

控制股東之受託義務 ——德拉瓦州案例法之觀察

黃朝琮*

壹、前言

控制股東於美國法上受有受託義務（fiduciary duty），乃國內公司法學者耳熟能詳的說法¹，不過該等義務之內容為何，是否與董事、經理人所負之受託義務相同？在此之前，控制股東又應如何認定？國內之相關討論均付之闕如。事實上，於美國公司法重鎮的德拉瓦州，此等問題亦未必明朗，不過晚近隨著法院作成若干判決，相關議題有進一步發展，值得加以介紹。

在此問題意識下，本文擬以德拉瓦州案例法為對象，探討控制股東之認定及其受託義務內涵，將於第貳部分介紹德拉瓦州法上之控制股東認定標準，再於第參部分介紹控制股東於不同場合下之受託義務內涵及其審查標準後，於第肆部分做成結論。

貳、控制股東之認定

要探討控制股東之受託義務，必須先界定何謂控制股東。就德拉瓦州案例法以觀，有三種可能構成控制股東的方式：擁有過半表決權、對公司事務之一般支配及對特定交易之支配，分述如下。

一、態樣一：擁有過半表決權

股東若擁有超過半數之表決權，將僅憑自身即可於股東會通過普通決議、否決不擬支持之特別決議事項，並得於董事選舉中取得過半數董事席次，而對於公司營運具有控制力，應屬明確。法院於此係以表決權數為斷²，故股東持有之股數雖未過半，但若其中有複數表決權股而得以掌控過半數之表決權，該股東仍具有控制股東身份³。另外，德拉瓦州法院在認定控制股東時，係以實際實施該等控制力之人為對象，因此即令非直接持股而是透

* 本文作者係美國賓州大學法學碩士，宏鑑法律事務所合夥律師。

註1：經典論述如劉連煜（2006），〈關係人交易與控制股東之義務，關係人交易與控制股東之義務〉，氏著，《公司法理論與判決研究（四）》，第195-199頁，元照。晚近討論則可見陳盈如（2021），〈我國控制股東主導交易之審查標準——以現金逐出合併為中心〉，《輔仁法學》，62期，第100-104頁。

註2：Voigt v. Metcalf, No. CV 2018-0828-JTL, 2020 WL 614999, at *11 (Del. Ch. Feb. 10, 2020).

註3：See, e.g., United Food & Commercial Workers Union v. Zuckerberg, 250 A.3d 862, 869-70 (Del. Ch. 2020).

過控股公司取得過半數表決權，仍將構成控制股東而負有受託義務⁴。

單一股東擁有過半數表決權構成控制股東固無疑義，但複數不具有控制力之股東間，亦得透過契約、協議、共有股權或其他安排，基於共同目的互相協作而形成一集團，使該集團內之股東將取得控制股東地位⁵，然若各股東之間僅是因為互不交集的利益而有相同目標，此一事實本身不足以形成控制股東集團⁶，因此一般而言，控制股東集團之主張不容易成立⁷。

二、態樣二：對公司事務之一般性支配

若股東對於公司營運之影響力，與擁有過半數表決權無異，亦可認為該股東具有控制股東地位⁸。

一般性支配的判斷須根據個案事實而定，亦無固定公式可循⁹，不過大體而言，德拉瓦州法院將著重考量該名股東因股權或自身擁

有之管理職位，於董事會外所擁有之影響力程度¹⁰，具體而言將關注於股東之表決權數量、是否有賦予少數股東特殊權力之決策規則、對於董事之指派權、控制股東是否具有崇高地位（如為公司的創辦人、執行長或董事會主席）而對董事會具有不成比例的影響力等因素¹¹，為綜合考量。

首先，股東擁有之表決權雖未過半，但若仍有一定數量，將可作為推定股東具有一般性支配的考量因素，蓋就德拉瓦州公司而言，其股東會的投票率普遍落在80%¹²，而德拉瓦州公司大多數事項之股東會決議門檻為已出席有表決權股份之過半數，因此股東只要掌控40%加1表決權，其地位即與擁有過半數表決權相近¹³。股東擁有之表決權雖低於40%，以35%為例，則在一個出席率為80%的股東會中，該股東要通過一決議，只要獲得出席的其他45%表決權中之5%加1票支持即可，但如要否決該決議，則必須要有45%表決權中之40%投下反對票¹⁴；再以21.9%為例，

註4：In re EZCORP Inc. Consulting Agreement Derivative Litig., No. CV 9962-VCL, 2016 WL 301245, at *10 (Del. Ch. Jan. 25, 2016).

註5：Sheldon v. Pinto Tech. Ventures, L.P., 220 A.3d 245, 251-52 (Del. 2019).

註6：Id. at 252

註7：In re Nine Systems Corporation Shareholders Litigation, 2014 WL 4383127, at *24 (Del. Ch. Sept. 4, 2014).

註8：Basho Technologies. Holdco B, LLC v. Georgetown Basho Investors, LLC, 2018 WL 3326693, at *25 (Del. Ch. July 6, 2018).

註9：Calesa Assocs., L.P. v. American Capital, Ltd., No. CV 10557-VCG, 2016 WL 770251, at *11 (Del. Ch. Feb. 29, 2016).

註10：Tornetta v. Musk, 310 A.3d 430, 498-500 (Del. Ch. 2024).

註11：Basho, 2018 WL 3326693, at *27. See also Nicholas D. Mozal, Justin T. Hymes & Faith C. Flugence, *Delaware's "Control Group" Jurisprudence: A Survey of Recent Decisions*, 18 DEL. L. REV. 25 (2023) (reviewing recent Delaware cases regarding controlling group).

