 96-97。

¹⁶² 十市崇，前掲註 137，頁 9。

第三項 管理階層收購中對股東之義務

第一款 確保股東共同利益義務

(一) 案例

過往判決於 Rex Holdings Co. 損害賠償請求事件中，於 Rex 公司管理階層收購案當中，股東提起損害賠償，理由在於董事進行管理階層收購時，以每股 23 萬日圓 Rex 公司股東進行普通股之公開收購，惟在後續合併當中法院進行價格裁定，最高法院裁定以每股 33 萬 6966 萬元為公司向股東應給付之公正價格，公開收購之價格與事後股份收買請求裁定之價格相差約莫 10 萬日圓，對於兩階段價差之差額，股東提起訴訟，對因合併而繼承舊 Rex 之新存續公司 AP8 公司本於公司法第 350 條公司侵權行為以及民法 709 條侵權行為，以及舊 Rex 公司之代表董事提起公司法第 429 條職員個人侵權行為以及民法 709 條侵權行為，對舊 Rex 公司董事以及監察員，基於公司法第 429 條職員個人侵權行為請求連帶賠償。在本案判決之前管理階層收購當中，董事對股東是否負有義務，根據為何皆不明確，當時亦有學說認為要建構出董事對股東負有直接之注意義務極其困難。

(二) 義務建構

1. 董事對全體股東之義務-確保股東共同利益說

Rex 案法院提出董事對股東有「確保股東共同利益」之義務，有學者言¹⁶³，本於公司為以營利為目的之事業，對外以獲取營利為其活動內容，並將所取得之利益分配取股東，股東身為公司剩餘財產請求權人，股東可配得之利益最大化在公司營利目的前提下，即公司在對外從事盈利世界活動時，應盡可能將利益最大化，此為股東利益最大化之原則，再者透過現行法整體架構來觀察，可以推導出董事亦對於股東存在受託義務，以股東利益最大化為其根據，董事亦對股東負擔善良管理人注意義務，換言之，此處善良管理人注意義務之內涵即在於董事對股東負有股東利益最大化之義務，意味公司以營利為目的向股東取得資金並交付與代表機關進行營利事業，股東身為公司剩餘財產請求權人，股東利益最大化應為董事對於公司善良管

¹⁶³ 江頭憲治郎（2011），《株式會社法》，第 5 版，頁 21。



理人注意義務、忠實義務之內涵之一，而主張董事對股東有「確保股東共同利益」之義務。



2. 董事對個別股東之義務

然有學者進一步指出，公司的營利性呈現在公司對外活動之利益，並因該等利益進行分配而獲取利益，具體化言之，股東之利益取得在於公司剩餘金錢以及剩餘財產之分配場合，並非必然直接因為公司之交易而獲得，亦即，公司之利益提升，不應等同股東剩餘財產分配之提升，而「確保股東共同利益」說等同將企業價值之提升與公司剩餘財產之提升畫上等號，然在 mbo 交易的場合中，股東取得之對價為收購方直接將利益移轉於股東，並不需另行以企業價值提升為媒介，使股東剩餘財產提升，換言之，學者認為 mbo 當中所要保護的股東利益，並非透過企業價值提升之提升來建構股東共同利益，而係本屬於董事對個別股東之利益本有維護並提升之義務，在這樣的論據下，「確保股東共同利益」說中，股東共同利益提升並不能成為公正價值移轉義務之根據，而毋寧是董事直接對於個別股東之信賴義務，換言之，董事對個別股東皆負有忠實義務，以此說明公正價值移轉義務存在¹⁶⁴。

3. 法院採確保股東共同利益說

法院認為，「依公司法第 330 條、644 條、355 條，董事對於公司因具有身為善良管理者之義務而負有執行職務時，遵守法令、章程、股東會決議之義務，有為公司忠實執行職務之義務，公司以營利為目的出發，董事必須提升企業價值，透過實現企業價值達到提升股東之利益，而認為董事之直接受託對象為公司而可間接推導出董事對股東負有「確保股東共同利益」之義務」，法院判決雖僅止於此，而學者闡述判決認為，此種本於公司以營利為目的，董事應有為剩餘財產權利人股東之利益最大化之義務，此種義務並非以對各別股東單獨觀察之，而係以公司利害關係者的群體亦即以全體股東群體來進行觀察，以此為前提援引美國法 Revlon 義務來建構董事對股東利益最大化義務，董事本於該義務，於公司存在控制型股東時，即

¹⁶⁴ 戶門大祐，參前揭註 155，頁 282。

應保護少數股東，避免控制股東將少數股東之財富移轉於自身，防免利益輸送之行為。學者認為日本公司法第 330 條，董事對個別股東義務說在義務建構無論是論理型解釋或是文義解釋皆無法推導出董事對於股東存在直接性的信賴義務，將使公正價值移轉義務無法完善建構，更無法本末倒置創設該等義務後認定董事對股東存在有直接性之受託義務。

(三) 確保股東共同利益義務內涵

學者認為該等義務指涉目標公司股東應保有追求相較於原始股價更佳價格之機會，更有認為，董事有更進一步使收購方提出更高價格之義務，主張該等義務包括積極地提升股東利益在內，然法院所謂「董事對股東確保股東共同利益之義務，於審查受託人義務時，以董事追求自己利益而有損害股東共同利益之情形為義務之違反行為」，又言「所謂董事負有為股東利益最大化之受託義務，在 MBO 交易中指涉與公開收購方進行價格協商時取得合理的最高價格，然而，公開收購時之收購價格，為收購方對於目標公司企業價值之評價外，更涉及收購方本身資金調度的方法，以及調度實際狀況所影響」，最終認定董事未違反善良管理人注意義務，

易言之，只要維持全體股東之既存利益即無侵害股東共同利益之虞，而無所謂違反董事之受託人義務，法院此解即有否定有積極提升全體股東利益之義務存在，意味否定董事負有價格最大化義務。

學者認為，管理階層收購案中，全體股東如何針對企業價值之增加進行分配為董事必須面臨之課題，亦即在三命題下，認定該交易符合提高企業價值之第一命題後，如何訂定該價格以將利益適切分配予少數股東之第二命題，即為此處之難題，所謂「確保股東共同利益」之義務，除了不使股東既存之利益狀態更加惡化以外，企業所增加之價值如何進行分配受法院所忽略，當法院否定價格協商義務存在時，等同董事僅存消極維護全體股東既存利益，而無積極為股東爭取利益之義務存在，忽略企業所提升之價值分配與董事之受託義務實無法切割。

第二款 價格最大化義務

西元 211 年平成 23 年東京地方法院之 Rex Holdings Co.案損害賠償判決，法院承認董事對股東具有確保股東共同利益之義務，但對於目標公司董事對於股東是否具有價格交涉義務卻採否定見解，是以引發學術界爭論，法院所謂「確保股東共同利益」之義務，究竟是否包含董事積極之價格交涉義務，亦即為價格最大化義務如下所述。

(一) 價格最大化義務否定說

過往亦有判決否定該義務，企業價值為全體股東所共同持有，針對收購方之價格董事之義務重點在於審查該等價格，使該等價格具備公正性賦予公正價格極為已足，而非賦予股東超越公正價格之價格，否則形同使股東可獲得超越全體股東所可共同持有之企業價值，更與日本法上之公正價值移轉義務有違，況且公開收購下的收購價格，僅為收購方對企業價值之評價，並參與收購方資金調度與資金之需求上來進行開價，根據當時股東價值評價算定書，依據市場評價法市場價格落在 19 萬 3 千元、類似公司比較法落在 16 萬 3 千元到 18 萬 9 千元，DCF 法則落在 19 萬 3 千，再根據相關意見書之資訊，將公開收購價格提升至每股 23 萬日圓，而價格之計算除了出具股東價值評價算定書外，更有該公司之普通股在市場上價格之評價在內，以此評價分析在公開收購中所給予之溢價，難認為董事之注意義務並未達到積極妥當的判斷標準，除了股東價值評價算定書其中三種評價方式外，在綜合其他算定方式所達到的算定結果綜合進行考慮，更有後續併購後企業業績預設之追加修正等加入此些必要條件，難認董事未為舊 Rex 股東進行妥當之判斷而違反注意義務。

法院認為縱後續股份收買之價格與公開收購之價格縱有差異，亦無法否定前階段之收購價格並非公正價格，蓋兩者之關係在於計算之方法不同，本件公開收購之計算方式，由公開收購開始前一日起算回溯至過去一個月間，目標公司在日本店頭市場上所販售價格之平均值，並以此來給予之一定市場溢價後，成為公開收購之價格，而所計算之月份當中，目標公司曾依據資訊揭露之規定，另行修正特別損失之

數額，更下修業績項目，而高等法院認為，該上述兩種行為，添加特別損失以及下修業績項目皆未有證據顯示董事有誘導會計數額進行下修之意圖存在，是以法院認為董事在前階段公開收購時，並未有違反董事對股東共同利益確保義務，而股東價格裁定事件中，法院對於公正價格之決定要素，為從董事開始公開收購前一日開始回溯六個月之市場平均價格，只是引用了對第三人發行新股時之價格計算方式，兩者僅在於計算根據並不相同，與前開公開收購之價格，由公開收購開始前一日起算回溯至過去一個月間，目標公司在日本店頭市場上所販售價格之平均值，以此來給予一定市場溢價之作法，董事並未違反對於股東共同利益確保之義務。

退萬步言之，在公開收購的案件中，收購者透過公開收購直接向股東進行要約，目標公司以及董事並非交易之當事人，也僅有於意見表明報告書中表達意見此種被動立場，難以對其要求負附價格交涉之義務¹⁶⁵，董事僅須採取迴避或減少利益之衝突性措施即可符合其注意義務，而無最高價格交涉義務，蓋重點在於代表價格具備之公正性之措施是否恰當且完善。

有學者認為該等義務源自於美國德拉瓦州之 **Revlon** 義務，日本不宜直接繼受¹⁶⁶，理由在於該等義務僅適用於公司經營權發生變動之情況下，董事身為競買人，在有價格提高可能性的情況下給予最高價格之 **Revlon** 義務，而管理階層收購實質上亦未發生經營權之變動，若欲以直接繼受使用並不恰當。再者，此為美國德拉瓦州實務中董事對於「個別股東」高度的信賴義務¹⁶⁷，與日本董事之注意義務對象為「公司」相扞格¹⁶⁸，雖本義務涉及董事對股東共同利益之維護，出自於對全體股東利益最大化原則，屬於直接對公司而產生間接對股東之義務，此全體股東利益最大化重點仍在於調和公司周圍相關之利害關係人，日本法董事之受託義務仍無法從文義上推導出董事對股東個人負有善良管理人注意義務。本案法院認為並未提出本案是否有 **Revlon** 義務義務之適用，僅言董事在確保對股東共同利益義務下，並未有價格最大化義務。

¹⁶⁵ 十市崇，前掲註 137，頁 9。

¹⁶⁶ 戶門大祐，前掲註 155，頁 281。

¹⁶⁷ 太田洋，矢野正紘（2009），〈對抗的買収提案への対応に際しての取締役の行動準則（上）—我が国でレブロン『義務』は認められるか—〉，《商事法務》，1884 號，頁 17。

¹⁶⁸ 水野信次，西本強（2010），《ゴーイング・プライベート（非公開化）のすべて》，商事法務，頁 162 以下。



(二) 價格最大化義務肯定說

價格最大化義務又稱為價格交涉義務，該等義務之內涵包括積極勸誘潛在買家進行公開收購競價，以及積極與收購方交涉，使交易之價格提升之義務¹⁶⁹，學者認為，否定價格交涉義務等同否定董事有盡所有可能提升股東利益之積極面向¹⁷⁰，董事之義務更可能僅止於不損害股東之利益，維持股東過去既有的利益即為已足，所謂股東既有利益即為股東若持續持有股份，股份本身可得彰顯之價值即是，意味將忠實義務責任課予限縮，損害股東之共同利益時才會產生，相反的來說縱使董事遂行 MBO 交易時追求自己的利益，只要不對股東造成共同利益損害，甚至維持股東現況之利益即無義務違反之情事，導致董事義務僅有消極維持義務，否定有升高企業價值提升股東利益之積極義務。

