

# 受託義務之對象

黃 朝 琮\*

## 要 目

|                            |                                 |
|----------------------------|---------------------------------|
| 壹、前 言                      | (三) 德拉瓦州普通公司法典的體例               |
| 貳、受託義務對象之判定：德拉瓦州<br>案例法之考察 | (四) 立法政策上的考量                    |
| 一、股東與公司之間                  | (五) 德拉瓦州法下的企業社會責任               |
| (一) 原則：公司最大利益下的股東<br>最大利益  | 五、小 結                           |
| (二) 公司瀕臨無資力時仍追求公司<br>最大利益  | (一) 受託義務對象的雙層結構                 |
| (三) 公司出售時則以股東眼前最大<br>利益為依歸 | (二) 股東利益的維護與偏離                  |
| 二、股東之間                     | 參、我國法下之若干議題探討                   |
| (一) 控制股東與少數股東之間            | 一、公司法第23條第1項與企業併購<br>法第5條第1項之解釋 |
| (二) 普通股東與特別股東之間            | (一) 公司法第23條第1項                  |
| 三、股東與債權人之間                 | (二) 企業併購法第5條第1項                 |
| 四、股東與其他利害關係人之間             | 二、受託義務對特別股股東之適用                 |
| (一) 案例法的澄清                 | 三、勞工董事制度                        |
| (二) 股東利益：經營判斷法則的<br>外緣限制   | 四、受託義務對公司債權人之適用                 |
|                            | 五、公司社會責任與受託義務                   |
|                            | (一) 股東於受託義務理論結構中之<br>地位         |

DOI：10.3966/102398202016060145001

\* 宏鑑法律事務所律師，賓州大學法學碩士。

投稿日期：一〇四年十月十二日；接受刊登日期：一〇四年十二月十七日

責任校對：蘇淑君

(二)股東優位主義內涵之澄清

(三)企業社會責任內涵之建構

(四)慈善型企業社會責任可行性之

評估

肆、結 論

## 摘 要

公司負責人所負受託義務之服務對象為何人？藉由德拉瓦州案例法的比較觀察，本文提出受託義務應係服務於股東利益下之公司利益，公司為受託義務之直接對象，股東為間接對象，股東利益與公司利益間，則是透過股東之剩餘財產及風險承受者身分而相連結。我國公司法無論由其規定內容、實務判決，或是學說見解，皆傾向認為公司股東仍保有剩餘財產及風險承受者之身分，故德拉瓦州案例法所發展出來之受託義務理論結構，於我國法仍有適用。本文並進一步將之應用於公司法第23條第1項及企業併購法新法第5條第1項及其相關實務見解之解釋適用等若干議題的分析上，以檢驗、論證德拉瓦州案例法之受託義務對象見解於我國法下之可行性。

**關鍵詞：**受託義務、經營判斷法則、股東優位主義、董事優位主義、剩餘財產及風險、利益衝突、公司出售、無資力區間、企業社會責任、高鐵特別股爭議

## 壹、前言

在英美法的觀點中，董事被認為具有與信託受託人相似之地位，而與信託受託人同樣被課予受託義務（fiduciary duty）<sup>1</sup>，董事在其中將同時面對公司及股東，則其受託義務的服務對象究竟為公司或股東，即生疑義。此在公司與股東利害關係一致的場合中，固不生問題，但若兩者利益不相一致，董事應如何因應，方符合其受託義務？再者，股東彼此之利害關係亦未必相同<sup>2</sup>，董事此時該如何自處？甚者，債權人在董事的受託義務中，是否具有任何地位？債權人以外的其他利害關係人又如何？於我國二〇〇一年公司法立法引入受託義務概念後，此等問題皆有探究必要。

在此問題意識下，本文擬以德拉瓦州公司法為參考對象，逐一檢視在公司與股東間、股東之間，以及股東與債權人間利益不一致的場合中，彼邦對於董事受託義務的分配情形，再對照我國對此問題的討論，提出若干觀察與思考，以為結論<sup>3</sup>。

---

<sup>1</sup> 邵慶平，董事受託義務內涵與類型的再思考——從監督義務與守法義務的比較研究出發，臺北大學法學論叢，66期，頁33-34，2008年6月。

<sup>2</sup> 王文字，企業併購法總評，載：新公司與企業法，頁276-277，2003年1月。

<sup>3</sup> 本文以下所探討者，乃「董事」此一主體所負受託義務之對象。除了董事，德拉瓦州案例法尚在一定情況中，課予「控制股東」受託義務。我國公司法第8條於2012年1月4日修正增加實質負責人概念後，已創造出課予控制股東受託義務的法源依據，如何適用，乃另一疑難問題，尚非本文篇幅所能處理。相關討論可參見例如曾宛如，影子董事與關係企業——多數股東權行使界限之另一面向，政大法學評論，132期，頁59-62，2013年4月。

## 貳、受託義務對象之判定：德拉瓦州案例法之考察

### 一、股東與公司之間

#### (一)原則：公司最大利益下的股東最大利益

德拉瓦州案例在論及受託義務的服務對象時，描述上未臻一致，有認為受託義務之履行應以公司最大利益為依歸<sup>4</sup>，有時又將公司及股東並列，認為董事應考慮公司及股東的最大利益<sup>5</sup>。此等敘述應如何加以理解？

在*Production Resources v. NCT GROUP*案中，時任德拉瓦州衡平法院法官〔現任德拉瓦州首席法官（Chief Justice）〕之Leo E. Strine法官指明，德拉瓦州公司法的核心理念，在使董事為提供公司資本所有者（同時也是剩餘風險承擔之人）之利益而極大化公司之現金收入<sup>6</sup>。此一論斷，實為美國法上對於公司本質主流見解的反映。

在一九七〇年代經濟學者的發展下，契約連鎖理論成為美國現代公司理論關於公司本質討論的主流見解<sup>7</sup>。依該理論，公司其實

---

<sup>4</sup> See, e.g., *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92, 101 (Del. 2007); *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362, 370 (Del. 2006).

<sup>5</sup> See, e.g., *Gheewalla*, 930 A.2d at 99; *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362, 370 (Del. 2006); *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, 1280 (Del. 1989); *Revlon, Inc. v. MacAndres & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 179 (Del. 1986).

<sup>6</sup> *Production Resources v. NCT GROUP*, 863 A.2d 772, 787 (Del. Ch. 2004).

<sup>7</sup> William W. Bratton, Jr., *The “Nexus of Contracts” Corporation: A Critical Appraisal*, 74 CORNELL L. REV. 407, 415 (1989). 相關經濟理論的中文介紹，請參見邵慶平，組織與契約之間——經濟分析觀點，載：公司法——組織與契約

為不同個人間契約關係的連結點<sup>8</sup>，其中董事被賦予經營決策權，股東則承擔剩餘風險並受領剩餘財產<sup>9</sup>。在此等機制下，若能促使身為剩餘財產及風險承受者之股東的利益極大化，受償順位在股東之前的其他利害關係人，亦可同時受益<sup>10</sup>，達成經濟效率。

因此，若由契約連鎖理論的脈絡理解德拉瓦州公司法，即使認為董事係以公司為其服務對象，但因董事在服務公司時，公司所得利益將投射至剩餘財產及風險承受者的股東身上<sup>11</sup>。在此範圍內，認為董事係為公司最大利益，或是為股東最大利益服務，兩者其實並無不同，公司利益與股東利益係透過股東所具有之「剩餘財產及風險承受者」身分而相連結，其中公司為受託義務之直接對象，股東為間接對象<sup>12</sup>。

德拉瓦州案例在運用「董事行為應追求公司及股東利益」之原則時，另外並兼採兩個原則以為輔助：董事決定公司利益如何追求，且該決策受到經營判斷法則（business judgment rule）之保護，分述如下：

---

之間，頁24-35，2008年12月。

<sup>8</sup> Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 310-11 (1976).

<sup>9</sup> Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 J.L. & ECON. 301, 302-03 (1983).

<sup>10</sup> *Id.* at 303.

<sup>11</sup> E. Norman Veasey & Christine T. Di Guglielmo, *What Happened in Delaware Corporate Law and Governance from 1992-2004? A Retrospective on Some Key Developments*, 153 U. PA. L. REV. 1399, 1431 (2005).

<sup>12</sup> 此等直接對象與間接對象劃分之雙層結構，本文認為乃後續理解德拉瓦州案例法之關鍵，謹先提請注意，後續將於貳、五、(一)部分就此等雙層結構進行說明。See also Edward Rock, *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality*, 161 U. PA. L. REV. 1907, 1957 (2013).

### 1. 董事決定公司利益如何追求

首先，法院並不介入公司利益應如何追求的決策，董事得以判斷、決定何謂公司利益，並可規劃該等利益之追求時程<sup>13</sup>。故若董事決策在短期內雖有不利影響，惟倘長期有助於促進公司利益，董事仍得以作成此種決策<sup>14</sup>。換言之，董事被課予受託義務追求的利益，無須為短期眼前所見，而可為公司之長期利益<sup>15</sup>。

此等對於公司長期利益的關注，可與公司制度創立之經濟功能相連結。按公司係以永續經營為目標，股東與公司的出資關係將持續存在<sup>16</sup>，故公司永續經營之長期利益將持續反饋予股東；公司在此過程中將持續對社會有所產出，並為其營運活動聘用員工，且藉由賦予股東有限責任的獎勵，出資者將願意提出資金進行有風險的經營活動<sup>17</sup>，從而促成社會經濟的發展與進步。故從社會福祉的角

<sup>13</sup> Paramount Communications, Inc. v. Time Inc, 571 A.2d 1140, 1150 (Del. 1989).

<sup>14</sup> TW Services, Inc. v. SWT Acquisition Corp., 1989 WL 20290, at \*7 (Del. Ch. 1989).

<sup>15</sup> 就本文觀察，德拉瓦州案例法並沒有為長期／短期利益之別，提出明確定義或判斷標準，兩者只是相對關係。故或許可將短期利益理解為股東當下（例如股東出售持股或是促使公司分派盈餘股利）所能獲取之利益。與之相對，則可將長期利益理解為公司依董事規劃營運下，未來所能獲得之利益，至於公司經營規劃的時程，如同前述Time案所示，德拉瓦州案例法係將之交由董事決定。

<sup>16</sup> William T. Allen, *Ambiguity in Corporation Law*, 22 DEL. J. CORP. L. 894, 896 (1997).

<sup>17</sup> Leo E. Strine, Jr., *Our Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporate be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, 66 BUS. LAW. 1, 2 (2010). 根據論者研究，現代公司制度的特性有五：公司擁有獨立法人格、股東有限責任、股份自由轉讓、股東為公司所有人及董事為公司經營權人等，而各自有其意義與功能，進一步說明，請參見游啟璋，公司法的功能、問題與法律策略，載：現代公司法制之新課題：賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集，頁5-15，2005年8月。

度而言，公司長期利益的追求，將使公司、股東（分配公司獲利），與全體社會（從事生產、聘用員工、回饋風險活動成果）同受其利。因此，德拉瓦州案例法固然允許董事自由選擇著眼於長期或短期利益，更多時候其實是在鼓勵、保護董事對於長期利益之追求<sup>18</sup>。

## 2. 董事所為規劃有經營判斷法則適用

再者，董事就公司利益追求所為決策將受到經營判斷法則保護，而不會因董事在形成、執行所為規劃的過程中，有損及公司當下利益情事而構成受託義務之違反<sup>19</sup>。

根據經營判斷法則，法院將推定董事的決定係在掌握充分資訊（informed），真誠善意地相信其行為符合公司的最大利益下所為。而為推翻此一程序上的推定，原告股東必須證明董事：(1)就該決定之作成缺乏善意；(2)就該決定所涉事項有利益衝突（有利害關係或缺乏獨立性）；或是(3)就該決定之作成有重大過失或決定之內容缺乏理性<sup>20</sup>。經營判斷法則之採用有各種考量，如股東自願承受風險、商業決策無法完美且難以判斷對錯等<sup>21</sup>，但就公司利益的追

---

<sup>18</sup> See, e.g., *Katz v. Oak Industries, Inc.*, 508 A.2d 873, 879 (Del. Ch. 1986); *Gantler v. Stephen*, 965 A.2d 695, 706 (Del. 2009); See also Jack B. Jacobs, “Patient Capital”: Can Delaware Corporate Law Help Revive It?, 68 WASH. & LEE L. REV. 1645, 1647 (2011); J. Travis Laster & John Mark Zeberkiewicz, *The Rights and Duties of Blockholder Directors*, 70 BUS. LAW. 33, 49 (2015). 晚近實證研究結果有支持此一結論者，see K. J. Martijn Cremers, Saura Masconale & Simone M. Sepe, *Commitment and Entrenchment in Corporate Governance* 61 (2015), available at <http://papers.ssrn.com/id=2679356> (last visited: 2016.05.25).

<sup>19</sup> *Gantler*, 965 A.2d at 706.

<sup>20</sup> See generally Randy J. Holland, *Delaware Directors' Fiduciary Duties: The Focus on Loyalty*, 11 U. PA. J. BUS. L. 675, 700 (2009). 中文文獻則可參見劉連煜，董事責任與經營判斷法則，月旦民商法雜誌，17期，頁178-196，2007年9月。

<sup>21</sup> 進一步說明，請參見戴志傑，公司法上「經營判斷法則」之研究，月旦法學

求而言，經營判斷法則有鼓勵董事勇於任事、承受風險的作用，只要董事無利益衝突且作成知情（informed）決策，就無須擔心將因此承擔責任，如此可避免董事就公司經營成敗負擔保責任，使董事裹足不前，甚至因鉅額責任風險而不願擔任公司董事，而可專注於公司經營的規劃上。

以公司及股東利益之追求為目標，在賦予董事規劃公司經營權限並提供經營判斷法則的保護下，德拉瓦州進一步細緻化受託義務對象的案例法體系。以下所介紹的各種關係人間之利益狀態取捨，不外是以此三者為基礎所延伸變化而成，詳後述。

### （二）公司瀕臨無資力時仍追求公司最大利益

董事固然係為股東利益而追求公司利益，惟兩者並不總是相一致，在兩者發生衝突時，即必須在個案的脈絡中，衡量公司與股東的利益狀態，決定何者應優先而成為董事受託義務的服務對象<sup>22</sup>。

例如在公司財務狀況不佳而瀕臨無資力（in the vicinity of insolvency）的場合中，公司與股東之利益即有可能不一致。對此，德拉瓦州衡平法院 William T. Allen 法官在 *Credit Lyonnais* 案中，曾於註解舉例說明<sup>23</sup>：假設一間公司負有 1,200 萬美元之債務，且該公司之唯一資產，乃獲判 5,100 萬美元之一審勝訴判決。若再假設上訴有 25% 的機率將維持原判決、70% 的機率將改判為 400 萬美元、5% 的機率將逆轉而敗訴，則上訴對公司之期待值為 1,555 萬

---

雜誌，106期，頁161-162，2004年3月。

<sup>22</sup> E. Norman Veasey & Christine T. Di Guglielmo, *How Many Masters Can a Director Serve? A Look at the Tensions Facing Constituency Directors*, 63 BUS. LAW. 761, 767 (2008).

<sup>23</sup> *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp.*, 1991 WL 277613, at \* 34 n. 55 (Del. Ch. Dec. 30, 1991).

美元（＝（5100×25%）＋（400×70%）＋（0×5%））。

此時若敗訴方提出1,750萬美元之和解方案，該金額雖高於公司上訴之期待值1,555萬美元，但股東將有可能選擇不接受。蓋對股東而言，其所得利益為該和解金額扣除公司債權金額後之550萬美元（＝1750－1200）；相較之下，上訴雖有75%的機會使股東將無分文未得（無論是原判決廢棄或改判為400萬美元），但因有25%機會將維持原判，股東對上訴之期待值將為975萬美元（＝（5100－1200）×25%＋0×70%＋0×5%），高於接受1,750萬美元和解方案所能獲得之550萬美元，故股東將偏好上訴。然對公司而言，上訴的期待值因僅有1,555萬美元，故接受和解始為其最佳選擇。對此Allen法官認為，除了對股東，董事也對公司負有受託義務，故此時董事若以公司整體利益為念，得偏離股東所好，選擇接受該1,750萬美元之和解方案<sup>24</sup>。

此等對於股東偏好的偏離應如何理解？Strine法官於*Production Resources*案中，指出*Credit Lyonnais*案中所舉事例，僅是在呈現董事於面對不確定的風險時，不會因為未依股東所好追求高風險手段而被認為構成受託義務之違反，蓋依經營判斷法則，董事善意謹慎的決策將被尊重而受保護，而董事固然應追求公司利益，但並無追求極端利益而冒極端風險的義務，因此*Credit Lyonnais*案中事例所述，係在賦予保護董事決策之防禦，使股東無從以董事未依股東偏

<sup>24</sup> *Id.* 在前開事例中，若公司尚有其他資產，且資產大於負債，則原先事例中之1,200萬美元債務因可由公司其他資產支付，而可忽略其存在，則當敗訴方提出1,750萬美元的和解方案時，因該筆金額在分配與股東前，已無公司債務應優先受償，故全數1,750萬美元將以剩餘財產形式歸屬於股東，則無論是對公司或股東而言，兩者上訴的期待值皆為1,555萬美元，接受敗訴方之和解方案皆對之有利，兩者並無利益狀態不一致情事。

好作成決策之理由追究其責任<sup>25</sup>。由此可見，在面臨公司與股東利益不相一致的場合，若不同選項皆對公司有利，董事將可選擇採用其認為妥適之選項，且其決策將受到經營判斷法則保護。

### (三)公司出售時則以股東眼前最大利益為依歸

然而，德拉瓦州法院在公司出售<sup>26</sup>的場合中，則認為董事應專注於股東利益的追求，此時董事之受託義務將直接以股東為履行對象<sup>27</sup>。在著名的*Revlon*案中，Pantry Pride公司擬併購Revlon公司，為進行防禦，Revlon公司遂洽請第三人Forstmann Little公司參與競標，並在Pantry Pride公司已提出較Forstmann Little公司為高的收購價格下，仍決定將公司出售予後者<sup>28</sup>。對此德拉瓦州最高法院指出，當Revlon公司董事會授權經營團隊與Forstmann Little公司就Revlon公司之出售進行協商時，董事會的受託義務內容已從保護Revlon公司得以作為獨立個體而存在，轉變至基於股東利益之最高

<sup>25</sup> *Production Resources*, 863 A.2d at 788.

<sup>26</sup> 德拉瓦州案例法所稱之公司出售，目前包含三種情形：1. 公司主動發起拍賣程序將其自身出售，或進行業務重整（business reorganization）而將導致公司的拆解（break-up）；2. 為回應收購要約，目標公司放棄其長期經營策略且尋求其他將拆解公司之替代交易方案；3. 進行將導致控制權出售或移轉（sale or change of control）的交易，惟若交易後之存續公司仍處於交易量大且流通性佳的變動有價證券市場中，則該筆交易將不構成控制權之出售或移轉（*Arnold v. Society for Saving Bancorp, Inc.*, 650 A.2d 1270, 1290 (Del. 1994)）。進一步說明，請參見林國彬，公司出售或控制權出售時之股東利益最大化原則——論德拉瓦州法院Revlon/QVC Doctrine之適用範圍，臺北大學法學論叢，87期，頁169-170，2013年9月。

<sup>27</sup> Bernard S. Sharfman, *Shareholder Wealth Maximization and Its Implementation under Corporate Law*, 66 FLA L. REV. 389, 412 (2014); Eric J. Gouvin, *Resolving the Subsidiary Director's Dilemma*, 47 HASTINGS L.J. 287, 300 (1996).

<sup>28</sup> *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings*, 506 A.2d 173, 177-79 (Del. 1985).

公司出售價值追求；換言之，董事此時已從防禦者轉變為拍賣者，而負有為股東追求最佳出售價格的義務<sup>29</sup>，在此見解下，德拉瓦州最高法院遂認為Revlon公司董事決定將公司售予Forstmann Little公司的決策，已違反其受託義務<sup>30</sup>。

德拉瓦州案例法之所以在公司出售的場合中，將董事的受託義務直接導向股東，係因董事與股東此時將處於最終賽局的關係<sup>31</sup>。詳言之，一旦公司出售的交易完成，股東將不再持有股份而喪失股東身分，無法享有公司後續經營所帶來之長期價值，此時股東所能收取的利益將僅餘出售對價之可得現金，公司利益（長期經營價值）已無法和股東利益（眼前公司出售所得價金）連結<sup>32</sup>。且股東將因股東身分之喪失而不再有監督制衡董事的手段（例如於下次選舉中撤換董事）<sup>33</sup>，使得董事有可能因此而肆無忌憚、放手一搏，以公司長期利益之名行侵害股東權益之實。著眼於此，或許即不難理解德拉瓦州案例法為何於此際改變受託義務的直接對象為股東<sup>34</sup>，而不再透過公司利益的追求促進股東利益。

---

<sup>29</sup> *Id.* at 182.

