

公司內部人自己交易的控制

游 啓 璋*

要 目

壹、導 論	一、司法制度的效率
貳、自己交易的控制	二、公司股權結構
一、自己交易的適用	三、投資人結構
二、自己交易的成本	四、公司控制權市場
三、市場控制或法律控制	五、公司聲譽及輿論壓力
四、法律控制方式	肆、比較法的實證觀察
(一)全面禁止	一、美 國
(二)利益迴避法則	二、英 國
(三)公平法則	三、加拿大
(四)強制揭露	四、德 國
五、利益迴避法則與公平法則的效果	五、義大利
(一)交易成本	伍、我國規範的適用
(二)剩餘利益的分配	一、法律控制的適用
(三)協商成本與訴訟成本	二、公平法則或利益迴避法則
參、影響效率法則選定的制度與市場因素	三、最有效率法則的分析
	陸、結 論

* 長庚大學工商管理學系專任助理教授，美國史丹福大學法學博士。作者感謝兩位匿名審查委員的寶貴意見；惟所有文責當由作者自負。

投稿日期：九十九年一月二十七日；接受刊登日期：九十九年三月三十日

責任校對：許俊鴻

摘 要

公司內部人不當的自己交易為公開公司最嚴重的代理問題。法律規範自己交易有採用公平法則，有採用利益迴避法則者，各有其效益及成本，公平法則有高昂的訴訟成本；而利益迴避法則有高昂的協商成本。協商成本及訴訟成本的高低，又受到司法制度及其他市場條件的影響。如果司法制度非常有效率，即使採用公平法則，訴訟成本也很低。但如果法院審判效率低，訴訟成本就很高。實務上，我國公司內部人不當的自己交易情形嚴重，仔細檢示，公司法相關規定的適用顯然是一種寬鬆的公平法則。衡量我國目前法院的負荷，採用公平法則，訴訟成本必然很高。因此，利益迴避法則應該才是真正符合我國目前社經及司法條件的法制。

關鍵詞：公平法則、公司內部人、公司治理、外部投資人保護、自己交易、利益迴避法則、利益衝突交易、協商成本、控制權股東、訴訟成本、策略性投票、關係人交易

壹、導 論

基本的經濟分析告訴我們，除了特別的障礙外（例如，心智缺陷、資訊不對稱等等），每個人都是自己最大利益的追求者，如果交易雙方都有充分的能力，能自由決定是否交易以及交易的條件，透過協議（bargain）的交易結果，必然對雙方都屬有利，並可創造雙方總合的價值，也就是有效率的交易¹。因為，交易的成本與利益都由交易雙方自己承受，雙方都會以自己最大的利益為考量，進而完成交易。這種基本的假設，當然指的是交易雙方為自然人的情形，但如果交易雙方是公司呢？公司為法律所創設的團體，雖然法律賦予公司獨立的權利能力，得以自己名義擁有財產、負擔債務、與第三人訂約或為其他法律行為，但公司畢竟無法如自然人般能獨立思考、作成決定，必須借助自然人為其作成意思決定，完成法律行為²。這些為公司作成意思決定，進行法律行為的人就是公司的負責人³。負責人為公司所作的意思決定，所為的法律行為，其利

¹ See RICHARD A. POSNER, *THE PROBLEMS OF JURISPRUDENCE* 353-54 (1990); Melvin A. Eisenberg, *The Structure of Corporation Law*, 89 COLUM. L. REV. 1461, 1463 (1989).

² See Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON 305, 311 (1976).（「絕大多數的私人公司都只不過是法律的虛擬，作為許多契約關係的樞紐。」）另外，負面的說法就如18世紀末、19世紀初英國的上議院議長Edward Thurlow所說的：「公司既無軀殼可受懲罰，又無靈魂可遭譴責，因而可以為所欲為」（Corporations have neither bodies to be punished, nor souls to be condemned, they therefore do as they like); cited from JOHN MICKLETHWAIT & ADRIAN WOOLDRIDGE, *THE COMPANY, A SHORT HISTORY OF A REVOLUTIONARY IDEA* 33 (2003).

³ 固然，依我國法目前的現制，公司的負責人有可能是法人，但終究還是必須由自然人來為法人執行職務。

益或成本都必須由公司承受⁴。在這種負責人作成意思決定、進行法律行為，其結果卻由公司來承受的情形，負責人能否為公司的最大利益進行交易，就要看公司的利益或成本與負責人的利益或成本是否一致。在閉鎖性的公司，公司負責人往往就是公司出資最多的甚或是實質上唯一的投資人，公司與負責人的利益或成本密切不可分。負責人追求公司的最大利益等同是自己的最大利益。但是如果是公開公司，尤其是大型的公開公司，負責人並非公司的出資人或僅是公司小部分資金的提供者，而公司的風險與利益最後由出資的投資人負擔，負責人與公司的利益與成本就可能不一致。負責人在為公司作成決定，進行交易時，就不當然會以追求公司的最大利益為考量⁵。同時，交易雙方可以透過交易追求自己的最大利益，也是假設交易是雙方獨立協議（*arm's-length bargaining*）的結果⁶。如果不是，負責人就未必能追求公司的最大利益。例如，交易的對造就是負責人本身，或負責人有經濟利益的團體，負責人在為公司

⁴ 經濟學家將類此受他人（本人）委任，為他人的利益管理事務的人稱作代理人（*agent*），意義較法律上所稱的代理人意義更廣。由於代理人通常較本人就管理的事務有更多的資訊，本人無法很容易的確知代理人是否確實依其所承諾作為。結果，代理人即有誘因投機取巧、敷衍了事，甚或將應由本人所得利益移轉給自己，這就是一般所稱的代理問題。公司的負責人宛如股東的代理人，如何確保公司負責人確實為股東的利益作為，而非追求自己的利益，就是最主要的代理問題。See John Armour, Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *Agency Problems and Legal Strategies*, in *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* 35, 36 (Reinier R. Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus J. Hopt, Hideki Kanda & Edward B. Rock eds., 2d ed. 2009).

⁵ 因此，這時的公司也就不一定是其最大利益的追求者（*profits maximizer*）。See ROBERTA ROMANO EDS., *THE FOUNDATIONS OF CORPORATE LAW* 4 (1993).

⁶ See LUCIAN A. BEBCHUK & JESSE FRIED, *PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION* 2-3 (2004).

作成決定時，如果是以追求公司的利益為考量，就有可能損害自己的利益，這時，負責人是否仍以公司的利益為依歸，就有疑問。而這種公司負責人代公司與自己或與自己有經濟利益的團體為交易的情形，稱作自己交易（self-dealing）。

可以為公司作成交易決定的負責人包括公司的高階經理人⁷或董事會，在進行自己交易時，固然直接影響公司的交易決定，在公司股權結構存在有控制權大股東的公司，控制權股東也可以影響公司意思決定的作成，這些直接或間接影響公司交易決定的人都是公司的內部人，都有可能在自己交易時，犧牲公司的利益，成就自己或與自己有經濟利益的對造的利益；甚或利用自己交易的機會，將公司資源移轉給自己，牟取個人的利益⁸。如果多數的公司內部人自己交易，都會損害公司的利益，投資人對公司發行的股票自然不具信心，要建立健全的股票市場便如緣木求魚。因此，有效控制公司內部人的自己交易乃是發展證券市場的先決條件⁹。

對於公司內部人的自己交易，如果無法仰賴市場機制來控制，法律的控制就有必要。如果所有或絕大多數的自己交易都對公司有害，全面的禁止當然是最簡便的方式。但如果自己交易不盡然對公司有害，甚或對公司有利，建立能夠篩選好（有效率）的交易的規範就很重要。篩選有效率的自己交易可以透過事前核可或事後審查來進行。事前核可主要是將與公司董事、經理人或有控制權股東有利害關係的交易，交由無利益衝突的公司成員，例如由董事會或股

⁷ 這些高階經理人（officers）包括董事長、總經理、副總經理等等。See ROBERT C. CLARK, CORPORATE LAW 113 (1986).

⁸ 例如最高法院93年度台上字第3119號刑事判決即稱：「一般金融犯罪者藉機掏空公司資產，轉為私人資產，於公司倒閉後仍可坐享私人財富……。」允為寫照。

⁹ 參見下（貳）節二、的說明。

東會無利益衝突的董事或股東作決議，避免意思已經受到干擾（tainted）的內部人參與公司意思的作成；也就是所謂的少數中的多數法則（the majority of the minority rule），本文稱作「利益迴避法則」。事後的審查則是從實質上判別交易對公司是否完全的公平（totally fair），如果交易是公平的，交易就屬有效，至於交易是否由有利害關係的內部人參與作成，也就無關重要，這就是「公平法則」（fairness test）。兩種法則各有其優點，也各有其成本。前者有協商成本，公司內部人必須取得外部股東的信任及支持¹⁰，交易才可能獲准；後者則有訴訟成本，是否公平最後得由法院來判定。前者主要與市場條件有關，後者主要受限於司法制度的效率。因此探討何者為有效的規範時，即應同時考慮司法制度的完善與市場條件而定。本文將在第二節說明自己交易的成本及控制方法，首先分析自己交易對證券市場的影響，其次討論各種法律控制的規範。第三節透過經濟分析方法，確認有效率法則的選擇。第四節檢視各國實際採行不同法則的效果。第五節檢討我國目前法制的適用。第六節提出結論，認為在我國的司法環境及市場條件下，利益迴避法則顯然是比較有效率的選擇。

貳、自己交易的控制

一、自己交易的適用

可以影響公司決定是否作成交易以及交易條件的內部人，包括公司的高階經理人、董事，甚至公司的大股東等。因此，理論上，

¹⁰ 這裡所稱的外部股東（outside shareholders）是指有別於公司內部人（包括控制權股東）的股東，可能是分散的小股東，也可能是無法影響公司決策的次大股東。外部股東對大型企業的重要性，參見註19。

公司內部人的自己交易可以包括：(一)公司與公司的董事、高階經理人或有控制權的大股東間的交易；(二)公司與其他商業團體間的交易；而公司的董事、高階經理人或有控制權的股東在該團體有顯著的直接或間接的經濟利益（financial interest）；(三)母公司與其部分持股的子公司間的交易；(四)董事或高階經理人全部或部分相同的公司相互間的交易¹¹。

在實際上，因公司股權結構不同，容易從事不當的自己交易的內部人也有不同。在公司股權相當分散的公司，得以為公司作成決定的高階經理人或董事，因為沒有有效的控制機關，高階經理人或董事容易從事不當的自己交易。相反的，如果公司存在有控制權股東，公司的高階經理人或董事，受到公司大股東的監督，除非經理人或董事是大股東兼充，否則較不容易有不當的自己交易¹²。然而，除非大股東的利益也全然與公司全體利益一致，有控制權的大股東反而更有誘因，透過自己交易圖利自己，損害公司利益¹³。有

¹¹ See CLARK, *supra* note 7, at 159. 然而，部分歐陸國家諸如德國、義大利等就集團內企業的自己交易多有豁免規定。See Pierre-Henri Conac, Luca Enriques & Martin Gelter, *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, 4 EURO. COMPANY & FINANCIAL L. REV. 491, 503-05 (2007). 在這些國家，企業多有控制權股東存在，顯然容易成為內部人自己交易的漏洞。另外，Black教授將公司內部人自己交易分成兩大類：(1)直接的自己交易，指公司內部人透過非常規交易，使得內部人或其親友或內部人所控制的公司獲利者；(2)非直接的自己交易，即一般所稱的內線交易，即知悉公司的訊息的內部人與無訊息的投資人間的交易。See Bernard S. Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 UCLA L. REV. 781, 783 (2001). 本文所要討論的係指第一類，蓋以第一類的自己交易對於外部股東的保護更形重要，第二類的內線交易不在本文討論範圍。

¹² See Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1641, 1651 (2006).

¹³ See Luca Enriques & Paolo Volpin, *Corporate Governance Reforms in Continental*

控制權的大股東在與股權分散結構下公司的專業經理人不同，他們除了本公司外，通常多有其他的事業，尤其在許多國家，這類的控制權股東多是家族，他們往往透過交叉持股（cross-holding）以及母子控股（pyramidal ownership）或集團企業的方式，控制許多的公開公司¹⁴。這樣的股權結構，讓大股東有較特殊的管道可以移轉公司的利益到自己另外的事業¹⁵。例如，控制權股東利用現金逐出交易（freeze-out merger），將公司併入其所擁有的其他企業，往往是攫取公司利益與己的重要管道¹⁶。因此，如何防範有控制權的大股東不當的自己交易，就更形重要。

另外，在股權分散的結構，公司高階經理人可以透過領取巨額的報酬，圖利自己。但這種情形在有控制權股東結構時，相對較不嚴重。公司高階經理人因為是專業經理人，如果與控制權股東並無特殊關係，經理人的報酬受制於控制權股東的監督。當然，控制權股東為了方便自己交易，或許會以高額的報酬攏絡經理人，但是即便如此，控制權股東在決定是否聘任經理人時，本即有相當的影響

Europe, 21 J. ECON. PERSP. 117, 122 (2007).

¹⁴ See Tarun Khanna & Yishay Yafeh, *Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Prarsites?*, 45 J. ECON. LIT. 331, 332 (2007); Mara Faccio & Larry H.P. Lang, *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, 65 J. FIN. ECON. 365, 390 (2002).

¹⁵ See Vladimir Atanasov, Bernard Black & Conrad S. Ciccotello, *Unbundling and Measuring Tunneling*, University of Texas School of Law, Law and Economics Working Paper No. 117 (2008), available at <http://ssrn.com/abstract=1030529>.

¹⁶ See Marianne Bertrand, Paras Mehta & Sendhil Mullainathan, *Ferreting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups*, 117 Q. J. ECON. 121, 122-23 (2002); Kee-Hong Bae, Jun-Koo Kang & Jin-Mo Kim, *Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups*, 57 J. FIN. 2695, 2697-98 (2002).

力，因此控制權股東仍然有相當的力量來約束經理人。另外，即或經理人與控制權股東有特殊的關係，例如經理人為控制權股東的配偶或子女，或許因而可以領取高額的薪酬¹⁷。但由於控制權股東本身就有許多容易的管道可以大量取得私利，選擇利用經理人巨額報酬的方式圖利自己，反而應該不是最重要的¹⁸。

二、自己交易的成本

外部股東（投資人）的保護，不僅關係公司取得外部資金的難易¹⁹，更影響整體資本市場及經濟的發展²⁰，公司內部人自己交易

¹⁷ See Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *Tunneling*, 90 AM. ECON. REV. 22, 22-23 (2000).