註12：Voigt, 2020 WL 614999, at *18 (citing literature).

註13：Id.

註14：Id.

該名股東要在一個出席率為80%的股東會中通過決議，僅需取得其他擁有18.1%加1表決權之股東支持，反對股東則需要有40%表決權投下反對票，相當於在該名持有21.9%表決權的股東以外的已出席58.1%表決權中，須有超過2/3為反對（ $40\% \div (80\% - 21.9\%)$ ）¹⁵。由此可見，股東持股比例若接近20%，即已對於股東會決議之通過與否，具有相當影響力，因此德拉瓦州普通公司法（Delaware General Corporation Law）第203條方規定，在於其他相反事證下，將推定持股達20%之股東具有控制力¹⁶，而20%也成為判斷一般支配時，審酌股東持股的一個重要門檻¹⁷。

再者，若股東擁有或近乎擁有否決公司決策的權力，亦是在判斷是否構成控制股東的考量因素。因此例如在股東持股接近22%時，若公司規定諸如併購等重大事項須經過全部表決權2/3以上同意，則該22%表決權將使股東得以輕易否決該等重大事項之進行¹⁸。此等決策上的特殊權力未必需要來自於股份，亦有可能因契約約定而取得¹⁹。

三者，股東若有權指派公司中之董事席次，即使未達過半，仍有可能在綜合考量其他因素後，被認定具有控制股東身分。例如在*Voigt*中，德拉瓦州衡平法院即曾因股東有權指定12席董事中之4席，占全部董事1/3，作為認定構成控制股東的依據²⁰。

最後，股東若對於董事會有巨大影響力，亦會被納為考量具有控制股東身分之因素，此等影響力可能來自於該股東為公司創辦人或擔任高階經理人，抑或是有能力干擾董事決策²¹。馬斯克之於特斯拉公司，即為此中著例²²。

與態樣一相同，一般支配亦有可能透過形成集團的方式形成，因此若集團成員中有持有公司股份、另有成員因擁有契約上權利而共同組成對公司之一般支配時，未持有股份之成員仍因該等一般支配而具有控制股東地位並同負受託義務²³。

三、態樣三：對特定交易之支配

除了一般支配力，若股東對於特定交易具

註15：*Tornetta*, 310 A. 3d at 502. 21.9%為該案之股東所擁有之持股比例。

註16：DEL. CODE ANN. tit. 8, § 203(c)(4) (2017).

註17：*Tornetta*, 310 A. 3d at 503.

註18：*In re Tesla Motors, Inc. Stockholder Litigation*, No. CV 12711-VCS, 2018 WL 1560293, at *15 (Del. Ch. Mar. 28, 2018).

註19：*In re Pattern Energy Group Inc. Stockholders Litigation*, No. CV 2020-0357-MTZ, 2021 WL 1812674, at *40 (Del. Ch. May 6, 2021). 論者有認為，應避免過度在股份或管理權限之外，逕以契約或商業關係上影響力，進行控制股東之認定。See Lawrence A. Hamermesh, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine, *Optimizing the World's Leading Corporate Law: A Twenty-Year Retrospective and Look Ahead*, 77 BUS. LAW. 321, 348 (2022).

註20：*Voigt*, 2020 WL 614999, at *14.

註21：*Tornetta*, 310 A. 3d at 503-04.

註22：*Id.* at 504-07.

註23：*Pattern Energy*, 2021 WL 1812674, at *40.

有支配力，於該個案中亦將被認定為控制股東²⁴。此時法院所要審酌者，係股東在交易進行過程中是否對於公司董事有所支配，關注於股東與進行提案、提供資訊及作成決策人員及其顧問間的關係，另外若擁有得以否決或限制特定方案而導引公司為特定決策之契約上權利或商業關係，亦有可能被認為具有特定支配，但究竟應審酌哪些因素，事實上難以窮盡，只能逐案累積判斷²⁵。

判斷對公司是否具有一般支配之考量因素，亦得用以認定特定支配是否存在²⁶，故前述第貳、一部分之說明，於特定支配亦有適用。除此之外，特定支配亦審酌個別交易之進行過程，例如在 *Tornetta* 中，德拉瓦州衡平法院在審查特斯拉公司於2018年與馬斯克達成合意之薪酬方案合法性時，即審酌該公司董事相對於馬斯克缺乏獨立性²⁷，並著眼於該等薪酬方案是由馬斯克發動、該方案並未進行基準化分析 (benchmark analysis)，以及達成合意的過程中並無實質協商等，認定馬斯克具有特定支配而為控制股東²⁸。

值得注意者，*Tornetta* 在判斷馬斯克是否具有特定支配而為控制股東時，所審酌之董事

是否具有獨立性、是否進行實質協商等考量因素，再次應用於整體公平標準 (entire fairness) 審酌薪酬方案是否為公平交易 (fair dealing) 時之判斷²⁹，不無使控制股東之判斷，與交易案本身是否違反受託義務之審查相重疊³⁰，從而一旦被認定具有特定支配而為控制股東，在進入整體公平標準的審查時，幾乎只剩下證明交易價格為公平價格此一選項。另一方面，若法院認為有能力實施特定支配之股東，實際上未運用該等支配力量，則審查標準將繼續維持在經營判斷法則，例如在 *Oracle* 中，德拉瓦州衡平法院即認為 *Oracle* 公司創辦人 *Ellison* 在該公司合併 *Ellison* 另創辦之 *NetSuite* 公司 (*Ellison* 於 *Oracle* 公司持股 28.4% 股份、*Netsuite* 公司 39.8%) 的過程中並未運用其影響力，故 *Ellison* 在該案中不被認定為控制股東，而以經營判斷法則進行審查³¹。

在特定支配概念之應用日益廣泛下，在「被認定具有特定支配而為控制股東，故適用整體公平標準」及「不具有特定支配而適用經營判斷法則」之間，是否尚存有「不構成控制股東，但仍適用整體公平標準」的中間類型？例如在有少數股東提案收購公司的

註24：In re Western National Corp. Shareholders Litigation, No. 15927, 2000 WL 710192, at *20 (Del. Ch. May 22, 2000).