<sup>30</sup> *Id.* at 185.

<sup>31</sup> Stephen M. Bainbridge, *The Geography of Revlon-Land*, 81 FORDHAM L. REV. 3277, 3292 (2013).

<sup>32</sup> *TW Services*, 1989 WL 20290, at \*7.

<sup>33</sup> Sean J. Griffith, *Deal Protection Provisions in the Last Period of Play*, 71 FORDHAM L. REV. 1899, 1957 (2003).

<sup>34</sup> 得以和Revlon案作為對照者，為董事防禦敵意併購之場合。德拉瓦州案例法認為，董事為追求公司最大利益，有設定經營時程的權限，其為維護所為之經營規劃而對敵意併購進行防禦，雖將與股東眼前利益牴觸，但董事的防禦行為因仍符合公司利益，故未違反對公司之受託義務（*Time*, 571 A.2d at 1150，可見此時受託義務之直接對象仍為公司，而非股東，蓋股東未因董事的防禦行為而被逐出，仍可分享公司長期經營規劃所帶來之利益，故公司利益仍與股東利益相繫（*TW Services*, 1989 WL 20290, at \*7），而無須採取改變受託義

## 二、股東之間

德拉瓦州案例法藉由公司最大利益的追求，促使股東獲有最大利益，同時使其他利害關係人在此過程中同蒙其利。在此機制中，公司與股東的利益未必相同，故有 *Revlon* 案加以調整。然而，除此之外，股東的內部利益狀態也有可能不一致<sup>35</sup>，此時董事應如何履行其受託義務，即生疑義。對此，德拉瓦州法院的基本立場，係認為董事係為全體股東服務<sup>36</sup>，即使董事係由特定股東所指派，亦不對該股東負有特別的義務<sup>37</sup>。在具體個案中，德拉瓦州法院曾就董事應如何權衡控制股東與少數股東間，以及普通股東與特別股東間之利益，提出分析並表示意見，說明如下。

### (一) 控制股東與少數股東之間

德拉瓦州案例法中，最常面對的股東間利益衝突，存在於控制股東與少數股東之間。於 *Weinberger* 案中，UOP 公司之大股東 Signal 公司（持股 50.5%）擬收購 UOP 成為 100% 持有子公司，收購價格為每股 21 美元，溢價比例為 55%<sup>38</sup>。惟少數股東認為此一價格過低，遂提起訴訟。在本案中，UOP 公司之董事有兩席亦為 Signal 公司董事<sup>39</sup>，而同時對 UOP 及 Signal 公司負有受託義務。但德拉瓦州最高法院認為，即使同時擔任母子公司董事，董事對其中任一者

---

務直接對象之激烈手段。

<sup>35</sup> Laster & Zeberkiewicz, *supra* note 18, at 49-50.

<sup>36</sup> Klaassen v. Allegro Development Corporation, 2013 WL 5967028, at \*11 (Del. Ch. Nov. 7, 2013).

<sup>37</sup> Phillips v. Insituform of North America, Inc., 1987 WL 16285, at \*10 (Del. Ch. Aug. 27, 1987).

<sup>38</sup> Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 704 (Del. 1983).

<sup>39</sup> *Id.* at 705.

的受託義務並不因此而被稀釋，在母子公司間之利益相衝突時，董事亦無法因其對母公司負有受託義務，而得以豁免無須履行對子公司之受託義務<sup>40</sup>。在此等基礎下，德拉瓦州最高法院於*Weinberger*案進一步採用整體公平標準（*entire fairness*），審視Signal公司收購UOP公司之過程，是否符合公平交易（*fair dealing*）及公平價格（*fair price*）<sup>41</sup>。

控制股東與少數股東之利益衝突亦不限於控制股東之收購行為，在公司出售予非控制股東之第三人時，亦會發生相類似的利益衝突情事。例如在*Primedia*案中，持有60%普通股之控制股東因被主張有使用未公開重大消息進行股票交易，而為少數股東代位公司提出賠償訴訟；於訴訟進行期間，控制股東促使董事將公司出售予第三人，其中雖然全體股東於該出售交易所獲取之對價相同，但因控制股東可能因為收購方決定不再續行訴訟，而額外獲得不被追訴的利益，而為德拉瓦州衡平法院認為控制股東與少數股東間仍存有利益衝突，而以整體公平標準進行審查<sup>42</sup>。此時董事雖仍有決定公司利益如何追求的權限，然因此時存有利益衝突情事，經營判斷法則之適用前提不存在，故董事決策並無該法則之適用<sup>43</sup>。

---

<sup>40</sup> *Id.* at 710-11.

<sup>41</sup> 關於整體公平標準內涵之說明，請參見黃朝琮，公司出售時之受託義務與程序機制——美國德拉瓦州案例法之考察，臺北大學法學論叢，95期，頁117-119、130-132，2015年9月。

<sup>42</sup> *In re Primedia, Inc. Shareholders Litigation*, 67 A.3d 455, 487 (Del. Ch. 2013). 其他控制股東與少數股東的利益衝突態樣，可參見黃朝琮，受託義務審查規則與舉證責任分配，中正大學法學集刊，48期，頁131-133，2015年7月。

<sup>43</sup> 對此，德拉瓦州案例法允許公司使用獨立委員會及外部股東多數決等機制，緩和整體公平標準之適用。進一步說明，可參見蔡昌憲，下市交易中利益衝突之淨化機制：從美國Dell公司收購案談起，國立臺灣大學法學論叢，44卷2期，頁556-558，2015年6月；黃朝琮，同註41，頁163-169。

再者，即使控制股東與少數股東不存在利益衝突，德拉瓦州案例法亦要求董事於執行職務時，仍必須勉力維護少數股東之權益。在 *McMullin v. Beran* 案中，Atlantic Richfield 公司為持有 ARCO Chemical 公司 80% 股份之控制股東，該公司接獲 Lyondell 公司擬收購 ARCO Chemical 公司之提議，而將之提報 ARCO Chemical 公司董事會，該公司董事會則授權身為控制股東之 Atlantic Richfield 公司處理公司出售的相關事宜，最後 Lyondell 公司提出以每股 57.75 美元之價格進行公開收購，此一價格經 ARCO Chemical 公司財務顧問認定為公平價格，嗣後並有 99% 的股東應賣<sup>44</sup>。對此德拉瓦州最高法院指出，少數股東即使因為控制股東的控制力而對該交易無否決權，在控制股東操控將公司出售予第三人時，董事仍有義務分析並評估該方案是否為少數股東所能取得之最佳出售價格，以幫助少數股東作成是否出售持股之判斷，而不能放任其自行決定，且此為董事對少數股東之義務，無法由控制股東代勞<sup>45</sup>。

觀察以上判決，可知德拉瓦州案例法在遇有控制股東與少數股東利益不一致，或是少數股東需要董事提供分析建議時，將根據情況以嚴格的整體公平標準審查董事行為，或是要求董事應提供少數股東決策所需之資訊，以平衡控制股東與少數股東間之利益。

然亦應予指明的是，在控制股東與少數股東利益相左的場合

---

<sup>44</sup> *McMullin v. Beran*, 765 A.2d 910, 915-16 (Del. 2000). 應再補充說明者，在德拉瓦州案例法上，經營判斷法則的適用前提，是要求董事「不具有利益衝突」且「具有獨立性」（請參見黃朝琮，同註41，頁110-111），因此在有控制股東的場合，若控制股東與少數股東存有利益衝突，即令控制股東未促使董事配合其決策，董事仍有可能因為忌憚控制股東將其撤換，擔心受其報復而在決策上投控制股東所好。故若控制股東與少數股東客觀上存有利益不相一致情事，即令控制股東未提出指示，經營判斷法則仍將因董事不具有獨立性而不適用。此處的關鍵，將在控制股東與少數股東間利害衝突有無的判斷上。

<sup>45</sup> *Id.* at 919-20.

中，雖多數情況係少數股東有保護或協助必要，然此並非謂董事可以藉保護少數股東之名，任意侵害控制股東之權益，蓋如前所述，董事係為全體股東服務，其對象自應包含控制股東。例如在 *Mendel v. Carroll* 案中，德拉瓦州衡平法院指明，控制股東得以否決其不願意接受之出售價格，無為其他股東自我犧牲之義務，此時董事應予以尊重，而不能與之對抗，亦不得僅因此即採取措施稀釋控制股東之股權，否則將導致董事受託義務之違反<sup>46</sup>，即為一例。

### (二) 普通股與特別股東之間

德拉瓦州普通公司法第151條第(a)項規定，公司可以發行特別股，其中得以約定特別股股東之特殊權利、資格，或限制<sup>47</sup>，該規定並未載明特別股所得特約記載之內容，而係在具體個案中，交由投資人與公司協商決定<sup>48</sup>，因此特別股的權利義務內容有各種變化，並無單一固定型態<sup>49</sup>，也有各種應用方式。例如美國政府在二〇〇八年金援美國國際集團（*American International Group*）時，即是利用特別股的機制，取得對該集團之控制權<sup>50</sup>，又例如巴菲特（*Warrant E. Buffet*）係使用特別股之優先股利機制，確保得對投資標的之股利擁有一定比例之優先分派權利（*dividend preference*）<sup>51</sup>。

<sup>46</sup> *Mendel v. Carroll*, 651 A.2d 297, 305-06 (Del. Ch. 1994).

<sup>47</sup> DEL. CODE ANN. tit. 8, § 151(a).

<sup>48</sup> WILLIAM W. BRATTON, JR., *CORPORATE FINANCE — CASES AND MATERIALS* 608 (7th ed. 2012).

<sup>49</sup> Charles R. Korsmo, *Venture Capital and Preferred Stock*, 78 BROOK. L. REV. 1163, 1171 (2013).

<sup>50</sup> Marcel Kahan & Edward B. Rock, *When the Government is the Controlling Shareholder*, 89 TEX. L. REV. 1293, 1299-1300 (2011).

<sup>51</sup> Steven Davidoff Solomon, *With His Magic Touch, Buffett May be Irreplaceable for Berkshire* (2013), available at <http://dealbook.nytimes.com/2013/05/21/buffett->

特別股亦為創投基金投資新創事業時所慣常使用之投資工具<sup>52</sup>，其目的在減少代理成本，避免創業者在經營過程中侵害其權益<sup>53</sup>，同時藉由轉換權（conversion right）之安排使創投基金在公司營運表現良好時得以成為普通股股東分享獲利，並藉由剩餘財產分配優先權（liquidity preference）機制，在公司營運不佳時得以優先分配剩餘財產回收投資<sup>54</sup>。

特別股固然具有賦予投資人優先權利、保護投資者等作用，但這些機制也有可能反過來作為投資人回收投資、介入公司長期經營之手段<sup>55</sup>。例如創投基金作為投資人（特別股股東），常設有投資之回收年限與獲利目標，其規劃未必與經營者之長期經營藍圖相符，當創投基金之投資年限屆至或眼見公司營運狀況不佳，而準備將其投資變現出場時，將有可能與以永續經營為目標之創業者（普通股股東）間，產生利益狀態不一致的現象；另一方面，公司也有可能基於永續經營之需求（例如公司已背負沉重的特別股股息，發行新股難以獲得投資人青睞，但又無法藉由融資方式取得資金），必須利用組織架構重組等方式，架空、抹殺特別股股東所取得之各

---

with-his-magic-touch-may-be-irreplaceable/?\_r=0 (last visited: 2015.06.20).

<sup>52</sup> Steven N. Kaplan & Per Strömberg, *Financial Contracting Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, 70 REV. ECON. STUDS. 281, 313 (2003).

<sup>53</sup> Jesse M. Fried & Mira Ganor, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, 81 N.Y.U. L. REV. 967, 983 (2006). 除此之外，特別股之使用於美國法上尚有稅務規劃之考量。See Ronald J. Gilson & David M. Schizer, *Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock*, 116 HARV. L. REV. 874, 901 (2003).

<sup>54</sup> William W. Bratton, Jr. & Michael L. Wachter, *A Theory of Preferred Stock*, 161 U. PA. L. REV. 1815, 1878-79 (2013).

<sup>55</sup> Ronald J. Gilson, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, 55 STAN. L. REV. 1067, 1085-86 (2003).

種權利<sup>56</sup>。在諸多普通股股東與特別股股東間之緊張關係中，董事應如何經營公司但又不違反其受託義務，即有探究必要。

透過案例的累積，德拉瓦州逐步形成受託義務對特別股股東之適用。首先，特別股股東在與普通股股東共享的權利範圍內，將受到受託義務之保護。在 *Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc.* 案中，Kirk Kerkorian 持有 MGM 公司 69% 之普通股及 74% 之 A 輪特別股，於 Bally 公司收購 MGM 公司的過程中，Kerkorian 與 Bally 公司簽署協議表示將支持該收購案，其中普通股股東每股將獲得 18 美元，特別股股東將獲得 14 美元，原告為 MGM 公司之特別股股東，主張身為控制股東之 Kerkorian 在出售對價的分配上並未公平對待特別股股東，而請求法院核發暫時禁制令（preliminary injunction）阻斷該交易之進行<sup>57</sup>。承審本案之 Allen 法官認為，就特別股未經協議而與普通股股東相同之權利範圍內，董事對特別股股東仍負有受託義務，本件因原告所主張者為和普通股股東公平分配出售對價，並非優先於普通股之特別股權利，故仍受到受託義務之保護<sup>58</sup>。但即使如此，因本件普通股和特別股的權利內容不同，兩者價值不同而無法比較，故無法僅因普通股和特別股所獲對價不同，即可認為有不公平情事<sup>59</sup>，且整個交易過程亦無其他不公平情事，因此 Allen 法官認定本件並無受託義務違反之虞，而駁回原告請求<sup>60</sup>。

---

<sup>56</sup> See generally Ben Walther, *The Peril and Promise of Preferred Stock*, 39 DEL. J. CORP. L. 161, 175-183 (2014); Korsmo, *supra* note 49, at 1175-79. 中文說明，可參見蔡宏瑜，特別股股東權益保護之探討，*玄奘法律學報*，1期，頁166-171，2004年6月。

<sup>57</sup> *Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc.*, 509 A.2d 584, 587, 591 (Del. Ch. 1986).

<sup>58</sup> *Id.* at 593-94.

<sup>59</sup> *Id.* at 597.

<sup>60</sup> *Id.* at 600.

再者，法院對於特別股所生之優先權利，將不提供受託義務之保護。在 *LC Capital Master Fund, Ltd. v. James* 案中，Francisco Partners II, L.P. 擬收購 QuadraMed 公司，其中 QuadraMed 公司章程規定，在企業併購場合，特別股股東將可選擇接受收購方所提出之特別股收購價格，或是行使轉換權將所持有之特別股轉換為普通股，而以普通股之收購價格售出持股<sup>61</sup>。考量到特別股股東之上開權利，Francisco Partners II, L.P. 與 QuadraMed 公司遂決定以特別股之轉換比例（一特別股轉換為 1.6129 普通股）乘以普通股收購價格（每股 8.5 美元）的方式，議定特別股之收購價格為每股 13.7097 美元<sup>62</sup>。對此交易，QuadraMed 公司特別股股東主張 QuadraMed 公司董事在整個收購對價應如何分配的決策中，未考量該公司特別股所擁有之各項優先權利，而未分配更高的收購價格予特別股股東，有低估特別股價值情事<sup>63</sup>，從而未在收購對價中，於特別股股東與普通股股東間公平分配收購價格，故提出訴訟主張董事違反受託義務<sup>64</sup>。對此，審理本案的 Strine 法官認為，本件 QuadraMed 公司章程已針對併購的情況，賦予特別股股東轉換權利，故特別股股東已擁有契約機制之保護，既然該轉換機制中未將特別股股東所擁有之其他權利的價值納入轉換比例的計算公式中，亦未賦予特別股股東在企業併購中有對收購對價優先取償的權利，董事將僅需在既有轉換比例公式的範圍內，實現特別股股東之權利，而不額外負有在特別股股東及普通股股東間，公平分配收購對價之受託義務，以保護特別股股東之其他優先權利<sup>65</sup>。

<sup>61</sup> *LC Capital Master Fund, Ltd. v. James*, 990 A.2d 435, 440-41 (Del. Ch. 2010).

<sup>62</sup> *Id.* at 439.

<sup>63</sup> *Id.* at 439-40.

<sup>64</sup> *Id.* at 445.

<sup>65</sup> *Id.* at 448-50. Strine 法官並特別指明，本件之所以未若 *Jedwab* 案承認董事對特

三者，若特別股優先權利與普通股產生衝突，董事應優先保護後者。在 *Trados II* 案中，Trados 公司發行特別股與普通股兩類股份，該公司章程將企業併購列為特別股股東享有優先權之事由，而得以優先就收購對價取償。該公司於二〇〇五年七月為 SDL 公司以 6,000 萬美元合併，全部對價由特別股股東取得，普通股股東分文未得<sup>66</sup>，普通股股東以 Trados 公司董事在出售公司過程未盡受託義務為由，提起訴訟。本件因 Trados 公司的七席董事中，有一席董事將可因 Trados 公司之出售獲取高額成功報酬<sup>67</sup>、一席將受領成功報酬且併購交易完成後將持續為 SDL 公司所僱用<sup>68</sup>、三席則為持有特別股之創投基金所指派而創投基金已決定儘速將 Trados 公司出售以回收投資<sup>69</sup>、一席與創投基金有緊密關係且亦將因公司出售獲取相當利益<sup>70</sup>，故為法院認定 Trados 公司董事過半數（六席）就公司之出售具有利害關係或不具有獨立性，而施以整體公平標準（*entire fairness*）進行審查<sup>71</sup>，認定應由被告證明該交易之過程為公平交易（*fair dealing*）而出售價格為公平價格（*fair price*）。因 Trados 公司之特別股股東急於將公司出售，且該公司董事在決定收購對價數額時，僅在乎是否能完全滿足特別股股東之優先權並獲取成功報酬，未思考如何爭取更高之收購價格以顧及普通股股東之利益，亦未取

---

別股股東負有受託義務，係因本案公司與特別股東對於企業併購時之特別股應如何處理，已有約定，與 *Jedwab* 案中，MGM 公司章程對此表示沉默有所不同。See *id.* at 446-47.

<sup>66</sup> *In re Trados Inc. Shareholder Litigation*, 73 A.3d 17, 20 (Del. Ch. 2013) (“Trados II”).

<sup>67</sup> *Id.* at 45-46.

<sup>68</sup> *Id.* at 46.

<sup>69</sup> *Id.* at 51-54.

<sup>70</sup> *Id.* at 54-55.

<sup>71</sup> *Id.* at 55-56.

得合理性意見驗證收購價格為公平價格<sup>72</sup>，而被法院認定Trados公司的出售過程並非公平交易。然因該公司於出售當時的營運狀況不佳，普通股股東之價值為零，故法院判定Trados公司董事通過整體公平標準之審查，其行為未違反受託義務，而駁回原告請求<sup>73</sup>。

總結以上觀察，可知德拉瓦州案例法在處理普通股股東與特別股股東間之衝突時，固然認為特別股持有人身為公司股東，乃受託義務之保護對象，惟其僅在與普通股股東共享之權利的範圍內受保護<sup>74</sup>，當特別股股東主張受侵害者，係特別股所生之優先權利，該部分將不受受託義務保護，法院僅在所訂文字範圍內實行該優先權利，若特別股股東所受之侵害落在該等保護機制之射程範圍外，法院將不提供救濟<sup>75</sup>；董事在面臨普通股股東之權益與特別股股東之優先權利的衝突時，應保護前者之利益<sup>76</sup>，若其選擇保護後者，亦有可能構成其受託義務之違反<sup>77</sup>。換言之，德拉瓦州案例法認為特別股股東額外取得之權利，係來自於契約，而非固有股東權益之一部分，故僅在約定所及之範圍內，提供救濟，但不就該部分，賦予受託義務之保障，蓋使用特別股之投資者應有足夠知識經驗選擇願意接受之優先權利文字，並得以在和公司協商過程中，本於自身經濟考量作出取捨，法院無須就其取捨的結果，提供額外的保護<sup>78</sup>。但相對而言，特別股股東若透過董事指派權之行使而掌控公

---

<sup>72</sup> *Id.* at 62-63, 65.

<sup>73</sup> *Id.* at 78.

<sup>74</sup> *Jedwab*, 509 A.2d at 594.

<sup>75</sup> *Gaskill v. Gladys Belle Oil Co.*, 146 A. 337, 339 (Del. Ch. 1929).

<sup>76</sup> *Equity Linked, LP v. Adams*, 705 A.2d 1040, 1042 (Del. Ch. 1997).

<sup>77</sup> *In re Trados Incorporated Shareholder Litigation*, 2009 WL 2225958, at \*7 (Del. Ch. July 24, 2009) (“Trados I”).

<sup>78</sup> Leo E. Strine, Jr., *Poor Pitiful or Potently Powerful Preferred?*, 161 U. PA. L. REV. 2025, 2029, 2032 (2013).