¹⁸ See Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, 157 U. PENN. L. REV. 1263, 1283-84 (2009).

¹⁹ See Sanjai Bhagat & Brian Bolton, *Corporate Governance and Firm Performance*, 14 J. CORP. FIN. 257, 264-69 (2008); Woochan Kim, Bernard Black & Hasung Jang, *Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea*, 22 J. L. ECON. & ORG. 366, 410-11 (2006).

²⁰ See Mark J. Roe, *Legal Origins, Politics and Modern Stock Markets*, 120 HARV. L. REV. 460, 464 (2006). 相較銀行融資及企業內部自己融資的管道，透過證券市場的外部融資顯然更重要。證券市場的長期資本（equity）融資，較不受景氣反轉的影響，但如果資本市場不發達，企業過度依賴銀行體系，加深資本結構的槓桿比例，容易受景氣轉壞的影響。其次，證券市場在公司治理及企業投資與管理，扮演重要的觸媒功能。對於許多需要巨額資金的企業，儘管其投資項目可能在未來有高度的發展，但銀行及借貸市場可能認為風險太高，而興趣缺缺。證券市場不發達，家族企業集團就以內部資金取代外部資金，當經濟轉壞，集團為了拯救無效率的子公司，往往輕率繼續投入資金，也就是用好的資金拯救壞的資金（send good money after bad），讓資金作無效率的使用。以外部資金而非以內部資金融資，讓企業可以快速成長並集中單一核心事業，而非成為分散的集團企業。發達的證券市場並可提供創投基金良好的退場機制。另外，缺乏強大的本國證券市場將造成企業外移到外國交易所掛牌，影響國內投資及金融產業；反之，強大的本國證券市場可以吸引外國資金。See John C.

是否有適當的控制，更是保護外部股東機制的核心，從而關係公司取得外部資金的難易及資本市場的健全發展²¹。如果投資人不相信公司是誠實的，認為公司內部人經常透過自己交易，攫取公司資源，圖利自己，損害公司利益；當公司在資本市場發行有價證券籌資時，投資人必然會考慮公司內部人日後有可能利用自己交易竊取公司利益，從而減損其投資的價值。當投資人惟恐其取得的股票的價值，不符其實。最通常的作法不外就是在投資時，先折扣公司的股價。當然，發行公司為了避免投資人折扣股價，可以預先提供保護的措施，例如在公司章程限制內部人自己交易。但是，如果投資人無法確知公司是否自行提供保護，為了彌補風險，直接對公司股票折價，毋寧是成本最低的作法。誠實的公司知道投資人無法公平的評估其股票的價值，就會避免將其股票上市，放棄在資本市場籌資，轉而尋求其他的融資方式。但是相對的，不誠實的公司卻不會因此受到懲罰，反而會留在市場，也就是所謂的「檸檬市場」（market for lemons）問題²²。其結果，市場上充斥「壞股票」，

Coffee, Jr., *Starting from Scratch: The Legal and Institutional Steps to Viable Securities Markets in Transition Economies*, 27 REV. CENTRAL & EAST EUROPEAN L. 7, 7-8 (2001); see also Black, *supra* note 11, at 832-34.

²¹ See Andrei Shleifer & Daniel Wolfenzon, *Investor Protection and Equity Markets*, 66 J. POL. ECON. 3, 4 (2002); Ross Levine, *Law, Finance, and Economic Growth*, 8 J. FIN. INTERMEDIATION 8, 24 (1999); Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, 52 J. FIN. 1131, 1139 (1997).

²² 所謂檸檬市場問題（market for lemon problem）一詞是2001年諾貝爾經濟學獎得主的George Akerlof教授，以二手車（used cars）市場來說明因為資訊的不對稱（information asymmetry），造成反淘汰（adverse selection）的現象。Akerlof教授發現在二手車市場，賣方往往比買方更瞭解車輛品質，而買方由於缺乏資訊，無法判斷市場上的二手車究竟是否「爛車」（lemon or lemon car）（美國俗話稱為檸檬或檸檬車），為了避免買貴了，自然會以壓低價格來彌補

好公司的股票卻遠離證券市場²³。當外部投資人無法相信股票市場會有好股票，最後必然全部退出資本市場，資本市場就完全崩潰。

可能的交易損失。例如，假設有10%的中古車是爛車，由於買車的人無法分辨何者為好車，何者為爛車，為了避免買到高價，最好的對策便是將所有的車價都打折10%。如此，整體而言，預期的車價或許能反映出整個中古車市的爛車所占的比重。但是如此一來，有較好品質二手車的車主當然不願削價出售，他們可能會因此而退出市場，於是市場中就只剩下「爛車」。買方為了應付市場上充斥著「爛車」的風險，理性的作法就是更降低買價。週而復始，最後造成二手車市場的全面崩潰。在一般情形，由於市場的競爭，能夠在市場存活的都應該是品質較好的產品，然而上述二手車的例子，卻顯現出逐漸將好的產品淘汰出局，最後只剩下劣質的產品，造成反淘汰的問題（adverse selection problem）。因此，在面臨資訊不對稱時，市場效率就會失敗。See George A. Akerlof, *The Market for "Lemons": Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 Q. J. ECON. 488, 489-90 (1970). 「檸檬市場」的現象也反映在股票市場，也就是當投資人無法區別好的股票與壞的股票時，由於投資人的策略是以投資組合的方式來分散風險，為了彌補買到爛股票的風險，投資人就會對所有的股票一體打折，造成好股票的公司無法在市場上以合於其價值的價格出售其股票，好的股票就逐漸退出市場。而投資人以一體折價的方式來衡量全部的股票，並不會遏阻壞股票上市，結果，市場最後就只剩下壞股票，也就是劣幣驅逐良幣（bad money drives out of good money）。二手車好壞固然難以分辨，但買主還可以觀察車子的外表、試車，或找熟識的技工檢查機件，或請教有經驗的友人提供意見等等。但是要從股票外表來判別公司的好壞，根本不可能。Black教授甚至認為，即使公開說明書及財報也只是空洞的書面而已。See Black, *supra* note 11, at 787-89. 所以，賴英照教授在其證券交易法的權威教科書一開始就說：「證券本身只是厚紙一張，本無價值可言，與汽車、房屋等物品可從其外觀、材質等判斷價值者不同。股票雖有面額，但面額十元的股票，可能價值千元，有可能一文不值，且其價格隨時會有變化，其中因素複雜，如無充分資訊，投資人更無從理解。」參見賴英照，股市遊戲規則——最新證券交易法解析，頁3，2009年10月2版。

²³ See Ronald J. Gilson, *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*, 49 AM. J. COMP. L. 329, 336-37 (2001); Bernard Black & Reinier Kraakman, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, 109 HARV. L. REV. 1911, 1922-23 (1996).

這種反淘汰的現象雖然源自公司與投資人資訊的不對稱，但在不當的自己交易的情形，更形嚴重。例如，公司募集發行股票時，為了吸引投資人，必須公開其資訊，而相關的資訊一經誠實揭露，也就無法再為改變。但是，公司的內部人在股票上市前，表示一定誠實經營，不會利用自己交易不當取得公司資源；在股票上市後，卻有可能食言而肥。即使公司將不當自己交易的禁止規定訂定在公司章程內，日後也有可能變更。雖然，公司說一次謊，可能影響其下次籌資，但這種道德風險要靠內部人顧及將來繼續出售股票時的聲譽來控制，效果必然有限²⁴。更重要的是，如果公司內部人認為證券市場往往無理性的折扣其股價，必然理所當然的認為他有權就公司的資產牟取個人利益²⁵，從而也將盡其可能的阻止限制不當自

²⁴ See Black, *supra* note 11, at 805.

²⁵ Coffee教授舉例說明這種情形，假設A公司已發行股票50股，每股2元，則全部價值為100元，全部由內部人持有。如果A公司擬再發行新股50股，而外部投資人因為不瞭解公司真正的價值，且認為內部人會私取公司絕大部分的資源，因此每股只願意支付0.5元。但如果公司以每股0.5元的價格，將股票出售給外部投資人，則公司全部發行股份成為100股，資本總額為125元。此時，公司內部人持有已發行股份仍然為50股，另外50股為外部股東所持有。如果要內部人實在只取得公司50%的資產，簡直就是欺騙自己。因為內部人的持股價值只剩下62.5元，而外部股東的持股也值62.5元，遠高於所真正支付的價額。這時，內部人理性的反應就是利用自己交易，將公司80%得資源移轉給自己，也就是125元中的100元。內部人當然認為這樣作，充其量只是拿回他們應得的利益，不能算是欺騙其他股東。因此，如果法律變更，禁止內部人取得任何他們認為應該屬於他們的利益，必然遭到相當的阻力。但是，如果一個國家的制度允許內部人利用自己交易，取得他們自認為應該是屬於他們的公司資產，那外部股東的投資人永遠無法確知所取得的股票是否與所支付得對價相當，甚至無法知道所取得的股票價值是多少。See John C. Coffee, Jr., *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*, 93 Nw. U. L. Rev. 641, 657-59 (1999).

己交易法律的制定²⁶。

三、市場控制或法律控制

控制公司內部人的自己交易可藉由法律的手段規範；或者以市場力量來約束，例如，透過資本市場、產品市場、公司經理人的勞務市場、經理人的報酬安排、債權人的監控、破產的風險及社會、文化規範等等²⁷。理論上，如果沒有任何的 legal 規範，則投資人在作成投資決定前，必然要考慮內部人可能利用自己交易所帶來的成本²⁸。因此，相信市場力量的主張認為，除非公司自行設限，提供

²⁶ See Franco Modigliani & Enrico Perotti, *Protection of Minority Interest and the Development of Security Markets*, 18 *MANAGERIAL AND DECISION ECONOMICS* 519, 523 (1997).

²⁷ 早期的研究認為除非透過法律的強制，否則無從避免此種成本。See e.g., ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* 221 (1933, reprinted 1982). 近期的研究顯示市場的控制機制的重要性，See Black & Kraakman, *supra* note 23, at 1920, 1923 (產品市場及公司控制權市場可以控制公司經營者)；Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investors Voice*, 39 *UCLA L. REV.* 811, 831 (1992)；Eugene F. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, 88 *J. POL. ECON.* 288, 295 (1980) (說明經理人的勞務市場如何制約代理人成本)。不過，Black 也認為，對於許多的大公司，如果主要的營業具有經濟租 (economic rents)，則產品市場對公司的經營者無多大的節制作用，see Bernard S. Black, *Is Corporate Law Trivial? A Political and Economic Analysis*, 84 *NW. U. L. REV.* 542, 579 (1990)。Bebchuk 教授則認為充其量，也僅影響經營者與投資人間利潤的分配而已，see Lucian A. Bebchuk, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 *HARV. L. REV.* 1820, 1821 (1989)。

²⁸ 根據 Jensen & Meckling，在一個完全的市場，所有的代理成本都在市場顯現，因此，如果投資有任何風險，必然反映在股價上。See Jensen & Meckling, *supra* note 2, at 308. 因此，如果內部人將公司的利益移轉給自己，也無非是另一種形式的內部人酬勞，內部人取得移轉的利益，就會減少其直接的報酬，結果

保護，使投資人可以免於喪失或減損其投資的風險，否則外部投資人必然退出市場。公司擔心投資人因此退出市場，就會提供保護，例如在公司章程規定相關事前核可或事後審查的方法，以避免不當的自己交易。而投資人對於提供或不提供此種保護的股票，自然作出選擇，給予不同的價格²⁹。股東在投資股票時，只會支付反映其真正價值的價格。不同的公司就會視其需要，提供最適當的保護措施予其股票投資人；而不同的投資人也視其需要，支付對價，選擇其所希望的保護。對於不提供保護的公司所發行的股票，投資人或對其價格打折，以抵銷風險，甚或不購買該公司的股票。而公司為了避免其股票被打折，就要提供適當的保護。因此，只要投資人有充分的資訊瞭解其所承擔的風險，根本就不需要法律的介入³⁰。市場的價格可以反映不同的保護措施，換句話說，公司與投資人間，可以完全透過契約來保護。特別是，在公開市場交易的股票價格事實上並非由投資人決定，而是由專業投資人決定。這些專業投資人，包括造市者（market makers）、投資銀行的套利部門、基金及退休基金經理人等等，掌握巨額的資金而願意用來購買被低估的股票。他們研究公司的利潤及展望，進而買進或賣出。如果操作不當，資金就縮水，操作得當的話，資金就引來更多的資金。這些專業的投資人才有效的評估股票的價格。而這些資訊反映在市場

股東的利益並未減損。有關市場力量的正反面意見討論，see Lucian A. Bebchuk & Christine Jolls, *Managerial Value Diversion and Shareholder Wealth*, 15 J. L. ECON. & ORG. 487, 488-89 (1999).

²⁹ See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 COLUM. L. REV. 1416, 1430 (1989).

³⁰ See Henry G. Manne, *A Free Market Model of A Large Corporation System*, 52 EMORY L.J. 1381, 1386 (2003).

上，投資人可以免費的取得³¹。換句話說，沒有資訊（或非世故）的投資人可以搭有資訊（或世故）的投資人的便車。結果，市場可以提供投資人所需要的保護措施³²。

然而，這樣的分析顯然是建立在完全有效的締約世界，也就是沒有資訊不對稱與締約成本的問題。在這種理想的世界，投資人及經營者有經驗，資訊充分揭露，公司的負責人當然有誘因提供適當的投資保護。但在現實的世界，如果市場實際上無法完全的就不同的股票反映其價格，則要完全仰賴資本市場力量來制約有害公司利益的交易，顯然不可行。其中最主要的原因當然是資訊成本（*information cost*）的問題，在沒有法律干預的情形，投資人要能夠就特定的股票正確估價，必須要搜尋發行公司所能提供的保護，以及尋求保護所要支付的程序成本。只有在搜尋及評估所有的相關資料後，投資人才能夠正確評估所擬投資的股票。當投資人要投資每一特定的股票時，就必須重複同樣的步驟。如果投資人打算分散投資時，就會遭遇巨大的資訊成本，結果讓分散投資沒有意義³³。

³¹ See Easterbrook & Fischel, *supra* note 29, at 1430-31; see also Jeffery N. Gordon & Lewis A. Kornhauser, *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, 60 N.Y.U. L. REV. 761, 768-71 (1985).

