



## 控制權溢價之意涵及其歸屬

黃朝琮<sup>\*</sup>

### 摘 要

本文觀察美國法上所討論之控制權溢價的內涵，認為可以將之解析為綜效價值、徵用價值及純粹控制價值三者。除公開收購的場合，控制權溢價在美國法上原則歸屬於控制權人，但允許其將之與少數股東分享，並透過受託義務審查及股份收買請求權等機制，使少數股東有機會分享控制權溢價。換言之，控制權溢價之歸屬並非只有一個答案，其分配亦非全有全無。我國關於控制權溢價的概念係在股份收買請求權的脈絡中展開，其中定義雖屬完整，然未完整架構控制權溢價歸屬之完整體系，且有以全有全無方式，作單一配置的傾向，本文觀察相關學說實務見解，試圖提出控制權溢價歸屬的整體架構。

**關鍵詞：**控制權溢價、少數股權折價、流通性折價、控制股權出售、股份收買請求權、受託義務審查、公開收購

---

DOI：10.3966/252302982017120002003

<sup>\*</sup> 宏鑑法律事務所律師；美國賓州大學法學碩士。

投稿日：2017年6月4日；採用日：2017年8月11日

Cite as: 2 NCTU L. REV., Dec. 2017, at 127.

## Components of Control Premium and Its Allocation

Chao-Tsung Huang \*

### Abstract

This article analyzes the components of control premium by observing the discussion under the U.S. law and argues that control premium consists of synergistic value, expropriation value and pure control value. Except for tender offer, the controller of a company is entitled to receive the control premium by default, but the controller could share the control premium with the minority shareholders under the U.S. law. Therefore, there is no single answer with respect to allocation of the control premium. Under Taiwan law, the concept of control premium is developed in the context of appraisal right. Although the control premium is soundly developed, the allocation of the control premium has not been adequately explored and Taiwan court seems to be inclined to give a one-size-fits-all answer in this regard. This article reviews the academic discussions and cases, and provides a global structure with respect to the allocation of the control premium.

**Keywords:** Control Premium, Minority Discount, Marketability Discount, Sale of Controlling Shares, Appraisal, Review of Fiduciary Duty, Tender Offer

---

\* Attorney, Chen & Lin Attorneys-at-Law; LL.M., University of Pennsylvania.

## 1. 前言

控制權溢價（control premium）為併購交易實務常見之用語，在我國學說探討上，則於股份收買請求權的脈絡中，因東森媒體股份收買請求案而受到矚目，而就其歸屬，引起廣泛討論。然若觀諸美國法上的討論，可發現彼邦論者上對於控制權溢價的內涵，其實存有歧見，並本於該等就控制權溢價內涵之界定，就控制權溢價的歸屬提出不同見解。尤有甚者，控制權溢價歸屬的判斷，亦會因所處問題脈絡不同而異其結論。

為填補現有文獻的空白，本文擬觀察美國學者論述及德拉瓦州案例，探究控制權溢價之內涵，解析其中成分，並區辨與相類似概念之關係，而於此基礎上，探究控制權溢價在受託義務（fiduciary duty）審查、控制性股權出售、股份收買請求權及公開收購等四個脈絡中之歸屬，再就控制權溢價此一概念於我國法上之運用情形，進行觀察分析，並提出結論。

## 2. 意涵之釐清

觀察控制權溢價一詞，由「溢價」一語，可知此概念所表彰者，乃一種額外產生的價值，再觀察「控制權」一詞，則可知該等額外價值，與控制權有關<sup>1</sup>，因此顧名思義，可知控制權溢價，乃控制權所具有之額外價值。又因控制權溢價係在併購交易的脈絡中被使用，而支付該等額外價值者，乃進行併購交易之收購方，則在上開理解下，可將控制權溢價，一般性地理解為收

---

<sup>1</sup> 本文以下所稱控制權，係指投資人取得控制性股權後，而取得對於公司營運之支配力。在無股東持有控制性股權的場合，因公司營運權落在經營階層之手，故有認為併購交易對經營團隊所支付的高額離職金（有暱稱為黃金降落傘），乃收購方為完成併購交易，向經營階層購買營運公司權力之對價，而無論是控制權溢價或是黃金降落傘，其皆為控制權私利（private benefit of control）的一種呈現形式，只是前者為向控制股東支付，後者對象則為經營階層。See Alessio M. Paccès, *Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control* 36 (Rotterdam Inst. of L. & Econ. Working Paper, Paper No. 04, 2009), <https://papers.ssrn.com/id=1448164>.

購方為控制權所支付之額外價值。然該等說文解字究竟仍未說明該等額外價值的來源，而有進一步探究之必要。

## 2.1 控制權溢價來源之各見解

### 2.1.1 Coates 教授

控制權具有什麼樣的額外價值？對此，Coates 教授認為所謂控制權溢價，其來源有三：綜效價值（synergistic value）、徵用價值（expropriation value）及純粹控制價值（pure control value）<sup>2</sup>。

所謂綜效價值，係指兩個資產結合後之整體價值，較該等資產個別價值為高之部分。因公司合併將把不同公司之資產結合歸由同一公司支配運用，故將產生綜效價值<sup>3</sup>。

徵用價值則是在表彰控制權具有轉移少數股東財富能力而具有之價值，此等徵用行為，可能是藉由詐欺、竊佔或是違反受託義務行為等違法方式，或是進行超量採購、超額發放股利、以高於市價的價格與控制權人進行交易等遊走法律邊緣之行為進行<sup>4</sup>。控權權溢價中之徵用價值多寡，取決於一國法制之監督機制及其執行成效之良窳，且該等徵用價值之存在，不當然代表控制權人確有為該等財富轉移行為或意圖，而是只要存有該等可能性，為收購方納入考量而願就該等控制權之取得支付額外對價，即為已足<sup>5</sup>。

純粹控制價值係指控制權因得以掌理公司營運，例如進行決定公司營運方向、股利發放時間或進行其他併購交易等決策，所生之其他價值。純粹控制價值得以獨立作為一單獨項目，係因其作為實現綜效價值或徵用價值之預備，而得以比照股票選擇權（option）的概念，認為該等預備手段本身，亦

<sup>2</sup> John C. Coates IV, "Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions, 147 U. PA. L. REV. 1251, 1274 (1999).

<sup>3</sup> *Id.* at 1275.

<sup>4</sup> *Id.* at 1275-76.

<sup>5</sup> *Id.* at 1276-77.

具有一定價值<sup>6</sup>。

### 2.1.2 Hamermesh/Wachter 教授

Hamermesh/Wachter 教授則先觀察引用企業價值評估之權威文獻「Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies」一書就控制權溢價內涵的見解，認為該等溢價的多寡，係取決於整合收購方與標的公司資產所將產生之價值、現有經營團隊良窳、裁量費用（discretionary expense）、閒置資產，以及現未利用商業機會等五個因素<sup>7</sup>，再就此等因素作進一步分類，形成控制權溢價的內涵。

詳言之，當額外價值係來自於併購交易雙方的資產結合時，無疑將是一種綜效<sup>8</sup>。另外若收購方取得控制權後，因可換上更適任的經營團隊而增益合併後之公司價值，該等價值乃控制權的轉移而創造<sup>9</sup>，不妨可認為是資產（公司營運權）配置在可更加有效率利用之人手中的結果。至於控制權移轉後所帶來之裁量費用抑制，係因收購方取得控制權，得以有效監控經營團隊，使其無從謀取私利，而可抑制經營階層營私之代理成本<sup>10</sup>；收購方若因取得控制權後，得以運用閒置資產創造額外價值，該等資產因非屬公司營運所需，將之挪為私用亦不會影響公司營運表現，故若收購方將該等閒置資產重新投入公司營運而增加收益，也可以視為經營團隊怠不作為之代理成本的抑制<sup>11</sup>。另關於未利用的商業機會，則可歸諸於原經營團隊能力不足或是刻意保留以追求私利，而可將取得控制權而可支配該等未利用商業機會所生之價值，論為經營品質的改善或代理成本的抑制<sup>12</sup>。

<sup>6</sup> *Id.* at 1279.

<sup>7</sup> Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, *The Short and Puzzling Life of the “Implicit Minority Discount” in Delaware Appraisal Law*, 156 U. PA. L. REV. 1, 38 (2007).

<sup>8</sup> *Id.*

<sup>9</sup> *Id.*

<sup>10</sup> *Id.* at 39.

<sup>11</sup> *Id.*

<sup>12</sup> *Id.*

由 Hamermesh/Wachter 教授對於控制權溢價的理解觀之，或可將渠等對於控制權溢價的理解，歸結為綜效、經營效率改善或代理成本抑制所生之價值三者。不過，因 Hamermesh/Wachter 教授的論述是在股份收買請求權的脈絡中提出，而德拉瓦州案例法對於股份收買請求權之公平價格認定有其特殊性，故渠等在剖析控制權溢價的內涵後，進一步就其中組成，根據股份收買請求權的特性分別決定其歸屬<sup>13</sup>，然此與控制權溢價的內涵乃不同層次的問題，應予明辨。

### 2.1.3 Booth 教授

Booth 教授則認為，控制權的額外價值，係因收購方得以決定公司營運，而可在收購完成後提升標的公司獲利，或結合不同資產產生綜效所生<sup>14</sup>。除此之外，Booth 教授進一步提到，概念上不排除收購方付出溢價有可能僅是在提出夠高之收購價格，使其得以收購取得控制性股權，而將該等額外支出，稱之為技術性溢價（technical premium），以別於前述因標的公司獲利提升或綜效等價值增益所生之基礎性溢價（fundamental premium）<sup>15</sup>。

### 2.1.4 小結

從以上所介紹三組學說見解觀之，被歸納屬於控制權溢價者，其中較無爭議者，乃綜效價值，其他控制權溢價項目彼此間之關係，則需進一步探討。

<sup>13</sup> 請參見以下第 3.3 部分之說明。

<sup>14</sup> Richard A. Booth, *Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings*, 57 BUS. LAW. 127, 129 (2001).

<sup>15</sup> *Id.* at 129 n.9. 技術性溢價的概念，可以藉由基礎經濟學理念的推演來加以理解：標的公司股東在市場價格下仍然持有股份而不願售出，代表其認為市場價格低估標的公司股份之價值，故該等股東之願售價格係高於市場價格，從而對收購方來說，其就必須提出高於市價的收購價格，而該等收購價格，必須高到足以使收購方取得控制標的公司所需之股份數。該等收購價格未必與標的公司之價值相對應，但該等收購價格與市價間的差異，即為技術性溢價。



#### 2.1.4.1 徵用價值之範圍

以 Coates 教授的分類出發，除綜效價值外，其尚提出徵用價值及純粹控制價值兩組概念。因此處所稱之徵用價值，係指控制權人取用少數股東權益所生之價值，則徵用價值及純粹控制價值兩者之間，或可以少數股東是否因控制權人行使控制權而權益受損，作為區別標準，若控制權人行使控制權獲利同時，少數股東未因此受損，反係同蒙其利（例如控制權人運用控制權，採取最佳的經營方針、組成更堅強的經營團隊而提升公司營運表現），則非屬徵用價值，而可將之歸屬於純粹控制價值。

然是否所有行使控制權令少數股東權益受損的行為，皆納入徵用價值當中，亦存有爭議。Coates 教授將所有控制權人得以獲取自少數股東之價值，無論是否適法，均納入其中，Hamermesh/Wachter 教授則認為詐欺、竊佔或是違反受託義務行為而自少數股東處獲取利益，固可認為落入徵用價值的範疇，但若僅是遊走法律邊緣而尚未違法者，尚難謂有徵用情事而不應納入<sup>16</sup>。

就此而言，本文認為其中所涉，乃更上位關於控制權私利是否容許、容許至何種程度的問題，蓋控制權溢價為控制權私利在併購交易脈絡中的體現<sup>17</sup>，而控制權人之存在一方面可監督經營團隊，降低來自於經營階層之代理成本，但另一方面控制權人亦將濫用該權力獲取控制權私利<sup>18</sup>，而考慮到控制權人須承擔監督經營團隊之成本、控制性股權之流通性不高，以及維持控制性股權將無法分散投資等少數股東所無之不利益等，使控制權人享有一定程度的控制權私利，將可作為其承受上開不利益之補償，而願意維持控制權繼續扮演監督角色。因此，控制權私利之存在亦有其正面作用，只是政策上應思考如何讓控制權人獲取之控制權私利數額，不超過所抑制之代理成

<sup>16</sup> Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, *The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law*, 31 J. CORP. L. 119, 140 n.91 (2005).