論者認為，該等義務理當包含在忠實義務之中，在利益衝突嚴重之情況下，迴避以及確保價格公正之措施皆是為了可確保在「公正的狀況」下進行價格協商，公正價格的協商才是最主要的目的，董事一旦決定意見表明報告書的內容，就有了能積極地與公開收購者交涉的立場，另外，在極端的案例中，更能說是有可以積極參與的立場，像是為了保護股東採取防衛收購的對策等。因此，作為董事，為了不讓股東最後接受以低廉價格進行收購的提案，應該要積極地與收購者交涉，在這裡當然應該說也包含為了讓對方提出更佳價格而交涉的義務。

股東間股份買賣的價格理論上與公司本身的價值是分開的，和公司的利益保護沒有直接的關係。因此，若要建構董事必須負擔價格交涉義務，即必須先建構董事對股東而非公司有應保護其利益的義務，董事對股東之義務即成為前提條件，這一點在本案判決上，法院已經承認董事有「將股東共同利益」納入考量的義務，也就是對於股東整體存在義務。

進一步言之，相較於對「股東整體」存在義務，董事是否對「個別股東」也存在義務產生疑義，論者認為在 MBO 案中，當收購者提出要以低廉價格進行收購

¹⁶⁹ 神谷光弘，熊木明（2013），〈利益相反および忠實義務の再検証〉，《商事法務》，1944號，頁 52。

¹⁷⁰ 玉井利幸，前揭註 161，頁 97。

時，被要求對價格進行交涉，並不是基於為個別股東的利益考量，而更應該說，是為了保護股東整體的利益的行為，此義務並非創設董事對「個別股東」之受託義務，仍應屬於董事對「股東整體」之義務¹⁷¹，換言之，此處並非 Revlon 義務繼受之問題，而係建構之方法並不恰當，蓋前者理由在於，本案僅一部分之股東也就是在第一階段因應賣取得低價之股東尋求損害賠償，其中並不包括參與 MBO 收購亦具備公司股東身份之董事，論者認為，該等股東係因利害衝突而被排除在外，不應因利害關係股東排除於股東整體之外而使得的交涉義務僅得建構在董事與個別股東之間，否定價格最大化義務，董事在此處之義務，即為顧及全體股東利益而尋求提升企業價值之機會，不應偏袒特定參 MBO 收購方之股東，但在具體化義務時，卻因為所探求保護之對象僅一部分之少數股東，認定係屬為董事對個別股東之義務，無合理建構之基礎，有本末倒置之嫌，不應成為否定董事有價格交涉義務的根據。

本文認為 MBO 交易第一命題及指涉董事進行併購時，應以提升企業價值為導向，並於第二命題說明應將該等利益分配予股東，在司法實務提出董事具有確保股東共同利益義務後，該等企業價值隨即擴張，為廣意之企業價值，董事除了對公司負有維護企業價值之利益外，更有確保股東共同利益之義務，在第二命題部分即展現了股東共同利益之分配，其中分配之方法即具備董事的價格交涉義務，對全體股東之義務部分應具有積極之面向，實際上否定論者將公正程序視為價格交涉之一環，然依具體個案上，無法否認僅配套公正程序將導致董事過於消極，而無法忽略董事實際上負有積極義務，個案上可能面臨公正價格意見中的公正程序確實能避免目標公司股東受損，然卻無法改變實際上低價之狀態，因此本文認為董事仍應負有價格交涉之義務，使交易價格最大化，於價格最大化前後之價格所產生之差異將導致股東受有損害，於後續股份收買事件之價格與公開收購之價格有所差異時，應准予依此價差給予損害賠償。

¹⁷¹ 神谷光弘、熊木明，前揭註 169，頁 53。

第五章 我國改革芻議



國巨案中事前行政機關駁回理由過於抽象，難使外資或後續管理階層有可資遵循之配套措施，而我國管理階層收購之案件雖尚未有案例進入司法審查，惟仍有必要建構司法判斷之標準，以利審查董事在管理階層收購中是否違反善良管理人注意義務。

我國究責之機制除了依據公司法第 23 條，課予善良管理人注意義務使董事擔負賠償責任以外，尚有事前之救濟，依據公司法第 194 條，董事會違反法令或章程之行為，繼續 1 年以上持有股份之股東，得請求董事會停止其行為，學說上有認為，該條違反法令或章程之行為，包括董事違反受託人之注意義務，意味董事若違反公司法第 23 條，可為本條制止請求之依據¹⁷²，又依據最高法院 80 年度台上字第 1127 號民事判決指出，違反法令或章程之行為，除了指涉公司法之特別規定外，尚且包括違反董事之善良管理人注意義務之一般行為，是以董事違反受託義務之行為，股東有制止請求權，為使股東得善加利用事前以及事後之救濟機制，受託人義務之建構即有其必要性。

董事面臨將股東逐出時應給予股東之公正價格，是否有公正價格以及合理價格之區別，其差異將產生在受託人之受託義務對象，究竟為公司或為股東，在美國法上有混用之現象而無不同，然受託對象為公司或是全體股東在我國法上仍有差異，且亦可見於日本法之探討中，若體現於管理階層收購，無非是公正價格與合理價格上之差異，以及公正程序以及公正價格在企業併購法下對於最有利於股東之價格，兩者在概念上存在扞格與矛盾之處，而可受我國取法建構 MBO 善良管理人注意義務以及董事對股東之損害賠償義務。

管理階層收購於美國法上以完全公平法則輔以經營判斷法則來判別董事忠實義務是否違反，於日本法上具體化善良管理人注意義務，創設董事 MBO 盡力完成義務，其中善良管理人注意義務審查當中，亦有日本式之經營判斷法則融入而成為審查標準之一，由於經營判斷法則是否繼受至我國有極大之爭議，完全公平原則似非

¹⁷² 曾宛如（2002），〈董事不法行為之制止及濫權行為之處理〉，《台灣本土法學雜誌》，39 期，頁 156。

可單獨脫離經驗判斷法則進而繼受之，然該經營決策本具須受到尊重，若由對於企業風險無整體性認知之法院介入審查，難認為對公司而言屬於最佳決策，是以有學者認為，相較於決定是否繼受適用美國法上經營判斷法則使經營判斷受到尊重，更應該重視應使何種經營判斷被予以尊重、且應受到何種程度尊重之議題，認為係屬審查密度之判定，由商業決策中進行分類，擇定應予以尊重或是深入審查之不同判定標準¹⁷³，是以在德拉瓦州案例當中，針對利益衝突之交易，賦予較嚴苛之完全公平原則進行審查，若具備安全港程序，依據消弭衝突之程度，賦予舉證責任倒置或是經營判斷法則來進行審查，本文也取法完全公平原則下針對於程序性之審查架構來區分「公平計劃」以及「公平價格」之審查，建構 MBO 中加入外部第三人觀點之重要性，以及其應具備之權限，以完善消弭利益衝突之程序，保護少數股東之權利。

第一節 董事對公司之義務-MBO 盡力完成義務

第一項 合理性義務

我國董事遂行企業併購時，依企業併購法第 5 條「公司進行併購時，董事會應為公司之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜。」，明文董事於併購時應負善良管理人注意義務之責，是以並可如同日本法上以善良管理人注意義務為依歸，創設董事 MBO 盡力完成義務。

該等義務主要可區分為前階段之合理性義務審查，以及後階段之公正程序審查，亦即前階段決策之選定是否具備合理性，董事決議遂行 MBO 是否具備社會合理性，以合理性義務審查，遂行 MBO 之過程當中，以公正程序義務進行審查，就前者而言，合理性義務審查應予以適用日本法式之經營判斷法則，於審查董事是否符合該等義務時，透過程序性措施來佐證，且由董事負初次之舉證責任，法院無所預設。

然有疑義者為，合理性義務審查密度是否適合以日本式經營判斷法則進行判別，我國注意義務之審查本身是否有經營判斷法則可資適用。

¹⁷³ 黃朝琮（2015），〈受託義務之強化審查標準〉，《臺北大學法學論叢》，96 期，頁 137。



美日經營判斷法則之差異主要可呈現在於其舉證責任方面，就美國法而言，若董事之行為屬於經營判斷，即可免於法院進行事後審查，避免法院介入，除非原告可得舉證董事在「作成決定之當時」，係「資訊不足」或係基於「惡意」而做成決定，否則被告董事並不須證明行為符合其注意義務，意味法院在認定為董事之經營判斷時，及預設了董事符合其注意義務，除非原告股東得舉證董事程序上義務有所違反，此時才進入董事受託人義務之審查，美國法下經營判斷法則，對董事經營判斷是一種宣示不干涉之政策；惟就日本式之經營判斷法則而言，其初步舉證責任仍在董事身上，董事必須舉證自己符合善良管理人注意義務，僅僅是於審查之過程中，法院擷取原始美式經營判斷法則，以程序性措施來佐證董事是否符合該等受託人義務，法院審查決策合理性時，以董事是否遂行相關程序義務，盡到合理之蒐集、調查、檢討，可以認為經營判斷法則而成為注意義務審查標準之一，而與美國相區別，成為日本式經營判斷法則，在管理階層收購中董事之受託義務審查，即可思考應當以何者為借鏡。

我國司法實務雖有台北地院 93 年度重訴字第 144 號民事判決曾有主張經營判斷法則之適用，而臺灣高等法院 98 年度台上字第 1307 號民事判決又指陳，「縱使適用較為寬鬆審查之經營判斷法則，仍無法通過審查標準」等字句，似乎不否認我國有適用經營判斷法則之空間，但實務上仍壓倒性地認為我國並無有經營判斷法則之存在。

就日本法式之經營判斷法則而言，其已成為注意義務一環，成為其中一種標準，董事若能以程序性之蒐集、調查、檢討情報來證明其選擇具備合理性，即可符合董事之注意義務，換言之，日本司法實務可得自主選擇是否透過程序性措施審查決策過程，或是針對決策內容進行合理性審查，而實務上有逐漸偏越發重視審查決策過程之程序性之措施，對於董事善良管理人注意義務，非如同美國法上一概適用，而是使司法實務可茲進行擇定審查「意思決策過程」或是「決策內容」，成為日本式經營判斷法則之審查方式已如前述。

我國實務上雖不承認經營判斷法則，惟不少觀點類似於經營判斷法則，例如臺灣高等法院 99 年度重上字第 649 號判決說明「銀行授信業務之相關人員在商場上隨時作即時判斷，其判斷之優劣，反應出市場競爭之一面，有競爭必有成敗之風

險，因此法院只問是否在規則內競爭，及其所為之判斷是否符合公司內部控制之制度，法院不應也不宜以市場結果之後見之明，論斷經理人或相關授信人員原先所為授信判斷是否錯誤，甚而遽認失敗之授信判斷係故意或過失侵害銀行」，亦有偏重於程序性之事項，避免法院審查董事商業上經營判斷之決策，由過往偏向以侵權行為結果損害論斷之方式，逐漸導向「決策過程中對程序性措施之重視」，我國司法實務雖未明言採取經營判斷法則，但再再顯示出重視「意思決策過程」之程序性措施之重視，且未予以一體適用於董事注意義務之審查而適合我國繼受日本式之經營判斷法則，蓋我國尚未有因訴訟風險過高導致董事無法勇於承擔風險之疑慮。

若我國取法日本式之經營判斷法則，該等程序性審查即可成為董事注意義務之一環，在法院之審查難以取代董事之經營判斷下，注重決策過程之程序性措施逐漸顯得重要，而日本式經營判斷法則未予以一概適用的方式，更讓我國法院多一層選擇，惟其審查之方法仍要進行合理的情報蒐集、調查以及檢討，首先，就決策過程而言，應觀當時是否合理進行情報的蒐集、調查、檢討，就一般社會通念下董事通常所擁有的能力以及見識，依當時的狀況下判斷是否有明顯的不合理，意即並同要求董事詳實掌握損失以及利得。

因此就董事合理性審查義務建構而言，於審查管理階層收購三命題之第一命題，董事決議遂行之 MBO 交易確實能提升企業價值，應綜觀董事於決策過程中為了使涉及決策之相關內容，不存在有事實認識上之錯誤，必須合理進行情報的蒐集、調查、檢討，於數個企業可得進行的選項中進行選定，使該過程具備合理性，藉此審查董事決議遂行 MBO 時之合理性，是否符合合理性義務，亦即在眾多可得選擇之交易中，董事擇定該等交易是否合理，此等審查將有助於消除董事已損害股東權利來圖利自己進行交易之疑慮。