司董事會，該等董事若對普通股股東有差別待遇情事，法院將以嚴格的整體公平標準進行審查<sup>79</sup>。因此總結而言，德拉瓦州案例法在面對普通股股東及特別股股東間之衝突時，傾向專注於普通股股東利益之保護，但仍基於契約自由，在公司與特別股股東的合意範圍內，執行特別股股東之權益<sup>80</sup>。

### 三、股東與債權人之間

除了公司和股東間、普通股和特別股股東間，股東和債權人之間也會產生利益衝突。因債權將優先於股權受清償，因此當公司財務狀況不佳時，債權人與股東將因清償順序之不同而有不同風險偏好，股東將偏好公司進行高風險投資行為，債權人則偏好公司僅從事足以使債權人受清償之經營行為，從而使兩者利益並不一致<sup>81</sup>。

再以前述Allen法官於*Credit Lyonnais*案所舉事例為例<sup>82</sup>，若敗訴方提出以1,250萬美元和解之提案，債權人將有誘因接受，蓋此已足以使其債權完全受償，然股東因此所獲之利益僅有50萬美元（ $= 1250 - 1200$ ），低於上訴之期待值975萬美元〔 $= (5100 - 1200) \times 25\% + 0 \times 70\% + 0 \times 5\%$ 〕，接受該和解提案將與其利益不符<sup>83</sup>，而呈現出債權人與股東間之利益不一致情事。

<sup>79</sup> Trados II, 73 A.3d, at 55-56.

<sup>80</sup> See, e.g., *Fletcher Int'l, Ltd. v. ION Geophysical Corp.*, 2010 WL 2173838, at \*1 (Del. Ch. May 28, 2010); *Matthews v. Groove Networks, Inc.*, 2005 WL 3498423, at \*2 (Del. Ch. Dec. 8, 2005); *Baron v. Allied Artists Pictures Corp.*, 337 A.2d 653, 653, 660 (Del. Ch. 1975).

<sup>81</sup> 進一步說明，請參見朱德芳，論重整中公司之公司治理——以當事人之利害衝突與重整法制之目的為核心，兼論債權人於公司治理中之功能與地位，東吳法律學報，17卷2期，頁198-211，2005年12月。

<sup>82</sup> 基本事實請參見貳、一、(二)部分。

<sup>83</sup> *Credit Lyonnais*, 1991 WL 277613, at \* 34 n. 55. 該1,250萬美元之和解方案亦低

在美國法上，公司法為州法，由各州立法機構制定，惟破產與重整法制則為聯邦法<sup>84</sup>，因此公司在正常營運及破產、重整狀態中所受規制的法律，並不相同。且就實質內容而言，美國公司法將公司治理相關權利交予股東，但若公司進入破產或重整程序，債權人亦將被賦予相當的公司治理權利<sup>85</sup>。倘若公司處於兩者之間的瀕臨無資力狀態，董事應專注於何者之利益：股東、債權人或公司？

德拉瓦州案例法甚早即宣示董事對債權人不負有受託義務<sup>86</sup>。惟在說明 *Credit Lyonnais* 案所舉事例時，Allen 法官以旁論方式，論及董事在公司瀕臨無資力狀態的場合中，未必會選擇股東所偏好的經營選項，已如前述。論者遂有據此認為，德拉瓦州在公司瀕臨無資力的場合，董事受託義務的對象將由股東轉為債權人<sup>87</sup>。然若細繹 Allen 法官之論述，其事實上係在指明，董事即使在公司瀕臨無資力時仍以公司為受託義務之直接對象，而尋求對該公司最有利之

---

於公司進行上訴之期待值 1,555 萬美元〔= (5100 × 25%) + (400 × 70%) + (0 × 5%)〕，接受該 1,250 萬美元之和解方案與公司利益不符，故此時公司與股東在此 1,250 萬美元和解方案中，皆偏好拒絕該方案，兩者利益並無不一致。

<sup>84</sup> 鄭有為、陳漓屏，從日本「民事再生法」的誕生看燦爛輝煌的二十一世紀破產法學，中原財經法學，10期，頁117，2003年6月。對於此等將公司與破產法制分別歸屬於州法及聯邦法的設計，論者有在立法政策上提出檢討者。See David A. Skeel, Jr., *Rethinking the Line between Corporate Law and Corporate Bankruptcy*, 72 TEX. L. REV. 471 (1994).

<sup>85</sup> Henry T. C. Hu & Jay Lawrence Westbrook, *Abolition of the Corporate Duty to Creditors*, 107 COLUM. L. REV. 1321, 1346-47 (2007).

<sup>86</sup> *Simons v. Cogan*, 549 A.2d 300, 304 (Del. 1988); *Revlon*, 506 A.2d at 182. 美國學說上關於是否擴張受託義務至債務人的分析與討論，See generally Frederick Tung, *The New Death of Contract: Creeping Corporate Fiduciary Duties for Creditors*, 57 EMORY L.J. 809 (2008).

<sup>87</sup> See, e.g., Royce de R. Barondes, *Fiduciary Duties of Officers and Directors of Distressed Corporations*, 7 GEO. MASON L. REV. 45, 66-71 (1998).

選項，不一定會偏袒任何一方的偏好<sup>88</sup>（例如在1,250萬美元的和解方案中，與股東同一陣線而拒絕之，但在1,750萬美元的和解方案中，則採納債權人的立場接受之），但並非董事之受託義務直接對象已由公司轉為債權人。在*Production Resources*案中，Strine法官亦指明此為論者之過度解讀，債權人在公司瀕臨無資力的場合中，仍無從主張董事對之負有受託義務，而據此獲有直接訴權<sup>89</sup>。

德拉瓦州最高法院嗣後係於二〇〇七年*Gheewalla*案中，對此問題表示意見。於該案中，原告為Clearwire公司債權人，主張該公司已處於瀕臨無資力或無資力狀態，請求德拉瓦州最高法院承認渠等在此情況下，有對Clearwire公司董事主張受託義務之直接訴權<sup>90</sup>，惟此等主張並未被接受。德拉瓦州最高法院認為，債權人得以藉由契約機制，要求公司提供擔保，或承諾（covenant）不從事損害債權人利益之行為，並有誠信善意與公平交易原則（implied covenant of good faith and fair dealing）<sup>91</sup>、詐欺性移轉法制（fraudulent conveyance law）<sup>92</sup>，及破產法制等機制以保障其權利，無須再賦予受託義務之保護，而拒絕賦予債權人對於瀕臨無資力之公司有主張受託義務之直接權利<sup>93</sup>；至於公司若已無資力，德拉瓦州最高法院則認為，債權人此時僅有提起派生訴訟（derivative action）之權利，代位公司向董事主張其行為未追求公司最大利

<sup>88</sup> *Credit Lyonnais*, 1991 WL 277613, at \* 34 n. 55.

<sup>89</sup> *Production Resources*, 863 A.2d at 789.

<sup>90</sup> *Gheewalla*, 930 A.2d at 99.

<sup>91</sup> 此一概念於我國已有保險法學者加以為文介紹，請參見李志峰，美國法上保險人處理賠案之義務——兼評我國保險法之相關規定，輔仁法學，46期，頁163-173，2013年12月。

<sup>92</sup> 中文介紹，可參見施建州，融資併購對於目標公司債權人保護法制之研究，玄奘法律學報，22期，頁153-157、165-179，2014年12月。

<sup>93</sup> *Gheewalla*, 930 A.2d at 100-01.

益，債權人仍沒有直接訴權，蓋若承認債權人有直接訴權，將使公司及債權人同時成為董事受託義務之直接服務對象，惟公司與債權人利益常有相左情事，創造債權人之直接訴權將帶來董事「對債權人受託義務」以及「對公司受託義務」兩者間之衝突，為董事之經營判斷帶來不確定性，亦使得董事在債權人直接訴權的製肘下，無從追求公司最大利益，故德拉瓦州最高法院在公司無資力的場合，仍否認債權人有主張受託義務之直接訴權<sup>94</sup>。換言之，債權人至多僅為受託義務之間接對象，仍非董事受託義務之直接服務對象。

在*Credit Lyonnais*案、*Production Resources*案、*Gheewalla*案的基礎上，德拉瓦州進一步就董事於無資力公司之受託義務，進一步發展出其他原則。對此，德拉瓦州衡平法院 J. Travis Laster法官於二〇一五年之*Quadrant v. Vertin*案中，提出以下總結，足資參考<sup>95</sup>：

- 德拉瓦州對於受託義務並未採納所謂的無資力區間（zone of insolvency）<sup>96</sup>概念，董事之受託義務不會僅因公司瀕臨無資力，而在內涵上有任何變化。
- 無論公司是否無資力，債權人均無主張受託義務之直接訴權。當公司處於無資力狀態，債權人擁有提出派生訴訟之權利。
- 無資力公司之董事並不對任何特定債權人負有受託義務，董事僅為了包含債權人在內之全體剩餘財產分配權人（residual claimants）的利益，對公司負有受託義務。董事

<sup>94</sup> *Gheewalla*, 930 A.2d at 103.

<sup>95</sup> *Quadrant Structured Products Co., Ltd. v. Vertin*, 115 A.3d 535, 546-47 (Del. Ch. 2015) (internal citations omitted).

<sup>96</sup> 「無資力區間」此一概念與*Credit Lyonnais*案所使用之瀕臨無資力狀態（vicinity of insolvency）具有相同內涵，均係指公司朝向無資力狀態發展但又尚未達無資力程度之過渡階段。See *Gheewalla*, 930 A.2d at 94.

得根據其經營判斷極大化公司價值，但沒有為使債權人受清償而解散無資力公司之義務。

- 在行使其經營判斷下，董事得嘉惠特定債權人而不違反其受託義務。
- 若董事善意相信其得以使無資力公司獲利，即令事後反使公司遭受更大損失，董事亦不因此而負擔責任。
- 當無資力公司董事的決策得以增進公司整體價值，但該決策因公司內部的資本結構，而對不同種類股東及債權人造成不同程度的影響時，董事並不僅因其持有普通股或對普通股股東負有義務，而對於該決策之作成具有利益衝突，該決策仍受到經營判斷法則之保護。

由以上說明可知，德拉瓦州案例法僅在公司無資力時，賦予債權人為公司提起派生訴訟的權利。考其緣由，係因公司處於正常營運狀態（資產大於負債）時，即使瀕臨無資力，如董事有傷害公司利益之行為，債權人因公司此時資產大於負債，仍可受清償，故不會被董事行為影響，但股東將因董事行為而減損得受分配之剩餘財產。反面言之，公司若獲利增加，債權人之利益狀態與公司獲利未增加時相同（同樣皆得受清償），故公司獲利是否增加與其利害無涉，但股東則因得分配之剩餘財產增加而獲益，公司所獲取之利益將投射至股東上，故只要能增進股東利益，其他利害關係人亦能同受其利。

惟若公司處於無資力狀態，公司因已資不抵債，此時無論公司獲利是否增加，股東皆將無剩餘財產可受分配，而無誘因聞問公司運作情況，反而是債權人可能因為公司獲利增加／減少而相應增加／減少可受清償之比例。因此，在公司無資力的場合，得以分配公司剩餘財產者，將為債權人而非股東，董事所追求之公司利益，將投射至債權人身上。故德拉瓦州案例法於此亦為相應調整，承認債

權人亦為公司剩餘財產分配者而賦予其代位公司提起訴訟之權利<sup>97</sup>。由此可見，德拉瓦州法院在思考債權人於董事受託義務中之角色時，所著眼者，係其是否取得公司利益與剩餘財產及風險承受者地位，如為肯定，則將受託義務之間接對象，擴增、置換為債權人，惟此時債權人之利益，仍係透過與公司利益連結（受託義務直接對象）的方式，獲得受託義務保護，而非成為受託義務之直接對象，且與股東在公司出售的場合，得根據*Revlon*案成為受託義務直接對象，有所不同。

#### 四、股東與其他利害關係人之間

與公司在社會生活上有互動者，不僅止於股東與債權人，因此如進一步擴張視角，可以進一步觀察者，將為股東與其他利害關係人的關係：董事是否對於股東以外之其他利害關係人，負有受託義務？

由本文開展至今的論述，可以發現德拉瓦州案例法對於受託義務，原則上係以公司為直接對象、股東為間接對象（姑且不論公司出售及無資力等例外情形），因此其實不難想像德拉瓦州法對前述問題的答案：董事對於利害關係人不負有受託義務。

不過，美國公司法學界明顯對此有不同見解，而以德拉瓦州案例法並未要求公司以股東利益為依歸<sup>98</sup>、董事得援引經營判斷法則

---

<sup>97</sup> Leo E. Strine Jr., *The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law* 50 WAKE FOREST L. REV. 761, 786 n.100 (2015).

<sup>98</sup> See, e.g., Lyman Johnson, *Unsettledness in Delaware Corporate Law: Business Judgment Rule, Corporate Purpose*, 38 DEL. J. CORP. L. 405, 432 (2013).

將利害關係人利益置於股東利益之上<sup>99</sup>、德拉瓦州普通公司法典並未課予董事追求股東利益之義務<sup>100</sup>等理由，主張德拉瓦州公司之董事，於現行法下雖不見得對利害關係人負有受託義務，但已擁有追求利害關係人利益之權限，而不會因此構成受託義務之違反而被追究法律責任。然若細繹德拉瓦州案例與彼邦公司法體例，如此主張似有待斟酌，分述如下。

#### (一) 案例法的澄清

德拉瓦州案例法首次於受託義務的脈絡中明確論及利害關係人，係於著名的 *Unocal* 案中<sup>101</sup>。於探討董事是否得以採取敵意併購防禦措施時，德拉瓦州最高法院認為防禦措施要能適用經營判斷法則，必須該措施與所對應的威脅有合理關聯，董事應根據收購行為之性質與對公司的影響決之，其中得以考量之因素，包括股東以外之利害關係人，如債權人、顧客、員工乃至於整個社群<sup>102</sup>。單獨觀察此段論述，德拉瓦州法院似認為董事得無條件地將利害關係人的利益納入經營決策之考量當中。

不過這樣的解讀，在 *Revlon* 案中隨即為德拉瓦州最高法院所否決。於該案中，*Revlon* 公司董事主張其選擇接受 *Forstmann Little* 公司之較低出價，係因其收購條件對於 *Revlon* 公司之票據權利人（note holder）較有利，當時 *Revlon* 公司董事之律師 A. Gilchrist Sparks III 於德拉瓦州最高法院開庭審理時，曾援引 *Unocal* 案前揭文

<sup>99</sup> See, e.g., Einer Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, 80 N.Y.U. L. REV. 733, 770-76 (2005).

<sup>100</sup> See, e.g., LYNN STOUT, *THE SHAREHOLDER VALUE MYTH: HOW PUTTING SHAREHOLDERS FIRST HARMS INVESTORS, CORPORATIONS, AND THE PUBLIC* 32 (2012).

<sup>101</sup> Strine, *supra* note 97, at 768.

<sup>102</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 955-56 (Del. 1985).

字，主張董事考量票據權利人利益之決策應受經營判斷法則保護，惟隨即為主筆*Unocal*案之Andrew G. T. Moore II法官駁斥此非該段文字之本意<sup>103</sup>，在*Revlon*案的判決中，德拉瓦州最高法院於判決理由中亦指明，董事僅在與股東利益有合理關聯的情況下，始得將利害關係人之利益納入考量<sup>104</sup>（但於同段又緊接著論述，此等考量在公司出售的場合中是不恰當的，董事於該等場合應考量者，係如何將公司售予較高之出價者<sup>105</sup>）。因此，透過*Unocal*案與*Revlon*案，德拉瓦州最高法院表明利害關係人之功能性（instrumental）地位：利害關係人之利益僅係促進股東利益之手段，其本身並非董事受託義務之目的。嗣後在*TW Services*案中，Allens法官亦認為董事在追求長期利益的過程中，將有可能關注到其他利害關係人的利益<sup>106</sup>；相對而言，若董事以他人利益為代價追求股東利益，該等決策亦不構成受託義務之違反<sup>107</sup>。

既然利害關係人的利益僅為追求股東利益之手段，若董事必須在兩者間進行取捨，必須選擇後者。在*eBay*案中，線上布告公司craigslist創辦人表示其經營公司之目的不在於股東長期經濟利益的追求，而是將消費者福祉置於股東利益之上，並為此採取毒藥丸（poison pill）等措施<sup>108</sup>。審理該案之時任德拉瓦州衡平法院首席法官William B. Chandler雖對於craigslist創辦人服務社群的熱忱深表

<sup>103</sup> Strine, *supra* note 97, at 769-70.

<sup>104</sup> *Revlon*, 506 A.2d at 182.

<sup>105</sup> 董事在履行*Revlon*義務應考量哪些因素，德拉瓦州最高法院係於嗣後的*MacMillan*案中，作進一步闡明（*Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, 1282 n.29 (Del. 1988)），中文說明可參見林國彬，同註26，頁146。

<sup>106</sup> *TW Services*, 1989 WL 20290, at \*7.

<sup>107</sup> *Katz v. Oak Industries*, 508 A.2d at 879.

<sup>108</sup> *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1, 8 (Del. Ch. 2010).

敬佩，但亦指明craigslist所選用的組織形式為營利組織的公司，並不適於純粹作為從事慈善目的（philanthropic end）之手段，當craigslist選擇採用德拉瓦州營利公司（for-profit Delaware corporation）為其組織形式時，其董事便受到該組織形式隨之而來的受託義務拘束，而應為其股東促進公司利益<sup>109</sup>。因此，Chandler法官遂判定，craigslist創辦人基於公司利益以外之目的所採取之毒藥丸等措施之行為，已違反受託義務，而判令應予撤除<sup>110</sup>。

### （二）股東利益：經營判斷法則的外緣限制

若董事應為股東利益服務，那麼又應該如何解釋董事作成偏離股東眼前利益決策之正當性？有論者主張董事在經營判斷法則的保護下，其實無須專以股東利益之追求為務，而得以關注利害關係人之利益。

不過這樣的主張將與德拉瓦州對於經營判斷法則之內容產生扞格。按董事決策受經營判斷法則保護，其前提要件之一，乃該決策係董事基於善意所為<sup>111</sup>，而德拉瓦州案例已指明董事基於追求公司最大利益以外之其他目的的行為，非屬善意行為<sup>112</sup>，可見經營判斷法則之適用，仍以董事決策係在追求公司利益為前提，其中公司利益又與股東利益連結<sup>113</sup>，故經營判斷法則無從適用於董事純粹追求利害關係人利益之決策的場合，而無從根據經此推論出董事具有單純追求利害關係人利益之權限。

---

<sup>109</sup> *Id.* at 34.

<sup>110</sup> *Id.* at 48.

<sup>111</sup> *Cole v. National Cash Credit Association*, 156 A. 183, 188 (Del. Ch. 1931). 另可參見貳、一、（一）、2.部分之說明。

<sup>112</sup> *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 A.2d 27, 67 (Del. 2006).

<sup>113</sup> 請參見貳、一、（一）部分之說明。

在主張董事得以根據經營判斷法則追求利害關係人利益時，論者另有援引德拉瓦州普通公司法第122條規定公司得為公眾福祉進行慈善捐贈為例，主張董事經營公司無須專以股東利益為優先<sup>114</sup>。惟觀諸德拉瓦州案例法，可知該規定之適用仍有其限制，董事並非得以恣意進行慈善捐贈，而僅在該等行為有助於公司長期經營的範圍內為之，不得有浪費公司資產情事，否則仍構成受託義務違反，而不受經營判斷法則保護<sup>115</sup>。故公司得以進行慈善捐贈本身亦不足以作為董事得以在追求公司利益的範疇外，考量利害關係人利益之佐證。

### （三）德拉瓦州普通公司法典的體例

此外，論者並有援引德拉瓦州普通公司法第101條第(b)項，德拉瓦州公司得以從事任何合法行為之規定，主張董事並無追求義務追求股東利益最大化<sup>116</sup>。不過，若整體觀照德拉瓦州普通公司法，這樣的說法恐怕有待斟酌。

首先，德拉瓦州普通公司法中，股東被賦予相當的權利，而得以選任董事、修改章程，及細則（bylaws），並對於公司合併等重

---

<sup>114</sup> Robert J. Rhee, *Fiduciary Exemption for Public Necessity: Shareholder Profit, Public Good, and the Hobson's Choice During a National Crisis*, 17 GEO. MASON L. REV. 661, 701 (2010).

<sup>115</sup> Kahn v. Sullivan, 594 A.2d 24, 62 (Del. 1991); Theodora Holding Corp. v. Henderson, 257 A.2d 398, 405 (Del. Ch. 1969). See also Leo E. Strine, Jr., *Our Continuing Struggle with the Idea That For-Profit Corporations Seek Profit*, 47 WAKE FOREST L. REV. 135, 147 n.34 (2012); William T. Allen, *Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation*, 14 CARDOZO L. REV. 261, 272-73 (1992). 晚近中文說明可參見周振峰，公司捐贈與相關代理成本之研究，國立臺灣大學法學論叢，42卷2期，頁281-284，2013年6月。

<sup>116</sup> STOUT, *supra* note 100, at 32; Johnson, *supra* note 98, at 432.

