

國立政治大學 法學院 法律學研究所財經法組

碩士論文

指導教授：劉連煜 博士

員工持股計畫中受任人義務之研究

A Study of Fiduciary Duty under Employee Stock Ownership Plan

研究生：李松諺

中華民國 100年 11月

謝 辭

終於來到寫碩士論文謝辭的這個階段了。寫論文的時光，對每位研究生來說，我想應該都是畢生難忘的回憶，能走到這一步，背後的辛酸血淚只有自己才能知道。但是在這裡，就恕我把篇幅留給這些我很真誠地想感謝的人，論文寫作過程就留待未來將體會的人細細品嚐吧。

在我大四那年，人生走向了就業和升學的十字路口。在做出這個抉擇時，我的內心是相當感謝我的父母的，原本以為在我大學畢業後，便可放下學雜費的他們，聽到了這個可能再繳四年學費的消息，很快地便接受了我的決定。就讀碩士的期間，每當我收到家裡的生活費時，心裡面滿懷著許多的愧疚，只能期待自己在研究所期間找到一份穩定的工作，讓他們早點休息、放下負擔。

在研究所的日子裡，很高興可以得到劉連煜老師的指導，在大學時期便對老師的學術功力及文采所吸引，進入政大法研後，更是發現到老師學術研究方向的廣泛，在提報這個題目後，其實心裡也曾想過這並不是一個傳統的公司或證交法議題，但是老師還是很爽快地答應了，老師直率風趣的個性使我研究所的生活過得相當愉快，老師雖然看似隨性，但在待人處事上經常給予我許多細膩的提醒，使我免除許多不必要的問題。而在指導論文寫作上，卻又給予學生們很大的空間去發揮，而且從不以責備的口氣叮嚀學生，讓我在接受老師的指教後，很快又能振作繼續將事情處理完成。在這裡請讓我再次說一聲，有幸當老師的學生真好！

其次要感謝的，是兩位白忙之中為我進行口試的朱德芳老師和林國彬老師，這本論文能夠誕生，必須要歸功於朱德芳老師，老師的英文法學名著選讀相當精實，透過不斷地尋找及閱讀各種美國新聞及重要期刊，我的英美法基本概念及搜尋技巧有了許多的成長，也就在這樣的過程中，和我的論文題目結下不解之緣。林國彬老師則是我的公司法啟蒙恩師，大學時代多虧老師幽默風趣的教學模式，開啟我報考法研所財經法組的動機。老師在金融法學上涉獵甚廣，對於退休基金也頗有研究，在口試前細心閱讀我的論文，並且提出許多深中肯綮的建議，使這篇論文得以更加完備。在學期間及研究所生涯的終點，都能得到兩位老師的教誨，是我的榮幸。

一路走來還要感謝的，是政大財經法組各位學長姊、同學及學弟妹的指教。感謝雅仁、雅萍和昱吟學姊，引領我走入研究所，在司訓所未來的期間裡也請多多指較！感謝威勳、宣至、邵璿、明政、承桓，讓我的碩士生活多了許多茶餘飯後的話題可聊，祝你們早日畢業！感謝和我一起完成研究計畫的明慧、芝君、娟呈等七壯士們，這一年的過程雖然相當漫長艱辛，但是我們辦到了！感謝億燦、珮汝、冠文、立婷、家瑋、伊馨、韋伶、品逸……(族繁不及備載)，財經法中心因為你們而有活力，也希望大家能讓中心更像個溫暖的小窩，使研究所生活更加多采多姿。也感謝家彰每個禮拜陪我

打球、子誠每天在我研究室座位旁努力寫論文，這些都是激發我繼續前進的動力，威忠和紹維學弟也在口試這個最後關頭幫我打點許多雜事，安定我緊張的心情，感謝你們。最後要感謝的是我的家人。負責持家的父親以及認真工作的妹妹，在我遠赴台北求學工作的期間，沒辦法時常回來和你們團聚，辛苦你們了。還有我最愛的母親，你總是用笑容迎接著我回家，即使淚水滿溢、汗水滿面，也不會給我看到背後的辛勞。你對我付出的愛是世上唯一不用任何理由的。然而你現在對我的愛就像在風中飛舞的花瓣，我可以感受到它的美、它溫柔的包容，卻再也抓不住它了。在你走了之後，我只能盡力依著你最後對我的期待，將這篇我認真付出過的論文學獻給你。在司訓所的期間裡，我也會認真學習，期勉自己作一個好的司法官！未來的我，會努力不在你靈前哭泣，因為我相信，你已化作千縷微風，翱翔在無限寬廣的天空裡，再也不會受生前的煩惱所束縛。



謹誌
二〇一一年 孟冬
法務部司法官訓練所

摘要

員工持股計畫中受任人義務之研究

員工持股計畫是由財經律師Louis Kelso所創，在美國已行之多年，廣為美國企業所採。最早的員工持股計畫是一種為了和平地從資本家手中移轉資本給員工、縮減貧富差距的工具。為了使這個計畫可以持續有效地運作下去，立法者將員工持股計畫為退休金計畫的一種，使員工必須長期持有股票，直到退休。然而在實務運作上，員工持股信託經常被運用為防止敵意併購的工具。尤有甚者，某些公司內部人會利用員工持股計畫為自己取得大量資金、移轉投資風險，但仍可保留對於公司的控制力。這些行為都有可能對股東及員工造成不利的影響，但在現行法制下，只能仰賴司法者透過判決保護這些經濟及資訊上的弱勢族群。

在台灣，員工持股計畫雖然已廣為許多企業所採用，但是發展了將近20年，只能成為另一種員工持有股票的工具。員工擁有的股票數量並不足以使其在股東會上贏得一個受公司內部人重視的地位，也不足以倚賴這些股票作為退休金之用。這種規模上的差異是台美員工持股計畫最關鍵的不同點。小規模雖然使員工持股計畫帶來的優勢少了許多，但相對地也減低許多代理成本，至今未有員工持股計畫侵害大量員工利益的事件爆發。然而這不表示員工持股計畫在台灣就是個可以被忽略的問題，若能在未來建立一套有效率的立法制度，使員工持股計畫的規模擴大，員工將可因此享受到更多公司盈餘，並且使其退休生活受到保障。相對地，參考美國員工持股計畫的問題後，也可以預先設想未來可能發生的弊端，未雨綢繆。本文相信，一個有效率的員工持股計畫，可以實現解決貧富不均的理想。

關鍵字：員工持股計畫、受任人義務、員工退休金保障法、內地稅法、唯一利益原則、謹慎義務、多元化投資義務、經營判斷法則、敵意併購、確定提撥計畫、確定給付計畫、穿越投票原則、一人一表決權原則、鏡像表決。

Abstract

A Study of Fiduciary Duty under Employee Stock Ownership Plan

Employee stock ownership plan (ESOP) which is created by Louis Kelso is brought to practice for many years. Many enterprises use it as their retirement pension plan. The earliest employee stock ownership plan to transfer the capital from capitalists to labors and reduce the disparity between the rich and the poor. In order to make the plan work out continuously and effectively, the legislator devise ESOP as a pension fund which makes employee own stock chronically until they retires. However, in practice, ESOP is usually exercised for preventing hostile takeover. Moreover, some company insiders may use ESOP TO get a great deal of capital and transfer the investment risk, but still own the controlling power to their company. This behaviors will cause some harmful effects to the shareholders and the employees, but in the current legal system, the only one we can depend is the judge who can protect the minority in the economic and the information.

ESOP is exercised by many enterprises in Taiwan. But after 20 years, it can only become one of the tools which assist employees to acquire company stocks. The number of shares which employees owns can't make them have a position which let the company insiders take account in the shareholder committee and have enough amounts for their retirement pensions. This disparity in scale is the keypoint what is different between Tiwan and the U. S. ESOP. Although small scale makes the advantage of ESOP decrease, it reduce lots of agency costs. To this day, there' re not any events which injure the interests of employees by ESOP. Nevertheless, it doesn' t mean that ESOP in Taiwan is a issue which can be neglected. If we can establish an efficient legal system and extend the scale of ESOP, employees can obtain more company interests and have a security of their retirement life. In the opposite, after researching the problem of the U. S. ESOP, we can assume the culpably misconduct which will happen in the future and repair the house before it rains ° I believe that a efficient ESOP can realize the ideal to solve the problem of uneven distribution of the wealth.

Keywords: Employee stock ownership plan, Fiduciary duty, Employee retirement income security act, Internal revenue code, Exclusive benefit rule, Duty of prudence, Duty of diversification, Business judgement rule, Hostile takeover, Defined contribution plan, Defined benefit plan, Pass through voting, 1 person per share, Mirror voting.



目 錄

第一章、 緒論	1
第一節、 研究背景與動機	1
第一項、 研究動機	1
第二項、 研究目的	3
第二節、 研究範圍及研究方法	4
第一項、 研究範圍	4
第二項、 研究方法	5
第三節、 研究架構	5
第二章、 員工持股計畫之意義、理論及法律架構	8
第一節、 員工持股計畫之意義及理論	8
第一項、 員工持股計畫之意義	8
第二項、 ESOP 之理論與爭議	10
第一款、 雙因素經濟理論之源起	10
第二款、 雙因素經濟理論的憲法基礎	14
第三款、 其他支持 ESOP 之理論	17
第四款、 對於 ESOP 理論的批評及新見	19
第二節、 員工持股計畫之成立及其法律架構	21
第一項、 ESOP 之架構	21

第二項、	計畫訂立.....	27
第三項、	資金來源.....	29
第四項、	禁止安排事項.....	30
第五項、	帳戶分配.....	30
第六項、	參加人資格.....	31
第七項、	合格的公司證券.....	33
第八項、	分配之形式與時機.....	33
第九項、	既得權之確定.....	34
第十項、	表決權限制.....	36
第十一項、	信託角色.....	37
第十二項、	出售選擇權(Put options).....	43
第十三項、	鑑價(Appraisal).....	44
第十四項、	多元化投資義務(Diversification).....	45
第十五項、	資訊揭露制度.....	46
第十六項、	租稅優惠.....	49
第三節、	小結.....	50
第三章、	員工持股計畫在美國退休金制度之定位及比較法介紹.....	53
第一節、	美國退休金制度介紹.....	53
第一項、	退休金之性質及法律定義.....	53
第二項、	美國退休金計畫的起源及架構.....	54

第三項、 運用退休基金存在之風險及管理原則	56
第一款、 退休基金存在之風險	56
第二款、 退休基金之管理原則	56
第二節、 美國稅法下各類型退休金計畫之比較與介紹	57
第一項、 適格退休金計畫與不適格退休金計畫	58
第二項、 確定給付計畫與確定提撥計畫	58
第三項、 確定提撥計畫的各種類型	60
第三節、 其他國家員工持股制度的實踐與發展	64
第一項、 日本員工持股制度的實踐與發展	64
第二項、 英國員工持股制度的實踐與發展	66
第三項、 中國大陸員工持股制度的實踐與發展	68
第四項、 台灣員工持股制度的實踐與發展	71
第四節、 小結	76
第四章、 美國員工退休金保障法規定下員工持股計畫的特殊受任人義務	78
第一節、 受任人義務(Fiduciary Duty)的定義與來源	78
第一項、 受任人定義	78
第二項、 受任人義務之來源	78
第三項、 信託法下的受任人義務	83
第四項、 忠實義務	85
第一款、 利益衝突定義	86

第二款、 典型的利益衝突行為及行為效力介紹	86
第三款、 違反忠實義務的損害賠償責任	90
第五項、 謹慎管理義務.....	92
第一款、 一般信託的謹慎管理義務	92
第二款、 謹慎投資人原則與現代投資理論	94
第三款、 投資信託的謹慎管理義務	98
第四款、 投資信託的多元化投資義務	100
第六項、 公平義務.....	100
第二節、 ERISA 制度下的特殊受任人義務	101
第一項、 ERISA 規定下特殊受任人義務的規範主體	101
第一款、 特殊受任人定義	101
第二款、 名義受任人	104
第三款、 共同受任人責任(Cofiduciary duty)	105
第二項、 唯一利益原則(Exclusive Benefit Rule).....	106
第一款、 唯一利益原則定義	106
第二款、 唯一利益原則適用問題與案例解析	107
第三項、 謹慎義務(Duty of Prudence).....	112
第四項、 多元化投資義務(Duty of Diversification)	114
第五項、 禁止交易事項.....	114
第六項、 違反員工退休金保障法受任人義務的救濟途徑	115

第三節、	員工持股計畫適用特殊受任人義務之問題.....	116
第一項、	ESOP 與利益衝突問題.....	116
第一款、	ESOP 與其他退休金計畫之不同	116
第二款、	ESOP 成立的利益衝突	117
第三款、	ESOP 交易公司股票的利益衝突	118
第四款、	表決權行使的利益衝突	119
第二項、	ESOP 與謹慎義務及多元化投資義務.....	120
第四節、	小結	123
第五章、	員工持股計畫與其他法律的適用問題	126
第一節、	員工持股計畫與公司法的適用問題.....	126
第一項、	法律適用的優先順位問題	126
第二項、	ESOP 管理與公司經營之切割.....	126
第三項、	ESOP 與經營判斷法則.....	129
第一款、	敵意併購與經營判斷法則	129
第二款、	Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corp. 案介紹.....	131
第三款、	ESOP 受任人與經營判斷法則	135
第四項、	公司法上受任人義務與員工利益	135
第二節、	員工持股計畫與證交法的適用問題.....	138
第一款、	1933 年證交法	138
第二款、	1934 年證交法	138

第三節、 員工持股計畫在台灣現行法下的適用問題.....	140
第一項、 員工持股計畫在台灣信託法下的問題	140
第二項、 員工持股信託在台灣信託業法下之問題	141
第三項、 員工持股信託在台灣公司法下之問題	142
第四節、 小結	143
第六章、 結論與建議	145
附件一 〇〇商業銀行企業員工福利信託契約(員工持股型)範本	152
附件二 企業員工福利(員工持股型)信託作業準則	168
參考書目	177



第一章、緒論

第一節、研究背景與動機

第一項、研究動機

2007年4月2號，由於實體報業自2000年以來持續不景氣，美國報業巨擘論壇公司（Tribune Company）宣布已應Sam Zell的要約¹，接受其併購該公司及其下所屬之芝加哥論壇報、洛杉磯時報、芝加哥小熊隊及其它資產，這項併購在當時可說是相當風光的，因為Sam Zell知名的大膽作風及投資眼光，確實使不少的公司起死回生，對於當時氣氛低迷的報業可收振奮人心的效果。然而在併購的隔天，便已有媒體對此發表不看好的言論，甚至以「墳墓上舞者」（Grave Dancer）的稱號描述他²，該言論指出，論壇公司的記者及編輯們對此表示相當緊張而且一點都不看好這筆交易，原因很簡單，這筆交易為論壇公司帶來了什麼呢？更多的新聞、更多的電視、娛樂資訊或其他能增加論壇公司財富的東西？很可惜的是，完全沒有，甚至使整個公司與員工們陷入更大的風險之中。

這筆交易是採用外部管理團隊收購（MBI）³及槓桿收購（LBO）⁴的方式所做成

¹ Samul Zell，美國知名的房地產大亨及私募股權自然人，生於1941年，1966年獲得密西根法律博士（JD）學位，全美國最大的房地自然人擁有者，擅長以融資方式收購不被看好或瀕臨破產的公司再轉而出售，為自己賺取大量財富，2007年甚至將其所擁有之房地產信託公司Equity Office Properties Trust賣給知名私募股權基金BlackStone Group，為自己賺得350億美元的收入，2009年則因論壇公司收購案的失敗，被媒體稱為大部分的資產都「泡在水裡」。See New York Times, Times Topics > People > Z > Zell, Sam, Updated: Aug. 31, 2009, available at:

[HTTP://TOPICS.NYTIMES.COM/TOP/REFERENCE/TIMESTOPICS/PEOPLE/Z/SAM_ZELL/INDEX.HTML?SCP=1-SPOT&SQ=SAM%20ZELL&ST=CSE](http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/people/z/sam_zell/index.html?scp=1-SPOT&SQ=SAM%20ZELL&ST=CSE).最後瀏覽日期：2011年8月18日。

² See the New York Times BLOG > Journalism > Sam Zell: Grave Dancer, By Bob Norman, Tue., Apr. 3 2007, available at: http://blogs.browardpalmbeach.com/pulp/2007/04/sam_zell_grave_dancer.php. 最後瀏覽日期：2011年8月18日。

³ 外部管理團隊收購(Management buy-in)，是指公司由現有之經營者轉交由外部之經營者經營，並由其取得大量公司股權，由於外部團隊為確保能完全控制公司，通常也伴隨著下市（going private）及大量融資的情形出現。See the Wikipedia, search “management buy-in”, available at: http://en.wikipedia.org/wiki/Management_buy-in，最後瀏覽日期：2011年8月18日。

⁴ 槓桿收購（Leveraged Buyout），係指收購公司者以少量資金伴隨大量融資收購公司，至於融資來源則不論是直接金融皆可。而這些債務則可能是以目標公司資產做擔保所取得。See William J. Carney, *Merger and*

的，所以 Sam 在公司成立之初便背負了大量債務。但很快地，Sam 在公司推行了員工持股計畫，這個計畫買下了 Sam 大部份的股票，使其得以償還借款，由員工按其年資於其個人帳戶內逐漸累積公司股份，直到退休後便可選擇繼續持有股票或將其變現。員工持股計畫創始人 Louis Kelso⁵ 希望能以此制度將創造財富的兩大經濟支柱—人力及資本相結合，使為公司辛勤付出一輩子的勞工階級也可以享受公司的經營成果，達成工者有其股的目標，創造新時代的資本主義。

但在現實世界中，這樣的幸運卻未落在論壇公司的員工身上，2008 年 12 月 8 日，論壇公司因為龐大的負債聲請破產保護，公司股價一落千丈，員工原本可安穩獲得的退休金，因為改採員工持股計畫的方式，全都成為壁紙，未來是否有機會能見到這間超過百年的報業巨人東山再起，仍在未定之天。

從本案例中凸顯出一個重要的議題，使員工以其未來可待取得之退休金，轉換成公司股票，究竟是落實利益均霑、權利共享的正確方向，亦或是強迫員工暴露在其所不願意的風險之中？可以確定的是，將員工之薪資報酬與公司股份相連結，必然可以使員工對公司投入更多的關注，但這樣的關注究竟是積極介入參與公司經營，或是對公司目前之經營者更加百依百順、惟命是從？這些都會隨著不同公司的內部文化及內控制度而有所差異，特別是在資訊不對稱的情況下，掌握公司核心資訊及員工生殺大權的經營團隊，即使未持有股份，其一聲令下，仍然會對員工產生莫大的影響力。員工對於是否加入持股計畫所考慮的資訊，相較於 2008 年購買雷曼連動債的散戶，未必更加足夠。

此外，吾人可見 2001 年的恩隆（Enron）破產案，當時恩隆公司對於員工亦推行符合內地稅法（Internal Revenue Code）的 401(k) 計畫，公司以此計畫推薦員工大量購入恩隆公司的股份，但公司經營者卻不斷地隱匿虧損使員工陷於極度資訊不對

Acquisitions, Aspen Publisher, p235-238 (2009).

⁵ Louis Kelso，生於西元 1931 年，卒於西元 1991 年，是深受當時亞當斯密、馬克斯、凱因斯等傳統經濟學家的政治經濟學家，同時也是位財經律師與投資銀行家，1956 年首度提出了員工持股計畫，並在兩年後與摩帝馬亞德勒（Mortimer J. Adler）共同寫作了第一本講解員工持股計畫理論的專書，並且成功地說服了參議員同時也是 Tax-writing Senate Finance Committee 主席的盧塞爾·隆（Russell Long）推動並於 1974 年通過了員工退休金保障法案（ERISA，詳後述）。See the Wikipedia>Louis Kelso .

http://en.wikipedia.org/wiki/Louis_Orth_Kelso，最後瀏覽日期：2011 年 8 月 18 日。

稱的狀態，導至員工退休金血本無歸。而與 401(k)計畫相比，員工持股計畫對美國員工的影響力更為龐大，統計至 2009 年，全美國有超過 2500 萬的員工透過員工持股計畫、員工認股選擇權、401(k)計畫來獲得公司股份，而在這之中有超過 1400 萬的員工使用員工持股計畫，並已成立 11500 個員工持股信託基金，其擁有資金之總和達數千億美元，且其 EOI(Employee ownership index, 員工持股信託指數)較 FTSE 指數(Financial Times Stock Exchange Index, 倫敦金融時報指數)下所有公司的平均報酬率高出 10%⁶，吾人可發現，員工持股計畫已成為美國現金最多人或得公司股票途徑。究竟這個制度為什麼會出現？又為何可以吸引龐大的人群加入？本文希望以此篇論文研究美國現行的員工持股計畫制度，分析其存在那些隱憂及未來發展。並且比較現行我國的員工持股信託制度與其有何差別。蓋我國股票市場雖然以散戶持股為大宗，但若要見由公司員工持有公司股票過半數的情形，恐怕還未有所聞。事實上，此一制度早在民國 83 年便由中國信託投資公司（現中國信託商業銀行）向財政部申請核准員工持股信託業務，但為何至今仍未成為國人熟悉的退休理財方式？此亦引發本文研究之興趣，希望未來有一天能見到完善的員工持股制度，使付出自身勞力的員工，亦有機會能分享共同耕耘的果實。

第二項、研究目的

本文之研究目的，約略為以下三點：

1. 探討員工持股計畫的最初理論、法律架構、員工持股委員會的定位及員工-股東的權利義務關係。因此本文擬以 Louis Kelso 的雙因素經濟理論及各國的員工持股制度相對照，期能找出此一計畫存在的必要性。
2. 探討特殊受任人義務存在的必要性及現行美國法規定是否適當，並研究受任人義務在上述所提及的實例中有無發揮嚇阻及補償效果，因此擬以美國實務案例做出探討。並且找出企業主採行員工持股計畫的動機及對員工實際的幫助為何，為此本文試引進外國學說、現行法規定以及有關於 ESOP 的人力資源研究報告做出印證。

6 See The National Center for Employee Ownership (NCEO), available at:

<http://www.nceo.org/main/article.php/id/6/page/1/> and <http://www.nceo.org/main/column.php/id/319/printable/y/> ,

最後瀏覽日期：2011 年 8 月 19 日。

3. 前面兩項目的達成後，本文擬以所得出之結論與我國現行法制下的員工持股信託制度做比較，期盼能研究出各個制度的優缺及最適適用情形，並且對於現行法制下的員工持股信託做出建議，蓋我國信託制度仿自德國，與英美信託制度有許多不同之處，且員工持股計畫在美國之所以受員工及雇主青睞，是因為有租稅上的優惠措施，我國將來應如何制定，亦是此計畫能否成功的關鍵因素，此外，由於員工持股計畫涉及企業經營本身持股的釋出，如何做好資訊揭露、衡量股價及有無豁免被認定為不法關係人交易的可能，再再都考驗著立法者與執法機關的智慧，本文希望能找出一完整妥善的模式以運作員工持股信託。

第二節、 研究範圍及研究方法

第一項、 研究範圍

員工持股信託源於美國之退休金信託制度，因此本文討論的範圍勢必會包含到退休金制度，但僅止於制度面上介紹，至於退休金制度背後的勞工法學理論不在本文的討論範圍，此外，國內外學術論文已有不少對員工持股信託持股之績效與報酬連結之研究，惟本文是以制度面上做出比較與輔以學說實務之討論，故此部分本文雖會提及但亦不做深入研究。

由於本文係因上述企業併購實例所衍生的員工持股問題得到研究動機，又由於美國法制下，員工持股計畫受到員工退休金保障法案⁷（Employee Retired Income Security Act of 1974，以下簡稱 ERISA）的規範，故本文擬自受任人義務開始著手，進一步討論 ERISA 制度下的受任人義務及員工持股計畫下的受任人義務，再討論合意併購與敵意併購下有無可能引發受任人義務的問題。惟部分案例目前尚有後續發展，若之後發現新事實導致本文引述事實錯誤或與本文結論不同，尚請讀者見諒。

此外，由於員工持股計畫上可能牽涉證券交易法上資訊揭露、經營者大量出脫持股、關係人交易及信託法上之租稅問題，故亦為本文研究範圍。

⁷ 此法案有不同類型之翻譯，例如受雇者退休收入保障法案、員工退休收入保障法案，純為字面上不同，意義上並無差距。本文此處以員工退休金保障法為統一說法。

第二項、 研究方法

(一) 制度分析法

此方法係以法制層面作為論述核心，即以受雇者退休收入保障法及其他相關規定為主軸，分析員工持股計畫之規範內容，進而探討應如何完善員工持股信託規範之法律體系。

(二) 文獻整合法

此方法係指歸納、整理相關之學者論著。本文將以法令及 Louis Kelso 建立此制度的立法背景作為論述基礎，並加入學說對於股東會決議相關議題之評釋，藉由學術文獻之蒐集整理，將有助於歸納、演繹相關法令制度應有之內涵。本文蒐集之文獻，包含與員工持股信託相關之學術教科書、學術論文、研究計畫、學位論文、政府出版品以及期刊文章等。另外，部分研究範圍尚涉及企業管理及勞工法與租稅法，藉由文獻整合法，亦能將法律與不同領域的專業知識相結合，以求理論一貫。

(三) 比較研究法

由於員工持股計畫主要源於美國，而後發展至歐洲，故本文擬先敘及其他國家之相關法令，在敘述美國法之規範以及學術論著，至於中國大陸有其特殊的國有企業職工持股背景，本文亦會在第四章後段做出介紹。以作為我國法制將來立法確立此一制度之借鏡。

(四) 實例分析法

理論之說明固然為本文論述之基礎，惟實務上運作之情形亦為本文關切之重心所在。是以本文擬整理美國實務上幾個涉及員工持股計畫爭議的問題，並綜合學說、實務見解以解決該爭議，以求理論與實務之契合。

第三節、 研究架構

本論文共分為七章。

第一章為本章依序分為研究動機背景與研究動機、研究範圍及研究方法，以及研究架構等三部分，主要係在介紹本論文之基本理念與架構，以便讀者初步瞭解本論文之重點所在。

第二章為「員工持股計畫之意義、理論及法律架構」，本章首先要介紹從上個世紀中以來 Louis Kelso 對於員工持股計畫的理念及創設員工持股計畫背後支撐的目的，以及後續其他學者對其所提出的反對理論，之後再開始提及員工持股計畫的法律架構，本章的法律架構主要建構在美國內地稅法及受雇者退休收入保障法案之下，故會引入美國法律、規章、解釋。並以此為基礎，於後續各章延伸探討美國法員工持股價購下衍生出的法律問題。

第三章為「員工持股計畫在美國退休金制度之定位及比較法介紹」，本章主要分成兩部分，首先是美國退休基金之介紹與比較。由於美國是以退休金信託制度保障員工之退休生活，然而退休金信託制度下尚有各類不同的退休金計畫，如目前廣為人知的 401 (k) 計畫，亦常由員工持有公司相當高比例的股票，其與員工持股計畫有何不同？在此亦作出介紹。其次亦會就日本、英國、中國大陸及台灣實施員工持股計畫之情形做出介紹並加以比較，日本受其員工以企業為家的文化影響，其員工對公司的向心力非常高，且資深員工對於企業也具有一定之影響力，故其員工持股委員會權力不同於英美國家，往往可介入公司經營，員工即使持股分散，亦對公司經營權有一定程度影響。英國則主要仿效美國，設立利潤分享計畫，且給予不同於美國的租稅優惠，可以作為未來我國法確立 ESOP 的借鏡。大陸部分則因有特殊的國有企業員工持股情形，於民國 70 年初我國剛引進員工持股信託制度在公營企業民營化實施的狀況有類似之處，故在此亦有必要介紹大陸法制規範。最後是台灣法介紹，台灣的員工持股信託尚未有立法明定，但在企業間實施已久，其實施成果如何？有何法律問題？也有待本章介紹。

第四章為「美國 ERISA 規定下員工持股計畫的特殊受任人義務」，本章如前研究範圍所述，由於實施員工持股信託制度對於公司股東及員工之影響均頗大，故可能涉及員工退休金保障法受任人義務違反的問題，而員工退休金保障法的受任人義務源於信託法的受任人義務，故本文擬先從信託法的受任人義務開始介紹，受任人義務的誕生，與代理成本及商業組織結構密不可分。本文擬從廠商理論的角度切入研究信託法下的受任人義務及退休金信託受任人義務的演變。緊接著在介紹員工退

退休金保障法下的受任人義務問題。最後因為員工持股信託有別於一般退休金信託，聚有較高的利益衝突，且員工退休金保障法亦給予其豁免條款，不受員工退休金保障法受任人義務的規範，如此立法是否失衡？將是本文的探討重點。

第五章為「員工持股計畫與其他法律的適用問題」，本章共分成兩部分，第一部分探討員工持股計畫與公司法的適用問題，由於公司法在美國屬於州法，而員工退休金保障法經立法者授權凌駕於一般州法，故員工持股信託原則上接應適用員工退休保障法，但適用範圍又經美國實務予以限縮，當公司受任人身兼員工持股計畫受任人時，其行為應如何適用公司法及員工退休金保障法，為本章探討的重點，其次，員工退休金保障法常用於敵意併購防禦措施，這是否有違公司法上的受任人義務？亦為另一探討的對象。第二部分探討員工持股計畫與美國證交法的適用問題，此部分則主要涉及的事實資訊揭露的對象及員工退休金保障法資訊揭露義務的兼容問題，本文亦將加以闡述。

第六章為「結論」，本章將整理上述各章重點，從最早萌生此計畫的理論至現今實施的現況提出己見，期望能對未來台灣員工的退休保障有更多助益。

第二章、 員工持股計畫之意義、理論及法律架構

第一節、 員工持股計畫之意義及理論

本節所要探討的主題可以分成兩部分，首先是員工持股計畫的意義，這包含了它的基本法律架構介紹及希望達到的功能與目的。第二部分則是員工持股計畫的理論與爭議，這一項將以 Kelso 的雙因素經濟理論 (Two-factor economic theory) 為主軸，針對傳統經濟理論的缺失提出意見，進而導出員工持股計畫存在的必要，並輔以其他支持的經濟理論。

第一項、 員工持股計畫之意義

員工持股計畫(Employee Stock Ownership Plan, 以下簡稱 ESOP)亦可稱為員工持股信託 (Employee Stock Ownership Trust, ESOT)，在台灣，有論者認為，係指同一公司之員工，為取得、管理自己所服務公司之股票，組成一員工持股委員會，約定由公司自加入者（委託人兼受益人）每個月薪資所得中提存一定金額，並配合公司獎勵金，經由員工持股委員會統一委託交付銀行信託部門，依信託契約之目的運用、管理股票，並計算加入者每月之持股比例，於信託存續期間前中止或屆滿時，將信託財產返還受益人之一種自益信託及指定用途信託⁸。自 1974 年 ERISA 通過後，在美國已是行之多年的退休金運用模式，本質上是一種投資集中於員工所服務公司股票的利益分享計畫，為了吸引企業員工採行，此計畫享有特殊的賦稅優惠，並且可貸款做為購買股票的資金，這也使得此計畫常被公司作為融資工具⁹。此外，此信託之運作必然涉及大量資金及股權的移轉，單憑員工個人不可能完成，故通常是由公司主導，由公司為員工號召成立員工持股委員會，並成立信託。

在探討公司為何有意願發起 ESOP 前，吾人必須先了解 ESOP 之功能，在美國，透過 ESOP 制度，一家公司可以¹⁰：

⁸ 參閱陳榮彬，企業員工持股信託簡介，金融財務第 1 期，1999 年 1 月，頁 101。

⁹ See Bryan A Garner, *Black's Law Dictionary*, 9th edition, West Group, pp.602-603 (2010).

¹⁰ See Gregory K. Brow, *Overview of ESOP Legal Requirements, ESOPs: The handbook of Employee Stock Ownership Plans*, Probus publishing company, page 12(1989) .

- 1.借款達到達到成立 ESOP 所需本金的 85~90%¹¹。
- 2.公司所得稅計算可扣除為成立 ESOP 所付出的本金及借貸的利息。
- 3.可以強制政府為了每個公司員工買下股票並給予公司員工。
- 4.公司賣出股票的收入可以全部或部分免稅。
- 5.賣出控制利益但仍保留對表決權的控制力。
- 6.創造一個接受公司股票的人並且可指定交易期限。
- 7.提供一個賣出公司股票的市場而不用接受募集所需的費用和公開揭露。
- 8.公司所得稅計算可扣除付出的股息。
- 9.將一個吸收現金的退休金計畫轉換為可生產現金的計畫。
- 10.分割公司的重要資產。
- 11.提供反併購的防禦措施。
- 12.作為併購其他公司的財務工具

從前段敘述可發現，ESOP 之功能相當多樣，有些功能甚至已經與員工福利或員工退休金的給付無關，純粹是公司財務政策下的工具。因此一家公司發起 ESOP，其背後動機也相當複雜，主要可歸納為以下幾點¹²：

- 1.使員工成為公司的股東，提高員工向心力，降低員工勞動率。
- 2.提供員工福利，由於國外的制度是要求員工也提撥資金，等到退休或離職時才可領回，因此有強迫員工儲蓄的功能。
- 3.ESOP 購買公司股票，其行使表決權會站在公司派，因此具有防併購的功能。

¹¹ 此乃實務上之操作而非法律或主管機關所規定，之所以可以達到如此高的借款比率，實乃因內地稅法第 133 條給予借款人因借款給員工持股信託所生之利息收入的 50% 可享有租稅抵免，惟於 2010 年 2 月 1 日，內地稅法 133 條已遭刪除，故未來的借款比例應會降低。

¹² 參閱周明錦、蔡文雄，台、美員工持股信託制度對公司之影響（上），會計研究月刊 238 期，2005 年 9 月，頁 101-102。

4. 家族公司或股權集中的公司可以藉由員工持股達成股權分散，減少投資風險。
5. 美國制度由於提供舉債與租稅相關優惠，因此可以享受稅負優惠與使用稅前收入來融資公司未來的成長。

第二項、 ESOP 之理論與爭議

第一款、 雙因素經濟理論之源起

ESOP 並不是一個在市場經濟運作下由市場上的商人為了獲利所創設出來的新制度，它的發展背後蘊藏著深厚的經濟學理論，上個世紀中期，美國財經律師 Louis Kelso 提出新的總體經濟學理論，意圖修正過去的古典經濟學。他認為，決定一間公司能否順利運作的要素，除了員工外，另一個重要的因素是資本，一國之公司負責人，若都只著重在節省成本（這自然包含節省人事費用）、增加盈餘，而忽略了公司員工正是社會龐大消費來源的基礎，短期內雖然可使公司財富最大化，但社會上的勞工總體薪資減少，只會使社會整體消費能力下降，長期下來亦將會使需求減少，公司的產能便無法達到最大化¹³。Kelso 幼年時曾經歷美國經濟大蕭條時期，他以自己的親眼觀察在 1984 年美國機師公會舉辦的退休與保險研討會中作出了生動的演講¹⁴：

「我在 16 歲時進入了大學，住在丹佛郊外一個叫威斯敏斯特的小鎮，在就學的那段日子裡，我受到許多經濟大蕭條所帶來的困擾，我的父親失業了，在這段絕望的時間裡，我的母親以一家小雜貨店養起了整個家。

這令我感到印象深刻！事實上，我們的經濟似乎是有能力脫離大蕭條的。我的意思是，今天我們有原料、技術、人力，以及龐大的、無法被滿足的慾望，這些都是一個繁榮社會普遍有的因素，但令我想不透的是，為什麼沒有出現一個繁榮的社會？

這是個資本主義的體系，我自資本主義的角度思考，在兩三年後，終於找出了解答：『這是個沒有任何邏輯、沒有任何理論的資本主義』，現行的體系一定有什麼地方錯了。畢竟資本主義的特徵是由市場安排及提供良好的商品與服務，因此它也應該

¹³ See Robert Ashford & Demetri Kantarelies, *CAPITAL DEMOCRATIZATION*, Syracuse University - College of Law and Assumption College, Working Paper Series, page 2 (2006).

¹⁴ 演講重要內容摘錄自 The Kelso Institute, available at <http://www.kelsoinstitute.org/lectures.html>, 最後瀏覽日期：2011 年 8 月 19 日。

遵循某些自然法則，因次在二戰後我提出了一份手稿，試圖解決收入分配的問題—依靠一個人透過生產取得收入的兩種方法。

這不是一個新的經濟學理論，只是我們一直都沒有發現而已，在現實世界中，商品或服務的生產由兩件事情所構成，而非只是單純地生產這件事，在道德上我們知道，如果你這個資本家想要有收入，你必須做些什麼，你必須做些促進生產的事情，使市民有能力去購買。慈善是企業常見的方式；我們國家的方式則是促進充分就業，傳統資本主義相信充分就業可以解決收入分配問題，然而現今社會，貨物和服務的生產已經從勞力密集型走向資本密集型，勞力的價值開始降低了。

獨立宣言承認每個人有生存權、自由權和追求幸福的權利。在經濟學上，它指人們有權獲得收入及維持生命，但在今天並不是這樣被解釋的。它被解釋成是生物生命的權利，以支持他人的收入—只是被賦與的。然而生存權不該只是單純地依賴「涓滴理論」¹⁵！社會被扭曲成只有一種方法可以購買麵包而已，這是不道德的，從勞力密集過度到資本密集的社會，每個人都必須改變以工作薪水當作收入的單一方式，但想要突破必須發生以下兩件事：

1. 你必須擴大持有資本的所有權。
2. 你必須透過法律嚴格要求為了取得資本利得的資本所有者具有與為了取得工資的勞工相同的忠誠度。

我只是發現了一個事實，你可以透過你的勞動力，也可以透過你所擁有的資本來獲得財富，但問題在於，收購資本的可行性風險會阻礙我們擴大持有資本的所有權，當你有 100 萬的投資需求，銀行卻可能只願意貸給你一半，富人則否。社會對於讓財富集中在少數幾個人的手裡並不覺得有何不妥，但實施下來的結果卻是不妥的，當所

¹⁵涓滴效應 (Trickle-down effect, 又譯作滲漏效應、滴漏效應)，又稱涓滴理論 (Trickle-down theory, 又譯作利益均霑論、滲漏理論、滴漏理論)，指在經濟發展過程中並不給予貧困階層、弱勢群體或貧困地區特別的優待，而是由優先發展起來的群體或地區通過消費、就業等方面惠及貧困階層或地區，帶動其發展和富裕。由此還有「涓滴經濟學」(trickle-down economics)，常用來形容雷根經濟學或供應經濟學，因為雷根政府的經濟政策理念，救濟不是救助窮人最好的方法，而應該通過經濟增長使總財富增加，最終使窮人受益。參閱維基百科，<http://zh.wikipedia.org/wiki/%E6%B6%93%E6%BB%B4%E6%95%88%E5%BA%94>，最後瀏覽日期：2011 年 8 月 19 日。

有人都在談論緊縮開支的時候，洛克斐勒家族或是福特家族卻在討論腹部的脂肪能不能擁有更多？

亞當斯密提過，財產權的行使不能傷害他人或公共利益。讓我們再考慮一個基本的事實，美國經濟中，大約百分之九十的產品或服務，是由資本所生產的，而非勞動。但資本是由百分之五的人所持有的，除非持有資本的結構發生改變，否則你不必期待有任何消費者。這持有資本的百分之五的人，不正是在傷害這社會嗎？

解決的方法可以很簡單，讓政府透過稅收達到再分配，將財富移轉給有需要的人，馬克思會很喜歡這種方式的。但我們可以用資本主義的方式來解決。ESOP 可以使員工買下他們的雇主，進而解決盈利掌握在少數人手中使美國經濟不能正常運作的問題。美國在 1776 年政治民主了，但經濟民主呢？從工業革命後持續地下降。今日富豪統治的經濟結構是另一種形式的政府，為了扭轉這個進程，我們必須使用資金為員工成立 ESOP。這個計畫的邏輯出發點來自於「透過組織勞動，你有權得到公司績效所帶來的收入。對於這樣的事情，你必須先認知到，身為員工，你是最有資格獲得公司資訊的股東，透過賺取薪資及資本利得，你將消除通貨膨脹，你的公司也將處於一個更有競爭力的位置。」

亞當斯密的《國富論》被認為是現今先進國家經濟的基石，但從 kelso 的說明可發現，其對亞當斯密的自由經濟體制充滿了很大的疑問，但這並不表示他便反對資本主義；相反地，是對資本主義充滿矛盾的地方撥亂反正，並提出具體的解決措施。因此在了解 kelso 提出的經濟理論之前，吾人必須先了解亞當斯密的資本主義，斯密於《國富論》的導言中，開宗明義地便表示：「一國國民每年的勞動，本來就是供給他們每年消費的一切生活必需品和便利品的泉源。構成這種必需品和便利品的，或是本國勞動的直接產物，或是從國外購進來的這類產物。」¹⁶

在這樣的理論基礎下，很自然地可以發現，亞當斯密非常注重個人的勞動力，而這份勞動力是平均分配的，因為每個人¹⁷皆可憑其自身創造財富，滿足自身需求。財

¹⁶ 亞當斯密著，郭大力、王亞南譯，國富論，香港商務印書館出版，2002 年 1 月，頁 1。

¹⁷ 老弱殘廢等無勞動能力者自然不包含在內。強調私益的資本主義發展到極限後似會侵蝕掉人類扶老濟弱的天性，無勞動能力之人將會受到殘酷的現實環境淘汰，而這與亞當斯密的另一巨著《道德情操論》強調人類悲天憫人的天性有所衝突，故經濟學家約瑟夫·熊彼得稱這為「亞當斯密問題」(das 'Adam Smith-Problem)。惟

富的泉源也與資本或土地的自然生產力無關，全憑國民的勞動所生。惟這並不表示其否定資本與土地的重要，只是表示，若沒有勞動的配合努力，單純的資本與土地並不能生產任何東西¹⁸。

在沒有資本和土地所有權的原始狀態下，勞動的全部生產物屬於勞動者，並構成勞動者的自然工資。如果這種狀態繼續下去，則勞動者自然可愈漸趨富¹⁹，但亞當斯密忽略了一件重要的事，在工業革命尚未開始時，人們確實只有勞動一路可以選擇，但是單純的勞動無法達成高效率的生產，在真實的經濟世界裡，人們發現勞動有其極限，為了辛勤的汗水換取麵包，人們只能像奴隸一樣，一生一世地進行高強度的生產工作，這不符合人類的需求。人除了有物理上的需要，還有精神上閒暇的需求，閒暇的必要是亞里斯多德認為奴隸制合理的理由²⁰，為逃避高強度的勞動及獲得精神上的需要，人們開始發明了工具並增加了除農用之外更多對於土地的需求，勞動者開始不得不與擁有這兩項資源的資本家及土地所有者分享收益。此時就產生了員工工資、資本利潤及土地地租瓜分商品價值的競爭，由於資本家人數少、極易團結，且法令常禁止工人團結，故競爭之結果往往有利資本家²¹，亞當斯密為此再作補充，認為工資無論如何必須維持其最低水準²²，但他對於工資的未來處境仍然太過樂觀了，這項解決之道往往會面臨資本家對政府的施壓以及隨著時間成長的通貨膨脹，導致最低工資不敷現實的經濟需求。

勞力密集產業轉型成資本密集產業已經是不可逆的趨勢，今日越來越多枯燥無味

若認為私益是人的天性，則對於弱者給予施捨與同情亦應為人類天性的一部份，蓋人類幸福得來源不僅來自自身，且及於家庭、國家及全人類社會。故本文以為，即使國家未強制，自發性的福利組織從古自今仍不曾間斷，正是國富論與道德情操論調和的最佳表徵，亞當斯密最後於其道德情操論亦提出修正看法，認為所謂私利是以不妨礙他人追求私利之行為，並且認為於此範圍內的追求私利行為將可得出與邊沁主張的功利主義相同的結論—使社會全體利益最大化。參閱林鐘雄，西洋經濟思想史，三民書局出版，2004年六版，頁64-65。

¹⁸ 參閱林鐘雄，同上註，頁66-67。

¹⁹ 參閱胡寄窗主編、高安邦校訂，西方經濟思想史，五南圖書出版，1996年，頁98。

²⁰ 亞里斯多德認為，人的能力不同，天賦各異，因而有人適合體力勞動，有人適合腦力勞動，腦力勞動之人需要有人為其爭取精神上的需求—即閒暇之時間，因此人按各自的天賦及能力分為奴隸主和奴隸是自然的、合理的。奴隸的存在是必須的，如同工具一般，如果梭能自動織布、琴會自行彈唱，主人便無須奴隸，奴隸制度在亞里斯多德眼中是自然而非歷史的產物，參閱胡寄窗主編、高安邦校訂，同上註，頁11。

²¹ 參閱林鐘雄，同註14，頁70-71。

²² 同上註，頁70-71。

的生產工作可由機器來取代，生產者對於勞動力的需求已經下降了。取而代之的是資本所產生的勞動力。Kelso 批評亞當斯密、馬克思及凱因斯皆未意識到此一變化。這幾位經濟學家都將工具、機器、建築物及無形資產視為工人本身的一種延展，或者視為提高勞動生產能力的天然資源²³，資本家們一旦沒有了勞工便如同寄生蟲沒有宿主般無法活下去，Kelso 在此澄清，資本家並非寄生蟲，而是一個工人——一名資本工人 (capital workers)，憑藉其資本便可獲得百倍於一名十八世紀工人的生產力。單純地憑藉自身勞動便可享受富裕甚至只是維持生活的神話應該被打破的²⁴！

正因為現今財富的來源通常是資本而非勞動的產物，經濟的構造就必須最終使所有人以資本利得獲取的收入佔其總收入越來越大的比例，並且同時生成足夠的購買力以消費經濟的產出。為此，吾人必須設想出一制度，可以合法容易地將資本家的資本轉移至員工手上，於是乎，ESOP 誕生了，透過眾人的經濟力量，產生龐大的資金及融資的擔保，每個人都可以分享到資本帶來的富裕與閒暇時光。

第二款、雙因素經濟理論的憲法基礎

一國若欲實踐亞當斯密的資本主義，不可避免地需承認私有財產制，如前所述，在亞當斯密的時代，財產權被定位為人權保障的核心，是神聖不可侵犯的，蓋當時「財產形成」與「勞動力」是密不可分，財產是每個人為求生存而以本身的勞動力所取得，自然被認為是不可剝奪的²⁵。然而這種觀念隨著工業革命、資本主義自由經濟體系的出現，逐漸喪失原有的正當性基礎，因為在資本主義自由經濟體系的運作下，財

²³ 馬克斯認為資本家為避免競爭導致的利潤下降，最終會引進機器工業，維持剩餘價值產生，而此將使勞動量需求減少，擴大階級矛盾、使無產階級待遇變差，進而失業。故無產階級最後將推翻資本階級，奪回被資本家剝削的剩餘價值，而其提出的解決方案是取消所有生產者的私有財產並將其所有權交給政府統一保管，而這在二十世紀末的世界中已經受到實證是不可行的，但其意識到資本家可透過其資本減少對勞動力的需求。凱因斯也意識到了資本主義有無法提供充分就業與所得及財富分配不公平的問題，解決的方法則是透過租稅重新分配、利率政策及其他促進消費的措施，但是降低利率措施有其窮極之處，租稅措施亦同，至於其他消費措施諸如 2009 年台灣發行過的消費卷及國家重大工程或軍需產業，都將增加國庫負債，若景氣不見好轉，將使國家陷入更大的危機。Kelso 甚至批評這類使收入再分配的手段只是用以掩飾日益增加的資本生產力和日益衰退的勞動生產力的包裝，See Louis O. Kelso and Patricia, *Democracy and Economic Power*, Ballinger publishing company, pp.7-8(1986)。

²⁴ Id,pp.6-7.

