國立成功大學

法律學系研究所

公司治理基本問題研究

專題報告

資本制度鬆綁下的代理人成本失控：可成科技案之評析與美國受託義務之借鏡

Runaway Agency Costs and Capital Regime Deregulation: A Case Study of Catcher Technology and U.S. Fiduciary Duties

研究生：林宜樺

年級：碩二乙組

中華民國115年9月1日

第一章　緒論

一、 研究目的與背景

現代公司法制的演進，本質上是在「賦予經營者商業彈性」與「保障出資股東權益」之間尋求平衡。我國公司法長期承襲德、日等歐陸法系傳統，在資本制度上採取嚴格的「預防規範」模式，透過資本確定、充實、維持等資本三原則，以及將盈餘分派等重大資金調度權限保留予股東會，藉此建立事前防範機制，限縮管理階層濫用公司資金的空間。

然而，隨著全球化競爭的加劇、知識經濟的崛起，以及新興金融商品的多元化，傳統的資本維持原則開始面臨挑戰。為回應實務界對於商業營運彈性的需求，我國經濟部與立法機關於 2018 年進行了結構性的公司法大修。本次修法大幅度向以美國（特別是德拉瓦州公司法）為代表的「結果規範」與「董事會菁英治理」模式靠攏。

其中最具指標性的變革，莫過於公司法第 240 條第 5 項之修正，允許公開發行公司得透過章程授權，由「董事會」以三分之二以上董事之出席及出席董事過半數之決議，直接分派現金股利，無須再行提請股東會決議。此項修法係為落實「提升公司經營效率及盈餘分配之彈性」，將盈餘發放權限下放至具備商業專

業的經營階層。然而，這項法制移植在台灣特殊的股權結構與司法環境中，卻悄然埋下了日後治理失衡的種子。

二、 問題意識與摘要

本文所欲探討的核心在於，當法規引入了美國的「董事會菁英治理」模式，卻未能同時引進美國法用以制衡董事會的「嚴格的司法受託義務審查」與「強大市場紀律」時，會產生什麼問題？

在美國德拉瓦州法制下，董事會之所以能夠掌握幾乎絕對的資金分配與商業決策彈性，是因為其背後有細緻且具備實質威嚇力的「受託人義務」作為後盾。一旦董事會的決策涉有鞏固自身權力、自私自利之惡意動機，法院將啟動「完全公平標準（Entire Fairness Standard）」或「善意推定之推翻（Rebuttal of Business Judgment Rule）」進行嚴格審查，課予惡意經營者高昂的民事賠償責任。

反觀我國 2018 年之修法，呈現學界所批評的「半套美式法制移植」或「部分變、部分不變」之錯置。台灣在引進董事會彈性的同時，並未調整我國法院在審查董事責任時一貫的消極態度，亦缺乏對於「注意義務」與「忠實義務」細緻的審理。這種制度

設計導致台灣經營階層在享受高度行政彈性的同時，卻完全免受事後司法究責的風險，進而引發嚴重的代理人成本失控。

三、 研究方法與架構

本文採取「案例分析」與「比較法研究」相結合的研究方法。首先，本文將以近年在台灣資本市場引發軒然大波的「可成科技外資股東提案遭拒案」作為實證案例，剖析管理階層如何利用修法後的寬鬆環境，囤積巨額現金、產生嚴重的代理人成本，並濫用董事會的程序審查權力，壓制少數股東的利潤分配請求。

其次，本文將引入美國德拉瓦州法院的三個指標性判例。首先，透過 eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark (2010)案，檢視當經營階層以「企業文化」或非股東利益為名，拒絕為股東極大化經濟價值，並採取防禦措施壓制少數股東時，美國法院如何予以制裁。接著，透過 In re McDonald's Corporation Stockholder Derivative Litigation (2023)案，探討美國法如何將「未能善意履行職責、出於公司最佳利益以外之動機」定義為「惡意」，進而推翻商業判斷原則，認定其違反忠實義務。

最後，本文期待能藉由美國法的比較，為我國未來公司法第 172 條之 1 股東提案權之實務適用與司法受託義務審查標準的重構，提出具體之法制建議。

第二章　理論基礎與法制比較：資本制度與代理人成本

一、 代理人成本的核心概念

現代公司組織的崛起與「所有權與經營權分離」的特性，必然伴隨著代理人成本的產生。自 1970 年代學者 Michael C. Jensen 與 William H. Meckling 提出代理成本[1]的概念以來，公司治理的核心發展即是透過「代理與監督成本最小化」的方式來經營。在資本制度的脈絡下，代理人成本主要展現在兩個層面：