大交易有議決權利，但相對之下，股東以外之其他利害關係人並未被賦予此等相類權利，可見德拉瓦州普通公司法之規定實際係以股東為中心所架構<sup>117</sup>；另一方面，德拉瓦州晚近之福祉型公司（benefit corporation）立法，其中明文規定福祉型公司應於章程記載追求公益為目的，並賦予利害關係人起訴公司履行公益<sup>118</sup>，兩相比較，即可見依德拉瓦州普通公司法所設立之公司，其目的並非作為追求利害關係人利益之用。

再者，德拉瓦州最高法院在作成*Revlon*案，宣示公司出售應追求股東眼前最大利益後，美國共有33州立法方式通過利害關係人條款（constituency statute），賦予董事考慮利害關係人利益之權限<sup>119</sup>，惟德拉瓦州並未跟進此一立法風潮，亦可見其立法者無意更動以股東利益為中心之立法體例<sup>120</sup>，因此德拉瓦州普通公司法的體例，亦不足以作為董事得恣意背離股東利益考量利害關係人利益之根據。

而在此等法制結構下，德拉瓦州公司之股東將得以施加強大壓力於董事，使其行事趨向股東利益<sup>121</sup>。Campaign GM或許可為其中事例。通用公司股東於一九七〇年行使股東提案權，要求股東會決議要求該公司董事會增設公益董事及公司責任委員會，然當年會

---

<sup>117</sup> Strine, *supra* note 97, at 784 (internal citations omitted).

<sup>118</sup> 周振鋒，談美國社會企業立法——以公益公司為中心，中正大學法學集刊，46期，頁81、94，2015年1月。See also generally J. Haskell Murray, *The Social Enterprise Law Market*, 75 MD. L. REV. 541, 543-55 (2016).

<sup>119</sup> Christopher Geczy, Jessica Jeffers, David Musto & Anne Tucker, *Institutional Investing When Shareholders are Not Supreme*, 5 HARV. BUS. L. REV. 73, 95 (2015). 根據該文研究，此等利害關係人條款實際上所產生的作用，毋寧相當有限。See *id.* at 128.

<sup>120</sup> Strine, *supra* note 97, at 785.

<sup>121</sup> *Id.* at 788.

議在經過六個半小時激辯後，此二議案分別僅獲得2.44%及2.73%股東支持<sup>122</sup>，反應人性自利的現實。可見在股東掌握投票權，而較其他利害關係人更有力量影響董事會決策的規範現狀下，董事考量股東以外利害關係人之利益將遭受巨大阻力，在現實上亦無從成為常態。

#### （四）立法政策上的考量

惟必須要指明的是，德拉瓦州法院固然堅守公司應追求股東利益之基本立場，然此非謂德拉瓦州法官認為公司無須追求社會福祉，而僅是認為應以適當方式為之<sup>123</sup>，而原有追求股東利益之立場有其立法政策上的考量，不應輕易背棄。

首先，要求董事同時顧及股東及其他利害關係人等之多方利益，將使之在進行決策時無所適從，必須逐一判定各方利益所在或尋求妥協，影響決策效率與品質<sup>124</sup>，也將使董事有很好的藉口恣意擇取與之利害相關之人，而以該等人利益之名行圖利自己之

---

<sup>122</sup> Campaign GM事件的進一步介紹，請參見賴英照，從尤努斯到巴菲特——公司社會責任的基本問題，台灣本土法學雜誌，93期，頁166-168，2007年4月。

<sup>123</sup> Strine, *supra* note 97, at 790.

<sup>124</sup> Committee on Corporate Laws & American Bar Association, *Other Constituencies Statutes: Potential for Confusion*, 45 BUS. LAW. 2253, 2269 (1990). 即令福祉型公司允許董事考量股東以外利害關係人之利益，董事仍宜就不同利益予以排序，並就此尋求相應的指引，要兼顧有其困難，而為目前福祉型公司法制所需解決面對的問題（See J. Haskell Murray, *Choose Your Own Master: Social Enterprise, Certifications, and Benefit Corporation Statutes*, 2 AM. U. BUS. L. REV. 1, 32-33 (2012).），此在公司出售的場合尤為顯著，而為福祉型公司董事避免觸碰的問題（Sean W. Brownridge, *Canning Plum Organics: The Avant-Garde Campbell Soup Company Acquisition and Delaware Public Benefit Corporations Wandering Revlon-Land*, 39 D. J. CORP. L. 703, 722 (2015).）。

實<sup>125</sup>，使得董事行為之審查與究責幾為不可能<sup>126</sup>，與之相較，為董事之受託義務設定單一目標，將較容易監督其行為<sup>127</sup>。

再者，承認董事得有分裂忠誠（divided loyalty），將進一步帶來經濟上的負面影響。對出資者而言，當其知悉所投資的公司董事不會為其利益著想時，將有可能影響其出資意願<sup>128</sup>，即令投資，因董事追求利害關係人之利益將可能減損股東所得分配之剩餘財產的價值，增加其投資風險，使出資者在出資時，要求公司應就此提高之風險相應提供較高的報酬，而增加公司募集資金之成本，影響公司經營活動，反而損及利害關係人在公司經營過程中之可得利益<sup>129</sup>。

德拉瓦州法院自 *Weinberger* 案以來即明確表示董事無從以具有多重身分而同時對公司及其他人負有受託義務之理由，主張對公司免負違反受託義務之責任；換言之，分裂忠誠在德拉瓦州法下不足以作為董事行為的安全港（safe harbor）<sup>130</sup>。當董事所必須盡忠的對象彼此利益衝突時，董事行為將因此等分裂忠誠情事，被法院以

---

<sup>125</sup> Stephen M. Bainbridge, *Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes*, 19 PEPP. L. REV. 971, 1013 (1992).

<sup>126</sup> Leo E. Strine, Jr., *The Social Responsibility of Boards of Directors and Stockholders in Charge of Control Transactions: Is There Any "There" There?*, 75 S. CAL. L. REV. 1169, 1173 n.11 (2002).

<sup>127</sup> ROBERT C. CLARK, CORPORATE LAW 20 (1986).

<sup>128</sup> Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161, 1192 (1981).

<sup>129</sup> Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U. L. REV. 547, 600 (2003); Jonathan R. Macey, *Corporate Social Responsibility: A Law & Economics Perspective*, 17 CHAP. L. REV. 331, 331 (2014).

<sup>130</sup> *Weinberger*, 457 A.2d at 710.

最嚴格之整體公平標準進行審查<sup>131</sup>，可見其對於董事受託義務強度之堅持。

#### (五)德拉瓦州法下的企業社會責任

在探討利害關係人於德拉瓦州受託義務中之角色時，將涉及企業社會責任（Corporate Social Responsibility, CSR）。因企業社會責任所涉層面廣泛，非本文篇幅所得處理，且國內已有專文詳加介紹，故不就其中各種理論再為贅述<sup>132</sup>。惟若從股東利益於公司經營所扮演之角色輕重程度，就企業社會責任之見解進行分類，則可析解出以下類型：

##### 1. 股東自治主義（Shareholder Autonomy）

董事應以股東指示經營公司，若股東決意追求眼前利益，董事應遵從之，此一見解係以股東自治為基礎，董事必須根據股東指示行事，而不得恣意偏離而追求公司永續經營的長期利益或考慮其他利害關係人之利益<sup>133</sup>。

##### 2. 公益型企業社會責任（Philanthropic CSR）

此說認為董事在經營公司時，股東利益不具有優先地位，董事得以基於倫理道德的考量，優先考量利害關係人地位<sup>134</sup>。

##### 3. 股東保護主義（Shareholder Protection）

此說介於股東自治主義及公益型企業社會責任之間，認為董事

<sup>131</sup> Chen v. Howard-Anderson, 87 A.3d 648, 670 n.6 (Del.Ch. 2014).

<sup>132</sup> 請參見賴英照，同註122，頁150-180；劉連煜，公司社會責任理論與股東提案權，載：公司法理論與判決研究(五)，頁80-96，2009年4月。

<sup>133</sup> David Millon, *Radical Shareholder Primacy*, 10 U. ST. THOMAS L.J. 1013, 1019 (2013).

<sup>134</sup> David Millon, *Two Models of Corporate Social Responsibility*, 46 WAKE FOREST L. REV. 523, 533 (2011).

應保護、追求股東之最大利益，若股東眼前所見非最大利益，董事得依其經營判斷，為股東之真正最大利益行事，不受其當下指示拘束<sup>135</sup>，而因股東的長期利益不免與其他利害關係人利益交織，故董事得為股東之長期利益，考量利害關係人利益<sup>136</sup>，使公司永續經營的過程中，履行其企業社會責任，公益的追求係被賦予策略性地位；故此說又可被稱為永續型企業社會責任（Sustainability CSR）或策略型企業社會責任（Strategical CSR）<sup>137</sup>。

由以上說明可知，德拉瓦州案例法雖係以公司利益為中心，且公司利益所連結者主要為股東，惟此非謂董事必須當然依股東所願行事<sup>138</sup>，董事仍可在公司與股東利益的基礎上，追求其他利害關係人之利益，其內涵相仿於論者所稱永續型企業社會責任，其優點在於容易取得股東支持<sup>139</sup>，而可調和股東與利害關係人之利益，但又不致於根本性顛覆公司為營利組織之本質<sup>140</sup>，有其務實考量。故德拉瓦州案例法中並非未蘊含企業社會責任的概念，不可不察。

---

<sup>135</sup> 就此而言，股東保護主義又與董事優位主義（director primacy）相通。See Millon, *supra* note 133, at 1016-17.

<sup>136</sup> Millon, *supra* note 133, at 1017.

<sup>137</sup> Millon, *supra* note 134, at 534.

<sup>138</sup> Paramount Communications Inc. v. Time Inc., 1989 WL 79880, at \*30 (Del. Ch. July 14, 1989).

<sup>139</sup> Millon, *supra* note 134, at 534.

<sup>140</sup> Allen, *supra* note 115, at 273. 另可參見陳俊仁，論公司本質與公司社會責任——董事忠實義務之規範與調和，台灣本土法學雜誌，94期，頁100，2007年5月。

## 五、小 結

### (一)受託義務對象的雙層結構

根據以上對於德拉瓦州法制就受託義務對象的觀察與分析，本文試整理條列如下：

- 於公司正常營運時，董事為普通股股東（剩餘財產及風險承受者）之利益，極大化公司利益，此處之利益，可由董事依經營判斷設定為短期或長期利益。公司為受託義務之直接對象，股東為間接對象。
- 於公司出售時，董事為普通股股東（剩餘財產及風險承受者）之利益，極大化公司出售之對價，此時所追求者，為股東眼前之短期利益。股東為受託義務之直接對象。
- 於公司瀕臨無資力狀態時，董事所負之受託義務內容與對象並無改變，與公司正常營運時相同。
- 於公司無資力時，董事為債權人等（剩餘財產及風險承受者）之利益，極大化公司利益，此處之利益，可由董事依根據經營判斷法則設定為短期或長期利益。公司為受託義務之直接對象，債權人等為間接對象。

在以上條列整理中，本文採用直接／間接對象、長期／短期利益等概念，對德拉瓦州案例法就受託義務對象之見解，進行分類。其中關於長期／短期利益之區分，本文已於前述相關部分有所論述<sup>141</sup>，以下將針對直接／間接對象區分標準的採用，進行說明。

如同本文於前言所提出者，董事因其地位與信託關係中之受託人相似，其雖不若信託關係受託人取得受託財產所有權<sup>142</sup>，惟股

<sup>141</sup> 請參見前文貳、一、(一)、1.部分、貳、一、(三)部分，以及貳、四、(四)部分。

<sup>142</sup> 就此而言，董事與股東之間的關係，與信託關係仍屬有別，相關探討請參見陳俊仁，論股東於公司之地位——超越「企業所有與企業經營分離」之迷思，

東提出資金設立公司並將公司經營管理權限託付予董事，則又與信託關係受託人為他人利益管理信託財產相仿<sup>143</sup>。德拉瓦州案例法亦不乏有認定董事為股東受託人之見解<sup>144</sup>，故若將公司類比於信託，股東之地位相當於信託關係中之受益人，董事則為受託人<sup>145</sup>。

信託概念之另一特色，在於其將信託財產之所有權，區分為法律所有權（legal title）及衡平所有權（equitable title），在信託關係成立時由受託人取得前者、後者則以受益權之形式由受益人取得<sup>146</sup>。而在公司中，股東就其投資所提出之資金，在公司設立完成後由公司取得所有權，股東則相對應對公司取得股權。因此，若將股權比擬為衡平所有權，則對股東而言，其投資公司所出資金類似於信託關係中之信託財產，其所有權同樣有被二分為法律所有權及衡平所有權而為不同主體持有的現象，只是在公司中，乃法律所有權（資金所有權，由公司取得）、衡平所有權（股權，由股東取得），及管理權（由董事取得）三分，在股東（受益人）和董事（受託人）之間，尚存有公司（法律所有權人），法律關係各自存在於公司與股東、公司與董事之間，而使董事之直接服務對象為公司，而非股東；惟因股東仍居於類似於信託關係受益人的地位，其並為剩餘財產及風險承受者，董事經營公司所生利益將反饋至股東，且

---

華岡法粹，35期，頁209-215，2006年7月。

<sup>143</sup> Deborah A. DeMott, *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, 1988 DUKE L.J. 879, 880-81 (1988). See also Guth v. Loft, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939). Cf. AMY MORRIS HESS, GEORGE GLEASON BOGERT & GEORGE TAYLOR BOGERT, THE LAW OF TRUSTS AND TRUSTEES § 16, available at Westlaw Classic (database updated Sept. 2014).

<sup>144</sup> Lofland v. Cahall, 118 A. 1, 3 (Del. 1922).

<sup>145</sup> Joseph T. Walsh, *The Fiduciary Foundation of Corporate Law*, 27 J. CORP. L. 333, 333 (2002).

<sup>146</sup> HESS ET AL., *supra* note 143, § 1.

股東有決定董事人選之權限，其不僅僅是消極獲有利益，更有積極作為影響公司經營之權利，可見股東在董事之公司經營過程中，擁有較反射利益更強的利害關係，故即令董事並非直接對股東負有受託義務，股東仍為董事之間接服務對象。

此等直接／間接對象之雙層架構，於派生訴訟的脈絡中更為明顯。按德拉瓦州股東對於董事違反受託義務之行為，根據其所造成損害之歸屬，得提起直接訴訟或派生訴訟，若所生損害對象為股東，股東得提起直接訴訟，若係公司受有損害，股東則可提出派生訴訟，所行使者為公司對董事之權利<sup>147</sup>。股東派生訴訟權限之肯認，一方面固然顯示股東對於董事經營行為有較其他利害關係人更為強烈的利害關係，而有賦予訴權之必要；但另一方面亦彰顯股東於公司受損害時之利害關係並未強烈到使股東有進行直接訴訟的權利，而可見股東於其中之利害關係僅為間接性質。

此等直接／間接對象之雙層架構，併同前文所提出之三個原則，將有助於解釋德拉瓦州案例法於公司出售場合中為何將直接服務於股東之眼前利益，以及為何於公司無資力時，債權人有提起派生訴訟之權利。

## (二)股東利益的維護與偏離

本文初始觀察德拉瓦州案例，提出德拉瓦州案例對於受託義務對象判斷的三個原則：董事應在股東利益下追求公司最大利益、董事擁有規劃公司利益如何追求（內容、方式、時程等）之權限、董事之規劃受到經營判斷法則之保護<sup>148</sup>。然由以上討論可以發現，德拉瓦州案例法似不乏有偏離該等原則之情事，此等偏離應作如何

---

<sup>147</sup> STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATION LAW 207 (3d ed. 2015).

<sup>148</sup> 請參見前述貳、一、(一)之說明。

理解？本文認為，其中關鍵在於受託義務雙層結構中，股東之剩餘財產及風險承受者地位之喪失與變更。

首先，在公司出售的場合中，德拉瓦州將受託義務直接對象由公司轉為股東，此等轉向之發生，係因董事得以規劃經營時程的前提：股東對公司之永續投資關係，於公司出售的場合已不復存在之故。在此情況下，股東已非公司永續經營時之剩餘財產及風險承受者，公司長期利益的追求不再有股東利益之促進作為支撐，故德拉瓦州案例法跨過公司層次，直接關注股東利益。

再者，觀察德拉瓦州在控制股東及特別股股東脈絡所形成的見解，其中涉及控制股東之案例部分，同樣涉及公司出售而有少數股東利益與公司長期利益不再相連結之情事，使少數股東不再是公司永續經營下之剩餘財產及風險承受者，而使董事必須拉近時間軸，直接關注少數股東眼前利益。在特別股股東的場合，則因特別股所享有之優先權性質上屬於契約權利，特別股股東於該部分之受償順位優先於股東而不具有剩餘財產及風險承受者身分，未與公司利益連結而非董事受託義務的保護對象，但在優先權以外之其他股東權利部分則與普通股東處於相同地位，前述三原則於該範圍內仍可施行不悖。

其次，在面對股東與債權人間之關係時，德拉瓦州案例法仍在本文提出的三個原則範疇內運作，即令公司瀕臨無資力仍是如此。然在公司進入無資力狀態時，因債權人亦成為剩餘財產及風險承受者，而進入受託義務的射程範圍，取得為公司提起派生訴訟之資格，但除此之外，本文觀察歸納所得之三原則，並未有根本性的變動。

因此，若就上開德拉瓦州案例法作進一步觀察，可以發現德拉瓦州案例法在決定受託義務之對象時，所關注者不外是公司利益是否與剩餘財產及風險承受者利益連結，以及在該等連結中，剩餘財

產及風險承受者為何人。詳言之：

- 德拉瓦州案例法要求董事追求公司利益，係因公司利益與剩餘財產及風險承受者利益可相連結之故，而在公司進入無資力狀態前，剩餘財產及風險承受者為股東。就此而言，因特別股股東於享有優先權利的範圍內並非公司之剩餘財產及風險承受者，故不在受託義務之保護範圍內。
- 若公司未進入無資力狀態，但有諸如公司出售等公司長期利益不再與股東利益連結之情事，使股東已非公司永續經營下之剩餘財產及風險承受者（但股東仍為公司短期利益中之剩餘財產及風險承受者）時，董事將追求股東之短期利益。
- 若公司進入無資力狀態，公司利益與剩餘財產及風險承受者利益間之連結雖仍存在，董事仍需追求公司利益，但此時之剩餘財產及風險承受者身分將由債權人取得，而使之具有提出派生訴訟之資格。

至於股東與利害關係人關係之探討，與其說是在檢視三原則是否應予修正，更多是在其正當性的檢討。然由以上分析可見，德拉瓦州相關案例法乃至於立法，於公司的脈絡下並不足以支持利害關係人在受託義務的結構中取得一席之地，而僅能藉由與股東利益連結的方式被受託義務所關注，而採取永續型企業社會責任之模式，已是現有規範架構可得之最佳方案，於此之外其他加重利害關係人角色之主張，已屬於立法論層次，其中所涉，已是現有組織形式是否足夠或是須創立新組織型態的問題，德拉瓦州在此風潮中亦通過福祉型公司之立法<sup>149</sup>，其發展如何值得密切注意，但至少已反映

---

<sup>149</sup> 進一步說明請參見易明秋，公司社會責任的實驗品——美國社會型企業制度，成大法學，26期，頁95-126，2013年12月；周振鋒，同註118，頁78-95。

出在現有公司型態關照利害關係人利益之侷限性。

### 參、我國法下之若干議題探討

由以上對於德拉瓦州案例法的考察可知，受託義務之服務對象實為受託義務理論中之主要根本問題，在我國於二〇〇一年修正公司法第23條第1項，將英美法上受託義務明文化納入我國法制後，有不少議題其實可以試著由受託義務的角度切入觀察，則上述德拉瓦州關於受託義務主體概念的發展經驗，對我國法治的發展可以帶來什麼樣的啟發？本文擇取若干議題，試為分析說明如下：

#### 一、公司法第23條第1項與企業併購法第5條第1項之解釋

##### (一)公司法第23條第1項

公司法第23條第1項規定：「公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任」，該項文義雖規定負責人之義務內容（忠實及注意義務）及違反效果（損害賠償），惟該等義務係以誰為服務對象，條文本身則未予明言<sup>150</sup>。

對此，實務上曾有臺灣高等法院九十四年度抗字第 2125 號民事裁定認為公司法第23條第1項「規範了公司負責人之忠實義務，其請求主體依上述文義，應僅限於公司，析言之，公司負責人