³² Easterbrook與Fischel教授並非否認不當的自己交易的存在，只是認為採用法律規範來控制自己交易，其成本勢必更高，即使在風險很小的交易也必須承擔高昂的法律規制的成本。See Easterbrook & Fischel, *supra* note 29, at 1421.

³³ 一般投資人利用投資組合（*investment portfolio*）的觀念來分散投資風險，非常重要。由於公司的經營必然有風險，因此不可能利用嚴格的法律規範來事後追究經營者當時的判斷是否錯誤，課以經營者過重的責任，否則經營者必然儘量採取保守的態度，規避風險，其結果是投資人投資不可能獲利，這顯然不是投資人所期盼的。See Theodor Baums & Kenneth E. Scott, *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany*, 53 AM. J. COMP. L. 31, 43 (2005). 但是如果各個公司就自己交易提供不同的保護，投資組合的方式就會造成所需的資訊成本過高。See Zohar Goshen, *The Effi-*

投資人也可能採用平均全體公司可能提供防止不當的自己交易的保護，作為評估全體股票價值的方式，取代評估特定公司的方式，來降低其資訊成本。但是，這種方法會有搭便車的問題（free rider problem）。沒有提供任何保護的公司，其股票被高估，而提供保護的股票被低估，結果是所有的公司均不願提供任何保護，只希望其他公司提供相關保護，以便可以搭便車。最後造成市場上充斥著不誠實的公司³⁴。

當然，或許好公司知道投資人不願承擔這種資訊成本，會自行揭露及公布其所提供的保護措施，讓投資人知悉。也就是由公司內部化（internalized）該資訊成本。但是投資人仍然需要自行分析該措施的意義。如果各個公司提供的保護措施，各有不同，投資人所接受的資訊仍然過於龐雜，資訊成本仍然高昂。當然，如果所有的公司能夠相互協議，提供標準的保護措施，當然可以大幅降低成本。但是仍然無法強制其他未參與協商的公司提供保護³⁵。因此，透過法律強制的標準規範，顯然是較有效率的解決方案。另外，實證上的研究也顯示，如果缺乏有效的法律保護，使外部股東免於內部人自己交易的侵害，則資本市場必然無法發達³⁶。

四、法律控制方式

完全放任由市場力量來控制自己交易，既然不可行，因此法律的控制手段，也就必要。法律上可能採取的控制方式有全面的禁止

ciency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality, 91 CALIF. L. REV. 393, 405 (2003).

³⁴ 參見註22及相關內容的說明。

³⁵ See Goshen, *supra* note 33, at 406.

³⁶ See Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 J. FIN. ECON. 430, 431 (2008).

以及在一定條件時，允許自己交易的機制。主要又可以分為程序的事前審查與事後的實質審查。此外，資訊的揭露也是重要的輔助措施³⁷。

(一)全面禁止

最極端的法律控制方法就是全面禁止公司內部人自己交易，不論交易是否對公司有益。如果絕大多數的內部人自己交易都是有害公司利益，全面禁止即是成本最低的方法³⁸。全面禁止自己交易不須負擔任何篩選交易的成本³⁹，即可達到防堵不利公司交易的目的⁴⁰。美國法院原先即採取此種觀點⁴¹。主要是法院沿用信託法的

³⁷ 法律控制內部人自己交易的規範當然不僅於此，許多國家對於惡性的自己交易即有刑事處罰的規定。本文主要在探討如何在多數不易判別的自己交易中，篩選有效率的自己交易與無效率的自己交易。至於各國立法例上對於公司內部人自己交易的規範，可以參見Djankov et al., *id.*, at 440-51; Conac et al., *supra* note 11, at 503-10; Black, *supra* note 11, at 795-813.

³⁸ See Luca Enriques, *The Law on Company Directors' Self-Dealing: A Comparative Analysis*, 2 INT'L & COMP. CORP. L.J. 297, 303 (2000); Zohar Goshen, *Controlling Corporate Self-Dealing: Convergence or Path-Dependency?*, in GLOBAL MARKETS, DOMESTIC INSTITUTIONS: CORPORATE LAW AND GOVERNANCE IN A NEW ERA OF CROSS-BORDER DEALS 19-20 (Curtis J. Milhaupt ed., 2003).

³⁹ See Kenneth B. Davis, Jr., *Judicial Review of Fiduciary Decisionmaking—Some Theoretical Perspectives*, 80 NW. U. L. REV. 1, 35 (1985).

⁴⁰ 採用全面禁止，可以避免有「假陰性」的問題（false negative problem）。See Robert Cooter & Bradley J. Freedman, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Charter and Legal Consequences*, 66 N.Y. U. L. REV. 1045, 1052 (1991)。當然，採用全面禁止的法制也不必然可以防止全部的利益輸送事件，即使有刑法處罰背信、侵占等不法行爲，因為調查、執行程序的不完美，也無法完全禁絕這類的利己行爲。事實上，許多掏空公司的交易都利用多層次的人頭交易，以避開法規對自己交易的管控。

⁴¹ See Harold Marsh, Jr., *Are Directors Trustees?*, 22 BUSINESS LAWYER 35, 36-37 (1966)。Marsh教授在該文中引用早年的判決（*Cumberland Coal & Iron Co. v.*

觀念，認為信託的受託人享有高度的裁量權，極易將公司的財產移轉與個人⁴²。另外，可能是一八六〇年到一八七〇年間惡名昭彰的鐵路公司詐欺事件的影響，認為利益衝突的濫用，具有重大的危險；而且在實際上要確認交易公平與否，非常困難。董事會決議時，即使排除有利益衝突的董事參與討論相關議案，但無利益衝突的董事是否完全不受有利害關係的董事的影響，也很難判定⁴³。另外，較全面禁止稍微緩和的方式是區分不同類型的交易，而僅就具有較高危險的自己交易為禁止的規定。最典型的例如禁止公司資金貸與董事，這種法例泛見於法國、義大利，及英國等歐洲國家⁴⁴。

但是，如果有些自己交易是對公司有利的，全面禁止就有可能造成「過度遏阻」（over-deterrence）的危險，使得原本有利於公司的交易也同時遭殃。例如因為產品的獨特性，只有內部人才能供

Parish, 42 Md. 598, 606 (1875))，該判決認為在董事自己交易時，要其餘的董事調查、審酌及決議與渠等在處理公司事務時，地位相仿的同僚的交易，顯然處於尷尬及窘困的地位。因此，禁止自己交易可以避免該困境。See *id.* 但也有學者認為Marsh教授完全弄錯，事實上，美國從未採取全面禁止的法制。See Norwood P. Beveridge, *The Corporate Director's Fiduciary Duty of Loyalty: Understanding the Self-Interested Director Transaction*, 41 DEPAUL L. REV. 665, 659-60 (1992).

⁴² See WILLIAM T. ALLEN & REINIER KRAAKMAN, COMMENTARIES AND CASES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION 300-02 (2d ed. 2007).

⁴³ See CLARK, *supra* note 7, at 161.

⁴⁴ See Enriques, *supra* note 38, at 306. 另外，我國公司法第15條定有公司資金禁止貸與股東及任何他人的規定，顯然著眼於公司資本的維持及保護債權人，與避免股東與公司利害衝突交易無關。參見王文宇，公司法論，頁108，2006年8月3版；劉連煜，現代公司法，頁85，2008年9月增訂4版。然而，公司法不禁止公司向股東或內部人借款，卻禁止股東向公司借款，顯然是認為前者有效率（對公司有利），而有能力貸款給公司的股東，往往對公司的真正信用有相當程度的瞭解，資訊成本低；反之，後者純粹只是成本無效率可言，因為公司無法瞭解所有的股東個人的信用，資訊成本高。

應。或者，內部人有更好的資訊，可以正確的瞭解公司資產的價值，願出較第三人更高的價格購買公司的資產⁴⁵。採用全面禁止，無疑將使公司喪失許多有效率的交易。本來，公司組織的重要功能之一是將公司的經營權交付予少數的專家經營，當然必須給予經營者相當的裁量權進行營運的決策。這些決定必然有相當的風險，抑且往往需要經營者迅速作決定，以應付瞬息變化的商業環境。全面禁止無疑使公司經營者就正常的交易，也多受制肘，不符現代公司正常經營的需求。如果公司內部人自己交易實際上多是有效率的，全面禁止的成本必然可觀。因此，即使有許多強調應該加強管制自己交易的主張⁴⁶，但在現代已經不見全面禁止的法例⁴⁷。

另外，與全面禁止有同樣效果的方法是要求內部人自己交易應

⁴⁵ 例如，公司向其負責人借款的交易。由於貸款人是依據所承擔風險的高低來訂定利率，借款人的風險越高，利率越高。公司如果向第三人借款，第三人或許因為資訊不對等，無法真正評估公司的信用風險，所要求的利率可能較高。反之，公司的負責人熟悉公司的風險，要求的利率較低，公司與負責人的交易，反而對公司有利。又例如，公司內部人出售公司所需要的資產與公司，因為可以知悉公司的履約能力，可能要求的價格較低。

⁴⁶ See e.g., Victor Brudney, *Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contract*, 85 COLUM. L. REV. 1430, 1431 (1985). 另外，Clark教授雖然沒有直接主張應該全面禁止，但他認為實在沒有甚麼理由要允許自己交易存在，Clark教授在其教科書中列舉許多可能不全面禁止的理由，又一一加以駁斥。See CLARK, *supra* note 7, at 162-65. 王文宇教授對Clark的說明有詳細的介紹，參見王文宇，論董事與公司間交易之規範，政大法學評論，62期，頁419-420，1999年12月。現代的立法例上幾乎不見全面禁止，可能是基於應該讓公司的經營者有相當的彈性可以從事有風險的項目，以發揮為公司謀最大利益的功能。另外Black & Kraakman認為採取全面禁止也能容易導致內部人逃避控管，如果以取得股東同意的程序控制，內部人就可能遵守，因為內部人也可能認為可以取得外部股東的同意，而且也會設法盡量讓自己交易對公司或全體股東有利，以便取得同意。See Black & Kraakman, *supra* note 23, at 1917.

⁴⁷ See Enriques, *supra* note 38, at 306.

經所有股東的一致決議。但採取一致決議，將落得使得極少數股東即可以任意杯葛。當然如果多數股東衡量讓步結果仍然有利全體，或許會對這種少數股東給予特殊利益，讓有效率的交易得以進行，則一致決議仍然較全面禁止的方式為佳，但多數股東也可能因策略理由，拒絕妥協，以至於有效率的交易因為雙方的僵持，仍然無法完成⁴⁸。

(二)利益迴避法則

如果全面禁止內部人自己交易，並不適當。法律上就要考慮如何篩選有效率的自己交易。事前的核准或程序上的審核可以讓遵守程序的交易免於受質疑⁴⁹。當公司的意思決定是由高階經理人作成時，這些高階經理人應該以公司的最大利益考量。但如果公司的交易對手就是經理人個人或該經理人有經濟利益的團體時，公司的利益與經理人個人的利益相衝突，期待經理人仍然會以公司的利益來判斷交易，顯然非常困難。這時公司意思的形成即有被「干擾」(tainted)的風險。因此，該經理人應該迴避不得代公司作成決定。經理人由董事會任命、授權；排除有利益衝突的經理人為公司作成決定，可以由董事會或股東會取代為公司作成決定，並不困難。尤其是當公司股權結構存在有控制權股東時，經理人自己交易的風險較不嚴重。因為經理人不當的自己交易同時有害控制權股東及外部股東的利益，控制權股東自然有誘因監督經理人⁵⁰。控制權股東節制經理人不當的自己交易，可以同時使外部股東受惠，降低

⁴⁸ 有關策略性投票的分析，參見下(二)款。

⁴⁹ See Conac et al., *supra* note 11, at 498.

⁵⁰ See Andrei Sheleifer & Robert Vishny, *Large Shareholders and Corporate Control*, 94 J. POL. ECON. 461, 463 (1986).

經理人的代理問題⁵¹。

然而，當交易涉及董事或控制權股東個人的利益時，如何適當的形成公司的意思，就較複雜。在正常的情形，董事會或股東會為多數人的組織，如果董事會或股東會全體成員的意思一致，也就是團體個別成員與團體全體的意思完全符合，當然沒有問題。但是如果團體成員意思不一時，如何確定團體的意思，最可被接受的方法不外是透過投票決定。投票有幾種功能，其中最重要的是以投票形成團體偏好（group preference）的方法，也就是累積團體中的個人偏好，形成社會偏好（social preference），而無關對錯的選擇⁵²。因此，投票被認為是就團體中不同意見的成員取得共識的最好方法⁵³。當投票贊成或反對一項交易時，團體中的每一成員主觀的評估提案的優缺點，並表達個人特定的觀點。透過投票的程序聚積每個人主觀的評價而成為代表團體共識的一致立場⁵⁴。也就是團體表達宛如個人所會作的選擇。其次，投票也可用來作為選擇正確答案的方法，多數人的選擇往往較個人的選擇更為正確。例如在審判上，上訴審的法院多以合議制取代下級法院的獨任制，顯然認為合議制較獨任制更能發現真實並為妥適的判決⁵⁵。

然而，投票之所以能夠有效的透過不同的團體成員的意思表示反映並作成團體意思；或者，能夠在團體中形成正確的選擇，必須要是團體個別成員都能夠誠實的評估何者為團體全體的最大利益，

⁵¹ See Gilson, *supra* note 12, at 1653-54.

⁵² See Robert B. Thompson & Paul H. Edelman, *Corporate Voting*, 62 VAND. L. REV. 129, 132 (2009).

⁵³ See Zohar Goshen, *Voting (Insincerely) in Corporate Law*, 2 THEORETICAL INQUIRIES IN LAW 1 (2001).

⁵⁴ *Id.* at 3-4.

⁵⁵ See Thompson & Edelman, *supra* note 52, at 133.