1. 債權人與公司之間的代理成本：法律賦予股東有限責任，使得損失風險可部分轉嫁給債權人，導致公司（代表股東利益）極可能追求高風險、高獲利的經營模式，像是大量舉債擴張，從而提升股東獲利空間卻減損債權價值。
2. 股東與公司（管理階層）之間的代理成本：公司管理階層或控制股東可能傾向為自己謀取最大利益，而非為公司或全體股東謀利，產生以私害公、掠奪公司資源的風險。

[1] 蔡昌憲，省思我國公司治理之「軟硬兼施」的漸進式改革模式，臺灣財經法學論叢，第 8 卷第 1 期，2026 年 1 月，頁 266-272。

因此，資本三原則的設計，本質上就是試圖管控上述兩種代理人成本的機制，其核心在於防範公司追求過度風險而損及債權人，同時防止管理階層濫權。

接著，將視角聚焦在公司資本調度與盈餘分派的脈絡中，此種代理人成本最明顯的問題，即為管理階層的「現金囤積（Cash Hoarding）」現象。當公司營運產生龐大之自由現金流，管理階層往往不願以現金股利之型態分配予股東，其背後潛藏著將自身利益凌駕於公司或全體股東利益之上的自利動機，而此種代理人問題的動機可以從三個層面下去分析：

1. 規避外部資本市場紀律：當管理階層將巨額盈餘保留為內部資金，便能確保公司在擴張或營運時，毋須向外部金融市場，如銀行借貸或發行新股，尋求融資。此舉實質上架空了外部資本市場對公司經營績效與資金使用效率的嚴格審查，使經營者得以逃避市場紀律的制約。
2. 建構防禦性財務緩衝：基於風險趨避之動機，管理階層傾向將資金滯留於公司帳上以建立龐大的財務緩衝，藉此降低因市場波動導致經營失敗、甚至自身遭到解任的個人職涯風險。

3. 擴張公司版圖之誘因：充裕且不受外部監督的自有資金，極易誘發管理階層濫權，為了滿足個人商業影響力或鞏固經營權，進而從事非效率的過度投資或併購，此類以私害公的行徑即為掠奪公司資源的典型展現。

二、 比較法：德國與美國的模式[2]

為了有效管控公司與股東、公司與債權人之間的「代理人成本」，各國發展出不同的資本制度設計。以下將介紹歐盟/德國的「預防規範」與美國的「結果規範」，提供更具深度的法理與市場影響分析：

1. 歐盟/德國模式：事前預防規範

歐盟，特別是德國法制將資本視為保障債權人與少數股東的最終防線，因此高度仰賴「預防規範」與「強行法」。其核心理念在於事前防堵不良後果發生，嚴格落實「資本三原則」（資本確定、資本充實與資本維持），以此作為股東享有有限責任的前提。

為防止資本虛增，德國法明定若以非現金出資，必須經過獨立專家的嚴格鑑價。此外，為防範大股東或管理階層以

[2] 方嘉麟，論資本制度對公司治理設計及金融市場結構的影響，月旦民商法雜誌，第 83 期，2024 年 3 月，頁 75-83。

私害公、掏空公司，法規嚴格禁止「派發偽裝（disguised distribution）」也就是若公司以非常規交易，例如低於市價出售資產予股東，或高於市價買入股東資產，將被視為非法的盈餘派發。此時公司的派發因違法而無效，公司仍具備違法派發資產之所有權，可請求股東返還，即使該受派發股東宣告破產後仍可主張。

另外，在權力結構上，德國法盈餘分派的最終決定權原則上掌握在「股東會」手中。由於德國大型企業的主要股東及債權人往往是大型銀行，由股東會決議分派，更能有效平衡債權人保障及公司的長期策略需求。

在這種模式下，公司治理仰賴的是「法規的強行介入」與「事前權限的限縮」，其優點在於能有效防範不良後果的發生，促使企業追求穩健與長期的成長，但缺點則是扼殺了經營階層因應市場瞬息萬變而進行快速資金調度的商業彈性。