<sup>17</sup> 請參見註 1 的說明。

<sup>18</sup> Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1641, 1651 (2006).

本<sup>19</sup>，故 Hamermesh/Wachter 教授認為控制權人獲取自少數股東之利益，若未違法即非屬徵用價值，應寓有控制權人得適量取得控制權私利（以控制權溢價形式）之意，本文採之。只是即令如此，該等適法獲取自少數股東之利益因仍屬控制權為控制權人所帶來之額外價值，應仍可將之歸入純粹控制價值之下。另外，也應說明者，將徵用價值界定為違法獲取自少數股東之價值，毋寧只是在表明，此等面向之控制權溢價的存在，至於政策上應如何建置相關制度縮減徵用價值的存在空間，乃另一層次的問題，應予區別。

#### 2.1.4.2 未利用商業機會、經營效率改善及代理成本抑制之定位

在界定出徵用價值的內涵以及其與純粹控制價值間的關係後，如何分類 Hamermesh/Wachter 教授所稱之未利用商業機會而生的額外價值，即相對明確，而可視該商業機會的利用是否違法減損少數股東權益，歸類為徵用價值或純粹控制價值<sup>20</sup>。至於 Hamermesh/Wachter 教授所稱之經營效率改善及代理成本抑制，因該等效益將反映在公司營運表現中，為全體股東所分享，只是控制權人較諸少數股東，尚額外獲有主導公司營運的權力，而可將該等主導權的價值，歸入純粹控制價值中；同樣地，Booth 教授所稱控制權用以主導、改善公司營運而具有之價值，亦可歸入純粹控制價值之下。

#### 2.1.4.3 技術性溢價之定位

另外，應如何理解 Booth 教授所提出之技術性溢價概念，亦有探究之必要。觀察 Booth 教授對於技術性溢價的描述，其認為收購方所提出之價格，有可能僅是為促使願售價格較高之股東售出持股，使收購方得以取得控制性

<sup>19</sup> *Id.* at 1652.

<sup>20</sup> 例如若標的公司之業務為銷售嬰兒用品，而收購方收購後，決定在高生育率地區市場積極展店，則(1)積極展店之決策變更及因此所帶來的獲利增加，乃收購方基於控制權所主導而生，為純粹控制價值；(2)若標的公司承租收購方所有之當地店面開設門市，乃收購方與標的公司雙方資產合併利用所額外產生的價值，而為綜效價值；(3)若標的公司向收購方承租閒置土地開設門市，且租金高於當地行情，則標的公司資產有以偏高租金形式，流向收購方之情形，此時除綜效價值之外，收購方並另外取得徵收價值（偏高租金與當地行情租金之差額）。由此可見，同樣皆為商業機會的利用，在(1)的情況為純粹控制價值，在(3)的場合則帶有徵收價值。



股權<sup>21</sup>，則應思考者，乃價格為主觀或客觀的問題<sup>22</sup>。按就價格形成機制而言，經濟學上有所謂受價者（price taker）模式及詢價者（price seeker）模式，前者係指參與者僅能接受市場機制所產生的價格，任一方皆無決定、影響價格的能力，此等受價者模式主要存在於高度競爭的市場中，後者則存在於所交易資產的可替代性較低或交易量不高的市場，係由詢價者與賣方議價，決定是否進行交易，市場價格由交易雙方商議形成<sup>23</sup>。當標的公司以併購交易方式賣出，因所交易之標的為該公司整體，具有獨特性，故其價格形成方式係偏向詢價者模式<sup>24</sup>。因此若由詢價者模式的角度觀之，收購方為取得控制性股權所提出之溢價，實際乃其對於控制權之主觀評價（其基礎可能為綜效價值、徵用價值或純粹控制價值），該價格若最後為標的公司股東所接受，則收購方對於控制權之主觀評價，將因買賣雙方達成合意，而成為彼此對於控制權溢價之共同主觀評價，則所謂的技術性溢價，毋寧只是在反應控制權價值之決定具有主觀性<sup>25</sup>，尚非控制權溢價之獨立項目。

本文於此雖然肯認控制權溢價之主觀性格，但不表示本文認為收購方與控制權人所合意決定之控制權溢價，即絕對正確或合理。若收購方在提出、決定收購溢價數額時，未依憑正確數據做出決定、對於合併後之預估過於樂

<sup>21</sup> Stout 教授亦同此見解。See Lynn A. Stout, *Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value, and Corporate Law*, 99 YALE L.J. 1235, 1264-75 (1990).

<sup>22</sup> 除以下討論，另可參見林建中，「美國德拉瓦州法上股份收買請求權的計算方式與衍生問題」，政大法學評論，第 137 期，頁 120-125（2014）。

<sup>23</sup> Brief of Law and Corporate Finance Professors as Amici Curiae in Support of Reversal, *DFC Global Corporation v. Murifield Value Partners, L.P. et al.* (Del. 2016) No. 518, 2016, 2017 WL 182742, at \*4-5 (Jan. 6, 2017). 此為 Stephen M. Bainbridge 教授等九位學者為德拉瓦州最高法院審理 *DFC Global Corp. v. Murifield Value Partners, L.P. et al.* 一案所提出之法庭之友意見書。

<sup>24</sup> *Id.* at \*9.

<sup>25</sup> Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537, 540 (2004) (“The theoretical literature often identifies private benefits of control as the ‘psychic’ value some shareholders attribute simply to being in control”).

觀，或是基於自利意圖而為完成併購交易恣意提高收購價格<sup>26</sup>，該等額外付出的對價雖仍屬收購溢價，但其妥適性即非無疑，只是即便如此，此乃收購方董事之究責問題，而與控制權溢價的內涵為何，係屬二事。

總結以上分析，本文由 Coates 教授提出之控制權溢價分類出發，試整合梳理提出控制權內涵及其子項目如下：

1. 綜效價值

2. 徵用價值

(1) 違法獲取應歸屬公司之利益。

(2) 未利用商業機會（違法減損少數股東利益者）。

3. 純粹控制價值

(1) 未利用商業機會（未違法減損少數股東利益者）。

(2) 代理成本抑制。

(3) 更換經營團隊提升經營效率。

(4) 主導公司營運。

隨著觀察角度不同，不難想像將可就控制權溢價的內涵，提出不同分類項目，故以上清單或未窮盡，而具體個案中，收購方為何付出控制權溢價，考量未必相同，且以上清單所列項目，亦不一定都會出現在具體併購交易中，而將視個案狀況而有不同組成方式<sup>27</sup>。

## 2.2 與相關概念的區辨

由以上觀察分析可知，控制權溢價的內涵為何，其實存有不同見解，如果擴大觀察範圍而檢視其與相關概念之關係，將更顯混淆，其中最常被提出者，乃少數股權折價（minority discount）及流通性折價（marketability dis-

<sup>26</sup> Black 教授對於出價過高的可能原因，有詳細討論。See Bernard S. Black, *Bidder Overpayment in Takeovers*, 41 STAN. L. REV. 597, 624-28 (1989). See also Afra Afsharipour, *A Shareholders' Put Option: Counteracting the Acquirer Overpayment Problem*, 96 MINN. L. REV. 1018, 1036-42 (2012).

<sup>27</sup> Coates, *supra* note 2, at 1277.

count)，以下分述之。

### 2.2.1 少數股權折價

所謂少數股權折價，係指非控制性股份因無法決定公司營運，而使其權益有被控制權人掠奪的可能，進而使該等非控制性股份之價值受有折價<sup>28</sup>。德拉瓦州案例不乏有認為消除調整少數股權折價的方式，係加回控制權溢價至公司估值中，而將控制權溢價等同於少數股權折價<sup>29</sup>。

將控制權溢價等同於少數股權折價的前提，在於兩者存有對應關係。然若進一步檢視，可以發現控制權溢價的成分中，有取自少數股東股份價值者，乃未利用商業機會（無論係違法而屬於徵用價值，或合法取用之純粹控制價值），而此僅為控制權溢價的一種來源，控制權溢價非必然來自於少數股權價值之剝削<sup>30</sup>。何況此等少數股權折價若係投資人依其評估透過市場機制所產生，該等評估未必依嚴謹財務方法形成，則該等折價所表徵者，亦僅為市場投資人的主觀評斷，與控制權人確實能自少數股東處取用的利益數額未必相同，而亦不應將兩者等同視之。

控制權溢價與少數股權折價關係的探討，可進一步衍生下列問題：控制

<sup>28</sup> Booth, *supra* note 14, at 131.

<sup>29</sup> See, e.g., Agranoff v. Miller, 791 A.2d 880, 888 (Del. Ch. 2001); Doft & Co. v. Travelocity.com Inc., 2004 WL 1152338, at \*11 (Del. Ch. May 20, 2004). 德拉瓦州案例法上另外有「隱含少數股權折價」(implicit minority discount)概念，認為公開市場之股份交易為少量交易，故其中流通的股份被當作非控制性股份交易，產生之成交價格受有「隱含少數股權折價」，而僅能表彰非控制性股份之價值，因此在使用公開市場價格計算標的公司價值時，須將所得結果加回隱含少數股權折價，方為該等股份之公平價格。隱含少數股權折價的概念存在於股份收買請求權的脈絡中，且限定在使用可比較公司法，而擇取可比較公司之市場價格以計算標的公司股份公平價格的場合。隱含少數股權折價概念的評述，see Hamermesh & Wachter, *supra* note 7, at 5. 另可參見林建中，前註22，頁131註67。

<sup>30</sup> Simon M. Sepe, *Private Sale of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid Rule Is Inefficient* (Ariz. Legal Studies, Discussion Paper No. 10-29, 2010), at 9-10, <https://papers.ssrn.com/id=1086321>.

權溢價是內含於標的公司價值，或是在既有標的公司價值上所額外附加者？若認為係內含，意味著控制權溢價係在處理控制權人及少數股東間，標的公司價值如何分配的問題；但若認為係外加，則表示在既有、可見之客觀標的公司價值之外，收購方尚願額外支付對價購買控制權。

逐一分析控制權溢價所涉各項目，其中綜效價值因係發生於併購交易完成後，故在併購交易完成當下，並非內含於標的公司之價值；徵用價值乃減損少數股東權益所得，故原先亦不屬於標的公司價值之一部分（但應將之加回）；純粹控制價值中，未違法減損少數股東利益之未利用商業機會，因其未為標的公司所用，故該等獲利亦不會反映在標的公司之營運表現當中。上開各控制權溢價項目，乃客觀可見<sup>31</sup>但不屬於標的公司既有價值者，若收購方就此所支付之對價，乃額外支付，只是就其中徵用價值部分，少數股東將可藉由受託義務或股份收買請求權等救濟途徑取回，而為應歸屬標的公司之價值。然即使徵用價值為應歸屬標的公司之價值，仍未改變徵用價值乃外加於標的公司既有價值之現實。

此外，純粹控制價值中，若控制權人運用其控制權而有效抑制代理成本、提升經營效率、主導公司營運而提升公司營運表現，則該等效益因反映在標的公司營運表現上，乃客觀可見並屬於標的公司既有價值者，收購方因此所支付之對價，係針對內含於標的公司之價值；相對而言，若該等代理成本抑制、經營效率提升、主導公司營運之結果尚未反映在標的公司營運表現當中，毋寧只是收購方與控制權人所主觀決定，乃客觀不可見亦不屬於標的公司價值者，則收購方就此所支付之對價，係外加於標的公司價值上之額外給付。

因此整體來說，本文認為控制權溢價除客觀可見並屬於標的公司既有價值之部分外，原則上係外加於標的公司價值，乃收購方額外支付之對價。

<sup>31</sup> 然應補充說明者，即令控制權溢價之若干項目為客觀上可見，該等項目反映在收購價格中之具體數額，仍可為交易雙方主觀評價的結果，兩者未必矛盾。

### 2.2.2 流通性折價

另外一個與少數股權折價類似的概念，乃流通性折價。與少數股權折價係因少數股權不具有控制力所生不同，流通性折價係指股權因流通性不佳，無法立即變現而受到之折價<sup>32</sup>。根據論者研究，資產可能因為其價值評估不易、作為替代之其他可交易資產（在標的資產為股份的場合，即為其他可交易之普通股）數量稀少、已相當期間缺乏流通性，或是資產之一次性交易數量龐大等因素，而缺乏流通性<sup>33</sup>，使該等標的資產在交易時，受有流通性折價。

在控制性股權形成後，因在外流通之可交易標的公司股份減少，減損該等股份之流通性，使得少數股權如擬出售，將受到折價<sup>34</sup>。因在外流通股份稀少此一現象係存在整個標的公司股份市場，故控制性股權之出售同樣會受有流通性折價，且控制性股權若係一次全部出售，其尋找買家的難度將會進一步增加，亦會因此受有流通性折價<sup>35</sup>。

由此可見，少數股權折價與流通性折價雖都與控制性股權的存在有關，然兩者成因不同<sup>36</sup>，且流通性折價不以少數股權為限，控制性股權的處分同樣受有流通性折價<sup>37</sup>，兩者在概念上應予分別。

## 3. 不同脈絡下之歸屬：美國法的觀察

在劃定控制權溢價的內涵及與相關概念的關係後，本文以下將進一步探討控制權溢價在不同脈絡中的歸屬情形。以德拉瓦州法為觀察對象，本文發

<sup>32</sup> Mukesh Bajaj, David J. Denis, Stephen P. Ferris & Atulya Sarin, *Firm Value and Marketability Discounts*, 27 J. CORP. L. 89, 91 (2001).