也就是「真誠的投票」(sincere voting)⁵⁶。如果團體成員中就交易有利害關係，以投票來決定團體意思的機制即遭破壞，該成員在投票是否同意該交易時，必然傾向自己的利益優先團體的利益，這樣，投票就不盡然能代表「團體意思」。也就是說，利害衝突的情形扭曲投票機制確認團體意思的能力⁵⁷。因此，為了避免團體意思的形成被「干擾」，該有利害關係的團體成員，就不應該參與決議。這樣可以使決議不受利害關係人的影響，確保投票人的利益與團體的利益一致⁵⁸。僅限沒有利益衝突的成員投票，才能真正確認「團體意思」。尤其是當參與投票的成員占全體成員的多數時，可以合理的假設投票是真正反應「團體意思」⁵⁹，更可以假設反映的是正確的選擇。這種排除有利益衝突的成員參與決議，由多數無利益衝突的成員作成決議，來顯示公司的意思的法則，也就是所謂的少數中的多數決議法則(the majority of the minority rule)。在董事或控制權股東自己交易的情形，為公司作成決定的董事或股東，就該交易有個人利益，在投票決議為公司作成決定時，其決議容易受干擾，無法真正形成公司團體意思。採用利益迴避法則，排除利益衝突的董事或股東，不參與決議，可以確保決議的作成是不受干擾

⁵⁶ 股東在進行投票時確實依照所獲得的信息進行投票，如果就特定的議案所獲得好的信息(good signals)多於壞的信息(bad signals)，顯示議案對公司整體是有益的就投下贊成票，如果所獲得的壞的信息多於好的信息就投下反對票。See Ernst Maug & Kristian Rydqvist, *Do Shareholders Vote Strategically? Voting Behavior, Proposal Screening, and Majority Rules*, 13 REVIEW OF FINANCE 47, 48 (2009).

⁵⁷ See Goshen, *supra* note 53, at 14-15.

⁵⁸ See Thompson & Edelman, *supra* note 52, at 143.

⁵⁹ See Goshen, *supra* note 33, at 401-02; Zohar Goshen, *Conflicts of Interest in Publicly-Traded and Closely-Held Corporations: A Comparative and Economic Analysis*, 6 THEORETICAL INQUIRIES IN LAW 277, 281-82 (2005).

的，是真正代表公司的意思⁶⁰。

採用利益迴避法則的立法例，仍有不同的作法。有些國家要求涉及內部人，不論是經理人、董事或大股東的自己交易，必須經由股東會的決議。有些則以經董事會決議即可。採取股東會決議的主要的理由不外認為，如果交易本身有害公司的利益，受損的是外部股東，反而不是所謂的「外部董事」（outside director）。外部董事雖然就交易沒有利益衝突，但也可能因此漠不關心，而股東肯定對有效率的交易有利益，無效率的交易受害。因此，由股東會來篩選有效率的內部人自己交易，特別是金額較大的交易，毋寧是更有效的作法⁶¹。但是，公司法所以規定由董事會執行公司業務，不外乎認為大型的公開公司，股東人數眾多，普遍存在集體行動問題（collective action problem），藉由董事會將事權集中，可以降低成本。除非個別股東持有相當比例股權，或者股東人數不多，否則一般小股東顯然缺乏誘因或專業來篩選有效率的交易⁶²。因此，將一般（金額非屬巨大）的內部人交易交由獨立董事決議，並課以獨立董事未確實「獨立」決議的法律責任，或許是較為可行的方法⁶³。

⁶⁰ Gilson & Black提出更實際的解釋。認為如果多數的股東贊成一項交易，而非反對，贊成者因該交易所獲得的利益將超過反對者因該交易所造成的損失。結果，交易可以導致淨獲益（net gains）。See RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, *THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS* 643 (1995).

⁶¹ See Black, *supra* note 11, at 808.

⁶² See Luca Enriques, Gerard Hertig & Hideiki Kanda, *Related-Party Transactions*, in *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* 153, 166 (Reinier R. Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus J. Hopt, Hideki Kanda & Edward B. Rock eds., 2d ed. 2009).

⁶³ See Black, *supra* note 11, at 810.

(三)公平法則

如果公司內部人的自己交易並非必然對公司有害，甚至有些交易較諸與其他人交易可能對公司更屬有利。理論上最好的作法應該是從實質上審查交易的本身，確認交易是否對公司公平（fair），這種方式稱作「公平法則」（fairness test）。抑且，如果交易實質對公司是公平的，顯示交易是有效率的，就不需要禁止有利益衝突的成員參與決議，少數股東的反對，也不能否決交易。採用公平法則與利益迴避法則剛好相反，後者由公司的外部股東或董事決定是否交易，公平法則最後必然由法院決定是否可以交易。至於所謂交易對公司是否公平，取決於該交易客觀上是否如同與一般第三人間的常規交易一樣（The essence of the test is whether or not under all the circumstances the transaction carries the earmarks of an arm's length bargain）⁶⁴。公平法則可以免除採用利益迴避法則時，無法確保無利益衝突的董事或股東作成決議時，也不致受有利益衝突董事或股東影響的風險⁶⁵。

(四)強制揭露

理論上，公司為了避免投資人作錯誤、不利公司的判斷，應該會自動的提供資訊給投資人。但是在自己交易的情況下，顯然未必如此，公司內部人極有可能儘量避免揭露資訊。強制揭露在控制公司內部人利用自己交易巧取公司的資產上，相當重要⁶⁶。它可以提

⁶⁴ *Pepper v. Litton*, 308 U.S. 259, 306-07 (1939). See also Lawrence E. Mitchell, *Fairness and Trust in Corporate Law*, 43 DUKE L.J. 425, 452, 460-61 (1993).

⁶⁵ See Melvin A. Eisenberg, *Self-Interested Transactions in Corporate Law*, 13 J. CORP. L. 997, 1002 (1988); Note, *The Fairness Test of Corporate Contracts with Interested Directors*, 61 HARV. L. REV. 335, 336 (1948).

⁶⁶ 揭露向來被認為是受託人義務重要的一環。See Hillary A. Sale, *Delaware's*

高資本市場的效率，維持市場的深度及合理的價格機制⁶⁷。如果自己交易的公平性受到質疑時，股價得以充分反映。強制揭露也可以作為公司內部人是否誠實的判斷，因為聲譽上的壓力，可以降低內部人從事不當自己交易的誘因。最重要的是，讓質疑交易的股東有充分的資訊，也使得進行不當交易的內部人，較難遁形⁶⁸。更重要的是，對於合法的自己交易，強制揭露完全沒有不當的影響⁶⁹。

揭露的時機可以分為事前揭露或事後揭露。事後的揭露為獨立的揭露，包括定期在財報（例如年報）中揭露公司與公司內部人的自己交易⁷⁰。美國公認會計準則（**Generally Accepted Accounting Principle**）即要求公司每年固定揭露所有公司與其經理人或董事（**officers and directors**）間的重大（**material**）交易。英國法規定董事就公司或子公司間交易，有直接或間接重大利益時，應在年報（**annual account**）中揭露。如果有利益的董事未向董事會告知其就交易有自己利益時，並有罰鍰的規定⁷¹。相對的，歐洲大陸國家規定顯然較為寬鬆，例如，德國僅要求董事就有利害關係的交易，應向監事會報告，由監事會自行決定是否在股東會中報告。法國則要求所有經董事會核准，或必須經董事會核准的自己交易，應由內部稽核在股東常會提出報告。提出報告並非作為股東會的決議案，往

Good Faith, 89 CORNELL L. REV. 456, 487 (2004).

⁶⁷ See Baums & Scott, *supra* note 33, at 808; see also John C. Coffee, Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 VA. L. REV. 717 (1984).

⁶⁸ See Djankov et al., *supra* note 36, at 437; Enriques, *supra* note 38, at 307-08.

⁶⁹ See Enriques, *supra* note 62, at 155-56.

⁷⁰ See Djankov et al., *supra* note 36, at 434.

⁷¹ See Enriques, *supra* note 38, at 309. 另外，Djankove等人的實證研究，此種情形，如果董事未向董事會報告其利害衝突情形，可處7年以下有期徒刑。See Djankove et al., *supra* note 36, at 440.

往是已經董事會核准並執行的交易，在年度股東常會提出報告案。義大利在一九九七年以前，並無任何強制揭露自己交易的規定，一九九七年證管會的改革措施，也僅作建議性的規定，然而實際施行一年後，並無任何上市公司依照建議，就集團企業或關係企業間交易為揭露⁷²。一九九八年的金融市場法規定，董事應每三個月將利益衝突交易向監事會報告，由監事會決議是否在股東會中提出報告，或更嚴重時向法院報告⁷³。

事前的揭露是指在交易前應就該特定交易先行揭露。例如就交易有利益的董事，在董事會決議時，應向董事會說明其利益事實。事前揭露是為了讓核准交易的機關作成判斷。因此，揭露的內容包括內部人與公司的關係，例如其持股多少，內部人與交易對手的關係，例如內部人為交易對手的控制權股東，以及交易標的財產的說明，包括報酬的性質及價額、估價的方式及獨立專家的估價說明等等。各國立法例就應揭露的內容，有極大的差異，歐陸國家大抵除了德國以外，多僅要求揭露利益衝突交易的存在即可⁷⁴。揭露的詳盡與否關係對自己交易的控制是否得以落實，過分簡單的交易報告，事實上與沒有法律規範無異。至於揭露的方式可以是公開揭露、對股東揭露或對董事會揭露。強制公開揭露可以造成輿論壓力，或引起較次大的外部股東注意⁷⁵，顯然較有效力。如果僅對董事會揭露，可能效果不彰⁷⁶。在義大利，董事就與其有直接或間接利益的交易，應向董事會及監事會揭露。揭露應包括交易的正當理由以及交易何以對公司有益。如董事會同意該交易，公司應於十五

⁷² See Enriques, *supra* note 38, at 310-11.

⁷³ See *id.* at 311.

⁷⁴ See *id.* at 313-14.

⁷⁵ See Sheleifer & Vishny, *supra* note 50, at 461.

⁷⁶ See Djankov et al., *supra* note 36, at 436.

日內公告該交易內容，包括交易標的資產、支付對價的性質及價額、價額的合理性、內部人與公司的關係、內部人與交易對手的關係，以及其他重大事實⁷⁷。在法國，涉及董事或者自二〇〇一年起，持股逾10%的股東或控制此股東的公司，有直接或間接利益的自己交易，必須事先取得董事會的核准，並於事後，由監察人（statutory auditors）提出特別報告後經股東會追認。有利害關係的當事人必須向董事會報告所擬進行交易，並且在董事會或股東會決議時參與表決。但限制不適用於「依一般條件簽訂正進行中的交易」，這類的交易只須要由有利益關係的當事人向董事長揭露，由董事長提交董事會及監察人。另外，法國法也禁止某些風險較高的自己交易，例如對經理人或董事貸款或提供保證，但貸款給個人或法人股東則不受限制⁷⁸。

強制揭露不但在採用利益迴避法則的法例為必要的輔助規範，例如公司股權結構的揭露制度，才有可能讓交易確實辨別是否屬於大股東的交易，以及在決議時可以排除有利益衝突股東參與⁷⁹。在許多國家，如果未揭露或揭露有重大不實或詐欺情事，將使得董事會或股東會的同意決議無效⁸⁰。其次，即使採取公平法則，強制揭露也非常重要。表面上看來，雖然採用公平法則由第三人（法院）來認定交易對公司是否公平，則是否揭露似乎無何影響。但是，由於自己交易多是發生在交易的標的並無適當替代的情形，事實上很難有市價來衡量，因此買賣價格的決定是由交易雙方來協議。換句話說，如果交易是宛如與第三人的常規交易（dealing at arm's

⁷⁷ See Conac et al., *supra* note 11, at 499; see also Djankov et al., *supra* note 36, at 438.

⁷⁸ See Conac et al., *supra* note 11, at 498-99.

⁷⁹ See Black, *supra* note 11, at 808.

⁸⁰ See Hertig & Kanda, *supra* note 62, at 111.

length) 的話，例如甲出售所有的大樓與乙，甲估價一億元，乙估價一億二千萬元，如果成交價格在一億元至一億二千萬元間，交易便是公平，兩人最後以一億一千萬元成交，這在一般與第三人的交易，並無問題。但是如果乙知悉某項與交易標的相關的重要事實，很可能就不願以一億一千萬元成交，而堅持以一億元成交⁸¹。因此，強制揭露讓交易更趨向「實質的公平」。另外，強制簽證會計師揭露公司內部人的自己交易，並課予未揭露的法律責任，則功能更顯著⁸²。

五、利益迴避法則與公平法則的效果

(一) 交易成本

採用公平法則，並非所有的案件都會進入法院，可以節省協商成本。但是採取公平法則這樣的事後審查制，必須仰賴法院事後審查交易對公司是否公平，對於交易雙方均屬不確定。而且採用事後審查，必須先有反對交易的股東向法院起訴，法院才有可能介入審理。因此，除了公司有次大股東的情形，一般的投資人往往受限於集體行動問題 (collective action problem)，不會有誘因追訴⁸³。即使法院審判結果認為交易對公司不公，宣告交易無效，也只是讓公司內部人回到交易前的狀態，而法院因為資訊不完全，可能將不利公司的交易誤認為公平，即所謂的假陰性問題 (false negative problem)⁸⁴。因此，公平法則顯然不足以遏阻內部人的不當自己

⁸¹ See Eisenberg, *supra* note 65, at 999.

⁸² See Black, *supra* note 11, at 809.

⁸³ 投資人必須自行負擔到法院挑戰交易是否公平的成本，如果質疑成功，利益歸全體股東，如果失敗，不利益由自己承擔。因此，除非是有相當比例持股的股東，不可能提起訴訟。

⁸⁴ See Cooter & Freedman, *supra* note 40, at 1070.

交易⁸⁵。同時，將交易是否對公司有害，交由不經營公司、不熟悉商業實務的法官裁判，極有可能將事實上有利公司的交易，誤認為對公司不公平，也就是假陽性的問題（false positive problem）⁸⁶，間接造成公司的成本⁸⁷。因此，如果法院對於商業交易的瞭解有限，「好的公司」（通常所進行的自己交易對公司而言，都是公平的）擔心交易被法院誤判，必然儘量減少交易；而「壞的公司」（通常所進行的自己交易對公司都是不公平的）知道法院不可能百分之百發現真實，就更有誘因從事不公平的交易，結果好的（有效率的）交易減少，壞的（無效率的）交易增加。

當然，如果多數的自己交易對公司是有效率的，採用公平法則可以使內部人（多數股東）不至於受到少數（外部）股東的箝制，避免少數股東採用策略性投票，阻礙實際對公司有利的交易。因此，可以增加有效率的自己交易⁸⁸。

(二)剩餘利益的分配

利益迴避法則對於交易價格及交易條件，是由交易當事人（公司內部人與外部股東代表公司）主觀上自行決定。公平法則是由第三人（法院）客觀的決定。利益迴避法則無法強制少數股東接受交易。因此，即使價格客觀上是公平的，只要少數股東不同意，交易也不成立。例如，公司出售重大資產與控制權股東，估價結果認為價值十億元，但少數股東認為價格太低，主張應以十二億元出售，

⁸⁵ See Enriques, *supra* note 38, at 300-01.