²⁵ 參閱許育典，憲法，元照出版，2009 年 7 月，頁 282-283。

產形成與勞動力已不再是不可分的一整體，有時甚至是分離而對立的，是故現今對財產權的保障不但由絕對趨向相對化，終至使「所有權負有義務」或所有權之社會化成為現實生活的常識²⁶；相較於財產權的退讓，生存權興起了，因為機械能大量製造，不但使得成年男子勞工失業、大批廉價女工、勞工投入勞動市場的惡性競爭，造成勞工待遇更形低落，資產階級無止盡地壓榨勞工。這種資本主義的必然矛盾與惡性循環的社會現象，²⁷國家與社會全體有義務共同負起解決的責任。而其保障範圍，包含「生命的尊重」及「生活之延續」，前者涉及國家制度對人民生命所抱持的態度，後者則是指國家如何使人民維持其最低度合於人性尊嚴的生活²⁸。是故在當代社會，若有人財產權之行使已危及他人維持最低人性尊嚴的生活，國家有義務介入改變此一不合理之狀態。

Kelso 所在之美國，並未如我國或德國一般於憲法中有生存權的明文承認。惟其認為，任何人在經濟上都應享有平等之實力，早於美國獨立宣言中便已闡明²⁹，獨立宣言之前言提到：「凡人生而平等，秉造物者之賜，擁諸無可轉讓之權利，包含生命權、自由權、與追尋幸福之權」³⁰，對大多數的美國人而言，民主的定義開始於「人民組成的政府」，這意味著每個人都擁有一份決定國家方向的政治力量，然而，誠如第八屆美國佛羅里達州眾議員丹尼爾韋伯斯特所述：「如果法律的傾向是少數人手中的財富急遽累積，而對大多數人賦予的，卻是依賴富人或一文不值，那麼最自由的政府即使存在，也不可能長時間被接受。這種情況下，民眾的力量必然打破財富的權力，或者就是財富的影響力必然限制和控制民眾力力量的行使。」，與政治平等理論相對應的是經濟平等，美國建國之初之所以會引入政治平等的新理念，正是因為這裡除了原先統制的英國人外，沒有受命於國家的公務員、沒有被冠以頭銜的貴族階級，也沒有巴黎暴民組成的無產階級，土地及勞動力在當時白人的手中廣泛分布，成為「人皆

²⁶ 同上註，頁 283。

²⁷ 參閱許志雄、陳銘祥、蔡茂寅、周志宏、蔡宗珍，現代憲法論，元照出版，2004 年，頁 198-199。

²⁸ 同註 26，頁 271。

²⁹ *Supra* note 23, pp.13-14.

³⁰ *Declaration of Independence of The United States of America*: "...all men are created equal, that they are endowed by their Creator with certain unalienable Rights, that among these are Life, Liberty, and the pursuit of Happiness.", see *The Charters of Freedom*, available at: <http://www.archives.gov/exhibits/charters/declaration.html>, 最後瀏覽日期：2011 年 8 月 19 日。

生而平等」背後支撐的力量³¹。這使他意識到，憲法不只是保障人民有權利可以活著去投票，更應保障每個人都有足夠的麵包並且在經濟上有與他人平起平坐的機會，以確保人民的手握的主權不會因為汲汲於基本生活而使權利怠惰。

擁有資本本身不是罪過，但在擁有過多的資本時，資本家們畢竟也只是普通人，其消費能力有其窮盡之時，此時只能轉而將多餘的收入進行儲蓄或投資，然而不論何者，都不會使總體消費能力增加。至於員工們，由於勞動需求減少，導致其工資下降或被裁員，進而其消費能力亦將下降，故當貧富差距過大時，雖然仍有足夠的生產力，但社會總體消費能力降低，依照經濟學供給與需求的原理，產能亦被迫下修。資本家們迫於利潤減少，只能進行更多的裁員，陷入不景氣的惡性循環。資本家對於財產權的處分，固然應受所有權絕對原則的保護，但過分地集中擁有財富，Kelso 認為，這等於剝奪了其他人獲得足夠資本的權利，國家在此時，應以合理手段予以限制，並允許一般人透過持有更多的資本來維持正常生活³²。在我國法上，依據憲法第 15 條對於生存權之明文及大法官會議釋字第 514 號解釋黃越欽大法官不同意見書可知³³，國家有義務對於「維持人民最低水準的經濟生活」積極地作為，惟其作為可能侵害資本家之財產權，故即使其目的內含重大公益，所選擇之手段仍應與其目的有實質關聯。本文以為，降低利率無法使消費已達飽和的資本家將銀行中的儲蓄轉移至消費，只是使其更換投資管道罷了，而對於員工，其本已無多少儲蓄，降低利率對其亦無意義。課徵奢侈稅再加上社會福利體系使財富重分配固然是一種選擇，惟此無法使國家產能提

³¹ Supra note 23, pp.13-14.

³² Supra note 23, pp.24-25. Kelso 認為，資本家把持股份不放的原因其來有自，自亞當斯密開始，人們不斷被灌輸勞動力的使自己負有的單因素經濟理論(One-factor economic theory)，擔經歷過景氣周期循環的人們都知道，貧窮後想憑自身勞力重返企業舞台的勞力有多高，於是乎對於資本可能不足的恐懼及焦慮烙印在其心中，迫使其把持更多股份。

³³ 摘錄司法院大法官釋字第 514 號解釋黃越欽大法官不同意見書：「工業革命之後，將社會之運作完全依賴自由競爭，而國家之權力受限於特定治安功能，其結果導致貧富不均及層出不窮之社會問題，因而大多數人民轉而要求國家積極作為，制定社會政策，以符合公平正義之社會規範。由此所帶來對於國家之角色，以及個人與國家關係之反思，逐漸肯定國家之作為義務；同時並確認，國家的干涉不僅在於確保個人對國家之服從與忠誠，或在於維持社會或經濟機能之正常運轉，而且是個人得享有之「社會基本權利」。...人類獲得其生存所需之物質條件，非出於財產，即出於勞動，尤以「勞動」之給付，為絕大多數不具有資本及生產工具者賴以維生之手段。因此經由個人自由從事工作，以求得合理報酬，維持個人及其家屬之生活，此一過程對整個社會產生重大意義。」

升，只能算是治標之法。將資本以員工獎勵金或員工退休金的名義轉移至員工，以資本利潤使員工辛勤的付出可以反映在其資本利得上，亦可解決資本家無法完全消費資本利得造成「浪費」的問題。是故若單憑私法自治無法使資本產生此種流動，國家應以立法將 ESOP 明文化，繼而以行政指導或其他獎勵措施推動之。

第三款、其他支持 ESOP 之理論

除了雙因素經濟理論，於 Kelso 之後，國外亦有其它經濟學者提出新的經濟理論以支持 ESOP，理論依據雖有不同，惟結論上皆支持 ESOP，分述如下：

一、分享經濟理論³⁴

分享經濟理論是由 Martin L. Weitzman 在其 1984 年出版的《The Share Economy》針對當時美國出現工資停滯及通貨膨脹問題所提出的經濟主張，魏茨曼將員工的報酬制度分為工資制度及分享制度兩種模式，並認為資本主義出現滯脹局面起源在於現有工資制度不合理，意即「廠商對員工的報酬與某種同廠商經營甚至一切廠商所能做的事無關的外在核算單位(例如貨幣或生活指數)聯繫的制度。因為在工資制度下，員工的工資及勞動成本是固定不變的。當需求發生變化時，廠商基於利潤最大化原則做出的反映主要是在產品數量方面，而不是價格方面。當總需求縮減時，廠商如果維持既定的產量水平而降低商品價格，顯然會因為邊際成本大於邊際收入而賠本，所以廠商的決定必然是維持既定的產品價格，削減產量，以便保持勞動成本與勞動收益的平衡，這勢必造成普遍的失業。而政府如果推動高福利政策，若不能解決失業，結果將使高失業和高通貨膨脹緊密地纏在一起。

Martin L. Weitzman 提出的解決之道是「通過改變勞動報酬的性質來觸及現代資本主義經濟運行的方式」。也就是說，員工的工資與某種能恰當反映廠商經營的指數相聯繫。這樣員工和資本家在工資談判中，確定的不在只是具體的工資額，而是「確定在企業未來的收益中的分享比率」，這種分享制度將成為失業和通貨膨脹的死敵，因為：(1) 分享制度和工資制度具有本質上不同的特性，從長期而言，分享制度的報酬將如同工資制度般趨向於平穩的狀態，但就短期而言，分享制度中員工的報酬和員工受雇的數量呈反比例；相對地，在工資制度中，員工的收入是固定的，不受聘用和

³⁴ See Martin L. Weitzman, *The Share Economy: Conquering Stagflation*, Harvard University Press pp1-9 (1984).

解雇的直接影響。也因此，實施分享制度的公司「自然就具有擴大就業和增加生產的偏好」³⁵。(2) 分享經濟比工資經濟有的優勢在於「它偏離均衡時具有更強的返回均衡的傾向」。因為在工資經濟中「看不見的手」僅僅以微弱的矯正力慢慢地改變工資這種黏著性強的經濟參數；而分享經濟對額外的勞動需求，則因為公開且直接地反映在分享係數上，行成導向充分就業的力量。(3) 分享經濟比起工資經濟具有更小的反通貨膨脹傾向，因為在分享經濟中，任何的價格變動都能自動反饋給勞動成本，而提高勞動成本對企業來說是件代價昂貴的事，因此「分享經濟內含反通膨傾向」。(4) 分享經濟可以矯正勞資不對等關係，由於實施分享制度將擴大對勞動的需求，廠商在自身利益驅動下，在勞動市場上對待員工將如同在商品市場上對待客戶一般。

最後，Martin L. Weitzman 提到，「如果僅僅一家公司單獨從工資制度轉向分享制度，這個公司的產量和就業人數會增加，但價格和人均收入會降低，每個員工的報酬也會減少」，因此是行不通的，必須要全部或相當多數的公司轉為分享制度，經濟才會產生平衡的擴張效應。因為更多就業帶來消費需求增加，從而使價格更高、人均收益趨向穩定。要達到此一目的，必須使全體人民了解分享制的目的和工資制的危害，並由政府協助公司成立專門機構制定分享制標準，並給予稅上優惠，為此，ESOP 是實施分享制的有效途徑。

二、經濟民主論³⁶

經濟民主論是美國經濟學家 David P. Ellerman 在 90 年代出版的《The Democratic Corporation》一書中提出的經濟主張，其認為「人人與生俱來擁有不可讓渡地享有自己勞動果實的權利和民主自決的權利」。但是資本主義忽視這些權利，使企業成為一種雇傭關係。因為雇傭關係否認上述權利，因此資本主義不是一種理想的經濟模式，即使是福利國家所採的國家社會主義，也未廢除雇傭關係。為此他提出一種新的社會經濟制度—經濟民主制度。即建立在私有財產制中民主和正義基礎上的市場經濟來替代

³⁵ 本文認為，實施分享制度的公司，在市場景氣看好時，公司聘僱員工的成本也增加，但公司為了擴大產能、追求利潤，最終仍會聘僱員工(只是相較於工資制度，聘僱數量不會激增)，但在景氣衰退時，由於股價下跌甚至無盈餘，公司聘僱的員工減少，聘僱員工的價格甚至低於實施公司制度的員工，則公司不須另尋理由裁員減薪，員工自然會共體時艱，也不至於突發大規模裁員的動作，甚至因勞力成本降低，反而使公司有聘用員工的意願。

³⁶ 參閱大衛·P·埃勒曼著，李大光譯，民主的公司制，新華出版，1997年12月，第1頁、第39-41頁。

現行的資本主義及國家社會主義。這種經濟的基礎為民主的公司制或以勞動為基礎的民主公司。在公司裡，「僱傭關係」被「成員關係」所取代，人們共同佔有勞動的正面和負面成果。它的基本特徵是民主公司應賦與員工表決權和剩餘財產分配請求權，這是一種成員關係，是不可讓渡的，這是實現經濟民主制度的有效形式。

三、專門投資理論³⁷

專門投資理論是美國布魯金斯研究中心（Brookings Institute）高級研究員 Margaret.M.Blair 於 90 年代中期提出的一種理論主張。該理論從投資者和公司治理結構關係的角度出發，認為傳統的經濟觀點中，以股東為公司的唯一投資人，承擔公司全部風險，公司管理人員和員工是股東僱來專門為管理股東資產並未之創造最大利益而服務的觀點是錯誤的。她認為，公司不是一種實物資產的集合，而是一種法律框架結構。股東並不是唯一的投資者，供應商、顧客尤其是公司員工也都提供了特殊的投資，同時也與股東一樣承擔著同樣的風險。他們應該獲得相對應的報酬。針對員工這一特殊的專門人力資本投資群體，他認為對公司的財富創造是非常重要的，因為長期在同一公司工作的員工會累積重要的專門技能，這些技能使員工更具生產力，他們是公司的特殊人力資本，對公司更具價值，但同時期所承擔的風險也越高。如果我們仍然不把對這些「企業特殊人力資本」當作創造財富的一部份，損害了他們應得到之利益，整個社會將喪失員工投資於企業特殊人力資本帶來的潛在收益。因此，必須保護和激勵人力資本的投資熱情，這就必須提供一種有效的公司治理結構，即能清楚地洞察和確保員工的利益得到回報，而美國的 ESOP 作為一種退休金制度就能得到這種作用。

第四款、對於 ESOP 理論的批評及新見

以上幾種理論雖然都從不同面向對於近代歐洲國家自工業革命後的資本主義因發的社會不公平現象提出 ESOP 作為解決方案，惟自 ESOP 立法 30 多年來，亦有不少學者對於其背後的立法理論提出批評，指出這些理論都存在著部分缺陷。

首先是對於 Kelso 雙因素經濟理論的批評，Kelso 的經濟理論，相較於其它新資本主義理論，固然有其獨到之處，他除了看到資本主義分配不均的問題，更進一步地將

³⁷ 參閱王斌，企業職工持股制度國際比較，經濟管理出版社出版，2000 年 1 月，頁 9-10。

目光延伸到生產者的所有權問題，該理論揭示出工人貧困的原因在於他們缺乏資本所有權，進而在資本主義架構下，把勞動工人轉為資本工人，這種主張首先得克服的是資本家的干預，這在馬克思的眼中是不可能的事情，蓋馬克思認為，勞動本身為一與資本相對立的存在，資本必須藉由不斷僱傭勞工、降低人力成本來獲得更多資本，另一方面，勞動又以資本為前提，故勞動者往往願意長期忍受資本家的剝削³⁸。故學者有認為，想要讓勞動工人以和平的方式轉換為資本工人，除了法制的完善度，資本家的態度也成為一不確定因子，進而動搖 ESOP 成敗與否³⁹。其次是 Martin L. Weitzman 的分享經濟理論，學說有認為其本質上只是一種勞資共享收益的安排分享制，與雙因素經濟理論不同，它並不涉及企業財產所有權之安排，也不涉及管理方式的變革，而其理論基礎，是將工資的變動視為具有充分彈性的。然而，一個國家在一定時期的勞動力價值是相對固定的，從而使工資喪失彈性。這是因為工人們通常只願意有固定薪資，而不願意冒工資上下浮動的風險。如果這個前提無法成立，就無法寄望資本家願意在景氣低迷時僱用大量員工⁴⁰。再者是經濟民主論，這個理論仔細觀察後可發現，其將人的勞動歸為商品生產的唯一要素，其中之一便是資本家的資本，而這些因素很大程度地左右著勞動的成果，Ellerman 遂將其分析著重在工人的個人權利，實有分析不夠深入的問題⁴¹。最後是專門投資理論，這個理論最的問題在於鑑價，由於人力資源鑑價困難，使得這個理論缺乏可操作性，若要從較明顯可見的標準判斷，如學經歷、證照等觀察，高知識的資本家仍較一般工人佔優勢⁴²，即使可鑑價，一旦人力被公司認為其專業以不需要，是否亦因此可剝奪其分享公司盈餘的權利？這些都仍是懸而未決的爭議。

比較新進的學說多認為 ESOP 是員工所在的公司及他們的工作給予員工一參加人股票已獲得認同感的方法。一旦使員工對公司的態度改觀，員工對工作的滿足感及工

³⁸ 參閱馬克斯，政治經濟學批判，馬克思與恩格斯全集，第 46 卷上冊，人民出版社出版，1979 年，頁 253。

³⁹ See Brett McDonnell, *ESOPs' FAILURES: FIDUCIARY DUTIES WHEN MANAGERS OF EMPLOYEE-OWNED COMPANIES VOTE TO ENTRENCH THEMSELVES*, 2000 Colum. Bus. L. Rev. 199, pp. 200-202 (2000).

⁴⁰ 參閱梁愛雲，西方發達國家企業職工持股研究，經濟科學出版社出版，2005 年 2 月，頁 19-20。

⁴¹ 同前註，頁 22-23。

⁴² 同註 40，頁 23-24。

作產量都會增加，而這也使公司可以給予員工長時間的高報酬⁴³，為公司內部建立良性循環。在實證研究上，多數見解認為 ESOP 對於獲利績效表現及股價表現並不一定會有正面影響，但在員工生產力表現則有正向影響力，實施後的 3 至 4 年成長率會顯著提升，約 3 至 4% 之效果⁴⁴。並且可取代內部規範，減少公司對員工所付出的代理成本，且長期而言，員工會是公司最佳的政策決定者，因為員工相較於一般股東處於更接進資訊的位置，且因為持有股票後，與公司的利益衝突減少，可以對公司做出專業又不危害公司的決定⁴⁵。

第二節、員工持股計畫之成立及其法律架構

第一項、ESOP 之架構

依照美國內地稅法(Internal Revenue Code)的規定，ESOP 是一種被設計用來主要投資於受雇員工公司證券的確定提撥計畫⁴⁶，由於其已被定位為一種法律上認可的退休金計畫。故在分類上學說上皆認為其屬退休基金(Pension Fund)之一種⁴⁷，而退休基金之本質，實為信託之特殊類型⁴⁸，其基本架構，通常是由公司（雇主）為委託人，其提撥之現金或股票為信託財產，並由其指派受託人⁴⁹（或勞資雙方共同選派受託人，受託人可能為自然人，亦可能為從事信託業之法人），依退休金計畫之內容，為受益人（即退休金計畫之參加人，及已退休並領取退休給付之退休員工或遺屬）之利益，管

⁴³ See Sean M. Anderson, *Risky Retirement Business: How ESOPs Harm the Workers They Are Supposed to Help*. Loyola University Chicago Law Journal, Vol. 41, page5 (2009).

⁴⁴ 參閱周明錦、蔡文雄，台、美員工持股信託制度對公司之影響(下)，會計研究月刊 239 期，2005 年 10 月，頁 66-71。

⁴⁵ See Robert A. G. Monks & Nell Minow, *CORPORATE GOVERNANCE*, Blackwekk Business published, pp. 233-234 (2001).

⁴⁶ I.R.C. § 4975(e)(7)(a): "The term employee stock ownership plan means a defined contribution plan which is a stock bonus plan which is qualified, or a stock bonus and a money purchase plan both of which are qualified under section 401 (a), and which are designed to invest primarily in qualifying employer securities." 類似條文規定在 ERISA §407(d)(6).

⁴⁷ 參閱余雪明，比較退休基金法，元照出版，2001 年 8 月，頁 12-14。

⁴⁸ Treas. Reg. § 1.1401-1(a)(3).

⁴⁹ 由於 ESOP 涉及員工兼股東對表決權之行使，由公司指派可能會限於公司指派受其操控的受託人，變相地使公司經營者永保權位，且投資機中於單一股票，風險較大，故指定受託人此一部分通常是由員工組成員工持股委員會，內部表決後再決定受託人，制於員工持股委員會的性質留待本節後項詳述。

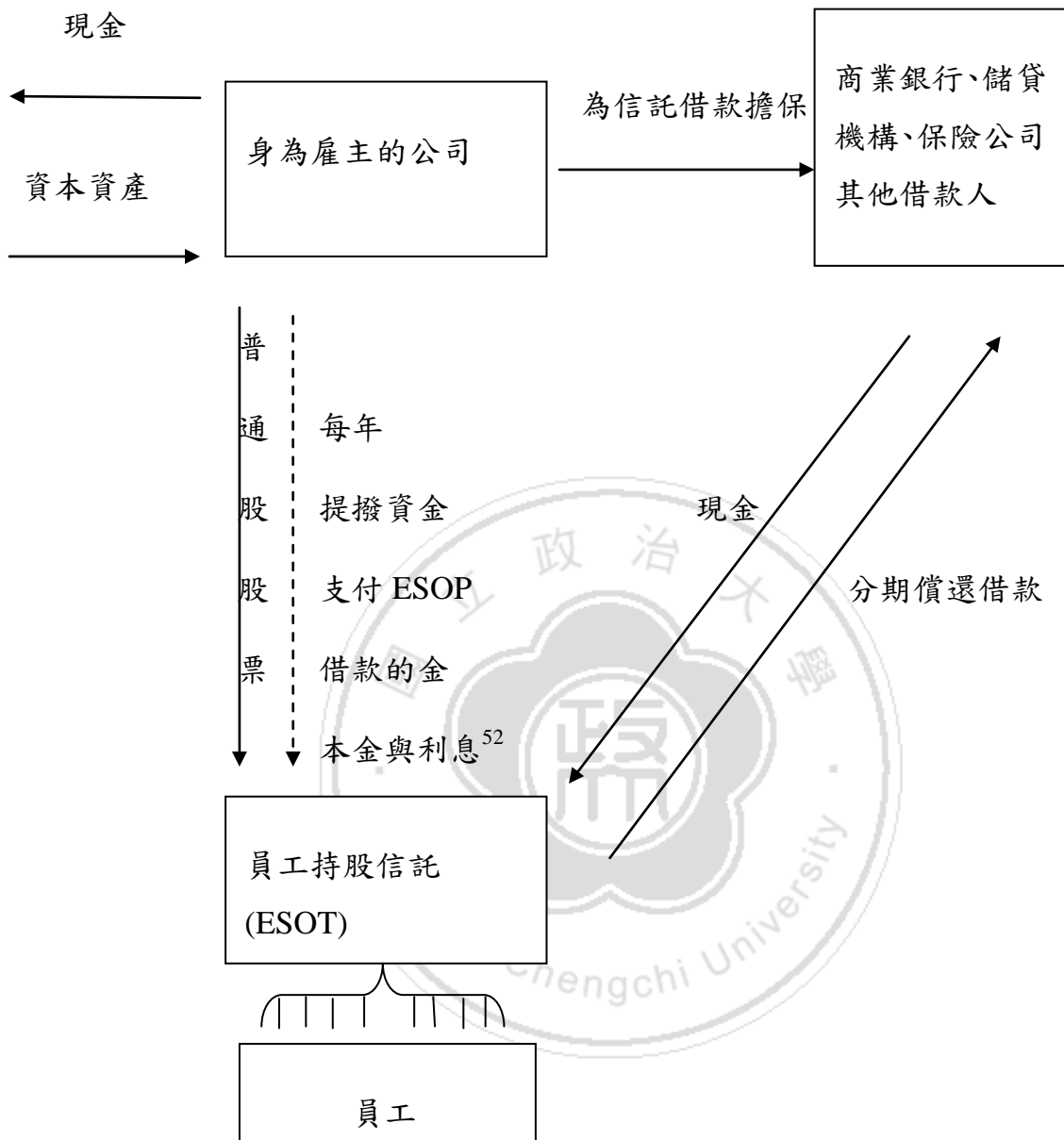
理、運用、處分信託財產。如勞資雙方共同提撥者，則參加人亦為委託人，同時具有委託人及受益人兩種身分⁵⁰。

kelso 一開始設計的計劃架構，是將 ESOP 定位為一個自益信託，委託人及受益人皆為員工，至於公司的角色則較為曖昧，Kelso 認為其為資金提供者及 ESOP 的股票交易對手，但在實務運作下，公司往往負責選任 ESOP 受託人及擬訂計畫文件，且由於其提供資金給 ESOP，故聯邦法院亦將其認定為委託人。而由於收購公司股票所需資金龐大，故商業銀行或其他借款人的地位相當重要，公司為促成 ESOP，通常也會以公司為擔保協助借款，圖示如圖一⁵¹：



⁵⁰ 同註 47，頁 94。

⁵¹ Supra note 23, page 62.



從圖一中可以發現 ESOP 進行交易的幾個特徵，首先，ESOP 通常都是以槓桿型員工持股信託為原則，此為立法者草創之初便已設想，蓋若欲以發給員工股票達成支付員工退休金及使員工從股東手中取得反映其勞力付出應得之股票，所需資金勢必相當龐大，故槓桿型 ESOP 為此計畫之常態，理論上當然可能由公司一次支付 ESOP 購買股票所需資金，惟除非是銀行業、保險業等金融業公司，欲期待一家公司可於資產

⁵²由於 ESOP 的本質畢竟為公司發起的退休金計畫，公司依內地稅法規定成立合格的退休金計畫後，本應為員工提撥資金，只是在 ESOP，公司提撥資金給 ESOP 將會用來支付 ESOP 借款的本金與利息。為吸引公司願意發起 ESOP，內地稅法第 404 條 a 項給予公司抵稅的優惠，公司若將現金股利提撥給 ESOP，提撥的數額可以部分扣除於該年度營業所得稅計算之稅基，抵稅的幅度在 15%~25% 之間。

中保留購入超過半數自己股票的流動資產幾無可能，是故非槓桿型 ESOP 即使成立，其信託財產規模亦將不如槓桿型 ESOP，員工最終所能擁有的股票恐怕有限。故 ESOP 仍以槓桿型為主流⁵³。其次，公司如果想以 ESOP 做為其融資工具，其無法直接從銀行手中取得資金，而是先將資金貸與員工持股信託。再由員工持股信託向其購入股票。惟 ESOP 在尚未交付價金之錢，公司若已移轉股票，則此時係與公司成立借貸契約，待 ESOP 向銀行或其他借款人取得資金後，再返還公司。而公司為協助此一退休金計畫可以順利運轉，每年會依 ESOP 所持有股份比率，提撥現金股利給 ESOP 以抵償借款。此外，ESOP 會用貸款按股票市場現值購買股票，然而如果股票非公開發行，應如何處理？依照美國國財政部及勞工局的規定，應以公平市場價格為準，至於公平市場價格的解釋，應解為交易雙方出於自由意志、未受強迫且都受合理充分資訊通知下合意的價格⁵⁴。再者，ESOP 既然向銀行或其他借款人借款，銀行或借款人自然有可能向其要求一定擔保，最常見的情形莫過於以股票為擔保，隨著每一次分期還款逐步取回股票，惟亦不排除公司以自身擔保借款之可能。最後，ESOP 將為加入信託的每位員工開設帳戶，隨著員工年資的增加，將其應取得的之股票或其他證券匯入其信託帳戶，惟必須待其退休、離職、公司被併購或 ESOP 結束，方可取得存於信託帳戶之證券或將證券變賣為現金⁵⁵，蓋這些證券相當於雇主每個月提撥之退休金，並非員工之儲蓄，自然無法如同存款般任意領取。

⁵³ 統計至 2010 年，全美國採用 ESOP 作為其退休金計畫的公司，至少有 70% 選擇槓桿型 ESOP。

See THE ESOP ASSOCIATION, *ESOP STATISTICS*, available at:

http://www.esopassociation.org/media/media_statistics.asp，最後瀏覽日期：2011 年 8 月 19 日。

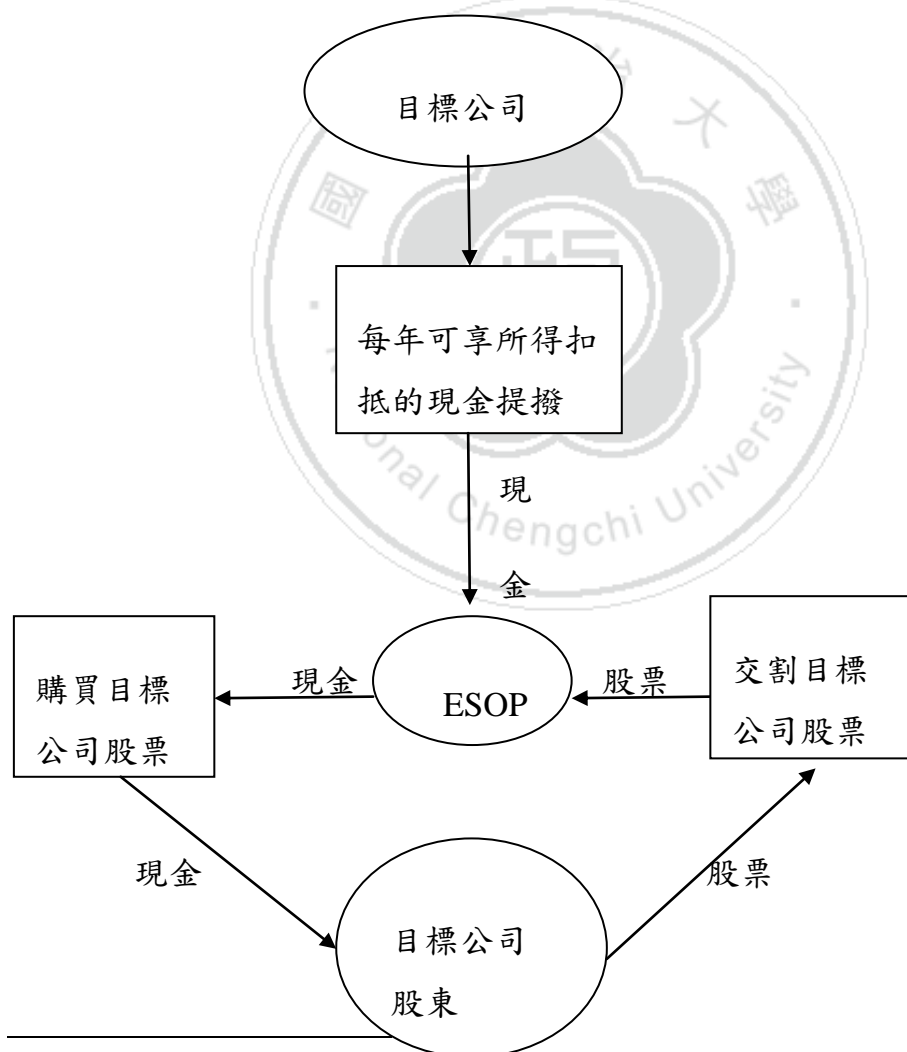
⁵⁴ See Rev. Rul. 59-60, 1959-1 CB 237—IRC Sec. 2031:”...define fair market value, in effect, as the price at which the property would change hands between a willing buyer and a willing seller when the former is not under any compulsion to buy and the latter is not under any compulsion to sell, both parties having reasonable knowledge of relevant facts.”, Regulation 29 CFR 2510.318(b)...the price at which an asset would change hands between a willing buyer and a willing seller when the former is not under pulsion to sell, and both parties are able as well as willing, to trade and are well informed about the asset and the market for the asset.”在此須說明者，美國對於退休基金的監理模式，是採行多頭馬車的監督方式，由於退休基金關乎員工生計，故勞工局(Department of Labor, 簡稱 DOL) 為其當然之主管機關，又退休金計畫往往以稅制上的優惠吸引公司舉辦及員工加入，故內地稅局(Internal Revenue Service, 簡稱 IRS)亦為其主管機關，除此之外，尚有證管會(Security Exchange Commission, 簡稱 SEC，涉及公開發行及資金管理人)及退休給付保證公司(Pension Benefit Guaranty Corporation, 簡稱 PBGC，涉及參加保險退休金計畫有提撥不成足等情形時的給付與介入)。

⁵⁵ IRC § 409(d).

惟此僅為最基本的情況，若考量到 ESOP 之功能及公司發起 ESOP 的目的，則情況將變得複雜許多，例如：

(1) 利用 ESOP 防止公司被敵意併購

由於 ESOP 可向銀行以較高比例借款，且公司為 ESOP 之成立所可能先與 ESOP 成立借貸契約，則事後 ESOP 提撥返還借款的本金及因此所生之利息可以享租稅抵免⁵⁶，且透過 ESOP 可向借款人的比例亦較為高⁵⁷，故利用 ESOP 向銀行的借款於市場上購買股票以防止敵意併購在 2010 年內地稅法修法前乃為一可行之途徑，法律關係可見圖二⁵⁸：



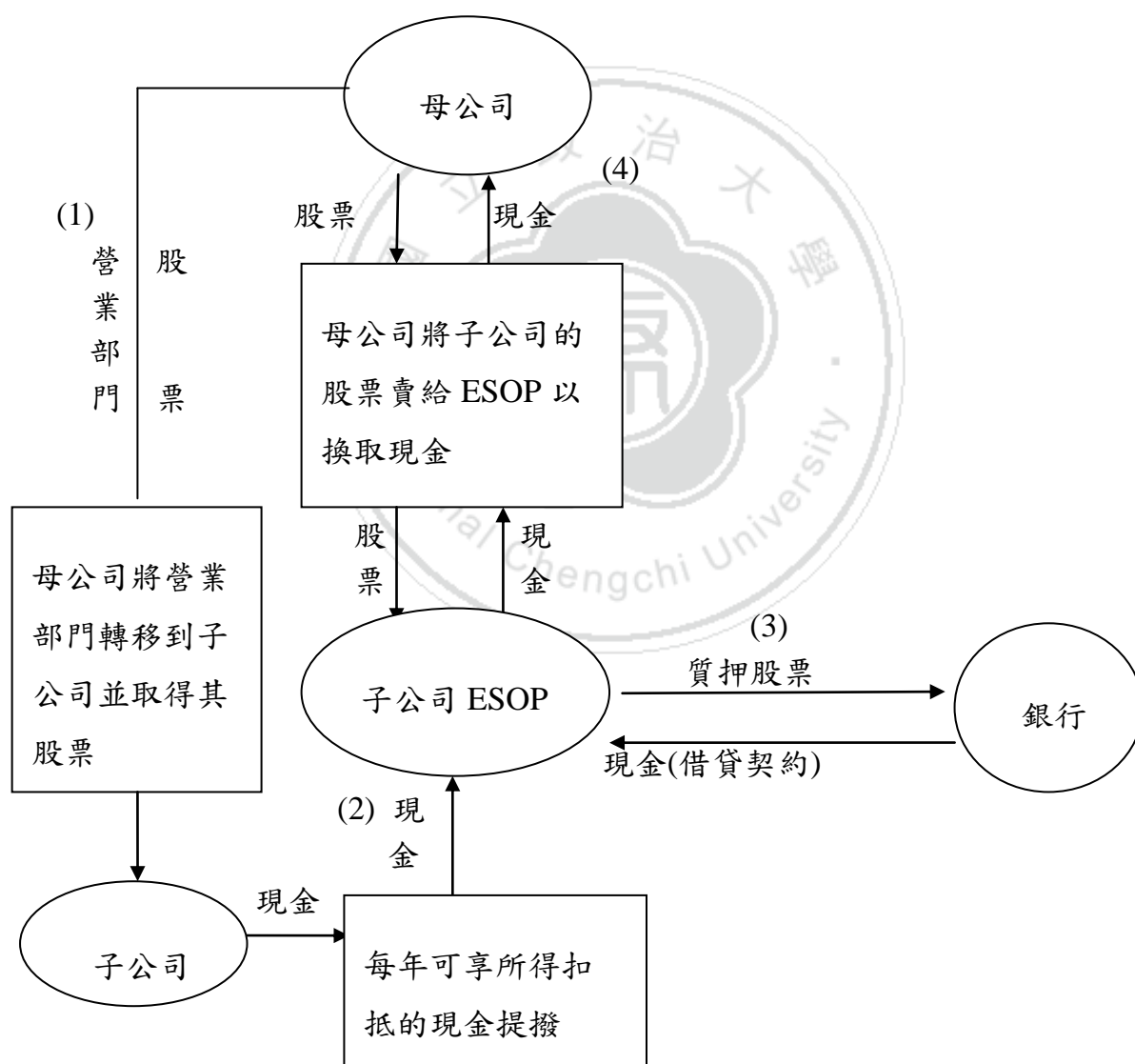
⁵⁶ IRC § 404(a)(9). 惟每年的提撥金額能超過員工總薪資的 25%，且對每位員工的提撥不得超過其薪資的 25% 或年薪 30,000 美元中較低者。

⁵⁷ 依據內地稅法 133 條第 a 項 (已刪除)，可享受利息收入 50% 租稅抵免的借款人僅有：(1) 銀行 (2) 保險公司 (3) 積極地從事借款事務的公司 (4) 在 1940 年投資公司法下註冊且從事融券業務的投資公司。

⁵⁸ 參閱李永全，員工入股計畫(ESOP)之租稅效果、分配效果及可行性研究，國立中山大學財務管理研究所碩士論文，1994 年 6 月，頁 16。

(2) 利用 ESOP 將有利潤的營業部門出售

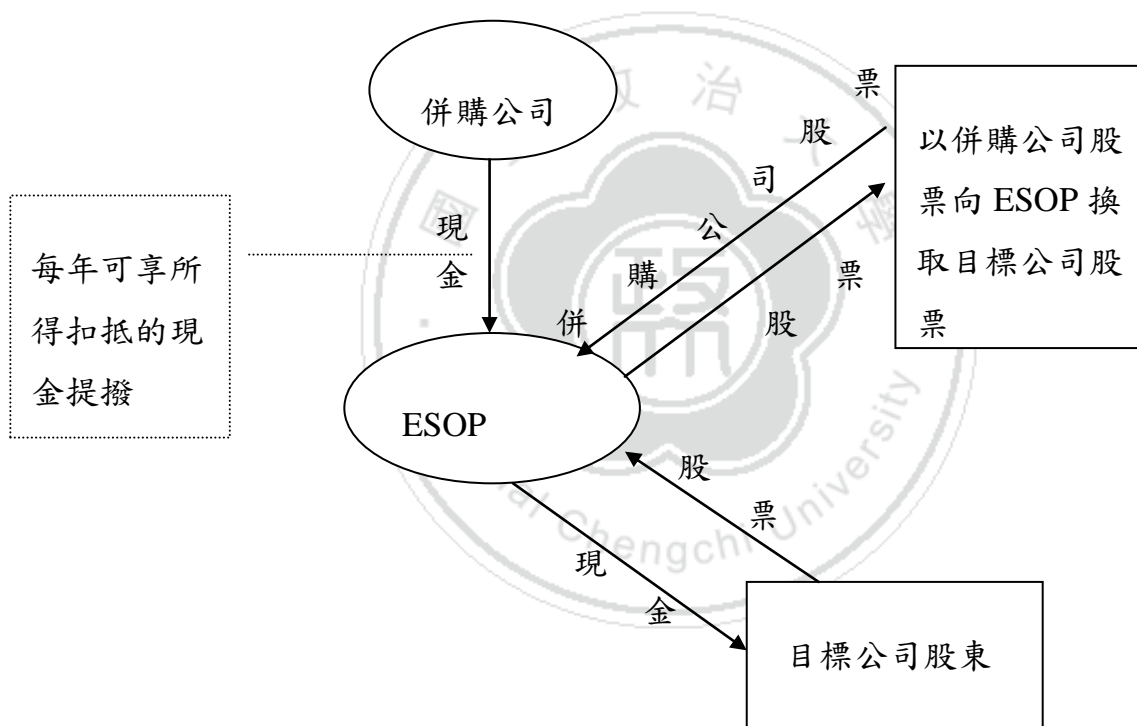
當公司將被其他公司併購時，可利用 ESOP 將公司獲利較佳的營業部門出售，以減少其他公司收購的欲望。首先，母公司會先成立一子公司，將母公司獲利較佳的營業部門讓與給子公司，並由母公司取得子公司之股票(類似於物的分割)。此時由子公司成立 ESOP，向銀行貸款取得資金，從母公司處購回子公司之股票，子公司再每年提撥現金去償還本金及利息。如圖三所示⁵⁹：



⁵⁹ 同上註，頁 17。

(3) 利用 ESOP 去收購其他公司

ESOP 尚可用來作為收購其他公司的工具。首先併購公司成立一個 ESOP，以稅前提撥的現金向目標公司或由市場購買目標公司之股票，然後併購公司再以它的股票向 ESOP 交換目標公司之股票，完成收購之目的。因為併購公司是以稅前現金提撥去購買目標公司股票，此提撥部分可享租稅減免效果故成本較低。但併購公司以發行新股去交換目標公司股票則會造成稀釋效果。如圖四⁶⁰所示：



第二項、 計畫訂立

ESOP 是一種合格的稅法上計畫 (tax-qualified plan)，依照內地稅法的規定，可以享有租稅上之優惠，惟必須符合稅法對其之要求⁶¹，除此之外，ERISA 基於保護員工的角度，亦對於其架構有一定之要求，是故當公司欲發起 ESOP 時，莫不密切注意內地

⁶⁰ 同註 57，頁 18。

⁶¹ IRC § 401(a).

稅法、ERISA 及其解釋規則之規定，本文以下將舉出成立員工持股應具備之各種要件及基本原則。

ESOP 被限定於使用書面文件及美國法下所規定之信託⁶²，且依美國財政部之解釋，必須於書面上明示此為一員工持股信託文件⁶³。並且在設計上為保護員工利益，如果 ESOP 中有允許持續性借款的規定，則必須符合以下幾個要求⁶⁴：

1. 建立保護權利條款。ESOP 對於使用借款資金購得的計畫資產必須制定保護參與者權利的條款。特別是在取得的是買入、賣出選擇權或是其他類似的交易安排時。
2. 「不終止的」保護權利條款。ESOP 的條款也必須正式制定這些保護措施是不會消滅的。因此，不論 ESOP 是持有或者已經分配了這些經由證券借款購買的證券，即使 ESOP 已經終止了，保護條款仍然會繼續有效。此外，這些保護條款對於其他財政部解釋也有效，例如 Treas Reg § 54.5975-7 (b)(11) 要求以借款購入的賣出選擇權必須於 15 個月內在公開市場上賣出，但假如在 ESOP 終止後，賣出選擇權也下市了，那麼下市的期間不會被計入這 15 個月。
3. 其他應被納入的保護權利條款，財政部解釋僅針對以借款購入買入賣出選擇權或是其他類似的交易安排要求業者應制定保護權利條款，但只有這幾條是不夠的，計畫應該再補充其他保護權利條款。

而在 ERISA，對於任何退休金計畫，該法都要求必須要⁶⁵：

1. 提供一個建立與實現基金政策及方法的程序，這包含了計畫的目標以及符合

⁶² ERISA § 202; Treas Reg § 1.401-1(a)(2)and(3).

⁶³ Treas. Reg § 54.5975-11(a)(2).雖然在美國第三巡迴法院曾出現過判決認為書面文件並非必要，只要公司有明示意圖及長久運作之基礎便可認定退休金計畫之成立，see Gruber v. Hubbard Bert Karle Weber, Inc., 159 F.3d 780, 789(3d Cir. 1998). 惟員工持股計畫風險性較一般退休金計畫高，由其是槓桿型員工持股信託，在公司未提撥資金給 ESOP 贖回股票前，ESOP 幾無財產可給付員工，如不慎認定員工已自其他退休金計畫轉入 ESOP，對其不一定有利，故認定上仍以從嚴為佳。

⁶⁴ Treas. Reg § 54.5975-11(a)(3).

⁶⁵ ERISA § 402(b).

ERISA 的要求。

2. 描述任何操作與執行計畫的分配責任程序。
3. 規定修正計畫及應由何人修正計畫的程序。
4. 確定計畫的給付計畫基礎。

另外在法院實務上，聯邦法院多數採取美國第十一巡迴法院的見解，認為退休金計畫應該符合以下幾個要件：(1)一個基金；(2)已被建立或維持；(3)經由公司所發起建立；(4)為了提供醫療、手術、住院治療、生病、意外、殘障、死亡、離職或停職等目的；(5)為了參加人或受益人⁶⁶。

自上述要求可發現，ERISA 的核心是員工利益的最大化。故 ERISA 非常注重員工行使其權利的程序規定，退休金關乎員工及其家屬的實際生活能否獲得最基本的保障，為避免公司透過種種藉口使實質的請求權落為空談，實有必要在計畫成立之初便確定起計畫實現之方法，此外，ESOP 的內部分權結構基本上都還是交由私法自治，除了參加人與受益人係本計畫最後權利的擁有者，ESOP 內部職務應如何分攤，應增設多少職位，都由創立之初的員工、受託人甚至是員工背後的公司擬訂，而為避免權力分界模糊導致參加人或受一人求償困難，亦有必要於計畫成立之初便有明確之規定，最後是計畫給付的計畫基礎，由於直接涉及參加人或受益人請求之金額，自無由使受託人任意更改，是故給付之基礎也應在成立之初明定，若欲修正，修正的方法及決定權人亦應同上述要求。

第三項、 資金來源

關於 ESOP 的資金來源，主要來自於公司的提撥，員工不需要支付任何現金，只有在少數的案例中，以工資協讓的方式來換取股票⁶⁷。公司的資金來源除了本身自有資金之外，還可經由公司保證，由 ESOP 向外舉債。

⁶⁶ See *Donovan v. Dillingham*, 688 F.2d 1367, 1371(11th Cir., 1982).

⁶⁷ 同註 58，頁 23。

第四項、 禁止安排事項

依據美國財政部解釋，ESOP 對於其條款的設計，禁止做以下安排⁶⁸：

1. 買賣上的安排：

一個 ESOP 不得為了一個賣出選擇權的發行而去做交易安排(亦即僅能在交易市場上去買賣賣出選擇權)。本文以為，此規定有助於防止 ESOP 受託人利用 ESOP 做出不法的套利行為，例如連續交易。蓋 ESOP 並非對沖基金(Hedge fund)，賣出選擇權對其而言僅是分散股票下跌風險的工具，故所需數量在交易市場上購入即已足，應無自發行市場大量購入的需求。反之，如大量購入賣出選擇權，易使期貨市場影響到證券市場，證券市場之投資人將對賣出選擇權上預定賣出的股票缺乏信心，導致股價下跌，此時受託人可為自己或他人大量購入股票至股價上漲，ESOP 持有賣出選擇權將蒙受虧損，受託人卻可獲利。此自非主管機關所樂見。此外 ESOP 不能有一個為了特定的證券持有人在不特定的時間確定後去購入其證券的義務，以免影響受託人專業投資的判斷，進而侵害廣大參加人(員工)的權益。

2. 整合的安排：

在 1977 年 11 月 1 日後成立之 ESOP，必須不與社會福利法第二章或者其他聯邦法或州法所給予的給付或提撥整合⁶⁹，至於在此之前已整合的 ESOP，則仍然允許其存在，但不得修訂提高其整合度。

第五項、 帳戶分配

ESOP 使用借款購得的證券將會被存放於一個未分配的臨時帳戶(Suspense account)，這些存放在臨時帳戶的證券是 ESOP 的資產⁷⁰。存放在臨時帳戶的證券將會以借款本金與利息償還給債權人的比率逐步地被釋出，當證券被釋出時，它們會從臨

⁶⁸ Treas. Reg. § 54.5975-11(a)(7).

⁶⁹ 在美國，ESOP 係屬於由企業發起但是由政府監控，雖然與社會福利法下的退休基金同屬於公共退休基金，但後者係由政府所發起並以稅收撥入信託基金，提供最基本的退休、殘障與撫卹給付，員工僅需被動接受給付即可，企業無須出資協助，與 ESOP 係員工自發性地運用自己的退休金交付信託基金投資迥不相伴，故企業不得以 ESOP 之名義將其與社會福利法下的信託基金混淆。關於美國退休基金之分類語介紹，可見本文第三章第二節。

⁷⁰ Treas. Reg § 54.5975-11(b)(2).

時帳戶轉入參加人的帳戶，釋出的次數一年至少一次⁷¹，一般而言，這些從臨時帳戶釋出進而分配到參加人帳戶的股票會根據每個參加人的相對報酬來做分配。舉例而言，一個一年賺 5 萬美元的員工相較於一個一年賺 2 萬 5000 美元的員工，每年可以獲得比後者多兩倍的股票⁷²。某些 ESOP 也會參考其它因素做為分配的計算基礎，例如服務年資、或者將服務年資與報酬做綜合評比，但 ESOP 必須每年監視他們的分配以確保這些分配公式沒有違反禁止歧視原則，只圖利高所得員工⁷³。事實上，為了防止利益分配受到上述之人勢力的影響而扭曲，內地稅法第 401 條 a 項 4 款亦有不得優惠高所得員工的規定，惟科層制度本為公司人事管理的常態，若員工為公司奮鬥多年而取得一定的階級及薪水，但在退休金的分配上卻仍比照怠惰的一般員工，不免使人心生不滿，導致公司競爭力下降，故內地稅法第 401 條 a 項第 5 款例外規定若係基於一定比率公式(如每年薪資的 5%)而得出之較高金額不構成優惠⁷⁴。但超過一定金額之薪資則不予計算(Compensation limit)⁷⁵。至於該數額為每人每年 20 萬美元，財政部應依現實生活費用的需要對 20 萬元的數額予以統一調整。但調整以 5000 美元為基數。如現實生活費用超出法定數額 1 萬 6000 元，則僅能增至 1500 元，多出之 1000 元因尚未達到下一個 5000 元之基數，則不能增加。

第六項、 參加人資格

由於 ESOP 並非強制性的退休金計畫，公司原則上並無提供 ESOP 的義務，員工並無權利要求公司發起 ESOP，是故 ESOP 只需一般有利於員工即可，其利益不必及於全體員工⁷⁶。但過度地限制將會導致 ESOP 被濫用，成為圖利少數高所得員工的工具，進而違反涵蓋禁止歧視原則(Nondiscriminatory Coverage Rules)，因此美國內地稅法對於參加人資格仍有最低限度的保障⁷⁷，此為最低標準，公司可適用對員工更有利之標準，這些限制包括：

⁷¹ Treas. Reg § 54.5975-7(b)(8).此外，依本款規定，即使購入的證券供作債權人的擔保物，借貸契約上仍然必須有依照每年償還借貸的比例釋出證券的規定，以確保參與人得確實取得證券。

⁷² Supra note 10, page 14.