<sup>33</sup> *Id.* at 92-93.

<sup>34</sup> *Id.* at 93.

<sup>35</sup> *Id.*

<sup>36</sup> Booth, *supra* note 14, at 131.

<sup>37</sup> Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, *Rationalizing Appraisal Standards in Compulsory Buyouts*, 50 B.C. L. REV. 1021, 1051-52 (2009).

現控制權溢價此一概念，主要出現在控制性股權出售、受託義務審查，以及股份收買請求權的脈絡中，在聯邦證券法令中，則與公開收購制度有關。而基於個別制度目的之不同，控制權溢價之歸屬亦有不同，並非全有全無，而是進一步根據控制權溢價的組成，作進一步分配<sup>38</sup>。

### 3.1 控制股權出售

德拉瓦州案例法甚早即已肯認股權將因數量累積而較其他少數股權有較高價值，而承認控制權溢價之存在<sup>39</sup>。在 *Mendel v. Carroll* 案（以下簡稱「*Mendel* 案」）中，擁有 Katy Industries, Inc.（以下簡稱「Katy 公司」）控制性股權之 Carroll 家族，原擬以每股 25.75 美元的價格，收購其所未擁有之其他 Katy 公司股份，並告知 Katy 公司董事其無意售出持股<sup>40</sup>。此一收購提案為 Katy 公司董事於 1993 年 3 月間決議通過，由 Katy 公司與 Carroll 家族簽署合併契約<sup>41</sup>，惟後續在 1993 年中至年底，陸續出現其他潛在收購方表示有意以更高價格收購 Katy 公司，Carroll 家族並於 1993 年 12 月 1 日終止合併契約，但開始在公開市場上收購股權而取得 50.6% 股份<sup>42</sup>。Katy 公司與其中一組由 Pensler Capital Corporation 及 Steinhardt Enterprise Inc. 組成之潛在收購方（以下簡稱「Steinhardt/Pensler 團隊」）持續協商，Steinhardt/Pensler 團隊提出每股 27.8 美元之收購價格，但要求 Katy 公司應發給 Steinhardt/Pensler 團隊認購 Katy 公司 180 萬股普通股之選擇權，以稀釋 Carroll 家族的股權<sup>43</sup>，然有鑑於該等選擇權安排在德拉瓦州法下可能違反董事受託義務，Katy 公司董事決定終止與 Steinhardt/Pensler 團隊的併購交易協

<sup>38</sup> 就美國法素材的選擇上，本文將偏重於實務案例的引介，蓋此為現實案例的操作結果，至於重要學者討論，國內已有文獻悉心整理，故不再重複，可參見饒佩妮，論控制權溢價之歸屬，東吳大學法律研究所碩士論文，頁 28-72（2009）。

<sup>39</sup> *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548, 555 (Del. 1964).

<sup>40</sup> *Mendel v. Carroll*, 651 A.2d 297, 300 (Del. Ch. 1994).

<sup>41</sup> *Id.*

<sup>42</sup> *Id.* at 301.

<sup>43</sup> *Id.* at 302.



商<sup>44</sup>。Katy 公司少數股東主張 Katy 公司董事基於其受託義務，應發給 Steinhardt/Pensler 團隊選擇權以促成該交易之發生，而起訴請求德拉瓦州衡平法院判令 Katy 公司董事向 Steinhardt/Pensler 團隊發給上開選擇權<sup>45</sup>。

對此，承審的 Allen 法官認為，本案原告主張的主要核心，在於 Steinhardt/Pensler 團隊之每股 27.8 美元出價優於 Carroll 家族所提出之每股 25.75 美元收購價格，而控制權人在拒絕 Steinhardt/Pensler 團隊之每股 27.8 美元出價時，已違反控制股東之受託義務<sup>46</sup>。然如此主張的前提，在於 Steinhardt/Pensler 團隊及 Carroll 家族兩者的出價基礎相同，方可比較優劣，而 Carroll 家族在出價時已取得控制性股權，享有控制權溢價，因此其在出價時，並非購買 Katy 公司的控制權，Steinhardt/Pensler 團隊則是為取得其尚未擁有之 Katy 公司控制權，其出價並將控制權溢價分享與全體 Katy 公司股東，故兩者不同<sup>47</sup>，且 Carroll 家族在面對 Steinhardt/Pensler 團隊之出價時，得以選擇是否接受該等出價，Carroll 家族之控制股東受託義務並不及於應接受其所不願接受（與少數股東分享控制權溢價）之出價<sup>48</sup>。因此，Katy 公司董事在 Carroll 家族拒絕接受 Steinhardt/Pensler 團隊出價時，應尊重 Carroll 家族之決定，Katy 公司董事決定不發行選擇權稀釋 Carroll 家族持股，並未違反其受託義務<sup>49</sup>。

值得注意的是，在論述控制權溢價的內涵時，Allen 法官引用當時學者論述，認為控制權溢價的來源為何尚乏定論，而可能是效率交易的結果、掠奪少數股東所得價值，或僅是在單一出價與個別股東對於股份主觀評估間之落差，但無論如何皆肯認控制權溢價乃實際存在<sup>50</sup>。此一論述一方面將控制

<sup>44</sup> *Id.* at 303.

<sup>45</sup> *Id.* at 298.

<sup>46</sup> Mendel v. Carroll, 651 A.2d 297, 304 (Del. Ch. 1994).

<sup>47</sup> *Id.* at 305.

<sup>48</sup> *Id.* at 306.

<sup>49</sup> *Id.* at 307.

<sup>50</sup> *Id.* at 304 (internal citations omitted).

權溢價視為交易現實而肯認其存在；另一方面則顯示在控制股權出售的脈絡下，控制權溢價被視為一整體而決定其歸屬<sup>51</sup>，其中並可能包含徵用價值。

然即便承認控制權溢價中之徵用價值成分（依本文定義，乃違反獲取自少數股東之利益），本文認為此並非意味德拉瓦州案例法無邊際地容許控制權人獲取徵用價值。若更宏觀地觀察德拉瓦州公司法制的運作，可知彼邦在原告方律師（*plaintiff bar*）的活躍下，公司法被積極地執行，甚達被濫用的程度<sup>52</sup>，若公司董事或控制權人有違法情事，股東有暢通管道尋求救濟，而可有效監督、抑制徵用價值，故整體而言，應不至於因將控制權溢價歸屬於股東，達侵害少數股東權益之程度。

### 3.2 受託義務審查

在德拉瓦州案例中，另外一個討論控制權溢價歸屬的場合，為董事受託義務之審查。

在 *In re Books-A-Million, Inc. Stockholders Litigation* 案（以下簡稱「*Books-A-Million*」案）中，Books-A-Million, Inc.（以下簡稱「BAM 公司」）的控制股東 Anderson 家族於 2015 年 1 月提議以每股 2.05 美元之價格，收購 BAM 公司其他少數股東之股份，BAM 公司設立獨立委員會與 Anderson 家族協商，最終以每股 3.25 美元之價格達成收購協議（但其中並約定，若有超過 5% 股東行使股份收買請求權，Anderson 家族將有權終止收購協議），該交易案並為 68% 的外部股東決議接受<sup>53</sup>。本件雖因該交易案已經獨立委員會及外部股東過半數決議通過，依 *Kahn v. M & F Worldwide Corp.* 案（以下簡稱「*M & F Worldwide*」案）將適用經營判斷法則（*business judg-*

<sup>51</sup> 此與股份收買請求權中之控制權溢價歸屬有所不同，請參見以下第 3.3 部分之說明。

<sup>52</sup> 中文說明，可參見黃朝琮，「論公司章程管轄法院條款」，*公司法論文集 I：受託義務之理論與應用*，頁 375-377、382-383（2017）。

<sup>53</sup> *In re Books-A-Million, Inc. Stockholders Litig.*, 2016 WL 5874974, at \*5-6 (Del. Ch. Oct. 10, 2016).

ment rule)<sup>54</sup>，然除了 Anderson 家族的出價外，當時尚有其他潛在收購方亦有意收購 BAM 公司全部股份，其中有提出每股 4.21 美元之收購價格者，但因 Anderson 家族無意售出股份、該潛在收購方無意出資成為少數股東而破局<sup>55</sup>。

對此，原告主張 BAM 公司董事未選擇進行與該潛在收購方之交易，已構成惡意 (bad faith) 行為而違反其身為董事之受託義務<sup>56</sup>。然承審本案的 Laster 法官引用 *Mendel* 案見解，認為 Anderson 家族拒絕出售股份並未違反其身為控制股東之受託義務，且因系爭交易案依循 *M & F Worldwide* 案，以外部股東多數決為併購交易生效之前提條件，若外部股東認為 Anderson 家族出價過低，可投票否決該議案，使 Anderson 家族有更強的主張抗辯其未違反受託義務<sup>57</sup>；BAM 公司董事可利用其他潛在收購方的出價試探 Anderson 家族有無售出持股的意願，亦可參考其他潛在收購方之出價判斷 Anderson 家族的出價是否過低，而此正為 BAM 公司董事於本案之作為，故可推斷渠等最後接受 Anderson 家族出價的決策，係出於善意<sup>58</sup>。

為迴避 *Mendel* 案之適用，原告進一步主張上開每股 4.21 美元之出價未包含控制權溢價，而與 *Mendel* 案中之 *Steinhardt/Pensler* 團隊出價不同，然 Laster 法官認為，無法由收購價格不包含控制權溢價之假設前提出發，且卷內並無可推翻該等假設之事證，則 Anderson 家族之出價較低，可合理推論係因其已取得控制權，而潛在收購方尚未取得控制權而須在出價中包含控制權溢價，兩者不同所致<sup>59</sup>。但即使如此，Laster 法官補充提到，Anderson 家族

<sup>54</sup> 關於該案之進一步說明，請參見黃朝琮，「公司出售時之受託義務與程序機制」，*公司法論文集 I：受託義務之理論與應用*，頁 134-140 (2017)。

<sup>55</sup> *Books-A-Million*, 2016 WL 5874974, at \*5.

<sup>56</sup> *Id.* at \*12.

<sup>57</sup> *Id.* at \*15.