註25：Basho, 2018 WL 3326693, at *26.

註26：Tornetta, 310 A. 3d at 501.

註27：Id. at 508-09.

註28：Id. at 509-20.

註29：Id. at 526-32. 於德拉瓦州法下，公司與控制股東間之交易將適用整體公平標準進行審查，審酌該等交易之程序是否為公平交易、價格是否為公平價格 (fair price)，進一步說明請參見以下第參、一、(一) 部分。

註30：類似觀察如 Ann M. Lipton, *After Corwin: Down the Controlling Shareholder Rabbit Hole*, 72 VAND. L. REV. 1977, 1995 (2019).

註31：In re Oracle Corp. Derivative Litigation, No. 2017-0337-SG, 2023 WL 3408772, at *27 (Del. Ch. May 12, 2023).

談判過程中，該股東若以積極豐厚條件誘使董事接受其收購提案，使董事不具有獨立性而同意該收購提案，則該股東因此即被認為具有實質支配而為控制股東，故適用整體公平標準，抑或僅因公司董事不具有獨立性而適用整體公平標準？此二種推論雖皆觸發適用整體公平標準，但前者必須併用獨立委員會及外部股東多數決（定義如後），才能使法院以經營判斷法則進行審查³²，後者則僅須擇一使用獨立委員會及外部股東多數決，即可將審查標準調整為經營判斷法則³³。由此可見，特定支配概念之運用將影響控制股東身份之取得，進而影響審查標準的決定。然特定支配之界線浮動，審查標準亦隨之飄移，如何合理運用特定支配概念使其不會動搖受託義務審查標準之可預測性，須繼續觀察後續案例發展。

參、控制股東之受託義務

股東若具有控制股東地位，即可能負有受

託義務，其背後理念在於，控制股東雖僅持有部分股份，卻有能力支配公司全部資產³⁴，形同少數股東之權益操於控制股東之手，控制股東是在為少數股東管理其資產，與信託關係中之受託人地位類似，遂課與其與受託人類似之受託義務³⁵。在此基礎上，德拉瓦州案例法根據控制股東的行為態樣，進一步區分控制股東受託義務為兩類：控制股東影響公司行為，以及控制股東單純行使其股東權利³⁶，分述如下。

一、影響公司行為

控制股東最常見的行為態樣，係挾其控制力影響董事，使董事運用營運公司的權力而使公司行動，形同控制股東間接行使公司權力³⁷。此時控制股東將處於與董事相同的地位，而負有相同的受託義務³⁸，控制股東係自董事處，繼受（assume）後者之受託義務³⁹。

既然控制股東於此之受託義務內容與董事相同，其內涵則同樣可區分為注意義務（duty of care）及忠實義務（duty of loyalty）⁴⁰，且

註32：請參見以下第參、一、（一）部分之說明。

註33：進一步說明請參見黃朝琮（2022），〈公司出售時之受託義務與程序機制〉，氏著，《公司法論文集：受託意義之理論與應用》，第168-169頁，新學林。

註34：Ann Lipton, *The Three Faces of Control*, 77 BUS. LAW. 801, 805 (2022); *Oracle*, 2023 WL 3408772, at *1.

註35：Southern Pacific Co. v. Bogert, 250 U.S. 483, 492 (1919).

註36：In re Sears Hometown & Outlet Stores, Inc. Stockholder Litigation, 309 A.3d 474, 506-07 (Del. Ch. 2024)

註37：Id. at 506

註38：Adolf A. Berle, Jr., "Control" in *Corporate Law*, 58 COLUM. L. REV. 1212, 1222 (1958) ("[W]here holders of control, without assuming the title of directors, move into the directors' room or the managerial offices and specifically direct corporate action, they are held to the same standards of conduct which apply to directors").

註39：Pfeffer v. Redstone, 965 A.2d 676, 691 n.52 (Del. 2009).

註40：關於注意義務及忠實義務之介紹，請參見王文宇（2020），〈公司負責人的受託義務——溯源與展

控制股東之受託義務係繼受自董事，若董事本身得以免責，控制股東亦無庸負責，因此公司若於其章程設有董事免責條款豁免董事故意或重大過失以外之注意義務責任，控制股東亦得援引加以免責⁴¹。在此等章程免責條款廣泛存在下，不難想像德拉瓦州案例法對於控制股東之受託義務，係集中於忠實義務而開展。

（一）公司與控制股東交易

忠實義務的核心在於避免利益衝突，蓋此時義務人在自身利益考量下，將難以期待其追求股東之最大利益，其中關係人交易所涉之利益衝突尤為顯見，為德拉瓦州案例法所詳加關注。

1. 控制股東收購公司

在公司與控制股東進行交易之各種關係人交易中，以控制股東收購公司全部股份所涉及的利益衝突最為顯著，蓋此時控制股東所為，係在收購其他少數股東持股，使其後續無法分享公司營運成果，而控制股東挾其控制力，少數股東將無從否決其收購提案，董事亦無法期待得為少數股東詳加把關，使得整個收