⁷³ Rev Rul.84-155, 19842 C.B. 95.

⁷⁴ IRC § 401(a)(5)(B).

⁷⁵ IRC § 401(a)(17).

⁷⁶ 同註 47，頁 198。

⁷⁷ IRC §§ 410(a)(1)(A), 401(a)(2), 401(a)(26).

1. 年齡必須滿 21 歲。
2. 專職。
3. 需服務滿一年。
4. 不得有最高參加年齡之限制。
5. 受益人不得少於 50 人或員工之四成。

在計算服務期上，一年的服務期係指員工在 12 個月內工作時數不少於 1000 個小時，至於 12 個月的始期則自受僱日起算⁷⁸，但若係因產假所導致的工作中斷(break in service)，只要產假含照顧兒女假期在 501 小時內，仍不影響其參加資格⁷⁹。此外，原先不符合最低參加限制的員工，其開始參加日不得後於滿足最低限制後的第一個計畫年度開始日或滿足最低限制後的六個月內二者任一先至之日⁸⁰。

除了最低資格限制外，內地稅法也要求 ESOP 對高所得員工的與低所得員工的給付人數比率及給付金額不得落差太大，依據內地稅法第 410 條 b 項 1 款之規定，ESOP 必須符合下列兩個標準之一：

(一)、相對涵蓋標準(Relative Coverage Test)

即所有參加員工之受益比率，除以高所得員工的受益比率，其比率不得低於 70% 者⁸¹。至於何謂高所得員工，內地稅法第 414 條 q 項對高所得員工的定義，只要符合下列任一條件即是：

1. 在當年度或前一年度為公司股份 5% 的所有人。
2. 前一年報酬超過 8 萬元美金的員工。
3. 公司的頂尖受薪集團：當年度受領薪水數額的排名是所有員工中的前 20%。

⁷⁸ IRC § 410(a)(3).

⁷⁹ IRC § 410(a)(5).

⁸⁰ IRC § 410(a)(4).

⁸¹ 具體計算公式如下：計畫之百分比(ratio percentage) = 受給付之非高所得員工在所有非高所得員工之比率，除以受給付高所得員工在所有高所得員工的比率。

(二)、平均給付標準(Average benefit test)

非高所得員工的平均給付百分比至少需為高所得員工的平均給付百分之七十，至於平均給付百分比的定義，係指公司的提撥或給付除以其報酬。此二種標準形式上似有助於避免高所得員工對低所得員工之歧視，惟學者有認為，其計算上過於複雜，從成本效益的考量上，能否達成立法目的，十分可疑⁸²。

第七項、 合格的公司證券

為了確保槓桿型 ESOP 借貸之資金必須為了參加人(或受益人)之利益而使用，借貸而來的資金只能被使用於購買合格的公司證券(Qualifying employer securities)或者用來償還借款⁸³，而合格的公司證券，依照內地稅法 409 條 I 項之規定，在公開發行公司，係指身為雇主的公司或其從屬公司所發行的任何普通股股票；在非公開發行公司，係指具有最大表決權及最大盈餘分派請求權的普通股股票(含從屬公司的普通股股票)，此外，當 ESOP 買進的是不可贖回的可轉換特別股股票，若其可轉換成上述條件之普通股股票，而其轉換普通股的公式尚屬合理，則亦可被認為此處所稱之合格公司股票。

第八項、 分配之形式與時機

ESOP 是一種退休金計畫，員工無法於在職時領取退休金，但員工若發生退休、死亡、殘廢至無法工作、辭職及解僱等離職情事，此時 ESOP 應將已分配至參加人帳戶之股票給付員工，給付之形式依據內地稅法 409 條 h 項 1 款之規定，公司雖然可以金錢方式給付，但員工可以請求交付公司證券，然而在某些金融機構(例如銀行或信託投資公司及其他經營儲貸業務的金融機構)，若其章程或內部規程有要求公司股票必須實質上全部(例如 85% 以上)由積極的員工或合格的退休金計畫(例如 ESOP)所持有時，則可以免除 ESOP 給付證券的義務⁸⁴。

在一般的退休金計畫，一旦離職的情事出現，依據內地稅法第 401 條 a 項 14 款及 ERISA 之規定，給付至遲應於 65 歲或者計畫中所規定的通常退休年齡；參加之第 10 年度；或離職之最後發生者之計畫年度結束後 60 日內支付。然而，ESOP 給付的時點

⁸² 同註 47，頁 200。

⁸³ Treas. Reg. § 54.4975-7(b)(3) & (4).

⁸⁴ IRC § 409(h)(2)and(3)..

較一般退休金計畫為慢，依據內地稅法 409 條 o 項 1 款之規定，當離職事由發生且參加人(或者於參加人死亡、殘廢時，其配偶)請求時，依該款規定，ESOP 應在時限內開始給付，該時限，可以區分成以下兩種情形：

1. 員工達到計畫所規定之通常退休年齡或者員工有死亡、殘廢至無法繼續工作之情事：此時 ESOP 至遲應在發生該事由的計畫年度結束後一年內開始將帳戶內之股票以票或現金形式給付參加人。
2. 員工有辭職、解僱情勢，而且未於原公司再復職：此時 ESOP 至遲應在發生該事由的計畫年度結束後五年內開始將帳戶內之股票以票或現金形式給付參加人。

一般的退休金計畫在開始付款後，退休金會於參加人或其受益人於其生命期或統計生命期內固定分配。但 ESOP 開始給付給參加人第一筆股票或金錢後，除非參加人希望延長給付期間，否則給付會在五年內以每年不少於一次的頻率定期定額的給付，當帳戶累積金額超過 50 萬美元時，則 ESOP 會以 5~10 的期間每年不超過 10 萬元以上之金額定期定額給付。分期付款是法定給予 ESOP 的利益，若其願意一次付清，法律亦無阻止之理。另一個對參加人的限制，則是若存於參加人帳戶內的是 ESOP 以借款購得之股票，而該股票尚未被 ESOP 所清償，此時不得將該股票給付參加人。從給付開始的時間較長、分期給付的時間較短到未清償借款的股票禁止給付之規定，凡此種種皆係為了保障 ESOP 的財務健全，由於 ESOP 多集中投資於公司之證券，無法完全落實現代投資理論分散投資分散風險的目的，故為確保其內部流動資產足夠，這樣的立法或許有其理由，但自保障參加人及其家屬得在適當的時點取得退休金的觀點考量，過多的限制恐使參加人無法選擇於合適的時間出賣股票或取得金錢應急。

第九項、 既得權之確定

為調和員工能長久留在公司及員工的退休金請求權得受法律保障不被雇主剝奪的兩大目的，內地稅法規定員工的退休金給付請求權通常由一定在職期間之經過而確定(vested)。既得權(vesting)對於員工而言是一個很重要的概念，員工參與 ESOP 至取得退休金，吾人可將其區分成四個階段⁸⁵：

⁸⁵ See Idelle A. Howitt; Corey Rosen, *Employee Stock Ownership Plan Answer Book*, Aspen Publishers, page 11-12

1. 一個員工有資格有資格接受公司股份作為其退休的報酬。
2. 這個報酬被放置在員工帳戶下。
3. 對於因期間經過而完全確定的股票員工有獲得他們的權利。
4. 員工可以取得這些股票並將其兌換成現金。

既得權正是上述四階段中之第三階段，既得權並非指經過一定在職期間後員工即可立即自帳戶內領取他的股票。相對地，既得權給予員工一個相當重要的權利：這些股票所有權雖然尚未屬於員工，但是公司或 ESOP 不得剝奪他取得股票的權利 (non-foreitable)，已發生之既得權於未確定前離職，仍可能按比例被剝奪。而為確保公司或 ESOP 對於高薪員工差別待遇，使其既得權盡早確定、違反不歧視原則，ESOP 應依一定之時間表(schedule)定期增加員工的既得權比例，ESOP 依據 ERISA 第 102 條的規定，應製作退休計畫摘要(Summary Plan Description, SPD)，並於摘要中載明比例確定的期間。至於該比例確定的時間，內地稅法 411 條及 ERISA 僅給予 ESOP 二種方案選擇，若有違反依據內地稅法 401 條第 a 項第 7 款將被認為不適格之退休金計畫，取消一切租稅優惠。第一種方案為服務五年 100% 確定，在這五年之前，員工沒有任何的給付權；第二種方案為 2 至 7 年比例確定，確定的比例為 3 年二成、4 年四成、5 年六成、6 年八成、7 年以上全部確定。雖然法律規定 ESOP 必須就兩者擇一，但亦可選擇對於參加人更有利的確定時間表。至於時間表的選擇權人，雖然法律係要求 ESOP 應公布時間表給參加人，但美國聯邦最高法院見解則認為於法律限度內既得權確定時間表之制定，屬於退休金計畫之設計問題，是雇主之權利，不屬於受任人之責任範圍，只有在退休金計畫的行政及資產管理上，方有受任人責任之問題⁸⁶。內地稅法地 411 條第 d 項第 6 款及 ERISA 第 204 條第 g 項並禁止以計畫之修正減少參加人已發生之既得權，包括提早退休給付或退休類補貼或給付選擇權之形式的取消或減少。然而，於公司有業務上困難時，經勞工局長許可，得修正回溯一個計畫年度生效⁸⁷。

(2010).

⁸⁶ See *Bryant v. Food Lion Inc.*, 774 F.Supp. 1484 (1991).

⁸⁷ IRC § 412(c)(8).

第十項、 表決權限制

假如公司所發行的是依 1934 年證交法所規定可在集中市場交易的股票，依照內地稅法 409 條 e 項 2 款之規定，ESOP 必須有員工可指示受託人為了所有分配到他的帳戶的股份(雖然此時員工尚未具有股東身分)行使表決權的規定。亦即員工雖然尚未持有股份所有權，卻已可依據其已分配至 ESOP 參加人帳戶之股份行使表決權。若 ESOP 未給予員工表決權，則其所享有的租稅優惠將會被取消⁸⁸。論者有稱此種收益人透過對信託享有的權利進而行使信託對公司之表決權的方式為穿越投票(pass through voting)⁸⁹⁹⁰。亦有認為此係將存於參加人帳戶中的股份單獨抽離，先行移轉給員工⁹¹。不論理論基礎為何，事實上，ESOP 為員工與公司建立暢通無阻的表決權行使平台是相當必要的。蓋學者有認為，由於退休基金係為確保員工的退休生活可受到一定保障，故相較於一般基金的積極作為，持有公司股票的退休基金對於公司來說只是個被動的控制股東，而這會惡化現代公司因為所有權與經營權分離所生的種種問題(例如代理成本的增加)⁹²，另一方面，如果要將公司績效與員工退休金相聯結，自應使員工能透過表決權的行使更積極地參與公司事務，進而反映於公司績效上，更重要的是，納入公司的意見，會讓公司的決策執行起來更為順利。惟若雇主是一家非公開發行公司而未發行符合 1934 年證交法所規定可在集中市場交易的股票，員工透過受託人行使表

⁸⁸ IRC § 401(a)(22).

⁸⁹ See Jay Conison, *Employee Benefit Plans*, West Publishing Co., page 300 (1993).

⁹⁰ 穿越投票原則最早係由 Melvin Aron Eisenberg 於 1971 年提出，其主張在控股結構下控制公司對從屬公司之股權行使，原則上屬於董事之商業經營範圍內，但控股公司運用轉投資於從屬公司的方式，使得從屬公司的資產相當於企業控股集團的全部資產，或佔控制公司資產之顯著比例，此時控制公司及從屬公司的法人格界線已不十分明確，從而可某程度漠視其區別，提供控股公司股東有介入從屬公司經營決策的空間，而具體實踐的方法，在從屬公司有出售全部或主要部分營業資產、合併、選舉董監事、變更章程及解散清算的情形下，直接由控制公司的股東做出股東會決議，以避免控制公司股東的權益遭受剝奪。See Melvin Aron Eisenberg, *Mega -subsidiaries: The Effect of Corporate Structure on Corporate Control*, 84 Harvard Law Review 1577 (1971). 轉引自王文宇，普通控股公司與金融控股公司之規範，月旦法學雜誌第 79 期，2001 年 12 月，頁 99。本文以為，Eisenberg 教授主張的穿越投票原則並非一常態性的規定，原則上控制公司股東仍須遵守法人格獨立原則，僅於上述重大事項使控制公司股東例外地享有表決權。然而此處所稱之穿越投票，是員工依其對 ESOP 之受益權進一步地對公司行使股東權，雖然原文均為 pass through voting，但與上述情形並不完全相同，員工主張其權利係有所依據，而非例外允許主張。

⁹¹ 同註 58，頁 27-28。

⁹² See John H. Langbein & Bruce A. Wolk, *Pension and Employee Benefit Law*, Foundation Press, pp22-23 (2000).

決權將會受到相當大的限制，除非公司章程另有規定，否則僅能對合併、解散、資本重組、重要營業資產讓與、重新劃定薪資等級、公司清算有表決權⁹³。在其他事務上，受託人仍然享有完全的表決權(前提是仍然要符合美國信託法及 ERISA 對於受任人義務的要求)，此外，對於尚未分配至參加人帳戶的那些臨時帳戶股票，表決權亦是由受託人行使。立法者在此仍顧慮到非公開發行公司之所以不對外公開發行集資，正是希望其經營決策不受他人置喙，故在此處與員工參與公司經營的目的兩相權衡，制訂出折衷性規定。

值得一提的是，每個員工所享有的表決權應如何計算呢？在公開發行公司，係以參加人於參加人累積的股份數計算，且其行使表決權數並不受增權的比例限制。至於臨時帳戶內的股票，受託人可參考在分配帳戶的表決權比率或者依員工持股委員會(下一款將會述及)的指示行事。當然受託人亦可不依據上述資訊獨立判斷而為投票，惟受任人依信託法及 ERISA 有「為員工之當然利益」行事之義務及為信託財產謹慎行事的注意義務，事後若被追究該表決權之行使導致員工利益受損害，受託人恐將因此而負賠償責任。

然而在非公開發行公司，則不採傳統公司法下的一股一表決權原則。依據內地稅法 409 條 e 項第 5 款的規定，每個參與員工持股信託且分配帳戶內已有股票的參加人，皆有一表決權，亦即「一人一表決權原則」(1 vote per participant)，每人帳戶內累積的股份數雖然不盡相同，但其表決權對公司的影響力是相同的，至於臨時帳戶內的股票，仍是由受託人行使表決權，但受託人應依據每個帳戶內已有股票的參加人多數決後得出的結果比例行使其表決權⁹⁴。論者有認為，此種投票方法相較於一股一表決權原則更為和平、民主，且可以減少高薪員工及基層員工對公司影響力的差距⁹⁵。

第十一項、 信託角色

ESOP 既然係以信託為其基本法律架構，自應設有信託受託人，通常是由公司尋

⁹³ IRC § 409(e)(3).

⁹⁴ 受託人應依據帳戶內已有股票參加人多數決的結果來行使表決權的規定，學說上稱為鏡像表決(Mirror voting)，supra note 92, pp. 639-640 (2000). 在非公開發行公司 ESOP，依據內地稅法規定是必須依照鏡項表決來行使表決權，但在公開發行公司 ESOP，亦可透過計畫條款約定受任人遵守已分配帳戶的多數決。

⁹⁵ Supra note 10, page 17.

找人選後，由員工或員工持股委員會與其成立信託，明定職責，信託財產應由受託人所有⁹⁶，並須負有受任人義務。依據 ERISA 第 404 條第 a 項第 1 款之規定，受任人應以參加人及其受益人之唯一利益行事。然而受託人既係由公司尋找，甚至可能簽訂契約(例如與受託人約定應以公司所擬之退休計畫摘要及其他退休金計畫架構與員工簽訂信託契約)，受託人在執行信託事務時，難保不受公司之影響。在大部分情形下，上述兩項利益是可截然劃分的，例如 ESOP 的例行作業應符合參加人之最大利益，受託人若採公司的建議又無法提出一追求參加人利益的理由，很容易就可判斷違反受任人義務。然而在某些情形下也可能相當棘手。例如在財務困難的公司內，受託人可能會裁量，ESOP 應該投資公司以外的證券方屬上策，但是此舉可能與公司成立 ESOP 的想法及計畫本身的目的(投資公司股票)相違背⁹⁷。而為了使受託人避免這種困局，某些公司會先召集員工成立一個員工持股委員會，成員可能是高階管理人員，亦可能是一般員工，或兩者之聯合，由其代理所有參加人與受託人成立信託，指示受託人進行買賣及行使表決權。如此可減少受託人受到員工主張受任人義務賠償責任的風險，但相對地上述員工持股委員會甚至組織委員會成立的公司都有遭員工求償的可能。另外，目前法律上對於員工持股委員會並無任何法律上的明文要求 ESOP 必須設立，故其與員工之權利義務關係完全繫於與員工所簽訂之契約內容。然而在實務操作上，許多計畫文件會載明有員工持股委員會的存在⁹⁸。

員工持股委員會的主要職責通常可以區分成兩種，首先，員工持股委員會可能扮

⁹⁶ Id.

⁹⁷ 同註 58，頁 24。

⁹⁸ *Supra* note 85, page 8-33.雖然理論上由管理階層與員工擔任委員所組成的員工持股委員會可以減弱部分利益衝突情形，但是法律並不強制要求公司必定得設立員工持股委員會或尋求不偏袒公司利益的獨立機構擔任受託人，因此發起 ESOP 的公司多半仍傾向選擇公司內部人擔任受託人，以節省人事費用並控制 ESOP，且規模越小的公司越有此傾向。據統計至 2004 年的調查，年收入 2500 萬美元以上的公司，使用公司指派的職員擔任受託人的比例為 22%，採用員工持股委員會及獨立機構擔任受託人的比例分別為 25% 及 27%；在年收入 2500 萬美元以下之公司，公司職員擔任受託人的比例高達 57%，員工持股委員會及獨立機構擔任受託人的比例則降至 17% 及 9%。再來以 ESOP 持有公司股票的比例來看，若 ESOP 持有 100% 的公司股票，公司職員擔任受託人的比例有 39%，員工持股委員會及獨立機構比例則為 18% 及 20%；若 ESOP 未 100% 持有公司股票，則公司職員擔任受託人比例降至 25%，員工持股委員會及獨立機構比例都上升至 23%。See Corey Rosen, *The Inside Esop Fiduciary Handbook*, NCEO published, page 7 (2009).從這個比例也可發現，非公開發行公司因為規模小且股權集中可移轉 100% 由 ESOP 持有，容易傾向公司內部人擔任 ESOP 受託人的情形。

演著控制受託人或者本身就是受託人的角色。若公司在 ESOP 成立之初便預設有員工持股委員會，則最初的信託文件設計通常會交給員工持股委員會，於信託成立後，隨著時空環境變化，亦可能要求受託人採行委員會的新修正案，這往往就會牽涉到受任人義務的規範，例如減少原本承諾給受益人的股份數額。由有甚者，藉由直接或者間接地指揮受託人，員工持股委員會也可能做出某些受託人方可做出的決定⁹⁹。相反地，員工持股委員會也會因為被課以受任人義務，而扮演著受託人的監督者角色，舉例而言，員工持股委員會的職責通常包含監督信託財產的財務報表製作及分發給每位參加人，以確保每位參加人可以即時地收到正確的資訊，而每年分配股票至參加人帳戶也必須正確完成，員工持股委員會為了避免財報出錯或是參加人帳戶未有股票入帳而負起損害賠償責任，自然會盡其監督受託人之義務。

透過指揮 ESOP 的受託人，常見的員工持股委員會受任人職務可區分成以下幾點¹⁰⁰：

1. 當法律未給予參加人有穿越投票的表決權時，決定 ESOP 持有股份的表決權應如何行使。
2. 決定計畫資產應如何投資，不論是投資在公司的股票或其他投資工具。
3. 賣出股票。

⁹⁹ See *Summers v. State Street Bank & Trust Co.* 453 F.3d 404 (7th Cir., 2006). 在這個案子中，聯合航空的 ESOP 受託人州立街道銀行及信託公司見到聯合航空的股票不斷下滑，遂不斷通知員工持股委員會同意其賣出股票，但員工持股委員會不為所動，直到聯合航空的股票終於跌落到無可挽救的地步時，方決定賣出股票，原告係聯合航空的員工及 ESOP 參加人，對於上述受託人提起訴訟，法院判決認為，本案例中不能要求受聽從員工持股委員會指揮的受託人負起受任人義務，反而是員工持股委員會可能須為自己不謹慎掌握股價資訊負起受任人義務。這個案子也衍生出另一個問題，關於受其他受任人指揮的受託人（Directed trustee）是否須負起員工退休金保障法上的受任人義務？在美國實務是有爭議的，有些法院認為，當受託人經由計畫文件設計須受他人指示時，這些受託人原則上是不負受任人義務的，除非這個指示顯然不適當。See *Wright v. Oregon Metallurgical Corp.*, 360 F. 3d 1090,1093 (9th Cir., 2004). 有些法院則採取相反見解，認為假如受託人知悉或嚴重懷疑指示違反受任人義務時，受託人有質疑及否決指示之義務。See *Koch v. Dwyer*, 1999 WL 528181 (1999), *Kling v. Fidelity Mgmt. Trust Co.*, 323 F. Supp. 2d 132, 150-151 (2004). 聯邦第一巡迴法院則綜合兩派見解，認為應以被指示受任人所接收到的公開資訊決定是否足以提起違反員工退休保障法上受任人義務的訴訟。See *LaLonde v. Textron, Inc.*, 369 F. 3d 1,7,(1st Cir.,2004).

¹⁰⁰ *Supra* note 85, page 8-33.

4. 擔保 ESOP 受託人購買股票的價格沒有超過公平市場價值。
5. 選擇合適的投資建議人。
6. 擔保退休金計畫遵循 ERISA 的規定
7. 決定是否將計畫資產從 ESOP 轉移到另一個退休金計畫。

而一個員工持股委員會，為了監督受託人，通常會在契約上課與其以下幾種義務：

1. 持續參與委員會開會。
2. 確定計畫受託人有依 SPD 的規定使計畫參加接收到正確的分配數額及財務報表。
3. 確定離職後再加入 ESOP 的員工是否有遵循計畫程序規定。
4. 擔保員工的申訴及其他員工權利可以順利被處理，例如表決權及檢視計畫文件的機會有被提供。
5. 為了計畫資產中的股票，去僱用一個計畫執行人與投資經理人。
6. 保證公司提撥至帳戶內的錢有即時入帳。
7. 解釋計畫條款。
8. 當計畫條款留有裁量空間時，由員工持股委員會來作特定，以決定受託人是否有遵照計畫條款行事。
8. 提供受託人執行計畫的必要資訊及接收受託人所提供的計畫節稅資訊。

除了契約上所約定之義務及因此所衍生的受任人義務外，法律對於員工持股委員會的唯一要求在於通訊義務（Responsibility of plan communications）上，依據 ERISA 第 3 條第 16 項 A 款規定，員工持股委員會被定位為，「計畫執行人」(Plan administrator)¹⁰¹，計畫執行人係指在成立退休金計畫的文件條款中被指定為操縱計畫之人；若無明

¹⁰¹ ERISA(16)(A)：‘The term administrator means-- (i) the person specifically so designated by the terms of the instrument under which the plan is operated;(ii) if an administrator is not so designated, the plan sponsor; or(iii) in the

示指定何人為操縱計畫之人，則為計畫贊助人。計畫執行人通常指受託人，但依該款規定，如果員工持股委員會於計畫文件中已被明白表示其有權指揮受託人指行某些信託事務(例如決定表決權如何行使)，此時其有能力操縱 ESOP，可被定位為計畫執行人，即使計畫文件中無明示何人被指定為操縱計畫之人，然而員工持股委員會已經被明定為計畫贊助人之一¹⁰²，故其仍然是計畫執行人。而這些計畫執行人必須確保員工與 ESOP 間之資訊得以暢通無阻，因此 ERISA 規定就退休基計畫中的重要財務報表，例如前面已提及過的 SPD，以及計畫開始後如有發生重大改變必須通知員工的重大變更摘要(Summary of Material Modification, SMM)及年度報告摘要(Summary of Annual Report, SAR)，計畫執行人都必須通知參加人及即將受 ESOP 給付的受益人¹⁰³，如有違反，亦可能被追究。

至於員工持股委員會的組成也是一重要問題，這涉及了 ESOP 的立場將會偏向公司派或是參加人(雖然他們代理員工與受託人成立信託，理應不能為公司之利益行事)，但在目前法無明文的情況下，某些公司的員工持股委員會的組成往往是公司的高階經理人或董事長，甚至是單一的公司經理人，但為爭取員工的信任，員工持股委員會的組成通常是非經理階層之員工，這些人可能是由員工們所選舉出來的，但也可能僅僅是由公司經理階層指派擔任該職位。若公司之員工有成立工會，亦由可能是由工會成員所擔任，但無論由何人擔任，都仍須獲得員工同意是否尤其代理加入信託及行使契約上所載明對於受託人之權利以管理信託。人數上則通常是 3 至 5 人組成¹⁰⁴。關於員工持股委員會於 ESOP 中之定位，如圖五所示¹⁰⁵：

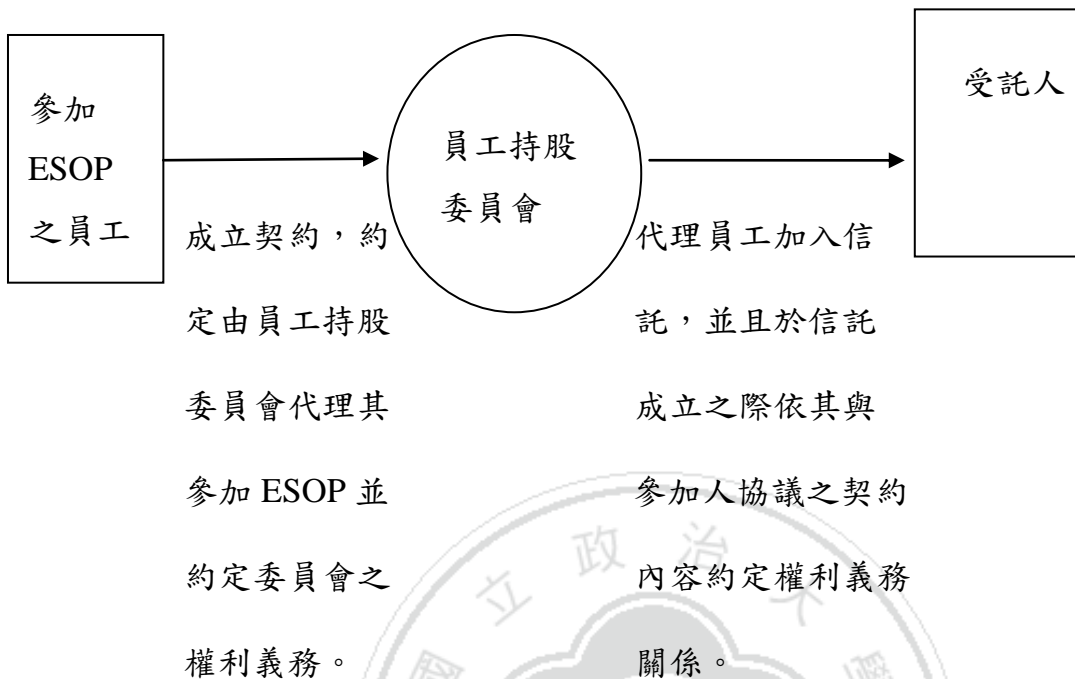
case of a plan for which an administrator is not designated and a plan sponsor cannot be identified, such other person as the Secretary may by regulation prescribe.’

¹⁰² ERISA § 3(16)(B).

¹⁰³ ERISA § 101(1).

¹⁰⁴ Supra 23, page 61.

¹⁰⁵ 資料來源:本研究整理。



從上圖中可發現兩個問題，第一，若員工持股委員會未依其與員工的約定內容與受託人訂立契約，應如何處理？例如參加人與員工持股委員會的契約中約定對於無穿越投票之事項，受託人應依全體員工多數決意見行使其表決權，然而員工持股委員會與受託人成立 ESOP 時並未將此一要求訂於計畫規定中，此時員工持股委員會對於參加人可能會因未盡受任人義務下之注意義務或忠實義務負起損害賠償責任，其次，由於參加人通常無足夠的能力與時間去了解計畫內容，故其對計畫成立之初的內容主要來自於 SPD，若發給參加人的 SPD 上載明員工持股委員會已依參加人之要求與受託人成立信託，但事後參加人欲依 SPD 主張權利，受託人可否以計畫本身有不同之規定作為抗辯？由於 SPD 為與員工溝通的主要法定工具，故判決多認為如其內容導致合理之誤信，縱計畫本身有不同之規定，仍應以受參加人合理信賴之說法為準¹⁰⁶。

除了員工持股委員會外，受託人亦有可能再授權投資經理人(Invest manager)¹⁰⁷、保管機構(Custodian)管理信託財產，依據 ERISA 的規定，僅有投資經理人可以被再授權¹⁰⁸，而此等擔任投資經理人者，僅須以書面承認其受託人責任即可擔任。原受託人在此情形下，雖然原則上對於投資經理人之行為不負受託人責任，但原受託人於此情

¹⁰⁶ 同註 47，頁 56。

¹⁰⁷ ERISA § 3(38).依該條定義，投資經理人包含註冊的投資顧問、銀行、信託公司及保險公司。

¹⁰⁸ ERISA § 403.

形，並非即可脫免責任，對於指定受託人違背受任人義務之行為知情，參與指定受託人為被受任人義務之行為知情並為其掩蓋，或雖知情而不採取合理改善辦法，則仍應負共同受任人責任¹⁰⁹。

第十二項、 出售選擇權(Put options)

依照內地稅法 409 條第 h 項第 1 款的規定，一個有權利向 ESOP 請求分配給付的參加人，也應有權利請求給付是以公司證券的形式支付(亦即不要求將帳戶內的股票結算成現金，而是直接以股票的形式領出)，本條文的立法目的是為了防止 ESOP 所擁有的公司證券被少數人所把持，進而長期控制公司。也因此如果分配至參加人帳戶的是公司證券以外的其他公司證券，員工便無本款之權利。而若 ESOP 所擁有的公司證券是非公開發行公司之證券，員工即使拿到這些證券，也很難於交易市場兌現成為現金。如此恐怕無法應付緊接而來的退休後生計問題，因此內地稅法同款給予參加人一個法定的出售選擇權，參加人憑此權利可要求 ESOP 以一個鑑價過後的公平市場價格購回該公司證券¹¹⁰。假如參加人或受益人是一次性地從自己的帳戶中取得全部的證券，他可以要求公司在 ESOP 分配給員工的 60 天內回購證券。公司為了完成它的義務，可能一次性地給予參加人或受益人金錢，也可能一部分以金錢形式支付，另一部分以本票支付，並載明適當的利率及足額之擔保品，以解決公司現金資產不足的問題。假如參加人沒有在收到公司證券後的 60 天內行使出售選擇權，那麼在該計畫年度結束後的 60 日內亦可行使¹¹¹。若參加人是採用分期付款的方式接受股票，員工在每次分期領取股票後也有上述兩個 60 天週期可以行使。參加人一但行使出售選擇權，公司必須在 30 天內支付現金¹¹²。出售選擇權課與契約義務的對象是公司而非 ESOP，但公司在發

¹⁰⁹參閱王璇，退休基金管理人責任之研究—以公務員退休撫卹基金為例，國立台灣大學法律研究所碩士論文，2009 年 1 月，頁 46-47。

¹¹⁰ IRC § 409(h)(1)(B). 另外公開發行公司的證券是否也應有出售選擇權的給予？美國財政部解釋認為，除非這些證券受有實質交易限制(例如公司對員工持有之股票有禁止出售的期間限制)，否則並無出售選擇權。See Treas. Reg. § 54.4975-7(b)(10). 另外一個難題是低度交易的公司證券(Thinly Traded)，應如何歸類？美國國稅局曾做出解釋，認為在櫃檯買賣中心電子佈告欄(Over-the counter Bulletin Board system, OTCBB.)交易的證券也應給予出售選擇權，理由是可避免參加人傾倒大量股票於市場上進而嚴重影響低度交易股票的市價。See Internal Revenue Service, Private Letter Ruling NO. 200052014 (12/29/2000).

¹¹¹ IRC § 409(h)(4).

¹¹² IRC § 409(h)(6).

起 ESOP 時通常也已考量到此問題，因此若於成立 ESOP 之初便於 ESOP 文件中載明由 ESOP 負回購義務，是否可行？論者有認為原則上可行，但應符合以下幾個要件方可移轉法定義務¹¹³：

1. ESOP 文件中有載明給於 ESOP 委員會或其他內部組織有決定是否回購的權限。
2. 這個義務的移轉必須有一個良好的商業理由。
3. 是為了參加人的最佳利益所作。

第十三項、 鑑價(Appraisal)

在 1986 年稅法修正案(Tax Reform Act of 1986)之前，美國法對於非公開發行公司的股票應如何鑑價沒有任何要求。然而在 1986 年 12 月 31 日之後，內地稅法第 401 條 a 項 28 款要求非公開發行的股票必須每年接受獨立鑑價人(Independent Appraiser)鑑定股票價格，有關於獨立鑑價人的鑑價標準，依據同法 170 條 a 項 1 款的規定，授權主管機關決定之，美國勞工局遂頒布行政命令表示鑑價的幾個要素¹¹⁴：

1. 從企業成立後，其經營特色及歷史。
2. 從整體景氣條件及該產業的特殊狀況坐綜合觀察。
3. 股票的帳面價值(Book Value)及企業的財務條件。
4. 公司的獲利能力。
5. 分配股息紅利的能力。
6. 企業是否有良好的商譽及無形資產價值。
7. 單獨出售股票及整批出售股票的價值分別為何。
8. 在集中市場或櫃檯買賣中心從事相同或類似經營的企業市場價值為何。

勞工局採用的是綜合判斷標準，同時參考歷史股價法、淨資產法、本益比法、市

¹¹³ Supra 84, page 16-5.

¹¹⁴ See Revenue Ruling 59-60, 1959-2C.B.237.

場比較法及現金流量折現法¹¹⁵，類似美國法實務常用的「德拉瓦塊狀法」(Delaware block method)¹¹⁶。惟評價的標準太多，亦無一定的權重比例，鑑價人員可能會為了降低鑑價成本或其他個人理由僅酌採其中幾種標準或過分著重幾種標準，使鑑定後的股價失衡。

第十四項、 多元化投資義務(Diversification)

ESOP 將大部分的資產投資在公司股票，事實上是不符合一般的退休金計畫對於分散風險的要求的。尤其在現代人的投資意識崛起後，「不要把雞蛋放在同一個籃子裡」的基本投資常識也為人所知，因此 1986 年的稅法修正案也增訂了 ESOP 對於多元化投資義務的特別規定¹¹⁷。

根據法律對於多元化投資的規定，在投資於非公開發行公司證券的 ESOP，一個年齡達到 55 歲且參加 ESOP 超過十年(不含服務中斷期間)的資深參加人，每年有一次機會可以選擇投資公司證券以外的其他投資工具。投資比例可達參加人帳戶資產總額的 25%¹¹⁸，並且在第六年可以投資達帳戶總額的 50%¹¹⁹，員工可以在 55 歲後的每年計畫終止日起算 90 天內選擇下列兩個方案之一：

1. 參加人可以選擇 ESOP 提供的至少三種不包含公司股票的投資基金。
2. 參加人也可以選擇要求依多元化投資的比例提前分配股票(只能要求以股票

¹¹⁵ See Scottt S. Rodrick, *ESOP Valuation*, the National Center for Employee Ownership published, pp. 3-9 (2001).

¹¹⁶ See e.g., *Bell v. Kirby Lumber Corp.*, 413 A.2d 137 (Del. 1980). 轉引自劉連煜，現代公司法，2010 年 9 月增訂六版，元照出版，頁 135。所謂德拉瓦塊狀法，係只使用市場價值(market value)、盈餘價值(earnings value)及淨資產價值(net asset value)作為基數，然後給予每一基數一定之權重，以此計算而得股份之價值。例如：市場價值—10%、盈餘價值—40%、淨資產價值—50%，其中「市場價值」指的是在係爭控制權交易未宣布前，該股份在市場進行交易之價格。至於所給予之權重多寡，則部份係視該股在市場的交易量而定。至於「盈餘價值」指的是，係爭控制權交易發生前數年(通常為五年)之平均年盈餘。另外，「淨資產價值」中之資產價值，通常係公司資產清算結果而定。

¹¹⁷ IRC § 401(a)(28)(B).

¹¹⁸ 例如參加人在 2008 年達到多元化投資的資格。而在 2008 年底，參加帳戶內的股票數為 200 張，此時參加人可以選擇多元化投資的數額即 $200 * 25\% = 50$ 張。到了 2009 年底，參加人帳戶內的股票又從 150 張上升至 170 張，則該年度投資人可以選擇多元化投資的數額即為 $(170+50) * 25\% - 50 = 5$ 張，以上範例流覽自 NCEO，<http://www.nceo.org/main/column.php/id/375>，最後瀏覽日期：2011 年 8 月 19 日。

¹¹⁹ *Supra* note 10, pp. 18-19.

形式分配，若是非公開發行公司仍有第十二款所述出售選擇權規定之適用)。

這兩種方案的選擇是法律所強制的，雖然 ESOP 對於參加人自帳戶內領取公司證券或現金的方式可以採一次支付或五年平均支付，但多元化投資義務優先於 ESOP 的支付方式，即使 ESOP 選擇採五年平均支付，但參加人若於離職事由發生前已達多元化投資義務所規定之年紀，仍可選擇就多元化投資比例部分先行提領¹²⁰。此外，對於數額過小的投資帳戶，多元化投資分散風險的實益有限(即使分散投資亦只能減少微不足到的損失)，故美國國稅局曾做出解釋，其認為，若參加人帳戶內證券總額等於或小於 500 美金，那麼 ESOP 便不須給予參加人多元化投資的選擇權¹²¹。

這樣的立法首先須要質疑的是，為何僅允許投資於非公開發行公司證券的 ESOP 參加人享有多元化投資的選擇權，雖然非公開發行證券因其鑑價不易且流動性較差，參加人處於資訊較不足的狀態，投資風險較投資於公開發行公司證券的 ESOP 為高，惟這並不表示投資於公開發行公司證券的便無任何分散風險的需要，事實上，即使是公開發行公司證券，其股價變化隨其產業領域及經濟景氣變化，波動亦可能相當大，對於即將退休的參加人，盡早讓股票化為金落袋為安不失為一可採之選擇。此外，參加人對於多元化投資的選擇興趣似乎不高，根據美國國家員工持股中心 2005 年 3 月對於行使選擇權的參加人所做的一份報告，行使選擇權之比例在 10% 以下之人佔了總行使選擇權人數的 31.5%，行使比例在 10%-20% 之人的比例為 17.4%，行使比例在 25-50% 之人的比例為 16.1%，行使比例 50%-75% 之人的比例為 10.1%，行使比例超過 75% 的人僅佔總行使選擇權人數的 24.8%，可見多數的參加人即使行使了選擇權，仍僅會將少部分的帳戶股票轉為其他投資。從資本民主化及增進員工向心力的觀點來看固然是好事，但分散風險的力道因參加人對公司的情誼或者公司的勸說而減弱，是否適當？本文以為可以考慮提高分散的比例，至少在員工即將退休的前五年，使分散的比例達到 70% 以上，減少投資風險，ESOP 如有餘力，也可以買回股票後分配給較年輕的參加人，提升其對公司的向心力。

第十五項、 資訊揭露制度

美國退休基金之資訊公開，在 ERISA 立法前，係由福利及退休計畫揭露法案

¹²⁰ ERISA § 401(a)(28)(B)(v).

¹²¹ IRS NOTICE 88-56, I.R.B. 1988-19(Q&A: 7).

(Welfare and Pension Plans Disclosure Act, WPPDA)加以規範，該法要求民營企業退休金計畫之執行者提出計畫之說明書及年度報告予勞工部與計畫之參加人。但是該法並未規定忠實義務的標準，也未有刑罰之規定，直到 1962 年才增訂了對於退休金計畫執行者侵佔、收受賄賂及收取回扣行為之處罰，但在 1974 年 ERISA 立法後即被廢止，僅 1962 年所增訂的刑罰規定仍被保留，而此部分也與 ERISA 相符¹²²。

相較於舊法，美國國會對於退休金計畫的報告與揭露義務是往嚴格的趨勢發展，並且與特殊受任人義務及民事強制執行規定搭配，除非法律有特別規定，否則每個退休金計畫都應準備特別的文件與報告交付勞工局或者是參加人，這些重要的文件分別是：

一、退休計畫摘要(SPD)

退休計畫摘要是參加人與受益人了解計畫的主要資訊來源，它的敘述方式必須是以簡單明瞭、沒有技術性文字地描繪出：這個計畫是什麼、它如何運作以及參加人將會獲得多少利益，至於簡單明瞭的標準為何？ERISA 第 102 條 a 項 1 款說明了「它必須達到足以使平均計畫參加人了解的程度」，但對於某些不能輕描淡寫過去的計畫細節，該款也要求「對於合理收受通知的參加人或受益人在計畫下的權利及義務必須作充分正確及複雜的描述」。計畫執行人為了確保 SPD 有符合上述要求，應該將典型參加人的理解能力、教育程度以及計畫的複雜程度納入考量，並排除技術性術語及提出淺顯易懂的例子¹²³，在某些環境下，甚至應搭配英語外其他語言的補充¹²⁴，至於 SPD 應該揭露的項目，ERISA 第 102 條 b 項規定應該要包含計畫的名稱、計畫的種類、計畫執行人、受託人及其他服務機關的認定、對參加人的要求、正常退休年齡、既得權及增權規則、遺屬可受之利益及相關表決權要求、給付安排(例如退休金給付的方式)、給付減少的情況、退休金提撥來源、基金規模、參加人的權利及訴訟程序等等¹²⁵。

由於 SPD 是為了員工寫的，因此於此可能會出現一個風險。贊助人可能會過度強

¹²² See ABA Section of the Labor and employment Law, Employee Benefit Law, 247-248 (1991), 轉引自王璇，同註 107，頁 33-34。

¹²³ 29 C.F.R. § 2520.102-2(a).

¹²⁴ 29 C.F.R. § 2520.102-2(c).

¹²⁵ 29 C.F.R. § 2520.102-3.

調 ESOP 吸引人的面向，而不去強調他的缺點。勞工局的行政命令禁止 SPD 產生「對於參加人或受益人有誤導、不實通知或隱匿資訊的影響」，並且不能對某些計畫利益作特別的強調，只能作平衡性的報告¹²⁶。

二、重大變更摘要(SMM)

當 ESOP 發生了某些變化，而這些變化會影響 SPD 上的記載時，計畫執行人必須準備 SMM 並發給參加人及受益人。SMM 可以視為是 SPD 的增補版本，所以同樣的，它也必須符合 SPD 淺顯易懂的要求¹²⁷。

三、年度報告申報

依據 ERISA 第 103 條的規定，退休金計畫每年必須交付勞工局一份包含詳細的財務與業務資訊的年度報告，此外，內地稅法第 6057 條、6058 條也要求每個適格退休金計畫的公司或計畫執行人必須提交一份包含既得權標準、符合標準的參加人或受益人及每人既得權數額的年度報告給財政部。

年度報告主要是製作給主管機關檢視的，因此相較於 SPD 與 SMM，它的複雜程度較高，每個部分都是由該領域的專家所製作。從這們報告上，可以看出給付後所存的資產、負債、收入及支出項目，而這些資料都可作為是否違反 ERISA 規定的間接證據，例如構成利害關係人交易、借款違約、租賃違約或者交易計畫重大資產的資訊¹²⁸。且報告必須出具合格認證會計師的意見，以確保這份報告完全遵守一般公認會計準則，具有一定的可信度¹²⁹。

由於製作年度報告對於剛開始運作的小規模退休金計畫來說，負擔太過沉重，因此對於人數少於 100 人的退休金計畫，在計畫開始的前兩年可以交付勞工部簡易版本的年度報告，第三年才須繳交完整版的年度報告¹³⁰。至於 80-120 人的退休金計畫則可

¹²⁶ 29 C.F.R. § 2520.102-2(b).

¹²⁷ ERISA § 102(a).

¹²⁸ ERISA § 103(b).

¹²⁹ ERISA § 103(a)(3).

¹³⁰ 29 C.F.R. § 2520.103-1(c) & 29 C.F.R. § 2520.104-41.

以在第一年提出簡易版本年度報告¹³¹。

四、年度報告摘要(SAR)

依據 ERISA 第 104 條 b 項第三款的規定，年度報告摘要係指「公正地摘要最新一度的年度報告」，年度報告的摘要須依勞工局所訂的規則提供給參加人及受益人瀏覽，勞工局會提供一份須要填滿的表格要求各個退休金計畫將自身財務及其他資訊以簡單的方式解釋給參加人及受益人了解，有時候也會要求附上英語以外的其他語言¹³²。

第十六項、 租稅優惠

公司之所以會願意贊助 ESOP 資金、員工之所以會參加 ESOP，都是因為內地稅法提了一系列的租稅優惠條件，以下便分成三部分介紹：

一、對於參與員工

由於 ESOP 的股票及股息紅利都是要到員工離職或退休時才能領取，因此美國內地稅法規定員工於領取股票時才課以所得稅¹³³。

二、對贊助之公司

(一)、公司提撥資金給 ESOP 可享有租稅優惠

公司提撥資金給 ESOP 可享有租稅減免，但減免的額度有限制，可再區分為以下三種情形：

1. 在非槓桿型 ESOP，減免額度被限制在員工總收入的 15% 或者是課稅年度 ESOP 參加人的收入總額取其高者¹³⁴。
2. 在 ESOP 文件中明訂為槓桿型 ESOP 卻未借款購買公司證券的 ESOP，減免額度限於員工總收入的 25%¹³⁵。

¹³¹ 29 C.F.R. § 2520.103-1(d).

¹³² 29 C.F.R. § 2520.104b-10.

¹³³ IRC § 402(a).

¹³⁴ IRC § 404(a)(3).

¹³⁵ IRC § 404(a)(7).

3.在槓桿型 ESOP，減免額度被限制在公司位 ESOP 支付借款利息的總額(無上限)加上員工總收入的 25%¹³⁶。

(一)、給付 ESOP 的股利可享有租稅優惠

為了獎勵公司贊助 ESOP，並且在成立之後仍有穩定獲利，增加員工退休金數額，上述的 15% 或 25% 總收入限制是有可能被打破的，只要公司以股利償還 ESOP 借款或者由 ESOP 分配至員工帳戶，亦可享有租稅減免¹³⁷。

三、對放款機構

舊內地稅法 133 條 a 項為鼓勵放款機構能增加對 ESOP 的放款意願，故稅法上規定，金融機構對 ESOP 放款的利息收入有 50% 為免稅，惟公司大股東使用槓桿輕易取得大筆資金圖利自身，導致持股風險全部移轉至員工的案件在美國已出現，2010 年此條文已遭刪除，未來放款機構對於借款給 ESOP 意願將會降低，並加強審核 ESOP 還款能力。惟本條既已刪除，前述 404 條 a 項是否亦應刪除? 本文在此持反對見解，蓋 ESOP 須要借助銀行的力量才有能力將公司大部分的股份購入 ESOP，使每個員工都能獲得足以維持退休生活的股份，若刪除公司租稅抵免規定，公司經營者將更無動力推動此一退休金計畫，因此僅刪除對放款機構減免的條文應屬妥適。

四、對出售股票的股東

為了鼓勵持有公司股票的大股東出售手中的公司證券給 ESOP，內地稅法給予出售股票的股東遞延課稅的優惠，當股東持有公司 30% 以上的股份時，只要該股東將出售股票的所得於賣出後 3 個月至 12 個月內用來購買國內其他證券，於該證券出售時才課所得稅¹³⁸。

第三節、小結

ESOP 雖然為 Kelso 所設計並於 1974 年立法通過，然而在設計的過程中，Kelso

¹³⁶ IRC § 404(a)(9).