<sup>150</sup> 公司法第23條第1項雖有「如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任」之文句，惟該文句其實具有歧義性，而有解讀為「如有違反致公司受有損害者，（對公司）負損害賠償責任」或「如有違反致公司受有損害者，（對股東）負損害賠償責任」之空間，因此純由公司法第23條第1項文義，尚無法推論受託義務之對象為何人。同此見解者，亦可見李維心，從實務觀點談商業判斷法則之引進，中原財經法學，22期，頁184，2009年6月。

係對公司（股東全體）負忠實義務，而非針對股東個人」，此段文字若純以我國法既有觀念繹之，實不無疑義。

詳言之，該見解前半段所稱公司法第23條第1項「其請求主體依上述文義，應僅限於公司」，根據我國法人實在說及債之關係相對性的觀點，乃當然之理。我國既然承認公司具有法人格，乃獨立於自然人以外之權利主體，公司法第192條第4項復規定董事之委任關係係存在於公司間，則認為董事違反受託義務時，由公司向董事請求損害賠償，當無不合。

然在前段結論的基礎上，臺灣高等法院九十四年度抗字第二一二五號民事裁定後半句「公司負責人係對公司（股東全體）負忠實義務，而非針對股東個人」，則又令人費解：既然我國承認公司為獨立存在之權利主體，又為何認為「公司負責人係對公司（股東全體）負忠實義務」，於「公司」之後括號加註「股東全體」一詞？如認為公司與股東為不同權利主體，為何將兩者並列？是否意味著股東也有成為公司法第23條第1項請求權主體的機會？兩者關係應如何理解？

對此，最高法院一〇一年度臺上字第一六五〇號民事判決曾認為：「股份有限公司之股東，基於持有股份對於公司行使盈餘分派及於公司解散後，請求剩餘財產之分配請求權，與公司本身之財產遭受他人侵害，而對於侵權行為人請求損害賠償請求權者，截然有別」，指明公司與股東為不同權利主體，股東對公司名下財產並無任何權利可資主張。我國公司法傳統見解雖亦肯認股東在完成出資後即於喪失所投資資本之所有權，但進一步認為股東因出資而取得股東權，該權利為股東對公司資產的變形物，而為一特殊物權，乃股東之財產權，故股東仍為公司之所有人，只是以股東權的形式存

在而已<sup>151</sup>。可見公司與股東兩者亦非在股東完成出資後，即成為兩不相干的權利主體，但兩者在受託義務脈絡中的關係為何，學說則未有進一步交待，前述臺灣高等法院九十四年度抗字第二一二五號民事裁定所稱「公司負責人係對公司（股東全體）負忠實義務」應如何理解，仍未獲得解決。

對此，本文認為或可藉由比較法的觀察，為上述疑問尋得突破切口。如前所述，德拉瓦州案例法不乏有將公司與股東並列為受託義務對象的見解，而可將之解為係以公司作為受託義務直接主體、股東為間接主體<sup>152</sup>。參考此等詮釋，則臺灣高等法院九十四年度抗字第二一二五號民事裁定於「公司」之後括號加註「股東全體」，或可解讀為係將兩者並列，然此處之並列並非表示兩者為同位語，而是有直接、間接關係之別，董事仍直接為公司服務，但股東身為公司剩餘財產及風險承受者，其利益與公司利益相連，因董事向公司履行受託義務而間接受益，故仍可在此意義上，稱股東為董事受託義務之對象，只是其僅為間接對象。如此亦可解釋，為何在將公司與全體股東並列下，臺灣高等法院九十四年度抗字第二一二五號民事裁定仍認為股東對董事沒有公司法第23條第1項之請求權。

## （二）企業併購法第5條第1項

於公司法第23條第1項，我國企業併購法第5條第1項並規定：「公司進行併購時，董事會應為公司之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜」，該條規定應如何理解？與公司法

---

<sup>151</sup> 例如柯芳枝，公司法論（上），頁160，2015年7月，9版；廖大穎，公司法原論，頁120，2012年8月，6版；王文宇，公司法論，頁242，2008年9月，4版。

<sup>152</sup> 請參見貳、一、（一）之說明。

## 第23條第1項之關係為何？

對此，本文認為或許可以由該規定的沿革著手。目前企業併購法第5條第1項文字係於二〇一五年六月修訂，將於公布後六個月生效，於此之前，該項文字為「公司依本法為併購決議時，董事會應為全體股東之最大利益行之，並應以善良管理人之注意，處理併購事宜」，新舊法條文的主要差別，在於將「為全體股東之最大利益」修改為「為公司之最大利益」。根據行政院提出之修正說明，此一修正，係「鑒於公司法第二十三條規定，董事係對『公司』而非『全體股東』負有忠實義務與善良管理人注意義務。按董事處理併購事宜與為公司執行業務之注意義務並無二致，爰修正第一項文字，以求體例之一貫」<sup>153</sup>。

那麼，企業併購法第5條第1項原先使用「為股東之最大利益」文字的理由又為何？對此，企業併購法於二〇〇一年之立法理由指明：「股份有限公司之董事係由股東會選出，董事執行業務自應以全體股東之最大利益為之，故第一項明定董事於進行併購決議時，應為全體股東最大利益行之，不得為董事本人之利益或公司之大股東或指派其擔任董事之法人股東等其他人之利益作為決議併購行為之考量，且董事受公司有償委任，執行公司業務，參照民法第五百三十五條及公司法部分條文再修正草案第二十三條之規定，應以善良管理人之注意處理公司併購事宜」<sup>154</sup>，當時曾參與企業併購法起草之成員，則表示公司與股東在企業併購中可能分家，為確保股東權益，故明示董事於企業併購時應依全體股東之最大利益行之<sup>155</sup>。由此觀之，當時企業併購法第5條第1項的立法，規定「為

<sup>153</sup> 立法院公報，104卷54期10冊，頁175，2015年6月。

<sup>154</sup> 立法院公報，91卷10期上冊，頁281，2001年2月。

<sup>155</sup> 劉紹樑，我國併購法制的蛻變與前瞻，經社法制論叢，32期，頁16，2003年7

全體股東之最大利益」係有其特殊考量。

考察企業併購法第5條第1項舊法的立法緣由，可知當時起草者所顧慮者，乃企業併購過程中，在股東與公司利益不再連結時，股東權益應如何保障的問題，其問題意識與解決對策，均與德拉瓦州之*Revlon*案十分相似，論者亦有認為企業併購法第5條第1項舊法規定，乃*Revlon*案之明文化<sup>156</sup>。在此脈絡下，企業併購法第5條第1項之舊法規定，其地位與*Revlon*案類似，亦是作為公司法第23條第1項「董事應為股東利益而追求公司利益」原則之例外而存在，具有使股東因該條立法而於企業併購的脈絡中成為受託義務直接對象的作用<sup>157</sup>。就此而言，臺灣高等法院九十六年度重上字第一四五號民事判決未意識到企業併購法第5條第1項舊法與公司法第23條第1項間之原則／例外關係，而認為：「董事所負忠實義務之對象實係針對公司整體而言，董事於處理併購事項時，公司整體利益之最大化即為全體股東之最大利益，董事會關於企業併購之決議時，應盡之忠實義務乃以追求『公司之最大利益』考量依據」，該判決將公司利益與股東利益連結的論述，置於公司法第23條第1項的脈絡固屬的論，卻未意識到公司與股東之關係於企業併購脈絡中有其特殊性而應為不同處理，不無斟酌餘地。

惟企業併購法第5條第1項舊法規定，亦非無再予研求空間。蓋於*Revlon*案中，董事僅於公司出售時，始有為股東追求最大短期利益之義務，而公司出售有其定義<sup>158</sup>，如資產讓與、分割等都非屬之，而於德拉瓦州法下並無*Revlon*案適用，惟企業併購法第5條第1

---

月。

<sup>156</sup> 陳俊仁，由企業併購法第五條與第六條論我國忠實義務規範的缺失，華岡法粹，33期，頁224，2005年6月。

<sup>157</sup> 請參見前述貳、一、(三)之說明。

<sup>158</sup> 請參見同註26之說明。

項舊法則一律將之納入而要求董事應追求全體股東最大利益，已大幅擴張*Revlon*案的適用範圍<sup>159</sup>，但又無提出如此擴張適用之正當性。且即令在公司出售交易中，負有追求股東最大利益義務者僅出售方的公司董事，買受方之董事就該交易所為決策原則上仍適用經營判斷法則進行審查<sup>160</sup>，則企業併購法第5條第1項舊法未區分係出售方或買受方之董事，一概要求其追求股東最大利益，亦與原來之*Revlon*案有所不同。

企業併購法第5條第1項修正後，固然解決原規定*Revlon*案適用範圍太廣的問題，但其文義改以「為全體股東之最大利益」為企業併購，要求董事不問企業併購類型而概以公司利益為念，是否可能矯枉過正，反而在公司與股東將分道揚鑣的場合，對股東保障不足而影響其權益？

從文義觀之，此處探討*Revlon*案於企業併購法第5條第1項修正後之存廢，癥結將在於*Revlon*案的內容是否能為企業併購法第5條第1項「公司進行併購時，董事會應為公司之最大利益行之」之文義所包含，換言之，即新修正規定所使用「為公司利益」一語應如何理解的問題。

按企業併購法第5條第1項於二〇一五年六月修正時，其修正理由指明：「董事處理併購事宜與為公司執行業務之注意義務並無二致，爰修正第一項文字，以求體例之一貫」，觀其意旨，該段文字應係在表明，董事於企業併購所負之義務與平時並無不同，故企業併購法第5條第1項之修正，係基於體例整理的目的而為之，未有變更受託義務內涵之意思。因此，企業併購法第5條第1項應如何理解，應回歸到公司法受託義務的脈絡下為之。

<sup>159</sup> 請參見林國彬，同註26，頁171；陳俊仁，同註156，頁225。

<sup>160</sup> *Unocal*, 493 A.2d at 954. 另可參見黃朝琮，同註41，頁171。

於前文介紹、分析德拉瓦州案例時，本文曾指出，在德拉瓦州案例法的受託義務結構中，公司利益係依憑於股東（剩餘財產及風險承受者）利益而存在，公司利益的追求只有在促進股東利益的基礎上才有其正當性，而股東利益有長期／短期利益之別，公司利益雖得以和任一種股東利益連結，但兩者聯繫無法切斷<sup>161</sup>（前述 *eBay* 案即為著例）。就此而言，公司出售因將使股東不再持有股份，兩者利益在出售後將分道揚鑣，因此董事無法以公司出售後之長期經營利益，作為正當化眼下出售決策之合理事由，蓋公司出售後之經營利益，已非現在的股東所得享有。因此，董事在公司出售過程中所能追求（而有股東利益以為依憑）之公司利益，僅餘公司出售當下所能產生之利益。故當併購交易構成公司出售時，董事依企業併購法第5條第1項「為公司利益」所得進行之裁量，其範圍將因股東於公司所得利益之限縮而隨之縮減，使得董事僅能以當下眼前利益為公司利益，並在此範圍內進行公司出售的決策<sup>162</sup>。

以上推論得以進行的前提，在於 *Revlon* 案與受託義務的關係，若兩者相通，即可由受託義務推導出 *Revlon* 案的存在。對此，德拉瓦州案例法在闡述 *Revlon* 案的本質時，即認為 *Revlon* 案僅為現有忠實義務與注意義務之綜合，並非新創的義務<sup>163</sup>，而可徵 *Revlon* 案得

<sup>161</sup> 請參見前述貳、一、(一)、1. 之說明。

<sup>162</sup> 參照企業併購法第6條第1項於2015年6月之修正理由，可知立法者曾參考德拉瓦州 *Weinberger* 案及 *Kahn v. Lynch* 等案例法，規定企業併購需由獨立委員會進行審議（請參見立法院公報，104卷54期，頁176-177，2015年6月），而由貳、五、(二)之分析可見，上開案例所指向、觀照者，乃股東獲取公平價格之直接利益，則綜合觀察修正後之企業併購法第5條及第6條，尚難謂第5條所稱之公司利益，得以和股東利益脫鉤，而可見企業併購法第5條第1項所稱之公司利益，與股東利益具有依存關係。

<sup>163</sup> See, e.g., *Ivanhoe Partners v. Newmont Min. Corp.*, 535 A.2d 1334, 1345 (Del. 1987); *Barkan v. Amsted Indus., Inc.*, 567 A.2d 1279, 1286 (Del. 1989).

自受託義務的原理原則中推導而出。因此，根據企業併購法第5條第1項的修正理由，該項修正若僅係為體系整理，則*Revlon*案將不會因為該等文字調整而喪失其立足空間，而仍可以推論方式得出<sup>164</sup>，且舊法原先過度擴張*Revlon*案適用範圍之弊病，亦因此等修正而不復存在，值得肯定。

## 二、受託義務對特別股股東之適用

德拉瓦州案例法中所出現之股東間利害關係不相一致的情形，晚近在我國高鐵特別股爭議中，也可見其蹤跡。

臺灣高速鐵路股份有限公司（下稱「高鐵公司」）為籌措興建臺灣南北高速鐵路各項工程之資金，而多次發行特別股，惟因高鐵公司財務狀況不佳，與特別股股東就特別股中之權利義務產生爭議，衍生多件訴訟，其中所涉爭議可大別為兩大類：（一）高鐵公司是否尚未「開始營業」，而仍得分派建業股息與特別股股東？（二）特別股股東是否得根據高鐵公司章程規定，請求高鐵公司收回特別股？上開爭議中，第（一）類爭議涉及公司法第234條「開始營業」文字之解釋適用，屬於事實認定問題，以下將就第（二）類爭議，於本文主題範圍內，進行分析論述。

於二審法院層級中，涉及高鐵公司有無收回特別股義務之裁判，共有6件<sup>165</sup>，其中所涉該公司所發行之甲種及丙種特別股，權

<sup>164</sup> 論者亦有認為企業併購法第5條第1項新法仍蘊含*Revlon*案義務。請參見蔡昌憲，同註43，頁572。

<sup>165</sup> 本文作者以「特別股」及「高鐵」為聯集關鍵字，於2015年8月30日於司法院法學資料檢索系統進行查詢，於臺灣高等法院層級查得15筆結果，再篩選其中法院有就高鐵公司特別股之收回進行論斷者，得出以下6筆判決：臺灣高等法院103年度重上字第1039號民事判決、103年度重上字第294號民事判決、103年度重上字第869號民事判決、103年度重上字第636號民事判決、103年度

利義務內容雖各有不同，但於高鐵公司章程<sup>166</sup>中，第7條之1第2款就甲種特別股規定：「……本公司於到期日將依面額一次全部收回。若屆期本公司因法令規定未能收回特別股全部或一部時，未收回之特別股權利義務，仍依本條各款之發行條件延續至收回為止」，第7條之2第2款就丙種特別股則規定：「……本公司於到期日將依發行價格一次全部收回。若屆期本公司因法令規定未能收回特別股全部或一部時，未收回之特別股之股息應按年利率4.71%計算，其餘之特別股權利義務，仍依本條各款之發行條件延續至收回為止」，而皆設有高鐵公司於特別股到期將收回之規定。

在上述6件特別股收回訴訟中，特別股股東係依據上開章程以及各次特別股發行辦法中與章程類似之相關規定，請求高鐵公司收回。就是否負有收回特別股之義務部分，高鐵公司皆提出相類抗辯，主張其依公司法第158條規定雖得收回特別股，但無收回之義務，且各該特別股到期日皆早於二〇一一年六月二十九日公司法第158條之修訂，而公司法第158條舊法係規定，收回特別股之資金來源限於盈餘或發行新股所得之股款<sup>167</sup>，故即令高鐵公司依章程及發行辦法負有收回特別股之義務，在當時法令限制下，亦無從收回<sup>168</sup>。

---

重上字第189號民事判決、103年度重上字第405號民事判決。

<sup>166</sup> 以下所引用者，高鐵公司2012年6月22日第17次修正後之章程，下載自<https://www.thsrc.com.tw/UploadFiles/Regulations/2062ec2d-ffa0-47cf-bae2-ca3cb54763cb.pdf>，最後瀏覽日：2015年8月30日。

<sup>167</sup> 2011年6月29日修正前之公司法第158條規定：「公司發行之特別股，得以盈餘或發行新股所得之股款收回之。但不得損害特別股股東按照章程應有之權利。」

<sup>168</sup> 可參見例如103年度重上字第636號民事判決中，事實及理由欄第貳、二點。

高等法院並未接受高鐵公司此等抗辯，其判決理由之文字雖有出入，但意旨皆同。以一〇三年度重上字第636號民事判決為例，可整理為以下幾點<sup>169</sup>：

- 「公司『收回』特別股之行為，或為權利、或屬義務、或係權利及義務，胥視當事人間如何約定及公司章程之規定為準，非謂只有公司就收回與否有選擇權，特別股股東一概無請求收回之權利」。
- 「公司法第158條……修法理由係鑒於：『限制公司收回特別股之財源規定，對企業之財源運用，欠缺彈性；又公司以何種財源收回特別股，允屬公司內部自治事項，宜由公司自行決定，毋庸以法律限制之，以利公司彈性運用』故而刪除公司收回特別股之財源限制，修法目的並無意將特別股侷限於僅公司就收回與否有決定權一種而已」。
- 根據高鐵章程及特別股發行辦法，足見「兩造已明白約定系爭特別股發行期間屆滿後，除有因法令規定未能收回之情形外，高鐵公司即得收回系爭特別股，而欣○公司（按：該案特別股股東）亦有請求高鐵公司收回之權利」。
- 「兩造已明示以發行期間屆滿時及其以後之法令規定，作為能否收回系爭特別股之法律依據，並預期系爭特別股於發行期間屆滿時，如礙於法令規定而無法收回時，則於日後限制排除後……欣○公司仍得請求辦理收回系爭特別股……欣○公司於發行期間屆滿後之103年4月3日訴請高鐵公司收回系爭特別股，斯時，公司法第158條已刪除公司收回特別股之財源限制，高鐵公司雖無盈餘，亦無發行新股

<sup>169</sup> 整理自103年度重上字第636號民事判決中，事實及理由欄第貳、五點。

所得之股款，仍負有收回系爭特別股並給付相關股款之義務」。

觀諸以上法院對於高鐵特別股收回之見解，主要是環繞在公司章程與發行辦法對於特別股收回之文字的解讀，而認為高鐵公司已於該等文件中承諾到期將收回特別股，只要到期當時相關法令對於特別股之收回未設有限制，即無從阻卻高鐵公司收回特別股義務之發生<sup>170</sup>。

將特別股之權利義務內容定性為契約約定，而由契約真意探求的角度切入，固有所據，惟高鐵公司章程所稱「依公司因法令規定未能收回特別股全部或一部」的限制，是否僅以公司法第158條為限，或仍有探求餘地。

在論述公司法第194條董事不法行為制止請求權規定所稱「違反法令或章程」之內涵時，最高法院八十年度臺上字第一一二七號民事判決曾指明，所謂違反法令或章程，不僅指違反公司法特定規定之行為，抑且包括違反諸如董事之善良管理人注意義務之一般規定行為在內，學說上多數亦認為，董事違反受託義務之行為乃公司法第194條所稱之違反法令或章程行為，股東得以請求董事停止該行為<sup>171</sup>。上開見解雖係於公司法第194條的脈絡中提出，但其適用應不以該條為限，則參考此一見解，高鐵公司董事在進行特別股收

---

<sup>170</sup> 對此，論者有主張高鐵公司章程及發行辦法中，事實上係將公司法第158條舊法的內容，以約定方式納為高鐵公司與特別股股東間合意的一部分，故高鐵公司特別股收回之財源，僅限於盈餘或發行新股所得之股款，即使公司法第158條嗣後修正，該等修正亦不更動雙方合意之內容。請參見許登科，「高鐵路特別股收回限制之解除——評析臺灣高等法院一〇三年度重上字第八六九號民事判決」，月旦法學雜誌，244期，頁200-201，2015年9月。

<sup>171</sup> 關於公司法第194條「違反法令或章程」內涵之整理與介紹，請參見黃朝琮，「董事違反受託義務之事前救濟」，法令月刊，66卷4期，頁117，2015年4月。

回之決策時，其行為所需遵循的法令，除公司法第158條，應尚包含公司法第23條之受託義務。

由前文之說明分析可知，董事對於公司所負受託義務之核心，在於追求公司永續經營的長期價值，而將剩餘財產導向普通股股東<sup>172</sup>，其中最為根本者，在於確保公司之存續<sup>173</sup>，因此若收回特別股將使高鐵公司資本耗竭，而根本影響該公司之營運，董事將有可能在其受託義務的要求下，必須不進行特別股之收回，而在普通股股東與特別股股東間產生利益衝突，然因高鐵公司章程對於收回特別股設有不得違反法令之限制要件，此將可能為特別股股東之收回請求權造成缺口<sup>174</sup>，使高鐵公司董事有機會援引「依公司因法令規定未能收回特別股全部或一部」文字，主張收回特別股將使其違反受託義務，而無法為之<sup>175</sup>；相對而言，對於擬認購特別股的

<sup>172</sup> 請參見貳、一、(一)部分之說明。

<sup>173</sup> Leo E. Strine, Jr., Lawrence A. Hamermesh, R. Franklin Balotti & Jeffrey M. Gorriss, *Loyalty's Core Demand: The Defining Role of Good Faith in Corporation Law*, 98 GEORGETOWN L.J. 629, 648 (2010).