<sup>58</sup> *Id.*

<sup>59</sup> *Id.* at \*16. 在後續分析中，Laster 法官並分析 Anderson 家族的出價較潛在收購方為低，是否已過低至減損少數股東權益的程度，而認為 Anderson 家族之出價仍高於市場價格，且高出市價之比例尚落在併購交易實證研究所顯示的溢價區間範圍內，故無

所擁有之 BAM 公司控制權價值為何，也無法逕認定為 Anderson 家族及該潛在收購方出價之差額（即  $4.21 - 3.25 = 0.96$ ），蓋 Anderson 家族也有可能在出價中，加入若干本歸屬於己之控制權溢價<sup>60</sup>，因此 Anderson 家族的出價中，有多少成分屬於控制權溢價，是無法估量的。

觀察 *Books-A-Million* 案之分析，可以發現在受託義務審查的脈絡中，德拉瓦州法院仍係將控制權溢價，歸屬於控制權人，與控制股權出售的分配相同，但不排除控制權人有可能將歸屬於己之部分控制權溢價，提出與少數股東分享。只是若整體觀之，德拉瓦州案例法在存有控制權人的併購交易中，因肯認獨立委員會與外部股東多數決機制之併用可獲法院適用較寬鬆之經營判斷法則<sup>61</sup>，收購方（無論該收購方為控制權人或是第三人）為避免長年爭訟，交易架構多傾向採用該等併用設計，使少數股東得以有效和控制權人抗衡，促使控制權人必須分享部分控制權溢價（其形式在控制權人收購中，為收購價格的提高；在第三人收購中，則使第三人向控制權人及少數股東提出儘量一致的收購價格），因此在程序機制的運作下，將促使控制權溢價流向少數股東，但至於少數股東會取得多少比例的控制權溢價，只要程序機制健全運作，則由該等機制運作決定其分配，法院並不會介入干預。

---

從認定 BAM 公司董事選擇接受 Anderson 家族之出價，構成惡意行為（*Id.* at \*16），且少數股東尚有股份收買請求權此一救濟途徑，若有超過 5% 股東行使股份收買請求權，並將可能促使 Anderson 家族行使終止權，故若反對股東認為 Anderson 家族之出價低估其股份價值，仍有救濟途徑，甚至有機會阻止併購交易之續行，可見 BAM 公司董事接受 Anderson 家族之收購條件，並非惡意行為（*Id.* at \*17）。以上分析雖與本文主題較無關，但仍予節錄，以呈現該案相關論述的輪廓。

<sup>60</sup> *Id.* at \*16.

<sup>61</sup> 德拉瓦州案例法關於受託義務之審查。設有經營判斷法則、強化審查標準（enhanced scrutiny）及整體公平標準（entire fairness）等不同密度之審查規則（standard of review），其中所涉，乃舉證責任分配及法院形成董事違反受託義務結論之難易（請參見黃朝琮，前揭註 54，頁 80-93），此與控制權溢價應如何分配，兩者分屬不同層次與脈絡之問題，應予注意並明辨。

### 3.3 股份收買之公平價格

股份收買請求權則是另外一個德拉瓦州案例法中，討論到控制權溢價歸屬的場合。不過，應先予指明者，乃股份收買請求權在歷史脈絡中的特殊性。按美國法上初始基於公司章程為契約之定性，公司根本性的組織變動必須經過全體股東同意<sup>62</sup>，直到 20 世紀初，德拉瓦州在內的各州始透過立法方式，逐步開放公司以多數決方式進行合併<sup>63</sup>，而併同將股份收買請求權納入其公司法規定中<sup>64</sup>，要求公司以公平價格收買反對股東之股份。由此可知，股份收買請求權並非來自普通法，而為立法下的產物，有其政策目的，故股份收買請求權所追求之公平價格，不同於經濟概念下之公平市場價格，兩者應予區別<sup>65</sup>。

關於股份收買之公平價格，德拉瓦州普通公司法第 262 條僅要求法院須考量一切相關因素，但未詳述其內涵，而是由彼邦案例法指明，公平價格乃以併購交易完成為基準時點<sup>66</sup>，假設異議股東將繼續持有標的公司股份（若該併購交易未發生）<sup>67</sup>，計算該股份於公司繼續營運時所將具有的價值（going concern value）<sup>68</sup>，且係直接將公司之繼續營運價值，依比例分配至異議股東的持股上<sup>69</sup>。另外，德拉瓦州普通公司法第 262 條規定公平價格須排除因併購交易完成或期待其完成對股份價值所帶來之影響<sup>70</sup>，案例法則進一步澄清，表明僅需扣除臆測（speculative）屬併購交易完成所生或期待其完

<sup>62</sup> Elliot J. Weiss, *The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspectives*, 56 N.Y.U. L. REV. 624, 627 (1981).

<sup>63</sup> *Id.* at 630, 633-42, 648.

<sup>64</sup> George S. Geis, *An Appraisal Puzzle*, 105 NW. L. REV. 1635, 1642 (2011).

<sup>65</sup> *Finkelstein v. Liberty Digital, Inc.*, 2005 WL 1074364, at \*12 (Del. Ch. Apr. 25, 2005).

<sup>66</sup> *Merion Capital v. Lender Processing Serv.*, 2016 WL 7324170, at \*23 (Del. Ch. Dec. 16, 2016).

<sup>67</sup> *Paskill Corp. v. Alcoma Corp.*, 747 A.2d 549, 553 (Del. 2000).

<sup>68</sup> *Tri-Continental Corp. v. Battye*, 74 A.2d 71, 72 (Del. 1950).

<sup>69</sup> *Cavalier Oil Corp. v. Harnett*, 564 A.2d 1137, 1145 (Del. 1989).

<sup>70</sup> DEL. CODE ANN. tit. 8, § 262(h) (2016).



成所生之部分<sup>71</sup>。

由此可見，因股份收買請求權之公平價格有其獨特的認定標準，因此在判斷控制權溢價的歸屬時，毋寧應就其成分，依上開標準分別定其歸屬，而可以控制權溢價於基準時點（併購交易完成）是否已具體內化為公司營運成果，作為分析起點。

因公平價格僅包含併購交易完成前已存在並將繼續存在之公司價值，而綜效價值因係在併購交易完成後始發生，並非公司持續獨立營運所將創造，不列入公平價格較無疑義<sup>72</sup>。

依照相同邏輯，因為公平價格係將併購交易未發生下之公司繼續營運價值，比例分配至異議股東的持股上<sup>73</sup>，因此純粹控制價值中，就併購交易完成前即已具體內化為公司繼續營運價值之一部分者，即令該價值係來自既有控制權人所創造之代理成本抑制效益，或為控制權人運用控制權更換經營團隊提升經營效率、主導公司營運的結果，異議股東亦得受分配<sup>74</sup>。但相對而言，若控制權人控制權之實施效果並未具體反映於公司營運表現，則不會納入公平價格的計算當中。進一步言之，若控制權是在併購交易完成後，收購方因取得控制性股權而獲得，因該等控制權係發生在基準時點後，即令併購交易後產生代理成本抑制、經營效率提升或主導公司營運等效益而提升公司營運表現，亦不列入公平價格的計算當中<sup>75</sup>。

未利用商業機會所生價值之分配，亦可循相同標準辦理，但需略作調整：未利用商業機會本質上雖未反映在公司營運表現中，但如該商業機會在併購交易完成前即已在進行（但於併購交易完成後始開始產生收益），將屬於公平價格的一部分<sup>76</sup>；若該商業機會乃併購交易前已存在的規劃（但於併

<sup>71</sup> Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 713 (Del. 1983).

<sup>72</sup> Union Ill. v. Union Fin. Grp., 847 A.2d 340, 356 (Del. Ch. 2003).

<sup>73</sup> Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 684 A.2d 289, 298 (Del. 1996).

<sup>74</sup> Hamermesh & Wachter, *supra* note 16, at 164-65.

<sup>75</sup> Hamermesh & Wachter, *supra* note 7, at 38.

<sup>76</sup> Del. Open MRI Radiology Assocs., P.A. v. Kessler, 898 A.2d 290, 313 (Del. Ch. 2006).



購交易完成後付諸實行)<sup>77</sup>，或是該等機會之效益無論併購交易是否發生標的公司皆可執行獲取者（但經營階層在併購交易完成前怠於執行），亦應納入公平價格的計算當中<sup>78</sup>。反面言之，若是併購交易前已存在但未被積極利用（因此不會反映在公司營運表現中），或是併購交易完成後始發生之商業機會<sup>79</sup>，則與公平價格無涉。

至於徵用價值，其雖在基準時點前已經存在，但因未反映為公司營收表現中，本不應納入公平價格的計算當中，但如果考慮到該等價值未存在於公司營收表現，係被違法掠奪所致，則應加回公平價格中<sup>80</sup>。總結以上分析，控制權溢價在股份收購請求權脈絡中之歸屬，可整理如下表。

<sup>77</sup> ONTI, Inc. v. Integra Bank, 751 A.2d 904, 910 (Del. Ch. 1999).

<sup>78</sup> *In re Emerging Commc'n, Inc. S'holder. Litig.*, 2004 WL 1305745, at \*13 (Del. Ch. May 3, 2004).

<sup>79</sup> *Gonsalves v. Straight Arrow Publishers, Inc.*, 701 A.2d 357, 363 (Del. 1997).

<sup>80</sup> *Dobler v. Montgomery Cellular Holding Co.*, 2004 WL 2271592, at \*16 (Del. Ch. Sept. 30, 2004), *aff'd in part, rev'd in part sub nom. Montgomery Cellular Holding Co. v. Dobler*, 880 A.2d 206 (Del. 2005). 如同前文所述，如控制權人獲取公司價值但未有違法情事，定義上即非屬徵用價值（例如在註 20 的事例中，公司若在併購交易發生前，控制權人使公司以市場行情之租金，承租控制權人之閒置店面作為營業據點，此雖屬關係人交易，但若租金並未不合理，且該店面確符合公司營運需求，尚難謂有違法情事），而屬於控制權人主導公司營運所生之純粹控制價值，該等價值若未反映在公司營運中，即不納入公平價格的計算。See Hamermesh & Wachter, *supra* note 16, at 140 n.91.

## 控制權溢價於股份收買請求權脈絡之歸屬

未反映在公司營運者：不納入公平價格			
併購交易完成前 即已存在 (納入公平價格)	併購交易完成前 即已存在 (不納入公平價格)	併購交易完成前 可得創造／被掠奪 (納入公平價格)	併購交易完成後 始發生 (不納入公平價格)
			綜效價值
		徵用價值	
	未利用商業機會	未利用商業機會	未利用商業機會
代理成本抑制 更換經營團隊 主導公司營運 (已反映在公司 營運者)			代理成本抑制 更換經營團隊 主導公司營運 (若控制權形成於 併購交易完成後)

資料來源：作者自製。

由此可見，控制權溢價在股份收買請求權中之分配，毋寧顯得零碎而分散，此乃股份收買請求權關於公平價格之計算，有其獨特的劃定標準所致。然此處或將產生一個疑問：為何股份收買請求權就控制權溢價的分配與眾不同？

追溯法制起源，股份收買請求權規定之制定初衷，剝奪異議股東之併購交易否決權的配套<sup>81</sup>，使之有退場取回投資機會，認為異議股東應得以依其持股比例取得相應的公司價值（包含已具體內化為公司營運成果之控制權溢價），而以之為公平價格，有其緣由。而由經濟分析的角度觀之，此等公平價格的計算劃定了異議股東持有股份的價格下限，此不僅事後確保異議股東在售出股份時，其價格不會受制於控制權人，亦具有事前提高公司之股份認購價格（即降低募資成本）的作用，蓋若無股份收買請求權此一機制，少數股東將會把控制權人侵害其權益之風險納入考量，從而拉低少數股東願意提

<sup>81</sup> Salomon Bros. Inc. v. Interstate Bakeries Corp., 576 A.2d 650, 651-52 (Del. Ch. 1989).

出之股份認購價格<sup>82</sup>，並使收購方知悉其無法在出價時，以在控制權人及少數股東間創造過大價差的方式，降低總收購價格，蓋若少數股東認為收購方的出價不可接受，雖無從投票否決該交易，但仍可行使股份收買請求權，以法院判定之收購價格回收投資<sup>83</sup>。因此股份收買請求權所採用之特有公平價格計算（及控制權溢價分配）方式，寓有最後把關的作用，以平衡控制權人與少數股東兩者在公司出售時之權益，而在此底線之上，由當事人間決定、協商控制權溢價之分配<sup>84</sup>。

### 3.4 公開收購

除了州法相關規定及案例法外，聯邦法中亦存有與控制權溢價相關之規定。美國在 1968 年通過威廉法案（Williams Act）修正 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934），就公開收購進行規範<sup>85</sup>。在該法授權下，美國證管會進一步制定相關規則，其中於第 14d-10 號規則中，規定公開收購應向同一層級之有價證券持有人（all security holders of the class of securities）全體為之，且對任一於該公開收購中應賣之持有人的收購對價，與所支付予其他應賣之持有人者相較，均應為最高價格<sup>86</sup>。不過，細繹第 14d-10 號

<sup>82</sup> Daniel R. Fischel, *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, 1983 AM. B. FOUND. RES. J. 875, 880.