¹³⁷ IRC § 404(k).

¹³⁸ IRC § 1042.

仍是本於資本主義的架構思考如何將資本和平地移轉至員工，本於所有權絕對原則及契約自由原則，ESOP 係以大股東願意移轉股票所有權且公司亦願意協助提撥資金或股票贊助為前提。對於某些股份長期由公司派壟斷的公司而言，如何期待其放棄既得利益？這是 Kelso 在設計 ESOP 之後，學者攻擊其理論點最猛烈之處。故 1986 年的稅法修正案增訂了一系列租稅優惠條文，鼓勵企業發起 ESOP，並盡量促使銀行大量貸予成立之資金。然而以立法補足此一理論缺漏後是否便完美無缺？本文以為尚有問題懸而未決，首先是否任何公司的員工皆可成立 ESOP，即使背後發起的公司財務況不佳或是出於公司經營者的私益？這在未對員工退休金的給付權造成侵害前，固然不會有人在意，但是一旦 ESOP 投資發生損失或 ESOP 資產遭到淘空，便會開始遭人質疑。吾人是否應限制財報不透明的非公開發行公司或是績效不佳甚至連年虧損的公司成立 ESOP？員工的退休金本來應是其維持退休生活的重要資金來源，原則上應力求穩定，但在物價逐年攀升而工資卻未見調漲的現代社會，欲以工資中提撥出的退休金養活平均壽命逐年上升的老年人，其困難度越來越高。分享經濟理論者遂告訴我們，員工應要求分享公司的經營成果，而透過 ESOP 確實是可以達到這樣的目標的。但本於高報酬高風險的投資基本原則，員工的退休金陷入了更大的風險之中，甚至是瀕臨破產公司經營者周轉的工具。

因此 ESOP 的法律設計中，除了租稅優惠規定外，也充滿了種種保護參加人的條文，例如計畫文件應以書面製作、參加人資格的限定以及 SPD 的報告義務要求，都可用來作為事前監控 ESOP 的機制，然而這些要求中卻未有任何公司財務狀況進入限制及過去經營團隊表現要求（例如有無背信、詐欺）規範，另查美國統一信託法典 2005 年版，亦無任何對於受託人適格性（suitability）之要求，由於從 ESOP 的發起、受託人的選定到內部 ESOP 委員會的組成，美國實務的運作下公司通常介入頗深，員工所簽的 ESOP 定型化契約經常是信託業者與公司磋商後才交給員工的，吾人在尋找適合管理信託財產之人時，不能單純僅觀察信託人，公司亦可能於其幕後指揮，相關的監理制度便應有所實踐。是故本文以為，除了內地稅法的事前監理措施外，公司本身的財務狀況及現任經營團隊的有無背信、詐欺等情事也應列入考量，否則 ESOP 成立後，員工所承受的若只是一些受淘空公司的股票，無疑陷入比通貨膨脹更加悲慘的地位。

在事後監理機制方面，ERISA 要求計畫執行人有分送參加人 SPD 及 SAR 的義務，並且在信託內部尚設置了許多職位，例如計畫執行人、投資經理人、員工持股委員會

等，這樣的規範對於參加人來說是有必要的，因為信託資產龐大，欲期待一受託人可以管理妥適是不可能的，但這也增加了 ESOP 的代理成本，例如計畫執行人、投資經理人執行職務有疏失，但在與員工簽定的信託文件上卻未明示法律效果時，應如何處理？它們可能是員工於信託文件中指定之職位，亦有可能是受託人再授權他人代其行使職務，由於退休金計畫內部的法律關係錯綜複雜，此時便應考慮是否應將信託法上的受託人義務加以擴張。另外表決權行使的部分，內地稅法獨創的穿越投票原則可以協助員工更有效地落實公司治理，在法理上，股票的所有權仍在受託人身上，則表決權自應由受託人行使，惟受託人既常由公司所選定或推薦，或多或少會受到公司派的影響，做出不利員工的決定，此時由員工行使表決權便可解決此一問題，且可落實晚近贊同 ESOP 的見解，透過表決權的行使，使員工更有參與感。但在規範上仍可再思考。就某些事項，對於員工雖然有利(例如修改章程，將員工紅利分派的基數提高，降低董監紅利分派的基數)，對於公司及 ESOP 而言則不一定有利，此時是否要認同員工「慢性」損害公司導致其往後之退休金數額減少？本文以為員工既有權利行使表決權，只要其願意承擔這樣的損害，自無不可。較有問題的地方恐怕還是在非公開發行公司，非公開發行公司能參與公司事務的事項僅限於合併、分割、解散或讓與資產等重大事項，對其餘事項無從置喙，從維持非公開發行公司不願與他人分享經營權的角度來看固然有其理由，但這與 Kelso 的經濟理論已有所衝突，因為資本主義導致的貧富差距落差需要藉由資本民主化來解決，但在立法者妥協了少數人欲維持公司閉鎖性的理由後，即使股東選擇出售，員工竟然只能得到權利受到閹割的資本，而這些資本一樣是用對價(退休金的提撥)所換來的，甚至價格較其他公開發行公司股票還更不透明，如此對待員工是否合理？本文在此持質疑的態度，在本文後續中，將繼續檢討這個問題。

第三章、 員工持股計畫在美國退休金制度之定位及比較法介紹

第一節、 美國退休金制度介紹

第一項、 退休金之性質及法律定義

退休金一詞在英文是”pension”，意指一個人由於年邁或由於殘廢而退休時，在某些規定條件下所定期給付給他的固定金額。依照我國之習慣，在此情況下之 pension 應稱之為「退休金」。至於在當事人身故後給付其遺屬者，此時的 pension 應稱作「撫卹金」。此外，給付 pension 的人可已是兩種情況，一種是由國家定期給付：給老年人的稱作”old-age pension”，相當於我國的老年津貼。另一種是由公司給付長久服務員工的，叫做”retirement pension”，亦即退休金，後者可能是公司自願（如英、美等國）或法律強強制（如瑞士、澳洲、我國等），亦可能是透過勞資團體協約¹³⁹。附帶一提，西歐許多國家有對其老年公民每月給付生活津貼之社會福利制度，其生活津貼稱為 national pension，在我國常被稱為「國民年金」，這是錯誤的概念，因為 pension 的給付有許多型態，並不限於每年每月給付，若翻譯為年金，並不合適，保險學上，年金一詞係指”annuity”，係指人壽保險公司的一種保險，有保險公司保證在未來的特定時間對指定人給付固定的或變動的金額，這個特定時間通常是指退休。因此對於年金的正確理解應是年金保險，而非退休金¹⁴⁰。

有關退休金的法律性質，在美國學說及實務上出現多次變畫，早期實務採取「恩給贈與說」，但這使員工請求基金給付的基礎過於薄弱，故之後又陸續出現「契約給付說」、「信託給付說」及「遞延工資」說，在 1974 年 ERISA 立法後，則混合採用了信託給付說及遞延工資說。依遞延工資說的見解，退休金是員工在受雇期間賺取的工資，遞延到退休時才支付，退休金計畫則是一種遞延工資的明示契約，退休金之給付是依退休金計畫條款履行，且退休金既是員工的工資，則自員工開始受僱時，應取得退休金的既得權，不可取消¹⁴¹。此點與內地稅法對於既得權的規定相同。此外，在 1974 年後，ERISA 第 403 條明定退休金計畫必須以信託方式成立，退休金是退休金計畫信

¹³⁹ 同註 47，頁 3。

¹⁴⁰ 參閱符寶玲，退休基金制度與管理，華泰文化出版，2005 年 1 月，頁 16-17。

¹⁴¹ 參閱林炫秋，台灣、德國與美國企業退休給付法治之比較研究，政治大學法律研究所博士論文，2001 年 7 月，頁 285-288。

託的受託人對信託受益人(參加人或其受益人)所給予的一種給付。故退休金的給付兼具遞延工資及受益人之利益兩種性質。

第二項、 美國退休金計畫的起源及架構

美國退休金計畫的起源，最早係由 1875 年的美國運通公司(American Express Company)所提出，早期的美國運通公司退休金計畫只適用在「永久失能(Permanently incapacitated)」的勞工，凡年滿六十歲且服務年資達 20 年以上，經由經理推薦且董事會核准之員工，每年可獲得最高不超過 500 美元之給付¹⁴²。第二次大戰後，員工退休金計畫呈現高度快速發展，由於當時勞工工會組織發達，與公司集體協商的能力增強，因此幾乎所有受雇於大型製造產業的員工都享有退休金的保障¹⁴³。然而，隨著人口老化問題逐漸嚴重，退休金制度的完整建立顯的越發重要，且其趨勢為以「私人管理運用、充分提撥、可以鼓勵個人儲蓄、對其本人退休養老多負責任之退休基金」取代「政府管理、隨收隨付、養成個人依賴習性的公共退休金」的角色，以減輕政府對於社會福利措施的龐大負擔¹⁴⁴。因此世界銀行在 1994 年以社會保險、財富重分配、儲蓄等三種不同目的作區分，提出三階層的退休保障構想：(1) 強制、政府管理層次(Mandatory Publicly Managed)；(2) 強制、私人退管理之層次(Mandatory Privately Managed)；(3) 志願之層次(Voluntary)¹⁴⁵，惟美國對於私人管理的退休金計畫向來較少課與強制成立的義務，僅有聯邦公務員退休基金及州與地方政府退休基金勉強可符合，美國式的三階層退休架構較世界銀行的預想的更自由，安排如下¹⁴⁶：

1. 社會安全法案(Social Security Act)下的退休制度：

依社會安全法之規定，政府應在一般勞工退休時，給付一定的退休金，這屬於社會福利政策的一環。該項政策的主要財務來源係按員工薪水一定比率所提撥的社會安

¹⁴² 參閱高安淇，勞退新制下企業年金保險法制之研究—兼論美國 ERISA 制度，2006 年 7 月，國立政治大學風險暨管理學系研究所碩士論文，頁 27-28。

¹⁴³ See Edward A. Zelinsky, *The Defined Contribution Paradigm*, 114 Yale L.J. 451, Page 316 (2004).

¹⁴⁴ 同註 47，頁 27。

¹⁴⁵ See World Bank, *Adverting the old Age Crisis-Policies to protect the old and Promote Groth*, World Bank published, pp. 26-27 (1994).

¹⁴⁶ 同註 140，頁 21。王璇，同註 109，頁 30-31。

全稅(Social Security Tax)，政府僅需負擔部分行政費用和特殊補助。在資金運用上，員工扣繳的稅金先由國稅局收取後再移交財政部的一般稅收帳下，先依估計撥入各種信託基金，並在支付當其當然給付及行政費用後，餘款完全用以投資聯邦政府債券。惟因此基金多投資在政府債券，投資效益偏低，且隨著人口老化的影響，預料在 2030 年耗盡。

2.民間企業退休制度：

該部分退休制度主要根據民間企業所主辦的退休金計畫所組成，而其財務來源，大多數是由雇主全額負擔，計畫出資則由員工與雇主比例負擔，政府並無出資其中的費用。此類退休制度為美國政府主要的規範對象，其規範目的在提升退休給付的公平性、足夠性與安全性，亦有從防止資訊不對稱性及基金外部效果來作考量。故採用稅法鼓勵(IRC)及實質管理(ERISA)雙管齊下。ESOP 即為此制下的產物。

3.個人退休專戶制度：

在雇主提供的職業退休基金外(Occupation pension fund)外，美國政府乃於 1981 年創立由個人自己為自己儲蓄的個人退休帳戶，用以彌補退休基金之闕漏及國家退休金的不足。個人退休金有別於個人儲蓄，因為個人退休金通常有賦稅緩徵的優惠，其提存的金額與方式均須受到稅法即其他有關法規之約束及認可。例如恩隆案後為人所知的 401(k)計畫即為其一。

自願式的退休基金成立模式相較於強制性成立模式有許多優勢，首先是企業不需要為了逃避退休基金所生費用而作出逃稅或額外支付其他費用的情形，其次，這給予企業較大的彈性選擇合適自己員工的方式，第三，這可以大量減少政府收取付費用及支付員工行政成本的負擔¹⁴⁷。但這也產生了不同的企業會給予員工不同待遇使退休基金無法普及的問題，因此在已存在的職業退休基金，有必要規定不歧視原則，至於未享有職業退休基金的員工，政府也有必要提供完善的個人專戶制度，使民眾即使無企業提撥退休金，也可以靠每個月自己提撥部分工資照顧退休生活。為鼓勵儲蓄，提撥

¹⁴⁷ Supra note 143, page 74.

之薪資可以享受遞延自離職後所得課稅的優惠，但為避免政府稅收大幅減少，通常也會要求提撥後不得使薪資低於一定水準或提撥數額超過一定數目，否則即無法享受租稅優惠。

第三項、 運用退休基金存在之風險及管理原則

第一款、 退休基金存在之風險

運用退休基金購買債券、短期票券及股票時，都有可能面臨發行人財務困難以至於違約無法償還本金或無法發放股利的情形，此等由於發行人之信用導致的投資損失，即為信用風險(Credit risk)。除了信用風險外，投資股票於債券或短期票券等固定利率投資工具時，每當利率攀升，債券或票券的價格變化下跌，此等因為利率變化而可能導致的損失為利率風險(Interest rate risk)。除了利率外，匯率也是影響投資是否成功的重要因素，當基金投資以外幣計價的投資工具時，需要將本國貨幣匯出成外幣，賣出時又需匯入為本國貨幣，而這時間差中，匯率會不斷變化，一旦以較高的匯率匯出，以較低的匯率匯入，投資就會發生損失，這損失便是因匯率風險(Exchange rate risk)所導致。至於投資股票或期貨判斷失誤，導致買入或賣出蒙受損失，稱為市場風險(Market risk)。

除了投資判斷失當會有上述風險產生的損失外，若基金作了過多長期投資，當短期的資金需要出現卻無足夠的流動資產可支應，因為籌措現金而出現的額外費用或損失即稱為流動性風險 (Liquidity risk)，容易被退休基金受託人忽略的還有交割風險 (Settlement risk，即因委託買賣的證券商違約導致未能獲得股票或金錢，或所獲股票及金錢為偽造、變造等情事)與通貨膨脹風險(Inflation risk)¹⁴⁸。

第二款、 退休基金之管理原則

由於退休基金之投資涉及廣大的工資及其退休後生計，且因為金額龐大，其投資變動往往也會影響市場投資行情，退休基金帶有一定程度的公益色彩，是故學說上有強調其管理應注意公平性、足夠性、安全性¹⁴⁹，亦有強調其投資應注意以下原則：

一、 安全性原則(principle of security)

¹⁴⁸ 同註 140，頁 100-101。

¹⁴⁹ 同註 47，頁 16。

由於退休基金設立之目的主要是在保障員工晚年經濟安全及退休後的生活無虞，因此維護提存的資產價值，避免投資風險損及其原有利益實為一重要課題，故除了投資標的應選擇良好穩健的金融標的，也應以多元化的投資選擇，實現風險的分散，強化投資的安全性。例如將資產存放於現金或購買公債即為一例¹⁵⁰。

二、收益性原則(Principle of Income)

為確保退休基金之收益足支參與人退休後的生活費用，因此基金運用也應維持一定的收益。一般退休金的資金來源有公司為退休基金各期提撥金額之累積，另一為基金之投資收益，而收益包括當期收益及資本利得兩方面，所以必須同時考慮股息紅利的收益及資本增值的平衡¹⁵¹。由於獲益越高，風險越大，基金受託人也需評估基金參與人的風險需求而有適當的避險措施。

三、流動性原則(Principle of Liquidity)

係指勞退基金資產能適時的變現與融通，用以支付退休時之勞工。易言之，勞退基金不應全部用以投資，仍應存有一定現金量以應給付退休金之所需。例如在 ESOP，同一時間大量員工於退休後向 ESOP 請求將個人帳戶內的股票結算成現金，若基金內未存有一定數目之現金，便可能因周轉不靈而發生流動性風險。

這三項原則中，安全性與流動性大體上是相輔相成的，投資安全性高的投資工具，通常其變現性亦高，例如短期票券或公債等，但與收益性原則尚難以同時兼顧，這點在 ESOP 則更為明顯，前文已提及，在 2009 年，ESOP 的投資報酬率相較於倫敦金融時報選取的績優公司所製作的 FTSE 指數獲益率超出 10%，但相對地，ESOP 的投資過度集中於自家公司股票，減損了安全性原則的要求。

第二節、美國稅法下各類型退休金計畫之比較與介紹

由於美國大部分的退休金計畫都是由民間發起成立，而非政府統一要求，這使得美國退休金計畫種類相當龐雜，連帶導致相關條文亦變得極為冗長，外人難以一窺究竟，本文在此嘗試以較普遍的標準進行分類，於下文進行介紹。

¹⁵⁰ 參閱郭信甫，勞工退休金專戶法規範之研究，國立中正大學法律研究所碩士論文，2005 年，頁 113。

¹⁵¹ 參閱畢台榮，論我國勞工退休金制度之爭議問題—以美國基金運用管理為核心，2007 年 12 月，頁 87。

第一項、適格退休金計畫與不適格退休金計畫

在美國內地稅法下，通常會將可以享受租稅優惠的退休金計畫稱為「適格退休金計畫」(Qualified pension plans)；相反地，不能享受租稅優惠的退休金計畫便稱為「不適格退休金計畫」(Non-qualified pension plans)。稅法上有規定的計畫例如 ESOP、401(k)計畫等都是適格的退休金計畫，也因為內地稅法 401 條 a 項之要求，以信託架構成立的退休金計畫必須要符合個退休金計畫所要求之要件，這些要件通常相當的繁瑣，公司為了避免預備一切成立退休金計畫所需的資源後卻發現不能享受租稅優惠，通常會先向美國國稅局申請認定函(Determination letter)，事前確認將要實施的退休金計畫是否符合內地稅法適格退休金計畫的要件，以免因實施了不適格的退休金計畫遭致租稅上龐大的不利負擔。

第二項、確定給付計畫與確定提撥計畫

退休金計畫如果以給付的計算方式作區分，可以分成確定給付計畫與確定提撥計畫，確定給付計畫(Defined benefit plan)是傳統的退休金給付方式，參加人在未來符合退休要件之後，退休金計畫便必須給予一定的退休福利，雇主在計畫實施前，便已先確定退休金金額及勞工工作年資的給付水準，並透過精算技術預估該所屬勞工或該計畫下全體勞工退休時所需退休金給付成本，決定提撥期間內所需提撥比率之制度。

至於確定提撥計畫(Defined contribution plan)，則不事先確定員工退休時須給予的退休福利數額，而是只規定雇主提撥退休準備金之水準及提撥之頻率，其提撥率對於員工而言，係屬事先予以確定，但未來仍有可能預告做出調整。

這兩種制度的差別在於退休金給付的不確定風險由誰承擔，學說上有整理出此二制度在保障員工退休經濟安全、企業人事管理與整體就業市場之勞動力配置等方面的相對優缺點¹⁵²：

1.確定給付計畫：

¹⁵² 參閱林志信，我國勞工退休金制度之研究－以勞工退休金條例為例，國立中正大學法律研究所碩士論文，2005年6月，頁27-28。

(1)優點：員工不必承擔退休準備金之投資風險；退休金成為遞延給付的工具，有助於企業人事管理。

(2)缺點：雇主可能違約，使勞工權益受侵害；雇主無法確切掌握退休金成本，不利企業經營；抑制員工離職意願，不利人力資源配置。

2.確定提撥計畫：

(1)優點：雇主可以確切掌握退休金成本，有利企業經營；員工退休金權益不會因雇主違約而受損；不影響員工離職意願，有利人力資源的有效配置。

(2)缺點：員工承擔投資風險；無法作為遞延給付之工具。

在 ERISA 施行前，大部分的企業都是採行確定給付計畫，但在 ERISA 施行後，採納確定提撥計畫的企業開始超過採納確定給付計畫的企業，這主要是因為美國企業環境及法令的變遷，以下分別討論之：

- 1.勞力構成的變化：由於二戰後嬰兒潮加入人力市場、導致雇主有較多的機會選擇員工，比較不願意承擔確定給付制下的投資風險，且因為員工流動性提高，不易達成確定給付制所要求的請領條件，轉而傾向工作年資因素影響較小的確定提撥計畫¹⁵³。
- 2.企業規模縮小及勞方談判能力減弱：由全球化導致美國面臨更大的競爭壓力，大型製造業無法再維持其領先地位，諸如橡膠、鋼鐵、汽車等產業皆不斷沒落，與其相較，低資金高技術需求的中小型企業數量開始增加。由於中小型企業規模較小，不易形成具有規模及談判能力的工會組織，向雇主談判爭取退休金計畫的能力減弱；另一方面，中小型企業之規模多半也無法承擔管理退休資產之風險¹⁵⁴，在這樣的條件下，同樣具有稅負優惠又可以掌握退休金成本的確定提撥計畫自然較受企業所喜愛。
- 3.維持確定給付計畫的成本與複雜性與日俱增：早期實施退休金計畫的雇主認為，確定提撥制的退休金計畫必須維護個人帳戶資料，且必須處理個別勞工之貸款、

¹⁵³ 同註 142，頁 40。

¹⁵⁴ Supra note 92, page 451.

提領及投資標的變更等行政成本，維持成本較高；而確定給付制相較於在勞工符合退休條件前，可由雇主自由運用提撥數額，維持成本較低。但自從 ERISA 制定後，增加了確定給付計畫設計的複雜性與執行成本，尤以其中「計畫終止保險」之規定，強制確定給付計畫必須向退休金給付保證公司(Pension Benefits Guaranty Corporation, PBGC)繳交高額的「計畫終止保險費」，大幅增加了雇主因成本考量選擇確定提撥計畫的誘因¹⁵⁵。

4. 稅法修改有利於確定提撥計畫：配合 ERISA 的規定，內地稅法也增加了對於 ESOP 及個人退休帳戶等新型態的確定提撥計畫的租稅優惠，確定提撥計畫在租稅上的優勢與確定給付計畫變的不分軒輊，加上不需承擔給付風險，雇主自然樂意選擇確定提撥計畫。

因為以上這些因素，自 1979 年到 2005 年，投資於確定給付計畫的資產比率自 84% 降至 37%，而投資於確定提撥計畫的資產比率則從 16% 上升至 63%¹⁵⁶，此制可說已成為目前美國主流的退休金制度，影響美國諸多勞工的退休保障。本文以下也將繼續介紹確定提撥計畫的各種類型。

第三項、 確定提撥計畫的各種類型

確定提撥計畫因為退休金得給付金額不固定，因此可以事前規畫不同的提存計算基礎，進而衍生出多種不同的類型，法令上對於確定提撥計畫的分類有下列幾種：

1. 現金購買計畫(Money purchase plans)：

現金購買計畫是確定提撥計畫的基本類型，雇主會為員工創造一個退休金計畫並為參加之員工設立個別帳戶以存放雇主固定提撥之金額，提撥金額通常是以員工薪資的一定比例為標準，員工退休時可領取帳戶內之本及利息。這種計畫特別適合沒有投資經驗及喜好低風險的員工加入。與下文提到的利潤分享計畫相比，現金購買計畫的提撥數額是固定的，而且不受公司及其他計畫贊助人的獲利而受影響¹⁵⁷。

¹⁵⁵ 同註 142，頁 41。

¹⁵⁶ See *Facts from EBRI*, available at: <http://www.ebri.org/pdf/publications/facts/0607fact.pdf>，最後瀏覽日期：2011 年 8 月 19 日。

¹⁵⁷ *Supra* 92, page 48.

2. 目標給付計畫(Target benefit plans)：

目標給付計畫是一種特殊的現金購買計畫。性質上介於確定給付計畫及確定提撥計畫之間。雇主在成立退休計畫時會為員工設立特定的給付目標，據此目標運用精算技術得出應提撥之金額，此部分類似於確定給付計畫，然而雇主雖設定目標，卻未對員工保證必能達到此金額，因此領取退休金的風險仍存於員工身上，假設退休計劃的投資結果不如預期，員工必須承擔未能完全領取目標金額的風險，且如同現金購買計畫，每位員工在該計劃中皆有自己的個別帳戶以供檢視退休金數額。

3. 利潤分享計畫(Profit-sharing plan)：

利潤分享計畫的名字暗示著它的提撥計算基礎是以雇主的獲利為標準，此計畫有個再分類為「現金」(Cash)利潤分享計畫與「遞延」(Deffered)利潤分享計畫，現金利潤分享計畫嚴格說來並不是一種退休金計畫，只是員工分紅的另一種形式，只要公司在當年度會計年度有獲利，員工便可領取自計畫而來的分紅。相對地，「遞延」利潤分享計畫在雇主當年度有獲利時，雇主提撥的分紅會先存於計畫內員工的個別帳戶，直到離職條件發生時才能提領出來¹⁵⁸。與現金利潤分享計畫相比，遞延利潤分享計畫可以享受稅法給予的遞延所得課稅優惠及累積退休所得的效果。

遞延的利潤分享計畫並不要求必須訂有一定的利潤享公式，法律並不要求每會計年度的獲利必須有一定的獲利提撥至計畫¹⁵⁹，有的計畫甚至會在計劃條款中註明每年由董事會決定提撥的比例。然而為了落實不歧視原則，只有訂立分配公式(Allocation formula)的利潤分享計畫才會被認為是適格退休金計畫，享有租稅優惠。分配至個別帳戶的資產不得在作變動，也不得給予高階職員更多分配優惠¹⁶⁰。

4. 股票分紅計畫(Stock bonus plans)：

股票分紅計畫是利潤分享計畫的特殊類型，但是它的提撥計算基礎並不要求一定與利潤相關，且給付至員工個別帳戶的形式並非金錢，而是股票¹⁶¹。但員工離職時可

¹⁵⁸ Id.

¹⁵⁹ IRC § 401(a)(27)(A).

¹⁶⁰ Treas. Reg. § 1.401-1(b)(1)(ii).

¹⁶¹ Treas. Reg. § 1.401-1(b)(1)(iii).

以選擇領出股票或將股票賣給該計畫以獲得現金。ESOP也可以說是該計畫的子類型，但與股票分紅計畫不同的是，ESOP強調員工參與公司經營，故員工可透過個別帳戶內的股票享有一定公司經營權，且ESOP允許融資收購公司股票，與股票分紅計畫相比，員工將擁有更多的公司股票，相對地，投資單一股票的非系統性風險也越高。

5.401(k)計畫：

401(k)計畫又稱為現金或遞延給付計畫(Cash or deferred arrangements；CODAs)，規定在內地稅法第401(k)條，符合該條要件的適格退休金計畫便可稱為401(k)計畫。實施這種計畫的企業員工，可以在領取薪資時選擇提撥一部分至可遞延課稅的個人退休專戶，而雇主通常為鼓勵勞工儲蓄也會與勞工簽訂「薪資扣減協議」(Salary reduction arrangement)，由雇主將勞工的薪水直接扣減存入退休帳戶，雇主再自己提撥一部分至退休帳戶。也因為401(k)計畫的資金來源大部分是員工自願提撥薪資而非雇主提撥，因此在三階層分類下是屬於第三類的個人退休專戶制度，而非民間企業退休制度。且因為是扣減自己的薪資進入退休帳戶，故又被稱為「薪資扣減計畫」(Salary reduction plan)。雇主為協助資金運用，也會提供不同的投資組合供員工選擇。

401(k)計畫在美國受到廣大民眾喜愛，主因在於員工更換工作、或遭裁員、開除之際，可以將個人退休帳戶的資金攜帶且可自行處分，不需擔憂雇主是否有支付退休金的能力。此外，參加之員工在有資金需求時也可以向個人帳戶借款，不需經過退休金計畫管理人的同意便可提領，且無須提供擔保，為參加員工若未定時返還，便可能被取消遞延課稅優惠及一定之罰鍰。另外參加員工在面臨嚴重財務困難時，也可以選擇使用「紓困條款」(Hardship withdraw)，提前領出退休帳戶內的資金，不再返還。但這必須經過美國國稅局的嚴格審查，且年齡未超過59歲者，必須繳納10%之罰鍰¹⁶²。

由於雇主可以自由創設投資組合，且員工在選擇投資組合時往往也會受到雇主的影響去購買特定的股票或金融商品。於是像恩隆(Enron)案這樣的重大不法事件便發生了。恩隆公司的高階主管一方面透過不實的財報粉飾虧損，另一方面提供主要投資於恩隆股票的401(k)計畫使恩隆員工大量購買，以提升股價並移轉自己持有股票的風險，導致掏空公司的新聞揭露時員工血本無歸。故可知，此制固然有其方便之處，但相對

¹⁶² 同註109，頁31。

地，員工也可能用自己的薪水去換取更大的風險。

6.凱歐計畫(Keogh plans)：

凱歐計畫是在 1962 年的稅法修正案中所增訂，目的是為了要針對無雇主的自由業者給予其退休金之保障，依據內地稅法 403 條 c 項 1 款，自由業者一但加入凱歐計畫，提自薪資所提撥的數額同樣可以享受租稅遞延的優惠，由於沒有任何雇主提撥，凱歐計畫也屬於第三類的個人退休帳戶制度。

7.個人退休帳戶制度(Individual retirement accounts, IRAs)：

在 1974 年 ERISA 通過時，個人退休帳戶制度 (IRAs) 也以包裹立法的方式加入內地稅法。IRAs 原本是為了補足沒有雇主贊助成立退休金計畫的員工也可以透過自己儲蓄的方式保障未來生計的退休金計畫，是第三類的個人退休帳戶制度基本型態，。IRAS 允許員工每個月提撥 1500 元以下薪資或薪資 15% 以下，兩者取其較小者得享有租稅遞延優惠。但是到了 1981 年經濟復甦稅法(Economic Recovery Tax Act,ERTA)通過後，1500 元的上限被調整為 2000 元，且不論員工是否已參加雇主贊助的退休金計畫，都可以使用個人退休帳戶制度。

IRAs 與企業所提供的退休金計畫具有密切的關係，因為員工如果因故必須提前終止退休金計畫，可以在取得退休金後的 60 日內將退休金「轉帳」(Rollover)至 IRAs，以繼續享受租稅遞延的優惠¹⁶³，一個勞工會在同一間公司從一而終的機會並不高，也因此這種轉帳型的 IRAs 近年來廣受民眾喜愛，統計至 2004 年底，全美 IRAs 的總資產達 3 兆 3000 萬美元，到了 2008 年更是高達 3 兆 6000 萬美元¹⁶⁴，由此可以預見 IRAs 將會成為全美最重要的退休金制度。

ESOP 在美國退休金分類上屬於確定提撥計畫，並且是屬於第二類的民間企業退休制度，其計畫資金來源主要是雇主的贊助。依據遞延工資說，雇主本應有責任提供足額的薪資以確保員工為公司奉獻一生後的退休生活無虞，因此雇主提撥資金至

¹⁶³ Supra 92, page 55.

¹⁶⁴ See Craig Copeland, *IRA Asset Allocation-Employee Benefit Research Institute*, EBRI Notes, , Vol. 32, No. 5, page 10 (2011), 全文可見 http://www.ebri.org/pdf/notespdf/EBRI_Notes_05_May-11_IRA.pdf，最後瀏覽日期：2011 年 8 月 1 日。

ESOP 後，除非計畫條款有規定，否則不得再取回資金。以信託為架構設立退休計畫，有助於排除雇主對於提撥資金的控制。但因為確定提撥計畫相較於確定提撥計畫，員工必須承擔退休金不確定數額的風險，因此大部分的退休金計畫都以穩健儲蓄為方向。然而 ESOP 及部分 401(k) 計畫則反其道而行，將大量的股票投資於單一個股，這某程度上違反了安全性原則及流動性原則，但是也加強了收益性及凝聚公司向心力等額外目標，也因此立法上仍允許這些「另類的」退休計畫存在。且因為這些計畫相較於一般退休金計畫的高報酬率，在美國廣受員工歡迎，據統計至 2002 年，全美國有 820 萬名員工透過 ESOP 持有公司股票，至於透過股票分紅計畫、401(k) 計畫等適格退休金計畫持有公司股票的員工總數，亦高達 1100 萬人，兩者相加佔美國私人企業員工總數 16%，如果再加上使用員工認股權憑證購入公司股票的員工，則數量更是高達 20%¹⁶⁵。這當中有許多人因財力有限，所投資的股票僅限於自己公司之股票，如此當公司財務陷入危機時，是否能確保自己退休金無虞？本文將於下一章繼續探討。

第三節、其他國家員工持股制度的實踐與發展

將股票從股東手上轉移至員工已經是各國政府努力推動的目標。在其他國家，為了因應通貨膨脹及社會福利的要求，將退休金與股票相結合，正好可使退休金有較大幅度的成長，減輕政府在老齡化社會下的壓力。此外，員工持股可激勵對於公司的向心力進而增加產量也已是具有根據的事實。因此各國企業在退休金設計上，針對讓員工長期持有公司股票以加強對於公司事務的參與並達到儲蓄的效果都有相同之共識，即使不採用信託為架構使員工擁有股票，也會發展其他相類似之制度，以下便是對各國員工持股制度之介紹。

第一項、日本員工持股制度的實踐與發展

日本的員工持股制度是在國內經濟處於高速發展的起步階段、對外開放逐漸擴大的情況下發展起來的，同時它在許多方面又受美國 ESOP 的影響，因而兩者表現出一定的相似度。但由於東西方文化的差異，又使日本的員工持股制度出現日本企業管理的特色。日本的員工持股制度可以分成兩種類型：一種是無組織的個人參與方式；一種是設立專門機構的集體參與方式。前者一般在增資發行新股或年終分紅時進行，公

¹⁶⁵ See Peter Pitegoff, *Worker Ownership in Enron's Wake – Revisiting A Community Development Tactic*, *Journal of Small and Emerging Business Law*, Vol. 8, pp. 246-247 (2004).

司為其代辦認股事務，其特點是間斷進行，員工可以自行選擇認股時機，類似於我國的員工新股承購權及員工分紅入股。後者是由員工組成員工持股委員會，以集體名義購買股份且進行集中管理，員工個人只需定期繳納資金即可取得相應之股權，需要時即可過戶到自己帳戶內¹⁶⁶。目前，日本多數企業所採用的是後者，以下也以後者作介紹。

在 1960 年代初期，日本加入了國際經濟合作發展組織(OECD)，必須實行資本自由化，放寬對外商直接投資之限制。這個消息導致市場上的流通股份數量減少，瀰漫著企業憂心遭外資併購的氛圍。為了防止企業被吞併，必須有一股穩定的股東力量支持。企業員工持股制度就此誕生了。1960 年實施員工持股的公司僅佔總公司比例 4%，10 年之後，比例增加到 26%。1980 年，實施員工持股的公司已經高達 70%，此後的發展速度更是驚人，到了 1993 年幾乎成為全國性現象，有 97% 的公司實行員工持股制度¹⁶⁷。

員工持股委員會在市場上購入大量的公司股票後，會依每人每月薪水提撥的數額換算成股份數，每滿 1000 股才能由持股會名下轉到個人名下，有的公司甚至還規定，在滿 1000 股時，尚必須有特殊理由，如婚喪、嫁娶、購屋，才能賣出個人名下之股票，以確保股權結構穩定¹⁶⁸。日本的員工持股委員會持有的股份，平均每人擁有量雖少，但由於人數眾多，加上日本公開發行公司持股分散，因此持股委員會的持股比率平均不到 2%，卻還是仍成為公司穩定的重要因素。據統計，有 21% 上市公司的員工持股委員會已成為公司的前 10 大股東之一¹⁶⁹。

從稅收方面的優惠來看，日本的員工持股制度是企業自發性成立，並非由政府要求或給予誘因，且加入後亦可任意退出，不會因為是退休金計畫便要求須待離職方得退出。這點與美國 ESOP 相當不同。美國的 ESOP 因為給予企業及員工租稅及貸款優

¹⁶⁶ 同註 40，頁 54。

¹⁶⁷ See Takao Kato and Motohiro Morishima,, *The Productivity Effects of Participatory Employment Practices: Evidence from New Japanese Panel Data*. *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, Vol.41, page 497 (2002).

¹⁶⁸ 參閱李果、黃繼剛、王欽著，員工持股制度理論與實踐，經濟管理出版社出版，2002 年 4 月，頁 4-5。

¹⁶⁹ See Derek C. Jones and Takao Kato, *The Productivity Effects of Employee Stock-Ownership Plans and Bonuses: Evidence from Japanese Panel Data*, *The American Economic Review*, Vol. 85, No. 3, page 393(1995) .

惠，也因此 ESOP 亦給予員工一定限制，日本則因為是企業自主發起，因此政府干預較少。但相對地資金來源也不足，也因此欲期待員工持股委員會能夠收購大部分的公司股票是不可能的事。從股份資金來源觀之，大部分都是員工從自己薪資提撥，公司補貼的資金僅佔資金總額的 5~10%。如果要說日本員工持股制度類似 ESOP，不如說更類似於 401(k) 計畫，只是選擇性更少且無法方便攜帶。

此外，日本員工持股制度尚有一個特點，實施員工持股制度的公司排斥高階管理人員加入員工持股委員會，這與美國只要達到一定年資任何公司員工皆可加入相當不同，但這種自制文化可以防止員工持股委員會受到公司派的直接操控，也可以防止分配股份出現歧視問題。至於在表決權行使上，也與 ESOP 由受託人行使表決權不同，日本的員工持股委員會通常是以「一人一票」原則行使表決權，首先先以此原則在參與員工持股的成員中選舉出一位代表員工持股委員會之人(Rijicho，即持股委員會理事長)，再經由理事長依據參加人多數決結果指示受託人行使表決權¹⁷⁰，由於一開始便排除高階管理人員加入員工持股委員會，因此員工持股委員會的獨立性較之美國 ESOP 更高。日本的員工持股制度雖然也會成立「股票購買基金」用於存放公司提撥之薪資，但受託人決定權操縱在持股會手上，對外則由理事長代理全體員工行使權利，因此如果說美國 ESOP 是以信託制度及受託人為核心，日本的員工持股制度則是以員工持股委員會為核心¹⁷¹。

第二項、 英國員工持股制度的實踐與發展

英國的員工持股制度起源於 1970 年代後。當時一方面由於石油價格上漲導致英國通貨膨脹嚴重，經濟嚴重衰退，許多企業瀕臨破產邊緣，但是英國化學工業公司 (Imperial Chemical Industries Ltd, ICI) 因為早於 1954 年開始實施員工持股制度，使其於危機中仍展現抗危機的能力；另一方面，受美國 ESOP 制度影響，為了擺脫當時的經濟困境，英國政府決定鼓勵員工持有公司股票。

從 1978 年起，執政的工黨修正的財政法規定，對以股份形式使員工分享利潤的公司優惠政策實行稅收優惠。1980 年保守黨上台後，針對原法令做了更明確的修改與補

¹⁷⁰ 同註 40，頁 63-64。

¹⁷¹ 參閱范明，我國員工持股計畫(ESOP)信託模式制度之研究。對外經濟貿易大學碩士學位論文，2004 年 4 月，頁 17。

充，給予兩種優惠，其一，員工使用認股權憑證購買股票所獲得的收益可以享有所得稅減免的優惠；其二，員工認購公司股票時，可以享有一定的折扣，且認購數量達一定比例時，將贈送其免費股份¹⁷²。

英國的員工持股制度在 1984 年財政法修法後，主要可分成下列三種類型¹⁷³：

1. 利潤分享計畫：即每年用在完稅前的一部分公司利潤，提撥給信託基金，由信託基金為員工利益用來購買股票分配給有資格的員工。從 19 世紀末起，英國便已有些企業在實施這樣的方法，但其進展一直相當緩慢。直到 20 世紀 70 年代後，在英國財政法的支持下，才開始加快發展速度。利潤分享計畫的具體內容是：(1) 資格規定：1978 年財政法規定，凡在公司任職滿 5 年的所有正職員工（含經理階層），至於非正職及任職未滿 5 年的員工是否得參加則由公司自行決定。(2) 具體實施步驟：公司將不高於稅前盈餘 5% 的利潤提撥給信託基金，由信託代表員工利益購買公司股票，再分配給合格之員工，作為員工的額外收入。(3) 稅收優惠：信託基金購買的股票至少必須由信託基金保管 3 年，但如果保管超過 5 年，則員工獲得這些股票時免繳所得稅。公司提撥給信託基金的利潤也可不計入公司所得稅課徵的範圍。2000 年之後，工黨政府進一步擴張利潤分享計畫，只要為公司服務滿一年的員工均可參加，除了舊有的 5% 上限，公司可以在從稅前利潤提撥一部分用於贈送股票給員工，至於贈送的方法由公司自行決定。此外該計畫也允許員工用稅前工資購買股票，購買股票時，公司可以搭配贈送股票，例如買一張股票，公司便會額外再贈送一張。
2. 股票儲蓄計畫：1980 年的財政法規定，凡工作滿 5 年的正職員工可以參加股票儲蓄計畫，這個計畫時由員工和公司簽訂契約，參加該計畫的員工必須在 5 年或 7 年內每月儲蓄 10~15 英鎊，當 5 年或 7 年屆滿時，公司會以 8 折的優惠給予員工認股權，且儲蓄的利息可以享有免稅的優惠。因此員工可以選擇行使認股權，用儲蓄金及利息購買股票，也可以不行使認股權，直接拿回現金。這項計畫對於不善長投資的員工來說並不具高風險，因此已經成為很有吸引力的投資方式。據統計，在 1999 年，全英國已有 1200 家公司，包含英國倫敦金融時

¹⁷² 同註 37，頁 43-44。

¹⁷³ 同上註，頁 44-45。

報指數(FTSE)100 家指標性公司中的 89 家，都實行了股票儲蓄計畫¹⁷⁴。

3.認股權計畫：該計畫在 1984 年財政法中引進，主要特點在於公司給予員工在未來某日期購入股票的權利(即認股權)，至於實施對象即實施方法則由董事會作決定，員工行使認股權所獲得的資本利得，政府給予免稅優惠，但必須滿足一些條件，例如員工要得到認股權 3 年以後才能實行認股；如果在認股未滿 3 年內離職，便不能實施認股權；認股權必須在 10 年內實施，每次認股價值最高限額為 3 萬英鎊等。

在這些類型中，以利潤分享計畫與 ESOP 最為類似，同樣是由政府給予租稅優惠進而使企業提撥資金給退休金信託，在由退休金信託為員工購買股票。但利潤分享計畫並未允許企業或退休金信託可舉債大量買進股份，且企業提撥的金額也有其上限，故其信託規模相較於 ESOP 仍較為迷你。

第三項、中國大陸員工持股制度的實踐與發展

大陸的員工持股制度是借鏡於美國 ESOP，從 1980 年代末至 1990 年代初，針對國有企業進行改造，推行員工持股制度，強調「勞者有其股」，但是最初推行的方式並非如同美國 ESOP，交由特定機構集中管理，而是有國有企業向內部員工發行「內部職工股」，但因為沒有詳細的規範及配套措施，導致非但沒有達到員工參與公司治理及享受公司分紅的目的，反而衍生許多問題：(1)企業任意發行「內部職工股」，對員工造成歧視，大量的「權力股」、「關係股」孳生了嚴重的腐敗現象。(2)「員工股東利益追求的短期化」，員工獲得股份後，便立即以合法或非法的方式出脫持股，以獲取短期報酬。(3)每位員工的持股數目偏低，又未有統一機構代其行使表決權，導致員工的股東地位無足輕重¹⁷⁵。這些問題促使中國大陸的立法者必須盡快重新設想一套新的員工持股模式，以廢除原先混亂無效率的制度。

由於內部職工股的發行沒有取得理想的效果，因此 1993 年訂立的公司法不僅沒有訂立員工持股制度，反而為員工持股設立了障礙。該法規定，有限公司的股東僅限於

¹⁷⁴ See “Types of employee share ownership plan”, available at:

<http://www.mhcc.co.uk/esop/esop/default.asp?nav=abesops>，最後瀏覽日期：2011 年 8 月 19 日。

¹⁷⁵ 參閱王新紅、傅強，職工持股會若干法律問題探析，湖南商學院學報第 10 卷第 5 期，2003 年 9 月，頁 1。

2~50 人，這壓抑了中小企業實施員工持股的普遍性。然而一般企業對於員工持股已經產生了興趣。公司法的規定無法壓抑企業實施員工持股的想法。於是，員工持股委員會這個規避公司法的制度便出現了。1994 年，上海、深圳市政府陸續頒布「深圳市國有企業內部員工持股試點暫行辦法」，開始由員工持股委員會代表員工持有公司股票，以滿足 50 人人數限制。

員工持股委員會之所以會在中國出現，有其複雜而獨特的背景，主要理由有四。第一、員工持股委員會是由員工出資，國有企業普遍經濟效益不好，員工持股委員會可以提供企業快速、便捷且低成本的籌資管道。第二、避免持股分散弱化員工在公司內的發言權。第三、誠如前段所述，作為突破股東人數 50 人強制性規定的工具。第四、突破員工認購公司股票比例的限制，依據「股份有限公司規範意見」第 24 條第 3 項，募集設立可分為向特定人邀約的定向募集，以及向不特定說數人邀約的社會募集，前者員工認購的比例不得超過公司股份總數的 20%，後者認購的比例不得超過股份總數的 10%，且「股份有限公司規範意見」第 10 條同時規定員工不得擔任發起人，若以員工持股委員會為股東，則可不受上述規定的限制¹⁷⁶。

但這種因應法律發展出來的制度，在實務上或許有其存在必要，但在學術界則引起許多爭議，首先是針對垂危的國有企業實施員工持股，某程度上是反市場經濟的行為，大陸的員工持股委員會與其他國家有個相當不同的特點，許多國企的員工是依據地方政府行政命令被強制要求加入員工持股委員會，而非自願性的加入。依據中國社會調查事務所(SSIC)對山東、青海、重慶、遼寧等四省市 640 家實行員工持股的企業調查，有高達 62.7% 的企業是強制員工購買公司股票，強制的條件包括：持股才能上班、不持股便降低報酬、給予不合理的職位以及扣發薪資獎金甚至解雇等¹⁷⁷。這除了使勞工淪為雇主榨取應急用資金的手段外，也使國企難以破過市場調節(例如裁員)進行改革開放。其次，缺乏統一的法律規範，各省實施員工持股委員會的依據僅是地方政府的行政命令，於是導致各省各行其制，員工持股委員會沒有統一的架構，員工的福利也沒有一定的保障。第三、行政命令制定的出發點是集資，而非股權體制改革，員工福利及股東權自然無法在行政命令中受到保障。第四、缺乏政府稅收優惠政策支

¹⁷⁶ 參閱汪靈罡，論公司職工持股會的法律地位，海南大學學報人文社會科學版第 23 卷第 4 期，2005 年 12 月，頁 410。

¹⁷⁷ 同註 40，頁 167-168。

持，資金來源僅仰賴員工自身，欲期待員工在非強制的情況下長期受企業呼應購買公司股票，除非公司有良好績效，否則員工持股幾無可能。第五、員工持股委員會的定位模糊，此點是大陸學說上對於員工持股委員會的法律爭議最常討論到的問題。美國及日本雖然也有員工持股委員會，但美國實施情況較少，且法律規定明確，ESOP Committee 是計畫贊助人，如其對於 ESOP 的計畫管理擁有裁量權，則另外又負有受任人義務。日本的員工持股委員會雖然未有法律明定其性質，但在實務運作上亦無太大法律問題，員工持股委員會在法律上並不是一個法人，持股會理事長只是代理加入持股會的員工依其表決管理股票。至於股票所有權亦不在員工持股委員會名下，而是由以員工為委託人及受益人，受託給信託基金管理。

大陸的員工持股委員會並未有統一形式，股票所有權也非一律移轉給信託，依照各省的行政命令，大致上可區分為以下幾種類型¹⁷⁸：

1. 企業內部結構：員工持股委員會只是企業內部管理員工股權的機構
2. 工會社團法人：即員工將自有資金交給公會，由公會以工會本身名義購買公司股份，或者將員工持股委員會納為公會的下層組織。員工持股委員會以公會社團法人的名義對外為法律行為。上海、陝西、甘肅的行政命令都採用這種定位。
3. 社會團體法人：即賦與員工持股委員會獨立的社團法人資格，由該法人作為公司的股東。北京的行政命令採取此種定位。
4. 公司法人：將員工持股委員會定位為「以投資營利為目的，從事員工股份管理」的公司，山西的行政命令採取此種定位。