購過程中，缺乏維護少數股東權益之機制。德拉瓦州案例法即曾生動的指出，控制股東收購公司，如同一隻飢餓的800磅大猩猩急切地要拿走非其所有的剩下全部香蕉，此等行徑將會驚嚇到其他同類而莫敢撻其鋒，故控制股東立於交易相對面一事本身，對於公司股東及董事即是一種壓迫⁴²，而須法院介入詳加審查。

因此，法院在審查控制股東收購公司之交易時，係採用整體公平標準，審查交易程序是否構成公平交易，交易價格是否為公平價格，其中公平交易係在審查交易進行過程之公平性，包括發起交易的時點、該交易被發起、其架構、協商的經過、如何向董事揭露，以及如何取得董事及股東同意等等⁴³；公平價格則是從經濟及財務面，就該筆交易之對價是否公平進行審查，以企業併購為例，即須考量資產性質、公司市價、營收狀況、未來展望，以及其他一切足以影響公司內在價值之因素⁴⁴。

然法院對於控制股東收購公司之審

望》，《月旦民商法雜誌》，68卷，第6-8頁。

註41：Shandler v. DLJ Merch. Banking, Inc., No. CIV.A. 4797-VCS, 2010 WL 2929654, at *16 (Del. Ch. July 26, 2010). *But c.f.* Firefighters' Pension System of City of Kansas City, Missouri Trust v. Presidio, Inc., 251 A.3d 212, 285-87 (Del. Ch. 2021) (“If a corporation has an exculpatory provision, but the controller's potential liability stems from a non-exculpated source, then it does not follow that the controller's actions should be exculpated”). 德拉瓦州法允許公司得於章程免除董事違反注意義務之金錢賠償責任 (DEL. CODE ANN. tit. 8, § 102(b)(7) (2022))，此部分之介紹請參見陳俊仁（2020），〈董事責任之限制、免除與補償——美國與臺灣公司法制之比較法觀察〉，《臺灣財經法學論叢》，2卷1期，第55-84頁。

註42：In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation, 808 A.2d 421, 436 (Del. Ch. 2002).

註43：Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 711 (Del. 1983).

註44：Id.

查，亦非全皆採用整體公平標準，若公司採用妥適程序機制，法院將放寬審查密度，因此公司在進行控制股東之收購交易時，該交易案若係經獨立委員會或不具利害關係的外部股東多數決議通過（an approval by an informed majority of minority shareholders，以下簡稱「外部股東多數決」），整體公平標準的舉證責任將倒置由原告負擔⁴⁵；若併用獨立委員會及外部股東多數決機制，則有使審查標準下調至經營判斷法則的作用⁴⁶，蓋此時控制股東對於公司的控制力，已藉由程序機制的設置予以消除，公司係處於對等地位與控制股東進行協商，法院只要確保相關程序機制之妥適設置及運行，即無須介入就交易本身的實質內容進行審查。

2.其他與控制股東間之交易

除了控制股東收購的場合，公司亦有可能與控制股東進行其他交易，則該等行為的審查標準為何，使用程序機制是否、如何改變審查標準，即值得探究。

當公司與控制股東進行併購以外的其他交易，倘控制股東獲得不成比例之利

益（non-ratable benefit），德拉瓦州法院將適用整體公平標準進行審查⁴⁷。在判斷是否與控制股東交易時，德拉瓦州法院採廣泛、實質認定，而不以交易相對人為控制股東本人為限，若公司之交易對象為控制股東所控制之其他公司⁴⁸、控制股東之控制股東所控制的其他公司⁴⁹，皆屬之。

有疑義者，乃此等與控制股東進行之其他交易，得適用以調整審查密度之程序機制為何。對此，德拉瓦州衡平法院於EZCORP中認為，公司與控制股東進行其他交易時，面對控制股東時所感受到的壓迫，與控制股東收購公司無異，因此在控制股東收購脈絡中發展出之見解，於其他和控制股東進行交易時仍有適用，公司仍需要併用獨立委員會及外部股東多數決機制，方可使審查標準下調至經營判斷法則⁵⁰。此一見解後續在Match中為德拉瓦州最高法院並所肯認⁵¹，並提高獨立委員會獨立性之認定標準，須獨立委員會全部成員都具有獨立性，方可足取得經營判斷法則之保護⁵²。

註45：Kahn v. Lynch Communication Systems Inc., 638 A.2d 1110, 1117 (Del. 1994).

註46：Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 645 (Del. 2014). 進一步介紹可參見陳盈如，同註1，頁65-147，2021年12月。於2024年的Match中，德拉瓦州最高法院進一步指出，需獨立委員會全部成員都具有獨立性，方得與外部股東多數決併用而獲得經營判斷法則之適用。See *In re Match Group, Inc. Derivative Litigation*, 315 A. 3d 446, 473 (Del. 2024).

註47：Match, 315 A. 3d at 451.

註48：Kahn v. Tremont Corp., 694 A.2d 422, 428 (Del. 1997); T. Rowe Price Recovery Fund, L.P. v. Rubin, 770 A.2d 536, 551 (Del. Ch. 2000).

註49：Teuza v. Lindon, No. 2022-0130-SG, 2023 WL 3118180, at *6 (Del. Ch. Apr. 27, 2023).

註50：EZCORP, 2016 WL 301245, at *15.

註51：Match, 315 A. 3d at 451.

註52：Id. at 473.