2. 美國（德拉瓦州）模式：事後結果規範

與之相對，美國德拉瓦州的公司法制則建立在「信任經營者、給予最大彈性」的基礎上。並不認為資本具備保障債權人的實質功能，資本通常僅被視為一個會計科目。因此，

美國法制放棄事前預防，轉而採取「結果規範」與「任意法」，依賴事後究責。

首先，美國法無最低資本額要求，且允許極低面額股或無面額股，董事會可自由決定並操縱資本金額與資本公積的配置。對於盈餘分派、股份買回或減資，決策權限完全歸屬於「董事會」。更甚者，在盈餘分派的測試上，即使公司有累積虧損，只要前一會計年度當年有盈餘，董事會仍可合法決議發放「便捷股利（nimble dividends）」，給予了管理階層極大的資金調度彈性。

不過，在賦予董事會極大資金運用彈性的同時，美國防範代理人濫權的防線，完全建立在管理階層或控制股東對公司及少數股東所負擔的「注意義務」與「忠實義務」上。若管理階層或控制股東濫權導致損害，如未經揭露的自我交易，將面臨嚴厲的事後損害賠償訴訟。甚至股東與公司為非常規交易，通常涉及管理階層瀆職，違反忠實義務，則股東自公司取得之資產構成「擬制信託（constructive trust）」此時公司作為受益人，仍可優於和公司為交易股東之一般債權人，得追回被侵占的資產。

可見，美國法制推崇菁英治理與市場紀律，給予專業經理人極大的運用空間以追求戰略目標。這種高度彈性、以契約自由為導向的制度環境，一方面孕育了美國金融市場產品的多元化與高度創新，一方面也意味著如果一個董事會表現不彰，隨時可能面臨被市場消滅的風險，進而不敢輕易背離股東權益最大化的目標。

三、 台灣2018年修法的「部分變、部分不變」[3]

台灣逐步從德國法制轉向美國法制，例如公司法第240條第5項，允許公開發行公司透過章程授權董事會決議分派現金股利。但這種打亂制度的修法，在缺乏美國強大市場紀律的台灣環境中，埋下了治理隱患。以下梳理此制度矛盾的具體表現：

1. 變的部分：向美國法傾斜的資本鬆綁與權力下放

修法引入了極低面額股與無面額股的設計。在極低面額股的架構下，實收資本額與股東實際繳納的股款完全脫鉤，公司可以輕易產生龐大的「溢價公積」。依公司法第241條之規定，這些龐大的溢價公積可以全數以現金發還給股東，事實上等於合法返還股款，無視傳統的資本維持原則。

---

[3] 同註2，頁84-88。

再者，台灣2018年修法向美國靠攏，允許公開發行公司得經章程授權，將現金股利與公積之分派決定權交由「董事會」逕行決議。同時，公司法第1條第2項也引入了「企業社會責任（CSR）」與利害關係人條款，賦予公司經營者在追求股東利益外，考量公共利益的裁量空間。

2. 不變的部分：殘存的歐陸思維與究責機制的缺陷

雖然允許章程授權董事會發現金股利，但原則上盈餘分派的最終決定權仍殘留在「股東會」手中，例如未經章程特別授權，或第四季之盈餘分派。這種忽董事會、忽股東會的設計，缺乏明確的理論基礎，似乎僅是為了行政便利的妥協。

另外，依照美國法制，若管理階層違法分派，僅有「明知分派違法的股東」需負返還責任。但臺灣法仍固守傳統德國法立場，若發生超額分配，公司或債權人得向「所有受分配之股東」請求返還，這與美國強調「管理階層承擔責任」的治理邏輯相悖。

又美國法給予公司極大資金彈性的前提，是建立在高度自由且產品多元的金融市場上，透過市場機制與機構投資人

進行嚴格的外部紀律監督。然而，臺灣的金融市場仍受高度管制，並無法充分發揮美國法制依賴市場紀律的優勢。

3. 小結

我國修法向美國靠近，卻又維持單薄的事後制衡制度，這種「部分變、部分不變」的結果，打亂了法制設計的內部一貫性。其所造成的直接惡果，便是造成董事會既擁有龐大資金支配權、又無須擔心被市場併購、更免受司法實質究責的亂象，直接導致代理人成本在台灣本土環境中徹底失控。

第三章 回到台灣：可成科技股東提案案剖析[4]

一、 事件背景與事實

台灣上市公司可成科技因營運累積，帳上有高達約新台幣1,224億元的資金。然而，如此巨額的資金滯留於公司內部，引發了外資股東對管理階層「現金囤積」與資金運用效率的質疑。因此，兩家合計持股超過1%的外資股東，於2023年可成科技召開股東常會前，依法提出股東議案，其核心訴求為「修改公司章程，將現金股利之分配決定權回歸由股東會決議」。此舉不僅是股東行動主義的展現，也是少數股東試圖收回管理階層過大權力、控制代理人成本的直接行動。