⁸⁶ See Cooter & Freedman, *supra* note 40, at 1052; see also Davis, *supra* note 39, at 27-28.

⁸⁷ See Davis, *id.*; see also Reinier Kraakman, *When are Shareholder Suits in Shareholder Interests?*, 82 GEO. L.J. 1733, 1738-39 (1994).

⁸⁸ 所謂少數股東的策略性投票，詳見(三)的說明。

結果交易不成立。如果採取公平法則，股東會決議時⁸⁹，大股東仍可參與表決，儘管少數股東反對，交易仍然成立。即使少數股東訴諸法院，法院客觀的認為十億元價格是合於市場價格，對公司是公平的，交易仍然不受影響。

換句話說，交易是否公平乃是以交易是否如同與第三人的常規交易一般。但是，第三人的常規交易價格不一定完全代表交易當事人主觀的價值判斷⁹⁰。例如，A大樓出賣人認為價值十億元，買受人認為價值十二億元，則雙方自由協商結果必然成交。但是成交價格有可能為十一億九千萬元，有可能為十億一千萬元，不論如何，客觀上而言，交易都是公平的。然而前者交易的剩餘利益（surplus）歸於出賣人；後者剩餘利益歸於買受人。實際情形則要視雙方的協商力量而定。但是，如果採用利益迴避法則，有利益衝突的控制權股東無法強制少數股東接受交易，儘管價格是公平的（例如，十億一千萬元）。少數股東則可能堅持一定的價格（例如，十一億九千萬元）才出售。因此，利益迴避法則讓少數股東（代表公司）取得較高的剩餘利益。但是採用公平法則，控制權股東可以參與表決，因此，公平法則只在確保公司（少數股東）有「公平」的待遇，卻無法保證公司（少數股東）有最好的交易⁹¹。

（三）協商成本與訴訟成本

不管是採用主觀的、事前審查的利益迴避法則或客觀的、事後審查的公平法則，都有交易成本。採用公平法則主要有訴訟成本，採用利益迴避法則主要有協商成本。採用利益迴避法則，內部人無

⁸⁹ 公司法第185條。

⁹⁰ 每個人的需求不同，對於同一資產的評價也會不同，也才会有交易。

⁹¹ See Goshen, *supra* note 33, at 403.

法就交易參與決議，必須由外部股東決議，如果多數的外部股東不同意，儘管交易對公司是公平的，也就是有效率的交易，交易仍無法完成。因此，內部人必須在事前說服外部股東，取得其支持與同意，這種事前的同意顯然有高昂的協商成本。另外，排除利害關係人參與決議，採用利益迴避法則的假設是認為由不具個人利害關係的股東或董事作成決議，可以確定公司意思的形成是不受干擾的，換句話說，由於交易與股東或董事個人的利益無關，作為團體成員的股東或董事必然會誠實的就公司整體的利益為考量，確認決議對團體全體是最好的選擇，也就是所謂的「真誠的投票」(sincere voting)。但是即使交易與團體成員個人利益無關，如果投票並非出於投票人的真誠，而是考慮其他人的投票來作為其本身的投票策略，亦即所謂的策略性投票(strategic voting)的話，則投票就喪失原來作為形成「團體意思」的功能⁹²。例如，無利益衝突的少數股東，雖然明知道交易對公司是有利的，但是由於支持交易的大股東因利益衝突無法參與投票，決議的同意權掌握在少數的外部股東手上。決議未能通過，也就是有效率的交易被否決，雖然少數股東同受其害，但相對大股東，少數股東承擔的損害較小。套用經濟學的術語來說，少數股東所承擔的成本不大。結果，這些股東有可能故意為反對的投票，而希望多數有利害衝突的股東給予額外的利益。當然，如果少數股東相當分散，要互相協調一致，抵制交易，並不容易。但如果少數股東股權集中，策略性投票的風險就很高⁹³。當然，為了取得少數股東的同意，多數(有利害關係)股東可能妥協，讓少數(沒有利害關係)股東取得額外的利益，但多數股東也有可能因為策略性原因拒絕妥協，例如，多數股東或公司內

⁹² 參見第貳節三、(二)的說明。

⁹³ See Goshen, *supra* note 38, at 21.

部人為了在市場上建立其不輕易妥協的強硬作風，則即使決議對公司整體有利，也會因此作罷⁹⁴。而多數股東事前也會知道少數股東會藉以要脅較高的剩餘，或作出不合理的要求，因此，多數股東會尋求其他的替代方案，反而放棄原來有效率的交易⁹⁵。不過，如果公司有次大股東存在，利益迴避法則可以使得次大股東有誘因積極的監督公司控制權股東的自己交易；同時讓公司的經營者在公司的經營上仍然有相當的彈性⁹⁶。而公司內部人為取得少數股東的同意，也可能儘量採取有利於公司的交易條件⁹⁷，仍可降低協商成本。採用利益迴避法則雖然有高昂的協商成本，卻可以節省訴訟成本，只要交易經過多數的無利害關係董事或股東的決議，就可以完成，無須再探究交易的本身對公司是否公平。因為，經過無利害關係的股東或董事多數同意，可以合理的假設這樣的決議對公司整體是有利的。

相反的，採用公平法則的成本主要為訴訟成本。採用公平法則，必須要衡量交易對公司是否公平；而公平與否，最後必然訴諸法院。因此，有效率的司法與正確的裁判便是公平法則是否得以有效施行的關鍵。法院要判斷交易客觀上是否公平，除了兩造所提出的專家意見外，往往要求助於專業評估機構的意見⁹⁸。要決定交易的客觀價值，程序非常複雜，法院要有相當專業的能力，因為估價牽涉許多變數（例如，利率、現金流量等等）未來的預測，而所有的變數都可能影響真正的價格，並使用複雜的財務模組。所以，採用公平法則除了要有專業的估價機構外，法院也要具備相當水準的

⁹⁴ See Goshen, *supra* note 33, at 402; Goshen, *supra* note 59, at 286.

⁹⁵ See Goshen, *supra* note 59, at 287.

⁹⁶ See Black & Kraakman, *supra* note 23, at 1915-16.

⁹⁷ *Id.* at 1197.

⁹⁸ See Goshen, *supra* note 33, at 419-20.

財務專業，才能作出正確的判決，否則將造成假陽性或假陰性的誤判。也就是說，交易本身顯然對公司有利，但是少數股東起訴，主張該交易對公司不公，法院判決認為交易對公司不公；或者，交易本身對公司不公，法院卻採信控制權股東的主張，認為交易並無不公。這些都牽涉高昂的訴訟成本⁹⁹。另外，如果判決經常錯誤，成本更增加。高昂的間接成本影響投資人作為少數股東的意願，增加多數股東使用其他保護股東的替代方案，讓有效率的協商顯得更困難。雖然法律給予投資人保護，但因為訴訟成本太高，市場只好尋求其他解決的方法。

當然，利益迴避法則也會有訴訟成本。例如，究竟參與決議的股東或董事是否真正「無利益衝突」。不過，和要由法院實質審查交易的公平法則相較，這些問題都比較不複雜。因此，如果絕大多數的自己交易都是有害公司利益的，而司法制度無法精確、快速的判決，則雖然協商成本高，但採用利益迴避法仍然可能是較好的選擇，透過利益迴避法則，可以過濾較多無效率的交易。但是，如果大部分的交易是有效率的，無效率的交易數量不多，而法院的效率又高，採用公平法則可以節省相當的協商成本，同時訴訟成本又低¹⁰⁰。

參、影響效率法則選定的制度與市場因素

一、司法制度的效率

徒法不足以自行¹⁰¹，法律的規定（law on book）並不代表實際施行的效果。司法制度的效率才真正關係法律的施行結果。原則

⁹⁹ See Goshen, *supra* note 59, at 294.

¹⁰⁰ See Goshen, *supra* note 33, at 418.

¹⁰¹ 孟子，離婁篇上。

上，不論採用公平法則或利益迴避法則，司法制度有無效率都是影響各該法則是否能夠有效施行的基本要件。如果司法系統腐化，法院完全缺乏廉潔的審判能力，即使法律的規定完美，也如同沒有法律一般。在這種情形，討論何種法則更有效率，即無意義。因此，要分析何種法則更能保護外部投資人，就必須假設司法制度是有基本的效率。最少法院是廉潔的，判決的結果是可以有效執行的¹⁰²。除了基本的司法效率外，公司事件往往具有複雜的商業背景，且有相當高的時效性。法院的法官除須具備誠實、廉潔的操守外，更須要能夠迅速就爭議作出正確的判決。因此，法官本身必須具有相當的商業世故，足以瞭解交易的意涵，爭議雙方就交易所扮演的角色以及何者在取巧（act opportunistically）。另外法官必須能不過度拘泥形式主義，有彈性的適用法律，避免因形式而犧牲實質的正義¹⁰³。法官也必須瞭解其判決對所有公司的公司成員有溢出效果（spill-over effects），足以傳遞是非對錯行為的正確或不正確信息¹⁰⁴。因此，司法效率的程度，對於採用公平法則或利益迴

¹⁰² See Black, *supra* note 11, at 807; see also Mark J. Roe, *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, 53 STAN. L. REV. 539, 586 (2000).

¹⁰³ 近年來盛行的Law & Finance理論認為大陸法系制度過於重視形式，以至於在保護外部股東上，不如英美法系國家的法制。在我國的公司法實務上，也常見到過度拘泥公司法人人格的形式，以至於犧牲實質經濟交易公平的情形。例如，上市AB電子公司（僅是舉例方便，並無影射任何公司的意思）有多家轉投資公司，對外往往通稱AB電子集團，集團內有未上市AC電子公司，主要承攬AB電子公司的測試業務，AC公司經理甲兼任AB公司採購部門副總經理，名片上印著AB電子集團經理抬頭，多次代表AB電子公司向甲公司採購設備，某次又向甲公司採購設備，惟合約當事人更改為AC電子公司，日後違約，甲公司卻無法向AB電子公司求償，儘管AC公司登記地址與AB公司完全一致，董監事也完全一致，甚至高階經理人均相互兼任。

¹⁰⁴ See Luca Enriques, *Off the Book, But on the Record: Evidence from Italy on the Relevance of Judge to the Quality of Corporate Law*, in GLOBAL MARKETS AND

避法則有相當不同的施行結果。理論上，公平法則可以區別個別的自己交易是否侵害公司或外部股東的權益，當然是最理想的法則。但是公平法則必須由法院就個別的公司內部人自己交易，判別其複雜的商業內容，法院的判決要能配合就隨時可能發生的爭議，快速的作出判決。在這種基礎上，如果法院的效率很高，法官熟悉複雜的商業交易，判決迅速，採用公平法則可以避免高昂的協商成本，尤其是少數股東的策略性投票。如果法院的判決迅速正確，由於公司內部人與外部股東都知道法院會就爭議迅速作出正確的判決，雙方也就更容易協商。公司內部人也會減少無效率（不當）的自己交易，也會減少外部股東提起訴訟的誘因，從而大幅減低訴訟成本。

但是如果法院平日案件負荷沉重，法官對於複雜的商業交易陌生，對於公司法或其他證券法規的瞭解有限，判決稽延，無法配合快速變化的商業環境，對於不公的自己交易誤為公平，或誤認公平的交易為不公，內部人就有誘因進行不當的自己交易，而外部股東不相信內部人的自己交易是有效率的，也會盡其可能提起訴訟。結果是法院負荷更形沉重，採用公平法則就有很高的成本。實證的研究也顯示採用公平法則看似容易，實際上多半非常困難。讓法官承擔這樣的判斷責任，顯然過於沉重¹⁰⁵。

DOMESTIC INSTITUTIONS: CORPORATE LAW AND GOVERNANCE IN A NEW ERA OF CROSS BORDER DEALS 262-64 (Curtis Milhaupt ed. 2003).

¹⁰⁵ 許多財務經濟學家批評大陸法系國家的法院功能不彰，無法保護外部股東。但如果檢視他們所舉的案例來看，就可明瞭其困難程度。案例一為1999年的法國判決。在該案中，SAICO為SARL Peronnet的少數股東，SARL Peronnet為Peronnet家族所控制，Peronnet家族另外單獨擁有SCI。SCI出資買地並向銀行貸款建築倉庫出租給SARL Peronnet，利用租金來清償借款。SAICO起訴主張Peronnet家族侵奪SARL Peronnet公司的機會，犧牲小股東的利益讓自己獲益。法院判決SAICO敗訴。法院認為透過SCI建倉庫並非僅僅為了圖利大股東，而是有正當的商業目的。因為SARL Peronnet的營業擴張，需要倉庫存

因此，如果缺乏有高度效率的司法制度，簡單明瞭而不須複雜的司法判斷的法則，顯然是較好的選擇¹⁰⁶。採用利益迴避法則，就可以大幅減低由法院判斷交易是否公平的成本。

二、公司股權結構

除了司法的效率外，其他制度或市場的條件也會影響不同法則的成本與效益。採用利益迴避法則，內部人與外部股東就每一自己交易都有協商成本。採用公平法則，只有在外部股東質疑交易不當時，才有交易成本；而自己交易數量的多寡以及有無效率更關係著協商成本或訴訟成本。如果自己交易頻繁，而且絕大多數的自己交易都是無效率的，協商成本就會很高。因此，如果公司股權結構集中，交叉持股或母子控股情形普遍，自己交易的數量必然很多，協商成本即高¹⁰⁷。抑且，當控制權與現金流量股權（cash flow equity）不相當時，其差距越大者較之差距較小者，不當自己交易的情形更嚴重¹⁰⁸。

反之，採用公平法則並非所有的交易都會進入法院，只有受到

貨，而擴張營業對SAICO也有益處。判決顯示法院根本無意質疑被告設立SCI，及SCI向SARL Peronnet所收取的租金對SAICO及其他小股東是否公平等等疑難問題。See Johnson et al., *supra* note 17, at 24.