第二項 公正程序義務

日本法上公正程序義務，本身即有兩種意義，若自身具有利害關係，必須屏除自身對於程序上造成偏頗之影響，並在公正程序進行的過程當中，避免具有利害關係人污染公正程序之心證，亦即日本法上公正程序義務以及公正程序監督義務，

在審查過程中，必須保持遂行公正程序之人員，在行程公正價格以及公正計畫的過程中，未受有利害關係人之影響，如前述之案件當中，決定重行製作以及重製公司未來利益計畫書的過程中，應避免具有利害關係人介入，抑或其等人員介入並非必然導致該利益計畫書受到污染，尚需觀察該等行為人是否有不當介入之行為，若具有利害關係者為董事自身，其即必須對於自身之言行戒慎恐懼，防免自身有不當影響程序內部成員之行為；而就後者而言，為一種監督性義務，再審的過程中，無論為會議內部之人員或是以迴避具有利害關係之成員，亦必須防免該公正程序之心證受污染，監督程序維持公正性，使最終之計畫以及價格具備完整公正性無疑，在課予責任上，亦有可能同時違反此兩種面向之義務，來課予董事受託人責任。

第三項 程序性手段

公正程序手段建構重點在於價格本身公正性以及確保審議程序公正性，於審議時排除恣意性介入污染決策者心證，適時消除利害衝突，日本法上，不論是司法實務或是學者見解，皆一致認為個案上利害衝突程度並不相同，無法在事前制定單一標準供目標公司一體適用，司法實務多輔助以 MBO 指針來進行判斷董事之行為是否已消除利害衝突，在我國法上尚未有完整配套相關自律規則或是實務守則之前提下，得先行參考美國之安全港內容，藉司法判決之見解，建構何種措施能確切消弭利害衝突之疑慮，美國法上不論是採用何種方式進行下市交易，只要符合雙重程序保障，司法審查標準即為較寬鬆的商業判斷法則抑或獲有舉證程序之倒置，藉此建構程序保障之誘因，在兩階段併購中，亦可於判決或是相關成文規則中探知，在股東會或特別委員會受有壓迫，或是利益衝突未完全消弭時，仍適用較為嚴格之完全公平原則。

我國取法時，可透過美國法上針對安全港所設計之內容，產生舉證責任上之差異，藉此設計誘因使董事遂行該等消弭利害衝突之機制，保障少數股東之利益，在美國法上若董事設置特別委員會且獲得少數股東多數決之同意，將可極大的機率避免法院適用完全公平法則而以經營判斷法則進行審查，蓋論者認為，透過此等方式相較於使企業風險無全盤認知之法院介入審查，促使董事更加完善事前交易機制更

顯重要，是以適用經營判斷法則之呼聲極高，使其具有更大之誘因；惟若董事未予以設置該等安全港，法院無疑將適用完全公平法則，由董事來舉證其等交易具備公平價格以及公平計劃，而我國亦可針對董事是否採取該等消弭利害衝突之機制，來認定由誰率先負舉證責任，來證明董事之行為符合公正程序義務，而該等措施是否適當地消除董事之利害衝突，使決策符合董事之忠實義務以及善良管理人注意義務。

第一款 特別委員會設置

（一） 我國企業併購法之規定

其中適用商業判斷法則之要件包括取得特別委員會以及少數股東多數決同意為其標準，依我國企業併購法第 6 條，「公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，應設置特別委員會，就本次併購計畫與交易之公平性、合理性進行審議...。」董事必須設置特別委員會，以符合其企業併購交易時董事之善良管理人注意義務，且文義上為「應」設置，過往未予以修法時，多有論者認為其等法律效果亦應取法德拉瓦州之安全港程序，若有採取該等規定，則董事注意義務之審查標準將降低至寬鬆之經營判斷法則或有舉證責任倒置之效果，惟企業併購法明文後，已直接成為董事善良管理人注意義務之一環，若未予以設置將違反董事併購中之注意義務。

為其權限地位依據金管會於 2016 年 1 月 8 日所出具之「併購特別委員會設置相關疑義問答集」中提及「董事會得否經決議而不參採（或反對）特別委員會之審議結果？」其說明為：

一、依經濟部 103 年 1 月 14 日經商字第 10200738140 號函釋，按企業併購法修正條文第 6 條第 1 項及第 2 項規定：「公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，應設置特別委員會，就本次併購計畫與交易之公平性、合理性進行審議，並將審議結果提報董事會及股東會...」。是以，企業併購法規定特別委員會之審議結果，僅為董事會及股東會的先程序，最終決定權仍在董事會及股東會。至於董事會如決議不參採特別委員會之審議結果，允屬有無違反企業併購法第

5 條第 1 項規定：「公司進行併購時，董事會應為公司之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜。」之個案認定問題，如有爭執，則循司法途徑解決。

二、另依特別委員會辦法第 7 條第 4 項規定，公司應於董事會決議之日起算二日內將董事會之決議及特別委員會之審議結果，於公開資訊觀測站辦理公告申報，並載明任何持反對意見之董事及特別委員會成員之姓名及其所持理由。故倘董事會決議（回歸依公司法第 206 條規定辦理）不參採特別委員會之審議結果，應依前揭規定辦理相關公告。

依上述說明「特委會僅先行程序」可知，我國之特委會權限僅止於出具是否贊同之意見，並不具有整體併購案之拒絕權，其並非主導協商之角色，此時特別委員會僅能成為背書之角色，或是無法根本上排除特委會受壓迫之疑慮，蓋從美國法判決 Lynch 案可知，特別委員會是否具備完整之權限，為保護少數股東之重要關鍵，若其不具備與收購方協商之功能，甚至未具備拒絕收購方所出具之收購條件或是收購價格，或是形式上有協商之外觀，惟實質上是否拒絕交易案，必須考量是否因此導致控制股東之報復，使特別委員會無法實質上拒絕，無立於對等之地位進行談判，將造成個案上無法以獨立第三人角色排除 MBO 當中之利益衝突。

（二） 賦予完整權限之重要性

蓋由獨立董事所組成之特別委員會僅得出具是否贊同之意見，而董事會中具備利害關係之董事雖依公司法進行迴避，除非迴避後僅存之董事僅剩餘公司之獨立董事，使獨立董事擔負進行 MBO 之角色而具備與收購方協商之權限，得以獨立地拒絕收購方之出價，才有可能使董事會之決策消弭參與 MBO 交易董事之利害關係，否則若迴避後，除可成為特委會之獨立董事外，尚存在其他一般董事，將導致特別委員會僅存出具意見書之功能，僅為董事會下一協助蒐集相關交易資訊之小組，無法有效發揮如美國法上消弭利害衝突之功能。

換言之，本文認為不應忽略賦予特別委員會拒絕權之重要性，而應取法美國法上 Lynch 案，未有完整權限之特別委員會無法順利排除少數股東受有壓迫、甚至是特別委員會受有壓迫之疑慮；再者，審查交易是否具備公平性及合理性之人不具備完整可資拒絕收購方不利條件之權限，將使得特別委員會無法站在少數股東之立

場據以力爭，蓋其僅存消極地蒐集該等交易是否具備公平性、合理性之義務，無積極拒絕之權限，即無法以獨立第三人之身份為少數股東積極發聲；第三點，參與收購團體之董事，本於掌控公司之地位以及長年以來之影響力，得影響其餘董事之決策方向，雖其有獨立聘僱專家之權限，仍無法適切消除長年以來對該等組織具備組織偏見之疑慮，管理階層收購之利益衝突並未能夠完全之消弭，此時縱規定其必須揭露否定之見解，其等成效亦無法彰顯。

（三） 消除組織偏見

除了應賦予完整權限外，亦應取法將特別委員會之報酬酬庸與其所談判之價格做連結，意味為少數股東所談判之價格越高，其等事後可取得之報酬越高，將兩者之利益做連結，再者，透過長年市場競爭之機制，使特別委員會之成員可受到獨立董事市場之監督，監督其等者不僅僅是目標公司少數股東，更包含於獨立董事市場上之客戶以及潛在客戶，如此才得使組織偏見之疑慮消除，並達到消除董事侵害少數股東權益之疑義。

第二款 審議委員會設置

公開收購中審議委員會之定性及其權限為何？公開收購辦法第 14 條之 1「被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購人依第 9 條第 3 項規定申報及公告之公開收購申報書副本、公開收購說明書及其他書件後，應即設置審議委員會，並於 10 日內公告審議結果。」，亦為「應」設置之規定，成為董事善良管理人注意義務之一環，若未予以設置將違反董事注意義務，惟其權限為何？管理階層收購交易中，管理階層身為目標公司受託義務人，同時參與收購團體進行交易，交易架構本質上具有嚴重的利益衝突，交易過程中忠實義務有違反之高度可能性，然依前所述，用以消除此等高度利害衝突之機制-特別委員會是否亦須設置，兩者之定性是否有所不同，設置上是否有疊床架屋之嫌，審議委員會與特別委員會有否不同依金管會於 2016 年 1 月 8 日所出具之「併購特別委員會設置相關疑義問答集」中，內容針對審議委員會之設置是否可免除特別委員會之設置上說明：

「一、按公開收購應設置審議委員會係依證券交易法第 43 條之 1 第 4 項及「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第 14 條之 1 規定辦理，而設置特別

委員會係依企業併購法第 6 條第 1 項及本辦法規定辦理，二者法規之適用尚有不同。

二、另倘審議委員會之成員同時也符合特別委員會辦法規定之資格及獨立性規範，其成員組成是否相同，得由公司自行決定。」

依上述說明可知，兩者所依據之法規範並不相同之前提下，審議委員會並不同特別委員會之設置，董事將不因審議委員會之設置，而免除特別委員會之設置義務，兩者為截然不同之組織，然有疑義者在於審議委員會之權限為何？是否援引特別委員會之權限？審議所謂會協助目標公司股東「審議公開收購條件之公平性、合理性」，依法特別委員會亦審議「本次併購計畫與交易之公平性、合理性」，且後者依據公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法第 6 條明文「應」獨立聘僱獨立專家，有自主聘雇獨立專家之權限，本文更認為應賦予拒絕收購方之完整協商權限，然依據公開收購辦法之文義觀之，似乎皆無此等權限。

依上市上櫃公司實務治理守則第 12 條「上市上櫃公司發生管理階層收購時，除應依相關法令規定辦理外，宜組成客觀獨立審議委員會審議收購價格及收購計畫之合理性等，並注意資訊公開規定。上市上櫃公司處理前項相關事宜之人員，應注意利益衝突及迴避情事。」，該等審議委員會之設置必然為消弭董事利益衝突機制之一，為達有效消弭董事自我圖利之疑慮，除了其並未有獨自聘任獨立專家之權限外，其等權限應賦予相當於前述特別委員會相同之權限，在未賦予前，都將無法排除審議委員會受到壓迫之疑慮。

審委會在過往自律規則下，並無實質上之功能存在，過去國巨案受投保中心之呼籲設立審議委員會，收購方仍無動於衷未予以設置，然而在其權限及其組成不明之情況下，該審議委員會難以達到消弭利益衝突之功能，在新修法後縱使明文其構成員必須由獨立董事組成，若權限不明將會如同前述特別委員會一般，有可能因受到壓迫而淪為為董事背書之機關，是以本文認為，在設置審議委員會之餘是否設置特別委員會雖可由目標公司自行判定，惟兩機關權限不同，審議委員會在現行辦法下並無法獨自聘任獨立專家，而企業併購法尚且明文「應」設置特別委員會，是以在兩階段併購時，第一階段公開收購下仍無法排除另行設立具備完善權限之特委會。

第三款 董事資訊揭露義務

企業併購法第 5 條明文「公司進行併購時，公司董事就併購交易有自身利害關係時，應向董事會及股東會說明其自身利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由。」其修法理由明文，「按公司董事在具有自身利害關係下所為之併購決議，雖未必有害於股東權益，但難免有公平性與合理性上之質疑。為健全公司治理，促使董事之行為更透明化以保護投資人之權益，爰參考美國德拉瓦州一般公司法第 144 條之規定，要求具有自身利害關係之董事，應向董事會及股東會說明利害關係之重要內容；為避免董事可能透過併購案圖謀自己利益，或僅考量到併購公司之利益而危害目標公司之利益，藉由說明義務說明其同意與反對併購決議之理由，預先告知股東與其他利害關係人，供投資人謹慎評估投資之時機，俾保障股東權益。」明文引用德拉瓦州公司法之規定，若履行該等安全港之機制，則法院事後審查時，將有可能免除被直接撤銷之疑慮，惟我國法上之利害關係揭露程度為何存有疑義。