因為沒有統一的法律規範，進而衍生出諸多法律型態，這原本也是無可厚非的，但未統一的結果便是衍生出更多的紛擾¹⁷⁹，例如，員工持股委員會的行政成本應該由誰負擔？如果定位為企業內部結構，則由公司負擔似乎無可厚非，但若定位為工會法人內部的組織，則似乎便應納入工會整體開銷的一環。原本一個單純的問題卻因為各省解釋不同出現差異，這已經不是「因地制宜」所能解釋的了。而這個問題之所以會產生，正是因為員工需要藉由單一法人格規避公司法的有限公司人數上限以及「股份

¹⁷⁸ 同註 176，頁 411。

¹⁷⁹ 更多批評可參閱范明，同註 171，頁 21-23、汪靈罡，同註 176，頁 411。

有限公司規範意見」的認股比例限制，且員工股票由員工持股委員會所有，導致不得不檢討員工持股委員會的法律定位，同使也導致以信託為架構的 ESOP 無法順利在大陸實施，除非承認信託具有獨立的法人格，否則在員工持股委員會可以自己名義持有員工股票的情況下，信託將會被認為是疊床架屋的機制。當務之急，應是檢討這些限制員工持股的規定是否有存在必要，而非繼續鑽研員工持股委員會的定位問題。

第四項、 台灣員工持股制度的實踐與發展

在台灣，員工持股制度起源甚早。在民國 35 年，大同股份有限公司便開始實施「工者有其股」制度，鼓勵員工認股，使員工參與分享公司盈餘分配。此後政府開始推動員工分紅入股制度，於民國 55 年 07 月修訂「公司法」第 267 條、69 年 05 月修訂「公司法」第 235 條、第 240 條及第 267 條等，增訂章程應訂明員工分紅之成數，公司發行新股時，應保留 10%~15% 之股份由公司員工承購，以紅利轉作資本時，依章程員工應分配之紅利，得發給新股或以現金支付之，據此，員工分紅與入股制度乃得以連結¹⁸⁰。民國 90 年更新增了 167-1 及 167-2 的員工庫藏股及認股權憑證規定，提供更多樣化的選擇。

但是這些員工持股的規定都有幾個共通特點，是與外國法比較所欠缺的：第一、性質上僅為獎勵措施，而非長期且固定施行的辦法。不論是員工分紅入股、員工新股承購權、員工認股權憑證。都需待特定的時機才會施行，例如公司有盈餘且當年度股東會決定分紅時或者公司決定進行現金增資時。員工對於其未來持有股票的數額及價值並無法得出確切的數字。這使得員工只會將所獲得的股份視為薪資以外的額外獎勵。一但持股轉讓限制持期間經過且市場亦給予股票好的價格，員工自然會立即將其賣出。而如果希望員工能對公司決策表示意見甚至產生影響，那麼所需要的應該是更穩定且長期持有股票的制度。第二、與各國員工持股計畫相較，員工個別直接地持有股票，較不易在股東會上產生力量。由於台灣的證券市場向來便以散戶為大宗。這些散戶由於意見分散，且因持股數過低，對公司影響甚弱，導致其更不願意耗費時間精力參與股東會決議，股東會成為大股東收購委託書主張自己意見的廳堂。國內的員工持股制度皆是由員工個別直接持有公司股票，這使得公司製造了更多散戶。依照台灣過去的

¹⁸⁰ 參閱中華民國信託業商業同業公會網站>信託數位園地>業務簡介>員工持股信託業務，
<http://www.trust.org.tw/images/word icon.png>，最後瀏覽日期；2011 年 8 月 19 日。

股東會慣例，個別員工由於持股數不多，且向來習慣服從公司經營者的決策。可以預見其將會於股東會時出具委託書給公司經營者，如此則員工參與公司事務的理想將會被弱化。如果能將員工股票交由統一的機構，匯聚其意見後行使集體股票的表決權，則員工對公司事務的經營便能有更多自主的空間。

或許有鑑於此，台灣開始有企業嘗試引入如同美國 ESOP 般結合儲蓄及員工持股概念的新措施。以信託為架構集體持有且管理員工股票的制度被承認了。民國 81 年 4 月，財政部發布了台財融第 810114754 號函，准許中國信託投資股份有限公司(現以合併至中國信託商業銀行)開辦全台最早的「企業員工持股信託」業務，營運至今，大同公司、亞洲化學、東元電器、宏達電等知名公開發行公司皆在其協助下建立員工持股制度。本文以下便以台灣銀行業為員工持股信託所推出的企業員工福利信託契約(員工持股型)範本(以下簡稱「契約範本」)¹⁸¹ 及契約範本附件—企業員工福利(員工持股型)信託作業準則(以下簡稱「信託作業準則」)進行介紹：

1. 信託目的：依據契約範本第 1 條，本信託之目的增進受益人退休或離職後生活之保障，由受託人將委託人依信託契約所提存之信託財產，以共同投資之方式長期運用於取得及管理委託人公司之股票。故可知，本信託契約係以協助員工長期儲蓄以增進其退休生活所設立。但僅僅只是增進退休生活而已，員工需自行承擔投資公司股票之風險，公司不保證退休時所能領取的數額。

2. 信託當事人：信託當事人有三：(1)委託人：委託人為公司員工持股委員會的會員，基本上，會員一定是公司之員工，但至於是否有年資或是工作時數要求，則須視員工持股委員會與員工之約定而定。(2)委託人之代理人：依據契約範本第 3 條，為避免每一位加入員工分別與受託人簽訂契約之繁瑣，需於委託人間成立「員工持股委員會」，並在委員會中選出一位代表人，在信託存續期間，全權授與委員會代表人代理委託人處理對於受託人及公司之一切事務，諸如簽訂信託契約、交付信託資金、代為收受公司給予的獎勵金等等。(3)受託人：○○商業銀行。

3. 資金來源：依據契約範本第 5 條，資金來源主要為員工自身薪資的提撥金，但公司亦可能依其與員工簽定之契約按照員工提存之數額提撥獎勵金，以及年終獎金及

¹⁸¹ 參閱附件一。

分紅之提存金。

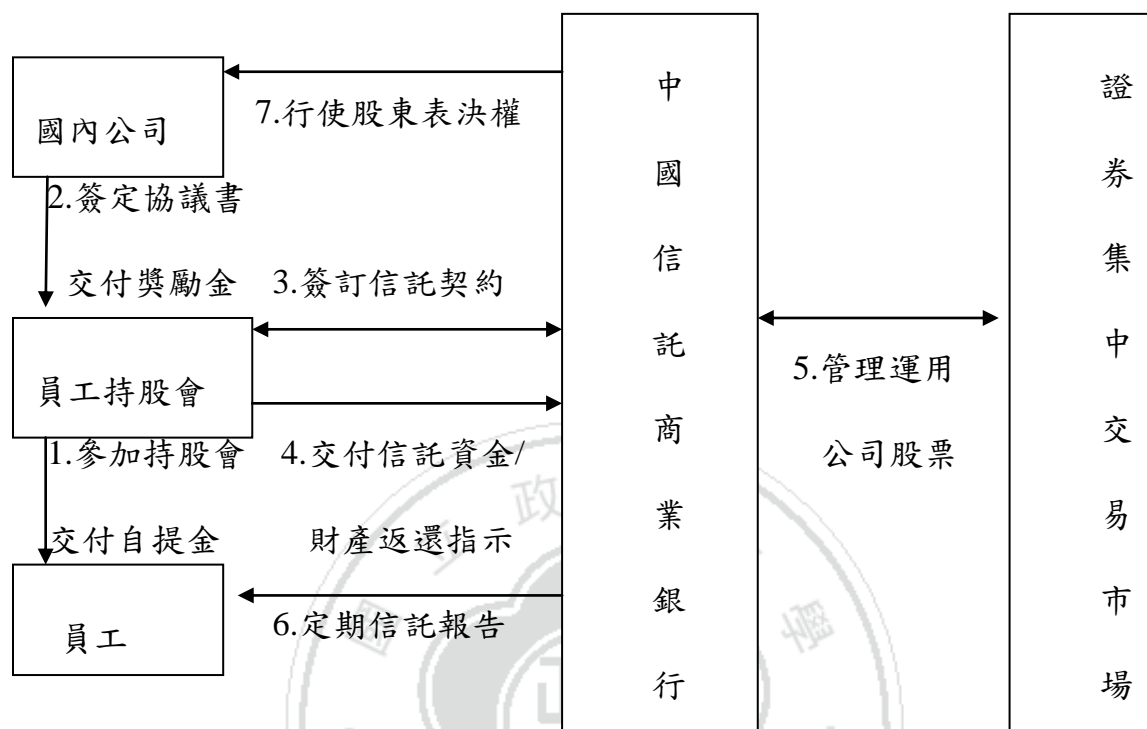
4.信託存續期間：依據契約範本第4條，信託存續期間為10年，如果10年到期，契約雙方皆未以書面表明不再續約，則可再續約10年。

5.退出信託：退出員工持股信託並不困難，依據信託作業準則第9條規定，只需向員工持股委員會提出，再由持股委員會通知受託人即可。

6.股東權行使：依據信託作業準則第12條規定，有關於股票之表決權及其他股東共益權之行使，係由受託人以「本信託專戶」之名義統一行使；但受託人得委任信託契約下全體委託人中之一人代為行使該股東權益。但行使之方式應依「員工持股委員會代表人」之書面指示辦理。因此最終決定權仍在員工持股委員會手上。

有關於○○商業銀行的員工持股信託架構，可以圖六示之：





從圖六¹⁸²可知，員工持股委員會代理員工同時與公司及受託人簽約，與受託人所訂立的即為員工持股信託契約，而與公司所簽訂的，則為公司提供獎勵金及相關提存金的條件，而關於此信託的實施成果，在 83 年曾有研究指出，企業選擇加入員工持股信託的主要原因，是因為公司法第 267 條規定現金增資時，必須保留 10~15% 的股份由員工承購，以及為符合證券交易法第 140 條授權證券交易所的「有價證券上市審查準則」第 4 條第 4 項的股權人數分散標準所設¹⁸³，這與信託目的是為了增強員工退休保障有相當大的落差，但研究也顯示，一般公司在實施此制度後，調查員工的滿意度，大多呈現正面的評價，由其是在員工對公司認同感的增加上，更為顯著¹⁸⁴。

雖然企業一開始實施員工持股信託的出發點並非出全然出於員工利益，但最新的

¹⁸² 參閱中國信託商業銀行法人信託部網站>法人信託服務>信託服務>員工激勵信託系列>員工持股信託，
http://ecorp.chinatrust.com.tw/cts/static/business/trust_staff_holding.jsp，最後瀏覽日期：2011 年 8 月 20 日。

¹⁸³ 有價證券上市審查準則第 4 條第 4 項：「申請股票上市之發行公司，合於下列各款條件者，同意其股票上市：四、股權分散：記名股東人數在一千人以上，公司內部人及該等內部人持股逾百分之五十之法人以外之記名股東人數不少於五百人，且其所持股份合計占發行股份總額百分之二十以上或滿一千萬股者。」

¹⁸⁴ 參閱徐聯恩，企業員工入股之研究，行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告，1994 年 6 月，頁 7-1。

實證研究指出，在台灣實施員工持股信託的三年內資產報酬率、淨利率及成長機會等公司績效顯著高於未實施員工持股信託的績效。這使得企業有為了公司績效成立員工持股信託進而提升員工福利的動機出現。但研究也指出，從第四年起，績效的增加會隨著時間而逐步遞減。反而是近年來銀行新推出的3年期且員工不需提撥薪資、僅仰賴員工分紅作為提撥資金的「員工分紅信託」績效更佳¹⁸⁵。之所以會有這樣的結果，原因可歸究於三方面：1.稅制上缺乏誘因：員工持股信託使員工必須長時間提撥薪資購買股票，員工既未想受到該部分薪資，卻仍須於領取薪資的當年度受所得稅法全額課稅。長期而言會使員工提撥的意願降低，應如同美國內地稅法給予員工遞延課稅的優惠。2.公司獎勵金提撥數額有限：依據勞工退休金條例14條，雇主每個月需為勞工退休金專戶提撥一定金額，且該金額之比率不得低於勞工每月工資的6%。我國法不同於美國提供企業自由選擇勞工退休金制度。只要是勞動基準法下定義之勞工，雇主一律須為其退休金提撥固定比率之金額。對於績效佳的公司，其尚可為員工持股信託提撥獎勵金，但對績效不佳的公司，一方面須按月繳納勞工退休金，一方面又需繳納持股信託獎勵金。可想而知，獎勵金數額必定受到勞工退休金瓜分。長期的低獎勵金數額恐怕也將降低員工持股信託激勵員工創造公司績效的能力。3.長期規畫不足：美國ESOP取得股份的時間設定為離職時，但台灣的員工持股信託則不然，員工可在公司股價高時任意取回股票，這使得公司經營的穩定性降低。員工持股信託也淪為員工可額外領取獎勵金的股票保管工具。

凡此種種皆可發現，美國ESOP透過給予員工租稅優惠，相對地也給予其長期持有股票的限制，以落實員工長期持有公司股票並且滿足其退休生活的雙重目的。台灣法律目前因所得稅法未給予員工持股信託優惠，且所有企業皆受勞工退休金條例的要求必須提撥勞工退休金之資金，獎勵金也將因此受到限制，連帶導致信託購買股票的數量有限，員工無法取得大量公司之股票，且減少員工長期增加公司績效的欲望。如果這些立法問題未能解決，員工持股信託的未來發展，恐怕將逐步被短期提升公司績效的員工分紅信託所取代。

¹⁸⁵ 參閱陳俊雄，台灣企業實施員工持股信託計畫與公司績效的實證研究，國立政治大學經營管理碩士學程(EMBA)財管組碩士論文，2010年5月，頁40-41。

第四節、小結

本章首先從世界銀行的三階層退休金架構及退休金的管理原則開始敘述，退休金的管理原則要求退休基金在維繫基金的穩定性及流動性外，尚需確保基金的收益性，以免因長期的通貨膨脹侵害退休基金的價值。而 ESOP 雖然較傳統的退休基金強化了收益性，但也因為過度集中投資減損了其穩定性及流動性，與美國其他退休基金相比，ESOP 有投資單一股票及可槓桿操作的兩大特點，從投資學的角度來看，槓桿操作雖然擴大了投資的可能收益，但也倍數增加了投資風險。退休基金的收益性原則畢竟只是要抵銷通貨膨脹，兩相權衡利弊，ESOP 似乎是種不及格的退休基金，但因為其由凝聚員工向心力進而增加公司績效的特色，立法者最後的選擇仍然是允許 ESOP 的存在。

實證結果顯示 ESOP 確實能為公司績效帶來正面效益。因此世界各國也開始紛紛仿效美國 ESOP 制度。但仿效的方法與結果似乎與美國相差甚大。最類似美國 ESOP 的是英國的利潤分享制度，惟其提撥之金額僅限於企業每年利潤的 5%，員工不會再另外提撥金額，企業自然也不會給予獎勵金，且因為無槓桿購買股票的租稅優惠規定，因此規模相較於美國為小。但相對地，因為沒有槓桿放大投資風險，對於員工來說也較為穩定，另外員工也享有租稅遞延及資本利得不另行課稅(台灣所得稅法無證券交易所所得稅，因此這項規定在台灣不適用)，因此員工有動力長期使用此制度儲蓄其退休金，公司績效亦可增加，對員工與公司而言可以創造雙贏的局面。日本與台灣的員工持股制度較為類似，其共通點是如同美國 ESOP 以信託為架構，至於信託的創設、指定受託人等權力則落在員工持股委員會身上，至於資金來源則主要來自員工，公司僅依員工提撥數額提供少量的獎勵金與員工分紅，政府亦不對參加之員工提供租稅優惠。這導致基金規模無法發展如英美般龐大。但日本員工持股委員會較台灣更具吸引力的一點是，其員工持股文化習慣排除高階職員，且參加之員工實施「一人一票」原則，在由員工持股委員會理事長代理全體員工指示受託人行使股東權。台灣的員工持股信託對於加入之員工通常只有最低年資要求，並未排除高階職員。受於企業內部科層體制的影響，員工持股委員會的委員及對外代表人往往也由一級主管擔任。由於高階主管薪資較高，可提撥的新資金額亦較一般職員為高，在未實施一人一票的情況下，其表決權自然較一般員工為大。於是一般員工將會如同市場上的散戶，習慣性放棄自己的表決權，交由持股委員會決定。由此可見，日本的員工持股制度相較於台灣對於凝聚

員工向心力此一目標將會更有效果。

中國大陸的員工持股制度由於國有企業挾其地方行政命令強制員工參與員工持股委員會，與世界各國的員工持股制度採取契約自由原則相當不同。受強制的員工可以對企業提升多少的向心力相當令人質疑。且行政命令發布的目的亦非出於員工福利，而是為規避公司法的股東人數及員工持股比例規定、甚至是為了虧損的國有企業集資所訂。員工以自己的薪資提撥給員工持股委員會，不提撥的員工則會受到企業的懲罰。這與英美日等先進國家成立員工持股制度的目的可說天差地別，在未有一套合理規範員工持股委員會的法律出現前，這樣的不法待遇恐怕還會持續出現。而員工持股委員會本身亦是一個法律上有爭議的機關，委員會的組成不排除公司高階職員，又未設有信託以隔絕這些高階職員為了自己或公司利益動用員工薪資的風險。這些問題至今尚未解決，可以預見的是，大陸的員工持股制度還有漫長而艱辛的改革需要進行。

回到台灣的員工持股信託，目前的立法政策對於員工持股信託是不排斥亦不反對，立法未給予員工持股信託任何的租稅及借款優惠，且公司尚須負擔勞工退休金的提撥，自然不可能權利支援員工持股信託的發展，員工持股信託所能仰賴的資金只有員工自己的薪資及公司分紅。後者在台灣目前已有專門的「員工分紅信託」施行，其成效甚佳，但其年期較短，多半以三年為主。無法為公司帶來長期績效，且只能作為員工的短期儲蓄，對員工退休金的增進效果有限。如果希望能長期實施，立法尚須參考英國的利潤分享制度，給予租稅優惠。至於以員工薪資為主要資金來源的「員工持股信託」，除了未有租稅優惠，員工持股委員會的獨立性亦不足夠，往往受公司高階職員所把持，員工對於公司的影響有限，如果考慮走向日本制的員工持股委員會，立法上便須排除高階職員的加入及均等化每位員工的表決權，使員工更有參與感，進而增進對公司的向心力。

第四章、 美國員工退休金保障法規定下員工持股計畫的特殊受任人義務

第一節、 受任人義務(Fiduciary Duty)的定義與來源

第一項、 受任人定義

ESOP 的基本架構是信託，由於信託架構將使受託人擁有信託財產名義上之所有權。為了箝制受託人濫用信託資產，對於受託人應課與其受任人義務(Fiduciary Duty)。所謂受任人(Fiduciary)，在美國法下，係指一個人基於其與另一人之間的受任人關係(Fiduciary Relation)，而被要求在這個關係範圍內的所有事務都需為此人之利益行事之人¹⁸⁶，受任人在此一定義下所需盡之義務即為受任人義務，所謂受任人關係，並不限於因法律行為所成立，因法律行為以外之事實，只要有一方合理信賴他方的情事發生，亦足以成立¹⁸⁷。受任人關係基本上只要符合四個情形其中之一便會出現：(1) 當一個人對另一個人的公正廉潔充滿信任，因而使後者取得對前者的優越地位或影響力；(2) 當一個人對他人同時承受了控制力和因此而來的責任；(3) 當一個人處於某種關係下而有為他人利益行事或給予建議的義務；(4) 當一個特定的關係傳統上都被認為是受任人關係時，例如律師和他的客戶，證券經紀商和消費者¹⁸⁸；因此，如居間人和委託人的相對人即使無法律關係，亦對其負有受任人義務，其他如代理權之授與、無因管理甚至因父母死亡而委託他人行使監護權亦可能發生受任人關係¹⁸⁹。然而，受任人關係最早係由信託關係發展而來，其後才因衡平法的發展被引用自其他關係。是故受任人雖不等於受託人，但受託人係受任人義務最早所規範的對象，以補充契約及信託條款外不足規範受託人之處。

第二項、 受任人義務之來源

受任人義務的出現有其演變歷史，在工業時代以前，社會發展單純，交易通常侷限於以物易物的模式，個人幾無必要委託他人代為處理事務，即使有之通常亦是短暫單純的機械性事務，毋須監控，但當經濟開始發展，交易日趨複雜以後，情況開始有所不同，交易成本理論(Transaction Cost Theory)的大師 Ronald H. Coase 於 1937 年發表

¹⁸⁶ Supra note 9, page 702.

¹⁸⁷ 參閱謝哲勝，信託法，元照出版，2007年3月，頁53。

¹⁸⁸ Supra note 9, page 1402.

¹⁸⁹ 同註 187，頁 53。

的論文中提出，「廠商」一詞，Coase 認為，廠商係指以生產或提供服務為目的，將各種生產要素集中所形成的組合，例如股份有限公司，在 Coase 所假設的經濟體系中，生產要素的配置是透過市場上的價格機制所完成，假設市場上的交易成本為零，則市場上所有的資源都會透過交易呈現最適當、有效率的配置，然而真實的情況是，市場上是存在一定的交易成本的，廠商即係為了降低交易成本所創設的機制¹⁹⁰。在廠商以外，透過價格機制的運作，生產者得自市場上取得所需之資源。在廠商內部，其組織權威關係亦決定了廠商內部資源的分配方式。而之所以會有價格機制及廠商組織兩套模式的出現，是因為市場價格機制的使用是需要加上交易成本的，交易成本的來源有以下幾種¹⁹¹：

1. 個人能力的差別導致交易困難度提高。
2. 因為人類自利的天性導致監控成本提高。
3. 客觀因素的不確定性與複雜性，導致無法精準評估交易的利弊。
4. 寡占交易導致交易失靈。
5. 資訊不對稱。
6. 因資訊不對稱引發不信任及懷疑的氣氛，導致交易過程僵化或價格更加失衡。

這些成本在每一次進行交易時都須重新支付一次，然而當廠商存在時，可以有效地減少交易成本的花費。在廠商內部，市場交易機制被內部組織關係所取代，透過設立廠商並賦與其對廠商內生產要素之支配權，生產者將因此無須反覆進出市場取得該要素。因此廠商的存在可以大幅減少在市場上的交易次數，進而大量減少交易成本，此外也可減少無法透過市場交易取得資源所承受的違約損害¹⁹²。而當廠商規模擴大時，廠商組之的規模及複雜度將因此提升，增加管理上的困難，提升內部成本，廠商帶來減少交易成本的邊際效益下降，直到其交易內部化的邊際成本等於外部市場交易的邊際成本時，廠商也停止其規模擴張。廠商是什麼樣的組織？本文以為，只要是可減

¹⁹⁰ See R.H. Coase, *The Nature of the Firm*, 4(16) *Economica* (1937), 386-389.

¹⁹¹ 參閱 Michel Allert 著，莊武英譯，*Capitalism against Capitalism*，兩種資本主義之戰，聯經出版，1995 年 11 月，頁 3。

¹⁹² *Supra* note 190, pp. 390-392.

少交易成本的生產要素集合體便是，公司當然是人力與財產的集合體，信託亦是，甚至是最簡單的代理，僅有人力要素，亦可套用於交易成本理論下。

然而廠商的出現並非全無弊害，由於廠商是經濟學上產生代為決定資源分配的組織體，法律上與之相對應的便是代理制度的出現，他人行為之效力將因代理而及於本人，其後則可再衍生與代理經濟效果相同或類似者，例如委任、居間、信託及公司等法律制度¹⁹³。以公司為例，由於投資者自身財力及專業知識不足，遂由公司集合眾多人的財產型成鉅額資本，投資人將財產的控制權轉移給專業的公司，以此為代價，其享有分享公司未來收益的受益權，透過此種運作模式，公司可以運用大量資源從事特定之生產計畫。因此將會產生財產權的所有與控制分離的狀態(Separation of ownership and control)，代理關係於焉產生¹⁹⁴。也因為有代理關係，所有與控制分離的狀態將導致代理人與本人之利益出現不一致¹⁹⁵，在經濟學上，吾人假設所有人類接為獨立的自利理性個體，若自利理性是所有者與控制者進入代理關係的出發點，則此二者的利益勢必有所衝突，因為在代理關係中，代理人(控制者)所經營之利益將大部分為本人(所有者)所獲得，代理人僅獲得約定之報酬，出於自利的目的，代理人自然會希望能掠奪本人之利益，故代理人可能以本人所授予的事務管理權及所投入之資產追求代理人自身或他人之利益，進而侵蝕本人利益，此即所謂代理問題(Agency problem)。為防止代理問題發生所需付出的額外稱本便是代理成本(Agency cost)，可再區分為以下三種¹⁹⁶：

1. 監控成本：指本人為監控代理人之行為所花費之成本。

2. 擔保成本：由於本人面對代理人可能侵害其利益之風險，為避免此一風險，本人會要求代理人提供資源以擔保其於代理關係中不會從事有害本人利益之行

¹⁹³ 參閱方嘉麟，信託架構下利益衝突交易及其管制模式之經濟分析，政大法學評論第 56 期，1996 年 12 月，頁 191-194。

¹⁹⁴ See Adolf A. Means & Gariner C. Means, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY*, Transaction Publisher published, pp. 4-5 (1991). 該文作者亦指出只要有兩人或更多人的合作情況下便有代理成本產生的可能，不一定要有清楚的本人—代理人界限的畫分。

¹⁹⁵ Id., at 7.

¹⁹⁶ See Michael C. Jensen & Willam H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol.3, pp. 5-6 (1998).

為。

3.剩餘損失：即使已支付以上兩種成本，本人仍可能因其與代理人間之利益衝突而受有損害，此即剩餘損失。

為了控制代理成本，學說認為可以從兩種方法著手，第一種方法是市場控制，在市場上的代理人相互競爭下，市場機制於某一程度內能有效控制代理人成本不致無限擴張。以單純的代理制度而言，代理人倘收費高昂卻服務不佳，勢必受到本人撤換。惟市場機制有其缺失，首先，若市場結構呈現寡占狀態，則將無法充分發揮競爭淘汰機能，甚至反而有劣幣驅逐良幣的可能，其次是資訊上的限制，由於代理人協助本人作出有效的資源配置，這樣的服務在市場上是一種信用品(Credence goods)，這個服務的好壞必須在交易後花費一定的成本才能確定，甚至永遠無法確定¹⁹⁷，因此本人在決定是否與代理人成立代理關係時是處於資訊不對稱(Asymmetric information)的情形，代理人對自身的能力及履約意願知之甚稔，本人對此則處於相對弱勢的狀態，進而出現逆選擇(Adverse selection)的情況，逆選擇是指於資訊不對稱之下，資訊較少的一方可能因為資訊較多一方的欺騙或不實隱匿去選擇錯誤的交易對象（例如於相同價格條件下選擇較差商品的賣方）¹⁹⁸。而持續運作下去的結果便是檸檬市場(Lemon market)¹⁹⁹的出現，使整個代理人市場萎縮，市場上的資源將呈現無效率的配置，並且無法以市場力量加以扭轉，此即為市場失靈(Market failure)。

因此第二種方法—法律控制便有介入補足市場不足的必要。法律介入的方法可再細分成兩種—強行規定及任意規定，兩者的差別在於是否允許當事人私法自治(Private

¹⁹⁷ See David T Llewellyn, *The Economic Rationale for Financial Regulation*, Occasional Paper Series 1, FSA OCCASIONAL PAPERS IN FINANCIAL REGULATION, page 34 (1999)，與信用品相對的還有搜尋品(Search goods)及經驗品(Experience goods)，前者指商品在交易前可用低成本確定，例如漁獲是否新鮮可觀看其眼睛及鰓鱗，後者指商品的品質在購買後一段時間就會確定，下次購買變不會處於資訊不足的情況，例如餐廳或旅遊品質。

¹⁹⁸ 參閱徐肇鴻，從法律分析論公司目的與受託義務規範之法律規範，中原大學財經法學系碩士論文，2007年7月，頁40。

¹⁹⁹ 所謂檸檬市場是指資訊擁有者在短期之內雖有誘因剝削資訊缺乏者，但長期的結果只會使市場消失，因為一個市場必須有其誘因體制，吸引交易雙方願意進入市場。誘因來自於雙方有意願使資訊流動，但是在某些條件下，缺乏可以信賴的訊號(signaling)，缺乏資訊的風險趨避者將出走市場，良好的資訊提供者也會因為競爭不過不實的資訊提供者，最終使得市場消失，supra note 197, page 25.

ordering)的介入。至於立法者應選擇何種規定糾正市場？學說有認為，只有在契約內部當事人或者其他第三人無法以契約方式提供自身足夠保護並因此將造成社會價值的損害時，法律方有強制規定介入之必要，蓋在任意規定部分，法律之所以介入只是因為交易成本過高，故以法律降低交易成本，使市場機制得以繼續發揮功能，只有在市場機制之正常運作亦無法達成立法目的時(例如雙方合意成立販賣人體器官契約)²⁰⁰，方有強行規定制定的必要。因此我們在此可以思考，若代理問題在市場機制正常運作下不會出現，則立法者所要訂立的並非一律禁止代理人的存在或禁止所有代理行為，而是以任意規定的方式，當雙方協議因交易成本的存在而不夠鉅細靡遺時，須要有一個任意規定在此時介入，衡平本人及代理人間的利益衝突及資訊不對稱，這個規定就是受任人義務，且由於市場上的代理人都存有自利的本性，完美的代理契約幾乎不存在，本人欲制定完美的代理契約將付出極大成本，因此受任人義務應以「預設規定」²⁰¹的模式自動填補契約的不足。因此學者有云，受任人義務是因為契約無法完全描述當事人的義務所生，受任人關係本質上是一種契約關係²⁰²²⁰³。其後隨著法院的適用慢慢特定至某些非契約上²⁰⁴，例如受託人與受益人、大股東與小股東，受任人關係也開始有了前項所提及之標準。

²⁰⁰ 同註 198，頁 42。

²⁰¹ 任意規定可以再區分為「預設規定」(Default rule)及「選入規定」(Enabling rule)，前者指當事人不需契約主動約定便可採取該規定，後者則須當事人主動約定才會採取該規範。若以法律經濟分析決定立法模式，兩者的選擇標準在於當事人成立之契約若多半是無效率的，則採取預設規定，若當事人成立之契約多半是有效率的，則立法者不須過度介入，採用選入規定即可。

²⁰² See Frank H. Eastbrook & Daniel R. Fischel, *Contract and Fiduciary Duty*, 36 J. Law & Econ. 425, page 427 (1993). 本文以為，此處的契約關係並不等於英美法下之契約，蓋該文中提到信託是最能闡述受任人義務契約本質的契約關係，惟信託在美國向來有契約說及財產權說之爭論，在此將契約關係視為一種雙方互有認知且未有反對的狀態會較為妥適。

²⁰³ 對於受任人義務的起源，非契約說的論者提出過諸如不當得利、信賴、財產權、不平等的關係、裁量權理論，惟皆遭契約論者一一反駁，理由可見上註文 436-437 頁。國內對於受任人義務之起原有採取信賴說者，參閱林哲誠，信託關係下受託人義務之研究，國立台北大學法律研究所碩士論文，2000 年 6 月，頁 40，但其仍無法解釋信賴產生的來源為何，陷入以受任人義務導出信賴關係的循環論證。

²⁰⁴ Supra note 202, page 438-439，作者稱此為假設的契約關係(Hypothetical bargain)，這些非契約關係若受任人義務不介入，將會增加市場之交易成本，降低市場參與度(例如委託人因受託人經常性侵害受益人之受益權，卻又無法搜尋合適的受任人，信託在市場上被使用的程度便減少)，因此即使無契約關係，亦有認定是受任人關係的必要。

第三項、 信託法下的受任人義務

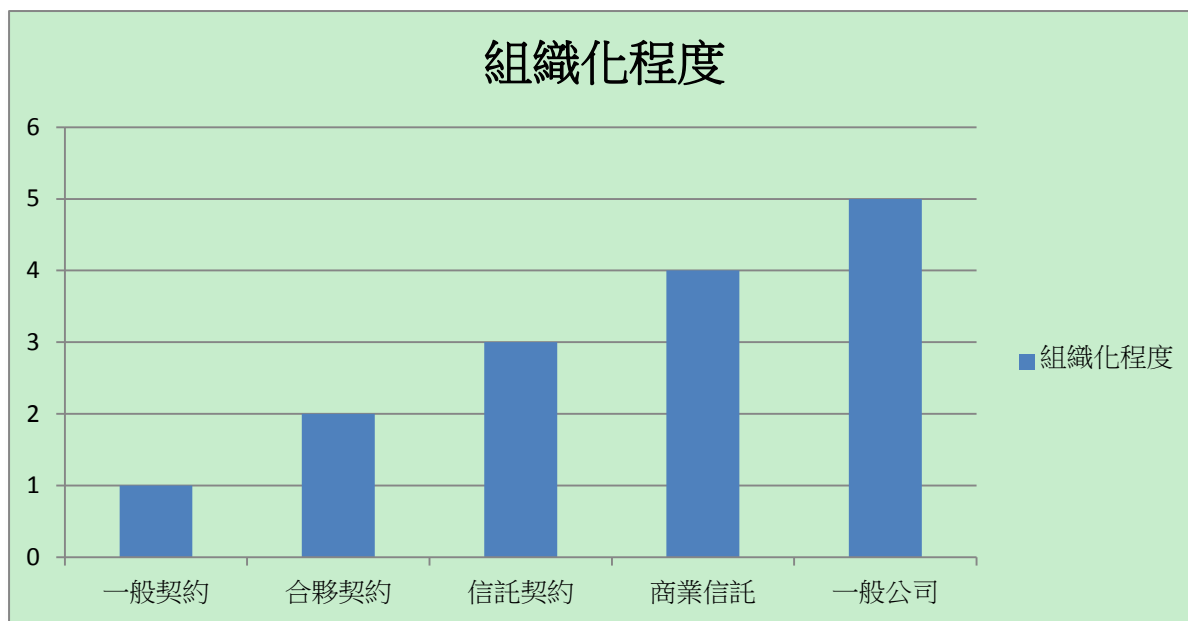
Coase 雖然導出市場上存在的眾多「契約」與「廠商」間具有相對應之關聯，這解決了長期以來企業家面臨何時應自行生產，何時應委外生產的難題，但 Coase 未解決的難題是，廠商的型態各式各樣，真實世界中充滿了各種「商業組織」，而且它們的型態和權利義務各不相同，吾人應如何評估其利弊得失並作出選擇？諾貝爾經濟學家 Oliver Williamson 指出，可以視企業家成立契約的特性來作分析，分別考慮專用性資產(Asset specificity)、交易頻率(Frequency)以及不確定因素(Un certainty)來作考量²⁰⁵。若將這三個因素量化，隨著數值的提升，企業家將因此提升採取廠商組織取代市場上交易的意願。此外，以廠商取代市場上的議價體系可擁有三種優勢：層級式激勵措施(Hierarchical incentive)、控制系統(Control system)、管理架構(Governance structure)²⁰⁶，這些優勢都有助於節省交易成本。不過，組織內部的運作所產生的官僚體系成本(Bureaucratic costs)及組織成員間的誘因不足，則是利用組織機制的缺陷所在，因此並非一味追求組織的擴張便可使總體成本降到最低，如何調適外部交易成本及內部管理成本才是一個理性企業家所應評估的重點。

因此，有遠見的企業家會分析交易特性並考量上述因素，試圖提供事前的管制架

²⁰⁵ See Oliver Williamson, *Why Law, Economics and Organization?*, UC Berkeley Public Law Research Paper No. 37., pp. 13 (2000). 所謂專用性資產係指隨著市場的擴大及分工專業化，生產要素越發具有專業性，而這導致的結果是降低製造費用及提升對交易夥伴的依賴性，為了防止交易夥伴違約對企業造成重大損害，企業會偏向與其簽訂長期供給契約甚至納入企業組織中。交易頻率係反映同一類交易出現的次數，交易雙方的熟悉程度會影響到交易頻率的高低。當雙方建立某種程度的信任關係後，交易次數便會增多，漸漸地提升對於原本交易資源的要求，且企業也需要增加管理成本管理雙方交易活動，於是企業會將交易活動內部化，以節省交易成本。不確定性出自於經濟環境的難以預測，又可再區分為環境不確定性及行為不確定性。為了因應不確定性，交易雙方均須盡量將這些因素納入契約，這會增加不少訂立契約時的議價成本，則交易成本自然提高，在市場上交易便會變得不划算，而須考慮以組織管理方式進行內部的交易活動。更詳細的資料，see Oliver Williamson, *Transaction-Costs Economics: The Governance of Contractual Relations*, *Journal of Law and Economics*, Vol. 22, No. 2, pp.246-254 (1979).

²⁰⁶ *Id.*, page 237. 所謂層級式激勵措施係指組織內部的激勵措施可能具有多樣性，有的激勵措施可以獎金作為手段，有些卻不具體以金錢作為媒介，這使得組織內部完成與市場同樣的激勵效果，且僅需較少的交易成本，若交易愈複雜，企業愈有可能綜合採取多樣激勵手段。所謂控制系統係指組織相較於市場競爭具有多樣化的控制手段，例如雇用、解聘、加薪減薪等方式，當發生糾紛時，內部組織可以有效解決紛爭，無須訴諸法院，大幅降低控制成本。管理架構係指組織內部架構的安排實現了功能化、內部化，在運行過程中可以有效提高組織內部資訊傳輸效率，節省在市場上與交易對手的磋商成本。

構，以降低交易成本並達到交易雙方效率的極大化²⁰⁷。因此，一個企業為了節省交易成本，可以採取各種大大小小的組織規模，也可以選擇「水平/垂直」兩個極端中間的組織型態。因為有的經濟活動未必會追求徹底的垂直整合，僅選擇局部的垂直整合即可降低其交易成本，且亦可避免因內部組織過於龐雜增加其管理成本。最常見的就是現代社會中的各種「繼續性契約」，如加盟事業、長期經銷契約等。對於這些局部整合的事業型態，Williamson 以「混合體」(Hybrids) 稱之，有學者將其繪製成圖五²⁰⁸：



在一般契約及一般公司中，夾雜著數種混合體，本文僅例示合夥契約、信託及商業信託，信託與合夥契約相較，除了資產分離程度較高外，信託內的角色除委託人及受託人外，尚有受益人，且受益人享有一定之監督權，與合夥人內部僅由合夥人互相監督外，組織化程度較高。而商業信託與一般信託契約比起來其組織化程度更接近公司。美國有些法院將商業信託視為公司或適用公司法²⁰⁹，甚至視其為法律實體，可以起訴或應訴²¹⁰，此外，商業信託累積的資金即受益人數量通常相當龐大，立法者通常會建立一套管理架構，例如授權監督者(例如共同基金的保管銀行)於必要時採取行動，或是設置受益人大會等決策組織，故其內部複雜程度高於一般信託，但仍不及一般公

²⁰⁷ Supra note 205, Oliver Williamson, *Why Law, Economics and Organization?*, page 20.

²⁰⁸ 參閱王文宇，法學、經濟學與組織(下)－兼論契約型與公司型共同基金組織，月旦法學雜誌第 182 期，2010 年 7 月，頁 13。王文宇，信託法制與資產管理業務之規範，月旦法學雜誌第 90 期，2002 年 11 月，頁 38。

²⁰⁹ 同註 187，頁 239。

²¹⁰ See *In re Vento Development Corp.* 560 F. 2d 2(1st Cir.,1977).

司，蓋其資產金額雖然龐大，但多屬高流通性資產，不同於一般產業公司擁有複雜的資產，故其資產淨值計算容易，投資人有相當客觀而可靠的評鑑標準，另一方面，一般公司有複雜之組織，例如財務部、業務部、股東會、董事會等，即使如美國要求投資信託必須以公司形式成立，其組織複雜度仍不如一般公司。

組織架構的摸索，邏輯上的推論應該是由簡至繁，因此當一般契約的交易成本過高不敷企業家的使用時，合夥契約及信託便出現了。然而組織的複雜度越高，對於交易當事人之一方而言，資訊不透明程度便越高，複雜的管理架構伴隨而來的龐雜人員及財產資訊都會讓一般人無法辨別真偽，且資產隔離後，委託人及受益人更加無法掌控所有關於財產的資訊。代理成本在此時出現了²¹¹。在契約或信託文件上受限於當事人的資訊不足而僅能展現有限理性（Bounded rationality）及佔有資訊優勢一方的自利想法，無法被期待能完善解決代理問題，立法者便於信託法中設計了受任人義務以解決代理問題。

與信託相比，公司法是更加複雜的廠商組織，其代理成本較之信託更高，為解決代理問題而出現的受任人義務，於公司法中被引入，也只是時間早晚的問題罷了，故在衡平法的發展過展中，信託法的受任人義務也開始被引進以處理股東與公司負責人的代理成本問題。

第四項、 忠實義務

受任人義務在美國統一信託法典 2005 年版，尚可再區分成三個子義務，分別是忠實義務（Duty of Loyalty）、謹慎管理義務（Duty of Prudent Administration）以及公平義務（Duty of Impartiality）。所謂忠實義務，主要是利益衝突的問題，這也是受託人最基本的義務。忠實義務最重要的目的是要避免與受益人有任何利益衝突之情形，以及只能為受託人之利益管理信託。學說上認為可再細分成三個子原則²¹²：

²¹¹ 信託之起源最早係為規避法律，委託人乃使受託人擔任名義上所有權人，以達脫法目的。早期受託人僅係信託財產名義上所有權人，並不負擔管理財產之責，因此當初並無忠實義務之設計。參閱方嘉麟，信託法之理論與實務，元照出版，2003 年 3 月，頁 63-66。

²¹² 參閱林哲誠，同註 203，頁 15-16。

- 1.受託人不得置身於受益人之利益與受託人之個人利益相衝突之地位。
- 2.受託人不得本於個人利益處理信託事務。
- 3.受託人處理信託事務不得為第三人謀取利益。

第一款、 利益衝突定義

所謂利益衝突，係指於某種交易中存在著多數之合法利益，而這些利益之間卻處於互相衝突競爭，或彼此對立之狀態。在此狀態下，任何對這些利益具有影響力，且有義務公平處理這些利益之交易主體，若為使自己或某特定一方受益，將自己或某一方之利益置於優先而使另外一方之利益受損時，即發生利益衝突之問題²¹³。典型的利益衝突交易包含了(1)受託人與信託財產交易；(2)受託人與受益人交易；(3)雙方代理關係；(4)受託人與信託財產的競業行為²¹⁴。所謂受託人不得本於個人利益處理信託事務，係指受託人個人不得於執行信託職務時受有任何利益，蓋若給予受託人任何可能受有利益之機會，受託人將會忽視其所負之義務，而僅為自己之利益執行信託²¹⁵。此外即使非為本人利益，而係為第三人利益處理信託事務，由於仍然會嚴重影響受託人忽視所負義務，故亦在禁止之列。後兩項原則基本上仍係本於與受託人利亦有所衝突所設，最終目的仍係在防止利益衝突。

第二款、典型的利益衝突行為及行為效力介紹

在美國統一信託法典下，與受益人有利益衝突的交易並非一律被禁止的，依據統一信託法典 2005 年版第 802 條 b 項規定，除了善意與受託人進行交易或協助受託人之第三人的權利外，由受託人以其個人名義所簽訂(1)涉及信託財產投資與管理之買賣、不動產擔保或其他交易，或(2)雖非上述交易行為但該交易行為因受託人之受託關係，而與其個人之利益有衝突時，因該交易而受影響之受益人得予以撤銷²¹⁶。除了受託人之外，若是涉及信託財產投資與管理之買賣、不動產擔保或其他交易，則尚包含了以

²¹³ 參閱施敏雄，利益衝突與美國銀行、證券義務分離之規定，台灣經濟金融月刊，第 28 卷第 6 期，1992 年 6 月，頁 1。

²¹⁴ 同註 208，王文字，法學、經濟學與組織(下)－兼論契約型與公司型共同基金組織，月旦法學雜誌第 182 期，2010 年 7 月，頁 16-22。

²¹⁵ See J.G. Riddall, *The Law of Trusts*, Butterworth pressed, page 259 (1982).

²¹⁶ Uniform Trust Code(2005) § 802(b).

下幾類人，這些人都被推定與受益人有利益衝突：

- 1.受託人之配偶；
- 2.受託人之直系血親卑親屬、旁系血親、父母或前述之人的配偶；
- 3.受託人之代理人或、律師；或
- 4.受託人於一家公司或對其他人或企業具有某種利益，或一個人對受託人擁有具體的利益，而這些利益可能影響受託人之最佳判斷。

這樣的立法模式，統一信託法典 802 條的說明中提到，b 項規定是「無須進一步詢問原則」(No further inquiry rule)的落實，亦即受託人以其個人名義簽訂涉及信託財產的交易，該交易受益人可不問理由將其撤銷，無須進一步證明。受託人無從主張其為善意或有支付公平之對價，至於若涉及信託財產的交易是由受託人與 802 條 c 項之人所簽訂時，「無須進一步詢問原則」的適用就不需如此嚴格。在 c 項規定下，受託人與其特定親屬及事業夥伴間之交易行為，只是被推定為可撤銷的，並非不可舉證推翻的，至於舉證推翻的因素，為 802 條 c 項之人所給付之對價是否公平，且該交易之內容若與其他無利害關係之人締結時，是否會相類似²¹⁷。

雖然立法上看似相當嚴格，但仍須注意的是 802 條 b 項的效力只是撤銷，在撤銷前法律行為效力仍是有效，此外，本項但書列舉多款豁免條款，802 條 b 項但書規定了某些利益衝突交易是可以不被受益人撤銷的：

- 1.該交易是信託內容所授權；
- 2.該交易是經由法院所核准；
- 3.受益人未於除斥期間內提起訴訟；
- 4.受益人事前允許或事後承諾受託人之行為；或
- 5.該交易所涉及的契約或請求權是在受託人尚未擔任此職務前就已訂定或獲得的。

²¹⁷ Uniform Trust Code(2005) § 802, comment.

受託人與受益人間若有信託財產以外的交易行為發生，此不屬於 802 條 b 項之類型，但自己交易行為(Self-dealing)屬於典型的利益衝突行為，從而亦有規範的必要，802 條 d 項遂規定，受託人與受益人間有交易行為，而此交易行為雖無關信託財產，但卻在信託存續期間內發生，或雖非在信託存續期間內發生，但受託人對受益人有重要影響力，且受託人可從中獲得利益，則該交易行為得由受益人予以撤銷，惟此項規定亦有豁免條款，若受託人能證明該交易行為對受益人而言是公平的，則受益人便無權撤銷該交易²¹⁸。

另一個也產生利益衝突但卻不涉及信託財產及與受益人交易的行為是競業行為，802 條 e 項規定，受託人以其個人資格從事與信託財產無關之交易，若該交易影響應屬於信託之商業機會，則亦應被認為係受託人與受益人間之利益衝突行為，得依 802 條 e 項予以撤銷。此原則是從公司法下忠實義務的利用公司機會原則(Corporate opportunity doctrine)所來，雖然此原則通常指董事及員工與公司之關係，但統一信託法典 802 條的說明認為亦可適用至信託。

若信託財產為股票，由於股票形式所有權屬於受託人，故表決權亦應由受託人行使(除非如 ESOP 有穿越投票原則的適用)，受託人須以受益人之最佳利益行使之。若該信託是法人，受託人應選擇能以受託人最佳利益管理信託資產之人為該法人之董事或經理人²¹⁹。

除此之外，某些利益衝突交易是無可避免的，若對於受益人而言並無不利，又不違反信託目的，則受益人之受益權既未受侵害，卻仍給予受益人撤銷權，反而是侵害受託人之權利。故 802 條 h 項規定下列交易行為若對受益人是公平的，亦可豁免 802 條撤銷權之規定²²⁰：

1. 受託人與受益人間有關受託人指定或報酬之約定；
2. 對受託人給付合理之報酬；
3. 交易行為介於該信託與另一個信託、或已死亡人之遺產或其他管理關係之間，

²¹⁸ Uniform Trust Code(2005) § 802(d).

²¹⁹ Uniform Trust Code(2005) § 802(g).