<sup>83</sup> *Id.* at 878-79. 此一論述亦出現在 *Books-A-Million* 案的判決理由中，請參見註 59。

<sup>84</sup> 請參見第 3.3 部分之說明。

<sup>85</sup> 有關威廉法案之背景說明，請參見郭大維，「我國公開收購制度之探討——兼論英美相關立法例」，臺北大學法學論叢，第 65 期，頁 113-117（2008）。

<sup>86</sup> 17 C.F.R. § 240.14d-10(a) (2006). 除了第 14d-10 號規則，美國證管會另在第 13e-3 號規則中，規定若公開收購後一年內發生之下市交易（going private transaction），公開收購與下市交易兩者之收購對價實質相當者，該下市交易將無須依第 13e-3 號規則規定為進一步的資訊揭露（17 C.F.R. § 240.13e-3(g)(2) (2006)）。上開規定雖藉由資訊揭露義務輕重之別，促使兩階段交易之對價相當而使控制權人無從獨享控制權溢價，但嚴格來說，此一規定並未就控制權溢價的歸屬直接進行規定，若願意承擔較高的揭露義務，收購方仍可對控制權人及少數股東給付不同對價，故本文未將之列為一獨立態樣進行論述。

規則文義，可知該條要求單一收購價格之適用對象，僅限於在該次公開收購中應賣之股東<sup>87</sup>，且因美國證券交易法令未採取強制公開收購制度<sup>88</sup>，故收購方可逕向控制權人洽購股份取得控制權<sup>89</sup>，再發動公開收購取得其他在外流通之股份，或在公開收購進行中，使控制權人不應賣，由收購方與控制權人另行商議價格予以收購。

因此在美國法下，若屬合意收購，收購方對於併購交易的進行有不同選項，而不以公開收購為限，只是若開啓公開收購程序，就必須向所有同類股東提出，參與應賣者並需取得相同收購價格；換言之，收購方可以在公開收購之外，提出不同收購價格，故收購方可向控制權人提出較高價格收購其股份，讓控制權人取得控制權溢價。相對而言，若為非合意收購<sup>90</sup>，因收購方無法事先向控制權人收購其持股，而只能以公開收購方式為之，對全體股東提出同一收購價格，此時因控制權人及少數股東所獲得之收購對價相同，故即使收購方後續提高收購價格終獲控制權人同意於公開收購中應賣，少數股東因有機會以相同價格應賣售出股份，故將與控制權人享有相同數額的控制權溢價<sup>91</sup>。就此而言，美國法就公開收購本身，係由全體股東共享控制權溢

<sup>87</sup> Securities & Exchange Commission, *Amendments to the Tender Offer Best-Price Rules*, 71 FR 65393-01, 65396 (2006). 第 14d-10 號規則於 2006 年修正前，法院對於該條之適用範圍存有不同見解，對此，請參見黃朝琮，「公司控制權轉讓之場外找補行為適法性」，法令月刊，第 68 卷第 12 期，頁 117-120（2017）。

<sup>88</sup> REINIER R. KRAAKMAN ET AL., *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* 228 (3d ed. 2017).

<sup>89</sup> John C. Coffee, Jr., *Transfers of Control and the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions While Chilling Inefficient Ones?*, 21 DEL. J. CORP. L. 359, 378 n.66 (1996); Jens Dammann, *The Mandatory Law Puzzle: Redefining American Exceptionalism in Corporate Law*, 65 HASTINGS L.J. 441, 453 (2014).

<sup>90</sup> 嚴格來說，非合意收購未存有合意的情況有二：未與標的公司董事達成合意（但控制權人願意售出持股）、未與標的公司董事及控制權人達成合意。若為前者，收購方仍可先收購控制權人持股，再發動公開收購，故以下所稱的非合意收購，係指未與標的公司董事及控制權人達成合意的情況。

<sup>91</sup> 惟若控制權人未於公開收購中應賣，則收購方之出價不受第 14d-10 號規則限制，控

價，但公開收購之發動並非強制，收購方仍有選擇自由。

## 4. 我國學說實務之若干觀察

從以上觀察分析，可知美國法上對於控制權溢價的歸屬，在不同脈絡下各有不同。相較之下，我國實務雖未有豐富案例，但仍有若干可為觀察素材，因此本文以下循前述論述方式，分就我國學說實務下之控制權溢價內涵，以及此一概念的運用情形，進行觀察分析。

### 4.1 控制權溢價之內涵

我國實務上雖不乏有在判決理由中，出現「控制權內涵」或「經營權內涵」之語，但就本文搜尋，我國法院有就其內涵加以闡述者，最早見於東森媒體股份收買請求案的二審判決，其中法院就控制權溢價，提出以下說明：

「按公司『控制權』者，謂公司股東基於控股地位而對公司人事、業務及決策享有支配和控制之權利，享有控制權股東可以憑藉此種權利，使公司按照符合自己利益方式經營，降低其投資風險，享有以自己意思支配和利用公司財產的權利。由於『控制權』的存在，一般企業併購時，享有公司控制權之股東所出讓者，並非單純的財產利益，尚包括得依自身利益處理公司事務的權利。故享有控制權股東通常要求在正常股價的基礎上，對由其掌握的股份進行加價，而收購者為取得經營控制權所付給被收購公司超過市場價值之溢價，即稱為『控制股溢價』」<sup>92</sup>，此一定義後續並在其他股份收買請求事件中，為法院所沿用<sup>93</sup>。

---

制權人與其他股東所獲收購對價，仍有可能不同。

<sup>92</sup> 臺北地方法院 96 年度抗字第 166 號民事裁定。本件在同一原因事實下，其實尚衍生多件不同案號及聲請人之法院程序，最終一、二審法院的裁判理由基本上皆相同，故本文僅擇取以下所引用參照之法院判決，一審為臺北地方法院 95 年度司字第 779 號民事裁定，二審為臺北地方法院 96 年度抗字第 166 號民事裁定。

<sup>93</sup> 臺灣新北地方法院 101 年度司字第 50 號民事裁定、臺灣士林地方法院 102 年度司字

將控制權定義為基於控股地位而對公司享有之支配控制權力，並將因此使股東在出售持股所可獲得之額外對價，界定為控制權溢價，此等描述與前引學說論述大體上相符，只是該等論述係出現在股份收買請求權事件中。然由前說明可知，股份收買請求權在決定控制權溢價歸屬時有其特殊標準，並非全有全無<sup>94</sup>，將一般控制權溢價概念套用在股份收買請求權事件中，將有失精準，而在操作上應再更加細緻，以符合股份收買請求權之制度本旨<sup>95</sup>。

再者，在闡述控制權溢價概念時，我國論者有將之定義為「為取得公司之控制利益，投資者所付出超過當時一般公眾交易之股價的額外對價」<sup>96</sup>，或是「公開發行公司為取得被收購公司之少數股份對於公開交易場所於合併前所支付之價格之溢價」<sup>97</sup>。將此與實務上之控制權溢價定義對照，則產生一個問題：控制權溢價固然表彰控制權之額外價值，然在判定是否有此等額外價值時，比較基礎為何：公司價值或市場價格？對此本文認為，既然控制權溢價中之股份額外價值，係來自於控制權，而控制權之有無與公司是否在公開市場交易無關，故控制權溢價在私人公司中仍有可能存在，因此在算定控制權溢價時，不妨以公司價值為比較基準，將控制權人出售股權之價格，減去相當於其持股比例之公司價值，所得差額作為控制權溢價；至於收購對價與公開市場價格的差額，則以收購溢價（merger premium）稱之，以為區隔<sup>98</sup>。

---

第 58 號民事裁定。

<sup>94</sup> 請參見第 3.3 部分之說明。

<sup>95</sup> 請參見第 4.2.1 部分之說明。

<sup>96</sup> 劉連煜，「股份收買請求權與控制權溢價」，月旦法學教室，第 65 期，頁 27（2008）。

<sup>97</sup> 林黎華，「控制權溢價之初探」，集保結算所月刊，第 167 期，頁 11（2007）。

<sup>98</sup> 因此在本文定義下，收購對價高於公開市場價格部分，皆可歸入收購溢價當中，只是該等溢價，究係因公司真正價值被低估、少數股份受有流通性折價，或是收購方提出部分控制權溢價與股東分享，則需依個案作進一步釐清。故控制權溢價與收購溢價兩者可能重疊，但並非相同概念。



另外，我國學說實務雖皆已指明控制權溢價係一種額外價值，然該等價值從何而來，則少有論述，而曾見有論者認為控制權的價值，係控制權人透過各種途徑對其他股東實施權益侵占所生<sup>99</sup>。在此等定義下，控制權溢價與少數股權折價將為一體兩面，控制權人獲取控制權溢價同時，少數股東股份之價值將受到折損。然若使用「控制權溢價」與「少數股權折價」指涉相同對象，在名詞使用上未免不經濟。且兩者是否為一體兩面的關係，亦非無疑，例如控制權人行使控制權，有可能係透過主導公司營運，提升整體獲利，則控制權人行使控制權增進自己利益同時，並未減損少數股東利益；其次，控制權溢價中，有部分為尚未反映於公司營運表現者，乃收購方及控制權人基於其主觀評估，就該等決定公司營運權之所得利益，所合意決定之價格（本文將之歸類為純粹控制價值），該等由交易雙方主觀賦予決定的價格，毋寧係外加在既有股份收購價格之上，未有侵奪少數股東權益情事<sup>100</sup>，益見「控制權溢價」與「少數股權折價」，兩者未必相同。

## 4.2 控制權溢價之出現脈絡

### 4.2.1 股份收買之公平價格

控制權溢價此一概念在我國主要是於股份收買請求權事件中，在公平價格的決定中被提出討論<sup>101</sup>。我國實務就此所提出之一般性論述固屬明確，然具體操作上是否適度劃定控制權溢價的範圍，恐仍未定，尤其股份收買之公平價格有其特殊的判斷標準，其實不宜完全套用控制權溢價概念。

首先，控制權溢價之綜效價值部分，因係併購交易完成後始會具體反映在公司營運表現中，而我國關於公平價格的基準時點，無論依實務見解設定

<sup>99</sup> 王文宇，「公司經營權爭奪與假處分制度」，台灣本土法學雜誌，第 58 期，頁 84（2004）。

<sup>100</sup> 請參見第 2.21 部分之說明。

<sup>101</sup> 控制權溢價之歸屬固然與公平價格之計算有關，然後者本身所涉之議題需另以專文處理，故在此處不過度涉入公平價格之相關探討，而將以另文作進一步分析與討論。

在股東會決議當日<sup>102</sup>或翌日<sup>103</sup>，或依學說見解為聲請法院裁定公平價格時<sup>104</sup>、決議日<sup>105</sup>或異議股東行使股份收買請求權期間之屆滿日<sup>106</sup>，綜效價值皆尚未發生，自亦無從納入公平價格的計算當中，若將綜效納入，反有參雜不相關價值情事，超過公平價格之應有範圍。

再者，參照美國學說實務發展，可知彼邦肯認徵用價值亦屬控制權溢價之一部分，而主張在計算股份收買的公平價格時，應予加回<sup>107</sup>。對此，徵用價值雖在我國實務定義中，因可落入「享有控制權股東可以憑藉此種權利，使公司按照符合自己利益方式經營」之文義而被包含在內，然就本文搜尋結果而言，並未見我國法院有意識到徵用價值之存在而進行論述，遑論有將之加回公平價格者。此或許是當事人未就徵用價值部分進行主張舉證所致，然無論如何，此顯示實務上對於控制權溢價的具體內涵，定義雖屬完整，但在個案運用上，仍有進一步發展空間。