有論者言¹⁷⁴應參考公開收購說明書應行記載事項準則第 4 條，對目標公司重大之經營計劃或變動、及對股東權益有重大影響者均詳加揭露，以提供股東是否應賣或准許併購案之參考，更有助法院判斷管理階層是否違反對公司之忠實義務，又本文認為，管理階層收購案利益衝突嚴重，董事應負有底價揭露之義務，應記載於該說明書準則第 4 條¹⁷⁵第 10 款，其他重大資訊之說明中，說明董事應將其底價揭露於說明書上亦或是向特別委員會進行揭露，若公司無特別委員會說明是否向審議委員會進行揭露有疑義，蓋審議委員會不僅無法自主聘任專家，尋求專家意見，能否

¹⁷⁴ 蔡昌憲，前揭註 58，頁 577。

¹⁷⁵ 公開收購說明書編製內容應記載下列事項：

- 一、公開收購基本事項。
- 二、公開收購條件。
- 三、公開收購對價種類及來源。
- 四、參與應賣之風險。
- 五、公開收購期間屆滿之後續處理方式。
- 六、公開收購人持有被收購公司股份情形。
- 七、公開收購人其他買賣被收購公司股份情形。
- 八、公開收購人對被收購公司經營計畫。
- 九、公司決議及合理性意見書。
- 十、其他重大資訊之說明。

有判斷之能力已有疑義，是以本文仍認為第一階段時，董事會有設置特別委員會之義務，以符合企業併購法第 6 條之「應」設置，且該底價應向特別委員會進行揭露，若未予以揭露，特別委員會應公開董事董事出價之過程，交由股東進行公評，使其據以判定其等價格是否使董事有違反其忠實義務之疑慮，使其有取得足夠資訊來判定是否拒絕應賣之機會。

蓋公開收購需要少數股東協力進行應賣，其有說服股東接納其所出具之價格具備公正性，是以針對其進行價格上協商之過程，尤其所出具每股收購價格之變動，應由委員會進行揭露，構成股東投資判斷之密切資訊，使股東據以評斷是否進行應賣，董事是否進行圖利於自己而侵害少數股東之交易。

惟若其違反企業併購法第 5 條資訊揭露之規定，會產生何種效果？該次董事會效力如何？就後者董事會之效力而言，依據公司法第 206 條之資訊揭露義務有所違反時，其修法理由明文最高法院 97 年台上字第 925 號判決指出，董事違反說明義務時為決議程序瑕疵而當然無效，且違反說明義務參與表決者，依第 206 條第 3 項準用第 178 條規定，董事會決議因決議方法違反而無效，惟於違反企業併購法第 5 條之揭露資訊時，是否一併適用認定為決議程序瑕疵因而無效，惟本文認為董事縱使違反利害關係之說明義務，亦不應直接使董事會決議無效，蓋公司法一般法，企業併購為特別法，其雖有相類似之法規範，但違反時不應直觀地賦予相同之法律效果，該等修法理由既明文援引德拉瓦州公司法，則該等規定違反之法律效果應如德拉瓦州公司法，將其視為安全港之程序之一，使該等揭露程序視為董事訴訟上以寬鬆標準進行審查之優惠，介意得藉此建構董事資訊揭露之誘因。

第四款 自律規則之制定並納入司法審查

日本法上存在 MBO 指針，而該等產業經濟性指針往往能在實務運作上產生指導作用，並在司法實務審查上，成為董事注意義務中決策過程相關交易事實調查之一環，成為社會通念之一部分，可得合理期待，而董事得自主決定配套組合相關消除利益衝突之程序措施，雖然個案審查具備彈性除了容易流於法院恣意判斷外，我國並未有此等配套完全的自律規則，曾經制定之 MBO 治理守則草案無疾而終，僅融入於上市上櫃公司實務治理守則當中，雖我國企業文化將此等資訊僅視為道德上

之訴求，然此並非行政機關未予以完善配套之理由，僅因與實務治理守則相似而僅存第 12 條利益衝突注意之呼籲，將無法完整凸顯出該管理階層收購利益衝突之疑慮，管理階層也未有消除股東疑慮說服股東應賣之意識。

又依據企業併購法新修法第 5 條第 3 項之規定「公司進行併購時，公司董事就併購交易有自身利害關係時，應向董事會及股東會說明其自身利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由。」，其修法理由明文，「按公司董事在具有自身利害關係下所為之併購決議，雖未必有害於股東權益，但難免有公平性與合理性上質疑。為健全公司治理，促使董事之行為更透明化以保護投資人之權益，爰參考美國德拉瓦州一般公司法第 114 條之規定要求具有自身利害關係之董事，應向董事會及股東會說明利害關係之重要內容；為避免董事可能夠過併購案圖謀自己利益或僅考量到併購公司之利益而危害目標公司之利益，藉由說明義務說明其同意與反對併購決議之理由，預先告知股東與其他利害關係人供投資人謹慎評估投資之時機，俾保障股東權益。」指涉董事在具有利害衝突時，必須進行其自身利害關係之重要內容，然其理由在於當涉及股東權益時，必須進行公平性及合理性上之說明，難免有所矛盾，雖學者¹⁷⁶亦認為解決利益衝突最好之方法便是董事應公開所有利益衝突且董事需對利益衝突提出詳盡的說明，使其成為董事忠實義務的一部份，然而觀諸實務上涉及自身利害關係之重要內容部分，如在公開收購說明書中所指涉之重要協議內容¹⁷⁷，例如在國巨案中，遨睿收購公司公開說明書中雖說明目標公司關係人與收購方間之重要協議內容，僅陳述陳泰銘等以及私募基金為創始人股東，透過不同方法進行注資，並在私有化交易後，董事席次成員中仍然包括目標公司董事長陳泰銘先生，並約定後續在職期間之職責包括負責公司的日常管理及策略規劃，並禁止董事長事後販售公司持股，更屏除董事長等關係人在未來 7 年內從事相關競業行為，從日後之經營、公司治理架構、股權移轉、競業禁止等事項，或是指陳股權轉換投資數額，說明日後留存於公司繼續參與經營之董事，若於此次公開收購進行應賣後

¹⁷⁶ 陳彥良（2014），〈企業併購中股東最大利益暨董事相關忠實義務—評台灣高等法院一〇一年度重上字第六七三號民事判決〉，《裁判時報》，29 期，頁 53。

¹⁷⁷ 可參考第二章第六節第二項第二款之討論，僅僅能用以判定該次先購後併之交易是否屬於管理階層收購交易。

再行投資於新公司將會取得多少股份，形同為原始目標公司之股份與未來依存公司股份轉換之比例說明，然該等內容與股東權益，甚至是股東最關心之股份價格皆無涉，少數股東最終皆面臨被排除於公司外之命運，而無法繼續留存於公司，控制股東身兼董事於併購可得獲取之利益或多或少產生擠壓少數股東利益之可能，然實際上對於提供予少數股東之價格之擬定過程是否有偏頗或不當受污染等外力介入，使價格審議過程排除利害關係人之偏見，甚至為達到價格純潔不受污染這樣的目的，採取何種措施抑或是建議採取何種措施皆未見於該等說明義務之內容，修法理由雖有意識到併購過程所產生之利益衝突需由說明義務來進行緩和，以利於保護股東之權益，防免不公正以及不合理之合併內容，然新修法第 5 條之內容文義直接復刻公司法第 206 條第 2 項之利益衝突說明內涵，是否有不當或是不完善之處可見一斑，對在未來完全受到排除的少數股東而言，所給予之「價格審議過程」是否有疑義應予以說明，而非在於「是否進行該併購案」進行董事利害衝突之說明，控制股東身兼董事縱使說明自身在未來仍會持續參與經營團隊，從事日後之經營、說明公司治理架構、股權移轉、競業禁止等事項，僅能證明該等併購交易有利於公司提升競爭力，符合提升企業價值之企業併購第一命題，但卻未能再針對將該等價值分配與股東以及如何分配第二命題，進行適切之說明，難能達到修法理由所提及針對股東權益進行合理性以及公平性之說明，是以主管機關配套類似日本法 MBO 交易指南，針對第二命題下如何將價值分配與股東以及如何分配，包括分配過程具有利害關係董事恣意性之排除極具重要性，新修法企業併購法第 5 條第 3 項說明義務仍然無法說明董事審議價格過程中有任何可得以排除少數股東疑慮之內涵存之。

再者企業併購草擬者劉紹樑先生有言，我國併購活動不發達之原因是產業政策與經濟發展方針並不注重¹⁷⁸，本文認為，主管機關與其如同於國巨案哀，以模糊之上位概念諸如「社會觀感不佳」「影響股東權益」來駁回投資案，引發「歧視外資來台投資」之疑慮，事前進行完善配套措施之呼籲更顯重要，守則之制定使之形成最佳實務指南，於董事決議遂行管理階層收購時，有可資遵循之自律規則，大幅提升董事對於主管機關准駁之預測，以利其順利遂行 MBO 交易，而司法實務於事

¹⁷⁸ 劉紹樑（2003），〈我國併購法治的蛻變與前瞻〉，《經社法制論叢》，32 期，頁 5。

後審查董事於交易中是否違反其注意義務時，對於該等 MBO 指針亦應予以重視，針對其所訴求之充實股東投資判斷之理念等，依個案審查董事是否違反其注意義務，或將之納入成為安全港程序之一環。



第四項 程序對實體之影響

(一) 合理審查義務與公正程序義務之劃分

在程序性義務當中，若採取嚴格審查標準-完全公平法則時，審查之內容在於公平計劃以及公平價格，惟美國法上所指涉之公平計劃包含「作成時點」、「如何發起」、「交易架構」、「協商談判」以及「如何揭露」，與前述之合理審查義務部分有所重疊之疑慮，此處遇透過特別委員會之權限以及特別委員會與董事會之互動上來劃清兩者之界線。

合理義務審查之審查客體在於，董事面臨數個企業可得進行選擇之決策中，是否盡到合理之蒐集、調查、檢討，詳實掌握該等選項之損失以及利得，並達到消除股東疑慮，避免管理階層有在股價低點進行收購之疑慮，而在美國法上完全公平原則當中之公平計劃所指涉之，「作成時點」、「如何發起」等審查，將審查該等行為是否對目標公司具有利益，進行「利益與否」之判定，亦即該等合併行為是否有僅有利於控制股東或是母公司，對於目標公司或是子公司之利益並未大於母公司可取得之利益，其中是否在目標公司股價低潮時進行收購，甚至目標公司先前導致股價下跌之因素，是否可歸責於母公司或是控制股東，此等內涵實質上與日本法上所建構之合理審查義務客體相重疊，此部分本文認為並非特別委員會之職責，而應劃入合理審查義務之客體。

特別委員之職責在於建構公正程序時，在程序當中避免受具有利益衝突之人污染公正之心證，除了公正計畫架構以外，尚有「談判協商」以及「如何向董事會進行揭露」，在美國法上除了審查特委會本身以外，更審查董事會與特委會之互動，通常會審查「公平程序當中發生了何事」以及董事會「做了什麼」，是否有「應發生而未發生」，或是有「應為而未為」之情事發生，例如董事會或是特別委員會特定之成員，取得不利於目標公司或是目標公司股東之報告，此不利之報告應揭露予

具有完整權限之特別委員會而未予以揭露時，或是應進行底價之揭露而未予以揭露、公平意見書應審慎製作卻未盡其注意義務，即為審查特別委員會是否具備公正程序之審查重點，本文認為此部分即為我國在建構公正程序時，予以審查之範圍。

意味我國合理性義務以及公正程序義務，因適用美國法上完全公平法則而有部分重疊之疑慮，即以特別委員會之權限，以及特別委員會與董事會之互動上，作為一界線之劃分，原始公平計劃所包含之「作成時點」、「如何發起」、「交易架構」、「協商談判」以及「如何揭露」，就前三者「作成時點」、「如何發起」、部分「交易架構」為我國合理性審查義務之範圍，而後續涉及價格之部分「交易架構」、「協商談判」以及「如何揭露」，及適用美國法上完全公平標準搭配安全港程序，使舉證責任倒置或是轉換成更為寬鬆之經營判斷法則，促使董事做成更加完善之利益衝突淨化機制措施。