²²⁰ Uniform Trust Code(2005) § 802(h).

而受託人在盡其受任人義務或受益人對該交易有利益存在；

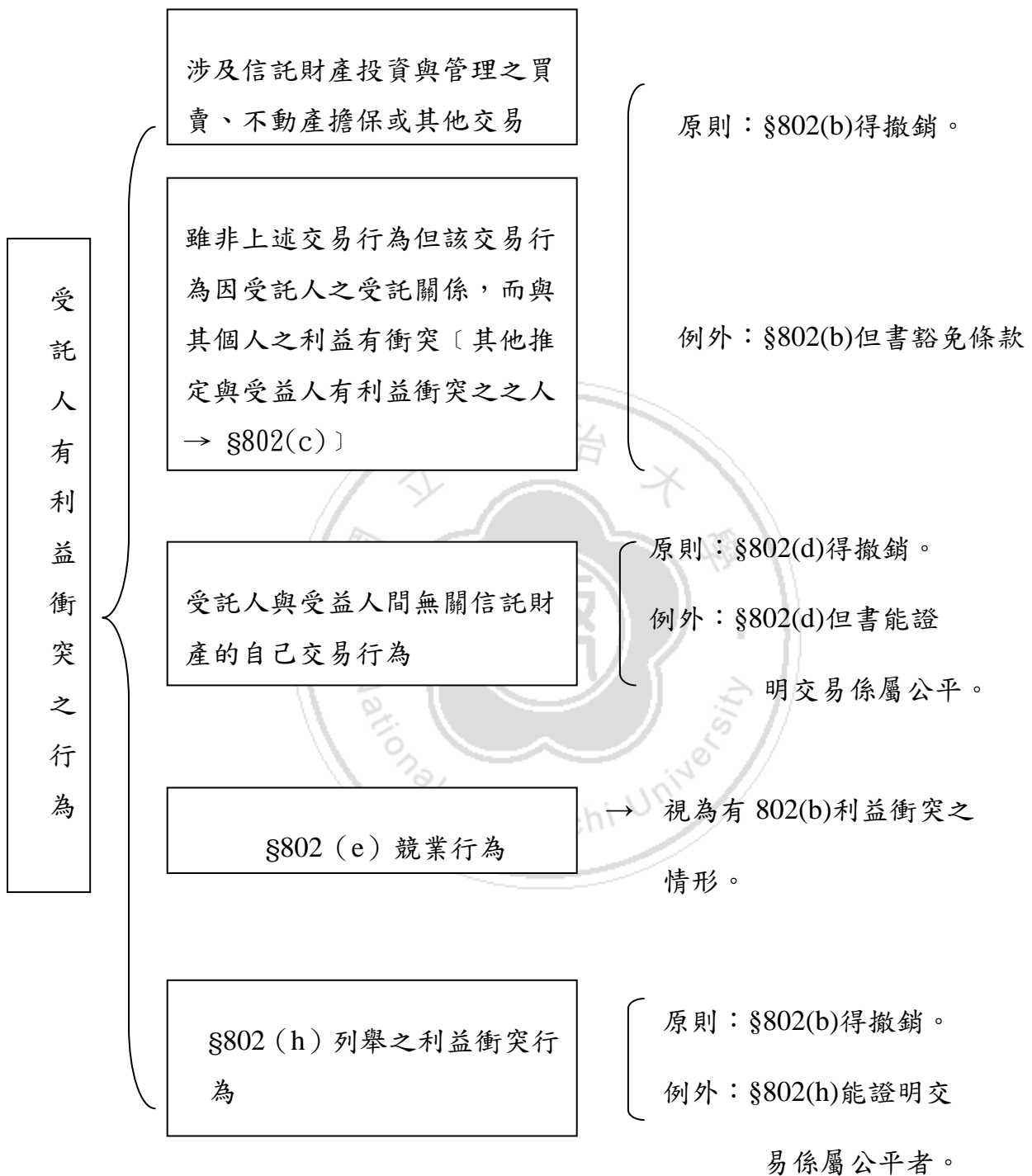
4.將信託資金存入由受託人經營的金融服務機構；或

5.為保護該信託而由受託人墊付之金錢。

整體而言，對於利益衝突行為的管制，美國統一信託法典採取的是「原則有效，例外得撤銷」的立法模式，且亦非所有涉及利益衝突之行為皆可撤銷，須先符合 802 條所規特定的利益衝突行為，且亦未受豁免條款所排除，方可撤銷。本文將其整理成圖六所示²²¹：



²²¹ 資料來源：本文自行整理。



第三款、違反忠實義務的損害賠償責任

當受託人有違反忠實義務的情事時，依據統一信託法典第 1001 條 a 項，即應認為

是對信託的違反²²²。且依 1002 條 a 項，受益人得訴請損害賠償，賠償的數額以下列二者較多者請求²²³：

1. 對於信託財產之價值與信託之利益分配，回復至未發生違反狀態時之數額；或
2. 受託人因違反信託所獲得之利益。

前款規定類似於我國民法第 213 條規定，回復的數額並非是未有違反行為的原始狀態，而是「若無違反行為，信託財產應有之狀態」，故 1002 條的說明中提到賠償金額可能包括：收益損失之賠償、資本增值或因適當管理所可能產生之升值。第二款則類似於我國民法第 177 條第 2 項不法管理之規定，學說上稱此為擬制信託(Constructive Trust)²²⁴，若受託人違反忠實義務取得之利益大於其賠償受益人之損失，而遭侵害之信託財產又應已移轉第三人而使受益人無從撤銷取回，如果法律仍堅持受益人就信託財產之客觀價值請求損害賠償，無異鼓勵受託人對於違反信託事務盡量放手一搏，故本款規定有其理由。然而本款所稱之利益(Profit)並不包括受託人之報酬。受託人雖有違反信託之行為，其仍然有權因管理信託而請求合理報酬²²⁵。在擬制信託的運作下，原本侵害受託財產的行為並非信託目的下之事務，受託人對此事務本無權限，但擬制信託將該行為擬制為信託事務，從而受託人取得之利益應歸受一人享有，但相對地也須給付這段期間內受託人管理信託財產之報酬，受益人不應主張受託人有債務不履行而減少其報酬。

此外，若違反信託義務的受託人有一位以上，依據 1002 條 b 項，這些受託人必須負起連帶損害賠償責任，受請求之受託人可以對其他受託人主張共同分擔的求償權²²⁶。但若該受託人係因惡意或重大過失導致違反信託，則無求償權可行使。由於判斷故意或重大過失程度是事實問題，統一信託法典為使歸責程度明確化，在 1002 條的說明中提到可參考以下方式判斷受託人是否為故意或重大過失，若該受託

²²² Uniform Trust Code(2005) § 1001(a). 又本款的損害賠償責任適用上並不限於忠實義務，違反其他統一信託法典上的義務亦均有適用，本文為避免重複，在之後的其他信託義務上便不再贅述。

²²³ See Uniform Trust Code(2005) § 1002(a).

²²⁴ 同註 211，頁 308-309。

²²⁵ Uniform Trust Code(2005) § 1002, comment.

²²⁶ Uniform Trust Code(2005) § 1002(b).

人具有越多項下述因素，則在歸責程度上，便會趨向將其認定成是故意或重大過失：

- 1.該受託人是否以詐欺性方式引誘其他受託人共同參予違反之行為？
- 2.是否其他受託人至多只是一般過失之程度？
- 3.是否該受託人具有較多的經驗或專業而可控制其他受託人之行為？
- 4.是否該受託人獨自為違反之行為，其他受託人只是因不當委任或未盡適當監督共同受託人之義務而須負起責任？

第五項、 謹慎管理義務

第一款、 一般信託的謹慎管理義務

由於受託人收受了本不屬於自己的信託財產，為了確保受託人可以依據信託目的管理信託財產，不論受託人是否接受報酬，都應該以謹慎的態度管理信託。因此統一信託法典第 804 條規定，受託人應以謹慎之態度管理信託，在管理時應考量信託之目的、內容、分配之要求及其他情況。為符合此一標準，受託人應盡其合理之注意、技能及謹慎之義務²²⁷。本條之規定類似於我國民法上所稱之注意義務，透過一定的注意能力及技能標準以約束其妥適管理。惟該標準為何？本文將其區分成「注意的要求」及「技能的要求」分別探討。

首先就「注意的要求」，804 條的說明指出，本條適用的標準與美國信託法第二整編不同，依據美國信託法第二整編第 174 條，受託人必須以一個一般謹慎之人處理自身財產的標準盡其注意義務²²⁸。該條的標準在於「一般人在處理信託財產時，應負之

²²⁷ Uniform Trust Code(2005) § 804:“A trustee shall administer the trust as a prudent person would, by considering the purposes, terms, distributional requirements, and other circumstances of the trust. In satisfying this standard, the trustee shall exercise reasonable care, skill, and caution.”

²²⁸ Restatement(Second) of Trusts §174:“The trustee is under a duty to the beneficiary in administering the trust to exercise such care and skill as a man of ordinary prudence would exercise in dealing with his own property; and if the trustee has or procures his appointment as trustee by representing that he has greater skill than that of a man of ordinary prudence, he is under a duty to exercise such skill.”

一般注意義務」，這與美國公司法對於董事注意義務的要求相同²²⁹，而與我國民法對於注意義務的採取善良管理人標準不同，所謂抽象輕過失，實務見解的說明是「依一般交易上觀念，認為有相當知識及誠意之人應盡之注意」²³⁰、「行為人注意之程度，依一般社會上之觀念，認為具有相當知識及經驗之人對於一定事件所能注意者，客觀的決定其標準；至於行為人有無進此注意義務之知識或經驗，在所不問」²³¹。美國信託法第二整編採取的一般謹慎之人的標準顯然較我國要求具有相當知識及經驗之人的標準為低。但統一信託法典 804 條的標準則不屬於上述二者，804 條的說明指出，本條之標準建立在個別信託的目的及其他情況上，故須視信託類型的不同而有不同之要求。至於為何會有不同的要求，主要理由在於權限(Power)的不同，相較於一個單純接受指揮的執行者，擁有越多權限的受託人便應負起更高標準的注意義務，惟最低標準至少仍應與信託法第二整編第 174 條相同。在 Estate of Beach 案中，加州最高法院便指出只有接受指令執行買賣股票動作的執行人不需對在一個景氣衰退市場中賣出股票行為導致的損害負責。但是指揮他的受託人則否，因為他擁有更大的裁量權限²³²。注意的要素包含了積極、勤勉以及努力。舉例而言，信託資產如果是股票，而受益人沒有去參加股東會、沒有在股票跌價時即時將股票賣出，便可能被認為不具被注意之要素²³³。此外，注意義務的要求也包括為了管理信託的必要尋求適格專業人員的協助。假如一個合理謹慎之人為達其合理注意會尋求顧問並且遵循顧問之建議行事，那麼受託人就有一個取得建議的義務，但是尋求建議並不能總是成為已盡注意義務的避風港，法院仍然會檢視其是否是出於善意地尋求建議，而非意圖卸責²³⁴。

其次是「技能的要求」，統一信託法典對於受託人技能要求的標準與注意要求相同，受託人應考量個別信託的目的。惟在統一信託法典第 806 條另外有規定，若該受託人

²²⁹ See Denis J. Block, et al., *The Business Judgement Rule—Fiduciary Duties of Corporate Directors*, Vol. 1, 5th ed., p.118 (1998): "an ordinary prudent person in a like position under a similar circumstance reasonably believes in he best interests of the corporation." 轉引自曾宛如，*公司管理與資本市場法制專論(一)*，學林出版，2002 年 10 月，頁 21。

²³⁰ 參閱 42 年台上字第 865 號判例。

²³¹ 參閱 79 年度台上字第 1203 號判決。

²³² See *Estate of Beach*, 15 Cal.3d 623 (1975).

²³³ See *Herget Nat. Bank v. Lampitt*, 133 Ill.App.3d 418, 478 N.E.2d 904 (1985).

²³⁴ See George G. Bogert, Dallin H. Oaks, H. Reese Hansen, Stanley D. Neelemen, *Case and text on the Law of Trusts*, Foundation pressed, page 271 (2008).

具有高於一般人的技能與專業，或者受指定應有高於一般人的技能，那麼他便應盡高於一般人的技能義務。通常法人或是具有特殊證照之人會被認為具有較高之技能或專業，但由於這個更高的標準是主觀的，因此受託人不能以他不具有通常的商業資格或是他只在私人事務中行使該技能以為抗辯。這樣的立法有助於使信託財產受到更良好的管理，但美國實務有認為在實際操作下是很不方便的，在 *Knox v. Mackinnon* 案中，法官 Watson 說到「某些受託人會對他自己的每一筆私人交易竭盡所能地去詢問來表現他是很愚笨的、對於金錢事務很不在行。而他的訴訟對手則必須去證明事實上他是個絕頂聰明的人」²³⁵，要求具有高度技能的人須竭盡所能盡較高的技能義務，將使其為逃避責任而某程度上使市場上的交易成本增加，甚至使一個良好的受託人成為信託財產的擔保人，任何他人難以避免的損害都須由其負起責任²³⁶。

第二款、謹慎投資人原則與現代投資理論

在美國信託法還未成形前，衡平法院決定了信託投資的規範。一開始，許多我們現在視為理所當然的投資工具仍然不被當時大眾所信賴，因此法院也表示信託財產僅能投資在政府公債及第一順位的擔保債權²³⁷，超出這些範圍外的投資都會被法院認為是不適當，受託人將為這些清單以外的投資所生損失負責。但是在 1830 年，美國麻州作出了重要的 *Harvard College* 判決²³⁸，這個判決開創了往後判斷投資損失是否可歸責於受託人的重要標準—謹慎投資人原則(*Prudent Man Rule*)，又稱「麻州原則」

(*Massachusetts rule*)²³⁹，麻州法院體認到投資沒有絕對安全的情況，舊衡平法院將投資一分為二成安全與不安全兩種投資模式是不恰當的，因此其拒絕援用衡平法院的見解，改採較具彈性的謹慎投資人原則。因此判決理由中出現了這段話：「唯一可以要求受託人的是，他必須控制自己忠實而且穩當地作出投資判斷，他被要求要如同一個謹慎、明辨且理智之人處理自己事務般，不注重投機性，而注重財產的永續管理，同時思考資金投資的安定性及可能帶來的收益。」²⁴⁰。謹慎投資人原則並不硬性地列舉

²³⁵ See *Knox v. Mackinnon*, 13 App.Cas. 753, 766 (House of Lords, 1888).

²³⁶ See Justice Roberts' opinion at "In re Estate of Killy", 457 Pa.474, 481, 326 A.2d 372, 376 (1974).

²³⁷ See *Simmons v. Oliver*, 74 Wis. 633, 43 N.W. 561 (1989).

²³⁸ See *Harvard v. Amory*, 26 Mass.446. 1830 WL 2554.

²³⁹ See John H. Langbein, *The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing*, 81 Iowa L. Rev. 641, 644 (1996).

²⁴⁰ *Id.*, page 469.

可投資或不可投資之投資標的，而是在受託人為信託財產投資時做實質與程序兩部分的規範要求。在實質部分，法院要求受託人著眼於「信託財產的永續管理」；在程序部分，法院要求受託人必須要以「一個謹慎之人處理自己事務」去進行投資²⁴¹。惟本件法院適用這個標準其實相當寬鬆，受託人只有在重大過失(Gross neglect)或是任意不當管理(willful mismanagement)的時候才須負責。這個標準類似美國信託法第二整編第 174 條，但仍有所差異，174 條的標準在於「一般人在處理信託財產時，應負之一般注意義務」，此一般謹慎之人所處理的是「他人的事務」，故從眾多一般謹慎之人中可以找出一個客觀標準；而在 Harvard College 案，其標準是「一個謹慎之人」「處理自己事務」，融合了主客觀標準，在實際操作上將會相當困難，蓋一般謹慎之人處理他人事務，受有外部力量的監督，可以找出一個共通標準出來。但在處理自己事務時，由於不需對他人負責，便有可能隨著每個人能力、智識及生活態度的不同有所差別。前者與後者如何搭配？恐怕是當時法院所未料想之問題。因此學者有將「處理自己事務」(conduct their own affair)解釋成「保護他人之財產」(of men who are safeguarding property for others)²⁴²，明確化本條規定應屬客觀標準。惟就算解決了主客觀標準的問題，也只是將標準拉至與 174 條相同，在民事信託與商業信託還未有明顯區分的時代，謹慎投資人原則將其程序標準比照一般信託或許符合當時背景，但在投資工具日新月異且投資專業人才越來越多的現今社會，是否仍應與一般信託採同一標準？在 Harvard College 案後仍飽受許多法院質疑。

由於 Harvard College 案並未例示使用何種投資工具符合謹慎投資人原則。導致其後的法院對於特定投資工具是否符合謹慎投資人原則漸漸形成判例，謹慎投資人原則因為實務的操作逐漸僵化。到了 1869 年，美國紐約州上訴法院在 King v. Talbot 案中對於受託人將信託財產用於投資股票是否違反受任人義務採取了否定見解，並且認為謹慎的投資人應該將資金投入政府債券²⁴³。而這也帶動了其他州「法律清單」(Legal Lists)的立法風潮，20 世紀初，大部分的州都採取較不具彈性的列舉投資清單的立法，

²⁴¹ See Jeffrey N. Gordon, *The Puzzling Persistence of the Constrained Prudent Man Rule*, 62 N.Y.U.L. REV. 52 page 57 (1987).

²⁴² Id, page 60-61.

²⁴³ See King v. Talbot, 40 N.Y. 76(1869). 紐約州於 1889 年也通過法律要求除非委託人另有指示，否則受託人只能將信託財產投資於債券或受不動產抵押擔保之債權。

有的可能是採取列示投資項目，有的可能是列示禁止投資項目。一但受託人的的州有這樣的立法，受託人通常就會遵照指示進行投資，惟清單內的投資標的只是推定安全、適當的投資，若市場上針對該投資標的發布重大不利之訊息，受託人仍應避免投資，只是相較於投資清單外的標的可負較低注意義務²⁴⁴。

但在 1930 年代，美國經濟剛結束了所謂「經濟大蕭條」，正在開始復甦，許多銀行及學者開始呼籲解除限制受託人投資的規範。蓋私人企業須要透過股票取得資金，但握有大量資金的受託人受限於「法律清單」不得投資，且原有「法律清單」因未及修法使受託人只能選擇不適宜的投資工具²⁴⁵，自此之後，法律清單模式開始逐漸被廢除，也由於現代投資理論的發展，單一投資風險的觀察面向開始被認為無法有效評估整體投資風險。多樣化投資分散風險的概念開始被引入，法律清單的立法模式開始被認為不合時宜。

現代投資組合理論的發展是源自 Markowitz 的文獻²⁴⁶，投資組合是指投資人以不同資產所組成。而 Markowitz 假設投資人都是厭惡風險的²⁴⁷，導出以證券投資組合方式來降低風險的理論，也就是投資學上常說的「不要將雞蛋放在同一個籃子上」。基於趨避風險及投資人是自利的二重假設，現代投資理論假定投資人都會有以下的認知：在同一風險水準下，投資人會希望投資報酬率越高越好；而在同一投資報酬率下，投資人會希望風險越低越好。為了達成這個目標，Markowitz 發現，只要投資組合下有二以上的投資，而這二以上的投資風險彼此是不完全正相關，便有可能降低風險²⁴⁸。

²⁴⁴ 參閱陳惠如，「謹慎投資人原則」之研究—兼論我國受託人投資權限規範之研究，國立中正大學法律研究所碩士論文，2005 年 2 月，頁 36。

²⁴⁵ 以債券為例，在景氣復甦時，政府為刺激資金投資，往往會採取降低利率的措施，而這將使市場上流通的債券價值下降。法律清單為了保護信託財產多半會要求受託人投資債券，但受託人買到貶值的債券對信託財產並無助益，只能靜待債券到期或利率上升。

²⁴⁶ See Harry M. Markowitz, *Portfolio selection: Efficient diversification of investments*, New Haven, Conn.: Yale University Press (1959). 轉引自徐俊明，投資學—理論與實務，新陸出版，2005 年 9 月，頁 279。

²⁴⁷ 投資人對於投資風險可以分成「厭惡風險」(Risk Aversion)、「風險中立」(Risk Neutrality)、「偏好風險」(Risk Preference)三種人，當投資金額只佔投資人財產的小部分時，投資人通常是偏好風險者，但當投資比例升高時，投資人便成為風險趨避者，然而在實證經驗上，大部分的投資人都還是厭惡風險的，因此現代證券市場理論幾乎都假設投資人為風險趨避者。參閱徐俊明，同上註，頁 271-275。

²⁴⁸ 所謂風險正相關(Positive correlation)或是負相關(Negative correlation)是指兩種投資各自風險的關聯性。假設有 A 和 B 兩種投資，如果科威特出現石油危機會造成 A 投資損失也會造成 B 投資損失，那麼 A 和 B 這兩種

證券投資組合的風險並不等於個別證券風險的加權指數，而是因關聯(Correlation)的大小而產生變化，將資產放在風險呈現不完全相關甚至是負相關的籃子裡就可以有效降低甚至消滅風險。

到了 1964 年，William F. Sharpe 從現代投資學理論延伸出「資本資產評價模式」(The Capital Asset Pricing Model, CAPM)²⁴⁹，其進一步指出，投資風險可以分成分散投資可消除的風險及無論如何分散也無法加以消除之風險，前者稱為非系統性風險(Unsystematic Risk)，後者稱為系統性風險(systematic Risk)，系統性風險大多是因政治或總體經濟環境所造成，當經濟成長率、利率、物價水準等變數產生變化時，幾乎所有證券都會受到影響，因此系統性風險又稱「不可避免風險」(Unavoidable Risk)。「資本資產評價模式」打破投資人為了獲得較多報酬必須獲得較高風險的說法。蓋假設投資人都是風險規避者，其必然不會買進相同報酬率下須額外承受風險的證券。傳統理論認為個別投資報酬應該與整體投資組合的「總風險」有關，但實際上只是與整體投資的「系統性風險」有關，因為非系統性風險可以藉由分散風險來加以消除，投資人沒有理由去承擔這部分的風險。因此，在現代投資理論下，受託人如果要以信託財產進行投資，其任務是分析每筆不同類型的投資其報酬率、風險及關聯性，選定一個投資報酬率或是一個風險水準後，選擇一個具有優勢(Dominance)的「效率組合」(The Efficient Set)，所謂優勢就是指下列兩種狀況，而一味地追求高報酬率或低風險率選擇的單一投資與其相比都無法被認為是更有效率的²⁵⁰：

1. 在固定的風險水準下，報酬率最佳的投資組合；
2. 在固定的報酬率下，風險水準最低的投資組合。

法律清單模式在現代投資理論出現後與其發生重大衝突，由於法律清單的立法者僅考量單一投資的投資風險，以股票為例，投資單一股票似乎會帶來很大風險，但如

投資之於石油危機所造成的風險就是正相關；相反地，同樣的石油危機只會造成 A 投資損失，但卻反而使 B 獲利，則 A 和 B 之於石油危機所造成的風險就是負相關，參閱墨基爾著，楊美玲譯，漫步華爾街—超越股市漲跌的成功投資策略，天下遠見出版，2004 年 5 月，頁 214-217。

²⁴⁹ See William F. Sharpe, Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance* 19, pp. 425-442(1964). 轉引自徐俊明，同註 246，頁 309

²⁵⁰ 同註 246，頁 289-292。

果投資數檔不具關聯性但風險(含系統性及非系統性風險)與報酬率均相同的股票，非系統性風險發生時，僅會影響單一股票，但其報酬率比起投資單一股票將會隨著分散程度顯著下降，相對地，投資法律清單內的低風險證券，雖然其風險(含系統性及非系統性風險)較低，但吾人可選擇風險略高的投資標的，透過分散風險將總風險降至與法律清單內的投資標的相同，但投資報酬率卻較高，此對於受益人而言，無疑是更有利的。是故立法趨勢又開始恢復為謹慎投資人原則。

第三款、投資信託的謹慎管理義務

因應現代投資理論，1959年美國信託法第二整編首先做出了變革，整編第227條a項規定，受託人對於信託基金之投資，對受益人負有下列之義務：除信託條款或其他法律另有規定外，受託人對信託財產之保存與收益之正常性及數量，應為與一個謹慎之人處理自己財產相同之注意義務²⁵¹。這個條文大致上與Harvard College案相同，因此引發的爭議亦如前述，本文在此不再贅述。

直到1992年美國信託法第三整編，第227條做了三項修正，第一是將謹慎之人(Prudent man)更名成謹慎投資人(Prudent investor)。第二是不再使用「與處理自己財產相同之注意義務」，改用「考量信託目的、條款、分配需求及其他情況，而為投資及管理信託財產之義務」。第三是在注意要求及技能要求外，額外增加了「警戒之要求」(Requirements of Caution)，以和一般信託的謹慎管理義務作出區分²⁵²。在第三整編第227條的評註中提到，除了注意義務及技能義務外，身為管理同一筆信託財產下的受託人，也必須盡一個謹慎投資人的警戒義務。除了信託條款另有規定外，受託人在處理信託財產必須同時兼顧「資本的安全性」及「確保合理的報酬」(Securing a reasonable return)²⁵³。

資本的安全性包含了不只是保護信託免於財產名義價值上的損失，也包含了確保其實質價值，這是為了要避免或減少受託人在面臨通貨膨脹的壓力下信託財產實質購買力的減損，也是為了要維繫將來有足夠的收入可以繼續進行投資。

²⁵¹ Restatement(Second) of Trusts § 227(a).

²⁵² 這個新增的義務在之後的1994年美國統一謹慎投資人法(Uniform Prudent Investor Act)第2條中也同樣被制訂了。

²⁵³ Restatement(Second) of Trusts § 227, Comments and Clause, pp. 17-18.

合理的報酬是指整體的報酬，除了會計上的報酬(Accounting income)外，也包含了資本利得(Capital gain)。正因為是指整體報酬，這個目標與確保資本的安全性將會有部分相關，舉例而言，如果只有帳面上的報酬增加，而本金卻仍保持不變，當報酬增加的速度趕不上通貨膨脹的速度時，則實質上信託財產仍受有損失，進而影響其實質購買力，故受託人必須在收入與本金的成長中尋求平衡。

「警戒之要求」細緻化了對於信託財產的注意義務，更重要的是引入現代投資理論後，其以「風險管理」(Risk management)取代「風險規避」(Risk avoidance)，風險管理的概念在投資人盡了警戒義務後，會給於其一定的風險承受度以容許個別投資的暴漲暴跌。這個警戒義務在現代投資理論的理解下便是投資報酬率的成長與損失風險的增加必須是合理的，如果只為了一點點額外的報酬便增加了極大的損失風險，受託人的投資行為便有違警戒義務。而分散風險後，獲利機會與風險程度的增加具有直接的關聯性存在，警戒義務容許在此風險下的受託人因投資而使信託財產遭受之損失。

除了現代投資理論，風險管理也需考量信託條款的指示、信託目的、信託財產之性質及信託的分配需求，例如當信託財產金額過低而無法承受短期的投資損失時，受託人便不該採取高風險—高報酬策略。又如委託人已明白指示信託財產只願承受低風險，並且願意接受低報酬，受託人即使已分散非系統性風險，也不因將投資全部放在高系統性風險的籃子裡。而在決定投資標的後，受託人也有繼續監控及調整投資組合及其他相關條件（例如注意不要過度買入賣出股票導致證券交易稅過高）的義務。至於若委託人無明確指示時，評註裡則要求受託人應採保守型投資策略，但仍不排除個別高風險投資工具，只要投資組合的整體風險在保守範圍內即可²⁵⁴。由此吾人亦可發現，「警戒之要求」事實上具有多樣的內涵及彈性，而風險事實上是個別裁量的問題。值得一提的是，由於警戒要求內容多樣化，而整編的規定又過於抽象，為了避免實際操作上有困難，1994年的統一謹慎投資人法第2條c項²⁵⁵特別例示(但並不排除其他)8個標準要求受託人以信託資產進行投資時應考量：

1.總體經濟情況。

2.通貨膨脹或通貨緊縮。

²⁵⁴ Restatement(Third) of Trusts § 227, Comment and Clause, pp. 20-21.

²⁵⁵ Uniform Prudent Investor Act § 2(c).

- 3.採行投資決策後的預期租稅結果。
- 4.每一個投資在整體投資組合裡所扮演的角色，為此受託人須了解所投資的非公開發行公司其資產及收入情形、有形及無形資產以及不動產。
- 5.從收入及資本利得而來的預期總報酬。
- 6.其他受益人的資源。
- 7.流動性的需求、收入的規律性、以及資本的確保。
- 8.資產對於一個或數個受益人的特別價值。

第四款、投資信託的多元化投資義務

在現代投資組合理論被引入信託法後，分散投資減少非系統性風險已經成為一個謹慎受託人不可避免的義務。因此美國信託法第三整編第 227 條 b 項及統一謹慎投資人法第 3 條不約而同地都規定了，除非在當時有特別情況或信託本旨另有規定，一個受託人在執行投資決策時有分散投資的義務。這個條文在信託法第二整編第 228 條便已存在，但這個條文當初並未思考到消除非系統性風險，只是單純地從風險規避的觀點出發。而到了現代投資理論下，理性的投資人都應該利用多元化投資消除非系統性風險並爭取更高的報酬率，因此分散投資的概念也被納為投資信託「謹慎管理義務」下不可或缺的概念。

第六項、公平義務

忠實義務要求受託人不得將自己或他人的利益置於受益人的利益之上，然而，若這個「他人」的身分是眾多受益人中的一個，受託人可否特別為此受益人的利益行事而縮減其他受益人的利益？這在我國信託法並沒有特別的規定，但在美國法卻是受到禁止的。美國統一信託法典第 803 條及統一謹慎投資人法第 6 條便規定了，若信託中又二位或二位以上的受益人時，受託人應對信託財產為公平地投資、管理與分配，對於受益人之個別利益應給予適當之關心。

公平義務本質上是由忠實義務所衍生出來的概念，在忠誠義務的要求下，受託人必須為受益人的利益處理信託事務，而且也僅能為受益人的利益來處理，並不得使受益人以外之人因而獲得利益，或是和受益人產生利益衝突。當受託人必須同時面對數

個受託人時，受託人此時又要如何才能符合忠實義務的要求就變得很不容易，公平義務就是針對這種情形而來²⁵⁶，特別在受益人收受利益的來源不同時，如何兼顧各方利益便成為一個相當複雜的問題。統一信託法典第 803 條的說明中提到受託人對於現實的受益人及從剩餘財產中取得利益之人應公平對待。此外，在履行公平義務時，受託人應特別注意整體報酬在本金收益人(Principal Beneficiary)及孳息收益人(Income Beneficiary)的分配比重，這個想法在現代投資理論的引入下也變得格外重要，由於警戒要求重視「資本的安全性」及「整體報酬」概念，受託人若一味重視孳息收益而使本金未有成長甚至遭受損失，除了違反投資信託的謹慎管理義務，若經查證其係為孳息收益人而為此種投資方式，便也可能同時違反公平義務，反之若一味重視資本利得而忽視孳息收入導致孳息收益人利益受損亦同。

公平義務並不意味受託人須平均對待每一位受益人，而是受託人應依信託目的及信託內容公平地對待每位受益人。因此委託人若希望受託人在為決定時能特別嘉惠某一受益人，便應於信託內容中為適當的指示約定²⁵⁷。

第二節、ERISA 制度下的特殊受任人義務

第一項、ERISA 規定下特殊受任人義務的規範主體

第一款、特殊受任人定義

受任人關係的概念是模糊不清的，往往有賴實務的實踐及無數判例的補充與演繹來發展，美國退休金計畫來源已久，至 1974 年，ERISA 已從過去的判決發展出一套獨特且複雜的規範體系。退休金計畫既以信託為基本架構，美國統一信託法典 801 至 804 條，已有規範受託人負有受任人義務的明文，但在 ERISA，為了保障員工權益，使員工能免於對其未來退休生活財務負擔的憂慮及恐懼，並能過得有尊嚴²⁵⁸，故其在受任人的定義上與一般受任人應有所區別。首先，其明確定義何人為 ERISA 下所規範的特殊忠實義務人，符合 ERISA 之受任人共有下述四類²⁵⁹：(1) 對員工退休帳戶有掌

²⁵⁶ 同註 246，頁 159-160。

²⁵⁷ Restatement(Second) of Trusts § 183, Comment, pp. 393-394.

²⁵⁸ H.Rep. NO. 93-533(1973), reprinted in 1974 U.S.C.C.A.N. 4639, 4646.轉引自陳俊仁，從美國 ERISA 論我國勞工退休金條例忠實義務規範之缺失，台灣本土法學雜誌第 75 期，2005 年 10 月，頁 85。

²⁵⁹ ERISA § (3)(A).

握或裁量經營(Management)權限者；(2) 對員工退休帳戶有裁量權限或裁量責任之執行(ad- ministration)者；(3) 對員工退休帳戶內之資產，掌控經營或處分之權者；(4) 對員工退休金帳戶內之資金或其他財產，有提供投資建議權責之人，或雖無該權責，但提供建議以換取直接或間接報酬之人。美國實務有認為 ERISA 對於特殊受任人義務的規範主體係採從寬之解釋(Liberal Construction)²⁶⁰，意即，任何人參與員工退休金帳戶的經營、管理、投資，或有權將員工退休金帳戶經營、管理或投資權限之全部或一部委諸他人者，則此人及受託之他人即可能被視為對員工有特殊受任人義務²⁶¹，蓋為維護員工權益，若越多人需對員工負受任人義務，自然不敢對員工退休金帳戶輕舉妄動，員工權益即可受到保障。

身為 ERISA 下所規定的受任人，他們的受任人義務，依照該法第 404 條 a 款 1 項之規定，可區分為以下四點：

1. 為了計畫參加人及受益人的唯一利益行事的義務。
2. 謹慎行事的義務。
3. 為了計畫財產多元化投資之義務；以及
4. 根據計畫文件行事的義務。

而違反受任人義務導致參加人或受益人的帳戶或請求權受有損害的結果，依照 ERISA 的規定，受託人將會因此而對參加人或受益人負起損害賠償責任，此外，某些行為因為嚴重涉及受任人與參加人或受益人的利益衝突，因此也同樣被嚴格禁止。

此外，在 ERISA 法案下，尚有計畫贊助人(Plan sponsor)²⁶²、計畫執行人(Plan administer)、員工持股委員會(ESOP Committee)、投資經理人 (Invest Manager) 等名詞，在勞工局解釋下，這些人都有可能符合受任人的定義²⁶³，蓋此等角色在該法中皆

²⁶⁰ See Consolidated Beef Industries, Inc. v. New York Life Ins. Co., 949 F.2d 960,964 (8th Cir.1991).

²⁶¹ 同註 90，頁 95。

²⁶² 贊助人是負責建立退休基金的人或機構，通常也是出錢的人或機構。贊助人通常是公司，有時候工會也可以是贊助人，贊助人的責任在於建立一個能為參加人接受的退休制度，釐清勞資雙方的權利義務關係，並且維護退休金的運作。

²⁶³ DOL Reg. §§ 2509.75-5, 2509.75-8.

有其一定的法律義務，而其對 ESOP 的影響力也可能會因為章程、契約或其他人為因素而有所變動，進而符合受任人的定義，然而吾人尚不能認該等人物一定具有受任人身分，仍需實質判斷，一般而言，當一個人對於 ESOP 有以下幾種行為時，較容易被認定為受任人²⁶⁴：

1. 可以指定其他人成為受任人。
2. 對於計畫有代理的責任或分配的責任。
3. 選擇或者監視計畫投資工具之人。
4. 可為 ESOP 獲得或者處置計畫資產。
5. 可以解釋計畫條款。
6. 可以在計畫底下作出決定。

這些行為的共同特徵都在於，可以做出這些行為的人都對於 ESOP 具有裁量的權限(Discretionary Authority)或者至少有裁量的義務(Discretionary Responsibilities)，某些 ERISA 規定的角色其法定職權便帶有裁量的色彩，很容易就可被認定為受任人（例如計畫執行人法律明定其有分配給付及製作財務報表分發給參加人的權利及義務），但更多的人是需要經過個案判斷的，美國勞工局便曾舉出一例供民眾參考：假如公司為員工規畫 ESOP 時，設計了給付監督人這個角色，這個人可能也是公司的員工，而他在 ESOP 主要的工作是根據已經規定好的機械性公式計算每個參加人應取得的給付金額，然後由計畫執行人來認可這樣的給付可以給參加人，此時給付監督人沒有行使裁量權，便無法被認為是這個 ESOP 的受任人；相反地，假如在對於以某個條款決定是否發給一定數額的股票或金錢給參加人出現爭執時，這個給付監督人握有最終決定准許或不准許的權限，在這個情形下，給付監督人便會被認為已經行使了其對於計畫內資產帳戶的裁量權，進而被認定為是受託人²⁶⁵。甚至未在 ESOP 內擔任任何職位之人，例如發起 ESOP 的公司董事會，雖然未在公司內擔任任何職位，但是他們對於選擇何人擔任受託人或是計畫執行人常具有裁量權，甚至在行使後還可以決定是否保留和留任受

²⁶⁴ Supra note 82, page 6-3.

²⁶⁵ DOL Reg. § 2509.75-8,D-3.

託人或計畫執行人，則該董事會成員亦可能被認定為是受任人²⁶⁶。總結而言，一個人的行為如果會對退休金計畫產生經營或管理(Management or administration)的作用，法院便可能認定其為公司的受任人²⁶⁷。

第二款、名義受任人

另一個 ERISA 所獨有的認定受任人方式是名義受任人(Named Fiduciary)，名義受任人係指在 ESOP 文件中或者已在 ESOP 文件中被特定遵循的程序中所指名的受任人。指定權人通常是在 ESOP 成立之初參與制定的公司或者員工組織(例如工會)。任何一個退休金計畫都應該要有至少一名的名義受任人，這些名義受任人將會為了 ESOP 的控制及管理失當負起連帶損害賠償責任²⁶⁸，若 ESOP 之財產受有損害但無人需對此負起責任(例如對於信託財產之投資已盡其謹慎投資義務，但仍因 911 或金融海嘯之發生致信託財產嚴重虧損)，則名義受任人亦不需對此負起責任。名義受任人可以是自然人也可以是法人，但如果是公司擔任名義受任人，美國勞工局建議應該在公司名稱上再指名一自然人去實現 ESOP 的受任人義務²⁶⁹，以避免公司因有限責任之庇佑至其下無人出面監控 ESOP 之受任人。名義受任人的決定人選，法律上僅要求受託人必須是名義受任人²⁷⁰，其餘人選 ESOP 可自由指定，ERISA 只例示投資管理人或管理資產之人(例如計畫執行人)亦可擔任。

某些時候，ESOP 雖然已有名義受任人，但實際做出決定的可能是另一人，例如 ESOP 文件上的名義受任人是公司員工，但是公司的 CEO 才是實際能對 ESOP 下達決策的人，則此時公司的 CEO 仍是受任人，只是若公司的 CEO 下達不當的決策導致 ESOP 受有損害而須負起損害賠償責任時，名義受任人亦須負起連帶責任。之所以會有名義受任人的出現，其立法理由在於藉由限定某些人負起責任的確定方法，達到聚

²⁶⁶ See *Sommers Drug Stores CO. Employee Profit Sharing Trust v. Corrigan Enters. Inc.*, 793 F.2d 1456 (5th Cir.,1986) , *Andrade v. Parsons Corp.*, 972 F.2d 1336 (9th Cir., 1992).

²⁶⁷ See *DeLUCA v. BLUE CROSS BLUE SHIELD OF MICHIGAN*, 628 F.3d 743 (6th Cir.,2010).

²⁶⁸ ERISA § 402(a).惟 ESOP 文件上亦可明白分配每位受任人所負職責範圍，一旦超過其職責範圍，除非法律另有規定，否則名義受任人對於自身負責範圍外的事物不負損害賠償責任。DOL Reg. §2509.75-8, FR-13.

²⁶⁹ DOL § 2509.75-5, FR-3.

²⁷⁰ ERISA § 403(a).

焦損害賠償責任於不當管理的目的²⁷¹。但是美國最高法院對 ERISA 意圖用聚焦損害賠償責任以找出真正應負起責任之人的立法目的似乎表示不以為然，其認為 ERISA 已消滅了普通法下的連帶責任制度，它使得退休金計畫所受到的直接終局損害也需由對於該計畫無實質控制力量的人也負起責任²⁷²。而為了避免這些人經常負起責任，ESOP 需要額外支付一筆錢為他們投保責任險。這使得所有的退休金計畫都陷入保障員工權益和增加計畫成本的兩難局面中，惟立法機關既已作成此項抉擇，司法機關便應予以尊重。

本文以為，透過課以名義受任人連帶責任，確實有助於名義受任人積極釐清 ESOP 內的職務分工，找出最後應負責之人對其作最後之追索。然而其本來對與損害的發生可能是毫無責任的，與其說是受任人，其性質或許更接近保證人。但保證契約也需載明所負責任對象及債務。但名義受任人對於到底應為誰負責及債務何時發生、數額多寡完全不確定。其隱藏的法律風險較諸保證人猶高，ESOP 為其投保責任險尚屬合理。只是一旦投保責任險不免引發道德風險，名義受任人可能會怠於追尋真正的受任人。但至少對於員工而言，雖然 ESOP 成本增加，但整體而言其退休金給付請求權受保護的程度提高，另一方面，若不投保責任險，可以想見名義受任人將極度畏懼受任人遭起訴請求賠償，勢必盡起所能阻止受任人賠償責任的發生，對參加人及受益人而言都將陷入更不利之地位，權衡利害衝突，在名義受任人制度下，為其投保責任險實屬必然的配套措施。

第三款、共同受任人責任(Cofiduciary duty)

ERISA 在受任人身上加諸了共同受任人責任，受任人(名義受任人除外)原本只須就自己違反受任人義務的行為負責，但是當以下幾種情形發生時，例外地須就其他受任人之行為對外付其連帶責任，這三種情形分別是：

- 1.當其他受任人有違反受任人義務的行為時，受任人知情卻仍然參與或是知情卻同意隱匿該行為。

²⁷¹ Supra 82, page 6-7.

²⁷² See *Mertens v. Hewitt Assocs.*, 508 U.S. 248 (1993), stating that "ERISA has eliminated ... the common's law's joint and several liability, for all direct and consequential damages suffered by the plan, on the part of person who had no real power to control what the plan did."

2.其他受任人違反受人義務的行為是因為受任人的挑唆。

3.受任人知道其他受任人有違反受任人義務的情事卻未盡合理的努力為補救行為。

在第三種情形，受任人必須以合理的方法去補救其他受任人違法的行為，如此就算補救失敗也不會因此而負責。但是勞工局強調，所謂的補救必須是以「所有可避免違法行為發生的合理且合法的方法」才可²⁷³。這些步驟包含撤回該行為(假如他有權力的話)、提醒其他人注意以糾正該行為、通知勞工局、或者依 ERISA 第 502 條 a 項規定提起訴訟救濟之。聯邦法院則指出，一個知情的受任人無法以辭職來脫免責任。相對地，在這種情況下嘗試辭職反而會成為法院認為違反共同受任人責任的理由²⁷⁴。此外，共同受任人責任是持續性的，即使違反受任人義務的行為發生在受任人就任前，在他成為受任人後仍須檢視是否構成共同受任人責任²⁷⁵。然而，受任人只須就他成為受任人後所發生的損害負責²⁷⁶。

第二項、 唯一利益原則(Exclusive Benefit Rule)

第一款、 唯一利益原則定義

ERISA 雖然身為信託法的特別法，對於原本信託法下的受託人義務另作規範，但條文內容與信託法的規定大至相同，但由於涉及公司與退休金計畫、受託人與員工及公司與員工的多方利益衝突，實務運作上的法律爭議較之信託法更為複雜，故本文在此仍對各項義務分別探討，ERISA 第 404 條 a 項規範了三種義務—唯一利益原則、謹慎義務、多元化投資義務，以下便先就唯一利益原則加以分析。

唯一利益原則為確保受任人將會以計畫的利益為優先考量，ERISA 第 404 條 a 項 1 款要求受託人必須基於計畫的唯一利益(Solely in the interest)行事，且只能基於以

²⁷³ 29 C.F.R. § 2509.75-5, AT FR-10.

²⁷⁴ See Freund v. Marshall & Ilsley Bank, 485 F. Supp. 629 (1979).

²⁷⁵ See Successor Trust Committee of Permian Distributing, Inc. Employees' Profit Sharing Plan & Trust v. First State Bank of Odessa, N.A., 735 F. Supp. 708 (1990).

²⁷⁶ ERISA § 409(b).

下兩個目的為參加人及受益人履行他的義務²⁷⁷：

1. 為了提供參加人及受益人給付。
2. 支付管理計畫的合理費用。

此外，ERISA 第 404 條 C 項 1 款要求計畫資產「必須以提供給付予計畫之參加人及其受益人的唯一目的被保管」²⁷⁸，這些「唯一利益」或「唯一目的」(Exclusive purpose) 標準事實上都源自於普通法下對於受託人所課與之忠實義務²⁷⁹。ERISA 下的忠實義務是一個客觀標準，在衡量一個受任人的行為是否符合忠實義務的要求時，主觀上的善意是不被考量的，在 ERISA 下，「善意」並不是一個違反忠實義務的有效抗辯²⁸⁰。唯一利益原則規定看似簡單，但在解釋與適用上常出現許多困難的問題，以下共有三個問題須被討論。

第二款、唯一利益原則適用問題與案例解析

首先，誰是受任人應負責之人？雖然條文規定應為參加人及受益人之利益行事，但在許多解釋下往往變成是對全體而非個別參加人或受益人負責，之所以如此是受限於兩個考量。第一個原因是 ERISA 第 409 條(a)項的用語，這個條款只允許賠償因為違反受任人義務導致「計畫所受的損失」(Losses to the plan)，並且規定只有只有整體計畫可提起訴訟救濟之。個別參加人或受益人不可能依據 409 條的規定對自己所受之損害提起救濟²⁸¹。第二個原因是某些計畫的決策方向在不同的參加人或參加人團體間可能會產生利益衝突，例如當計畫資金不足時，對於一個參加人的給付可能會耗盡給付給其他人的資源，又例如公司的現職員工會關心他們的工作勝過退休收入，便可能會希望退休金計畫借錢給公司以維持資金流動性並確保他們的工作；相對地，只關心退休給付的退休員工便會反對將大筆款項借給陷入財務危機的公司。許許多多的利益衝突是我們所無法避免的。因此法院見解多半同意受任人不得單獨給予個別參加人或

²⁷⁷ ERISA § 404(a)(1).

²⁷⁸ ERISA § 403(a)(1).

²⁷⁹ See Colleen E. Medill, *Introduction to Employee Benefits Law: Policy and Practice*, Thomson/West published, pp. 421-422 (2007).

²⁸⁰ See *Leigh v. Engle*, 727 F.2d 113, 124 (7th Cir., 1984).

²⁸¹ See *Massachusetts Mutual Life Insurance Co. v. Russell*, 473 U.S. 134, 135 (1985).

受益人利益，當利益衝突發生時，受任人必須決定什麼樣的行為對於提供整體參加人或受益人給付是最好的²⁸²。由此亦可知，ERISA 的唯一利益原則暗示著公平義務的存在，以避免受任人將個別參加人或受益人之利益凌駕於整體計畫利益之上。

第二個問題是，什麼樣的公司(雇主)行為須要受唯一利益原則規範？事實上，在唯一利益原則的適用上，公司或其代表人可能扮演著一個製造阻礙的受任人。何種公司或其代表人的行為須適用 ERISA 下的受任人義務？這是一個困難的問題。一個受任人所為的行為，包含退休金計畫的經營及管理(Management and administration)，公司或公司經營者的個人行為不受 ERISA 的受任人義務規範²⁸³。但是某些行為即使會對退休金計畫造成強烈變化，法院依然不認為此為受任人之行為，例如計畫的建立，法院便明白表示這不屬於受任人行為的範疇²⁸⁴。因為這是一個經營判斷，ERISA 並未要求公司一定要建立一個退休金計畫，事實上，在計畫建立前，亦無任何 ERISA 所要規範的對象，不適用 ERISA 是可以理解的。然而，法院又認為，公司對於計畫的終止及修正，也是其從公司經營的角度所做成，應屬公司法下受任人義務的範疇，不受 ERISA 下的受任人義務拘束。公司在此時的身分是委託人(Settlor)而非受任人²⁸⁵。惟對於公司員工往後生計影響如此重大的決定反而限制較計畫經營管理為寬鬆？此見解理論上或有其見地，但實際上恐怕背離人民之法感情，因此聯邦法院亦提出其前提，公司欲行使終止或修正權，必須當初與員工簽訂的退休金計畫契約上有賦予公司終止或修正的權利，且員工基於既得權規定所擁有之退休金給付請求權，亦無法因終

²⁸² See *Morse v. Stanley*, 732 F.2d 1139 (2nd Cir.,1984).

