

受託義務之對象

壹、前言

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

1. 董事決定公司利益如何追求
2. 董事所為規劃有經營判斷法則適用

(二) 公司瀕臨無資力時仍追求公司最大利益

(三) 公司出售時則以股東眼前最大利益為依歸

二、股東之間

(一) 控制股東與少數股東之間

(二) 普通股股東與特別股東之間

三、股東與債權人之間

四、股東與其他利害關係人之間

(一) 案例法的澄清

(二) 股東利益：經營判斷法則的外緣限制

(三) 德拉瓦州普通公司法典的體例

(四) 立法政策上的考量

(五) 德拉瓦州法下的公司社會責任

五、小結

(一) 受託義務對象的雙層結構

(二) 股東利益的維護與偏離

參、我國法下之若干議題探討

一、公司法第 23 條第 1 項與企併法第 5 條第 1 項之解釋

(一) 公司法第 23 條第 1 項

(二) 企併法第 5 條第 1 項

二、受託義務對特別股股東之適用

三、勞工董事制度

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地位

（二）股東優位主義內涵之澄清

（三）公司社會責任內涵之建構

（四）慈善型公司社會責任可行性之評估

肆、結論

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）¹，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²，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 2001 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³。

1 Bowen v. Imperial Theatres, Inc., 115 A. 918, 922 (Del. Ch. 1922); New Enterprise Associates 14, L.P. v. Rich, 295 A.3d 520, 545 (Del. Ch. 2023). 另參見邵慶平，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。

2 王文宇，企業併購法總評，新公司與企業法，頁 276-277，2003 年 1 月。

3 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，新修正公司法評析——董事「認定」之重大變革（事實上董事及影子董事）暨董事忠實義務之具體化，月旦法學雜誌，204 期，頁 135，2012 年 5 月；黃朝琮，受託義務違反之求償模式建構，華岡法粹，69 期，頁 111-124，2020 年 12 月；本書，頁 352-364。

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⁴，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⁵。此等敘述應如何加以理解？

在 *Production Resources* 中，時任德拉瓦州衡平法院法官（後擔任德拉瓦州最高法院首席法官(Chief Justice)，已退休）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⁶。此一論斷，實為美國法上對於公司本質主流見解的反映。

在 1970 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⁷。依該理論，公司其實為不同個人間契約關係的聯結點⁸，其中董事被賦予經營決策權，股東則承擔剩餘風險並

4 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).

5 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).

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

7 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，公司法——組織與契約之間，頁 24-35，2008 年 12 月。

8 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).

受領剩餘財產⁹。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¹⁰，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¹¹。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**¹²。

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：

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¹³。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¹⁴。換言之，董事被課予受託義務追求的利益，無須為眼前所見之短期利益，而可為公司之長期利益¹⁵。

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

10 *Id.* at 303.

11 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).

12 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，後續將於第貳、五、(一)部分就此等雙層結構進行說明。

13 *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140, 1150 (Del. 1989).

14 *TW Services, Inc. v. SWT Acquisition Corp.*, 1989 WL 20290, at *7 (Del. Ch. Mar. 2 1989).

15 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

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¹⁶，故公司永續經營之長期利益將持續回饋予股東；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¹⁷，從而促成社會經濟的發展與進步。故從社會福祉的角度而言，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¹⁸。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，更多時候係在鼓勵、保護董事對於長期利益之追求¹⁹。

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* 所示，德拉瓦州案例法係將之交由董事決定。

- ¹⁶ William T. Allen, *Ambiguity in Corporation Law*, 22 DEL. J. CORP. L. 894, 896 (1997).
- ¹⁷ 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，現代公司法制之新課題：賴英照大法官六秩華誕祝賀論集*，頁 5-15，2005 年 8 月。
- ¹⁸ 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*, 110 NW. U. L. REV. 727, 803-04 (2016).
- ¹⁹ 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). See also Kenneth McNeil & Keith L. Johnson, *The Elephant in the Room: Helping Delaware Courts Develop Law to End Systemic Short-Term Bias in Corporate Decision Making*, 8 MICH. BUS. & ENTREPRENEURIAL L. REV. 1, 8-10 (2018) (citing cases); 理論上的推演，see Zachary J. Gubler, *The Neoclassical View of Corporate Fiduciary Duty Law*, 91 U. CHI. L. REV. 165 (2024).

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²⁰。

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。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²¹。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²²，但就公司利益的追求而言，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，就無需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

²⁰ *Gantler*, 965 A.2d at 706.

²¹ 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。

²² 進一步說明，請參見戴志傑，公司法上「經營判斷法則」之研究，月旦法學雜誌，106期，頁161-162，2004年3月。

態，決定何者應優先而成為董事受託義務的服務對象²³。

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* 中，曾於註解舉例說明²⁴：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 萬美元 ($= (5100 \times 25\%) + (400 \times 70\%) + (0 \times 5\%)$)。

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 ($= (5100 - 1200) \times 25\% + 0 \times 70\% + 0 \times 5\%$)，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²⁵。

23 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).

24 *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp.*, 1991 WL 277613, at *34 n.55 (Del. Ch. Dec. 30, 1991).

25 *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。

此等對於股東偏好的偏離應如何理解？Strine 法官於 *Production Resources* 中，指出 *Credit Lyonnais* 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違反受託義務，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* 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好作成決策之理由追究其責任²⁶。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²⁷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²⁸。在著名的 *Revlon* 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

²⁶ *Production Resources*, 863 A.2d at 788. 事實上，董事在此選擇以 1,750 萬美元和解，亦非完全與股東利益脫勾（請參見後註 154 之說明）。

²⁷ 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。

²⁸ 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).