（二）以安全港程序影響實體審查密度，進行誘因建構

若我國董事遂行程序性手段時，在實體上會產生什麼樣的影響，依照美國安全港程序下所建構之誘因，符合雙重程序保障時，司法審查標準有以從嚴格之完全公平法則中產生舉證責任倒置之效果，原由董事負擔該計畫以及價格具備公平性，倒置後原告股東必須舉證該等計畫不具備公平性之責任，抑或是產生將審查密度降低為經營判斷法則，此等差異皆在於法院認定當時所採取之措施是否足以消除利益衝突，而有不同之法律效果，惟近年為促使更加強烈之誘因促使董事於交易時配套更加完善之措施，而有一律改以商業判斷法則來進行審查，蓋相較於對整體企業風險無整體認知的法院來說，董事自主性建構審查交易案以及保護少數股東措施，較具備經營判斷之合理性。

我國取法時，可透過美國法上針對安全港所設計之內容，產生舉證責任上之差異抑或是降低審查密度，藉此設計誘因使董事遂行該等消弭利害衝突之機制，保障少數股東之利益，是以，若現今有管理階層收購發生，董事會於交易當中若依照目前我國企業併購法第 5 條來設置特別委員會或是遵循收購辦法建構審議委員會，皆因其權限之不足，無法撇除其受有董事會壓迫之疑慮，單純由獨立委員會為其構成員，仍不足以消除高道德風險之疑慮，是以若董事會給予完整拒絕之權限，我國法院則可將審查之標準調降為更加寬鬆之經營判斷法則。

第二節 董事對股東之義務-價格最大化義務

第一項 調和全體股東利益

企業併購下董事之忠實義務，依據企業併購法第 5 條「公司進行併購時，董事會應為公司之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜。」，董事本於受託人之身份進行企業併購決策時，除應盡善良管理人注意義務外，亦必須謹慎維護其忠實義務，亦即有「為公司之最大利益」為考量之義務，修正過去明文「為股東最大利益」不包括企業其餘利害關係人之疑慮，修法之立法理由明文，「鑒於公司法第 23 條規定，董事係對公司而非全體股東負有忠實義務與善良管理人注意義務。按董事處理併購事宜與為公司執行業務之注意義務並無二致，爰修正第一項文字，以求體例之一貫。」，修正過往以全體股東最大利益之文義，以符合與公司法第 23 條之文義。

此次修法除了使過往股東直接訴權存否之爭議不再以外，本次修法呼應學者對於公司社會責任之追求，除了以股東利益最大化為依歸外，尚需調和不同利害關係人之利益衝突，使符合公司整體利益之最大化，而過去司法實務最高法院 99 年度台上字第 261 號判決之農民銀行與合庫合併案，亦指陳「毋寧謂，全體股東之最大利益即為公司整體利益之最大化」，本於股東為公司剩餘財產分配之請求權者，全體股東利益最大化即被認為係公司整體利益最大化，惟此等說法並未否定公司追求利益最大化之過程中，有否認應不予以調和「股東全體」利益之概念，蓋本文認為縱使公司以及股東之利益並不相同¹⁷⁹，而應分別觀察，但調和所有利害關係人之過程中，仍無法漠視為「股東全體」之利益著想，董事雖亦身為公司股東，不應偏袒參與 MBO 交易之股東，或是偏袒支持其當選之股東派別，藉此損害少數股東之權益。

第二項 確保股東共同利益義務

在美國法上，承認董事對個別股東之受託義務存在而有 Revlon 義務，於公司面臨出售或拆解時，董事有為股東爭取最佳價格之義務，且該等義務在協商過程

¹⁷⁹ 陳彥良，前揭註 176，頁 50。

中，若價格有升高可能性時，該義務隨即啟動，換言之，公司面臨出售或拆解時，依具體個案狀況若協商過程價格有升高可能時，受託人即有為股東爭取最佳價格之義務；在日本司法實務，建構董事對股東負有「確保共同利益」之義務，董事不得本於圖利於己之意圖，損害股東利益。

然而尤其在股東逐出交易當中，少數股東被迫收回出資，其等對股東全體之補償行為，更應特別重視少數股東之利益，蓋其利益應包含於「股東全體」之中，不應被單獨犧牲，日本法上因此而認為有公正價格之存在係為全體股東而存在，而非為公司，蓋若董事之受託義務對象僅單純為公司，則縱使在公司出售之場合，事實上亦無追求最佳價格之理由，更無法說明為何要至少要使股東取得公正之價格，董事會之義務直接受託對象雖為公司，然亦可認為間接包含股東之利益，若僅存考量公司之直接利益為其受託內涵，則收購股東之價格事實上並無公正價格或是最佳價格之必要性，蓋管理階層若以較低之價格向股東收購其股份，代表付出較少之成本，於公司合併後該等債務承擔之數額亦為降低，整體來說，公司最大利益仰賴董事洽談出最低之價格，從該等觀點出發，此次新法僅能說明董事不應完全以全體股東之利益為依歸，惟無法否認我國在調和各個利害關係人之利益時，仍應兼顧全體股東之利益，而對於全體股東利益具有間接之契約關係。

因此我國在建構董事對股東之義務時，即可由上述間接之契約關係觀點，來建構董事負有為「確保全體股東利益」之義務，該等義務之內涵，即包括了積極勸誘潛在買家進行公開收購競價，以及積極與收購方交涉，使交易之價格提升之義務，後者如同美國法上 *Revlon* 義務，於管理階層所出具之價格有升高可能性時，目標公司受託人有促使管理階層所參與之收購方提高其價格之義務，蓋若否定董事積極提升股東利益面向，形同只要不損害甚至維持股東既存股份利益即可，僅剩消極義務，雖公正程序往往可代表公正計畫與價格，但為避免董事狹公正程序為掩蓋其低價之意圖，本文認為負責協商之受託人仍具有積極爭取最佳價格之義務。

第三項 法律性質



此等間接為全體股東利益為其受託義務之觀點，在董事未履行時，應被課予責任，在可得爭取更高價格的前提卻未為爭取時，其法律性質為何有疑義，董事是基於委任關係為本人、為公司處理事務，還是董事對股東之義務，前者為公司對股東之債務不履行，後者則為董事對股東之侵權責任，除非董事行為已構成故意以背於善良風俗之方法加損害於股東，或者違反保護他人之法律，否則董事之行為不能構成對股東之侵權行為¹⁸⁰。

董事身為公司之受託人為公司處理事務，而以營利為目的之股東出資參與公司營利活動，最主要在於取得分派盈餘，盈餘分派無疑是公司與股東間之事務，屬於公司「內部」事務¹⁸¹，本於股份買賣契約而取得股東地位，本於該股東身分可茲向公司主張之權利，而是否分派是涉受託人董事之商業判斷，法院不宜過度入審查，而此處交易當中涉及企業併購法下的第二層次，將公司所升高之產值分配於股東，此常體現於市場溢價之給予，市場溢價分派是否有不適當之可能，各國皆面臨這樣的議題，不適當的市場溢價分派所造成不公正不公平之現象，為此處要處理之問題，而各國也走向以程序面向來探討該等價格是否具備公平性以及公正性，日本法上學者認為，公平、公正性的追求背後即代表著董事在對公司義務內含當中，間接包含對全體股東之利益追求，意即此處亦本於董事與公司間之委任契約所派生，而非董事直接對個別股東產生契約上之義務，而係屬於董事在對公司契約下所生對全體股東利益之維護。

在我國，我國公司法在文義上以及論理上，亦無法直接建構出董事對股東之義務，而就價格所呈現出企業併購所提升之價值分配不當，在股東參與出資以營利為目的之公司，股東本於股份買賣契約具有股東身份，本於該等地位所可取得之利益亦應受股東利益最大化原則之保護，雖該等原則並非適用其一後要排除其他利害關係人之利益，而係屬於全體關係人利益調和之一部份，而在該交易當中董事有所違

¹⁸⁰曾宛如（2008），〈少數股東之保護與公司法第二三條第二項一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 269。

¹⁸¹ 曾宛如，前揭註 180，頁 268。

反，董事對於給予股東最高之價格，亦屬於公司受託之事務，在股東利益最大化之原則下，董事處理公司事務必須盡力調和各利害關係人之利益，尤其對全體股東利益之維護，處理不當情況之觀點可知，該等義務之違反屬於「公司」對「股東」受託事務之違反，為「公司」「內部」事務之違反，而該內部事務即董事在調和各利害關係人利益時，侵害股東利益，違反股東利益最大化，在法律性質上係屬於董事直接對公司負有受託義務的情況下，間接對全體股東負有之受託義務，意即前述確保股東共同利益之義務。

第四項 請求權基礎擇定

依據公司法第 23 條第 1 項「公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任。」但由於此處受損害者為股東而非公司，是以在董事直接委託人為公司之契約關係下，股東代位公司向董事進行求償之代位訴訟難以發揮作用，是以就我國法上之請求權基礎而言，以援引股東可得直接主張之請求權基礎為宜，依據同條第 2 項「公司負責人對於公司業務之執行，如有違反法令致他人受有損害時，對他人應與公司負連帶賠償之責。」，在司法實務上採取個別損害原則，必須要有直接、個別之損害¹⁸²，若僅為間接之損害無法請求，而有認為此等剩餘財產分配請求權受侵害時，雖為間接損害然而卻屬於純粹經濟上損失，亦可透過民法 184 條 1 項後段之方式，來肯認股東有直接訴權，該條指出「因故意或過失，不法侵害他人之權利者，負損害賠償責任。故意以背於善良風俗之方法，加損害於他人者亦同」，必須舉證董事主觀上具有故意侵害其利益之行為、行為與純粹經濟上損失具有因果關係、行為不法性判斷上背於善良風俗，舉證上較為嚴格且困難。

有疑義者在於公司法第 23 條 2 項究竟是否可茲適用？依據前述所採用之日本法上董事對於股東之義務，董事對全體股東具有間接受託義務而董事在價格有升高可能性之情況下，應有為股東積極爭取最高價格之義務，全體股東應當享有公正程

¹⁸² 張庭維（2015），〈公司多數決下的股東直接訴權——兼評最高法院 101 年度臺上字第 1650 號民事判決〉，《法令月刊》，66 卷，2 期。

序下最高價格之利益，此利益即從董事與公司直接契約關係下，所衍生而出之間接契約關係，該等間接契約關係在此處受有直接之侵害，而當此等股東利益受到侵害時，即受有直接、個別之損害，此時即符合我國法院採取個別損害之原則。

另有疑義者在於，該他人是否包含股東？否定論者認為本條並不包含股東，否則即有全體股東賠償個別股東之疑慮，肯定見解認為可包含股東，但必須達到一般侵權行為之程度，本文採之，認為在我國法下，當受託人在公正程序中，若價格有升高之可能性即有追求更高價格之義務，而董事消極地未協助少數股東取得該最佳之價格，侵害少數股東受補償之權利，為不作為侵權行為，應賦予少數股東求償之機會。

第五項 不作為侵權行為

（一）不作為侵權之概述

不作為侵權的著名經典案例即為岸上遊客聽見陌生人溺水呼救卻逕行離去之行為，明知其離去未予以救助將導致陌生人身體健康甚至生命權遭受侵害，該離去不救助之行為是否構成不作為侵權行為，意即其主觀上明知會發生權利受侵害之結果，客觀上卻無所作為，該等不作為是否構成不作為侵權行為？又本案董事於價格有升高可能性的情況下未積極協助升高價格，明知股東將因此遭受損害，其未予以積極協助的不作為是否構成不作為侵權行為？

所謂不作為侵權行為，行為人之不作為僅係消極地使結果發生，而與積極侵權行為有所不同，在立法政策發展上，本害人本於自我負責原則，實被害人受有侵害之結果並非行為人積極行為所導致被害人本應自我負責，若立法上要求為所作為之行為人對該等侵害之結果負責將有過度干涉行為人之行動自由，若要使被害人受有救助之利益成本轉嫁於他人（不作為行為人）身上，將有可能使被侵害之被害人採取自我預防行為之誘因降低，更可能最終使被害人無庸為自己之行為負責，更導致行為人為防免輕易為他人損害負責而減損日常生活之勞動，在前述案例中，將導致在任一遊客在眾多人的海岸邊遊玩時輕忽維護自身生命安全提高緊覺，任一陌生人皆能為自身傷害負損害賠償責任，任一陌生人皆須承擔另一陌生人受到傷害之風險，立法目的上，是以不作為侵權必須以行為人具有作為義務為前提，如行為