²⁸³ See *Hickman v. Tosco Corp.*, 840 F. 2d 564 (8th Cir.,1988).

²⁸⁴ See *Berlin v. Michigan Bell Telephone Co.*, 858 F.2d 1154 (6th Cir.,1988).

²⁸⁵ See *Lockheed Corp. v. Spink*, 517 U.S. 882, 890 (1986) (stating rule that employers, in adopting, modifying, or terminating retirement plan, “do not as fiduciaries...but are analogous to the settler of the trust...”). See also *Akers v. Palmer*, 71 F. 3D 226, 230-31(6th Cir.,1995), *Kuper v. Iovenko*, 66 F. 3d 1447,1456 (6th Cir.,1995). 本文對這個聯邦最高法院見解有所質疑，蓋在確定給付計畫，公司有確保給付之義務，因此即使員工未提撥薪資，公司也有義務提撥資金至確定給付計畫，在此種情況下，參與之員工只是退休金的受益人，則認為公司對計畫的開始、修正及終結是基於委託人身分所為，尚有其論據；但在確定提撥計畫，公司雖有固定的提撥比率，唯參加之員工為確保退休生活無虞，亦可能從自身薪資提撥金額至計畫，且其須承受全部之投資風險，故參加人本身實具委託人及受益人的雙重身分，則何以公司可以自居委託人身分處理計畫變更這如此重要的大事？法院未加以區分，這將使確定提撥計畫(例如 ESOP 或 401(k)計畫)的贊助公司可以靈活控制參與計畫的員工卻又免於投資風險。

止或修正計畫而遭剝奪²⁸⁶，再者，做出這些經營決策的公司經營者，雖然不受 ERISA 下的受任人義務規範，但仍受公司法上受任人義務的拘束，惟此時須負責的對象已非加入退休金計畫的員工而是全體公司股東。

第三個問題是身兼受任人身份的公司與退休金計畫的利益衝突時，如何判斷有無違反唯一利益原則？身為計畫受任人的公司，其經營或管理退休金計畫的行為往往會影響到公司的商業利益。公司經營者以其受任人地位將計畫資金用於促進自己利益的事情上，例如買進自己的股票防止公司併購，是否違反員工退休金計畫的受任人義務？吾人可從 *Donovan v. Bierwirth* 及 *Leigh v. Engle* 案這兩個指標性的判決找出一些看法。

1. *Donovan v. Bierwirth* 案

在 *Donovan v. Bierwirth* 案中，*Bierwirth* 是 *Grumman* 公司的高階經理人，同時也是其退休金信託的受託人。而這位被告涉入了一件敵意併購的法律風暴中。身為計畫受任人，他有責任決定何時何價出售退休金計畫所持有的大量公司股票。但很明顯地，身為公司高階經理人的他不可能忽視公司利益。但在 1981 年 9 月，*LTV* 公司使用敵意併購的方式併購 *Grumman* 公司的股份時，*Bierwirth* 所做的決定是不出售計畫所持有的公司股票，反而加碼買進公司股票。法院認為這樣的行為已經違反了 ERISA 下的忠實及謹慎義務。

本案中，法院雖然贊同原告勞工局之結論，但仍然先駁回其所提出的兩個理由，首先，法院認為，這個案子並不是一個單純的受任人為了公司利益違反受任人義務的問題。在法院的眼中，受任人的決定可能是出於單純地為了受任人及參加人的利益或是單純地為了提供其給付，但只要不侵害上述之人利益，仍然不排除附帶公司之利益（*Incidental benefit*）²⁸⁷。亦即唯一利益原則在不傷及參加人及受益人的前提下，容許受任人有一定考量自己或他人利益的空間。其次，勞工局認為，在這種情形下，受任人唯一可以做的選擇只有辭職一途，改由中立的受任人決定退休金計畫的方向。法院接受勞工局的論點，但仍然認為，這麼嚴格的要求在本案中是不必要的，因為仍然有

²⁸⁶ See *Hozier v. Midwest Fasteners*, 908 F.2d 1155 (3rd,1990), *Cosgrove v. Circle K Corp.*, 915 F. Supp. 1050 (1995), *Northwest Airlines Inc. v. Federal Ins. Co.*, 32 F.3d 349 (8th Cir.,1994).

²⁸⁷ See *Donovan v. Bierwirth*, 680 F.2d 263,271 (2nd Cir.,1982).

其他的方法找出被告在本案中違反受任人義務的原因²⁸⁸，這個方法應該是沒有其它解決途徑時的最後手段。

法院拒絕採用勞工局簡單明瞭的思考模式，但它仍有其他方法去判斷一個考量公司利益的受任人，其行為如何從合法變成不合法。法院的判斷標準主要置於程序面—受任人是否有遵循一個既定程序，而這個程序是用來確保參加人或受益人的利益不會因為考量了公司利益後而被侵害。在本案中，便有幾個損害決策過成的非常規事由出現，且情節嚴重明顯，包括未及時召集計畫受託人會議、未要求獨立的專家建議、過於快速且草率地決定購買額外股票，這些事由都很容易決定 Bierwirth 應負起責任²⁸⁹。

法院採用程序性標準會產生新的問題，因為這個標準將忠實義務及謹慎做出決策的義務合併了。事實上，即使法院強調是參考忠實義務所做出的標準，這個標準還是比較接近謹慎義務或注意義務的範圍，也因此它留下一個未決的問題：假如一個符合上開程序的謹慎受任人仍然決定購買額外的股票，則是否還能找出他違反受任人義務的基礎出來？聯邦法院在之後的 Trenton v. Scott Paper Co. 案中也採 Bierwirth 案見解，只要受任人的行為是謹慎的且客觀上係為了參加人的最佳利益，那麼即使他的決定最終導致公司受有「附帶的」利益，仍然不被認為違反唯一利益原則²⁹⁰。除了增加了客觀行為係為參加人的最佳利益外，本質上仍未解決前開問題。

2. Leigh v. Engle 案

Leigh 案某程度上回答了上述問題，在這個案子裡，受任人 Dardick 和 Zuckerman 是 Reliable Manufacturing 公司的高階經理人及代理人，而公司的經營權在退休近信託成立後被自然人資本家 Clyde W. Engle 所控制(這個資本家背後由一群自然人及商業組織所贊助，並且由其中一位贊助公司持有 Reliable Manufacturing 公司 100% 的股權)，這些受任人不論是在公司或退休金計畫，都無法獨立於這個資本家。由於 Engle 想獲得市場上三家特定公司的經營權，便利用受託人將退休金計畫資金持續投資於這三家公司的股票達計畫資產的 30%(這段期間 Reliable Manufacturing 公司和 Engle 自己也持續買進三家公司的股票)，本案的法律爭議就在於，Engle 利用受任人投資這三家公

²⁸⁸ Id.

²⁸⁹ Id., at 272.

²⁹⁰ See Trenton v. Scott Paper Co., 832 F.2d 806, 809(3rd Cir., 1987).

司的行為是否違反唯一利益原則²⁹¹，謹慎義務的違反在本案反而不是那麼明確地出現。

本案法院同意 Bierwirth 案駁回勞工局的見解，認為投資計畫資產使公司受有利益並不表示就違反了唯一利益原則，也贊同如果沒有其它解決方法，應該要求受任人辭職，由中立第三人決策的勞工局見解，因為這可以減輕不適當決策做成的風險，並且「降低受益人感受到自己的權利將受到威脅而求助於法院的恐懼」²⁹²。然而最後解析本案時，法院提出了自己的一套新方法加以分析。

這個方法並非是完全程序性的。相對地，法院回到最根本的爭議—受任人的決策事實上是否是獨立於公司或受任人自身去做判斷。法院認為獨立性可以清楚地檢驗那些原告指控違反受任人義務的根據。這些事實包含利益衝突的風險、受任人決策前所作調查的性質、以及受任人為了計畫所做決策與公司利益的一致性程度(但法院強調並不限於這三種根據)²⁹³。在本案中，原告指控的一項事實被法院所採納，這項事實正是受任人對於計畫的決策過程與公司的決策過程有長時間的一致性(同一時間與買進與公司及 Engle 相同之股票)。

只要是代表參加人及受益人利益之人，都不免陷入決策合法或不合法的問題。但這個問題並不單純從受任人背後所代表的不同利益而來，每一個受任人都是複雜的利益與關係組合體，要求受任人將所有利益與關係摒除在決策之外是不可能的。事實上，這個問題的發生來自於唯一利益原則嚴格要求受任人只能單為參加人及受益人的利益行事。假如完全按照文義，幾乎沒有任何判斷可以與唯一利益原則符合。受任人在眾多決策過程中只能有一個選擇，不論哪個選擇幾乎都會陷入利益衝突的爭議。受任人必須做的只有依賴自身思考去切斷和這些利益的聯繫。當受任人背後代表公司利益

²⁹¹ Engle 以大股東的力量選任董事會並指派 Dardick 和 Zuckerman 為計畫管理人(administer)，本案前審認為 Engle 對公司只有透過計畫書面的間接控制力，尚無法被認為是計畫受任人，本案法院駁斥前審說法，認為員工退休金保障法的受任人定義的核心概念是實質控制影響計畫管理營運，因此即使是間接控制仍不應屏除受任人之可能，再者，Engle 居於間接控制的地位，便有義務監督受任人執行職務有無違反員工退休金保障法，相對地，Dardick 和 Zuckerman 雖面臨 Engle 掌握管理人人事地位的壓力，但在計畫中仍具有一定的裁量權，故亦無法擺脫受任人義務。

²⁹² Supra note 280, page 113.

²⁹³ Id,at 127.

時，這個問題會惡化得更嚴重，惡化程度會隨著公司利益對受任人的重要性(例如受任人可能會因為不服從公司喪失在公司的位置)、利益範圍以及計畫利益與公司利益的偏離程度而增加²⁹⁴。越是在惡化的環境，受任人越需要去切斷聯繫，法院也更須去檢視有無切斷聯繫的行為，藉此從客觀上判斷其無為公司利益之動機。

當受任人同時代表公司及退休金計畫時，一但面臨具有爭議性的選擇，依照唯一利益原則的文義，只能要求其辭職，某些情況下這也許是適當的，但法院了解，這種極端的要求是過度苛責受任人的，一個可行的法案必須考量決策的性質以及複雜利益衝突的不可避免性，假如一開始就認為受任人所處的位置具有利益衝突，進而認為其違反受任人義務，這樣的標準只能說是過於獨斷²⁹⁵。

第三項、 謹慎義務(Duty of Prudence)

ERISA 第 404 條 a 項 1 款規定了謹慎義務，要求受任人在處理所有事務時都必須像「一個熟悉該事務並且具有相同處理能力的謹慎之人，在經營具有類似特性及類似目標的企業時視當時環境而運用的注意、技能及勤勉²⁹⁶」。在該法下所成立的退休金計畫，本質上亦是投資信託的一種，因此同樣也面臨「法律清單模式」及「謹慎投資人原則」的選擇。

在 1974 年，美國信託法第三整編及同一謹慎投資人法皆尚未出現，當時普遍的立法氛圍還是法律清單模式。然而由於 ERISA 的立法目的在於確保員工都能夠拿到自己的退休金，為此退休金計畫的投資經理人不能只是消極地持有本金(Principal)，也必須積極地進行投資以獲取必要的收益(Income)，否則在通貨膨脹的壓力下，就連消極地持有退休基金的原本也會隨著時間的流逝而折損實際價值²⁹⁷。此外由於參加退休金計畫的人數眾多，計畫資產也須隨時維持足數支付請求退休金的現金流以及兼顧所有參

²⁹⁴ Id.

²⁹⁵ Id.

²⁹⁶ 應注意，退休金計畫雖然是投資信託的一種，但退休金計畫的內部事務不僅只有投資事務，還有調整際得權比例、分配股票至帳戶及給付受益人等事務。而員工退休金保障法在此所要求的「注意、技能、謹慎及勤勉」的標準，不僅適用於受任人處理投資事務，其他有關於退休金計畫的一切事務均包含在內。一般而言，由於投資信託的規範標準會較處理一般信託事務標準為高。為了確保員工權益不因受任人的疏忽而受侵害，員工退休金保障法將處理一般事務的標準提高至處理投資事務的標準。

²⁹⁷ 同註 246，頁 80-81。

與者的各種要求才行。由於退休金計畫的計畫執行人還要兼顧上述情形，與其說和信託關係下的受託人一樣，不如說和公司的董事更相近，因此若是以當時的「法律清單模式」規範受任人的投資權限，事實上可能會有很大問題²⁹⁸。對此，美國勞工局在1979年發布解釋指出，特定投資或投資方法的相對性高風險不應使其成為本質上不謹慎的投資方法，投資決策的謹慎與否應就該投資在整體投資組合裡所扮演的角色為斷²⁹⁹。之後亦表示投資組合所應考慮的因素包括「多元化投資的配置」、「流動性及經常報酬以及投資組合欲期的現金流關係」、「計畫預期報酬及預期目標」³⁰⁰。種種跡象都顯示勞工局認為404條並非受「法律清單模式」定型投資項目的條文，而是納入「現代投資理論」的「謹慎投資人原則」。

ERISA的謹慎義務並未如信託法第三整編般制訂「考量信託目的、條款、分配需求及其他情況，而為投資及管理信託財產」的條文，讓退休金計畫視計畫文件調整其謹慎義務程度，而是採取更高標準的謹慎專家義務為斷³⁰¹，以示美國國會對勞工之用心。這個謹慎標準和唯一利益原則一樣，都是客觀標準³⁰²，也因為是以謹慎的專家為標準，故也要求受任人必須去尋求專家建議³⁰³。這個義務偏重於程序面：受任人在行動前是否有經過詳細思考，受任人在執行有爭議的交易前是否想過，這樣的行為終將成功或失敗³⁰⁴。另外，勞工局解釋也指出，受任人如果有指定其他人接受受任人職務，便須負起例行性的監督履行責任³⁰⁵。但如果只是單純的服務提供者(例如給予受任人投資建議的專家)，則受任人只要在選任時盡到謹慎義務，服務提供者在執行職務時，受任人只須盡到一般謹慎之人的注意義務即可³⁰⁶。

由於ERISA是信託法下的特別法，且退休金計畫是投資信託中的特殊種類，則在謹慎義務中，不可避免地便須討論到「警戒義務」於ERISA是否亦有適用？如從體系

²⁹⁸ 同上註，頁81。

²⁹⁹ See 44 Fed. Reg. 37, 221, 37, 222.

³⁰⁰ 29 C.F.R. §2550.404a-1(b).

³⁰¹ See Jacob I Friedman, et al., *ERISA FIDUCIARY ANSWER BOOK*, pp.3-5, 轉引自陳俊仁，同註241，頁96。

³⁰² See *Katsaros v. Cody*, 744 F.2d 270 (2nd Cir.,1984).

³⁰³ See *Brock v. Self*, 632 F.Supp. 1509 (1986).

³⁰⁴ See *Donovan v. Walton*, 609 F. Supp. 1221 (1985).

³⁰⁵ 29 C.F.R. § 2509.75-8, at FR-17.

³⁰⁶ 29 C.F.R. § 2509.75-8, at FR-11.

解釋，ERISA 並未對警戒義務另有規範，便應回歸一般法適用投資信託的警戒義務。此外，退休基金為了確保本金不受通貨膨脹侵蝕，也符合警戒義務同時兼顧「資本的安全性」及「確保合理的報酬」的概念。故本文以為，本法所稱之謹慎義務內涵應包含警戒義務。

第四項、 多元化投資義務(Duty of Diversification)

除了謹慎義務外，另一個與投資有關的義務是多元化投資義務。依據 ERISA 的規定，一個負有投資責任的受任人必須多元化地投資計畫資產，以最小化投資損失³⁰⁷，這個義務被認為是謹慎義務的特別規定，美國國會也於立法意旨中表示受任人應將以下因素納入選擇投資標的時的考量，包括：員工退休帳戶之設立目的、資產規模、市場產業與財產狀態、投資工具的種類、地理區隔、產業區隔以及到期日等。實際運用該標準的案例可以參閱 *GIW Industries, Inc. v. Trevor, Stewart, Burton & Jacobsen* 案，在該案中，投資經理人被法院認為違反多元化投資義務，因為投資經理人將大部分的資產投資在長期政府債券。雖然這些資產非常安全，但過長的到期日卻無法吻合退休金計畫的流動性需要，導致某些債券需要認賠賣出以應付立即的現金需求³⁰⁸。

第五項、 禁止交易事項

儘管員工退休保障法已經設置了謹慎義務和唯一利益原則規範受任人行為，在計畫與利害關係人之間成立某些交易，以避免製造嚴重的利益衝突。所謂的利害關係人 (Parties in interests) 是指所有受任人、贊助公司以及其母公司、子公司、分公司、員工、經理人、董事以及持有上述公司百分之十以上股份的大股東及其他計畫服務提供者³⁰⁹。以下所列四款為計畫與利害關係人禁止交易事項³¹⁰：

1. 買賣、交易或租賃財產。
2. 借貸金錢或者延長借款期限。
3. 為了利害關係人的利益將信託財產移轉或交給其使用。

³⁰⁷ ERISA § 404(a)(1)(c).

³⁰⁸ See *GIW Industries, Inc. v. Trevor, Stewart, Burton & Jacobsen*, 895 F.2d 729 (11th Cir.,1990).

³⁰⁹ ERISA § 3(14).

³¹⁰ ERISA § 406(a).

4.計畫獲取公司股票或不動產超過計畫資產的百分之十。

除了上述四款，一個受任人也不得從事以下行為³¹¹：

1.為了自己的利益或自己的帳戶處理計畫資產。

2.自己與計畫資產進行交易，或者代表、代理其他與計畫利益或參加人、受益人相反之人與計畫資產進行交易。

3.接受任何與退休金計畫進行交易之第三人的報酬。

基本上禁止事項都是從信託法下的忠實義務所發展出來的，但是 ERISA 的禁止事項為了保護計畫資產，將廣泛的交易範疇和利害關係人都列入，這樣的規定用意在於減少對計畫有決定性影響的特定交易及受任人與某些人具有特殊關係的舉證負擔³¹²。而在受任人的禁止事項上，由於其身分敏感度較利害關係人更高，故聯邦法院向來採取嚴格解釋的態度，即使「沒有任何醜聞、沒有任何自我交易的暗示、沒有任何惡意的徵兆」，這些交易都仍然是不被允許的³¹³。

第六項、違反員工退休金保障法受任人義務的救濟途徑

ERISA 第 409 條規定了，退休金計畫的受任人違反 ERISA 受任人義務時，可對其提起訴訟救濟之。至於可提起救濟的訴訟主體，ERISA 第 502 條列舉了以下幾種人可以提起訴訟請求救濟：

1.參加人及受益人：參加人及受益人依據計畫條款可以取得的權利，如果因為受任人違反 ERISA 或計畫條款而被侵害，得對受任人起訴請求賠償。此外，參加人及受益人也有權利起訴請求法院禁止受任人繼續做出違反計畫條款或法律的行為，並且改正該行為或給予其它衡平救濟。

2.其他受任人：如果受任人的違法行為導致其他受任人受有損害，依據 502 條 a 項 2 款，其他受任人得請求損害賠償。此外，其他受任人也有權利起訴請求法院禁止受任人繼續為違法之行為並且改正該行為或給予其它衡平救濟。

³¹¹ ERISA § 406(b).

³¹² Supra note 279, page 448.

³¹³ See Cutaiar v. Marshall, 590 F.2d 523, 528 (3rd Cir.,1979).

3.美國勞工局長：美國勞工局長依 ERISA 提起訴訟，通常是在處理計畫執行人違法不提出或遲交年度報告的懲罰性損害賠償責任。但是勞工局長也可主動針對受任人違反受任人義務的行為為參加人或受益人提起訴訟，請求禁止受任人繼續為違法行為，並且改正該行為，或給予其他衡平救濟³¹⁴。

除了以上幾種人外，實務上另外有爭議的是，退休金計畫本身是否亦可以自行對於受任人違反 ERISA 受任人義務之行為起訴請求損害賠償？對此大部分的法院都持反對立場，認為 502 條 a 項並未將退休金計畫列入得起訴之人的行列³¹⁵。然而少數法院則持肯定見解，因為 502 條項肯認退休金計畫有起訴及被訴之地位，則理論上退休金地位自得以自己的財產受受託人侵害為由請求損害賠償³¹⁶。本文以為，502 條 a 項既已明定得提起訴訟之人為參加人及受益人，而退休金計畫所要保障之對象亦為參加人及受益人，立法者既以選擇由其起訴。退休金計畫應無再為起訴之必要，502 條 d 項只是宣示退休金計畫有訴訟能力的條文，並不表示其便可對受任人主張違反 ERISA 受任人義務的損害賠償責任。

第三節、員工持股計畫適用特殊受任人義務之問題

第一項、ESOP 與利益衝突問題

第一款、ESOP 與其他退休金計畫之不同

ERISA 設置了許多規範防範潛在的利益衝突問題，關於退休金計畫的組成，ERISA 限制了計畫的種類以約束計畫被濫用的可能，舉例來說，ERISA 限制了員工最晚成為參加人的期間，且給予員工固定的既得權期間。如果退休金計畫不需取得公司股票，那麼公司衡量成立退休金計畫的因素就變得非常簡單，公司必須思考每種退休金計畫的成本減去不同的稅上優惠、預期利益(例如強化員工招募及留任)以及預期減少的現金流需要³¹⁷。ESOP 因為可大量借款，對於公司來說，較諸上述因素又多了額外的誘因，其他退休金計畫雖然也有可能買進公司股票，但與 ESOP 是以主要買進公司股票

³¹⁴ ERISA § 502(a)(5).

³¹⁵ E.g., *Pressroom Unions-Printers League Income Security Fund v. Continental Assurance Co.*, 578 F.Supp. 1518(1983).

³¹⁶ E.g., *Coleman Clinic, Ltd. v. Massachusetts Mutual Life Insurance Co.*, 688 F. Supp 740 (1988).

³¹⁷ *Supra* note 43, page 21.

為目的相比，比例仍有不同。因此發生在買賣公司股票上的利益衝突也就較其他退休金計畫激烈許多。利益衝突主要增加因為兩個因素增加，第一點是評價，在美國，97%以上設立 ESOP 的公司都是非公開發行公司，評價方式較公開發行公司複雜，這意味著公司受任人更容易有可趁之機訂立不利於 ESOP 的買賣價格³¹⁸。第二點是借款，由於非 ESOP 的退休金計畫無法借款，因此無法一次大量買進公司股票，對於想要大量放空的公司內部人來說，它們便不如 ESOP 來的有用。

本文以下將探討三種利益衝突情形，首先是 ESOP 成立的利益衝突問題。其次是 ESOP 交易公司股票的利益衝突問題。第三個要討論的則是 ESOP 參加人行使表決權之問題。

第二款、ESOP 成立的利益衝突

當公司經營者決定成立 ESOP 而非其他退休金計畫時，本文上一節已有述及，聯邦法院認為，公司的成立決策是不受 ERISA 對受任人義務的規範拘束的，其他在 ERISA 的禁止事項，為方便 ESOP 設立，也創設例外規定允許 ESOP 存在借貸關係³¹⁹，結果將是經營者設立一個退休金計畫後，便可要求員工將其大部分的退休金單獨投入公司股票，經營者的理由只要是為了改善大部分的員工收入即可，而員工對此則多半不敢提出抱怨。

由於 ESOP 是退休金計畫中唯一可借款的，透過賣出其庫藏股，ESOP 將成為公司的融資工具，但公司基於融資目的去成立 ESOP 是有背於法律對公司的期待的，特別是在未上市公司，ESOP 對經營者來說是一個很有吸引力的繼任工具，當一個公司的大股東想退休或是想分散投資風險時，他可以將股票移轉給 ESOP，而這同時還可以享受遞延課稅的優勢，但 ERISA 卻無法遏止其非為參加人及受益人利益去成立 ESOP 的行為。此外，在公開發行公司，由於 ESOP 大量買入公司股票，將使市場供需關係發生改變，導致股價上揚。這個結果可能使持有公司股票或選擇權的內部人享

³¹⁸ See ESOP ASSOCIATION, *Employee Ownership in the United States: Focus on the Employee Stock Ownership Plan, or ESOP Model*, http://www.esopassociation.org/about/about_esop_overview.asp，最後瀏覽日期：2011 年 7 月 6 日。

³¹⁹ 只要客觀上係為參加人及受益人之利益，且借款利率在合理範圍內，利害關係人便可借款給 ESOP。ERISA § 408(b)(3).

受股價上揚的利益，同時提高股票價格也將使 ESOP 成為併購的工具，隨著這些利益的增加，公司經營者將趨向選擇成立多元化投資程度較低的 ESOP，當投資發生損害時，員工若無法依據 ERISA 向受任人求償，便只能轉而向公司經營者求償，但是否可適用公司法上的受任人義務請求損害賠償，又是另一個待決的爭議。但可以預料的是，員工在求償的這條路上將會走得比股東辛苦許多。

第三款、ESOP 交易公司股票的利益衝突

更多的利益衝突發生在買賣公司股票上，ESOP 與其他退休金計畫不同，它豁免於 ERISA 禁止賣出公司股票給退休金計畫之規定，該法 408 條 e 項規定，只要利害關係人在賣出股票時有符合「適當對價」(Adequate consideration)，而且該筆交易未被任何人抽取傭金，則 ESOP 買入公司股票便是合法的³²⁰。所謂的「適當對價」在公開發行公司判斷上比較簡單，指的是不低於市場上的獨立機構(例如證券商)所報出的買入及賣出價格³²¹。但假如是非公開發行公司，這個問題就會變得很複雜，依據 ERISA 的規定，係指受託人或名義受任人依據計畫文件及主管機關規定下，「善意」訂立的「公平市場價格」。若計畫文件未有規定，現有的評價標準只能依據美國勞工局的命令³²²，而這份命令相當模糊不清，自然會使公司及大股東盡量將股票價格訂高，這對許多參加人是不利的³²³，勞工局雖然為了回應這個問題，要求應有獨立鑑價人參與，但鑑價人的選任及鑑價程序仍操控在受任人的手上，除非外部受任人³²⁴有力量出來阻止，否則這些鑑價人恐怕仍然要屈服於公司經營者的壓力下，「真正獨立的」鑑價人在市場上兼公司經營者身分的受任人面前是不會受歡迎的，這些人真正需要的是能為其利益而非為大部分的參加人利益著想的鑑價人³²⁵。也因此，即使多了鑑價機構，使鑑價偏袒公司經營著的力量始終存在。

³²⁰ ERISA § 408(e).

³²¹ ERISA § 3(18).

³²² 請參閱本文第二第二節第十三章。

³²³ 對即將退休的參加人及受益人則否，買進股票的價格越高，相對地也增加他們將股票回贖給 ESOP 的價格。

³²⁴ 指不具公司經營者身分的退休金計畫受任人。例如由員工所選舉出的員工持股委員會委員。

³²⁵ 現實的鑑價市場所需要的往往都是外表看似獨立且仰賴顧客為其增加知名度的鑑價集團，雇用他們的客戶正是因為他們有知名度卻又不過度獨立而雇用，See Richard L. Kaplan, *The Mother of All Conflicts: Auditors and Clients*, 29 J. CORP. L. 363,367-68.

既然無法用鑑價找出公平市場價格，那麼可否以受任人並非「善意」為由要求其對 ESOP 負賠償責任？在實務上仍然具有相當難度，雖然聯邦法院認為受任人須對「適當對價」負舉證責任³²⁶，但令人疑惑的是，聯邦法院將「善意」要件理解為謹慎義務，而非唯一利益原則或另一獨立之義務³²⁷。並認為滿足善意義務的條件是「詢問」(Inquiry)、及「良好知悉」(Well-informed)，如此理解所造成的問題是，老練的受任人及鑑價專家可以粉飾文件，建立看似合理的鑑價過程並相互掩護套招，藉此充分的證明股價確實有利於公司經營者。可想而知，法院想要挑戰這份文件的成本將會非常高。如果法院仍然堅持「善意」是謹慎義務，那麼比較好的方法應該是參考同樣其他 ESOP 受任人及鑑價專家在進行類似交易時所使用的鑑價模式³²⁸。

第四款、表決權行使的利益衝突

在公開發行公司，ESOP 參加人有權利對於所有股東會決議事項行使自己帳戶內股票的表決權。但是在非公開發行公司，這個權利被嚴重限制，排除掉公司的例行性事項(例如選舉公司董事)。

學者有認為，槓桿型 ESOP 下，參加人有限度的表決權將被限制得更嚴重，原本按年資應分配到帳戶裡的股份只會以逐漸地以償還借款本金的比例去分配，剩餘的股份仍保留在未分配的臨時帳戶裡，而這些未分配的股份只能由 ESOP 受任人所行使，因此即使 ESOP 藉由借款購入 100% 的公司股份，員工也只是能與公司分享盈利，卻無法如一般股東般參與表決，凝聚對公司的向心力³²⁹。受任人若身兼公司經營者，即使已出售大量公司股票，對於公司大部分事項的表決權，都仍然掌握在公司經營者手中³³⁰。另外在公開發行公司，公司經營者對 ESOP 的掌控雖然不如非公開發行公司的

³²⁶ Henry v. Champlain Enters., Inc., 445 F.3d 610, 619 (2ND Cir., 2006).

³²⁷ Id., at 621. (Stating that “To qualify as a prudent fiduciary under § 408, U.S. Trust must show that the CommutAir ESOP paid no more than “the fair market value of the asset as determined in good faith by the trustee or named fiduciary.....”)

³²⁸ Supra note 43, page 19.

³²⁹ Id., pp. 19-20.

³³⁰ 事實上即使是員工有表決權的重大事項，公司經營者都還是有辦法介入控制的，已知名的論壇公司(Tribune Company)破產案為例，透過借款買入公司股票的大股東 Sam Zell 將其所有持股皆賣給 ESOP 以償還銀行借款，但手上仍持有未來以 50 億美元買回公司 40% 股份的認股權憑證(Stock warrants)，只要公司價值不減少，未來隨時能再度掌握股票，當公司面臨重大決策時，Sam Zell 只須將股票買回，臨時帳戶內的股票即使受任

ESOP，但在重大政策決議時，公開發行公司的 ESOP 並不適用內地稅法第 409 條 e 項第 5 款，因此受任人行時臨時帳戶內之表決權並不受一股一表決權原則及參加人多數決之拘束，這使得 ESOP 成為一個有效的反併購工具。不僅股票不會落入敵意併購者手中，還可以將其用以支持公司經營者。

關於表決權尚有一問題須探討，受任人行使臨時帳戶內的股票表決權，會受 ERISA 受任人義務限制到何種程度？聯邦第六巡迴法院認為，當公司董事指示 ESOP 受託人對董事改選行使有利於己的表決權，並不違反 ERISA 下的受任人義務³³¹。然而聯邦最高法院認為這種情形下仍應有受任人義務的適用³³²，由於受任人與 ESOP 間已有利益衝突，且受任人行使表決權之行為如果確實用於鞏固經營權或是阻礙他人獲得公司經營地位，則應認為其重視他人利益甚於 ESOP 利益，已經違反了唯一利益原則，應負損害賠償責任。

第二項、ESOP 與謹慎義務及多元化投資義務

多元化投資義務是穩健投資的基本原則，同時也是謹慎義務下重要的子義務，本文前部分已提及，多元化投資可消除非系統性風險，因此理性的投資人會選擇多樣化的投資標的達到預設風險中的最高報酬或預設報酬中的最低風險，但是 ESOP 於內地稅法及 ERISA 下的定義原本就是主要投資於公司股票的退休金計畫，計畫文件多半已寫明 ESOP 須持有公司股票的數額及比例，且參加人也無法自由選擇投資其他項目，除非年齡達到 55 歲且參加 ESOP 超過十年，才會因即將退休而滿足起有限度的風險需求。反對 ESOP 的人多半對 ESOP 未能符合現代投資理論提出強烈質疑，甚至認為其

人行時表決權須受內地稅法 409 條 e 項第 5 款全體員工多數決的拘束，一旦賣出後員工多數決便無干涉之餘地。以上可參閱 New York Times, *Workers Pay for Debacle at Tribune*,

<http://dealbook.nytimes.com/2008/12/09/workers-pay-for-debacle-at-tribune/?scp=5&sq=%22tribune%22%20%20%20%22warrant%22%20%20%20%22sam%20zell%22&st=cse>，最後瀏覽日期：2011 年 8 月 20 日。

³³¹ See *Grindstaff v. Green*, 133 F. 3d 416, 424-425 (6th Cir., 1998)(stating that "ERISA specially anticipates and authorizes the 'dual role' of the directors and plan fiduciaries in the ESOP context.)

³³² See *Newton v. Van Otterloo*, 756 F. Supp. 1121, 1128 (1991)(Holding that the right to vote unallocated shares in contested election of incumbent directors was subject to fiduciary rules). See also *O'Neil v. Daviss*, 721 F.Supp. 1013 (1989)(Stating that "Participant in employee stock ownership plan stated claim under ERISA for breach of fiduciary duty in connection with trustees' voting of shares to further their personal interests, rather than interests of plan participants.")

嚴重侵害退休金計畫穩健投資保障員工退休生活的最初目的³³³，本文於前章亦已提出質疑，現行的分散投資規定保護作用不足。事實上，即使是 ESOP 支持者，也承認集中公司股票超過總資產 20%「可能是太過集中於同一資產的」³³⁴。惟在 ESOP 經濟民主理論及員工退休生活保障的權衡下，立法者既已作出權衡，司法者僅能從解釋面上盡量保護員工之權益。

ERISA 雖然特別針對 ESOP 排除多元化投資義務的適用，使受任人不須對未分散投資所帶來的鉅額風險負責，但許多原告仍然會主張應課與受任人強化的謹慎投資義務，已因應過度集中於公司股票所帶來的風險。對此，大部分的法院都認為不應課與受任人一個強化的謹慎義務（Enhanced Duty of Prudence）去調查目前投資股票的狀況³³⁵。但仍然有法院認為在某些情況下會誘發這種義務出現³³⁶。

事實上，在計畫條款已要求受任人必須購入一定數額公司股票的情況下，要成立這麼一個強化的謹慎義務是非常困難的，只有在少數特別的環境下才有可能出現，因為投資單一股票本來就會面臨較高的投資風險，且立法政策已經暗示著法院不應自行創造標準干預投資³³⁷。因此，法院通常會要求原告應顯示一定的證據證明在當時情況下受任人應暫時擱置計畫條款調查是否應買入或賣出股票³³⁸。也因此，下一個強化謹慎義務的問題是，法院是否應先推定受任人對於其投資已盡謹慎義務，留待原告推翻？這個爭議在聯邦第三巡迴法院 *Moench v. Robertson* 案中出現了解答。該法院認為，為了尊重委託人希望投資於公司股票的目的，投資在公司股票應該被推定是謹慎的，但

³³³ Supra note 43, pp.6-10.

³³⁴ See Croey Rosen et. al., *EQUITY: WHY EMPLOYEE OWNERSHIP IS GOOD FOR BUSINESS*, NCEO published, page 15 (2005).

³³⁵ See *Hull v. Policy Systems Corp.*, 2001 U.S. Dist. LEXIS 22343, at 26-27 (2001), (Holding that ERISA does not impose different standard of care regarding investments in company stock as opposed to other stock). See also *Howell v. Motorola, Inc.*, 337 F. Supp. 2d 1079, 1089-1092 (2004); *Crowley v. Corning Inc.*, 234 F. Supp. 222, 230 (2003), (Holding that no reason plan committee members knew or should have known company filings were false or misleading).

³³⁶ See *Keach v. United States Trust Co.*, 240 F. Supp. 2d 840, 845 (2004), (Holding that drop in ESOP value should have triggered some type of investigation as to cause possible recovery of lost assets).

³³⁷ See *Monench v. Robertson*, 62 F.3d 553, 568-69 (3rd Cir., 1995).

³³⁸ See *Wright v. Oregon Metallurgical Corp.*, 360 F. 3d 1090, 1098-1099 (9th Cir., 2004). See also *Kuper v. Quantum Chem. Corp.*, 66 F.3d 1447, 1459 (6th Cir. 1995).

是原告如果可以證明受任人接收到了環境變化的訊息，例如公司股價崩盤，且環境變化已經嚴重到無法再堅持委託人的目的時，便可推翻上述推定³³⁹。此後大部分的法院都採用 *Moench v. Robertson* 案之見解³⁴⁰，唯仍然有少數判決認為，當計畫條款已經強制受任人必須將計畫資產全部投資於公司股票時，沒有任何義務可以超越計畫條款³⁴¹。在實務操作上，重大環境變化的認定非常嚴格，原告能舉證成功的機會並不多，通常在被告向法院聲請原告之訴駁回(Motion to dismiss)的程序審理階段便遭法院駁回。因此適用的結果和少數判決其實相差無幾。

任何賣出公司股票的決定都不會是憑空發生的，在 ESOP 計畫條款的規定下，受任人有義務將 ESOP 的資金主要投資在公司股票上，假如受任人決定要賣出全部或大部分公司股票，導致賣出後剩餘的股票已不符條款規定的數量或比例，一般實務操作下通常是由公司修正計畫條款以允許受任人作出決策。法院通常也會認為修正條款後賣出股票的行為是謹慎的³⁴²。然而法院也表示，未依計畫條款規定或參加人指示就減少原本要求的持股數額，可能會增加違反受任人義務的風險。這是因為賣出股票可能會導致股價下跌。這會傷害 ESOP 並且引發證券訴訟³⁴³。

另一個在謹慎義務上也常出現的爭議是在決定買入或賣出股票後的評價問題。在這裡必須要提到的是 *Donvon v. Cunningham* 判決³⁴⁴，*Cunningham* 是 Metropolitan Contract Services(非公開發行公司，以下簡稱 MCS)公司的董事長，持有 100%MCS 公司之股份，MCS 公司在 1976 年成立 ESOP 後，公司董事會便指定自身成為 ESOP 的管理委員會。ESOP 為了給予參與之員工股份，便向 *Cunningham* 進行兩次交易購買股

³³⁹ *Supra* note 337, pp. 568, 572 (3rd Cir.,1995).

³⁴⁰ See *Kuper v. Quantum Chem. Corp.*, 66 F.3d 1447, 1459-1460(6th Cir. 1995).See also *Wright v. Oregon Metallurgical Corp.*, 360 F. 3d 1090,(9th Cir., 2004); *In re Duke Energy ERISA Litigation*, 281 F. Supp. 2d 793-794 (2003).

³⁴¹ See *In re Dynegy Inc. ERISA Litigation.*, 309 F.Supp. 2d 861, 890-92 (2004).

³⁴² See *Thompson v. Avondale Indus., Inc.*, 2003 U.S.Dist. LEXIS 2318, at *35-40 (2003)(Holding that decisions to diversify was prudent: fiduciaries retained expert advice; stock had been volatile and business was very risky because it depended on one major client, the NAVY; and older age of participants made them less able to weather downturn.)

³⁴³ See *LaLonde v. Textron, Inc.*, 270 F.Supp. 2d 272, 280 (2003).

³⁴⁴ See *Donvon v. Cunningham*, 716 F. 2d 1455 (1st Cir., 1983).

票，這兩次交易的價格都是基於一個交易雙方認為公平的鑑價所作成，但這個鑑價時點在第一次交易的 13 個月前，在第二次交易的 20 個月前。法院因此拒絕採用這個主觀信賴的鑑價價格，並表示「只憑純潔的心和善意是不足的」³⁴⁵，法院認為受任人沒有將時間變化及鑑價的依據納入考量，因此已經違反了採用鑑價價格進行交易的謹慎義務，但法院也拒絕採用原告勞工局的嚴格標準，勞工局要求被告所採之鑑價必須符合 Rev. Rul. 59-60 的 8 項標準，缺一不可。法院認為勞工局的標準過於嚴格，勞工局所發布的命令只是評價標準之一，並不是絕對。法院表示，評價非公開發行公司之股份本來就是一門不精確的科學，並不能只因為稍為不符合 8 項標準中的其中一兩種便認為有違謹慎義務³⁴⁶。法院認為，謹慎義務的標準最終仍須回歸受任人是否「適當對價」的價格。這可以經由在當時環境下是否已做到公認的謹慎調查來作判斷³⁴⁷。

第四節、小結

本章從信託法下的受任人義務介紹到 ERISA 的受任人義務，這樣的安排是希望規範密度的研究，在 Oliver Williamson 的經濟與組織理論下，為 ERISA 下的退休金計畫及 ESOP 尋求其定位。依據 Williamson 的理論，廠商組織的建立及其規模的擴張，雖然可減少外部交易成本，但同時也提升內部管理成本。為了解決管理問題只能委託專業之人處理，但這也會產生代理成本。隨著複雜度的上升導致代理成本的增加，吾人需要更完善的受任人義務來解決此一問題。

以謹慎管理義務為例，統一信託法典 804 條針對一般信託的謹慎管理義務只要求依據個別信託的目的及其他情況，而有不同之要求，但最少仍應盡到一般謹慎之人處理自身財產的標準。而在投資信託，從 20 世紀初各州所採取的法律清單模式限制投資項目可以看出，其謹慎管理標準顯然高於一般信託，直到引入現代投資人理論後，投資信託改採謹慎投資人原則，標準雖然較法律清單模式為寬鬆，但仍增加警戒義務，因仍較一般投資的謹慎管理義務嚴格。至於 ERISA 下的謹慎義務，由於採取的是謹慎專家義務，已同為專家之人的標準來判斷是否謹慎，其要求又更勝於投資信託，這是

³⁴⁵ Id., at 1467.

³⁴⁶ Id., at 1473.

³⁴⁷ Id., at 1467-68.這裡的公認(Prevailing)指的應該是指專家的公認，例如一般會計師依公司的情況通常會採取的評價標準，而非一般人的公認，如此才能符合員工退休金保障法採取較信託法更高要求的專家謹慎義務規定。

因為退休金計畫相較於投資信託除了更要求收益之穩健外，也為了搭配公司的提撥與分配制度，在受託人的分工上相較於投資信託也更為複雜，除了投資經理人外，也需要有數名計畫管理人負責計算每位公司員工的年資、報酬額及審核離職原因，再視其為一次領足或分期領取給予不同的給付。與投資信託單純收受投資人資金進行投資後再依投資成果領回，甚至為了確保信託管理的穩健，有時還須組成受託人會議或管理人會議決議信託重大事項，顯然組織的複雜程度更高於投資信託，故亦須搭配更高要求的受任人義務。當然這樣的論理在與同樣複雜甚至更複雜組織下的公司受任人注意義務相比，似乎嚴格許多，惟吾人必須了解，退休金信託在外部監理下，雖然有美國勞工局、國稅局甚至證管會的多重監理，但是在內部監理的部分則相當薄弱，ERISA或內地稅法並未要求對於受任人必須設立如監察人或獨立董事等內部監理機關，亦未要求受任人的選任必須有何種固定的模式（基本上投資經理人、計畫管理人或是受託人都是憑藉公司給予員工的定型化退休金契約條款擬定之方法所選定），一切全依契約自由原則。既然組織法規定較為薄弱，便只能透過強化受任人義務來消弭代理成本。

但到了 ESOP，呈現出來的風貌又與一般的退休金計畫相當不同，除了參加人是公司員工外，由於 ESOP 通常持有大量公司股票，與公司的連結度相較於一般退休金計畫更高，這為員工帶來的結果是有利有弊，利的是員工可以更有力量參與公司經營，並且享受其所帶來的成果，弊的是員工無法迴避非系統性風險。這在公開發行公司的 ESOP，員工同時身兼公司股東，其所持有的股票可以受到公司法的保護，尚稱合理。但是在非公開發行公司，其受到公司法的保障程度顯然較低，某程度上僅能仰賴 ESOP 受任人為其監控公司。惟如此吾人可發現，身為公司股東的 ESOP 參加人，竟然需要透過雙層的組織架構（公司—ESOP）為其管理財產，其代理成本相較公司及一般退休金信託更高³⁴⁸。為了維護非公開發行公司現有經營者的經營地位，竟然去減損用退休金承受風險的股東—參加人利益（更何況非公開發行公司的經營者原本便可自行選擇是否採取 ESOP 或其他種類的退休金計畫），本文以為這在立法上顯然失衡。

此外，為了收購公司股票，ESOP 放棄了 ERISA 規範甚嚴的關係人交易禁止事項，

³⁴⁸ 學者有認為，ESOP 可取代一般公司的內部規範，使員工與公司的利益相同，減少代理成本。Supra note 45.. 唯本文以為，與員工的利益衝突雖然減少了，但員工對於公司所能作出的決策有限，為公司帶來的風險較小。而原本可約束公司經營者的藩籬卻消失了，且組織架構亦變得更複雜。整體而言，公司面臨的代理成本仍較未施行 ESOP 前為高。

「適當對價」的標準原本便過於抽象，且在實務的操作下已流於程序標準，未去檢驗實質上對 ESOP 是否有害，這在一般的退休金計畫甚難想像會發生，蓋一般退休金計畫或多或少受有公司提撥，與公司本來便存有利害關係，故 ERISA 特別限制退休金計畫不得與公司及其他與公司有關人士進行交易，ESOP 為了取得股份，不得不與現實妥協，打破這個規定。但對此仍應提出合宜的利益衝突防免方案。「適當對價」與謹慎義務的實質內涵有何差別？本文分析了美國發相關判決後，並未發現有何重大不同，則對於參加人利益衝突的保護似乎被削弱了。ESOP 雖可提升公司績效，但為了未來可能增加的績效便先帶給參加人更大的代理成本，本文亦認為仍有待修法調整。



第五章、 員工持股計畫與其他法律的適用問題

第一節、 員工持股計畫與公司法的適用問題

第一項、 法律適用的優先順位問題

不同於大部分的聯邦法規，ERISA 規定它優先於州法適用，ERISA 第 514 條 a 項規定，除非有例外條款，否則本法優先於到目前為止所有關於退休金計畫的條文優先適用³⁴⁹。州法包含所有法律、命令、行政解釋³⁵⁰，514 條也是目前聯邦法中範圍最大的優先條款。因此，有關於 ESOP 的一切法律問題，即使州法已先有規定，仍應優先適用 ERISA 規範。以德拉瓦州公司法為例，一個取得一家公司 15% 股份以上之股東(利害關係股東，Interested stockholder)，不得在三年內對該公司進行合併或類似的交易，除非他能在獲得 15% 以上股份的交易中取得 85% 以上之股份³⁵¹。而這個條文有一款但書表示，為了計算何人為公司明顯的控制股東，如果 ESOP 參加人沒有決定 ESOP 所持有的股票買進或賣出的權利，那麼 ESOP 所持有的股份便不被計入 85% 的股份範圍內。在 ERISA 的優先適用下，這裡所指的股份是未分配臨時帳戶的公司股票，因為 ERISA 的受任人規定允許受任人對買入及賣出股票享有裁量權，因此在未分配臨時帳戶的股票不應該被計入 85% 的持股範圍，進而使經營者藉由法律規定永保權位，至於已分配至個人帳戶之股份，員工對之仍享有表決權，且在離職後亦可自主決定將股票賣給利害關係股東，不會成為經營者保護自己經營權的工具，故無扣除之必要³⁵²。

第二項、 ESOP 管理與公司經營之切割

由於美國實務已經承認 ESOP 受任人可以兼為公司經營者，然而 ESOP 受任人與委託人/公司經營者的身分要如何在 ESOP 畫出一道清楚的線，在美國實務上向來是個備受討論的問題，尤其在非公開發行公司的 ESOP(佔所有 ESOP 比率超過 90%)，為確保經營權不會落入外部人手中，ESOP 管理人通常是由公司經營者兼任或受公司經營者控制。因此公司經營者所作出之經營判斷，如果會影響 ESOP 收益或導致 ESOP 受有損害，身為股東及參加人雙重身分的員工，應依公司法或 ERISA 救濟之？即為本文

³⁴⁹ 例外不被排除適用的州法包括刑法以及規定保險、銀行與證券的州法律，ERISA § 514(b).