<sup>174</sup> 本文於此並非主張，特別股之收回將根本性地影響高鐵公司的永續經營，或高鐵公司之章程及發行辦法文字已毫無爭議地足以作為董事提出受託義務抗辯的依據，而僅是從法律角度探討此等抗辯之可能性，在本文所尋得的6件法院裁判中，並未就特別股之收回對高鐵公司營運之影響有所著墨，故無從就現有資訊，就具體個案為進一步的分析。

<sup>175</sup> 就此而言，高鐵公司章程所載「依公司因法令規定未能收回特別股全部或一部」對於特別股之收回所加諸的限制，實類似於受託義務逃脫條款（fiduciary-out），藉由契約約定的方式，就特別股股東與普通股股東之利益，創造出優先順位，而原則應優先保護特別股股東權利（契約權利），但在董事決議收回特別股將達違反受託義務程度時，例外使受託義務優先被執行。關於受託義務逃脫條款的進一步介紹與分析，Laster法官有精闢分析，see J. Travis Laster, *Omnicare's Silver Lining*, 39 J. CORP. L. 795, 821-22 (2013). 中文說明參見黃朝琮，併購交易保護措施之司法審查，法令月刊，67卷3期，頁86-87，2016年3月。

投資人而言，其在審閱特別股的權利義務內容時，既已知悉特別股的收回可能因法令限制而無從發生，若其選擇接受，即對特別股可能無從收回之事有所預期，在符合所有法令要件前，尚無從僅因公司法第158條之修正，即謂其收回請求權的要件已全部滿足而發生。受託義務既然已立法成為我國公司法制的一部分，則高鐵公司董事以特別股之收回將影響該公司之存續，作出收回特別股的決策將違反其受託義務的主張進行抗辯，尚難謂此等抗辯未為高鐵公司現行章程規定所涵蓋，或是該等主張已超出特別股股東之預期<sup>176</sup>。

惟若姑且不論高鐵公司董事在現有章程及發行辦法的文字下，是否得以受託義務為由對抗特別股股東收回特別股的請求，法院在審理本件爭議時，係將收回請求權定性為契約權利，而援引契約真意之探求等機制形成判決結果，對於特別股股東異於普通股股東部分之權利的性質，已有正確認識，但於此同時也應避免矯枉過正，忽略特別股股東享有與普通股股東相同權利的範圍內，與普通股股

---

於*ThoughtWorks*案中，德拉瓦州衡平法院曾以特別股股東未證明公司有足夠的適法可得資金（legally available fund）為由，駁回特別股股東之特別股收回請求（*SV Investment Partners, LLC v. ThoughtWorks, Inc.*, 7 A.3d 973 (Del. Ch. 2010)），惟德拉瓦州普通公司法第160條明文規定公司買回或贖回股份不得有損公司資本，而德拉瓦州案例法認為公司缺乏適法可得資金而買回或贖回股份，屬於有損公司資本之情事。我國公司法第158條就此並無明文，兩者仍屬有別。至於我國公司法第160條在解釋適用上，是否有特別股之收回不得損及公司資本維持之潛在外緣限制，則為另外一個問題。

<sup>176</sup> 高鐵公司特別股股東如不希望高鐵公司董事以特別股之收回將違反受託義務之理由進行抗辯，應在協商階段即要求高鐵公司移除或澄清章程中「法令規定未能收回特別股全部或一部」之文字，以杜爭議，或根本在資金提供方式上選擇成為高鐵公司之債權人，而非股東；相對而言，高鐵公司董事在與特別股股東進行協商，則必須本諸受託義務，評估特別股股東之要求是否可接受，而不得接受違反受託義務之權利義務條款。

東地位相同而同受受託義務保護<sup>177</sup>。因此，例如公司董事違反受託義務而損及公司利益時，特別股股東亦有權依公司法第194條請求董事停止此等行為，該權利即不因特別股股東之若干權利為契約性質而受到影響。

### 三、勞工董事制度

另外一個可以從受託義務對象的角度進行觀察者，乃勞工董事制度是否應於一般公司廣泛採納的問題。

我國現行法制關於勞工董事，係規定於國營事業條例第35條，規定國營事業董事會之五分之一席次應由國營事業主管機關聘請工會推派的代表擔任。該條之勞工董事事實上為政府股東之法人代表<sup>178</sup>，與一般認知由工會或員工所推派所生者，尚有不同。立法院於二〇一五年第八屆第七會期興起推動勞工董事立法的風潮，共有五項提案增訂證券交易法第14條之7，其中文字雖有不同，但其意旨主要有二：要求公開發行股票公司於章程中增設勞工董事，人數至少一人，勞工董事之推派，有成立工會者，由工會推派，無工會者，由全體員工選舉<sup>179</sup>。另外，立法委員並有提案修正證券交易法第14條之6，增訂薪酬委員會至少有一席應為勞工代表<sup>180</sup>。惟

<sup>177</sup> 請參見貳、二、(二)部分之說明。

<sup>178</sup> 劉士豪，我國勞工董事法律地位之探討，台灣勞工季刊，34期，頁25，2013年6月。

<sup>179</sup> 該5個提案之文號為：立法院議案關係文書院總第727號委員提案第17570號、院總第727號委員提案第17590號、院總第727號委員提案第17767號、院總第727號委員提案第17792號、院總第727號委員提案第17822號，<http://misq.ly.gov.tw/MISQ/IQuery/misq5000Action.action>，最後瀏覽日：2015年8月31日。

<sup>180</sup> 立法院議案關係文書院總第727號委員提案第17766號，<http://misq.ly.gov.tw/MISQ/IQuery/misq5000Action.action>，最後瀏覽日：2015年8月31日。

這些提案並未於該次會期中完成三讀。

根據論者研究，勞工董事之設置，係基於產業民主的思維，藉由賦予董事會席次的方式，使勞工於公司經營決策中有發聲管道，期藉此促進勞工利益<sup>181</sup>。勞工董事的制度主要係歐陸國家所採用，尤以德國法為典範，規定符合一定條件之公司應設置工會推派之勞工監事及勞工董事等代表<sup>182</sup>。美國則未立法施行此一制度<sup>183</sup>，但勞工可以透過和雇主的團體協商，使工會指派的代表得以通過公司提名委員會的提名，經股東選任而取得董事身分<sup>184</sup>。

於受託義務的脈絡中，分裂忠誠會是勞工董事所需面對的主要問題<sup>185</sup>。由立法委員之提案觀之，勞工董事係由工會推派或全體

---

<sup>181</sup> 關於產業民主內涵的進一步闡述，請參見郭玲惠，產業民主制度所涉及的法律問題——兼簡介德國之制度，中興法學，43期，頁144-145，1997年12月；衛民，從德國共同決定制論我國勞工董事制度的定位，政大勞動學報，12期，頁219-223，2002年7月。

<sup>182</sup> 一般性介紹，請參見陳彥良，公司治理面向下共同決定之探討——德國法的啓示，財產法暨經濟法，17期，頁60-81，2009年3月。歐洲國家施行勞工參與制度之情形，*see generally* Martin Gelter, *Tilting the Balance between Capital and Labor? The Effects of Regulatory Arbitrage in European Corporate Law on Employees*, 33 FORDHAM INT'L L.J. 792, 803-04 (2010)。美國學說上亦有倡議員工優位（employee primacy）者，*see generally* Brett H. McDonnell, *Employee Primacy, or Economics Meets Civic Republicanism at Work*, 13 STAN. J.L. BUS. & FIN. 334 (2008)。關於各種優位主義內涵的整理，*see* Robert B. Thompson, *Anti-Primacy: Sharing Power in American Corporations*, 71 Bus. Law. 381, 385-401 (2016)。

<sup>183</sup> REINIER KRAAKMAN ET AL., *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* 100 (2d ed. 2009)。

<sup>184</sup> *See, e.g.*, Robert A. McCormick, *Union Representatives as Corporate Directors: The Challenge to the Adversarial Model of Labor Relations*, 15 U. MICH. J.L. REFORM 219, 219 (1982)。

<sup>185</sup> 例如在德國法中，即有彼邦論者指出，利益衝突為該國勞工代表法制中，嚴

員工選出，與公司董事或獨立董事係由股東選出有所不同，則勞工董事是否有義務應追求勞工最大利益？相對而言，勞工董事既為公司董事，其對公司所負之受託義務與其他董事並無不同，其行為應以公司利益為念<sup>186</sup>，則當公司利益與員工利益無法共存時，此等衝突應如何解決？

以德國法為例，彼邦法制並未針對勞工董事之分裂忠誠困境，立法規定在公司利益與員工利益間，應以何者利益為優先，論者亦有不同意見<sup>187</sup>，而公司利益與員工利益並不總是能劃上等號<sup>188</sup>，即使傳統上被認為是公司所有權人的股東，亦常有與公司利益未臻一致之情形，然因股東為公司剩餘財產與風險承受者，只要董事決策有助於促進公司長期利益，此等決策最終仍可與股東利益連結；相對而言，員工不若股東具有剩餘財產與風險承受者的身分，公司的長期利益無從反饋予員工，當公司利益與員工利益發生立即眼前的衝突，將無從藉由長期利益概念的操作以為緩衝，此時若認為員工利益應優先保護，將迫使董事對於公司長期利益的規劃受到掣

---

重而未解的問題（Klaus J. Hopt, *Labor Representation on Corporate Boards: Impacts and Problems for Corporate Governance and Economic Integration in Europe*, 14 INT'L REV. L. & ECON. 203, 206 (1994).）。晚近並有論者認為福斯汽車廢氣排放醜聞，與該公司董事會具有勞工代表而影響監督職工監督效率有關，see Charles M. Elson, Craig K. Ferrere & Nicholas J. Goossen, *The Bug at Volkswagen: Lessons in Co-Determination, Ownership, and Board Structure*, 26(2) J. APPLIED CORP. FIN. 36, 40 (2015).

<sup>186</sup> 楊通軒，集體勞工法——理論與實務，頁423，2012年1月，3版。德國法上多數亦採取此一見解，see Klaus J. Hopt, *New Ways in Corporate Governance: European Experiments with Labor Representation on Corporate Boards*, 82 MICH. L. REV. 1338, 1360 (1984).

<sup>187</sup> 劉士豪，同註178，頁37。

<sup>188</sup> Paul L. Davies & Klaus J. Hopt, *Boards in Europe — Accountability and Convergence*, 61 AM. J. COMP. L. 301, 344 (2013).

肘，而必須在契約約定及法令遵循的範圍以外，進一步關照眼前之員工利益，使公司無法發揮立法制度所賦予冒險營利以追求社會福祉的功能。此涉及公司制度目的為何之根本問題，任何更動似宜在充分思辯後，再行為之。

再者，公司與員工間本質上為契約關係，兩者雖有締約力量不平等之情事，其權利義務關係究屬合意形成，有磋商空間<sup>189</sup>，並得以透過契約法理或立法調整的方式，平衡兩者之締約地位及權利義務狀態，相較之下。股東身為剩餘財產及風險承受者，在投資當下無法預期公司經營的各種可能性而將之鉅細靡遺地載入與公司的約定當中，而與公司之關係為不完全契約（incomplete contract），故需要法院藉由受託義務介入以補其中不足<sup>190</sup>。勞工在公司中，不若股東具有剩餘財產及風險承受者的身分，是否需要比照股東賦予其選派董事之權利，實非無疑，值得再予深思，如擬引入勞工董事制度，其中利益衝突應如何解決，將是必須加以正視解決的問題。

#### 四、受託義務對公司債權人之適用

關於受託義務對象的探討，另外一個可以關注者，為公司的債權人。

在我國目前公司法規定中，直接賦予債權人在既有債權債務關係以外之權利者，闕為公司法第233條公司違法分派股息紅利時債權人之退還與損害賠償請求權，以及公司法第369條之4以債權人名

---

<sup>189</sup> Jonathan R. Macey, *An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties*, 21 STETSON L. REV. 23, 37 (1991).

<sup>190</sup> Robert H. Sitkoff, *The Economic Structure of Fiduciary Law*, 91 B. U. L. REV. 1039, 1040-41 (2011).

義行使從屬公司對控制公司之賠償權利等規定。除此之外，當董事應聲請公司宣告破產而未聲請時，債權人依民法第35條第2項對董事有損害賠償請求權<sup>191</sup>，惟該條所針對者，乃董事未聲請破產之不作為，非債權人對於董事經營行為的求償規定，論者遂有倡議以公司法第23條第2項作為債權人追究經營者責任之基礎，以擴張對債權人之保護<sup>192</sup>。

此一主張，因債權人屬於公司法第23條第2項所稱之「他人」，就文義而言，故有所據，然該條性質為何，乃侵權責任或法定特別責任，迄今學說實務仍有不同見解。實務上主要認為該條責任係基於法律之特別規定所生，異於一般侵權行為，原不以該董事有故意或過失為成立之條件<sup>193</sup>，但學說上大多認為公司負責人應具有故意過失，始負該條責任<sup>194</sup>。然所幸就本文主題而言，尚無須涉入此等論爭，蓋公司法第23條第2項文義已指明，公司負責人依該條負責的前提，乃其對於公司業務之執行，有「『違反法令』致他人受有損害」情事，因此債權人要根據該條主張董事負有法律責任，必須先指明董事經營行為有何違反法令之處，始有進一步探

<sup>191</sup> 23年上字第204號判例：「特別法無規定者應適用普通法，公司法（舊）第一百四十七條第二項僅載公司財產顯有不足抵償債務時，董事應即聲請宣告破產，至不為此項聲請致公司之債權人受損害時，該董事對於債權人應否負責，在公司法既無規定，自應適用民法第三十五條第二項之一般規定。」

<sup>192</sup> 廖大穎，論公司法與保護債權人之機制，載：證券市場與企業法制論，頁408-410，2007年6月。

<sup>193</sup> 最高法院73年度臺上字第4345號民事判決。學說上亦有採此見解者，如王麗玉，我國公司法上有關公司負責人對第三人責任法制諸問題，論公司法與保護債權人之機制，載：現代公司法制之新課題——賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集，頁551，2005年8月。

<sup>194</sup> 例如劉連煜，現代公司法，頁112-113，2015年9月，11版；廖大穎，同註151，頁54；王文宇，同註151，頁114。最高法院91年度臺上字第439號民事判決似亦偏向此一見解。

討故意過失是否為公司法第23條第2項責任成立要件之必要<sup>195</sup>。

如前所述，公司法上對於受託義務之明文，係規定於公司法第23條第1項，而根據臺灣高等法院九十四年度抗字第二一二五號民事裁定，「公司負責人係對公司（股東全體）負忠實義務」，因此縱認債權人得根據公司法第23條第2項對董事主張損害賠償，其中董事所涉違反之法令，亦非公司法第23條第1項之受託義務，而需另尋依據，或是根本跳脫公司法第23條第2項，另尋其他可能之請求權基礎<sup>196</sup>。

否認董事對公司債權人負有受託義務，使公司債權人無從以此主張董事行為違反法令，進而根據公司法第23條第2項向董事請求損害賠償，此一主張就論理而言，亦有所據。蓋對公司債權人而言，其僅在債權金額範圍內對公司有權利，因此只要公司有資力，債權人的權利即可獲得保障<sup>197</sup>，故在公司資產大於負債的場合中，賦予債權人受託義務保護所生之實際效用有限，債權人僅需行使既有債權權利即可，即使現代經濟發展下債權人有機構化、專業化之趨勢，其亦無太大誘因行使該項權利，自亦無法期待債權人能

<sup>195</sup> 公司法第211條第2項課予董事聲請公司破產之義務，若董事未為該項聲請，固然可認為董事「未聲請破產」之不作為，有違反法令情事，而有公司法第23條第2項適用，然此處與民法第35條的情況類似，此時董事所應負責者，乃未聲請破產對債權人所生之損害，而非董事「不當經營公司」所生損害，故亦無從藉由公司法第211條第2項與第23條第2項之連結，使債權人有權追究董事之不當經營行為，或有以此論斷董事對債權人負有受託義務。

<sup>196</sup> 例如以民法侵權行為規定作為請求權基礎。債權是否為侵權行為之保護客體，為民法上之古典疑難問題，此部分之詳細討論，請參見陳忠五，侵害債權的侵權責任——學說與實務現況分析，載：民事法之思想啟蒙與立論薪傳：孫森焱前大法官八秩華誕祝壽論文集，頁575-611，2013年11月；陳忠五，第三人侵害債權的侵權責任——問題爭論實益的探討，載：物權與民事法新思維：司法院謝前副院長在全七秩祝壽論文集，頁351-393，2014年1月。

<sup>197</sup> 朱德芳，同註81，頁200。

有效監督董事之公司經營行為，反而董事在同時對公司與債權人負有受託義務下，將常陷於利益衝突狀態而無從有效率地經營公司<sup>198</sup>。從而無論自債權人權益保護、有效監督公司營運或是經營效率的角度觀之，皆無將受託義務對象擴及債權人的必要。

惟在公司無法清償全部債權時，情事將有所反轉：公司資力的惡化將損及債權人受償機會，使其有動機監督董事之公司經營，反而是股東因公司資不抵債，將不再有誘因監督董事之公司經營。如此即不難理解，為何論者在探討債權人保護之議題時，主要都將焦點置於公司無資力的場合中<sup>199</sup>。

若公司法第23條第2項無從作為董事違反受託義務時，債權人之請求權基礎，則在現行法下是否有何救濟途徑？觀諸德拉瓦州案例法，彼邦關於債權人的保護，係在公司無資力的場合中，賦予其為公司向債權人提出派生訴訟的權利<sup>200</sup>。我國公司法雖無類似制度，但民法第242條設有代位權之規定，藉由該條之操作，將可創造出與德拉瓦州債權人派生訴訟相類似之救濟途徑<sup>201</sup>。

根據民法第242條及第243條第1項，債務人對債權人處於給付遲延狀態，且怠於行使其權利時，債權人因保全債權，得以自己之名義，行使其權利，因此代位權之要件可析解為三：債務人已負遲延責任、債務人怠於行使權利、債權人有保全債權必要<sup>202</sup>。

我國代位權設有債務人陷於給付遲延之要件，為德拉瓦州之債

<sup>198</sup> Gheewalla, 930 A.2d at 103.