（二）公司與第三人交易

當公司是在與第三人進行交易，此時原則上控制股東與公司之利益將為一致，無誘因減損公司利益⁵³，故原先在公司與控制股東交易時可能受有壓迫的疑慮並不存在。

然而，當控制股東與少數股東競利，意味著股東間存有利益衝突，法院即會介入，適用整體公平標準加以審查⁵⁴。此等利益競爭可能來自於控制股東獲取較少數股東為多之金錢對價、控制股東獲取之對價種類與少數股東不同，抑或控制股東與少數股東獲取同種類及數量的對價，但控制股東將額外獲得少數股東所無之利益等情形⁵⁵。

控制股東與少數股東競利的情形，固然常見於公司出售予第三人時，第三人對於交易對價應如何支付的安排中，但此等利益衝突情事，不以公司出售時為限。在*Carr*中，德拉瓦州衡平法院即曾認為，控制股東發行得以低價併購公司之憑證（warrant）給第三人，使第三人收購或投資控制股東之其他公司，

有運用控制力以獲取私利並損害公司情事，違反控制股東之忠實義務⁵⁶。另外在*H.I.G. Capital*中，控制股東使公司修正章程並發行新股第三人同時，將其控制性持股以溢價售予第三人，為法院認為控制股東使公司發行特別股，換取溢價售出其控制性持股的利益，故控制股東有獲取公司其他股東所無利益之情事，而使法院適用整體公平標準，審查公司之特別股發行行為⁵⁷。然與公司與控制股東進行交易時相似，若公司在控制股東之影響下與第三人交易時，併用獨立委員會及外部股東多數決，將可使審查標準變更為寬鬆之經營判斷法則⁵⁸。

當控制股東與少數股東間不具有利益衝突，則控制股東之行為仍依具體情況，決定其審查標準，因此在控制股東主導出售公司，若控制股東及少數股東將獲得相同種類及數額的對價，固不適用整體公平標準，但法院仍將因此為公司出售而適用強化審查標準（enhanced scrutiny）⁵⁹，檢視行為人之行

註53：Goodwin v. Live Entertainment, Inc., 1999 WL 64265, at *27 (Del. Ch. Jan. 25, 1999).

註54：Manti Holdings, LLC v. Carlyle Group Inc., No. CV 2020-0657-SG, 2022 WL 1815759, at *8 (Del. Ch. June 3, 2022).

註55：In re Crimson Exploration Inc. Stockholder Litigation, 2014 WL 5449419, at *12-14 (Del. Ch. Oct. 24, 2014). 進一步說明請參見黃朝琮（2022），〈受託義務審查規則與舉證責任分配〉，氏著，《公司法論文集：受託意義之理論與應用》，第265-267頁，新學林。

註56：Carr v. New Enterprise Associates, Inc., No. CV 2017-0381-AGB, 2018 WL 1472336, at *23 (Del. Ch. Mar. 26, 2018).

註57：Klein v. H.I.G. Cap., L.L.C., No. CV 2017-0862-AGB, 2018 WL 6719717, at *15 (Del. Ch. Dec. 19, 2018). 並非所有第三人與控制股東之附帶交易（side deal）皆會觸發整體公平標準的適用，而是需要該等附帶交易有使控制股東獲取原先應由少數股東取得之利益，始足當之。See In re Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. Stockholder Litigation, No. CV 11202-VCS, 2017 WL 3568089, at *13 (Del. Ch. Aug. 18, 2017).

註58：Martha Stewart, 2017 WL 3568089, at *16.

註59：Presidio, 251 A. 3d at 266. 進一步說明請參見黃朝琮（2022），〈併購交易之審查—從Presidio案看企業併購法修正草案〉，氏著，《公司法論文集IV：效率市場與商業訴訟機制》，第171-174頁，新學林。

為出於恰當且不自私之動機，且其行為就所擬達到之目的而言，具有合理性⁶⁰，而非寬鬆地採用經營判斷法則不予介入，亦非以最嚴格的整體公平標準進行審查。

（三）其他公司行為

控制股東除可能運用其控制力使公司與其自身或第三人交易，亦有可能使公司為其他行為，此時若同樣有控制股東與少數股東利益衝突情事，法院所適用之審查標準，同樣為使用整體公平標準。

例如在*Crane*中，公司為得以在進行併購時以股份作為對價，但又不至於使控制股東之表決權稀釋至50%以下，遂擬修改公司章程使公司得以發行無表決權股份，此等創設無表決權股份之行為因使控制股東得以保有對公司之控制權，為法院認為乃少數股東所無之利益，應適用整體公平標準進行審查⁶¹。

另外在*Palkon*中，知名旅遊網站公司TripAdvisor擬將公司設立地由德拉瓦州轉換（conversion）為內華達州，而經董事會、股東會決議後通過。然因TripAdvisor公司有控制股東，而TripAdvisor在轉換設立地至內華達州而適用該地公司法後，將使得控制股東在內的受託義務人之法律責任風險顯著下降，該等利益乃少數股東所無，故該等轉換行為在控制股東及少數股東間存有利益衝突，而為法院認為應適用整體公平標準進行

審查⁶²。

有疑義者，過往在論及整體公平標準時，如前所述，係分由公平程序及公平價格兩個面向進行審查，然在此等轉換公司設立地行為中，並不存在交易相對人，遑論有價格可資審查是否公平，則整體公平標準是否、如何適用？

對此，承審*Palkon*的德拉瓦州衡平法院J. Travis Laster法官指出，整體公平標準初始是在現金逐出併購交易的脈絡中被提出，故其內涵是以公平交易及公平價格呈現，然整體公平標準之核心應在於「是否公平」之判斷，而在適用該標準判斷公司行為是否公平時，係分別由程序面及實體面加以審酌，前者係在檢驗決策過程，關注於行為的發起時點、該行為被發起、其架構、協商的經過、如何向董事揭露，以及如何取得董事及股東同意等面向⁶³，後者則是在檢驗該等決策所生之結果，係在判斷股東（尤其是少數股東）在該等決策之後，是否保有、獲得該等決策實施前所擁有股份的價值，而不單單僅以價格為審查對象，因此即使法院審查的行為中不存在一可資檢驗的價格，整體公平標準仍可適用⁶⁴。儘管如此，若公司併用獨立委員會及外部股東多數決，將可下調審查標準為經營判斷法則⁶⁵。

由以上不同情境之一系列判決觀之，在控

註60：Presidio, 251 A. 3d at 267.