三者，收購方所支付的控制權溢價中，尚有可能包含自始不會反映在公司營運表現中之若干純粹控制價值，乃主觀價值，而不應在股份收買請求權的脈絡中，納入公平價格的計算，但在我國實務對於控制權溢價採取全有全無的論述下，若整體性地決定將控制權溢價納入<sup>108</sup>，將會把該等與公司營運無關的價值加入，使異議股東獲取本非其所有之利益。

東森媒體股份收買請求案或為其中最佳寫照。在該案中，東森媒體科技股份有限公司（以下簡稱「東森媒體」）在撤銷公開發行後，收購方盛澤公

<sup>102</sup> 最高法院 71 年度台抗字第 212 號民事裁定。

<sup>103</sup> 臺中地方法院 105 年度司字第 4 號民事裁定。

<sup>104</sup> 臺灣高等法院 91 年度抗字第 2560 號民事裁定，轉引自許美麗，「股份收買請求權實務問題之研究」，全國律師月刊，第 8 卷第 11 期，頁 63（2004）。

<sup>105</sup> 同前註，頁 64。

<sup>106</sup> 蔡英欣，「股份收買請求權制度之檢討」，全國律師月刊，第 18 卷第 2 期，頁 58（2014）。

<sup>107</sup> 請參見第 3.3 部分，尤其註 80 之說明。

<sup>108</sup> 以東森媒體股份收買請求案為例，若進行概估，即交易案中第一階段收購價格（每股新臺幣 32 元），以及二審裁定公平價格（每股新臺幣 30 元）之差額。

司在第一階段以新臺幣（下同）32.5 元之價格，收購東森媒體九成股份，第二階段由盛澤公司簡易合併東森媒體時，對其他股東則以每股 26 元之價格進行收購，而由異議股東行使股份收買請求權，請求法院裁定公平價格。對此，一審法院認為東森媒體撤銷公開發行有規避證券交易法相關規定之嫌，而「證券交易法第 43 條之 1 第三項規定之目的在於確保全體股東均有公平出售股票的權利，並能分享控制股份之溢價利益，同時讓股東在公司經營權發生變動時，得選擇退出公司，因此，本諸誠實信用原則，前東森媒體聲請撤銷公開發行以規避上揭規定之適用，自應責令概括承受其權利義務之相對人，以同樣之價格向異議股東購買渠等之股份，始符合公平原則，俾以保護弱勢小股東」，且「此種現金逐出合併之方式，小股東並無選擇之權，雖非不法，但基於公平原則，小股東既已犧牲其選擇權，如再令其僅能接受 26 元之合併價格，坐令其與大部分股東有 6.5 元之價差，無乃犧牲太過，亦非事理之平」等理由，認為異議股東得以援用第一階段之收購價格，請求收買股份。

不過，二審法院對此則有不同見解，而認為「從公司實際經營層面觀之，有控制權股東與一般不具控制權股東所持有之股份，對公司的影響顯有不同，除法律明文規定外（例如證券交易法第 43 條之 1 以下針對公開發行公司所為規定），因大股東所持有的股份規模對公司經營的影響力甚鉅，要求公司的大股東和小股東以相同的價格出售其股份並不合理」，「是公司進行併購時，收購者從被收購對象之大股東處購買之股份，絕非單純股票本身之價值，尚包括取得對被收購公司之控制力，進而使被收購公司得按符合自己利益方式經營，降低其投資風險，以減少投資成本，從而被收購公司大股東持有之股份因其持股規模享有高於零散股份的『控制溢價』，尚難謂有何不當」，並認為東森媒體撤銷公開發行程序乃依法辦理，故無從援引證券交易法之規定使異議股東分享控制權溢價，而援用鑑定人以現金流折現法所計算得出之東森媒體公司價值，計算異議股東之收買公平價格為每股 30 元。

在以上判決中，一審法院肯認採用第一階段中，由收購方盛澤公司與控制權人議定之收購價格，而非以其他財務方法核算股份收買之公平價格，若

干程度地反映了收購價格及控制權溢價之主觀性格<sup>109</sup>，然因其將對控制權人之股份收購價格，不予調整地沿用至異議股東的收買公平價格上，納入未反映在公司營運表現、純粹基於主觀所支付的純粹控制價值，亦有可能包含併購交易完成後才發生之綜效價值，然該等價值乃併購交易不發生，異議股東亦無從享有者，算入公平價格中，即有不妥。相較之下，二審法院就控制權溢價之歸屬，雖未適度根據股份收買請求權之特殊性格進行調整，然因其所採用之財務方法（現金流折現法），本即僅以公司現在可見之現金流折現值估算公司價值，其結果將不會納入綜效價值及純粹控制價值中之主觀部分，相對較為妥適，只是在關於控制權溢價的抽象定義論述上，有就股份收買請求權之特性，再予細緻化處理的空間。

#### 4.2.2 證券詐欺損害賠償

東森媒體之併購交易不僅衍生股份收買請求事件，並有證券詐欺訴訟，而使得控制權溢價此一概念，亦出現在證券詐欺的脈絡中。在東森媒體證券詐欺案中，根據二審法院之認定，收購方向控制權人提出以每股 32.5 元之價格，收購東森媒體 67% 以上股份，而控制權人並無該等數量之股份可出售，遂撤銷東森媒體之公開發行以避免適用證券交易法之強制公開收購規定，再由控制權人以每股 20 元之價格，向其他股東收購其持股。對此，二審法院認定控制權人撤銷東森媒體公開發行之行為侵害其他股東在公開市場出售股份之權利，然就損害的計算上，法院認為每股 32.5 元（最後交割時調整為每股 32.4 元）之收購價格，乃收購方向控制權人提出之出價，其他股東不會收到該等報價，而該等報價中有 2.9 元的價值來自於收購方收買下亞太固網公司 Cable Modem 業務所提高的價格、3.5 元為控制權溢價，故以 26 元為少數股東股份之價值，據以計算損害<sup>110</sup>。

以上法院對於損害計算的方式，如置於股份收買請求權之公平價格脈絡下，將完全妥適，蓋其已將綜效價值（每股 2.9 元）及控制權溢價排除（每

<sup>109</sup> 請參見第 2.1.4 部分之說明。

<sup>110</sup> 臺灣高等法院 101 年度金上字第 12 號民事判決。

股 3.5 元），然將之用於證券詐欺之損害賠償計算上，則容有待斟酌。蓋股份收買請求權之公平價格，係在計算股份於「併購交易未發生下之公司繼續營運『價值』」<sup>111</sup>，而證券詐欺所涉，乃「於公開市場交易股票之投資人，受有『可得市場價格』與『真實成交價格』間價差之損害」<sup>112</sup>，前者係以公司之價值，後者則以市場價格作為計算基礎，而市場價格在公司價值的基礎上，可能因少數股權折價、流通性折價等因素而無法反映股票真正價值<sup>113</sup>，因此在證券詐欺的脈絡中，毋寧係應著眼於在當時市場交易環境下，所涉股票之可得市場價格，再據以計算損害。就此而言，本件最高法院於發回理由中，認為收購方所提出之每股 32.5 元收購價格，對象不以收購方為限，則東森媒體若未撤銷公開發行，所得獲得之收購價格是否為每股 32.5 元，故以每股 20 元價格售出持股之股東，所受損害是否即為其中差額，指明要求下級法院釐清，而將焦點著重在「每股 32.5 元是否為可得市場價格」上，應較為妥適<sup>114</sup>。

只是即便如此，此處所涉，乃收購方所提出之每股 32.5 元收購價格是否專向控制權人提出，而涉及若未撤銷公開發行，收購方是否仍續行收購東森媒體股份、將以何種價格進行公開收購等問題。此固屬事實問題而須根據具體個案事證認定，然若肯認公開收購、公開市場股權交易以及非公開市場股權交易，三者交易模式各有不同，並將影響收購方之決策及因此所提出之收

<sup>111</sup> 請參見第 3.3 部分之說明。

<sup>112</sup> 最高法院 102 年度台上字第 1294 號民事判決曾認為：「上訴人自九十一年四月三十日起所申報公告之九十一年度第一季至九十三年度上半年度之財務報告不實，於該財報資訊不實期間，於公開市場買進上訴人股票之投資人，受有『市價』與『真實價格』間價差之損害，應以『淨損差額法』即投資人買進股票之市價與當時『真實價格』之差額計算之，始為合理。」上開見解雖係在財報不實脈絡中提出，然其中認為證券詐欺責任係以公開市場上之交易價差計算損害乙節，仍足資參照。

<sup>113</sup> 請參見第 2.2 部分之說明。關於股票之市場價格與真實價值的關係，進一步說明可參見黃朝琮，「詐欺市場理論中之效率市場及價格衝擊」，公司法論文集 II：特殊交易型態與資訊揭露，頁 225（2017）。

<sup>114</sup> 最高法院 104 年度台上字第 1483 號民事判決。



購價格數額，則就最高法院發回所設定之議題的回答上，是否適於將非公開市場股權交易之收購價格，直接套用作為事實上未發生之公開收購的收購價格，容有斟酌餘地<sup>115</sup>。

#### 4.2.3 經營協議損害賠償

除此之外，我國實務上並有將主張控制權溢價之損失，作為損害賠償項目者。在彰銀經營權爭議中，台新金融控股股份有限公司（以下簡稱「台新金」）主張財政部違反承諾，使台新金在彰化銀行第24屆董事改選中未取得過半數彰化銀行過半董事席次，除因此需認列約148億元之處分投資損失，並將遭受相當於200億元至250億元之控制權溢價損失，而請求法院定暫時狀態，命財政部於本案訴訟確定前，禁止財政部所指派法人代表而當選之3名彰化銀行第24屆董事行使董事職權，並命財政部改派台新金推薦之3人擔任彰化銀行董事。此一定暫時狀態假處分請求在可得之公開訊息中，雖經高等法院作成一件抗告裁判，經最高法院發回後，再由高等法院作成一件更審抗告裁判，惟法院在其裁判理由中，皆未正面論述本件所謂控制權溢價之內涵為何，而係著眼於台新金之請求得否達成取得彰化銀行經營權之目的，以及有無定暫時狀態之必要的分析上<sup>116</sup>。

<sup>115</sup> 例如在同一組事實下，有股東另以不當得利、侵權行為等請求權基礎提起訴訟，而為臺灣臺北地方法院96年度訴字第5050號民事判決（以下簡稱「東森媒體不當得利案」）認為：「原東森媒體科技股份有限公司於當時已非公開發行股票之公司，前已述及，盛澤公司亦非透過證券交易市場，以每股32.5元之價格蒐購上開股票，而係向被告東森公司以及原東森媒體科技股份有限公司之主要股東，經由議價方式，以上開價格買受之。因此，基於買賣契約之相對性原則，買賣標的物縱使具同一性，然涉及交易時間、數量、買方與賣方之契約附隨義務未必相同等因素，價格未必相同。因此，盛澤公司雖以每股32.5元之價格向被告東森公司以及原東森媒體科技股份有限公司之主要股東，以每股32.5元之價格，購買原東森媒體科技股份有限公司股份，然衡之交易慣例，並不足以證明盛澤公司當然亦會以同一價格，向原告購買上開股份；同時，原告亦未能舉證證明如伊出售上開股份予盛澤公司，該公司亦同意以同一價格向原告購買上開股票」，足資參照。

<sup>116</sup> 臺灣高等法院104年度抗字第235號民事裁定、最高法院104年度台抗字第730號



以控制權溢價之損失作為違約之損害賠償項目，於論理上雖非無法想像，然其中有多少得作為股東本身之損害，則需就其細項逐一進行檢視，例如若此處所主張之控制權溢價損害，乃喪失控制權而損失之代理成本抑制、經營效率提升等有改善公司營運表現等效益，該等效益即使存在，因係反映在公司的營運表現中，控制權人至多僅在其持股比例範圍內獲益，故該等效益喪失之不利利益，應無法全部歸諸為控制權人之損害；若具體所涉乃未來所失利益之損失（例如綜效價值），倘能依民法第 216 條第二項，證明乃依通常情形，或依已定之計劃、設備或其他特別情事，可得而未得之預期利益者，視為所失利益<sup>117</sup>，而可因法律創設之擬制規定，減輕舉證負擔<sup>118</sup>，然在此範圍之外，主張受有控制權溢價損害之人仍需為相當舉證，以確立該等所失利益之存在。