二、 董事會的防禦與主管機關裁罰

面對外資股東的提案，可成科技董事會採取了強硬的防禦手段。董事會以外資股東的提案實質上構成「兩項提案」為由，主張其違反公司法第172條之1，少數股東依法只能提一案的規定，進而從程序上將該提案予以剔除，拒絕將其列入股東常會的議程中。

---

[4] 同註2.3，頁86-87。

外資股東的提案遭到剔除後，引發了市場與主管機關的高度關注。金融監督管理委員會（金管會）經調查後，認定可成科技董事會剔除股東提案的行為違法，並依法對可成科技董事長開罰新台幣 24 萬元。儘管主管機關做出了行政裁罰，但外資股東的當年度提案權已實質受損，並揚言將於 2024 年股東常會繼續提案抗爭。

三、 案例評析

可成科技案並非單一的經營權爭議，而是台灣公司法制「部分變、部分不變」所引發的結構性問題。

首先，當公司法第 172 條之 1 賦予少數股東提案權，本意是作為外部股東監督公司的內部治理機制。但在可成案中，掌握龐大資源與資訊優勢的董事會，能夠輕易利用「提案超過一項」作為理由，技術性剝奪股東的發言權。

再者，雖然金管會對可成董事長開罰 24 萬元，但相較於公司帳上高達千億元的現金與管理階層所鞏固的權力，區區 24 萬元的行政罰鍰顯然不具備足夠的威嚇力。這凸顯了台灣在放棄嚴格的「資本預防規範」後，面對經營者濫權，既無法在事前有效防堵，事後的行政裁罰也難以彌補股東已受損的治理參與權。

總結而言，可成科技案印證了，在一個無法有效控制濫權的市場中，單純的資本制度去管制化與權力下放，並不能帶來美國法制下的菁英治理優勢，而會導致管理階層獨攬大權、壓制少數股東權益等亂象。

第四章　從美國經典判例尋找解方與對照

一、 以 eBay v. Newmark 案檢視防禦措施的界線

1. 判例事實與法院判決

craigslist 案中，多數股東 Craig 與 Jim 利用董事會權力實施毒丸計畫與優先購買權發行等防禦措施來壓制少數股東 eBay。eBay 隨即向德拉瓦州衡平法院提起衍生訴訟，指控多數股東兼董事 Craig 與 Jim 違反了對少數股東所負的受託義務。

被告 Craig 與 Jim 在法庭上宣稱，採取這些防禦措施並非為了個人私利，而是為了保護 craigslist 珍貴的「非營利、公共服務導向的企業文化」。

然而，法官明確指出：「craigslist 是一家營利性的德拉瓦州公司。營利性公司的董事，其受託義務之核心，在於促進全體股東的長期經濟價值最大化。如果董事會通過一項政策或採取防禦措施，其明確目標是『拒絕對股東所持股份進行經濟價值的極大化』，並以此作為壓制少數股東合法權利的手段，德拉瓦州法律無法認可這是一項合法的公司目標。」法院最終判決，Craig 與 Jim 假借文化之名、行鞏固自

身控制權之實，違反了忠實義務，令撤銷該毒丸計畫與優先購買權發行。

2. 對照可成案

首先，可成科技的管理階層將千億元現金鎖在帳上，拒絕交給股東會分配，其給出的理由是「為了公司長遠的策略轉型與戰略併購」然而，這與 craigslist 董事宣稱的「為了保護企業文化」如出一轍。在美國法的標準下，如果管理階層長期無法將資金轉化為實質的股東經濟回報，只是盲目囤積以降低經營階層自身的壓力，這便不是一個合法的公司目標。

接著，在 eBay 案中，董事會將法律賦予的毒丸計畫與股份發行權限，轉化為剝奪少數股東股份流動性與投票權的防禦武器。在可成案中，可成董事會則是將公司法第 172 條之 1 賦予董事會的程序審查權，變成封殺少數股東章程修正提案的武器。

若可成案發生在美國德拉瓦州，外資股東根本毋須仰賴行政機關去開罰小額罰鍰。股東可直接以董事會「惡意排除股東提案、拒絕極大化股東經濟價值、企圖鞏固董事會對資金控制權」為由，向法院提起股東代表訴訟。德拉瓦州法院

一旦認定經營者是出於自私或排他的動機，法院將會直接宣告該董事會決議無效，甚至課予董事個人損害賠償責任。

二、 受託義務的最後防線

1. 從 McDonald's 案檢視[5]