註61：IRA Trust FBO Bobbie Ahmed v. Crane, No. 12742-CB, 2017 WL 7053964, at *9 (Del. Ch. Dec. 11, 2017).

註62：Palkon v. Maffei, 311 A.3d 255, 277 (Del. Ch. 2024).

註63：Id.

註64：Id.

註65：Id. at 262.

制股東影響公司行為的場合，德拉瓦州法院主要是著眼於利益衝突之界定上，若控制股東立於交易相對面，抑或控制股東將獲得少數股東所無之利益，法院將適用整體公平標準。儘管如此，若公司在進行該等行為之決策時，併用獨立委員會及外部股東多數決，則法院將改以最為寬鬆之經營判斷標準，進行審查。

二、行使股東權利

除了影響公司行為，控制股東身為股東，本有股東權利可資行使，則控制股東於行使其股東權利時，是否負有任何義務？在德拉瓦州案例法中，股東被認為擁有三種基本權利：出售權、投票權及訴訟權⁶⁶，其中在出售持股及行使投票權的脈絡中，德拉瓦州案例法曾就控制股東之權利行使是否、如何負有義務表示意見，分述如下。

（一）出售持股

關於其持股之處分，德拉瓦州案例法認為，控制股東並無義務出售其持股，即使該等處分得以使少數股東獲益⁶⁷，換言之，控

制股東得以自由地拒絕出售其持股，無須考慮因此對於少數股東帶來的影響。

然而，若控制股東決定出售，其出售對象不應為掠奪公司利益之掠奪者（looter）⁶⁸，因此，當控制股東知悉交易相對人為掠奪者，或是於當時情境存有交易相對人對於重大事項並未據實以告之風險，控制股東須進行合理謹慎之人將為之調查以為確認，並確保少數股東權益不會因為控制股東出售股權而受有損害⁶⁹，若控制股東有明知或未為必要調查而出售股權，交易相對人後續亦有掠奪行為使少數股東權益受損，即須為此承擔責任⁷⁰。

至於上開義務之性質為何，早期德拉瓦州衡平法院判決將之理解為侵權法上之注意義務⁷¹，惟後續判決不乏對此見解有所質疑⁷²，晚近則將之定位為受託義務，認為控制股東於出售股權時，負有注意義務及忠實義務⁷³。其中，若控制股東明知交易相對人為掠奪者，則其出售行為將屬惡意（bad faith）⁷⁴，構成忠實義務之違反⁷⁵；若控制股東應調查未調查而出售，將屬於注意義務之範疇⁷⁶，

註66：New Enterprise Associates 14, L.P. v. Rich, 295 A.3d 520, 570 (Del. Ch. 2023).

註67：Bershad v. Curtiss-Wright Corp., 535 A.2d 840, 845 (Del. 1987).

註68：Harris v. Carter, 582 A.2d 222, 234 (Del. Ch. 1990).

註69：Abraham v. Emerson Radio Corp., 901 A.2d 751, 758 (Del. Ch. 2006).

註70：Ford v. VMware, Inc., No. CV 11714-VCL, 2017 WL 1684089, at *10 (Del. Ch. May 2, 2017).

註71：Harris, 582 A.2d at 235.

註72：Abraham, 901 A.2d at 759.

註73：Sears, 309 A.3d at 509-10.

註74：出於主觀故意的行為構成惡意，過失則非屬之。See McElrath v. Kalanick, 224 A.3d 982, 991-92 (Del. 2020).

註75：受託義務人之行為應出於善意（good faith），此等要求於德拉瓦州法下被歸類為忠實義務的一環。詳細說明請參見黃朝琮（2022），〈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》，氏著，《公司法論文集：受託意義之理論與應用》，第104-106頁，新學林。

註76：至於公司章程若設有免責條款豁免董事違反注意義務之責任，因此時控制股東之行為並非在影響

以重大過失為其標準⁷⁷。

就上開案例法之累積以觀，德拉瓦州法院對於控制股東之出售權的行使，得以該等行為是否改變現狀，據以判斷控制股東就其行為是否負有受託義務：若控制股東是在維持現狀（拒絕出售），將不為該等決定負有任何義務⁷⁸，但若是在改變現狀（出售股權），則負有不應出售予掠奪者之受託義務。

（二）行使投票權

就一般原則而言，股東（含控制股東）得以自由決定如何行使其表決權，至於其背後考量，無論是基於自身利益或其他怪誕想法，均無不可⁷⁹。然而，該等自由有其界限，當股東負有受託義務時，其投票權即必須在符合受託義務之範圍內行使⁸⁰。

此等受託義務何時發生，德拉瓦州衡平法院在*Sears*中觀察過往案例認為，若該等投票權之行使（無論是投下贊成或反對）是在維持現狀，控制股東將不受限制，惟若控制股東行使投票權將會改變現狀，將負有不能故意造成公司或少數股東損害之忠實義務，以

及不能因重大過失造成公司或少數股東損害之注意義務⁸¹。因此例如控制股東行使投票權以增加董事會席次，藉此避免現任董事發行新股稀釋其股權⁸²，或是控制股東否決重大資產出售⁸³，均無不可；然而，若控制股東增加董事會席次，其目的在於阻礙董事會之資產出售程序，使控制股東得以藉由出售自身控制股權的方式，使第三人控制公司資產，藉此將公司原則出售資產所可獲得之利益悉數納為己有⁸⁴，則此時控制股東之投票權行使將改變公司現狀（轉移對重大資產之控制），即對於該等投票權之行使，負有受託義務⁸⁵。