¹⁰⁶ See Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Law and Finance*, 106 J. POL. ECON. 1113, 1126 (1998).

¹⁰⁷ Simon Johnson等人認為美英兩國因為採用公平法則，所以公司交叉持股情形很少見。See Johnson et al., *supra* note 17, at 23-24. 但是，如果採用公平法則，集團企業、交叉持股並不直接影響完成交易，因為少數股東認為交易對公司不公平，不論有利益衝突的內部人是否參與決議，都可訴諸法院請求就交易為實質的審查。因此應該說是英美企業普遍不存在交叉持股的情形，使得採用公平法則的成本相對減低。

¹⁰⁸ See Gilson, *supra* note 12, at 1641.

質疑的案件才需要法院的裁判，採用公平法則就可以減低協商成本。另外，同樣在股權集中的結構，如果控制權為家族擁有，雖然可以減低高階經理人不當的自己交易，且家族可能會投入更多的人力資本，並關注長期的價值¹⁰⁹。但如果濫用其控制權，家族控制較之控制股權為多數人擁有，不當自己交易的情形更為嚴重。因為家族的控制權往往無法透過敵意併購，或董事會決議或股東會決議予以解除¹¹⁰。

三、投資人結構

利益迴避法則主要在確保投票真正反映團體意思。然而，無利益衝突的外部股東可能因為資訊成本，或放棄參與投票，或盲目支持內部人的議案，都可能影響投票的功能。如果外部股東有相當數量的機構投資人，這些具有資訊及判斷能力的投資人，可以確保投票的功能¹¹¹。然而相反的，機構投資人也有可能與公司內部人勾結，影響投票的真正效果¹¹²。

雖然利益迴避法則和公平法則都有協商成本，但是採用利益迴避法則，協商成本顯然較高。因此，如果採用利益迴避法則，而且機構投資人普遍存在，則可能加速惡化僵持（dead-lock）的問題，

¹⁰⁹ See Marianne Bertrand & Antoinette Schoar, *The Role of Family in Family Firms*, 20 J. ECON. PERS. 73, 75-77 (2006).

¹¹⁰ See Enriques & Volpin, *supra* note 13, at 122.

¹¹¹ See Black, *supra* note 27, at 814. 但也有認為儘管紐約證交所上市公司一半以上的股權為機構投資人擁有，但是在個別公司的持股比例仍然很低。因此，機構投資人對經營者的牽制力量，遠不及想像中的高。另外，搭便車的問題仍然存在，即使沒有這些問題，機構投資人對經營者不當交易的對策往往是賣股走人。See Baums & Scott, *supra* note 33, at 57.

¹¹² See Edward B. Rock, *Controlling the Dark Side of Relational Investing*, 15 CARDOZO L. REV. 987 (1994).

因為這些投資人間容易取得協調，並聯合一致，對抗內部人。然而，在另一方面，機構投資人的存在也可能使得僵持的情形不致發生。因為，可以合理相信，機構投資人的要求不會超過強悍的協商者的合理範圍。他們不會冒著讓交易破裂的危險，要求太過於無理的代價，因為他們可以比較正確的評估從交易中可獲得的利益。

四、公司控制權市場

一般認為，公司控制權市場的存在，對於經營者不當的自己交易行為是一項重要的控制機制¹¹³。當公司經營績效不佳，股價下跌，其他的公司認為如果取代現在的經營階層，有可能將公司經營的更好，因此市場上即存在併購的可能，透過公司控制權市場可以對經營不善的經營者給予壓力，或實際取代、矯正無效率的經營。公司內部人不當的自己交易，代表某程度的經營不善，必然造成公司股價下跌，而外部股東擔心投資泡湯，伺機出脫持股，更加深股價下跌，也增加公司被併購的風險。因此，如果公司控制權市場有效率，公司內部人擔心失去公司的經營權，透過不當的自己交易剝削外部股東的情形就會減少¹¹⁴。在有效率的公司控制權市場，因為需要法院來審查的自己交易案件較少，不當的自己交易也較少¹¹⁵，即使採用公平法則，仍然有效率¹¹⁶。但是，在缺乏有效率的公司控制權市場，市場無法約制不當的自己交易，少數股東只能

¹¹³ See Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *Federal Corporate Law: Lesson from History*, 106 COLUM. L. REV. 1793, 1800 (2006).

¹¹⁴ 控制權市場是否有效率，除了市場條件外，與法律是否限制敵意併購或允許公司採用反併購措施有關。See Paul A. Gompers, Joy L. Ishii & Andrew Metrick, *Corporate Governance and Equity Prices*, 118 Q. J. ECON. 107, 129 (2003).

¹¹⁵ See Goshen, *supra* note 59, at 289.

¹¹⁶ See Goshen, *supra* note 33, at 422.

仰賴法院保護，效果如何就只能視法院的效率而定¹¹⁷。

但是要有有效率的公司控制權市場，主要看公司股權結構而定。如果公司有控制權股東存在，甚或其控制權遠超過50%，市場即不存在敵意併購的可能，對公司內部人的不當的自己交易就缺乏無約束的力量¹¹⁸，採用公平法則成本可能就相當高。反之，在這種情形下，採用利益迴避法則，顯然較容易保護外部股東。

五、公司聲譽及輿論壓力

如果市場重視公司的聲譽，公司內部人就會避免不當的自己交易傷害公司的聲譽。另外，強而有力的財經媒體監督，可以讓不當的自己交易受到相當的抑制¹¹⁹。當然，輿論要有效果必須輿論為大眾所周知，其次，公眾對於鄙視公司內部人不當行為有共識¹²⁰。

肆、比較法的實證觀察

一、美 國

美國法以德拉瓦州法為代表，基本上，與模範公司法典及許多其他州的規定類似，採用的是較為寬鬆的公平法則。根據德拉瓦一般公司法第一四四條規定，自己交易如果有下列情形之一者，並不當然無效。第一，有關利益衝突的重要事實及交易或契約已向董事

¹¹⁷ See Goshen, *supra* note 59, at 289.

¹¹⁸ See Bebchuk & Hamdani, *supra* note 18, at 1287-88.

¹¹⁹ See Black, *supra* note 11, at 812. 實證上的研究也顯示輿論監督的重要性，see Alexander Dyke & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537, 582-86 (2004).

¹²⁰ See Gilson, *supra* note 12, at 1672.

會揭露，並且交易經多數無利益衝突的董事決議通過¹²¹。第二，有關利益衝突的重要事實及交易本身為有投票權的股東知悉，該交易經股東會決議同意。股東會決議時，並不排除利益衝突的股東。第三，交易在董事會或其委員會或股東會決議或追認時，對公司而言是公平的。至於是否揭露或有利益衝突的董事或股東有無參與決議，均非所問¹²²。

因此，基本上，公司董事或經理人就自己交易應證明該交易對公司是完全的公平（totally fair），包括交易條件及交際價格對公司是公平的。但是，如果自己交易的對象涉及控制權股東，該交易如經無利益衝突的少數中的多數決議同意，雖然法院仍然適用公平法則，但是主張交易對公司不公的責任就落在少數股東的身上。如果交易對象涉及的是董事或經理人，該董事或經理人在公司並無控制性持股時，交易則適用商業判斷法則（business judgment

¹²¹ 有利益衝突的董事不計入出席董事及表決數。因此，如果公司有7名董事，4名有利益衝突，只要3名無利益衝突的董事其中2名同意，即可通過。See CLARK, *supra* note 7, at 167-68. 與我國目前實務規定類似。

¹²² 德拉瓦州公司法第144條規定：(a)公司與其董事或高階經理人，或公司與其他公司、合夥、協會或其他團體而董事或高階經理人為該團體的董事或經理人，或在該團體有財務利益者，所訂定的契約或交易並不當然無效或可得撤銷，也不因為該董事或高階經理人出席或參與該決議的董事會，或其表決權被計入，而當然無效或可得撤銷。但須有下列情形之一：(1)其與契約或交易的關係或利益相關的重要事實，已經向董事會或委員會揭露或為董事會或委員會所知悉，且經董事會或委員會多數無利害關係董事多數忠實決議，即使出席人數未達法定人數；(2)其與契約或交易的關係或利益相關的重要事實，已經向有表決權的股東揭露或為渠等所知悉，且經股東忠實的決議；(3)該契約或交易再經董事會、委員會或股東授權、同意或認可時，對公司是公平的。(b)一般及有利害關係董事在授權該契約或交易時，均可計入法定出席人數。劉連煜教授對該條規定有詳細的解說，參見劉連煜，股東及董事因自身利害關係迴避表決權之研究——從台新金控併購彰化銀行談起，載：公司法理論與判決研究(五)，頁63-75，2009年4月。

rule)，幾乎與第三人交易的標準沒有兩樣¹²³。換句話說，在控制權股東自己交易的情形，適用公平法則或公平法則配合利益迴避法則換取舉證責任轉換，以減輕公平法則嚴格性的規範。

德拉瓦州法採取公平法則，從其特殊的法院功能及市場結構來看，顯然是正確的選擇。首先，德拉瓦州法院在評估交易的價值及適用公司法上具備獨特的專業。德拉瓦州法院，就公司的爭議案件，往往可以及時作出可靠的判決，這對快速變動的商業世界而言，非常重要¹²⁴。其次在美國，公司股權相當的分散，因此存在有公司控制權市場。甚且，美國的資本市場相當有效率，世故的機構投資人持有相當部分的少數股權，商業界對公司管理階層的名譽相當敏感¹²⁵。這種有效率司法系統配合有效率的市場機制，讓訴訟成本很低。同時，機構投資人的普遍及有效率的資本市場，使得協商成本也低，在這種情形，市場的條件就如同沒有交易成本的市場，採用任何一種法則都是有效率的結果。因此，最低保護及最有彈性的保護法則是最好的選定法則。而德拉瓦州法的公平法則讓公司可以避免就每一項內部人自己交易都需要進行正式的投票，只有少數有爭議的案件才需要法院介入¹²⁶。

二、英 國

英國的資本市場及社會經濟情況和美國極相類似。雖然早期也存在有家族的控制股東，但在一九五〇年以後，公司所有權與控制權逐漸分離。七〇年代以後，絕大多數的公開公司股權相當分

¹²³ See Goshen, *supra* note 33, at 427.

¹²⁴ See Black & Kraakman, *supra* note 23, at 1914.

¹²⁵ See Black, *supra* note 27, at 573; Goshen, *supra* note 59, at 295-96.

¹²⁶ See Goshen, *supra* note 59, at 296.

散¹²⁷。另外，資本市場流動性高，包括絕大多數的公開公司，公司控制權市場發達。資本市場機構投資人的比例高，控制約70%的公開發行公司的股份。更甚者，機構投資人在近十數年來積極的參與監督及參與其所投資公司的事務，而商業界對公司聲譽也相當敏感¹²⁸。

因此，從市場的條件來看，英國法應該如同美國法一樣，就公司內部人自己交易採取公平的法則。的確，英國公司法的選定法則即為公平法則。法律並不禁止利益衝突股東參與股東會決議，即使股東兼為董事，亦復如此。如果反對股東認為交易是「不公平的有害公司的交易」(unfairly prejudicial transaction)時，可以依公司法第四五九條規定，向法院請求救濟，法院有廣泛的裁量權，決定適當的救濟。雖然公司法第四五九條在理論上對少數股東似乎可以提供適當的保護，但實際施行的結果則不然。失敗的原因主要是來自司法審判系統。儘管英國的法官有相當程度的廉潔與操守，但是絕大多數的英國法官缺乏真正對公司實務的專業，和美國特別是德拉瓦州的法院法官比較，英國法官缺乏公司交易的經驗，不具備如同德拉瓦州法官瞭解複雜商業交易的能力¹²⁹。另外，英國法官態度保守，儘管國會在制定公司法第四五九條時，立法意旨就說明是要改變法官對少數股東訴訟所持的保守態度。但在司法實務上，卻缺乏真正行動，以致很少適用第四五九條。更甚者，即使法院依第四五九條在少數案例中作出保護少數股東的判決，但也很少能夠提供一般的指導原則。總之，因為英國法院的缺乏效率及不具複雜商

¹²⁷ See Enriques & Volpin, *supra* note 13, at 119.

¹²⁸ See Gosen, *supra* note 33, at 429-30.

¹²⁹ See Brian R. Cheffins, *Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*, 30 J. LEGAL STUD. 459, 469-70 (2001).

業交易的判斷能力，採用公平法則無法提供適當的保護¹³⁰。

不過，由於倫敦證券交易所對於上市公司實際採行的卻是利益迴避法則，反倒是提供了適合英國環境的控制機制。根據倫敦證券交易所上市規則第十一條所謂的「黃皮書」(yellow book)的規定，公司要維持在倫敦交易所上市，必須將所有涉及持股10%以上股東的交易，經由股東會決議，有利益衝突的股東則不得參與投票。因此，上市準則事實上是採用利益迴避法則。由於在英國的資本市場，機構投資人普遍存在，採用利益迴避法則，可以有較低的協商成本。避免高昂的訴訟成本。因此在英國，實際上是透過私的契約，將法律所規定的公平法則架構，移轉成利益迴避法則，其結果，也從高的訴訟成本移轉到低的協商成本¹³¹。

三、加拿大

加拿大法官對公司法的瞭解，以及交易價值的評估，也無法和美國法院相較。另外，在加拿大幾乎所有的公司股權均高度集中，因此，公司控制權市場幾乎不存在。雖然機構投資人在資本市場的比例及影響力逐漸增加，但基本上仍缺乏效力。換句話說，加拿大的市場一方面存在高的訴訟成本，同時又缺乏市場力量可以減輕該成本，顯示利益迴避法則將會是較有效的保護¹³²。

然而實際上，加拿大法律對外部股東的保護卻是採用公平法

¹³⁰ See Gosen, *supra* note 33, at 431.

¹³¹ 英國權威學者的教科書即稱，自己交易由法院決定其是否公平，從來就不是英國法的特點。See PAUL DAVIES, *INTRODUCTION TO CORPORATE LAW* 171 (2002). 如果交易已經無利害關係的股東決議，並由獨立的財務專家出具意見及揭露所有重大訊息後，即使外部股東再有質疑，也會面臨非常困難的舉證責任。

See Djankove et al., *supra* note 36, at 440.

¹³² See Gosen, *supra* note 33, at 432.