<sup>199</sup> 曾宛如，論董事與監察人對公司債權人之責任：以公司面臨財務困難為核心，國立臺灣大學法學論叢，37卷1期，頁152，2008年3月。

<sup>200</sup> 請參見貳、三部分之說明。

<sup>201</sup> 楊岳平，公司治理與公司社會責任：企業併購下股東、債權人、員工、投資人之保護，頁247，2011年9月。

<sup>202</sup> 孫森焱，民法債編總論（下），頁608-612，2014年9月，修訂版。

權人派生訴訟所無<sup>203</sup>，故債權人需待給付期限屆至或進行催告，使債務人處給付遲延狀態，始得行使代位權（民法第229條）；若董事違反其受託義務，公司對之本可主張權利，若捨此不為，即有怠於行使權利之情事；至於保全必要性，我國最高法院則有認為係指：「債權人如不代位行使債務人之權利，其債權即有不能受完全滿足清償之虞時，債權人始有保全其債權之必要，而得行使代位權；倘債之標的與債務人之資力有關者，如金錢之債，其債務人應就債務之履行負無限責任，債務人苟有資力，債權即可獲得清償，若債務人陷於無資力或資力不足，債權之經濟上價值即行減損，故代位權之行使應以債務人陷於無資力或資力不足為要件」<sup>204</sup>。

因此整體觀之，債權人依我國法制下，原則上係在公司債務人無資力或資力不足的場合，於公司債務人陷於給付遲延狀態時，得代位公司行使對董事違反受託義務所生權利。由我國對於保全必要性的門檻設定在債務人無資力或資力不足乙節觀之，其實與德拉瓦州案例法僅在公司資力不足時，始賦予債權人為公司提起派生訴訟之見解，有異曲同工之妙。此時因債權人代位時係行使公司權利，法院所審查者，將是董事行為是否違反對公司之受託義務，而非董事行為是否有損債權人權利，只是因為對董事行為之訴追若獲有利判決，最終仍將增益公司責任財產，而可增加債權人之受償機會，故債權人將因代位權之行使而間接受益；另一方面，公司董事因仍有受債權人以代位方式訴追責任的可能，仍將受到監督，使其行為不致偏離受託義務之要求，但又能避免董事同時對公司與債權人負有受託義務時所帶來之嚴重利益衝突。由此觀之，現有民法代位權機制中其實已在公司、董事，及債權人等各方利益間取得平衡，在

---

<sup>203</sup> 楊岳平，同註201，頁248。

<sup>204</sup> 最高法院88年度臺上字第694號民事判決。

建立債權人對董事經營行為的監督機制同時，使董事得以專注於公司經營但又不會處於公司與債權人利益相左的兩難困境中，只要善加運用，將可相當程度緩解現行法制對債權人保護是否不足的疑慮。就此而言，我國現行法制對於債權人之保障，問題的癥結或許不是條文是否完備、理論是否充分，而在於既有規定是否能被有效執行，而有賴於實務案例的累積與發展。

## 五、公司社會責任與受託義務

除了以上論及的勞工與債權人，接下來可以進一步思考者，乃公司與股東以外利害關係人之關係：我國公司董事是否可能追求股東以外第三人之利益？企業社會責任與受託義務於我國法下的關係為何？對此，本文擬先釐清股東於我國法制下之地位，再進行逐步分析。

### （一）股東於受託義務理論結構中之地位

以上關於我國法各項議題的分析，其立論基礎，在於董事係服務於公司利益（直接對象）及股東利益（間接對象）。董事對公司負有受託義務，固無爭議，惟股東為受託義務之間接對象，此點是否得於我國法制中證立？

如前所述，我國學說傳統上認為，股東提出資金投資公司時，雖將失去資金所有權，但同時也將因此取得股東權，而將股東權視為原先資金所有權的變形，進一步推論公司為股東所有<sup>205</sup>。此一思維亦反映在公司法的修正過程中，例如公司法第192條第1項於二〇〇一年十一月十二日修正時，其修正理由即指明：「按現行規定（本文按：2001年11月12日修正以前之規定）以股東充任董事，並

---

<sup>205</sup> 請參見同註151所列各文獻。

不能與企業所有與企業經營分離之世界潮流相契合，且公司之獲利率與公司董事由股東選任無特殊關聯，故董事不以具有股東身分為必要，修正第一項<sup>206</sup>」，係基於股東為公司所有人之理解，進行公司法第192條第1項之修正。

再者，公司法第1條規定：「本法所稱公司，謂以營利為目的，依照本法組織、登記、成立之社團法人」，該條雖未指明公司係為誰而營利，但誠如Strine法官於論證德拉瓦州公司本質時所指出者，一部法典應觀照全體以推求其意旨<sup>207</sup>，故若比照辦理而為通盤觀察，可知我國公司法將修改章程（公司法第277條）、選舉董監事（公司法第192條第1項、第216條）、代位訴訟之提出（公司法第214條）、公司解散、合併、分割，或重要資產讓與等重要交易之否准（公司法第185條、第316條）等事項，皆是交由股東決議行之，且公司盈餘（公司法第230條）及剩餘財產之分配對象（公司法第330條）皆為股東，而在董事行為違反法令或章程時，股東亦是在監察人外唯一明文賦予制止請求權之人（公司法第194條），在在可見我國公司股東在出資後，對公司之運作過程與成果均有一定支配力<sup>208</sup>，而可推斷立法者之原意，在使公司為股東之利而營運。學說上在闡述公司法第1條「營利為目的」之意涵時，亦認為公司之為營利性社團法人，係指公司經營所生利益應依法分配予股東<sup>209</sup>。既然董事對公司負有受託義務，其內容在追求公司

<sup>206</sup> 立法院公報，90卷51期，頁244，2001年11月。

<sup>207</sup> Strine, *supra* note 97, at 783-84.

<sup>208</sup> 晚近日月光與矽品間之股權收購爭議，即為著例。在2015年10月15日之股東會中，矽品員工在場外拉布條提出訴求，但能夠決定矽品與鴻海得否進行股份交換者，仍是矽品公司股東，該公司員工對於該股份交換決策，並無否准的權限。

<sup>209</sup> 例如柯芳枝，同註151，頁6-7；廖大穎，同註151，頁36；周振鋒，同註115，

最大利益，而公司又是為了股東而營利，故股東將因董事追求公司利益而獲益，而可徵股東為受託義務中之間接服務對象。

惟晚近有論者就股東為公司所有權人之說法提出質疑，主張股東承受公司剩餘財產與風險，僅是公司之剩餘財產請求權人，公司法賦予股東各種權利，只是因為此等配置乃經濟效率之最適安排，並不代股東即為公司所有人，兩者未可等量齊觀<sup>210</sup>。但無論股東就剩餘財產請求權以外權利之取得，係因其所有權人地位使然，或是基於經濟效率配置的考量所致，我國股東在現行法上具有相當的支配力，皆屬法制上的現實，而使董事必須為股東利益而追求公司利益，只是在論理上，若認為股東為公司所有人，其得以受領公司收益係源於其所有權人地位，若認為股東僅為剩餘財產請求權人，追求其利益係因此舉將有益於其他受償順位在前之利害關係人，兩方論述方式雖有不同，但結論其實並無二致。

進一步言之，所謂所有權，其內容可再進一步析解為控制權及收益權，其中前者包括選舉董事及重大交易議決等得以支配公司經營團隊組成與主要營運事項之權利<sup>211</sup>，後者則係指得以獲配公司盈餘及剩餘財產的權利<sup>212</sup>。故就此而言，剩餘財產請求權實為所有權中之收益權的一部分，而可將「剩餘財產請求權人不當然為所有權人」之說法，進一步理解係在主張控制權與收益權得以分離，而將此兩者配置於不同主體。

---

頁260。

<sup>210</sup> 陳俊仁，論股東於公司之地位——股東於公開發行公司角色與功能之檢視，成大法學，12期，頁208，2006年12月。

<sup>211</sup> Henry Hansmann, *Firm Ownership and Organizational Form* 7 (2012), available at <http://papers.ssrn.com/id=2101327> (last visited: 2015.09.18).

<sup>212</sup> Henry Hansmann, *Ownership of the Firm*, 4 J.L. ECON. & ORGANIZATION 267, 269 (1988).

就理論而言，控制權與收益權雖有可能分離而歸屬於不同人，但若收益權非歸屬於控制權人，其將無誘因追求公司利益，蓋控制權人汲汲營營後之所得，將由收益權人取得<sup>213</sup>，反而是控制權人可能利用其權力，為自己利益而從事各種投機行為，侵害收益權人之利益<sup>214</sup>；另一方面若公司設立之資本係由收益權人提供，倘其不具有控制權，在控制權人可能從事投機行為的陰影下，收益權人的投資風險將隨之增加，使公司必須提出更高的投資報酬率以吸引投資，從而墊高公司之募資成本<sup>215</sup>。故控制權與收益權合歸同一人所有，毋寧為常態，且因兩者分離的交易成本極高，故亦難以藉由契約機制等方式，將兩者剝離<sup>216</sup>。因此，即令認為股東僅因公司剩餘財產與風險承受者身分而有收益權，在收益權與控制權的共伴效應下，股東實際上仍將取得成為公司所有權人所應具備的控制權，故無論認為股東為我國公司法制下之公司所有權人或剩餘財產與風險承受者，差異實為有限。

### (二)股東優位主義內涵之澄清

論者對於承認股東為公司所有人的最大質疑，在於此將導向股東優位主義（shareholder primacy），進而扼殺企業社會責任之生存空間<sup>217</sup>，此一主張值得深省。認定股東為公司所有人固然將導向股東優位主義的承認，而將受託義務的服務對象導向股東，但股

---

<sup>213</sup> *Id.*

<sup>214</sup> 游啓璋，從公司法的實踐看公司社會責任，台灣本土法學雜誌，93期，頁218，2007年4月。

<sup>215</sup> Paul H. Edelman, Randall S. Thomas & Robert B. Thompson, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 87 S. CAL. L. REV. 1359, 1366 (2014).

<sup>216</sup> 游啓璋，同註214，頁218。

<sup>217</sup> 陳俊仁，同註210，頁218。

東利益是否因此即與其他利害關係人之利益無法交集共存，似仍有理論建構空間。

在概念上或許應先澄清者，乃股東優位主義的內涵。根據 David Millon 的分析，股東優位主義其實有兩種版本，雖然無論哪一種版本，都是將股東利益置於其他利害關係人之上，故都可被稱為股東優位主義，但是就股東與董事間而言，第一種版本的股東優位主義係賦予股東自治的權利，由股東決定何為其最大利益，董事行為必須依股東會指示行事，故又可稱之為股東自治主義<sup>218</sup>；第二種版本的股東優位主義則係要求董事行事應追求股東最大利益，但不當然為股東指示所拘束，而可稱之為股東保護主義<sup>219</sup>。因股東保護主義賦予董事優位於股東之公司經營權限，即使股東對董事有所指示，若董事判斷該指示不符合其設想中之股東利益（例如長期利益），董事仍可依股東指示行事而無違其受託義務。著眼於此，此一版本的股東優位主義實與董事優位主義（director primacy）相通<sup>220</sup>。

由此觀之，承認股東為公司所有人雖然將導向股東優位主義，但此一論斷本身僅承認股東利益應優先於其他利害關係人，但未敘明此處的股東利益所指為何，又應該要如何促進之。故若認為股東優位主義，係指股東意志高於一切（股東自治主義），其他利害關係人之利益或許將被徹底排除；惟若認為促進股東利益之作法，係將此一職責託付予有經營知識與經驗的董事（股東保護主義），則

<sup>218</sup> Millon, *supra* note 133, at 1016-17.

<sup>219</sup> *Id.*

<sup>220</sup> *Id.* 此一說法，亦為提出董事優位主義概念之 Bainbridge 教授所認同。See Stephen M. Bainbridge, *David Millon's "Radical Shareholder Primacy"* (2014), available at <http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2014/08/david-millons-radical-shareholder-primacy.html> (last visited: 2015.09.18).

利害關係人的利益在得以增益股東利益的範圍內，仍可為董事所兼顧，此等社會責任因係在公司永續經營的基礎上被實行，而可稱為永續型企業社會責任<sup>221</sup>。故就此而言，股東利益與利害關係人利益兩者並非無法共存，若採行股東保護主義版本的股東優位主義，利害關係人的利益將仍有其立足空間。

那麼，我國公司法制所採取者，係何種股東優位主義？此實為我國公司法基礎理論之疑難待解問題，立法政策亦仍有不明<sup>222</sup>，有待進一步探索，惟若探究公司法第202條於二〇〇一年之修正，或可從中尋得端倪。

公司法第202條於二〇〇一年修正前，原係規定「公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均得由董事會決議行之」，二〇〇一年修正時，則將「『得』由董事會決議行之」修改為「『應』由董事會決議行之」，雖僅一字之差，但對於董事會與股東會之權限分配，帶來決定性的改變。在此規定下，公司法規定應由股東決議之事項，應由股東會為之，若公司法未有規定，則視章程就此有無規定；若無，則交由董事會進行決議<sup>223</sup>。

公司法第202條雖將公司業務事項，預設為應由董事會決議行之，有意賦予董事會廣泛的決議權限，然因該條亦允許章程另定股

<sup>221</sup> 請參見貳、四、(五)部分之說明。

<sup>222</sup> 曾宛如，公司法制基礎理論之再建構，頁15-18，2012年11月，2版。有關公司法第202條體系定位與比較法上的探討，可再參見曾宛如，公司參加代位訴訟與表決權迴避行使之適用——最高法院一〇三年度台上字第二七一九號民事判決與臺灣高等法院高雄分院一〇二年度台上字第二三七號民事裁定之評析，月旦裁判時報，39期，頁23-28，2015年9月。

<sup>223</sup> 進一步討論，請參見邵慶平，論股東會與董事會之權限分配——近來公司法修正之反思，載：公司法——組織與契約之間，頁114-133，2008年12月；邵慶平，股東會決議權限之解釋——最高法院一〇三年度台上字第二七一九號民事判決，月旦裁判時報，36期，頁22-24，2015年6月。

東會決議事項，使股東仍可透過章程修訂的方式，限制董事的決議權限，故董事會之確切權限範圍，除法令規定外，需視章程內容而定。就公司法第202條設定董事會為預設之主要決策單位而言，我國法制似偏向股東保護主義，然因同條復規定股東會可透過修章的方式復權<sup>224</sup>，似又有向股東自治主義傾斜之勢，擺盪於兩者之間，而或可將我國現行法制，稱之為預設型股東保護主義<sup>225</sup>。

### (三)企業社會責任內涵之建構

那麼，在預設型股東保護主義的法制現實下，應如何建構企業社會責任的內涵？

首先，股東因具有公司所有人或剩餘財產及風險承受者之身分，故董事受託義務的對象並不會指向股東以外之其他利害關係人，渠等尚無從以受託義務為基礎，對董事有所請求。

然董事即使不對利害關係人負有受託義務，其於營運公司時，是否仍得追求利害關係人之利益？對此，本文認為在公司法第202條的文義下，若股東透過章程對公司之業務執行設有限制（例如設定捐款金額上限），董事必須受其中規定拘束<sup>226</sup>，然若章程未有

<sup>224</sup> 林國全，章定股東會決議事項，月旦法學教室，56期，頁25，2007年6月；陳俊仁，公司治理與股東權益維護——論股東會章訂專屬決議權限之規範缺失，月旦法學雜誌，184期，頁54-55，2010年9月。

<sup>225</sup> 德拉瓦州普通公司法第102條亦准許公司在不違反法令的範圍內，以章程條款限制董事之公司經營權限（*See DEL. CODE ANN. tit. 8 § 102(b)(1)*）。因此，就董事權限的限制而言，德拉瓦州普通公司法與我國公司法第202條，有其相似之處。

<sup>226</sup> 若股東會未修章而僅單純作成決議，董事是否受該決議拘束？此一問題涉及公司法第193條第1項：「董事會執行業務，應依照法令章程及股東會之決議」之「股東會決議」如何解釋的問題。對此，可參見林國全，同註224，頁24-25。惟該部分的討論並不影響本文所提我國公司法為預設型股東保護主義之主張。

相關指示，董事本諸公司法第202條所賦予之預設權限，將有權就公司業務進行決策，而董事就此等經營判斷，在符合一定前提要件下，將受到經營判斷法則的保護<sup>227</sup>。

若董事決策受到經營判斷法則保護，是否意味著董事得以在該等保護傘下，以利害關係人之利益為先，置股東利益於不顧？對此，美國法上不乏有論者採肯定見解，認為董事得在經營判斷法則下，恣意追求利害關係人利益而不被追究責任<sup>228</sup>，此一論據於現行德拉瓦州案例法有所扞格，已如前述<sup>229</sup>，在我國公司法第1條明定公司以營利為目的，而其中所營之利係用來分配盈餘予股東下，法律與章程規定以外的事項固然得以董事會決議行之，惟該等權限仍應有其外緣限制，而不得逾越於股東利益之外，因此如董事決策將有利於利害關係人，該等決策仍必須與股東利益有所連結，只是此等股東利益不以短期、有形、可計量者為限，而可為長期、無形、無法量化利益之追求。就此而言，永續型企業社會責任應是在我國法下較為可行的選項。

---

<sup>227</sup> 臺灣臺北地方法院96年度訴字第2105號民事判決：「公司負責人在無其他忠實義務或其他相關法令之違反，而已盡其應有之注意義務，公司負責人之判斷縱然有錯誤或結果未如預期，公司負責人之經營判斷行為仍屬『經營判斷原則』下合理行為，亦即相當於我國法上已盡善良管理人之注意義務，自無庸就其經營管理行為對公司負損害賠償之責。公司負責人在經營公司時，若已經盡善良管理人之注意義務，惟因經營判斷錯誤，事後公司雖然發生損失，則仍不可反推公司負責人未盡其善良管理人之注意義務。此即英美法所謂『經營判斷原則』（Business judgment rule）」。經營判斷法則近年來開始向上提升，而有為上級審法院引為裁判基礎者，如臺灣高等法院103年度重上字第542號民事判決、臺灣高等法院98年度上字第1307號民事判決。

<sup>228</sup> Elhauge, *supra* note 99, at 770-76; STOUT, *supra* note 100, at 34-37.

<sup>229</sup> 請參見貳、四部分之說明。

#### (四)慈善型企業社會責任可行性之評估

不可諱言，若採行股東保護主義下的永續型企業社會責任，因其仍係將股東利益置於其他利害關係人之上，此在股東與其他利害關係人的利益相通的情況下故無問題，惟在兩者利益相左時，股東利益將優先於其他利害關係人被考慮。則在我國公司法制下，姑且不論第1條之存在，有無可能更進一步，將企業社會責任自股東利益的制限解放，賦予董事更寬廣的權限，使其得以遂行以追求利害關係人為宗旨的慈善型企業社會責任<sup>230</sup>？

採行慈善型企業社會責任，意味著股東以外利害關係人的利益將被廣泛納入考量，且其順位無須在股東利益之後，惟何種利害關係人的利益應被納入？彼此的關係為何？其內容皆不易界定。誠如論者所指出者，企業社會責任此一概念具有多義性，其內容可能是在要求公司應自我約束（消極不作為），也有可能是在促使公司增進社會福祉（積極作為），而可能涉及多種且彼此互相矛盾的社會關係，其性質亦未必為法律義務，而可能只是一種道德倫理上的期待<sup>231</sup>，若缺乏明確可操作的定義，慈善型企業社會責任將僅是空洞的口號，無法落實。

其次，利害關係人一詞，事實上為不同團體的集合，當中的利害關係未必一致，縱認股東無須優位於利害關係人而被董事所關注，甚至認為利害關係人的利益應被優先考量，董事仍需面對不同利害關係人的不同利益應如何取捨的問題，如何提出一套有效的解決方案，亦為慈善型企業社會責任所需面對的難題。

---

<sup>230</sup> 關於股東自決主義、股東保護主義（永續型社會責任）與慈善型企業社會責任間之關係，請參見貳、四、(㉔)部分之說明。

<sup>231</sup> 廖大穎，企業行動憲章與公司治理——21世紀日本企業的社會責任論，載：公司制度與企業組織設計之法理，頁123-124，2009年1月。

在此情況下，若將相關問題的決定，率交由董事會進行，董事會將易陷於利益衝突的泥沼當中，恐將使董事無所適從<sup>232</sup>，而在現有法制僅股東有投票權的現實下，股東將可透過該等權利之行使對董事施壓，使之關注股東利益<sup>233</sup>；甚者，若認為董事此等決策將有經營判斷法則的保護，董事僅需就其決策，恣意擇取可相連結之利害關係人而與之連結，即可不被究責，最終只會使董事責任之追究成為不可能，而無從監督董事行為<sup>234</sup>，將根本架空受託義務之運作，使董事有進行自利行為的可乘之機，長此以往亦將可能使投資者因風險增加而降低投資意願，或是墊高公司因此所需投入的募資成本<sup>235</sup>。

相對而言，永續型企業社會責任應仍要求董事的決策需與股東利益連結，而能作為董事判斷不同利益間優先劣後關係的指引，董事在說明其決策理由時，亦將有評斷的基礎與依據，對之有所質疑的股東亦將得以進行進一步的訴追<sup>236</sup>，故相較於慈善型社會責任，永續型企業社會責任在營利性組織之一般公司中，毋寧將較能確保執法機制的有效運行<sup>237</sup>。

---

<sup>232</sup> Bainbridge, *supra* note 129, at 581.

<sup>233</sup> Strine, *supra* note 97, at 788.

<sup>234</sup> Mark J. Roe, *The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization*, 149 U. PA. L. REV. 2063, 2065 (2001).

<sup>235</sup> Bainbridge, *supra* note 125, at 1013.