如控制股東於其投票權之行使時負有受託義務，法院應如何進行審查？在*Sears*中，*Sears Hometown and Outlet Stores Inc.*（以下簡稱「SHOS公司」）因營運表現不佳，其董事會擬將之解散，但為控制股東所不認同，故控制股東行使表決權修改細則（bylaws），提高公司解散之董事會決議門檻，並解任而改派兩位董事⁸⁶。因在德拉瓦州法上，董事單方修改細則或影響董事選舉之行為，將為法

公司行為，其所負之受託義務並非傳來自董事，將無法援引董事之免責條款以為免責。See *Presidio*, 251 A.3d 212, 287.

註77：Harris, 582 A.2d at 236.

註78：Sears, 309 A.3d at 510.

註79：Bershad, 535 A.2d at 845.

註80：Thorpe v. CERBCO, Inc., 676 A.2d 436, 442 (Del. 1996).

註81：Sears, 309 A.3d at 512.

註82：Frantz Mfg. Co. v. EAC Industries, 501 A.2d 401, 407, 409 (Del. 1985).

註83：Thorpe, 676 A.2d at 441. 儘管控制股東可以否決此等重大資產交易，但仍不得迫使公司將此等資產出售予控制股東，此等交易將需通過受託義務之檢驗。See *id.*

註84：Hollinger International, Inc. v. Black, 844 A.2d 1022, 1080-82 (Del. Ch. 2004).

註85：Sears, 309 A.3d at 512.

註86：Id. at 496, 499-501. 美國公司法中之主要組織文件除了章程（charter）之外，尚有細則（bylaws）。章程之制定與修改需經由股東會決議，細則則僅由董事會或股東會任一者決議，即可發生效力，兩者皆可規定公司與相關人間之權利義務關係。See Bonnie White, Case Note, *Reevaluating Galaviz v. Berg: An Analysis of Forum-Selection Provisions in Unilaterally Adopted*

院以強化審查標準（enhanced scrutiny）進行審查，與此處控制股東之所為相仿（亦是單方修改細則並影響董事會組成），故法院亦比照而採用強化審查標準，審酌控制股東是否出於善意而為正當目的採取行動，並有合理基礎相信其行為乃必要，所採取之行為對於目的之達成亦屬合理⁸⁷。

*Sears*為德拉瓦州衡平法院之晚近見解，是否會為德拉瓦州最高法院接受，容有待觀察，而該案之射程範圍如何，目前亦不明確，蓋*Sears*雖一般性地提出控制股東行使投票權以改變現狀的行為負有受託義務⁸⁸，然該案具體事實係控制股東行使投票權變更公司細則並解任董事，為法院認為應以強化審查標準進行審查，則在變更公司細則、解任董事以外之其他控制股東投票行為，是否仍適用強化審查標準？抑或該等投票權之行使須有妨礙董事決策之效果方適用？控制股東之出售行為是否亦適用強化審查標準，抑或

仍以控制股東有無故意或重大過失為斷？無論是控制股東之出售或投票行為，又是否有可能適用更嚴格的整體公平標準？均仍有不明，需持續注意。

三、掠奪公司機會

在不影響公司行為、未行使股東權利下，控制股東亦有可能違反其受託義務，其中最為顯著者，乃掠奪公司應有的業務機會⁸⁹。

在德拉瓦州案例法中，若符合以下四個要件，受託義務人即不得將商業機會據為己用：(1)公司於財務上得以利用該機會；(2)該機會落於公司營業範圍；(3)公司有興趣或期待利用該機會；(4)將該機會據為己用，將損及公司董事或經理人對公司之受託義務⁹⁰。由此延伸，若(1)該等機會乃受託義務人以個人身分取得，(2)該等機會對公司非屬必要，或(3)公司並無興趣或期待使用該等機會，則受託義務人得為自己利益，利用該等機會⁹¹。

Corporate Bylaws as Requirements Contracts, 160 U. PA. L. REV. PENNUMBRA 390, 392-95 (2012).
註87：*Sears*, 309 A.3d at 515. 關於強化審查標準，進一步說明請參見黃朝琮（2022），〈受託義務之強化審查標準〉，氏著，《公司法論文集：受託意義之理論與應用》，第192-213頁，新學林。

註88：*Sears*亦為Laster法官承審，在其發表的網路貼文中指出，此等以是否改變現狀作為決定控制股東是否負有受託義務之判斷標準，並不穩定，然此等其觀察歸納過往德拉瓦州案例法所得，也只能在此基礎上開展其分析。See Travis Laster, *A Dispatch From Tampa: Sears And Mundane Stockholder Votes* (Feb. 19, 2024),

<https://www.linkedin.com/pulse/dispatch-from-tampa-sears-mundane-stockholder-votes-travis-laster-0mcle/> (last visited Mar. 25, 2024). 股東行使股東權利是否應負有受託義務，晚近之檢討可參見Jill E. Fisch & Steven Davidoff Solomon, *Control and Its Discontents* (Sept. 27, 2024), <https://ssrn.com/id=4968645> (last visited Oct. 2, 2024).

註89：此在德拉瓦州案例法上被稱為公司機會原則（corporate opportunity doctrine），其適用對象不以董事、經理人為限，而及於控制股東。See *David J. Greene & Co. v. Dunhill International, Inc.*, 249 A.2d 427, 434 (Del. Ch. 1968). 關於公司機會原則的一般性介紹，可參見林建中（2020），〈公司商業機會原則的判斷〉，新學林出版公司編，《二十一世紀財經法潮流——林國全教授榮退祝賀論文集》，第429-447頁，新學林。

註90：*Broz v. Cellular Information Systems, Inc.*, 673 A.2d 148, 155 (Del. 1996).