則。法院有廣泛的裁量權，對受「壓榨」的少數股東，可以給予法院認為是當的賠償，或要求公司收買少數股東的股份。但是，由於加拿大法院本身缺乏效率，公平法則證實並不適當的。例如，由於不滿意加拿大公司法所提供的保護，安大略省證券交易委員會就制定不同的法則來規範自己交易。一九九一年安大略省證券交易委員就發布一項與公司法規定不同的命令，要求某些巨額的關係人交易，應經多數無利害關係人同意，如果交易價格高於為該關係人交易所作的估價時，應經無利害關係人三分之二以上的多數同意。安大略的規定顯然是以利益迴避法則取代公平法則，加上近年來在資本市場逐漸增加的機構投資人比例及其影響力，因此也從高的訴訟成本移轉到低的協商成本。雖然，機構投資人的影響力不如在美國或英國，但其成本仍然較使用法院來對抗自己交易仍然低¹³³。

四、德 國

德國公司的股權結構與美國截然不同，大部分的公開公司若非由家族控制，即是有單一或少數的控制權股東¹³⁴。因此，德國公司法對公司內部人利益衝突交易著重在對控制權股東的控制，而非對高階經理人的控管¹³⁵。基本上，德國公司法將公司經營權歸於董事會，而將公司的監督歸於監事會。對於公司與董事會成員的自己交易，必須經監事會的決議¹³⁶。雖然，除了因為高度的股權集中，實際上沒有公司控制權市場存在外，德國的資本市場和美國相比，其發展程度也較有限。但是，由於許多公開公司的少數股東為

¹³³ *Id.* at 432-33.

¹³⁴ *See* Enriques & Volopin, *supra* note 13, at 118-19.

¹³⁵ *See* Baums & Scott, *supra* note 33, at 40.

¹³⁶ *Id.* at 40-41.

有強大力量的金融機構，除了對公司持股外，還提供信用給公司。這種金融機構投資人與控制權股東間基於提供融資，甚至仰賴信譽的密切關係，使得在資訊的流通、評估及使用上，造就了有效率的市場。另一方面，德國的法院在適用公司法及對交易資產的估價上，遠不如德拉瓦法院有效率。導致高的訴訟成本及低的協商成本。這種特色顯示應該採用較有彈性的選定法則，但是德國公司法卻強制採用公平法則，當事人不可以另行採用利益迴避法則，以致於缺乏效率利益。

在德國，雖然董事會通常有權代表公司簽訂契約，但是與董事會成員的交易必須由監事會代表。其他並無類似法國的限制。但是法院在解釋時都比較嚴格。

五、義大利

絕大多數的義大利公開公司有控制權大股東，單一股東或與他股東共同持有30%以上股份的情形司空見慣¹³⁷。雖然理論上，30%的集中股權讓敵意收購仍有空間，但是實際上，因為大規模的交叉持股、投資人契約、高度的政治干預，使得公司控制權市場相當有限¹³⁸。另外，資本市場鮮少有世故的投資人，所以資本市場是缺乏無效率且不發達¹³⁹。特別是義大利法院缺乏能力提供可預測及即時的判決¹⁴⁰，而且義大利的商界也不重視公司的聲譽。因此，在義大利，不但自己交易的數量龐大，而且多是不當的自己交易。這樣的條件，顯示義大利理論上應該採取利益迴避法則，作為保護

¹³⁷ See Enriques & Volopin, *supra* note 13, at 118-19.

¹³⁸ See Goshen, *supra* note 33, at 435.

¹³⁹ See La Porta et al., *supra* note 21, at 1137.

¹⁴⁰ See Enriques, *supra* note 104, at 265.

外部少數股東的法制¹⁴¹。

雖然義大利公司法的部分法條，看起來像是採用利益迴避法則，但某些法條及法院的判決卻又採用公平法則。例如當原告主張被告違反利益衝突的限制時，法院卻要求原告必須證明系爭交易有重大違法情形，並且價格是不公平的。而且，義大利法院認為利益衝突的限制，不適用於關係企業間（例如母子公司）的交易。致使絕大多數的自己交易因為大規模的交叉持股，以至於都不適用利益迴避法則。而當法院在判決時，即使適用公平法則，也經常認為需要併同考慮自己交易對集團的間接利益。因此，實際上要在關係企業間證明有不公平，顯然極端困難。甚至，由於並非所有涉及股東利益的交易，都要經股東會決議，而是僅限於例如合併、出售重大資產、變更章程等重大事項。因此，往往被譏為根本就是處在沒有法律規範的狀態¹⁴²。

伍、我國規範的適用

一、法律控制的適用

我國的公司法並不禁止公司董事或有控制權的股東與公司交易，即使在公司資金的借貸上，也不採取完全禁止的規定¹⁴³。公

¹⁴¹ See Goshen, *supra* note 33, at 435-36.

¹⁴² *Id.* at 436.

¹⁴³ 公司法第15條規定，公司資金不得貸與股東或其他個人，但公司間或與行號間有業務往來者，以及公司間與行號間有短期融通資金必要者，在企業淨值的40%貸放限額內，均不受限制。換句話說，即使公司內部人就貸放對象有直接重大經濟利益者，也不受限制。例如，A上市公司董事或持股50%的大股東，同時持有B有限公司全部資本額，B公司同時又是A公司重要原料的供應商，B公司向A公司借款，依目前公司法的規定，並不禁止。

司法僅限制董事為自己或他人與公司交易時，不得由董事（董事長）代表公司¹⁴⁴。如果涉及公司與公司高階經理人的交易時，公司法並未特別規範。當然，公司法或許認為，董事會執行公司業務，並監督高階經理人執行公司日常事務，如果涉及高階經理人有經濟上利益的交易，董事會必然為公司作成最有利的決議，不致損及公司的利益。另外，雖然公司法就涉及董事及股東自己利益的交易，定有利益迴避的規範，但也只有交易依法必須由董事會或股東會作成決議時，方有規範的功能。例如A銀行向B公司購買辦公大樓作為營業場所，銀行大股東甲同時為B公司董事長，由於購買該大樓並非公司法第一八五條所稱：「受讓他人全部財產，對公司營運有重大影響者」，無須經股東會決議。如果甲同時為A銀行董事，依公司法第二〇六條第二項準用同法第一七八條的規定：「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，並不得代理其他股東行使其表決權。」甲固然不得就該購買B公司大樓的交易參與董事會決議。但如果甲並非公司董事，則董事會就交易與否及交易條件作成決議時，與一般的交易（即交易對象非B公司），並無不同。當然，或許公司法原認為，董事會在為交易的決議時，應該會為公司的最大利益為考量，即使交易涉及公司大股東自己的利益時，也不受影響。

¹⁴⁴ 公司法第225條規定「董事為自己或他人與公司為買賣、借貸或其他法律行為時，由監察人為公司之代表。」股份有限公司代表人為公司董事長，除非特殊情形，如公司法第208條第3項，董事長指定代理外，董事本即不能代表公司。要求在董事（非董事長）自己交易時，應由監察人代表公司，無非認為即使董事長非交易對造或在交易對造有經濟利益，但是董事長與董事日常共同執行公司業務，相互間難免有休戚與共的心理。See e.g. Marsh, *supra* note 41, at 36. 王文宇教授也認為，可以防範董事長礙於同事之誼，致有犧牲公司利益之虞。參見王文宇，同註46，頁419-420。至於所謂「由監察人為公司之代表」，王文認為應包括由監察人為公司作成交易的決議。

當公司股權結構分散，董事會是否完全不受高階經理人的影響，確實為股東的利益考量，即有疑問。反過來說，當公司股權結構有控制權大股東存在時，董事會是否完全不受大股東的影響，也有疑問，公司法就公司高階經理人、或控制權股東自己交易並未有任何限制或控制機制，即有商榷。因此，或許公司法應該就內部人自己交易有另外規定的必要。例如交易涉及公司高階經理人者，應經董事會特別決議。該經理人並應於董事會前向董事會揭露，如果涉及董事者，董事除於董事會前向董事會揭露外，並不得參與決議。如果交易涉及出售或購買相當於公司資產帳面價值一定比例，如25%至50%時，雖然公司法規定不須經股東會同意，但是如果董事會未能全數通過時，則應該由股東會決議¹⁴⁵。

二、公平法則或利益迴避法則

公司法第一七八條規定：「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，並不得代理其他股東行使其表決權。」這條規定在董事會決議時準用（公司法第二〇六條第二項）。也就是說，董事對於會議的事項，如果有自身利害關係致有害公司利益之虞時，不得加入表決同時也不得代理其他董事行使表決權。雖然公司法這兩條的規定並非在規範董事或控制權股東的自己交易，但董事或控制權股東的自己交易也會適用這兩條規定¹⁴⁶。從這兩條的規定來看，表面上公司法採取的似乎是一般

¹⁴⁵ See Black & Karrakman, *supra* note 23, at 1955.

¹⁴⁶ 公司法第178條或第206條第2項的規範範圍顯然較自己交易為廣。但董事或股東的自己交易必然也會落在第178條或第206條第2項的適用範圍內。例如，公司發行特別股，公司董事A為特別股大股東，公司變更章程，以較原規定更有利的條件收回特別股，應經股東會特別決議。此時，A不應加入決議。對於公司法第178條的規定，學者有許多的批評。例如，王文宇，同註44，頁291

所謂的利益迴避法則，但仔細思考可以發現，實際上採取的是公平法則。換句話說，有利害關係的股東或董事，如果認為交易本身對公司是公平的，也就是沒有「有害公司利益之虞」，儘管交易「有自身利害關係」仍可參與表決¹⁴⁷。股東會或董事會就股東或董事自己交易進行決議時，該股東或董事就是「有自身利害關係」；然而公司法並不當然禁止該股東或董事參與決議，如果交易對公司並無「有害公司利益之虞」，則該股東或董事仍然可以參與決議。如果少數股東認為交易「有害公司利益之虞」，就只能訴請法院裁判，法院必須客觀的判斷交易的條件、對價等等對公司是否公平，無異就是公平法則的適用¹⁴⁸。

（「首先，本條構成要件不甚明確，……但仍欠缺具體認定之標準。其次，理論上任何股東會之決議皆涉及股東與公司之利益，從而本條之解釋將更為困難。又股東乃公司實質上所有者，其出資之目的即為了自身之經濟利益，而股東會議事項涉及股東與公司之利害關係時，限制其表決權時與股東持股之原則又動機相矛盾。」）廖大穎教授更引述日本學者論述，認為類此規定「無視股份有限公司制度之本質，完全無合理之理論依據，實屬一種相當拙劣之立法例。」參見廖大穎，論股東行使表決權迴避之法理，月旦法學雜誌，99期，頁243-244，2003年8月。劉連煜教授也贊同該見解，參見劉連煜，同註122，頁63。

¹⁴⁷ 股東或董事應受利益迴避的限制，限於議案與其「有自身利害關係」，並且該議案「致有害於公司利益之虞」。參見劉連煜，同註44，頁312。另外，如經濟部94年4月14日經商字第0942044770號函也認為：「按公司法第一七八條規定，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。據此，股東得否行使表決權，應就具體個案視其對於該表決事項，有無利害關係及有害於公司利益之虞為斷。」

¹⁴⁸ 經濟部91年12月6日經商字第09102287950號函釋，認為所謂「有害於公司利益之虞」，包括所有對公司利益造成損害的情形。如果交易對公司「公平」，則顯無「有害於公司利益之虞」；反過來說，如果交易「有害於公司利益之虞」，則顯然對公司「不公平」。

三、最有效率法則的分析

採取公平法則最主要的成本就是訴訟成本。法院如果對複雜的公司案件如果無法為迅速、正確的判決，訴訟成本就很高昂。以我國法院的案件負荷程度，要求迅速審判即有相當困難。加以法官的來源絕大多數都是透過司法考試，直接進入審判體系，對於複雜的商業實務並不熟悉，如果容易將公平的交易誤為不公平，或將不公平的交易誤為公平，訴訟成本就很高昂。另外，我國的公司股權結構如同其他的東亞國家一樣，向來有控制權股東存在，並且透過交叉持股及多層次的控股，甚至將絕大多數的持股反覆質押，使得控制權股東的投票權（voting right）遠大於現金流量權（cash flow right）。也就是說，控制權股東的控制權遠高於其持股的比例¹⁴⁹。這樣的公司股權結構，公司內部人自己交易數量必然許多，如果所有的自己交易都進入法院審理，法院更不可能負擔。雖然，採用利益迴避法則，因為公司股權集中，自己交易情形嚴重，協商成本必然也高，但是當市場機構投資人的影響逐漸增加¹⁵⁰，或者存在有次大股東的股權結構，採用利益迴避法則反而不會有太高的協商成本¹⁵¹。因此，在我國目前情形，採用利益迴避法則或許是成本較

¹⁴⁹ See P. H. Fan & T. J. Wong, *Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia*, 33 J. ACCOUNTING & ECON. 401-25 (2002).

¹⁵⁰ 機構投資人（包括國內法人及外資）在國內證券交易市場比例，從1997年的9.27%成長到2006年的29.44%。資料來源：台灣證券交易所股份有限公司。

¹⁵¹ 誠如Black & Karaakman教授所說，就剛開始發展的市場，將決定權賦予大的外部股東，雖然無法完全去除，但可以減少公司內部人詐欺和不當的自己交易，因為這些大股東有作正確決議的誘因。這樣雖然無法完全避免，但卻可以減少依賴法院，同時也可以給高階經理人及控制權股東有誘因，遵守法則，雖然他們仍然可能迴避。可以加強正當的經營行為所需要的文化態度，而讓高階領人仍然具有冒險及快速決策所需要的裁量。See Black & Karaak-

低的規範¹⁵²。

陸、結 論

在新興的資本市場，由於缺乏成熟市場的控制機制約束公司內部人不當的自己交易，仰賴法律的手段，便是不得不然。但是矛盾的是，類似的國家原本就缺乏熟悉公司法令及資本市場甚至商業實務的法官，要求及時、適當的裁判更是困難。將過度複雜及權衡的任務加諸法院，更屬沉重的負擔，也使交易陷於錯誤判斷的風險。兩相權衡，明確及程序的法律控制可能是成本較低的選擇。採用利益迴避法則輔以強制揭露，使公司內部人易於遵守，也較有誘因，爭取外部股東的認同，即使訴訟，法院要裁判的也僅是程序的遵守與否，相對於要從實質上判斷交易本身是否公平，顯然容易。而公開公司存在的最大價值便是經營者就公司業務的經營，應有相當的判斷空間與彈性，方足以應付瞬息萬變的商業世界，投資人才有取得報酬的可能。除非惡性掏空的自己交易，由不是經營公司的司法官事後來認定交易對公司是否公平，顯然不符公司存在的目的，也非外部投資人所期盼的。

man, *supra* note 23, at 1916.