#### 4.2.4 受託義務審查

此外，在農民銀行案，農民銀行股東起訴主張農民銀行董事在與合作金庫進行股份轉換之併購交易時違反其受託義務，其中一個主張，乃農民銀行之價值高低非專屬該公司之大股東，而係由公司全體股東所享有，自不得以合併前後之大股東相同為由，即認控制權溢價乙節無須考量，以及該案之獨立專家合理性意見書有其他不合理誤算，而農民銀行董事以之作為決策基礎，違反注意義務。對此，二審法院僅以此乃對獨立專家意見之實體指摘，僅涉及專家意見有無錯誤應否負責之問題，尚難據此逕為農民銀行董事未盡

---

民事裁定及臺灣高等法院 104 年度抗更(一)字第 32 號民事裁定。

<sup>117</sup> 最高法院 101 年度台上字第 1692 號民事判決：「損害賠償，除法律另有規定或契約另有訂定外，須填補債權人所受損害與所失利益。而依通常情形，或依已定之計畫、設備，或其他特別情事，可得預期之利益，視為所失利益，民法第二百十六條第一、二項定有明文。準此，如依外部客觀情事觀之，足認其已有取得利益之可能，因責任原因事實之發生，致不能取得者，應可認為係所失之利益，不以確實可取得之利益為限。」

<sup>118</sup> 王澤鑑，損害賠償，頁 81-82（2017）。

善良管理人注意義務之認定<sup>119</sup>，此一認定並為最高法院所維持<sup>120</sup>。

按獨立專家之意見雖有助於經營者就併購案件之決策品質，然其並無終局效力，董事及股東仍應本諸其意見，判斷如何行使表決權<sup>121</sup>。因此上開法院見解認為股東對於控制權溢價之主張乃關於獨立專家合理性意見之實體指摘，固非無見，然未切中問題核心。蓋最終就收購對價之分配進行決策者，仍為董事，並非獨立專家，而評斷董事決策之關鍵，仍在於控制權溢價應如何分配此一問題的答案上。

由前文分析可知，德拉瓦州案例法在控制股權出售及受託義務審查的脈絡中，原則上容許控制權人收取控制權溢價，但藉由股份收買請求權，以及鼓勵特別委員會及外部股東多數決等程序機制之採用，促使控制權人將控制權溢價與少數股東分享<sup>122</sup>，而仍將控制權溢價，預設歸屬於控制權人；至於我國，經過東森媒體股份收買請求案二審判決、東森媒體證券詐欺案二審判決及東森媒體不當得利案等一系列裁判，以及其他在股份收買請求權脈絡下所作成之裁判<sup>123</sup>，其中在股份收買請求權的脈絡將控制權溢價全部歸屬控制權人雖有不當，但至少可確立我國實務存有將控制權溢價歸屬於控制權人之原則。

以此原則檢視農民銀行案，固可認為股東所提出，農民銀行董事未考慮將控制權溢價配置予少數股東之主張，未有受託義務違反情事，然若進一步檢視，卻可發現股東於此之主張頗為特殊，蓋在德拉瓦州案例法中，受託義務脈絡需檢討控制權溢價歸屬的情況，係控制權人與少數股東獲取不同對價

<sup>119</sup> 臺灣高等法院 96 年度重上字第 145 號民事判決。

<sup>120</sup> 最高法院 99 年度台上字第 261 號民事判決。

<sup>121</sup> 郭大維，「論企業併購下獨立專家法制之建構——我國法與英國法之比較」，全國律師月刊，第 18 卷第 2 期，頁 38（2014）。關於獨立專家之功能，可參見王志誠，「獨立專家在併購交易應有之功能及法律地位」，世新法學，第 5 卷第 1 期，頁 36-42（2011）。

<sup>122</sup> 請參見第 3.2 部分及第 3.3 部分之說明。

<sup>123</sup> 臺灣新北地方法院 101 年度司字第 50 號民事裁定、臺灣士林地方法院 102 年度司字第 58 號民事裁定，以及臺灣新竹地方法院 105 年度司字第 25 號民事裁定。

的場合，然在農民銀行案中，控制權人財政部與其他少數股東所獲得之換股比例相同，而未因其為控制權人而獲有其他少數股東所無之利益，若此中有低估農民銀行股價情事，應係存在於全體股東，未因財政部為控制權人而有所不同，故此處所涉，與其說是控制權溢價之歸屬問題，不如說是農民銀行董事是否根據可信之獨立專家合理性意見，而作成與合作金庫進行股份轉換交易之知情（informed）決策<sup>124</sup>，但無論如何，農民銀行案點出了控制權溢價於受託義務脈絡中應如何分配之議題，我國實務後續將如何發展，值得繼續觀察。

#### 4.2.5 公開收購

另外，在公開收購中，亦涉及控制權溢價的歸屬問題。對此，我國證券交易法第 43 條之 1 及公開收購公開發行公司有價證券管理辦法（以下簡稱「公開收購辦法」）第 11 條規定，預定於 50 日內取得公開發行公司已發行股份總額 20% 以上股份者，應採公開收購方式為之。此等強制公開收購制度，有學說及實務認為係確保全體股東均有公平出售股票並分享控制權溢價的權利<sup>125</sup>。

至於控制權溢價應如何分享，證券交易法第 43 條之 2 則規定公開收購人應以同一收購條件為公開收購，如有違反，公開收購人應對應賣人負損害賠償責任；公開收購辦法第 7 條之 1 進一步規定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。

就證券交易法第 43 條之 1、公開收購辦法第 11 條規定而言，我國強制

<sup>124</sup> 董事若未作成知情決策，涉及注意義務之違反，進一步說明，可參見林國彬，「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，第 100 期，頁 154-157（2007）。

<sup>125</sup> 學說見解，可參見例如王志誠，「公開收購法制之發展趨勢：百尺竿頭公司收購樂陞公司案之省思」，月旦法學教室，第 173 期，頁 50（2017）；實務見解則如臺北地方法院 95 年度司字第 779 號民事裁定（東森媒體股份收買請求案一審判決）。

公開收購制度寓有將控制權溢價與全體股東共享之意，再對照證券交易法第 43 條之 2、公開收購辦法第 7 條之 1，可知所謂分享控制權溢價，係指以同一條件進行公開收購之意，則反面推論，在公開收購射程範圍之外，即無應以同一條件進行收購之限制，因此問題焦點，在於何時構成公開收購辦法第 11 條「預定於五十日內取得公開發行公司已發行股份總額 20% 以上股份」，而觸動強制公開收購機制，從而必須依證券交易法第 43 條之 2、公開收購辦法第 7 條之 1，就該強制公開收購機制範圍內，以相同條件進行收購。

對此，實務上在開發金公開收購環華證案中，曾有認為證券交易法第 43 條之 1 及公開收購辦法第 11 條中所稱之「預定」，包含「『預定』短期計畫大量簽訂買賣股票契約及計畫達成買賣合意之情形在內，亦即若預定短期計畫大量簽訂買賣股票契約或達成買賣合意而於五十日內取得公開發行公司已發行股份總額 20% 以上有價證券，即應採公開收購方式為之」，且「證券交易法第 175 條所處罰之行爲，不僅需有短期（即五十日內）大量（公開發行公司已發行股份總額 20% 以上）取得（包含簽訂買賣股份契約及達成買賣合意）公開發行公司已發行股份之『預定』，尚需有不採公開收購而以私下交易方式於短期（即五十日內）大量（即公開發行公司已發行股份總額 20% 以上）取得（包含簽訂買賣股份契約及達成買賣合意）公開發行公司已發行股份之實行行爲，並非處罰思想犯，而於五十日內簽訂買賣股份契約或達成買賣合意之數量達到公開發行公司已發行股份總額 20% 後，於五十日內繼續所為之簽約或達成合意行爲，均屬違反證券交易法第 175 條行爲之繼續」<sup>126</sup>，透過對於「預定」之擴大解釋，將強制公開收購規定之觸發，延伸至買賣雙方已達成買賣合意的場合。

按我國法之規定，一方面限制收購方對於超過 20% 以上股份之取得，僅能以公開收購方式為之，不若美國法上使收購方有選擇交易方式之自

<sup>126</sup> 臺灣高等法院 99 年度金上重訴字第 61 號刑事判決。

由<sup>127</sup>；另一方面我國所採之強制公開收購規定，雖咸認係參酌英國立法例而來，然未要求收購方公開收購全部股份，則又與英國法不同<sup>128</sup>。我國法制擺盪於兩個極端之間，是否兼採雙方之長，又或在比較法上獨樹一格，容有待斟酌<sup>129</sup>，但就併購交易的推行而言，此等強制公開收購規定將有可能產生幾種結果：

1.收購方提出控制權人可接受之收購價格，收購全部股份（無論是一次公開收購，或是兩階段收購），使少數股東獲取非其所有之控制權溢價，大幅增加收購成本。

2.收購方提出控制權人可接受之收購價格，並公開收購高於控制權人持有之股份（但非全部股份），期在收購應賣的少數股份同時，能將完整的控制權溢價交予控制權人，惟此不但將增加收購成本，亦不易估算將有多少少數股份應賣，此時若有相當數量之少數股份應賣，將會使控制權人無法在公開收購中，一次出清股份出場，而必須循其他管道售出股份（如在公開市場上賣出），對控制權人有不確定性，可能使之拒絕應賣<sup>130</sup>。

3.收購方提出控制權人可接受之收購價格，但僅公開收購控制權人所擁有之股份數的數量，此時收購方雖僅提出相應的控制權溢價，收購成本較上述第二種情境為低，但因少數股份應賣而使控制權人無法藉公開收購一次出清股份出場之可能性，則較上述第二種情境為高，而有可能使控制權人拒絕

<sup>127</sup> 章友馨，「齊頭式公平是真公平嗎？——從凱雷收購東森媒體案論股份收買請求權公平價格之裁定」，月旦財經法雜誌，第13期，頁144-145（2008）。

<sup>128</sup> 王文宇，「非合意併購的政策與法制——以強制收購與防禦措施為中心」，月旦法學雜誌，第125期，頁161（2005）；劉倩紋，「我國強制公開收購規範性質之探討」，證券暨期貨月刊，第27卷第9期，頁33（2009）。

<sup>129</sup> See generally Hsin-Ti Chang, *An Alternative Explanation for Non-Adoption of the Mandatory Bid*, 23(1) REV. OF SEC. & FUTURES MKT. 81, 93-105 (2011); Yueh-Ping (Alex) Yang & Ping-Hsien (Peggy) Lee, *Is Moderation the Highest Virtue? A Comparative Study of a Middle Way of Control Transaction Regimes*, 41 DEL. J. CORP. L. 393, 423-45 (2017).

<sup>130</sup> 就此而言，因收購方所支付的對價未全數有控制權人取得，而是在控制權人及應賣少數股東間比例分配，故產生與少數股東分享控制權溢價之結果。



應賣，蓋與其他少數股份比例分配收購對價後，控制權人將無法獲得全部之控制權溢價。

4.收購方在公開市場上收購股份，且每五十日內不取得 20% 以上股份者，然如此將有可能構成取得 20% 以上股份的預定行為，而產生刑事責任風險，且我國證券市場有漲跌幅限制，市場上之價格未必為控制權人可接受之價格，此時若控制權人不在公開市場上賣出，收購方即令收購市場上流通之全部股份，亦無法取得控制權。

5.收購方捨公開收購而以其他方式進行併購交易。

6.收購方放棄進行併購交易。

由此可見，在我國的強制公開收購規定下，以公開收購方式移轉控制權，將有相當難度，倘立法者有意促使公開收購專注作為收購全部股份之機制（如上列第一種情境），雖無可厚非，但將增加以移轉控制性股權方式轉讓控制權之難度，減少併購交易之可得選項<sup>131</sup>。解決之道，應在肯認控制權溢價歸屬於控制權人的基礎上，於解釋論上放寬證券交易法第 43 條之 1 及公開收購辦法第 11 條之「預定」的判斷標準，允許收購方有進行不同規劃的空間，而得以在進行公開收購前，向控制權人取得控制性股份，或是在證券交易法第 43 條之 2、公開收購辦法第 7 條之 1 之同一條件的解釋上，基於不等者不等之的原則，允許控制權人和少數股東間之不同對待，然根本上或許應是在立法論上，就採取強制公開收購制度之妥適性，進行通盤審視與檢討。

## 5. 結論

本文以比較法研究方式，觀察美國法上所討論之控制權溢價的內涵，認為可以將之解析為綜效價值、徵用價值及純粹控制價值，其數額之決定具有相當主觀性，且應與少數股權折價、流通性折價等概念相區別。至於控制權溢價之歸屬，美國法原則上將之歸屬於控制權人，但允許其將之與少數股東

<sup>131</sup> 論者對於我國獨創之強制公開收購制度，已有縝密分析與批評，故於此不再重複贅述。See, e.g., Chang, *supra* note 129, at 100-05.