註91：*Guth v. Loft, Inc.*, 5 A.2d 503, 509 (Del. 1939).

在構成掠奪公司機會的四個要件中，關於公司財務能力之判斷，德拉瓦州法院將個案判斷，除審酌公司是否無資力（solvency），亦考量公司雖有資力，在個案具體事實的情況中，是否有能力提出資金⁹²；在判斷是否為公司營業範圍時，則是以該等機會是否為公司之基礎知識、實務經驗及能力所及為斷⁹³；至於公司對於該等機會是否有興趣或期待，則是關注該等機會與公司業務之性質間的聯結，與前一個要件所考量的因素多所重疊，只是公司若曾拒絕該等機會，則可認為公司已無期待或興趣⁹⁴；最後，若行為人使用該等機會追求自我利益，將會與其所負之受託義務相衝突，即構成對於受託義務之減損⁹⁵。

肆、結論

本文以德拉瓦州案例法為對象，梳理控制股東受託義務之相關議題。在控制股東身分的認定上，德拉瓦州法院除以是否擁有過半表決權為斷，並將審酌行為人對於公司的營運是否具有支配，或是就個別行為具有特定支配，以判斷是否為控制股東。

若具有控制股東身分，行為人將對公司及少數股東負有受託義務，其內容則根據具體行為所涉事項為進一步區分。若行為人是在影響公司行為，則繼受董事之受託義務，而

在存有利益衝突時，為法院以整體公平標準進行審查，但公司可透過程序機制的使用，改變個案中之舉證責任或審查標準。

若控制股東並未影響公司行為，而只是單純行使自身股東權利，則控制股東所負之受託義務即相當有限，且德拉瓦州案例法之發展相對零碎：控制股東原則上得自由出售股份，但不應售予將掠奪公司利益之掠奪者；在行使表決權時，得以為維持現狀而自由行使之，但若在改變現狀，則負有受託義務將受司法審查。至於審查標準，德拉瓦州衡平法院曾於控制股東行使投票權變更公司細則並解任董事的場合中，施以強化審查標準之審查，但是否有其他適用不同審查標準的場合，則仍有待觀察。

若控制股東並非影響公司行為，其行為亦無涉股東權利之行使，仍有義務不應掠奪公司機會，而在將公司機會納為已用的場合，負有違反受託義務之責任。

由德拉瓦州案例法關於控制股東受託義務之現況檢視我國法，或可勉強比擬者，乃公司法第8條第3項，規定「公司之非董事，而實質上執行董事業務或實質控制公司之人事、財務或業務經營而實質指揮董事執行業務者，與本法董事同負民事、刑事及行政罰之責任」，其中所謂實質控制公司之人事、財務或業務經營，或可借鑑德拉瓦州案例法

註92：Sorrento Therapeutics, Inc. v. Mack, No. 2021-0210-PAF, 2023 WL 5670689, at *25 (Del. Ch. Sept. 1, 2023).

註93：SDF Funding LLC v. Fry, No. CV 2017-0732-KSJM, 2022 WL 1511594, at *16 (Del. Ch. May 13, 2022).

註94：Sorrento Therapeutics, 2023 WL 5670689, at *26.

註95：Id. at *27.

關於控制股東之見解，以充實其內涵。

另就公司法第8條第3項文義觀之，行為面上控制股東若有實質控制公司情事，將與董事負相同責任，和德拉瓦州案例法中控制股東影響公司行為的情況相仿；將公司法第8條第3項與第209條相組合，則可用以規範掠奪公司機會行為，則現有公司法相對未有規範者，乃控制股東行使股東權是否受有限制的問題，如此雖可因法無規範，解為股東權得

不受限地自由行使權利，然在我國民法第148條設有「權利之行使，不得違反公共利益，或以損害他人為主要目的」、「行使權利，履行義務，應依誠實及信用方法」等規定下，仍應認為控制股東行使權利時有其界線，使之不得損及少數股東權益。就此而言，德拉瓦州案例法關於控制股東之受託義務內涵及其審查，亦有可資參照之處。

（投稿日期：2024年5月12日）

全國律師月刊審稿辦法

第一條（法源依據）

為維護社會公益，全國律師月刊之投稿者如非執業律師或未取得律師證書等，不得使用律師名銜、職稱或易使公眾混淆之職稱（包含但不限：所長、合夥人、執行長、法律顧問或資深顧問等）。但其職銜經本會審查同意者不在此限。

第二條（消極資格）

依律師法第三條第三項規定非領有律師證書，不得使用律師名銜。投稿者如有律師法所定消極資格（律師法第五條、第七條、第九條等規定）情形，應予陳報或切結，俾利本會編輯委員會審查。

投稿者應依照本會所附之切結書（附件格式）切結之。

第三條（投稿之審查）

本會依投稿辦法先為程序形式審查並行書面審查。

如投稿者之資格或投稿文件（包含但不限圖照、文字、著作及口述著作等）有違反投稿辦法或學術倫理等，經查證屬實將依本會辦法及決議處理之。如有違反學術倫理之虞或投稿者職銜刊載不當者，亦同。

附件表格

- 現為執業律師 具有律師證照或律師高考及格
- 具有律師法消極資格（事由：_____）
- 登載：學歷或職銜（請填寫：_____）
- 以上若勾選不實，應依法負民刑事責任。

投稿人簽名：

日期：