¹⁵² 劉連煜教授主張我國應該採取如同德拉瓦州法的規定，參見劉連煜，同註122，頁76。

參考文獻

一、中文

1. 王文宇，論董事與公司間交易之規範，政大法學評論，62期，頁415-439，1999。
Wang, Wen-Yeu, Regulation of Director's Self-Dealings, Chengchi Law Review, no. 62, pp. 415-439, 1999.
2. 王文宇，公司法論，3版，2006。
Wang, Wen-Yeu, The Corporate Law, 3d ed., 2006.
3. 劉連煜，現代公司法，增訂4版，2008。
Liu, Len-Yu, Modern Corporate Law, 4th ed., 2008.
4. 劉連煜，股東及董事因自身利害關係迴避表決權之研究——從台新金控併購彰化銀行談起，載：公司法理論與判決研究(五)，頁63-75，2009。
Liu, Len-Yu, The Exclusion of Shareholder and Director's Voting Right in Self-Interested Transactions: A Case Study on the Acquisition of Chang Hwa Bank by Taishin Holdings, in Theories and Cases on Company Law (5), pp. 63-75, 2009.
5. 廖大穎，論股東行使表決權迴避之法理，月旦法學雜誌，99期，頁236-253，2003。
Liaow, Ta-Ying, On the Theory of the Exclusion of Shareholder's Voting Right, The Taiwan Law Review, no. 99, pp. 236-253, 2003.
6. 賴英照，股市遊戲規則——最新證券交易法解析，2版，2009。
Lai, In-Jaw, Rules of Stock Market: The Anatomy of Modern Securities Regulation, 2d ed., 2009.

二、外文

1. Akerlof, George A., *The Market for "Lemons": Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 Q. J. ECON. 488 (1970).
2. ALLEN, WILLIAM T. & KRAAKMAN, REINIER, COMMENTARIES AND CASES ON THE

- LAW OF BUSINESS ORGANIZATION (2d ed. 2003).
3. Armour, John, Hansmann, Henry & Kraakman, Reinier, *Agency Problems and Legal Strategies*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH. (Reinier R. Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus J. Hopt, Hideki Kanda and Edward B. Rock eds., 2d ed. 2009).
 4. Bae, Kee-Hong, Kang, Jun-Koo & Kim, Jin-Mo, *Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups*, 57 J. FIN. 2695 (2002).
 5. Baums, Theodor & Scott, Kenneth E., *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany*, 53 AM. J. COMP. L. 31 (2005).
 6. Bebchuk, Lucian A., *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 HARV. L. REV. 1820 (1989).
 7. Bebchuk, Lucian A. & Jolls, Christine, *Managerial Value Diversion and Shareholder Wealth*, 15 J. L. ECON. & ORG. 487 (1999).
 8. BEBCHUK, LUCIAN A. & FRIED, JESSE, PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION (2004).
 9. Bebchuk, Lucian A. & Hamdani, Assaf, *Federal Corporate Law: Lesson from History*, 106 COLUM. L. REV. 1793 (2006).
 10. Bebchuk, Lucian A. & Hamdani, Assaf, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, 157 U. PENN. L. REV. 1263 (2009).
 11. BERLE, ADOLF A. & MEANS, GARDINER C., THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (1933, reprinted 1982).
 12. Bertrand, Marianne, Mehta, Paras & Mullainathan, Sendhil, *Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups*, 117 Q. J. ECON. 121 (2000).
 13. Bertrand, Marianne & Schoar, Antoinette, *The Role of Family in Family Firms*, 20 J. ECON. PERS. 73 (2006).
 14. Beveridge, Norwood P., *The Corporate Director's Fiduciary Duty of Loyalty: Understanding the Self-Interested Director Transaction*, 41 DEPAUL L. REV. 655 (1992).

15. Bhagat, Sanjai & Bolton, Brian, *Corporate Governance and Firm Performance*, 14 J. CORP. FIN. 257 (2008).
16. Black, Bernard & Kraakman, Reinier, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, 109 HARV. L. REV. 1911 (1996).
17. Black, Bernard S., *Is Corporate Law Trivial? A Political and Economic Analysis*, 84 NW. U. L. REV. 542 (1990).
18. Black, Bernard S., *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investors Voice*, 39 UCLA L. REV. 811 (1992).
19. Black, Bernard S., *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 UCLA L. REV. 781 (2001).
20. Brudney, Victor, *Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contract*, 85 COLUM. L. REV. 1403 (1985).
21. Cheffins, Brian R., *Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*, 30 J. LEGAL STUD. 459 (2001).
22. CLARK, ROBERT C., *CORPORATE LAW* (1986).
23. Coffee, John C., Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 VA. L. REV. 717 (1984).
24. Coffee, John C., Jr., *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*, 93 NW. U. L. REV. 641 (1999).
25. Coffee, John C., Jr., *Starting from Scratch: The Legal and Institutional Steps to Viable Securities Markets in Transition Economies*, 27 REV. CENTRAL & EAST EUROPEAN L. 7 (2001).
26. Conac, Pierre-Henri, Enriques, Luca & Gelter, Martin, *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, 4 EURO. COMPANY & FINANCIAL L. REV. 491 (2007).
27. Cooter, Robert & Freedman, Bradley J., *The Fiduciary Relationship: Its Economic Charter and Legal Consequences*, 66 N.Y. U. L. REV. 1045 (1991).
28. DAVIES, PAUL, *INTRODUCTION TO CORPORATE LAW* (2002).
29. Davis, Kenneth B., Jr., *Judicial Review of Fiduciary Decisionmaking—Some Theoretical Perspectives*, 80 NW. U. L. REV. 1 (1985).

30. Djankov, Simeon, La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio & Shleifer, Andrei, *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 J. FIN. ECON. 430 (2008).
31. Dyke, Alexander & Zingales, Luigi, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537 (2004).
32. Easterbrook, Frank H. & Fischel, Daniel R., *The Corporate Contract*, 89 COLUM. L. REV. 1416 (1989).
33. Eisenberg, Melvin A., *Self-Interested Transactions in Corporate Law*, 13 J. CORP. L. 997 (1988).
34. Eisenberg, Melvin A., *The Structure of Corporation Law*, 89 COLUM. L. REV. 1461 (1989).
35. Enriques, Luca, *The Law on Company Directors' Self-Dealing: A Comparative Analysis*, 2 INT'L & COMP. CORP. L.J. 297 (2000).
36. Enriques, Luca, *Off the Book, But on the Record: Evidence from Italy on the Relevance of Judge to the Quality of Corporate Law*, in GLOBAL MARKETS AND DOMESTIC INSTITUTIONS: CORPORATE LAW AND GOVERNANCE IN A NEW ERA OF CROSS BORDER DEALS 262 (Curtis Milhaupt ed. 2003).
37. Enriques, Luca & Volpin, Paolo, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, 21 J. ECON. PERSP. 117 (2007).
38. Enriques, Luca, Hertig, Gerard & Kanda, Hideiki, *Related-Party Transactions*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 153 (Reinier R. Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus J. Hopt, Hideki Kanda & Edward B. Rock eds., 2d. ed. 2009).
39. Faccio, Mara & Lang, Larry H.P., *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, 65 J. FIN. ECON. 365 (2002).
40. Fama, Eugene F., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, 88 J. POL. ECON. 288 (1980).

41. Fan, P. H. & Wong, T. J., *Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia*, 33 J. ACCOUNTING & ECON. 401 (2002).
42. GILSON, RONALD J. & BLACK, BERNARD S., *THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS* (1995).
43. Gilson, Ronald J., *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*, 49 AM. J. COMP. L. 329 (2001).
44. Gilson, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1641 (2006).
45. Gompers, Paul A., Ishii, Joy L. & Metrick, Andrew, *Corporate Governance and Equity Prices*, 118 Q. J. ECON. 107 (2003).
46. Gordon, Jeffery N. & Kornhauser, Lewis A., *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, 60 N.Y.U. L. REV. 761 (1985).
47. Goshen, Zohar, *Voting (Insincerely) in Corporate Law*, 2 THEORETICAL INQUIRIES IN LAW 1 (2001).
48. Goshen, Zohar, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 CALIF. L. REV. 393 (2003).
49. Goshen, Zohar, *Controlling Corporate Self-Dealing: Convergence or Path-Dependency? in GLOBAL MARKETS, DOMESTIC INSTITUTIONS: CORPORATE LAW AND GOVERNANCE IN A NEW ERA OF CROSS-BORDER DEALS* (Curtis J. Milhaupt ed., 2003).
50. Goshen, Zohar, *Conflicts of Interest in Publicly-Traded and Closely-Held Corporations: A Comparative and Economic Analysis*, 6 THEORETICAL INQUIRIES IN LAW 277 (2005).
51. Jensen, Michael C. & Meckling, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON 305 (1976).
52. Johnson, Simon, La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio & Shleifer, Andrei, *Tunneling*, 90 AM. ECON. REV. 22 (2000).
53. Khanna, Tarun & Yafeh, Yishay, *Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Prarsites?*, 45 J. ECON. LIT. 331 (2007).

54. Kim, Woochan, Black, Bernard & Jang, Hasung, *Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea*, 22 J. L. ECON. & ORG. 366 (2006).
55. Kraakman, Reinier, *When are Shareholder Suits in Shareholder Interests?*, 82 GEO. L.J. 1733 (1994).
56. La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W., *Legal Determinants of External Finance*, 52 J. FIN. 1131 (1997).
57. La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W., *Law and Finance*, 106 J. POL. ECON. 1113 (1998).
58. Levine, Ross, *Law, Finance, and Economic Growth*, 8 J. FIN. INTERMEDIATION 8 (1999).
59. Manne, Henry G., *A Free Market Model of A Large Corporation System*, 52 EMORY L.J. 1381 (2003).
60. Marsh, Harold, Jr., *Are Directors trustees?*, 22 BUSINESS LAWYER 35 (1966).
61. Maug, Ernst & Rydqvist, Kristian, *Do Shareholders Vote Strategically? Voting Behavior, Proposal Screening, and Majority Rules*, 13 REVIEW OF FINANCE 47 (2009).
62. Micklethwait, John & Wooldridge, Adrian, *The Company, A Short History of a Revolutionary Idea* (2003).
63. Mitchell, Lawrence E., *Fairness and Trust in Corporate Law*, 43 DUKE L.J. 425 (1993).
64. Modigliani, Franco & Perotti, Enrico, *Protection of Minority Interest and the Development of Security Markets*, 18 MANAGERIAL AND DECISION ECONOMICS 519 (1997).
65. Note, *The Fairness Test of Corporate Contracts with Interested Directors*, 61 HARV. L. REV. 335 (1948).
66. Posner, Richard A., *The Problems of Jurisprudence* (1990).
67. Rock, Edward B., *Controlling the Dark Side of Relational Investing*, 15 CARDOZO L. REV. 987 (1994).

68. Roe, Mark J., *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, 53 STAN. L. REV. 539 (2000).
69. Roe, Mark J., *Legal Origins, Politics and Modern Stock Markets*, 120 HARV. L. REV. 460 (2006).
70. ROMANO, ROBERTA EDS., THE FOUNDATIONS OF CORPORATE LAW (1993).
71. Sale, Hillary A., *Delaware's Good Faith*, 89 CORNELL L. REV. 456 (2004).
72. Shleifer, Andrei & Vishny, Robert, *Large Shareholders and Corporate Control*, 94 J. POL. ECON. 461 (1986).
73. Shleifer, Andrei & Wolfenzon, Daniel, *Investor Protection and Equity Markets*, 66 J. POL. ECON. 3 (2002).
74. Thompson, Robert B. & Edelman, Paul H., *Corporate Voting*, 62 VAND. L. REV. 129 (2009).

The Control of Corporate Insiders' Self-Dealing

Chi-Chang Yu^{*}

Abstract

Corporate insiders may severely expropriate outside investors through self-dealing. The failure of controlling self-dealing undermines the confidence of outside investors in the stock market. Consequently, all outside investors exit the capital market and the stock market collapses.

Corporate self-dealing may be controlled either by law or by market forces. Theoretically, a perfectly efficient market may provide a correct price reflecting the real value of securities offered by different corporations with or without the expropriation of outside investors. In reality, however, the market is not sufficiently efficient to accurately price different securities. As a result, legal rules are necessarily provided to control corporate self-dealing.

Two rules may be considered for the control of self-dealing. A fairness test requires interested-insiders to demonstrate that the transaction is fair to the corporation. The other possible solution is the majority of the minority rule that excludes interested-insiders to vote. A fairness test may be applied efficiently only if a competent court possessing the necessary level of expertise exists. Whenever outside investors claim a

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

Received: January 27, 2010; accepted: March 30, 2010

transaction to be unfair to a corporation the judge should explore the facts promptly and make a precise evaluation. In other words, a court equipped with expertise of the sophisticated business world is essential to the success of this solution.

Whether the fairness test or a majority of the minority rule is efficient depends on the legal and institutional conditions of a particular jurisdiction. Where the court is competent and trustworthy, the application of the fairness test can remove the risk of strategic voting. Where the court is incompetent and overburdened, the fairness test can result in chaos due to the court's potential misjudgment of an efficient transaction to be an inefficient one and vice versa. As a result, a majority of the minority rule provides a more efficient protection for outside investors in this situation.

In Taiwan, corporate law provides a lenient form of the fairness test whereby interested insiders may choose to apply the fairness test to a transaction when they vote in favor of it or choose to apply the majority of the minority rule when they decline themselves from voting. This eccentric design gives rise to inadequate protection of outside investors. Given that the court suffers from an overburdened caseload and lacks experience in complicated corporate issues the adoption of a majority of the minority rule may be preferable at current stages.

Keywords: Fairness Test, Corporate Insider, Corporate Governance, Protection of Outside Investors, Self-Dealing, The Majority of the Minority Rule, Conflict of Interests Transaction, Negotiation Cost, Controlling Shareholders, Adjudication Cost, Strategic Voting, Related-Party Transaction