人於本於法律上負有作為義務而不作為，行為人自應就不作為所生之權利侵害或損害結果負侵權責任，而契約義務亦得為作為義務建構的來源之一¹⁸³，是以僅有受負有救助義務之行為人於不施予救助時，該不作為之行為才為法律上之救助義務，才有被課予不作為侵權行為損害賠償責任，否則僅為道德上之救助義務。

（二）一般作為侵權與不作為侵權行為構成要件

1. 客觀構成要件—不法性以及加害行為

在不作為侵權行為之審查，首先要知悉一般作為侵權行為之審查方式，可觀察下圖兩者之不同，兩者在除其主觀上必須具有故意或過失外，在客觀要件上，更需要具備不法性，主觀上之故意過失，我國民法採用刑法第 13、14 條故意與過失之規定，此處僅論過失，刑法第 14 條之「按其情節應注意，並能注意，而不注意者，為過失」，該條同時包含主觀上以及客觀上之構成要件，所謂「按其情節應注意」討論行為人在法律秩序中是否負有注意義務，而注意義務之存否應由法律觀點來客觀判斷而與行為人之主觀心態無關，為侵權行為之客觀要件；而「不注意」指涉客觀上有否未盡注意義務之行為。前者是否負有客觀上之注意義務為「不法性」之判斷，後者是否有未盡注意義務之行為為加害行為之有無，審查時應先探求是否有客觀上之注意義務存在，再審查行為人是否有違反該等注意義務之加害行為，此時若兩客觀構成要件形成時，再進一步審查行為人是否構成主觀構成要件。

就不法性之判斷上，有「結果不法說」或「行為不法說」之運用，所謂結果不法說即行為本身發生侵害他人之結果，且客觀上又不存在任何阻卻違法事由，法律即推定具有不法性，亦即法律規定行為人有不侵害他人產生他人受侵害結果之戒命，行為人之行為卻發生侵害他人之結果，卻又無阻卻違法事由，具備結果不法，通常在作為侵權行為當中，即以結果不法說來進行判斷，結果不法性再加上無阻卻違法事由來判斷是否具備不法性；行為不法說指涉行為本身是否違反法律規範的價值判斷，強調行為本身是否有注意義務的違反，通常適用在不作為侵權行為或是間接侵害，不法性中之注意義務，在前者結果不法說中是指涉行為人之「行為」不

¹⁸³ 林誠二（2011），〈論過失與不作為侵權行為之認定〉，《台灣法學雜誌》，178 期，頁 116-117。

侵害他人之注意義務，後者行為不法說中是指涉社會生活上防範風險之注意義務是否有所違反，行為本身屬於中性，例如進行交易或危險源之利用，但損害之結果是否歸責於行為人，是否因為行為人違反社會生活上防範風險之注意義務、或是社會交易安全義務，導致該等損害之結果應歸責於行為人，該等義務可能從社會生活上防範風險或是社會交易安全產生，解釋上還包括，法律規定、契約關係、服務關係、自己危險行為、公序良俗、誠信原則，並不限於法律明文，應綜合整體法律目的或精神綜合觀之¹⁸⁴，此即不作為侵權行為當中作為義務之探討，而有學者言，此時應參酌保護客體（權利或是利益）是否具有顯著性以及合理清楚之外延、加害人主觀上為故意或過失以及加害人之利益衡量因素¹⁸⁵。行為人不當然因結果不法而使行為人負有不作為侵權責任，而須在法律上有作為義務之存在，始能課予不作為侵權行為。

2. 主觀構成要件—過失

延續上述刑法第 14 條之「按其情節應注意，並能注意，而不注意者，為過失」，主觀上必須要有預見可能性或是迴避可能性，亦即對於侵權行為之發生，若行為人對行為、行為結果、注意義務存否事實若全數知悉，對該等事實具備心理上認識之狀態，即可評價為行為人具備故意；若就上開事實未能全部知悉，而行為人對於該等事實具有預見可能性者或迴避可能性時，行為人即具備過失¹⁸⁶，行為人是否具備過失此種心理狀態，可透過當時之環境事務加以推斷，是以前者二客觀構成要件，可為判斷過失與否之背景以及對象，即行為人對兩者有無預見或預見可能性，而該預見可能性存否之認識衡量基準，通說以及實務上認為，一般侵權行為之注意義務程度以善良管理人注意義務為標準，即客觀上擬制一與行為人立於相同環境、地位、而具有相當技術、經驗、誠實且謹慎之正常合理人，以該正常合理人應有之注意義務為標準，凡行為人有低於該等注意義務，即有欠缺善良管理人注意義務，該是否可得預見、是否可得認識之狀態基準，為注意義務之程度，近來有

¹⁸⁴ 林誠二，參前揭註 183，頁 117。

¹⁸⁵ 陳聰富（2008），〈論侵權行為法之違法性之概念〉，《侵權違法性與損害賠償》，初版，元照，頁 40。

¹⁸⁶ 林誠二，參前揭註 183，頁 113。

將該等主觀要件賦予客觀化標準，然實際上此仍為侵權行為之主觀要件而非侵權行為之客觀要件侵權行為主客觀要件仍需要分別判斷之。



【附圖六】作為與不作為侵權行為



3. 不作為侵權行為之審查

在一般作為侵權當中，客觀構成要件上判別行為人之行為是否具有不法性時必須行為人存在注意義務亦即其行為有破壞注意義務要求行為人應為或不應為之誡命¹⁸⁷，而在於不作為類型當中，如前所述必須要以作為義務存在為前提，否則縱使行為人「主觀上認識」有權利侵害之結果，仍不當然在客觀上認定其具有作為義務，例如在海邊發現有人溺水，惟岸上遊客雖知悉若未下水救人該溺水人必遭受生命權上之侵害，岸上遊客主觀上認識有權利侵害之結果，然其未下水救人之不作為並不因此發生侵權行為損害賠償責任，除非其在客觀上被認定具有作為義務，意即除非發現者為岸邊救生員或是直系血親尊親屬等客觀上被認定具有法律上救助義務、作為義務之人，其不作為才有被評價之意義，是以任一不作為之人不因主觀上認識權利侵害之結果，理當即進入其不作為之評價，因其不當然有客觀上之作為義務，仍必須另行探討作為義務之來源，而作為義務的建構，在本案管理階層收購當中，即

¹⁸⁷ 林誠二，參前揭註 183，頁 115。

必須建構董事具有積極提升股東價格之作為義務存在，才得以判斷董事之不作為是否具備不法性。



4. 董事在管理階層收購當中之作為義務

董事對於全體股東之義務源自於董事直接對於公司之公司利益最大化義務當中，衍生有董事間接對股東負有全體股東利益最大化調和之義務，該等間接衍生之義務對象，為全體股東，並非董事對於個別股東之義務，而係對於全體股東之義務，董事在有價格提升可能性時即應積極進行協商，而負有價格最大化之義務，此時少數股東在交易當中被迫逐出，無法繼續持有公司未來繼續營業之利益，被迫收回出資，股東應受有合理完善之補償權利具備社會合理性，股東應有受補償之權利，當補償不足額時，即侵害少數股東之利益，是謂具備受有補償之權益，此等本於契約關係之作為義務建構已如前所述，若價格非最佳價格，股東補償權利將受有侵害，董事在主觀上具有預見可能性，而董事本於確保股東共同利益義務，在公正程序下，於價格有升高可能性時具有積極提升股東價格，董事有該等作為義務而不作為，董事之不作為具有不法性。

又此時所應參酌保護客體（權利或是利益）是否具有顯著性以及合理清楚之外延、加害人主觀上為故意或過失以及加害人之利益衡量因素上，股東補償權益上之損失為社會通念上可得知悉之權益，在違反股份自由轉讓之情況下給予適度之補償符合社會通念，該等權益之存在具有社會合理性亦具備顯著性，蓋若價格未積極提升，股東補償權將受有侵害，受託人對此具有主觀上可預見性，在價格有提升可能性下有避免股東未受完全填補之可能性卻未為之，具有過失，而受託人董事於公正程序下有積極提升價格之作為義務卻不作為，與股東補償權益受侵害具有因果關係，受託人以不作為侵害股東補償權，符合公司法第 23 條 2 項董事執行職務侵害他人權利，股東可依據公司法第 23 條 2 項向董事以及公司請求連帶賠償。

第六章 結論

管理階層主導收購方進行交易之同時亦具備目標公司受託人之身份，此交易架構具備本質上的利害衝突，各國面臨該種利害衝突交易下所採取之不同措施即值得我國借鏡，檢視美日兩國受託人審查基準，來建構我國司法審查之手段，本文建構之方向，可區分為董事對公司之義務，以及董事對股東之義務。

就董事對於公司之義務而言，應取法日本建構 MBO 盡力完成義務，區分為前階段決策選定之合理性義務，以及決策執行過程中之公正程序義務，前者合理性義務之審查內容應採用日本式之經營判斷法則，審查董事是否在數個企業可茲選擇之數選項當中，董事是否進到合理之蒐集、調查、檢討之義務，並擷取經營判斷法則之精神，輔以程序性手段進行佐證，審查董事是否符合該等合理性義務，蓋此等手段與我國對於受託人義務之一般性審查較為接近，我國司法實務不乏有重視董事程序性手段，在董事決策選定過程中是否盡到合理注意義務時，審視董事是否盡到合理調查或是在合理商業規則下進行決策，此種取法經營判斷法則精神之判決，且相較於美國之舉證責任由原告股東來舉證董事決策不符合商業判斷法則要件，而有預設董事具備經營判斷，宣示法院不干涉政策之傾向，而日本與我國皆同以被告董事負擔初次舉證責任，由董事自主舉證決策符合善良管理人注意義務，而以程序性事項為佐證方法之一，是以本文認為我國可取法日本，順利建構出 MBO 合理性義務，審查董事在決策過程中是否盡到合理之蒐集、調查、檢討次等程序性手段作證，判定董事在前階段是否符合善良管理人注意義務。

管理階層收購後階段決策執行之過程當中，應建構目標公司董事公正程序之建構，日本法上由於並無單一規則可茲採用，是以本文選擇以美國法上完全公平原則搭配安全港程序，促使董事在事前交易中自主性建構保護少數股東之機制，若董事完交易當中並未有建構美國法上安全港之程序以消除利害衝突疑慮，在我國法上即包括是否建構完整權限之特別委員會，董事於利害衝突性資訊揭露時，是否有更進一步揭露底價，是否有不具利害關係之少數股東同意，若有所欠缺而受法院認定未達到消除利害衝突疑慮，董事在訴訟上即應適用較嚴格之審查標準，舉證其交易計劃以及價格具備公平性，未享有訴訟上之舉證責任之利益，換言之，若董事未成功

消除法院對於忠實義務違反之疑慮，將導致董事被課予忠實義務之責，大大增加了董事損害賠償之機會。

在特別委員會方面應賦予完整之權限，除了企業併購法第 6 條第 3 項，已修訂可獨立聘僱專家獲取獨立專家見解外，更應有可拒絕之權限，理由在於在美國法下，以私有化交易規範 Rule 13e-3 為依歸，必須依 Schedule 13E 進行公平性之揭露，其中包括價格以及計畫是否具備公平性之資訊揭露，然管理階層在學說上被認為必須更進一步建構其揭露義務，蓋本於其特權地位，掌控公司特殊資訊，應揭露最接近公司真實價格之底價，雖該價格可能導致其成本升高，無法創造其投資之最大利益，然其本於公司受託人之地位，應有揭露其底價之義務，以對於被強制剝奪未來公司繼續經營利益之少數股東給予最佳價格，使其受到完善之補償，滿足其受補償之權利。