在美國 McDonald's 案中，法官指出：「當一個公司受託人（董事或高級主管）故意採取了非為推進公司最佳利益而服務的行動，或者基於自身的偏好、慾望或自私情感行事時，不論其原因為何，他就是出於惡意行事，從而違反了忠實義務。」

2. 對我國公司治理與司法審查之啟示

在我國現行實務下，法院對於公司法第 23 條第 1 項「忠實義務」的理解，往往狹隘地限縮在董事有沒有收受賄賂、有沒有掏空資產、有沒有進行圖利自己的非常規交易等直接的財務利益衝突。

然而，從可成科技案中可以發現，現代公司治理的濫權，更多時候是像 McDonald's 案所描述的，董事雖然沒有實質掏空一毛錢，但他們出於維持自身對千億資金掌控權的慾

[5] In re McDonald's Corp. Stockholder Derivative Litig., 289 A.3d 343 (Del. Ch. 2023)

望，或者出於對少數股東挑戰其威嚴的厭惡，故意濫用權力，以技術性程序手段「故意侵害股東合法的提案表決權」。

在美國法下，可成董事會這種「明知股東提案目的單一、卻故意將其解釋為兩案」的行為，將會被法庭認定為故意不履行職責與出於推進公司最佳利益以外之不正當動機，直接定性為「違反忠實義務之惡意不作為」。一旦定性為違反忠實義務，在美國德拉瓦州公司法下，當股東能夠舉證董事涉有「惡意」或利益衝突時，將會「推翻」商業判斷原則的善意推定。此時，法院的審查標準將會轉換為最嚴格的「完全公平標準」，改由董事承擔證明該決議在程序與價格上皆完全公平的舉證責任。

目前台灣法制正是因為缺乏了將「經營者之惡意程序防禦、蓄意侵害股東權」納入「忠實義務」制裁的事後究責配套，才導致可成科技等公司的管理階層，敢將行政機關的行政裁罰視為無物，肆無忌憚地操弄權力。

第五章　問題討論與未來展望

一、 總結發現

台灣公司法在 2018 年的修法，本意在於鬆綁僵化的歐陸資本制度，向美國靈活的董事會菁英治理模式靠攏。然而，本研究透過對學者文章的梳理與對可成科技案的評析，認為這場修法由於「有權力彈性、無司法究責與市場紀律配套」，已實質陷入了制度錯置的問題，導致代理人成本急遽上升。

二、 修法與治理建議

為補足台灣「半套美式移植」的缺失、破除可成科技等案件所反映的治理僵局，本文提出以下兩點具體建議：

1. 限縮董事會對公司法第 172 條之 1 之實質審查權限

可成案突顯了董事會作為「利益衝突當事人」，卻有權審查並剔除「旨在限制自身權力之股東提案」的荒謬。未來在司法適用或立法修正上，應明確限縮公司法第 172 條之 1 第 4 項董事會的審查權限。董事會應僅具有形式審查權，如審查持股是否滿 1%、是否在公告期間內提出。對於提案是否構成「一案」，應採極度寬鬆之實質目的審查，如金管會主張，只要目的單一、具不可分性，即屬一案。若董事會涉有利益衝突，董事會應全面落實迴避，或直接交由股東會全體

股東自行表決，讓董事會沒有將程序權利武器化、對議案提出裁判兼球員的空間。

2. 引進美國德拉瓦州法理，充實我國司法受託義務之實質審查

我國法院在面對少數股東依據公司法第 23 條第 1 項、第 214 條股東代表訴訟，對董事會提起的損害賠償訴訟時，應積極引入美國法中有關「善意」與「忠實義務」交織的比較法理。

董事的違反忠實義務，不以收受財務不正利益、掏空資產為限。董事若明知法律或股東基本權益之界線，卻出於「鞏固自身控制權、個人權力慾望或排他」等不正當動機，故意操弄程序、打壓股東行動主義，即在法律上構成「惡意」違反忠實義務。

一旦認定董事會的防禦或審查行為涉有此類惡意違反忠實義務之情事，法院應果斷推翻商業判斷原則之適用，將舉證責任倒置予董事會，要求其自證其程序與實質完全公平。若無法自證，董事個人必須以其私人財產，填補對少數股東或公司法人所受之損害，承擔民事損害賠償責任。

三、 結語

唯有透過健全的事後司法究責機制，方能實質拘束獲修法鬆綁後的董事會權限，將失控的代理人成本重新納入法治的軌道，真正落實台灣公司治理與金融市場結構的健全制度。