分享，並透過受託義務審查（併同程序機制之使用）及股份收買請求權等機制，使少數股東有機會分享控制權溢價。換言之，控制權溢價之歸屬並非只有一個答案，其分配亦非全有全無。

以此檢視我國法制，我國關於控制權溢價的概念係在股份收買請求權的脈絡中展開，其中定義雖屬完整，並以確立控制權溢價歸屬控制權人之原則，然因股份收買請求權就公平價格有其獨特標準，我國實務將控制權溢價以全有全無方式配置，反非妥適，可參考德拉瓦州法制之發展經驗，進一步深化發展；相較之下，我國法在控制股權出售及受託義務審查等控制權溢價應歸屬於控制權人之典型脈絡中，反就控制權溢價下的歸屬未有詳論，而是出現在證券詐欺及經營協議損害賠償計算當中，與本文所引用、觀察之美國法學說實務進行對比，可知我國就控制權溢價概念於損害賠償計算中之應用，頗為特殊，此究屬特殊案例，或將發展成為我國特色，容有待後續繼續觀察。至於公開收購，雖然我國法亦是規定應以最高同一價格進行，但在具有我國特色的強制公開收購制度下，則呈現與美國法不同之風貌。整體觀之，我國尚未建立控制權溢價之歸屬體系，案例累積亦屬有限，有待進一步研究加以完善之，而在此過程中，美國法制之發展經驗，或有可供借鑑之處。

## 參考文獻

### 中文書籍

王澤鑑，《損害賠償》，新學林出版，臺北（2017）。（Wang, Tze-Chien, *Damage Compensation*, Sharing Culture Enterprise, Taipei (2017).）

### 中文期刊

王文宇，〈公司經營權爭奪與假處分制度〉，《台灣本土法學雜誌》，第58期，頁78-100，2004年5月。（Wang, Wen-Yew, *Contest of Corporate Control and Preliminary Injunction*, Taiwan Law Journal, vol. 58, at 78-100, May 2004.）

王文宇，〈非合意併購的政策與法制——以強制收購與防禦措施為中心〉，《月旦法學雜誌》，第125期，頁155-175，2005年10月。（Wang, Wen-Yew, *The Policy and Regulation of Unsolicited Takeover*, The Taiwan Law Review, vol. 125, at 155-175, Oct. 2005.）

王志誠，〈獨立專家在併購交易應有之功能及法律地位〉，《世新法學》，第5卷第1期，頁34-64，2011年12月。（Wang, Chih-Cheng, *The Function and Legal Status of Independent Expert in the Merger and Acquisition Transaction*, Shih Hsin Law Review, vol. 5, no. 1, at 34-64, Dec. 2011.）

王志誠，〈公開收購法制之發展趨勢：百尺竿頭公司收購樂陞公司案之省思〉，《月旦法學教室》，第173期，頁50-67，2017年3月。（Wang, Chih-Cheng, *The Development Trend of Tender Offer Regulation: Thoughts on Bai Chi Gan Tou Digital Entertainment Co.'s Acquisition of XPEC Entertainment*, Taiwan Jurist, vol. 173, at 50-67, Mar. 2017.）

林建中，〈美國德拉瓦州法上股份收買請求權的計算方式與衍生問題〉，《政大法學評論》，第137期，頁99-150，2014年6月。（Lin, Chien-Chung, *Delaware's Shareholder Appraisal Right: Calculation and Issues*, Chengchi Law Review, vol. 137, at 99-150, June 2014.）

- 林國彬，〈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》，第 100 期，頁 135-214，2007 年 12 月。（Lin, Kuo-Bin, Fiduciary Duties and Judicial Review Standards—A Case Study on Delaware Cases, *Chengchi Law Review*, vol. 100, at 135-214, Dec. 2007.）
- 林黎華，〈控制權溢價之初探〉，《集保結算所月刊》，第 167 期，頁 11-24，2007 年 10 月。（Lin, Li-Hua, Preliminary Investigation into Control Premium, *Taiwan Securities Central Depository Monthly*, vol. 167, at 11-24, Oct. 2007.）
- 章友馨，〈齊頭式公平是真公平嗎？——從凱雷收購東森媒體案論股份收買請求權公平價格之裁定〉，《月旦財經法雜誌》，第 13 期，頁 135-169，2008 年 6 月。（Tsang, Yo-Shing, Is Formal Equality Real Equality?, *Financial and Economic Law Review*, vol. 13, at 135-169, June 2008.）
- 郭大維，〈我國公開收購制度之探討——兼論英美相關立法例〉，《臺北大學法學論叢》，第 65 期，頁 89-132，2008 年 3 月。（Kuo, Ta-Wei, A Study on the Tender Offer System in Taiwan and Discussion of the British and U.S. Systems, *Taipei University Law Review*, vol. 65, at 89-132, Mar. 2008.）
- 郭大維，〈論企業併購下獨立專家法制之建構——我國法與英國法之比較〉，《全國律師月刊》，第 18 卷第 2 期，頁 36-48，2014 年 2 月。（Kuo, Ta-Wei, On the Construction of Regulation on Independent Expert in M&A—Comparison of the Taiwan Law and the British Law, *Taiwan Bar Journal*, vol. 18, no. 2, at 36-48, Feb. 2014.）
- 許美麗，〈股份收買請求權實務問題之研究〉，《全國律師月刊》，第 8 卷第 11 期，頁 60-70，2004 年 11 月。（Hsu, Mei-Li, A Study on the Issues of Appraisal in Practice, *Taiwan Bar Journal*, vol. 8, no. 11, at 60-70, Nov. 2004.）
- 黃朝琮，〈公司控制權轉讓之場外找補行為適法性〉，《法令月刊》，第 68 卷第 12 期，頁 106-134，2017 年 12 月。（Huang, Chao-Tsung, Legality of Private Settlement of Consideration in Change of Corporate Control, *The Law Monthly*, vol. 68, no. 12, at 106-134, Dec. 2017.）
- 蔡英欣，〈股份收買請求權制度之檢討〉，《全國律師月刊》，第 18 卷第 2 期，頁 49-61，2014 年 2 月。（Tsai, Yin-Hsin, The Examination of Appraisal, *Taiwan Bar Journal*, vol. 18, no. 2, at 49-61, Feb. 2014.）

劉倩姣，〈我國強制公開收購規範性質之探討〉，《證券暨期貨月刊》，第27卷第9期，頁28-39，2009年9月。（Liu, Chien Wen, A Study on the Nature of Mandatory Tender Offer in Taiwan, Securities & Futures Monthly, vol. 27, no. 9, at 28-39, Sept. 2009.）

劉連煜，〈股份收買請求權與控制權溢價〉，《月旦法學教室》，第65期，頁26-27，2008年3月。（Liu, Lie-Yu, Appraisal and Control Premium, Taiwan Jurist, vol. 65, at 26-27, Mar. 2008.）

## 中文學位論文

饒佩妮，《論控制權溢價之歸屬》，東吳大學法律研究所碩士論文，2009年6月。（Jao, Pei-Ni, The Study on Control Premium, master thesis, Soochow University, June 2009.）

## 中文論文集

黃朝琮，〈公司出售時之受託義務與程序機制〉，《公司法論文集 I：受託義務之理論與應用》，頁67-154，新學林出版，臺北（2017）。（Huang, Chao-Tsung, Fiduciary Duty and Procedural Mechanism in Sale of Company, Essays on Corporate Law I: The Theory and Application of Fiduciary Duty, Sharing Culture Enterprise, at 67-154, Taipei (2017).）

黃朝琮，〈論公司章程管轄法院條款〉，《公司法論文集 I：受託義務之理論與應用》，頁373-392，新學林出版，臺北（2017）。（Huang, Chao-Tsung, Comment on Forum Provision in Corporate Charter, Essays on Corporate Law I: The Theory and Application of Fiduciary Duty, Sharing Culture Enterprise, at 373-392, Taipei (2017).）

黃朝琮，〈詐欺市場理論中之效率市場及價格衝擊〉，《公司法論文集 II：特殊交易型態與資訊揭露》，頁215-246，新學林出版，臺北（2017）。（Huang, Chao-Tsung, The Efficient Market and Price Impact in the Fraud-on-the-Market Theory, Essays on Corporate Law II: Unique Deal Structures and Information Disclosure, Sharing Culture Enterprise, at 215-246, Taipei (2017).）

## 英文書籍

KRAAKMAN, REINIER R. ET AL., *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* (3d ed. 2017).

## 英文期刊

Afsharipour, Afra, *A Shareholders' Put Option: Counteracting the Acquirer Overpayment Problem*, 96 MINN. L. REV. 1018 (2012).

Bajaj, Mukesh, David J. Denis, Stephen P. Ferris & Atulya Sarin, *Firm Value and Marketability Discounts*, 27 J. CORP. L. 89 (2001).

Black, Bernard S., *Bidder Overpayment in Takeovers*, 41 STAN. L. REV. 597 (1989).

Booth, Richard A., *Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings*, 57 BUS. LAW. 127 (2001).

Chang, Hsin-Ti, *An Alternative Explanation for Non-Adoption of the Mandatory Bid*, 23(1) REV. OF SEC. & FUTURES MKT. 81 (2011).

Coffee, John C., Jr., *Transfers of Control and the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions While Chilling Inefficient Ones?*, 21 DEL. J. CORP. L. 359 (1996).

Coates, John C. IV, *"Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions*, 147 U. PA. L. REV. 1251 (1999).

Dammann, Jens, *The Mandatory Law Puzzle: Redefining American Exceptionalism in Corporate Law*, 65 HASTINGS L.J. 441 (2014).

Dyck, Alexander & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537 (2004).

Fischel, Daniel R., *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, 1983 AM. B. FOUND. RES. J. 875.

Geis, George S., *An Appraisal Puzzle*, 105 NW. L. REV. 1635 (2011).

Gilson, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1641 (2006).

Hamermesh, Lawrence A. & Michael L. Wachter, *The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law*, 31 J. CORP. L. 119 (2005).

- Hamermesh, Lawrence A. & Michael L. Wachter, *The Short and Puzzling Life of the “Implicit Minority Discount” in Delaware Appraisal Law*, 156 U. PA. L. REV. 1 (2007).
- Hamermesh, Lawrence A. & Michael L. Wachter, *Rationalizing Appraisal Standards in Compulsory Buyouts*, 50 B.C. L. REV. 1021 (2009).
- Stout, Lynn A., *Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value, and Corporate Law*, 99 YALE L.J. 1235 (1990).
- Weiss, Elliot J., *The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspectives*, 56 N.Y.U. L. REV. 624 (1981).
- Yang, Yueh-Ping (Alex) & Ping-Hsien (Peggy) Lee, *Is Moderation the Highest Virtue? A Comparative Study of a Middle Way of Control Transaction Regimes*, 41 DEL. J. CORP. L. 393 (2017).

### 其他英文參考文獻

- Brief of Law and Corporate Finance Professors as Amici Curiae in Support of Reversal, DFC Global Corporation v. Muirfield Value Partners, L.P. et al. (Del. 2016) No. 518, 2016, 2017 WL 182742 (Jan. 6, 2017).
- Pacces, Alessio M., *Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control* (Rotterdam Inst. of L. & Econ. Working Paper, Paper No. 04, 2009) , <https://papers.ssrn.com/id=1448164>.
- Sepe, Simon M., *Private Sale of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid Rule Is Inefficient* (Ariz. Legal Studies, Discussion Paper No. 10-29, 2010), <https://papers.ssrn.com/id=1086321>.