然無法否認該等過度揭露帶來抑制第三方出價之缺點，學說有認為特別委員會正是防免該等缺點之配套措施，建構受託人像特別委員會成員揭露其底價之義務，或透過特別委員會與之協商，談判最接近公司真實價格之最佳價格，並使特別委員會揭露其談判過程，於公開收購中向股東進行揭露，交由股東公評，抑或是交由後續法院來透過管理階層對於特別委員會是否有完整之資訊揭露，是否隱瞞不利於交易之資訊，而有特別委員會權限受到限制或壓迫之疑慮，進而認定公開收購具有壓迫性，適用嚴格之審查標準。

過往法院在公開收購中，認為公開收購一律適用商業判斷法則，以寬鬆審查標準進行審查，惟隨著案例演變發展，法院意識到公開收購成為收購方壓迫目標公司接受低價之手段，而少數股東在資訊以及專業不足之情況下，大多無法自我保護，受託人為少數股東檢視收購價格是捍衛股東權利的最後屏障，受託人在公開收購中仍須積極防免控制股東本於資訊優勢所進行之壓迫行為，公開收購中少數股東至少應有受託人此最低限度之保障，在一階段與二階段併購實質經濟價值並無不同之情況下，受到壓迫之公開收購亦應適用較為嚴格之審查標準，而特別委員會之完整交易權限，更是特別委員會是否有受到壓迫之證明，進而促使法院升高及審查標準，是以透過取法美國法上之案例，特別委員會是否取得受託人之特殊資訊如前述之底價，甚至是不利於收購方或目標公司資訊之揭露有「不實」或「誤導性的資訊」

或是「具有詐欺不法情事存在」、特別委員會是否受有控制股東之壓迫而有受控制股東報復之疑慮，特別委員會是否具有收購條款協商之權限，換言之，特別委員會是否具有整體交易之拒絕權限為法院可茲判斷之重要要素，在我國法上透過取法其董事在交易中商業應對模式，此些要素皆應可受我國審查受託人義務是否違反之借鏡。

再者，在特委會課予責任之部分，有疑義者在於董事迴避後若僅存獨立董事於董事會中進行審議，然透過此等誘因建構，僅僅另行設立特別委員會即可有降低審查標準，達到減輕責任之效果，本文認為，可取法日本法上課予責任之方式，獨立董事雖身為特別委員會之成員，負擔特別委員會辦法中所承擔之義務，惟其獨立董事之身份仍存在，身為獨立董事必須監督決議不受具有利益衝突之管理階層所影響，監督特別委員會之程序防免受該等人所壓迫，於特別委員會之程序受有利害關係董事或是控制股東所影響，污染程序之公正性而未及時制止，未履行其被賦予之監督義務時，即可應以獨立董事之身份另行課予監督義務違反之責，是以在我國獨立董事身兼董事會決策審議，而縱有另行設立特別委員會之餘，亦不免除其身為獨立董事之監督義務，於特別委員會義務有所違反時，應及時制止以符合其善良管理人注意義務。

在審議委員會之部分，若收購方所啟動之公開收購，為管理階層收購，其等設置之審議委員會，即應有其認知該等審議委員會設置之目的在於利益衝突之消除，而非一般公開收購下單純為股東審議價格、提出建議之機關，應依上市上櫃公司實務治理守則來進行迴避，以及更加自主性採取防免利害衝突污染公正程序之心證，例如同時設立特別委員會，或是自主性賦予審議委員會完整權限，才得以確保該收購價格以及計畫具備公正性、合理性。

在資訊揭露之部分，建構董事揭露底價之義務，以符合新法企業併購法第 5 條第 3 項之要求，惟本文認為不應直接導致董事會決議失其效力，該效力過於強大且將導致法院深陷回復原狀之難題，是以在受託人違反底價揭露義務時應予嚴格之審查標準，以順利建構董事自主性揭露此等重要資訊之誘因，避免具有價值之資訊被把持，順利建構有效率之管理階層收購。

就董事對股東之義務而言，本文以董事對股東之不作為侵權行為來建構股東之直接訴權，股東由於該等交易而逐出應受有補償，該等補償權益具有社會合理可期待性，應予受法規範所保護，是謂具備受有補償之權益，若價格非最佳價格，股東補償權利將受有侵害，受託人等在主觀上具有預見可能性，符合侵權行為主觀構成要件，而在客觀構成要件方面，受託人若為消極未協助股東升高其價格，是謂不作為，然該等不作為必須以受託人具有作為義務為前提，我國作為義務之建構，可參考日本法上學說所提出之股東價格最大化義務並輔以美國法上Revlon啟動之判定標準，於受託董事或特別委員會於公正程序中價格有上升可能性而未盡力使價格上升時，董事具有受託義務之違反，而該對於股東之受託義務，即在於董事對股東具有「確保股東共同利益之義務」，屬於對全體股東之義務而非對個別股東之義務，蓋依據我國企業併購法新法第5條之規定，董事於企業併購中有為公司最大利益考量為依歸，於公司為全體利害關係人考量時，無法否認仍有維護全體股東之利益，意味受託人義務直接對象雖為公司，但仍有間接維護股東利益之義務，本於該等契約關係，應負有積極維護股東利益，而認為受託人在此有作為義務，受託董事或特委會若於公正程序當中，有提升價格之可能而未積極為股東提升價格，是謂作為義務之違反，此時受託人侵權行為之客觀要件即符合，換言之，股東補償權存在具有社會合理性，若價格未積極提升，股東補償權益將受有侵害，受託人對此具有主觀上可預見性，而受託人於公正程序下有積極提升價格之作為義務卻不作為，與股東補償權侵害具有因果關係，受託人以不作為侵害股東補償權，符合公司法第23條2項董事執行職務侵害他人權利，股東可依據公司法第23條2項向董事以及公司請求連帶賠償。

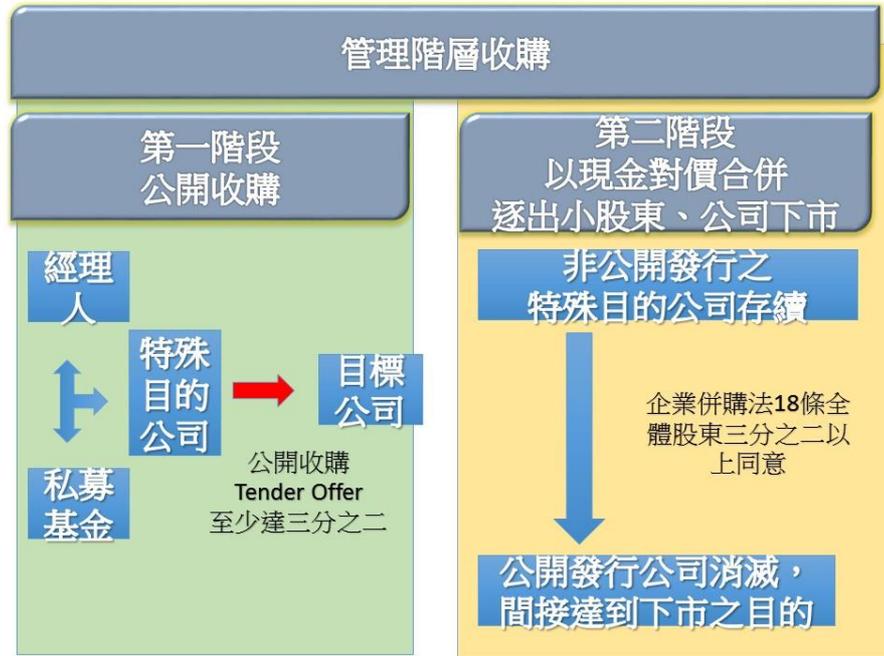
最後，我國並未有如日本法上完整配套實務守則或自律規則，曾經制定之MBO 治理守則草案僅融入於上市上櫃公司實務治理守則當中而無疾而終，雖我國企業文化將此等資訊僅視為道德上之訴求，然此並非行政機關未予以完善配套之理由，僅存的上市上櫃公司實務治理守則第12條利益衝突注意之呼籲，將無法完整凸顯出該管理階層收購利益衝突之疑慮，管理階層也未有消除股東疑慮說服股東應賣之意識，又企業併購法第5條第3項雖修訂董事說明義務，以消除在股東權益上之不公平以及不公正之質疑，惟本文認為，文義上董事所揭露者為董事自身之利害

關係，該等利害關係於管理階層收購交易下，未來股東將無法繼續參與公司經營的狀況下受到排除，股東之權益甚至是股東唯一所關心者僅在於其等可取得之價格，而該等價格審議程序上是否有適切排除利害關係董事介入，是否有防免價格審議程序因利害關係董事之偏頗而受到污染之措施，皆不包含於於本次新修訂企業併購法第 5 條第 3 項說明自身利害關係義務當中，自身利害關係之說明或多或少僅能指出董是身為控制性股東有產生排擠少數股東獲取企業併購所提升之公司價值，無法說明價格審議過程之公正性以及合理性，如此以來單純以說明自身利害關係之文義觀之，勢必無法達到修法理由所指涉免除股東權益有不公平或不合理之質疑，因此本文仍建議主管機關應重啟 MBO 治理守則之研討，建構更加完善之遵循規則，使我國企業以及司法機關甚至外資有可供參考之措施，讓交易案之法律風險更加可得預見，活絡該交易制度之運用。