<sup>236</sup> 關於受託義務違反時之救濟，進一步討論可參見黃朝琮，同註171，頁115-137。

<sup>237</sup> 我國曾於2014年由立法委員提出公益公司法草案，其中規定公益公司之「決策應以公司章程所載公益目的及對利害關係之人影響為首要考量」，與一般公司以盈利為目的有別，但論者對於將利害關係人利益絕對性地置於股東之上的設計，仍多所質疑，請參見江朝聖，論社會企業組織法制——以公益公司法為中心，全國律師，19卷9號，頁51-52，2015年9月；洪令家，社會企業之治理架構初探：以英美規範為基礎，全國律師，19卷9號，頁71，2015年9月。

## 肆、結 論

本文梳理德拉瓦州案例法，得出彼邦認為受託義務係服務於股東利益下之公司利益，公司為受託義務之直接對象，股東為間接對象，股東利益與公司利益間，則係透過股東之剩餘財產及風險承受者身分而相連結，董事並有決定公司利益為何之權限，而得以規劃追求公司利益之方式與時程，該等決策並將受到經營判斷法則之保護。以此認知進一步觀察德拉瓦州案例法，即可理解彼邦案例法為何認為股東在公司出售的場合將直接成為受託義務的直接對象、董事不負有保護特別股優先權利之受託義務、債權人在公司無資力時將取得提起派生訴訟的訴權，以及利害關係人僅具有功能性地位之緣由。

我國公司法無論由其規定內容、實務判決或是學說見解，皆傾向認為股東為公司所有人，晚近論者雖有對此質疑，認為股東僅為剩餘財產請求權人，但即令如此，我國股東仍保有剩餘財產及風險承受者之身分，故德拉瓦州案例法所發展出來之受託義務理論結構，於我國法仍有適用，此不但可應用於公司法第23條第1項及企業併購法新法第5條第1項及其相關實務見解之解釋適用，並有助於思考公司債權人保護機制應如何建構之問題，更可對於晚近之勞工董事議題及高鐵特別股爭議，提供另一個觀察視角，對於企業社會責任之問題，也得以在現行法制架構下，思考、評估永續型企業社會責任及慈善型企業社會責任之可行性。

在德拉瓦州案例法所建構之體系架構以外，本文並不排除尚有其他受託義務理論架構的可能性，例如將公司利益的範圍與股東及其他利害關係人連結，董事將根據公司所處狀態，調整公司利益之背後各方利害關係人利益，而不必當然將公司利益與股東利益連結。只是如同前文分析所示，此等理論架構有其待克服的課題（例

如分裂忠誠、董事行為如何審查監督），也可能牽動現行公司法之根本架構，在既有法制下的可行性如何，需作進一步的檢視與探討。本文之作，期能有助於後續對話的開展，促使我國受託義務概念之進一步發展。

## 參考文獻

### 一、中 文

1. 王文字，企業併購法總評，載：新公司與企業法，頁257-291，2003年1月。
2. 王文字，公司法論，4版，2008年9月。
3. 王麗玉，我國公司法上有關公司負責人對第三人責任法制諸問題，論公司法與保護債權人之機制，載：現代公司法制之新課題——賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集，頁545-573，2005年8月。
4. 朱德芳，論重整中公司之公司治理——以當事人之利害衝突與重整法制之目的為核心，兼論債權人於公司治理中之功能與地位，東吳法律學報，17卷2期，頁193-248，2005年12月。
5. 江朝聖，論社會企業組織法制——以公益公司法為中心，全國律師，19卷9號，頁40-52，2015年9月。
6. 李志峰，美國法上保險人處理賠案之義務——兼評我國保險法之相關規定，輔仁法學，46期，頁153-264，2013年12月。
7. 李維心，從實務觀點談商業判斷法則之引進，中原財經法學，22期，頁129-211，2009年6月。
8. 周振峰，公司捐贈與相關代理成本之研究，國立臺灣大學法學論叢，42卷2期，頁259-315，2013年6月。
9. 周振鋒，談美國社會企業立法——以公益公司為中心，中正大學法學集刊，46期，頁55-108，2015年1月。
10. 易明秋，公司社會責任的實驗品——美國社會型企業制度，成大法學，26期，頁59-144，2013年12月。
11. 林國全，章定股東會決議事項，月旦法學教室，56期，頁24-25，2007年6月。
12. 林國彬，公司出售或控制權出售時之股東利益最大化原則——論德拉瓦州法院Revlon/QVC Doctrine之適用範圍，臺北大學法學論叢，87期，頁119-176，2013年9月。
13. 邵慶平，董事受託義務內涵與類型的再思考——從監督義務與守法義務的比

較研究出發，臺北大學法學論叢，66期，頁1-43，2008年6月。

14. 邵慶平，論股東會與董事會之權限分配——近來公司法修正之反思，載：公司法——組織與契約之間，頁111-215，2008年12月。
15. 邵慶平，組織與契約之間——經濟分析觀點，載：公司法——組織與契約之間，頁23-44，2008年12月。
16. 邵慶平，股東會決議權限之解釋——最高法院一〇三年度台上字第二七一九號民事判決，月旦裁判時報，36期，頁19-24，2015年6月。
17. 施建州，融資併購對於目標公司債權人保護法制之研究，玄奘法律學報，22期，頁141-197，2014年12月。
18. 柯芳枝，公司法論（上），9版，2015年7月。
19. 洪令家，社會企業之治理架構初探：以英美規範為基礎，全國律師，19卷9號，頁62-74，2015年9月。
20. 孫森焱，民法債編總論（下），修訂版，2014年9月。
21. 許登科，高鐵公司特別股收回限制之解除——評析臺灣高等法院一〇三年度重上字第八六九號民事判決，月旦法學雜誌，244期，頁194-204，2015年9月。
22. 郭玲惠，產業民主制度所涉及的法律問題——兼簡介德國之制度，中興法學，43期，頁127-156，1997年12月。
23. 陳忠五，侵害債權的侵權責任——學說與實務現況分析，載：民事法之思想啟蒙與立論薪傳：孫森焱前大法官八秩華誕祝壽論文集，頁575-611，2013年11月。
24. 陳忠五，第三人侵害債權的侵權責任——問題爭論實益的探討，載：物權與民事法新思維：司法院謝前副院長在全七秩祝壽論文集，頁351-393，2014年1月。
25. 陳俊仁，由企業併購法第五條與第六條論我國忠實義務規範的缺失，華岡法粹，33期，頁203-237，2005年6月。
26. 陳俊仁，論股東於公司之地位——超越「企業所有與企業經營分離」之迷思，華岡法粹，35期，頁191-218，2006年7月。
27. 陳俊仁，論股東於公司之地位——股東於公開發行公司角色與功能之檢視，成大法學，12期，頁185-246，2006年12月。

28. 陳俊仁，論公司本質與公司社會責任——董事忠實義務之規範與調和，台灣本土法學雜誌，94期，頁79-109，2007年5月。
29. 陳俊仁，公司治理與股東權益維護——論股東會章訂專屬決議權限之規範缺失，月旦法學雜誌，184期，頁41-59，2010年9月。
30. 陳彥良，公司治理面向下共同決定之探討——德國法的啟示，財產法暨經濟法，17期，頁41-92，2009年3月。
31. 曾宛如，論董事與監察人對公司債權人之責任：以公司面臨財務困難為核心，國立臺灣大學法學論叢，37卷1期，頁79-163，2008年3月。
32. 曾宛如，公司法制基礎理論之再建構，2版，2012年11月。
33. 曾宛如，影子董事與關係企業——多數股東權行使界限之另一面向，政大法學評論，132期，頁1-70，2013年4月。
34. 曾宛如，公司參加代位訴訟與表決權迴避行使之適用——最高法院一〇三年度台上字第二七一九號民事判決與臺灣高等法院高雄分院一〇二年度台上字第二三七號民事裁定之評析，月旦裁判時報，39期，頁21-30，2015年9月。
35. 游啟璋，公司法的功能、問題與法律策略，載：現代公司法制之新課題：賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集，頁3-31，2005年8月。
36. 游啟璋，從公司法的實踐看公司社會責任，台灣本土法學雜誌，93期，頁209-220，2007年4月。
37. 黃朝琮，董事違反受託義務之事前救濟，法令月刊，66卷4期，頁115-141，2015年4月。
38. 黃朝琮，受託義務審查規則與舉證責任分配，中正大學法學集刊，48期，頁121-192，2015年7月。
39. 黃朝琮，公司出售時之受託義務與程序機制——美國德拉瓦州案例法之考察，臺北大學法學論叢，95期，頁99-194，2015年9月。
40. 黃朝琮，併購交易保護措施之司法審查，法令月刊，67卷3期，頁74-96，2016年3月。
41. 楊岳平，公司治理與公司社會責任：企業併購下股東、債權人、員工、投資人之保護，2011年9月。
42. 楊通軒，集體勞工法——理論與實務，3版，2012年1月。
43. 廖大穎，論公司法與保護債權人之機制，載：證券市場與企業法制論，頁

383-431，2007年6月。

44. 廖大穎，企業行動憲章與公司治理——21世紀日本企業的社會責任論，載：公司制度與企業組織設計之法理，頁117-176，2009年1月。

45. 廖大穎，公司法原論，6版，2012年8月。

46. 劉士豪，我國勞工董事法律地位之探討，台灣勞工季刊，34期，頁24-38，2013年6月。

47. 劉紹樑，我國併購法制的蛻變與前瞻，經社法制論叢，32期，頁1-33，2003年7月。

48. 劉連煜，董事責任與經營判斷法則，月旦民商法雜誌，17期，頁178-196，2007年9月。

49. 劉連煜，公司社會責任理論與股東提案權，載：公司法理論與判決研究(五)，頁77-136，2009年4月。

50. 劉連煜，現代公司法，11版，2015年9月。

51. 蔡宏瑜，特別股股東權益保護之探討，玄奘法律學報，1期，頁159-196，2004年6月。

52. 蔡昌憲，下市交易中利益衝突之淨化機制：從美國Dell公司收購案談起，國立臺灣大學法學論叢，44卷2期，頁533-597，2015年6月。

53. 衛民，從德國共同決定制論我國勞工董事制度的定位，政大勞動學報，12期，頁219-255，2002年7月。

54. 鄭有為、陳滴屏，從日本「民事再生法」的誕生看燦爛輝煌的二十一世紀破產法學，中原財經法學，10期，頁85-137，2003年6月。

55. 賴英照，從尤努斯到巴菲特——公司社會責任的基本問題，台灣本土法學雜誌，93期，頁150-180，2007年4月。

56. 戴志傑，公司法上「經營判斷法則」之研究，月旦法學雜誌，106期，頁157-176，2004年3月。

## 二、外 文

1. Allen, William T., *Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation*, 14 CARDOZO L. REV. 261 (1992).

2. Allen, William T., *Ambiguity in Corporation Law*, 22 DEL. J. CORP. L. 894 (1997).
3. Bainbridge, Stephen M., *Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes*, 19 PEPP. L. REV. 971 (1992).
4. Bainbridge, Stephen M., *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U. L. REV. 547 (2003).
5. Bainbridge, Stephen M., *The Geography of Revlon-Land*, 81 FORDHAM L. REV. 3277 (2013).
6. Bainbridge, Stephen M. (2015), *CORPORATION LAW* (3d ed.), New York: Foundation Press.
7. Barondes, Royce de R., *Fiduciary Duties of Officers and Directors of Distressed Corporations*, 7 GEO. MASON L. REV. 45 (1998).
8. Bratton, William W. Jr., *The “Nexus of Contracts” Corporation: A Critical Appraisal*, 74 CORNELL L. REV. 407 (1989).
9. Bratton, William W., Jr. (2012), *CORPORATE FINANCE — CASES AND MATERIALS* (7th ed.), New York: Foundation Press.
10. Bratton, William W. Jr. & Wachter, Michael L., *A Theory of Preferred Stock*, 161 U. PA. L. REV. 1815 (2013).
11. Brownridge, Sean W., *Canning Plum Organics: The Avant-Garde Campbell Soup Company Acquisition and Delaware Public Benefit Corporations Wandering Revlon-Land*, 39 D. J. CORP. L. 703 (2015).
12. Clark, Robert C. (1986), *CORPORATE LAW*, Boston: Little, Brown.
13. Committee on Corporate Laws & American Bar Association, *Other Constituencies Statutes: Potential for Confusion*, 45 BUS. LAW. 2253 (1990).
14. Davies, Paul L. & Hopt, Klaus J., *Boards in Europe — Accountability and Convergence*, 61 AM. J. COMP. L. 301 (2013).
15. DeMott, Deborah A., *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, 1988 DUKE L.J. 879 (1988).
16. Easterbrook, Frank H. & Fischel, Daniel R., *The Proper Role of a Target’s Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161 (1981).
17. Edelman, Paul H., Thomas, Randall S. & Thompson, Robert B., *Shareholder*

- Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 87 S. CAL. L. REV. 1359 (2014).
18. Elhauge, Einer, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, 80 N.Y.U. L. REV. 733 (2005).
  19. Elson, Charles M., Ferrere, Craig K. & Goossen, Nicholas J., *The Bug at Volkswagen: Lessons in Co-Determination, Ownership, and Board Structure*, 26 (2) J. APPLIED CORP. FIN. 36 (2015).
  20. Fama, Eugene F. & Jensen, Michael C., *Separation of Ownership and Control*, 26 J.L. & ECON. 301 (1983).
  21. Fried, Jesse M. & Ganor, Mira, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, 81 N.Y.U. L. REV. 967 (2006).
  22. Gelter, Martin, *Tilting the Balance between Capital and Labor? The Effects of Regulatory Arbitrage in European Corporate Law on Employees*, 33 FORDHAM INT'L L.J. 792 (2010).
  23. Geczy, Christopher, Jeffers, Jessica, Musto, David & Tucker, Anne, *Institutional Investing When Shareholders are Not Supreme*, 5 HARV. BUS. L. REV. 73 (2015).
  24. Gilson, Ronald J., *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, 55 STAN. L. REV. 1067 (2003).
  25. Gilson, Ronald J. & Schizer, David M., *Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock*, 116 HARV. L. REV. 874 (2003).
  26. Gouvin, Eric J., *Resolving the Subsidiary Director's Dilemma*, 47 HASTINGS L.J. 287 (1996).
  27. Griffith, Sean J., *Deal Protection Provisions in the Last Period of Play*, 71 FORDHAM L. REV. 1899 (2003).
  28. Hansmann, Henry, *Ownership of the Firm*, 4 J.L. ECON. & ORGANIZATION 267 (1988).
  29. HESS, AMY MORRIS, BOGERT, GEORGE GLEASON & BOGERT, GEORGE TAYLOR, *THE LAW OF TRUSTS AND TRUSTEES*, available at Westlaw Classic (database updated Sept. 2014).
  30. Holland, Randy J., *Delaware Directors' Fiduciary Duties: The Focus on Loyalty*,

- 11 U. PA. J. BUS. L. 675 (2009).
31. Hopt, Klaus J., *New Ways in Corporate Governance: European Experiments with Labor Representation on Corporate Boards*, 82 MICH. L. REV. 1338 (1984).
32. Hopt, Klaus J., *Labor Representation on Corporate Boards: Impacts and Problems for Corporate Governance and Economic Integration in Europe*, 14 INT'L REV. L. & ECON. 203 (1994).
33. Hu, Henry T. C. & Westbrook, Jay Lawrence, *Abolition of the Corporate Duty to Creditors*, 107 COLUM. L. REV. 1321 (2007).
34. Jacobs, Jack B., *"Patient Capital": Can Delaware Corporate Law Help Revive It?*, 68 WASH. & LEE L. REV. 1645 (2011).
35. Jensen, Michael C. & Meckling, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).
36. Johnson, Lyman, *Unsettledness in Delaware Corporate Law: Business Judgment Rule, Corporate Purpose*, 38 DEL. J. CORP. L. 405 (2013).
37. Kahan, Marcel & Rock, Edward B., *When the Government is the Controlling Shareholder*, 89 TEX. L. REV. 1293 (2011).
38. Kaplan, Steven N. & Strömberg, Per, *Financial Contracting Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, 70 REV. ECON. STUDS. 281 (2003).
39. Korsmo, Charles R., *Venture Capital and Preferred Stock*, 78 BROOK. L. REV. 1163 (2013).
40. Kraakman, Reinier et al. (2009), *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* (2d ed.), New York: Oxford University Press.
41. Laster, J. Travis, *Omnicare's Silver Lining*, 39 J. CORP. L. 795 (2013).
42. Laster, J. Travis & Zeberkiewicz, John Mark, *The Rights and Duties of Blockholder Directors*, 70 BUS. LAW. 33 (2015).
43. Macey, Jonathan R., *An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties*, 21 STETSON L. REV. 23 (1991).

- 44.Macey, Jonathan R., *Corporate Social Responsibility: A Law & Economics Perspective*, 17 CHAP. L. REV. 331 (2014).
- 45.McCormick, Robert A., *Union Representatives as Corporate Directors: The Challenge to the Adversarial Model of Labor Relations*, 15 U. MICH. J.L. REFORM 219 (1982).
- 46.McDonnell, Brett H., *Employee Primacy, or Economics Meets Civic Republicanism at Work*, 13 STAN. J.L. BUS. & FIN. 334 (2008).
- 47.Millon, David, *Two Models of Corporate Social Responsibility*, 46 WAKE FOREST L. REV. 523 (2011).
- 48.Millon, David, *Radical Shareholder Primacy*, 10 U. ST. THOMAS L.J. 1013 (2013).
- 49.Murray, J. Haskell, *Choose Your Own Master: Social Enterprise, Certifications, and Benefit Corporation Statutes*, 2 AM. U. BUS. L. REV. 1 (2012).
- 50.Murray, J. Haskell, *The Social Enterprise Law Market*, 75 MD. L. REV. 541 (2016).
- 51.Rhee, Robert J., *Fiduciary Exemption for Public Necessity: Shareholder Profit, Public Good, and the Hobson's Choice During a National Crisis*, 17 GEO. MASON L. REV. 661 (2010).
- 52.Rock, Edward, *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality*, 161 U. PA. L. REV. 1907 (2013).
- 53.Roe, Mark J., *The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization*, 149 U. PA. L. REV. 2063 (2001).
- 54.Sharfman, Bernard S., *Shareholder Wealth Maximization and Its Implementation under Corporate Law*, 66 FLA L. REV. 389 (2014).
- 55.Sitkoff, Robert H., *The Economic Structure of Fiduciary Law*, 91 B. U. L. REV. 1039 (2011).
- 56.Skeel, David A. Jr., *Rethinking the Line between Corporate Law and Corporate Bankruptcy*, 72 TEX. L. REV. 471 (1994).
- 57.Stout, Lynn (2012), *THE SHAREHOLDER VALUE MYTH: HOW PUTTING SHAREHOLDERS FIRST HARMS INVESTORS, CORPORATIONS, AND THE PUBLIC*, San Francisco: Berrett-Koehler.

58. Strine, Leo E. Jr., *The Social Responsibility of Boards of Directors and Stockholders in Charge of Control Transactions: Is There Any “There” There?*, 75 S. CAL. L. REV. 1169 (2002).
59. Strine, Leo E. Jr., Hamermesh, Lawrence A., Balotti, R. Franklin & Gorris, Jeffrey M., *Loyalty’s Core Demand: The Defining Role of Good Faith in Corporation Law*, 98 GEORGETOWN L.J. 629 (2010).
60. Strine, Leo E. Jr., *Our Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporate be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, 66 BUS. LAW. 1 (2010).
61. Strine, Leo E. Jr., *Our Continuing Struggle with the Idea That For-Profit Corporations Seek Profit*, 47 WAKE FOREST L. REV. 135 (2012).
62. Strine, Leo E. Jr., *Poor Pitiful or Potently Powerful Preferred?*, 161 U. PA. L. REV. 2025 (2013).
63. Strine, Leo E. Jr., *The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law*, 50 WAKE FOREST L. REV. 761 (2015).
64. Thompson, Robert B., *Anti-Primacy: Sharing Power in American Corporations*, 71 Bus. Law. 381 (2016).
65. Tung, Frederick, *The New Death of Contract: Creeping Corporate Fiduciary Duties for Creditors*, 57 EMORY L.J. 809 (2008).
66. Veasey, E. Norman & Guglielmo, Christine T. Di, *What Happened in Delaware Corporate Law and Governance from 1992-2004? A Retrospective on Some Key Developments*, 153 U. PA. L. REV. 1399 (2005).
67. Veasey, E. Norman & Guglielmo, Christine T. Di, *How Many Masters Can a Director Serve? A Look at the Tensions Facing Constituency Directors*, 63 BUS. LAW. 761 (2008).
68. Walsh, Joseph T., *The Fiduciary Foundation of Corporate Law*, 27 J. CORP. L. 333 (2002).
69. Walther, Ben, *The Peril and Promise of Preferred Stock*, 39 DEL. J. CORP. L. 161 (2014).

# Beneficiary of Fiduciary Duties

Chao-Tsung Huang<sup>\*</sup>

## Abstract

Who is the beneficiary of fiduciary duty? Such question is not as straightforward as it appears to be. Through the lens of comparative study, this article argues, by ways of observing and combing through Delaware case laws, that company should be the direct beneficiary of the fiduciary duty and the company's shareholder the indirect beneficiary; the direct and indirect beneficiary is connected by the shareholders' status as the company's residual claimant. This article further provides the principles with respect to the determination of the fiduciary duty's beneficiary and observes their applications in different contexts under Delaware law. From the perspective of statutory structure, corporate theorists, and judicial rulings, as Taiwan Company Act tends to recognize the shareholder's status as the company's residual claimant, this article thus argues that the fiduciary structure developed by Delaware case laws should also be applicable in Taiwan. And for verification purpose, the argument aforementioned should be applied to various issues under Taiwan law, such as (1) the interpretation of Article 23 of Company Act and Article 5 of Business Mergers and Acquisitions Act, (2) the proper protective mechanism for the company's creditor, (3) the adoption of mandatory labor director,

---

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

Received: October 12, 2015; accepted: December 17, 2015

(4) the analysis of the disputes regarding the redemption of the preferred shares of Taiwan High Speed Rail, and (5) the plausible substance of corporate social responsibility under the current structure of Company Act.

**Keywords:** Fiduciary Duty, Business Judgment Rule, Shareholder Primacy, Director Primacy, Residual Claim and Risk, Conflict of Interest, Sale of Company, Zone of Insolvency, Corporate Social Responsibility, THSR Preferred Share Dispute