附件資訊

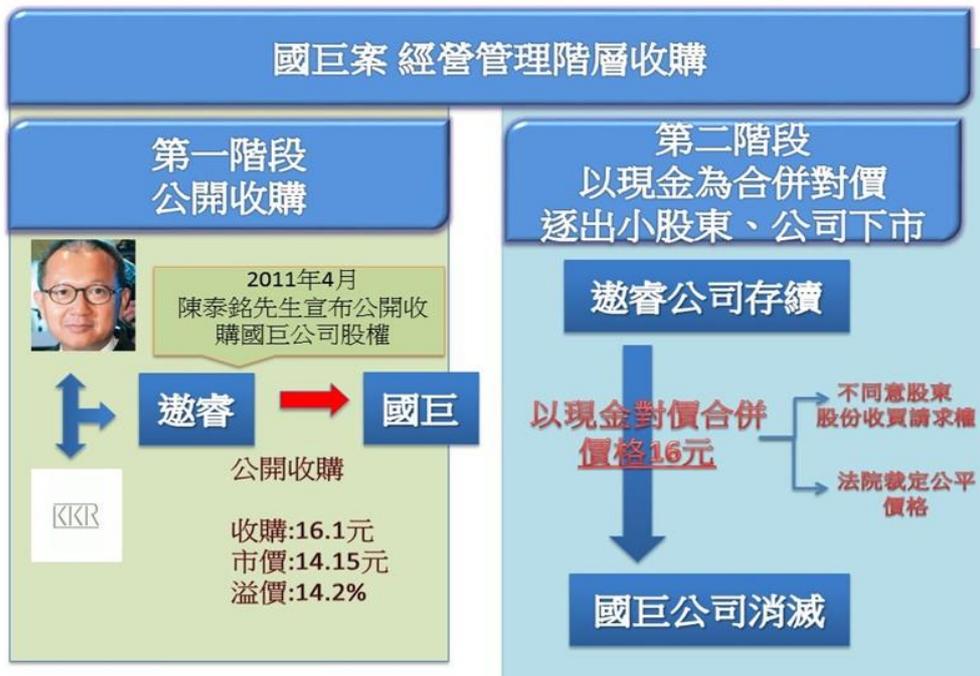


【附圖一】管理階層收購流程



3

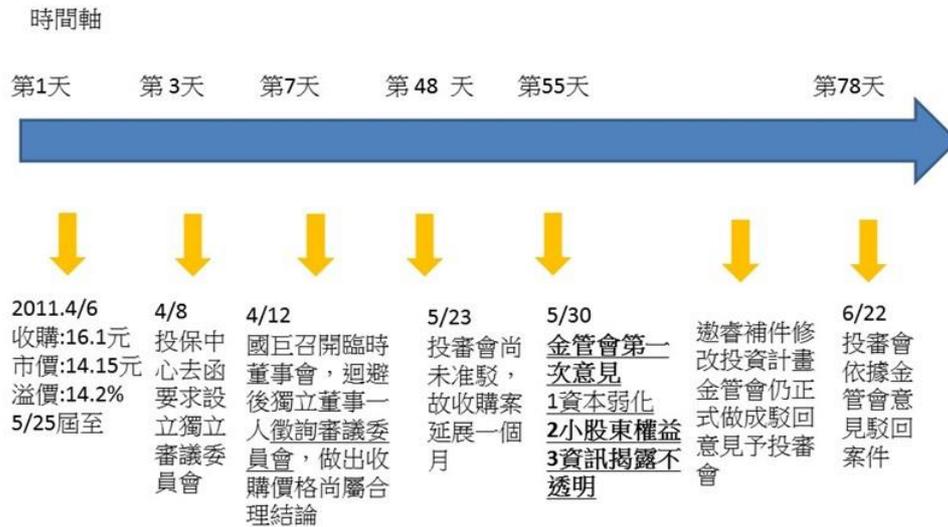
【附圖二】國巨案收購流程



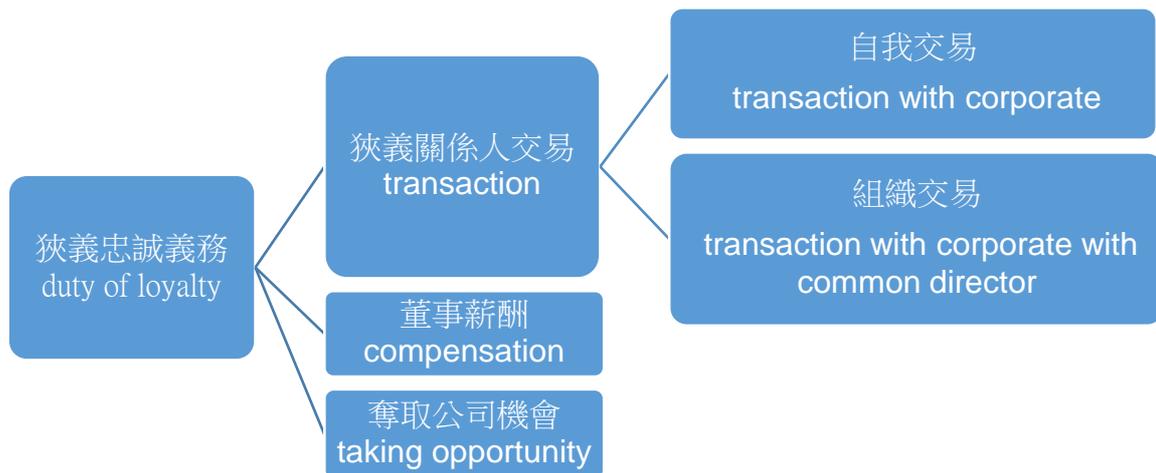
【附圖三】國巨案案件背景資料



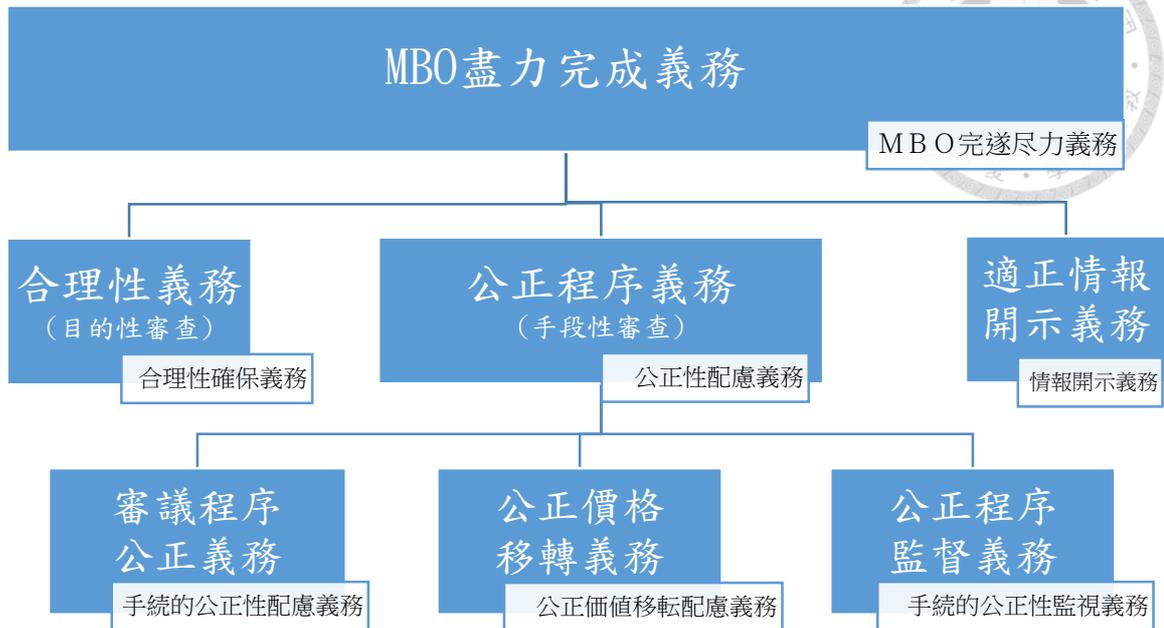
國巨案案件背景



【附圖四】狹義忠誠義務



【附圖五】MBO 盡力完成義務



【附圖六】

作為與不作為侵權行為



參考書目



(一) 中文書目 (依作者筆畫順序)

- 林國全 (2000)，《證券交易法研究》，初版，元照。
- 曾宛如 (2005)，《證券交易法原理》，三版，元照。
- 曾宛如 (2008)，《公司管理與資本市場法治專論 (二)》，初版，元照。
- 廖大穎 (2013)，《證券交易法導論》，六版，三民書局。
- 劉連煜 (2002)，〈公司利益輸送之法律防制〉，《公司法理論與判決研究三》，元照，初版。
- 賴英照 (2009)，《股市遊戲規則—醉心證券交易法解析》，再版，元照。
- 王文宇 (2011)，〈從國巨案談管理階層收購案的爭議〉，《會計研究月刊》，308 期。
- 王文杰、方嘉麟、馮震宇 (2008)，〈台灣管理階層收購之法律問題—以復盛與日月光案例為例〉，《月旦財經法雜誌》，15 期。
- 行政院公報處 (2015)，《行政院公報》，021 卷 217 期，台北：行政院。
- 吳崇權 (2011)，〈股東權益保護須落實於法制中〉，《會計研究月刊》，308 期。
- 林誠二 (2011)，〈論過失與不作為侵權行為之認定〉，《台灣法學雜誌》，178 期。
- 林國彬 (2007)，〈董事忠誠義務與司法審查標準之研究—以美國德拉瓦州公司法為主要範圍〉，《政大法學評論》，100 期。
- 林國彬 (2013)，〈公司出售或控制權出售時之股東利益最大化原則—論德拉瓦州法院 Revlon/QVC Doctrine 之適用範圍〉，《台北大學法學論叢》，87 期。
- 林進富、盧曉彥 (2008)，〈台灣 MBO 相關重要規範及實務運作問題分析〉，《月旦財經法雜誌》，15 期。
- 張心悌 (2011)，〈逐出少數股東—以資訊揭露義務與受託人義務為中心之美國法比較〉，《政大法學評論》，123 期。

張庭維（2015），〈公司多數決下的股東直接訴權——兼評最高法院 101 年度臺上字第 1650 號民事判決〉，《法令月刊》，66 卷，2 期。

張建偉、羅培新（譯）（2005），《公司法的經濟結構》，北京，北京大學出版社。

章友馨（2012），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，政大法學評論，130 期。

陳彥良（2014），〈企業併購中股東最大利益暨董事相關忠實義務——評台灣高等法院一〇一年度重上字第六七三號民事判決〉，《裁判時報》，29 期。

陳聰富（2008），〈論侵權行為法之違法性之概念〉，《侵權違法性與損害賠償》，初版，元照。

曾宛如（2002），〈董事不法行為之制止及濫權行為之處理〉，《台灣本土法學雜誌》，39 期。

曾宛如（2008），〈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。

黃朝琮（2015），〈受託義務之強化審查標準〉，《臺北大學法學論叢》，96 期。

黃曉雯（2011），〈遼睿收購國巨，為何破局收場〉，《會計研究月刊》，308 期。

楊哲夫（2014），〈淺談併購私有化與企業併購法修正草案〉，《證券暨期貨月刊》，第三十二卷第九期。

劉紹樑（2003），〈我國併購法治的蛻變與前瞻〉，《經社法制論叢》，32 期。

蔡昌憲（2015），〈下市交易中利益衝突之淨化機制：從美國 Dell 公司收購案談起〉，《臺灣大學法學論叢》，第 44 卷第 2 期。

（二）判決

最高法院 99 年度台上字第 261 號判決

最高法院 67 年台上字第 925 好判決

台北地院 93 年度重訴字第 144 號判決

台灣高等法院 98 年度台上字第 1307 號判決

台灣高等法院 99 年度重上字第 649 號判決



(三) 日文文獻

十市崇（2011），〈レックス損害賠償請求事件 東京地裁判決の検討〉，《旬刊商事法務》，1937 號。

土岐敦司、辺見紀男 編（2014），《企業再編の理論と実務—企業再編のすべて》，商事法務，初版，頁 137。

水野信次，西本強（2010），《ゴーイング・プライベート（非公開化）のすべて》，商事法務。

玉井利幸（2013），〈MBOにおける取締役の株主に対する義務-東京地裁平成23年2月18日〉，《ジュリスト別冊 金融商品取引法判例百選》，214 號。

玉井利幸（2014），〈MBOにおける取締役の会社に対する義務-神戸地裁平成26年10月16日〉，《判例評釈等/商法/新・判例解説 watch》，74 號。

太田洋，矢野正紘（2009），〈對抗的買収提案への対応に際しての取締役の行動準則（上）—我が国でレブロン『義務』は認められるか—〉，《商事法務》，1884 號，頁 17。

江頭憲治郎（2014），《株式会社法》，有斐閣，第 5 版。

志谷匡史（2015），〈シャルレ株主代表訴訟事件第一審判決の検討〉，《旬刊商事法務》，2061 號。

神谷光弘，熊木明（2013），〈利益相反および忠実義務の再検証〉，《商事法務》，1944 號。

潮見佳男（2005），〈民法から見た取締役の義務と責任—取締役の対会社責任の構造—〉，《商事法務》，1740 號。

藤田友敬（2000），〈忠実義務の機能〉，《法學協會雜誌》，117 卷 2 號。

北川徹（2007），〈マネジメント・バイアウト（MBO）における経営者・取締役の行為規整〉，《独立行政法人経済産業研究所》，2007 年 7 月。

經濟産業省（2007），《企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針》。

戸門大祐（2014），〈判例研究，1. 取締役および監査役は MBO に際し 公正価値移転義務を負うとされた事例 2. 取締役は株式公開買付けにつき会社として意見表明をする際に適正情報開示義務を負うとされた事例——東京高裁平成 25 年 4 月 17 日第 1 民事部判決・平成 23 年ネ第 2230 号各損害賠償請求 控訴事件（上告・上告受理申立て）・判例時報 2190 号 96 頁、判例タイムズ 1392 号 226 頁、金融・商事判例 1420 号 20 頁 ——〉，《法律論叢第 87 巻第 1 号》，第 87 巻第 1 号。

（四）英文文献（依作者字母順序）

Bill Shawa (1990), Resolving The Conflict Of Interest In Management Buyouts, 19 Hofstra L. Rev. 143

Corporate Law - Mergers and Acquisitions - Delaware Supreme Court Endorses Business Judgment Review for Going-Private Mergers with Dual Procedural Protections: Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 128 Harv. L. Rev. 1818 (2014-2015)

Easterbrook & Fischel (1982), Corporate Control Transactions, 91 Yale L.J. Rev.730。

Dale Arthur Oesterlea and Jon R. Norberg (1988), Management buyouts: creating or appropriating shareholder wealth?, 41 Vand. L. Rev. 207.

Kimble Charles Cannon (2003), Augmenting the Duties of Directors to Protect Minority Shareholders in the Context of Going-Private Transactions: The Case for Obligating Directors to Express a Valuation Opinion in Unilateral Tender Offers After Siliconix, Aquila and Pure Resources, Colum. Bus. L. Rev. 252.

Lawrence E. Mitchell (1993), Fairness and trust in corporate law, 43 Duke L.J. 425.

Louis Lowenstein (1985), Management Buyout, 85 COLUM. L. Rev. 730。

Repetti (1988), Management Buyouts, Efficient Markets, Fair Value, and Soft Information, 67 N.C.L. REV. 121

Robert Clark, Corporate Law (1986)