³⁵⁰ ERISA § 514(c).

³⁵¹ Del. Code § 203.

³⁵² Supra note 89, pp.312-313.

以下所要討論之問題。

委託人/公司經營者的權限在美國實務見解中，包含創設、修正及終結退休金計畫，不包含 ESOP 之經營管理，在公司正常運作下通常不會引發 ERISA 受任人義務問題，然而當公司股價遭逢嚴重下跌時，這條區分董事或經理人履行的是公司法下受任人義務或 ERISA 受任人義務的線就開始變得模糊了。在 *Husvar v. Rapoport* 案中，第六巡迴法院也承認公司的經營判斷並非 ERISA 的範圍。在本案中，原告 Husvar 是非公開發行公司 Mosler, Inc. 的員工兼 ESOP 參加人³⁵³，被告 Rapoport 是公司的董事，對公司的董事提起違反公司受任人義務導致公司股價下跌的訴訟。原告主張雖然公司的財務狀況並不好，但董事仍持續給予自己高額的報酬及紅利，並且濫行發放股票，導致公司股價下降至少 80%。被告則辯稱原告主張錯誤，因為這個案子涉及的應該是 ERISA 下的受任人義務³⁵⁴。法院最後認為，當公司經營者在他不管理計畫資產的時候，他當然可以為了公司的利益作出經營判斷，這並非 ERISA 所禁止的事情。雖然公司不當經營會導致 ESOP 價值下跌，但這個不當經營行為並不涉及 ERISA 提供給參加人的保護。法院區分了 ESOP 的不當經營及公司的不當經營，且認為只有前者才是違反 ERISA 的受任人義務。法院並指出，所有公司的重大決策都會影響股票價值，但這只是一時的，而 ESOP 是長久的，最終員工能將會得到它所帶來的好處³⁵⁵，因此原告所應追究的，應該是 ESOP 受任人有無不當之行為導致 ESOP 資產價值下跌，而非針對公司受任人之行為提起訴訟。

假如每個法院都採取這樣的見解，那麼這個問題就很容易解決，但許多法院經常不急著駁回原告之訴，而是給予他們時間去決定要對哪個法院提起何種違反受任人義務的訴訟，這也導致了被告同時承擔被追訴公司受任人義務或 ERISA 下受人義務的風險。在 *Eckelkamp v. Beste* 案，同樣也是身為參加人及員工的原告對身兼公司董事及計

³⁵³ 原告的身分是 ESOP 參加人，而非已領取股票的受益人，因此其尚未擁有股票所有權，唯這個判決卻未以原告不具股東身分為由駁回其訴，似乎肯認分配至個人帳戶的股票可以使參加人有對公司受任人提起代表訴訟的權利。

³⁵⁴ See *Husvar v. Rapoport*, 430 F.3d 603, 605-606 (6th Cir., 2005). See also Jayne E. Zanglein & Susan J. Stabile, *ERISA Litigation*, The Bureau of National Affairs, Inc. ,pp. 657-658 (2005).

³⁵⁵ *Id.*, 此外，本案判決也指出，原告訴狀上所要挑戰的都是公司法受任人義務的問題，其無意追訴計畫受託人的受任人義務，因此並不涉及員工退休金保障法的優先適用問題，聯邦地方法院未查，發聲管轄錯誤，應發回至德拉瓦州法院。

畫受託人的被告過度給予自己報酬的行為提起訴訟，但原告在這個案子的依據並非公司法上的受任人義務而是 ERISA 的受任人義務。法院認為原告的主張並無錯誤，針對身兼計畫受任人的公司經營者過度領取報酬的行為，ESOP 參加人可以選擇主張公司法上的受任人義務或 ERISA 的受任人義務，法院不需要對此去作出判斷³⁵⁶，雖然本案最後還是因為原告未能找出被告報酬過高的合理專家證明而被判敗訴，但至少可發現，由於公司經營對 ESOP 價值有一定影響，若此二組織體的受任人同一，某些法院將會寬鬆適用法規以避免被告逃避責任。

雖然上述兩個判決都是被告勝訴，但也並非所有 ERISA 下公司不當經營的訴訟都能有這樣的好結果。在 *Canale v. Yegen* 的案子裡³⁵⁷，原告 Canale 是 Yegen Holdings Corporation 的員工兼 ESOP 參加人，被告 Yegen 是該公司的發起人、高階經理人及 ESOP 管理人，ESOP 擁有 Yegen Holdings Corporation 股票，而該公司的主要資產都在一家叫 Integrity Insurance Company 的保險公司股票上(控股比率達 80%)。Integrity 公司因為被告 Yegen 掏空公司資產至其他受自己控制的公司並且隱匿財報，中於破產。本案聯邦地院認為，被告的財報不實行為並不構成一個可提起 ERISA 受任人義務訴訟的理由，然而，被告明知他自己的不法行為會對 ESOP 產生有害影響卻仍執意去做，這就創造了一個可依 ERISA 提起訴訟的理由³⁵⁸。法院另外補充，正因為被告知悉自己的不法情事，身為 ESOP 管理人的被告有義務代表身為公司股東的 ESOP 為公司對他自身提起代表訴訟³⁵⁹，如果他為了自身利益不去提起訴訟，便也違反了 ERISA 的受任人義務³⁶⁰。

聯邦第八巡迴法院最後總結了有兩種公司不當經營的情形，在公司經營者兼任

³⁵⁶ See *Eckelkamp v. Beste*, 315 F. 3d 863, 869 (8th Cir., 2002).

³⁵⁷ See *Canale v. Yegen*, 782 F. Supp. 963 (1992).

³⁵⁸ *Id.* at 968. (stating that “Defendants can be charged with knowledge of allegedly fraudulent acts of Integrity, its officers and directors, because defendants are the very individuals alleged to have performed or ordered the fraud allegedly perpetrated by Integrity. However, the basis of ERISA lawsuit is not the perpetration of the fraud on Integrity’s shareholder itself, but the fact that knowing the plan’s investment had been impaired by their own fraudulent acts, defendants, acting as fiduciaries, failed to take any steps to protect the plan’s assets from dissipation.”)

³⁵⁹ 員工退休金保障法的退休金計畫可否作為起訴或被訴的訴訟主體?這在員工退休金保障法 502 條 d 項有明文承認之條文。

³⁶⁰ *Supra* note 356, at 868, n.3.

ESOP 受任人時，參加人可對其主張 ERISA 的受任人義務³⁶¹。第一種是當 ESOP 所持有的股票受到被告操縱價格或盈餘分配，導致 ESOP 受有損害的情形；第二種是 ESOP 受任人未代表 ESOP 提起訴訟以挑戰自身不當經營公司的行為。本文以為這兩種情形其實可整合為一，就第一種情形而言，被告自己操控股價或過度分配盈餘導致身為股東的 ESOP 受有股價下跌或未能獲得分紅的損害，此時 ESOP 可對被告提起操縱股價或侵權行為之損害賠償訴訟，但被告身為 ESOP 受任人卻未提起訴訟或妨礙他人不提起訴訟，這樣的行為便違反了唯一利益原則。就第二種情形，被告違反公司法上的受任人義務導致公司受有損害，此時公司是直接受害人，股東僅是間接受害人，應透過代表訴訟請求賠償予公司。被告既為 EOP 受任人，便應代表身為股東的 ESOP 起訴或要求其他有權代表 ESOP 提起訴訟之人提起代表訴訟救濟之。如果未能提起訴訟，則被告便是將其個人利益置於 ESOP 利益之前，有違唯一利益原則。Husvar 案雖然嚴格區分了公司的不當經營與 ESOP 的不管管理，並且認為即使兩者受任人同一，公司不當經營之行為不當然表示 ESOP 參加人有權對 ESOP 受任人提起訴訟，這個見解理論上有其見地，但卻容易造成公司經營者玩弄退休金計畫以規避自身責任。因此實際上並不受聯邦最高法院及第八巡迴法院的支持，透過股東代表訴訟作連結，參加人可以找到合理化的依據向 ESOP 受任人請求損害賠償。

第三項、 ESOP 與經營判斷法則

第一款、 敵意併購與經營判斷法則

ESOP 有時會被用以作為敵意併購的防衛措施，在併購實務上，ESOP 常常扮演反對敵意併購的第三人(白馬侍從)，因為員工與公司利益產生休戚與共的關係，當敵意併購可能對員工權益發生危害時，ESOP 所持有之股份，即會支持公司現任經營者所為之決定³⁶²。這種防禦型 ESOP 可能會受到某些州的公司法所挑戰，因為它們被設立的目的是用來鞏固經營權，而非為了公司及員工福利所著想，這可能違反了公司法上的受任人義務。

³⁶¹ See *Martin v. Branch* 419, Nat. Ass'n of Letter Carriers, AFL-CIO, 965 F. 2d 660, at 666-667(8th Cir., 1992).

³⁶² See generally Mario L. Baeza, *Utilizing ESOPS as a Tool of Corporate Finance in Leveraged Buyouts, Acquisitions and Defensive Strategies*, in Practising Law Institute, *Financing Leveraged Buyouts and Acquisitions* (1989). 轉引自黃銘傑，*公司治理與企業金融法制之興革與挑戰*，元照出版，2006年7月，頁330。

不同於 ERISA 下的受任人義務，對公司董事而言，受任人義務並非一直都是非常嚴格的。法院通常會以經營判斷法則去衡量董事行為。所謂經營判斷法則（Business Judgement Rule）是保護董事基於合理經營目的所為行為之推定。在此法則下，原告必須先主張並證明足以推翻此項推定之事實。此項推定若被原告舉出之反證推翻，董事即負有證明其行為符合公平性之責任，始能免責³⁶³。經營判斷法則推定以下五個要件：1.一項經營決策（A business decision）；2.不具個人利害關係且須獨立自主（Disinterested and independence）；3.合理適當注意（Due care）；4.誠信（Good faith）；5.無濫用裁量權（No abuse of discretion）。當經營判斷法則介入時，董事會被推定符合以上要件，原告必須舉證推翻之。

然而，並非有經營判斷法則的保護，董事為了防止敵意併購設立 ESOP 便可安然無恙。假如併購威脅已出現，董事會設立 ESOP 的決策將將會被法院傾向於認定是出於鞏固自己利益的行為，依據聯邦法院見解，如果董事會成立 ESOP 的主要目的是為了鞏固經營權，那麼這個設立行為可能會被法院認為是無效(Invalid)的³⁶⁴。

然而自 1980 年代中期開始，德拉瓦州法院對於經營判斷法則即敵意併購防禦措施的適用慢慢發展出一套縝密的司法審查，以確保防禦措施的本質是在加強董事的繼續在位亦或極大化公司權益³⁶⁵，聯邦法院對於鞏固經營權的 ESOP 一律認為無效的見解開始有了不同的聲音出現。

在 Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co. 案中，德拉瓦州法院認為，由於董事有義務保護公司(包含股東)免於受到可被合理查覺的損害，因此董事會不只是一個被動的機構(Passive instrumentality)，當公司及股東面對一個公開收購時，董事有義務去決定這個收購是否符合公司及股東的最佳利益³⁶⁶，然而，很顯然地，董事會很有可能

³⁶³ 參閱劉連煜，董事責任與經營判斷法則，月旦民商法雜誌第 17 期，2007 年 9 月，頁 188。承認經營判斷法則的理由包含鼓勵適格之人勇於擔任董事、承商業決策精常伴隨風險與不確定性、避免法院陷入錯縱複雜得公司決策困境裡、防止股東過度干涉董事決策導致實質上由股東經營公司、股東可藉由投票制裁董事。

³⁶⁴ See NCR Corp. v. American Telephone & Telegraph Co., 761 F. Supp. 475, 500-501 (1991), (Stating that” Evidence showed that corporation's employee stock ownership plan (ESOP) was not benefits related but rather was attempt by management to impede corporate democracy and to perpetuate management's control of company, and, thus, plan was invalid and unenforceable.”). See also Norlin v. Rooney, 744 F. 2d 255 (2nd,1984).

³⁶⁵ 參閱林國彬，董事忠誠義務與司法審查標準之研究，政大法學評論第 100 期，2007 年 12 月，頁 195。

³⁶⁶ See Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946, 954 (Del. 1985)..

考量自身利益勝於公司利益，因此在適用經營判斷法則之前，應先課與其加強義務(Enhanced duty)並由司法機關加以審查³⁶⁷。法院審查的要件有二，只有當以下兩個要件符合後，董事才能享有經營判斷法則的保護：1.該敵意併購已經對公司造成威脅(Threat)，而董事有必要運用公司資金除去該威脅；2.不能使用過度之方法(Dracon means)防止任何已經出現之威脅³⁶⁸。被告董事必須就這兩個要件負舉證責任。對於第一個要件，被告只要證明敵意併購對於公司有何不利，即以滿足，但第二個要件「過度」一詞則存有模糊空間³⁶⁹。相隔十年後，德拉瓦州最高法院對於 Unocal 原則再度表示意見³⁷⁰，法院認為，在運用 Unocal 原則時，必須同時要求實質(Substantive)及程序本質(Procedural nature)，以判斷是否符合經營判斷法則之要求，如非過度，始再審查其是否符合比例性(Range of reasonableness)，如果法院認為若防禦措施仍使敵意併購者可以有其他方式，例如徵求委託書(Proxy contest)而取代現任董事，此時被告即已完成舉證責任，而使審查標準退回到經營判斷法則，由原告負舉證責任³⁷¹。

而為了防止敵意併購的目地實施 ESOP，是否可以符合 Unocal/Unitrin 原則呢?在這裡必須要介紹的是 Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corp. 這個經典的德拉瓦州判決³⁷²。

第二款、Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corp. 案介紹

本案被告 Polaroid Corp. 是一間知名的相機公司，從 1937 年成立至今，發明了許多劃時代的產品，其中最著名的莫過於拍立得相機。但是這樣的成就並不保證 Polaroid Corp. 營運一定成功，從 35 釐米底片機及相片出現後，拍立得公司就開始成為了被併購的最佳對象，因為以下幾點原因：

1. 它的股價正處於低點。
2. 它並未背負龐大債務。

³⁶⁷ Id.

³⁶⁸ Id., at 955.

³⁶⁹ 同註 365，頁 197。

³⁷⁰ See Unitrin v. American General Corp., 651 A. 2d 1361 (Del. 1995).

³⁷¹ 同註 365，頁 197。

³⁷² See Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corp., 559 A. 2d 257 (Del. 1989).

3.它所握有的專利使它有龐大的潛力對 Kodak 等知名相機公司提起訴訟求償。

因此在 1988 年的春天，原告 Shamrock Holdings, Inc. 以每股 30-35 元的價格從市場購入了被告 5% 的股份，準備以此為跳板購入更多。同年 6 月 17 日原告與被告的 CEO 以電話方式展開第一次協商，但協商很快就破滅了。同年 7 月 12 日，被告董事會決定展開一下複雜的計畫改變公司未來方向，包括：1. 成立一個持有被告 14% 股份的 ESOP；2. 承諾開發 35 厘米底片的市場；3. 提出更多多樣化使公司更有效率及節省成本的方法。成立 ESOP 將會使原告收購被告股份變得更為困難³⁷³，並且對外發布新聞稿。原告聽聞此項消息後，立刻以每股 45 元的價格展開公開收購並提起訴訟，主張成立 ESOP 已使董事違反受任人義務，因為被告的董事會並未分析 Unocal 判決便急著做出決定。被告對於原告的公開收購，亦提出了以下幾點理由，建議股東勿將股份賣給原告：

1. 收購價格不足。
2. 假如原告並購成功，將會因為原告的借款使被告背負龐大債務。
3. 被告的前景遠比原告所想得更好。
4. 被告目前正對 Kodak 公司提起專利訴訟，若遭原告收購可能會因為併購借款亟須償還，導致提前和解，使原本可取得的高額賠償金減少。

這個併購案件的成功與否，最後關鍵仍在於法院對於設立 ESOP 行為的效力，若 ESOP 無效，原告的公開收購便有更大的可能性。若 ESOP 有效，搭配鏡像表決條款，加入 ESOP 的員工勢必不願面對槓桿收購緊接而來的裁員可能性。則 85% 的門檻對於原告來說幾乎不可能成功。法院在 1989 年的 1 月 6 日宣告了判決，被告的 ESOP 獲得法院確認有效。

本案的法院基本上也採用 Unocal 判決，認為當公司經營者面臨敵意併購時，雖然也有經營判斷法則的適用，但是在此之前，董事必須先有合理基礎相信已經有一個影

³⁷³ 德拉瓦州公司法 203 條雖然對於持股達 85% 的限制合併規定為 ESOP 開設了例外，但對於已分配至個人帳戶的股份是無法適用例外規定的。此外 ESOP 如果設置了鏡像表決條款（本案便是這種情形），員工便可參與決定買入或賣出股票，203 條的例外規定便無適用可能，只要員工不反對現任公司經營者，敵意併購者想要一次取得 85% 股份，難度將會增加許多。

響公司政策及存續的危險存在，而且董事對於該危險所採取的措施必須與危險有合理關聯性，亦即不能無效，但也不能過度³⁷⁴。由於被告未能適當提出原告的併購確實已對被告造成威脅的證據，因此不符 *Unocal* 案標準，但法院並未因此認定該設立 ESOP 的行為無效，而是進入整體公平測試(Entire fairness test)，由法院衡量設立 ESOP 的行為是否公平³⁷⁵。

原告在此主張，ESOP 對併購而言是永久性的阻礙，對併購者來說是不公平的，不符合 *Unocal* 判決的要求，但是法院認為即使是因為了反對併購所成立的 ESOP，也不能因此就導出是不公平的，雖然有證據顯示經營者事先對員工做出就業保障的承諾。但沒有證據顯示 ESOP 在本案中是一種鎖住股票不外流的手段且因此導致被告及背後的投資人受有損害³⁷⁶，法院認為，本案中反而要考慮的問題是被告以發行新股的方式給予 ESOP 14% 的股份，被告雖然因此獲得 3 億元，然而被告並沒有義務自市場上購回相同數目之股票，這將會導致公開市場上的投資人受有股價下跌及盈餘稀釋(Dilute)的損害，每股盈餘將會從 0.25 美元將會從下降至 0.09 美元，然而這樣的計畫並不包含實施 ESOP 後欲期增加的收益。由於研就已經顯示 ESOP 對於增加產量確實有幫助，被告的經營者顯然是預期實施 ESOP 後增加產量所帶來的盈餘將會抵消股份稀釋後的

³⁷⁴ *Supra* note 372, at 270 (Holding that business judgment rule is available to directors even where they are responding to a takeover threat; however, before business judgment rule will be applied in that context, directors must establish reasonable grounds for believing that danger to corporate policy and effectiveness existed and defensive measure chosen by board must be reasonable in relation to threat posed.)

³⁷⁵ *Supra* note 372, at 271 (Holding that the duty of care claim and the issues with respect to the applicability of *Unocal* present legal and factual questions for which answers would be offered if necessary to the disposition of this case. However, neither a board's failure to become adequately informed nor its failure to apply a *Unocal* analysis, where such an approach is required, will automatically invalidate the corporate transaction. Under either circumstance, the business judgment rule will not be applied and the transaction at issue will be scrutinized to determine whether it is entirely fair.)，所謂整體公平測試，包含了兩個面向，其一是公平交易(Fair dealing)，此為程序要件，是指交易發動的時機、交易架構、對股東會及董事會揭露之程度等等過程是否公平；其二是公平價格(Fair price)，是指交易是否具合理對價性，這可以用市場價值、資產價值、公司營運能力及對未來價值的預估等等來作判斷，see *Weinberger v. UOP, Inc*, 457 A.2d 701,711 (Del. 1983).但整體公平測試原本是用來來檢測董事自我交易(Self-dealing)所創設的標準，相較於敵意併購防禦措施，是更明顯的利益衝突行為，*Shamrock* 案的法院表示，這個嚴格的標準主要還是適用在自我交易行為上，*supra* 372, at 275.唯究竟應放鬆至何種程度，法院亦未提出明確標準

³⁷⁶ *Id.* at 274.

不利影響，此外如果不以發行新股方式而是直接至公開市場上購入股份，購入成本因為原告的公開收購已經提高，將會導致被告需要用更多的時間及金錢才能取得股票成立 ESOP，為了即時設立 ESOP 增加公司盈餘，解決眼前的營運危機，被告選擇發行新股的手段是必要的。法院認為，考量處於被併購的狀態，以 3 億美元發行 970 萬股給 ESOP(換算每股約 31 美元)。相較於當時市場上的 42 元，被告經營者對於股價應該已經經過判定適當對價的程序，並且也是公平的價格³⁷⁷。

雖然 Shamrock 案作成時點在 Unitrin 案前，但已指出防止敵意併購的手段與目的間應有合理關聯性，因此 Unitrin 案法院也強調，Shamrock 案法院未對併購手段過度的問題提出質疑，這暗示著成立 ESOP 符合比例原則³⁷⁸。從 Shamrock 案與 Unocal 判決看來，吾人對於以防止敵意併購為目的所成立的 ESOP 可得出一個判斷標準，首先須探討有無威脅出現及方法是否過度(Unitrin 案已承認 ESOP 並非過度防禦併購的手段)，若符合此二要件，則進入經營判斷法則，由原告對經營判斷法則之要件負舉證責任。若不符合此二要件，董事則喪失經營判斷法則的保護，進入整體公平測試，判斷交易手段是否必要、交易價格是否公平，如果通過，則 ESOP 有效成立，若未能通過，則 ESOP 無效³⁷⁹。與聯邦最高法院見解以主要設立目的二分成立 ESOP 的效力，德拉瓦州法院對於以防禦敵意購目的設立 ESOP 行為的判斷過程顯然細膩許多。

但是 Shamrock 案未解決一個更困難的問題，設若 ESOP 在敵意併購發動時早已行之多年，但是在敵意併購發動後，公司受任人控制 ESOP 去抵制併購，不將 ESOP 所持有的股票賣給出價合理的敵意併購者，抑或在股東會決議時利用 ESOP 作出不利於敵意併購者的決議，此時應如何處理？關於前者，ESOP 受任人故意不做出有利於 ESOP 參加人或受益人的出售股票行為，可能違反了唯一利益原則，參加人或受益人可為了 ESOP 整體之利益對其提起損害賠償訴訟。除了損害賠償以外，公司受任人控制 ESOP 作出不利於敵意併購者的行為，是否可適用 Shamrock 案？在某些條件下，將 ESOP 所作出的反敵意併購行為認定為無效？本文以為，如果要避免公司受任人藉由

³⁷⁷ Supra note 372, at 272.

³⁷⁸ Supra note 370, at 1389.

³⁷⁹ 相同見解可參閱 Stephen M. Bainbridge, Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers, Corporation Law and Economics Foundation Press (2000), page 800,轉引自劉彥皇，公司敵意併購防禦措施之研究，中原大學財經法律學系碩士論文，2007年7月，頁162。

ESOP 的外衣規避司法審查，似乎有適用 Shamrock 案的必要，但是如此將使公司法受任人義務的違反效力跨足至 ESOP，對於 ESOP 的參加人是否是好事？恐怕不是件容易判斷的事。畢竟公司法上的受任人義務考量的是公司利益，與 ESOP 受任人考量的對象為參加人及受益人，畢竟有所不同。除非立法者作出抉擇，否則在現階段，即使 ESOP 受任人受到公司受任人控制，或是與受任人同一，仍不應將 ESOP 受任人對外所作出之行為認定違反 Shamrock 案進而無效。這與公司受任人以公司名義成立 ESOP 時尚未有 ESOP 受任人存在之情形有所不同。

第三款、ESOP 受任人與經營判斷法則

公司法上的受任人在執行職務時享有經營判斷法則的推定保護，而 ESOP 受任人在管理 ESOP 事務時，是否也享有相同的保護？對此聯邦最高法院並未發表意見，但第九巡迴法院向來的意見是反對經營判斷法則在 ERISA 的受任人義務上適用，在 *Donovan v. Mazzola* 案中，法院提到，退休金計畫違反 ERISA 時，應適用的是謹慎義務，而非經營判斷法則³⁸⁰，因為國會對於退休金計畫的執行有更多的要求，不能因為經營判斷法則而被輕忽了。到了 *Johnson v. Couturier* 案，巡迴法院又再度強調，身兼公司經營者身分的 ESOP 受任人在適用 ERISA 的受任人義務時，不能連州法的經營判斷法則也一併適用，因為 ERISA 是目前「已知的最高法律」(The highest known to the law)，否則將使明顯的自我交易行為免於 ERISA 的規範³⁸¹。由於 ERISA 的嚴格規定已經針對 ESOP 做了部分放寬，為了避免利益衝突的可能性再度提升，仍應以第九巡迴法院的見解較為可採。

第四項、公司法上受任人義務與員工利益

在 *Neil v. Zell* 案，原告 Dan Neil 是 Tribune Company 的員工，被告 Samul Zell 是 Tribune Company 的最大股東及董事長，原告主張被告及 Tribune Company 的董事明知 Tribune Company 經營不善，卻仍然為了 Sam 自己的利益輕率地成立 ESOP 並買入 Sam

³⁸⁰ See *Donovan v. Mazzola*, 716 F.2d 1226, 1231 (9th Cir., 1983) (Stating that “Prudent person test, rather than business judgment rule, was applicable standard in determining whether transactions of union pension fund trustees violated the Employee Retirement Income Security Act of 1974. Employee Retirement Income Security Act of 1974.)

³⁸¹ See *Johnson v. Couturier*, 572 F. 3d 1067, 1077 (9th Cir., 2009).

的股票。由於 Sam 本身是慣於收購垂危事業再加以包裝賣出的投資人，如同大多私募股權基金，Sam 是以 LBO 的方式購入大量 Tribune Company 的股份，故其積欠了銀行龐大的債務，一旦其無法將 Tribune Company 賣出，勢必血本無歸。因此其選擇與員工簽訂契約成立 ESOP 並決定 ESOP 受託人，再由 ESOP 受託人高價買入其股份以償還銀行債務，且保留未來可低價向 ESOP 回購股份的選擇權，最後 Tribune Company 財務惡化宣告破產，代替退休金的股票成為廢紙。原告對成立 ESOP 及 ESOP 買入 Sam 之股份都質疑其違反 ERISA 的受任人義務，唯聯邦法院一如以往，否定成立 ESOP 適用 ERISA 受任人義務的可能性，只就後者的合法性作審查³⁸²。

成立 ESOP 的行為既然無法適用 ERISA 的受任人義務，退而求其次，吾人可以思考，成立 ESOP 是否有違反公司法上的受任人義務？由於成立 ESOP 並未導致 Tribune Company 的財務繼續惡化，甚至可以將公司生命與員工退休金相連結，使員工竭盡所能挽救公司，整體而言，對公司及股東並無不利甚至可能是有利的，則似乎便無違反公司法受任人義務的問題。然而對廣大的員工來說，身為併購者的 Sam 為了節省公司費用，在入主公司經營後，很可能採取的手段便是裁員，為了保住自己的職位，在 Sam 的號召下成為 ESOP 參加人原本便是半強迫的，與股東相較，員工因為公司受任人的經營判斷加入了 ESOP 並導致其受有損害，此涉及所謂「公司利益」係指全體股東之最大利益，抑或包括其他利害關係人(Other constituencies)的問題。對於利害關係人理論，學說上向來有贊成說及反對說³⁸³，然而在美國法，現在已經有超過三十幾個州立法允許公司經營者在從事決策工作時，「可以」考量除了股東以外的利害關係團體的利益問題³⁸⁴。但是所謂「可以」考量，便表示即使未考量利害關係人之利益時，公司經營者亦無須對該利害關係人負責。德拉瓦州判決亦只課予陷入瀕臨破產的公司經營者需對債權人負起與股東相同之受任人義務³⁸⁵。

學者有認為，對於利害關係較一般利害關係人更深的公司參與者（Corporate

³⁸² See *Neil v. Zell*, 677 F. Supp. 2d 1010, 1023 (2009).

³⁸³ 肯定說及反對說之理由論述可參考劉連煜，同註 116，頁 37-39。

³⁸⁴ 參閱劉連煜，企業併購時董事之受任人義務－最高法院 99 年度台上字第 261 號民事判決及其歷審判決評析，2011 年公司法判決評釋學術研討會上午場講義，頁 12。

³⁸⁵ See *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*, 930 A. 2d 92, 101-102 (Del., 2007).

participants)，僅依契約作為保護是相當不足的³⁸⁶，因為這些公司參與者對於公司都有長期的信賴，在契約外的事項，公司經營者可以只為公司自由地作出經營判斷，這有可能無預警地提升公司的風險程度，減低長期契約的價值，降低公司履約的可能性。尤其在公司與員工的契約中更加地嚴重。因為公司的內部事項是由經營者單方面作決定的，員工不容置喙，甚至員工本身也只是經營者於公司內部自由處置的零件，經營者可以在契約與法律許可的範圍內盡情利用員工到極限去極大化公司與股東利益³⁸⁷，但在決策失敗時，卻又不容許員工對於公司提出任何要求以解決其未來薪資及退休金問題，其經濟上的弱勢與其他實力雄厚的債權人相比實有不足。債權人可以針對自己的債權與公司簽定提前到期約款或要求增加擔保品，但是員工見公司財務狀況不佳時，因為經濟實力的差異，不可能約定這類條款，也無法立即因應情勢要求經營者修正契約條款。在未有其他法律增訂以保護員工前，若能允許員工適時地對公司經營者提起間接訴訟以強化公司財務狀況，或許為可行之道。

以本案而言，公司經營者基於轉嫁自己風險的考量，成立 ESOP，由員工承擔垂危公司的投資風險，顯然係為了自己的私益而不顧員工的利益，如認為公司之利益包含員工的利益，則 Samul Zell 已違反了受任人義務中的忠實義務(Duty of Loyalty)，應對公司負損害賠償責任，如此除了在 ESOP 成立後檢視 ESOP 受任人的管理行為外，員工可以有更多保住退休金的機會。

在未來立法的路途上，如何限制 ESOP 成為公司內部人永保經營權甚至是移轉投資風險的手段？本文以為，只能透過表決權充分落實至每個員工身上來解決，當每位員工都能享有穿越投票及一人一表決權等權利，且該等權利及於任何股東會決議事項時，公司內部人對於將股票移轉給 ESOP 便會心存忌憚，當員工發現公司內部人所作決策將影響其退休金/股票的價值，便可透過行使表決權來捍衛自身權利，而不會坐視不良的公司受任人侵蝕公司價值。

³⁸⁶ 所謂的公司參與者，係指公司之經營者及股東，另外學者認為，與公司保持長時間契約關係之人例如長期借款人、無擔保債券持有人、長期員工、退休金領取者皆是。See Daniel J. Greenwood, *Democracy and Delaware: The Mysterious Race to the Bottom / TOP*, 23 YALE L. & POL'Y REV. 381, 391-292(2005).

³⁸⁷ *Id.*, at 397.

第二節、員工持股計畫與證交法的適用問題

第一款、 1933 年證交法

1980 年 2 月 1 日，美國證管會公佈了編號 33-6188 的新聞稿，該新聞稿的目的是為了處理退休金計畫在 1933 年證交法下的法令遵循問題。這份新聞稿指出，假如一個計畫受到公司支配，如同一家分公司(Affiliate)般，則當公司參與退休金計畫的買入及賣出公司股份行為時，退休金計畫買入及賣出公司股份的行為將會適用 1933 年證交法有關發行申請登記及反詐欺條款的規定³⁸⁸。至於 ESOP 將股份分發至個別參加人帳戶時則不被認為是一個需要向證管會申請登記的行為。這些在參加人帳戶內的股票在參加人離職後領出，便可自由交易，不須向證管會申請登記³⁸⁹。

如果公司賣給 ESOP 股票時並未向證管會申請登記，則計畫參加人在取得股票後可否自由賣出？證管會表示，假如滿足以下三個條件，參加人仍然可以再賣出他們所持有的股票：

1. 發行股票的公司有遵守 1934 年證交法第 13 及 15 條 d 項向證管會定期報告的要求。
2. 參加人取得的股票是在公開市場上賣出的。
3. 賣出的股票數額與公司發行給 ESOP 股票的數額是相對較小的。之後證管會又再度補充，所謂相對較小的數額是指公司發行給 ESOP 股份數額的 1%³⁹⁰。

第二款、 1934 年證交法

1934 年證交法是被設計用來規範交易上市證券的市場。它最重要的功能是要要求這些證券發行人持續地揭露重要證券資訊，這些要求會透過公開發行說明書、重大資訊公告及其他交給證管會的定期報告來完成。這些揭露義務也被加諸在持有大量公開發行股票之人身上，ESOP 即為其中之一。

針對 ESOP，1934 年證交法有幾個重要條文會對 ESOP 產生影響，分別敘述如下：

³⁸⁸ See SEC Release No.33-6188 (1980).

³⁸⁹ Id.

³⁹⁰ See SEC Release No. 33-6281 (1981).

- 1.1934 年證交法第 13 條 d 項：依據該項規定，與股票作聯結的退休金計畫（例如 ESOP、401(k)計畫），若其收購標的為公開發行公司股票，且收購數額超過該公司已發行股份總數 5%，則收購者必須在 10 天內提出報告交付證管會，報告內容包含了以下幾點：(1)退休金計畫之背景、國籍營業地點、憑證號碼以及其他足以影響交易作成之人的資料。(2)資金來源及交易代價。(3)購買股票之目的。(4)退休金計畫及關係人現有該股票的數額及其它可轉換成該股票之權利數額。(5)所有參與交易之人所簽訂的契約及為此進行安排的資訊。
- 2.1934 年證交法第 16 條(a)項³⁹¹要求直接或間接持有公司 10% 以上股份的大股東、董事、經理人必須要定期提交持股變化報告給證管會，而 Rule 16a-8(a)(2)再作補充，信託持有公司股票超過 10% 以上者，也需提交持股變化報告給證管會³⁹²。因此持有 10% 以上股份的 ESOP 也須定期提交持股變化報告。
- 3.1934 年證交法第 10 條的反詐欺條款，在 ESOP 成立後的任何買賣股票行為上都有適用，第 10 條禁止任何人對於證券買賣使用巧妙的詐術或虛偽隱匿致使交易人作出錯誤的投資決定。Rule 10b-5 則針對詐欺行為的定義作了更詳細的描述。但無論行為定義的再清楚，都還是會出現一個問題，如果證券詐欺發生在 ESOP 對公司或大股東買入股票時，則請求賠償的主體是 ESOP 或受分配之參加人？本文以為，交易既然發生在 ESOP 與交易相對人間，則受到直接損害者為 ESOP，應由 ESOP 提起訴訟救濟之。然而若交易相對人控制著 ESOP 受任人，或者交易相對人身兼 ESOP 受任人，而其故意散播不實資訊或隱匿重要資訊，使參加人或受益人未能事前加以反對或行駛多元化投資的權利，則此時救濟途徑有兩種方式：(1)由 ESOP 受任人對交易相對人依據 1934 年證交法第 10 條提起訴訟請求賠償。(2)如果受任人無法或不願為之，則依據 ERISA 第 502 條 a 項及 c 項，參加人及受益人可提起集體訴訟向受任人對於其退休金所造成的損害請求損害賠償，由於此時交易相對人居於可控制 ESOP 作出買入賣出行為的地位，因此

³⁹¹ Securities Exchange Act of 1934 § 16(a).

³⁹² 15 C.F.R. § 240.16-8(a)(2).

可被認定為 ESOP 受任人，便可對其請求損害賠償，至於其他協助不法行為的受任人，也將依共同受任人的規定負起連帶損害賠償責任。

第三節、員工持股計畫在台灣現行法下的適用問題

第一項、員工持股計畫在台灣信託法下的問題

目前台灣信託法對於信託受託人的規範有許多不足之處，美國統一信託法典將受託人的義務大致分成忠實義務、謹慎管理義務及公平義務，其中只有謹慎管理義務免強可認為規定在信託法第 22 條³⁹³，其它義務則付之闕如。但事實上信託法 22 條亦規定地相當簡略，僅要求所有受託人皆需對受益人負起善良管理人注意義務。信託在實務運作上可以是單純三方私人間的關係，也可以發展成不下於公司的資產規模，態樣相當繁雜，能否僅以單純的善良管理人注意義務一以貫之？恐怕值得思量。這與美國法區分民事信託及商事信託而有謹慎管理義務及謹慎投資人原則有所不同，我國法未深入研究的結果，雖然避免了謹慎投資人原則及法律清單模式的爭議，但全然不加區分的結果將產生更多模糊不清的疑點。試問投資信託的受託為了符合善良管理人注意義務，究竟須全然保守地購買低風險投資標的，亦或分散投資風險藉以最大化投資績效？參照信託法第 22 條之立法理由及其參考立法對象，似並未研究現代投資人理論會對注意義務產生何種影響。另外，善良管理人的標準亦可能會因為信託態樣的不同而有修正之必要。在一般民事信託，所謂的善良管理人注意義務或許只需能妥善地出租房屋、維修汽車即可。但在投資信託，受託人除了須有一定之勤勉，對於其專業能力亦會有更高標準的要求，甚至必須兼顧資本的安全性及合理的投資報酬率，否則即使未有虧損，因為通貨膨脹侵蝕掉資產的整體價值，仍應認為受託人辜負了委託人之所託，有違謹慎管理義務。本文以為，信託法 22 條實在不足以包容複雜的信託態樣，而有對於商事信託乃至退休金信託另定標準的必要。

至於漏未規定之忠實義務所可能衍生的利益衝突問題亦是值得吾人警覺的。現行信託法雖未明文，惟自 97 年 7 月 21 日台灣信託協會公布信託法修正草案後，其後的各版草案皆已增訂了忠實義務，差別僅在於款項位置的調整罷了。惟須考慮的是，是

³⁹³ 信託法第 22 條規定：「受託人應依信託本旨，以善良管理人之注意，處理信託事務。」

否對於利益衝突特別重大的行為增訂無效、撤銷乃至於效力未定的規定？例如受託人的自我交易行為，通常可被認為是受託人與信託的嚴重利益衝突，對受益人的利益極易造成侵害，此時便可考慮採取針對交易效力的事前防堵規定，而非留待事後求償，徒增訴訟成本。

第二項、 員工持股信託在台灣信託業法下之問題

員工持股信託是針對符合條件之員工所成立之金錢信託，由於招募之人數眾多，可能引起的財務風險巨大，因此有必要經信託業主管機關金融監督管理委員會審核，否則不得募集。雖然員工持股信託的投資標的為員工任職之公司股票，但這不當然表示員工便能取得受託人及該公司一切足以影響其決定是否參與員工持股信託的資訊³⁹⁴，因此仍以須依信託業法第 29 條經主管機關申報生效及其他規定要件為原則，進而適用共同信託基金管理辦法。

共同信託基金管理辦法為了確保廣大受益人之受益權不受侵害，訂有許多資訊揭露之規定，管理辦法第 4 條第 1 項要求受託人須向主管機關提供募集計畫書、信託契約及公開說明書等記載信託重要資訊之文件，此外也要求必須提供公開說明書給每位受益人並於信託業者營業處所備置，供受益人索取，這些規定有助於平衡股票在形式所有人與實質所有人之間所造成的資訊落差，惟美國 ERISA 特別考量了許多勞工對於投資其實不甚熟悉，只是因為有退休準備的需要才透過 ESOP 購置股票，為了弭平勞工對投資概念的不足，ESOP 所出具的公開說明書及年報等都必須出具簡明版本寄發參加人，確保勞工可完全理解投資資訊。管理辦法的另一個重點則在於利益衝突的防免，管理辦法第 17 條制定了信託業之董事、監察人及辦理共同信託基金業務之經營與管理人員不得從事列舉之違反信託本旨行為，諸如背信、洩漏投資消息、為自己或他人之利益買入賣出股票。第 24 條則另外考量信託經營之穩定，要求信託業運用共同信託基金，不得用於提供擔保或進行信用交易。且為免劇烈增加基金投資單一投資標的的風險及影響特定公司股價行情，第 24 條第 4 及第 5 款要求共同基金不得運用任一公

³⁹⁴ 募集與私募的區別，主要在於招募之對象是否為「特定人」，所謂「特定人」，學說認為，應以可否接觸「可據為保護是否值得投資之公司資訊」作判斷。亦即以應募人「保護之需要性」作為考量。即使應募人數不多，若欠缺此一要件，仍會被認為是募集行為，而有向主管機關申報之必要。參閱劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版，2007 年 2 月，頁 52-53。

司發行之股票、公司債、可轉換公司債及商業本票之總金額，超過投資當日該共同信託基金淨資產價值百分之十及投資當日該公司實收資本的百分之十。

以上嚴密的禁止規定可以大幅消除 ESOP 所引發的法律風險，但本文在此對於現行法仍有幾點建議：(1)17 條所謂「辦理共同信託基金業務之經營與管理人員」究竟僅是形式上認定共同信託基金的管理人亦或實質認定所有足以影響共同信託基金交易決定之人均包含在內？參照同辦法第 17 條有關管理人由信託業者指定的規定，應可認為是採形式認定，而這個問題在員工持股信託有其思考之實義。蓋國內大部分的員工持股信託多會成立員工持股委員會，而委員會代表人手握所有委託人之權利，在與受託人進行談判時足以產生強大的經濟上壓力。若代表人為了自己或他人的利益要求受託人或管理人必須作出某些有利於自己或他人的交易時，該如何處理？受託人或管理人雖可能因 17 條受罰，但員工持股委員會代表人卻可因此逃過一劫，或許在 17 條對於管理人員的認定可以放寬至「一切對基金有運用決定權之人員」。(2)24 條第 4 款及第 5 款將對員工持股信託收購公司股票產生割裂交易的問題。由於員工持股信託是主要投資於同一公司股票的信託，因此其單筆交易購入公司股票的金額極易超過當日基金淨資產價值的百分之十，如此勢必將交易切割成數次，徒增交易成本，此處或許可以考慮針對員工持股信託另設例外規定。(3)違反 17 條及 24 條的法律效果，在現行法制下，僅能依據信託業法第 56 條處新台幣 60 萬元以上 300 萬元以上的罰鍰，至於交易行為是否因此喪失效力？仍有待實務判斷此二條文是取締規定或效力規定而定，若認為是取締規定，恐怕使基金規模龐大的受託人生取巧心理，如違反規定的獲利超過上述罰鍰金額，一試無妨，這將使禁止交易規定的嚇阻不法效力被削弱，建議仍應針對違法事項之情結賦與無效、得撤銷或效力未定等不同效力。

第三項、員工持股信託在台灣公司法下之問題

台灣的員工持股信託屬於信託業業務之一種，因此員工持股信託的受託人為信託人，而管理人通常也是信託業內部的員工或經理人，且管理辦法第 16 條對於管理人員設有資格限制，因此至少在形式上，員工持股信託的受託人由公司內部人擔任的機會微乎其微，因此在台灣，員工持股信託之受託人與公司負責人的受任人義務區分，其實並不困難，原則上公司負責人的負責範圍應僅止於董事會決議發起員工持股委員會及之後賣出股票給受託人，便已了結。即使公司內部人可能擔任員工持股委員會之代表人，藉由決定信託基本架構及受託人薪資的機會使員工持股信託作出有利於該公司

內部人或公司之決策，但此亦僅屬於公司內部人對於所有參加人依委任契約負責之問題，與公司法上之受任人義務無關。至於員工持股信託有無可能成為反企業併購的工具？理論上，台灣員工持股信託的委託人為員工，公司負責人僅為眾多委託人之一員，影響力有限，且員工持股信託所能購買股票的資金全為員工自每月薪資中所提撥，無法如同美國 ESOP 可舉債購入大量股票，因此作為反併購的工具，成功的機會不似美國，但員工為確保其將來之生計，成立員工持股信託後，確實可能透過持股委員會代表人向受託人表示不支持敵意併購，但此時是股東自己拒絕出售股份，與公司經營階層的敵意併購防禦措施無關。

第四節、小結

由於 ESOP 是將計資產主要用於購買公司股票的退休金計畫，且亦不禁止公司經營者擔任計畫管理人等足以控制 ESOP 運作之角色，這導致公司經營者及員工的關係變得相當複雜，公司經營者可能也是 ESOP 受任人，而員工同時也身兼股東，但員工的股東身分並不如一般股東，因為員工是長期的將個人股票放置於 ESOP 的個人帳戶內，除非離職，否則無法任意移轉股票，這使其持續承擔投資單一股票之風險；此外，在非公開發行公司，員工一股東所受到的表決權限制更為嚴重，這導致公司股東無法有效監控公司負責人。另一方面，美國實務向來又嚴格區分公司事務及 ESOP 事務，身兼公司股東的原告如果不能確定自己起訴的身分及訴訟標的與事實，往往便會遭到法院駁回起訴，增加訴訟成本，在某些案子裡，原告直覺應以違反 ERISA 受任人義務起訴之事項，常因法院認定是公司之經營判斷而遭到駁回，徒費時間金錢。

某些法院發現這個退休金制度對於不理解法律的參加人來說過於複雜，便開始走向放寬對於訴訟標的與事實的限制，原告若以參加人身分主張 ESOP 受任人違反受任人義務，但起訴的事實卻是身兼 ESOP 受任人的公司經營者經營判斷失當，此時法院可能便會採取迂迴的方式，藉由 ESOP 受任人是否有適時為 ESOP 提起代表訴訟決定 ESOP 受任人應否負責，這個新實務見解對於處於弱勢的原告來說是一大福音，但因為只是聯邦地方法院的判決，將來是否能廣泛被接受，尚有待美國實務發展。

公司法上的受任人義務與 ERISA 的受任人義務，兩者雖皆源於信託法的受任人

義務，但發展至今已具有相當大的不同，其中最大的差異點是經營判斷法則的有無，這可以說是因為內部監控機制不同所發展出來的差別。ERISA 下的退休金計畫內部，並無法定的監控計畫受任人機關，因此只能藉由嚴格的受任人義務防範利益衝突，也方便員工可以更容易起訴。經營判斷法則在此處應無介入之餘地，經營判斷法則使得公司受任人享有推定免責的保障，原告必須舉證推翻。但是在某些事務，因為涉及強烈的利益衝突，經營判斷法則在此必須作部分退讓，敵意併購防衛措施即是其中之一，ESOP 因為常被使用作為敵意併購防衛措施，設立的合法性便有待討論，德拉瓦州最高法院對此曾作出 Shamrock 案判決，在經營判斷法則之前先設置強化義務，要求公司受任人必須先符合要件，若符合則進入經營判斷法則，若不符合則進入整體公平測試，以解決複雜的利益衝突問題。

最後在證交法部分，由於美國證管會將與公司買入股票的對象界定為 ESOP 而非 ESOP 參加人，這使得許多證交法對於投資人的保護規定可能無法適用在 ESOP 參加人，特別是在資訊揭露部分，例如發行股票時應交付之公開說明書，受領者是 ESOP 而非 ESOP 參加人，為了保障加入 ESOP 員工之權益，對於參加人的資訊揭露，將透過 SPD、SMM 等 ERISA 要求計畫管理人應揭露之報告來完成，以彌補立法銜接的落差。

第六章、 結論與建議

自 1974 年 ERISA 施行以來，ESOP 已成為全球仿效的員工持股及退休金制度，實施至今雖然證明確實能使公司績效有所提升，但伴隨而來的弊案仍是吾人不可不省思的問題，本文以 ESOP 的基本架構為出發點，漸進研究至其受任人義務規範問題，對於美國發展至今的 ESOP，有以下幾點結論：

一、身為長期退休金信託，ESOP 分散風險的能力不足

現行 ESOP 僅允許 55 歲以上且參加超過 10 年以上的資深參加人，可以將其受分配股票數額的 25% 轉投資至 ESOP 所提供的三種不包含公司股票的投資基金，或者提前至 ESOP 受領股票，且至多到 60 歲分散 50%。對於參加 ESOP 的員工來說，其必須承擔至少 10 年投資單一股票的風險，且即使符合條件，亦僅有 25% 的數額可分散至 ESOP 指定的投資基金，從現代投資理論的角度觀之，員工承受了過多的非系統性風險。在此立法者必定須作出一個抉擇，ESOP 究竟是以移轉股權至員工、增加公司績效、縮減貧富差距的工具，或者僅僅是眾多退休金計畫中的一種，如果是後者，則 ESOP 就算再怎麼集中股權，也必須以退休金的穩定性為最高考量，但若是依照 Kelso 最初的理念，ESOP 是一種用來調整勞工與資本家經濟上不平等的工具，則在承受資本家可能享受到的資本利得時，理所當然地也必須承受資本背後的投資風險。立法者在兩個互相衝突的目的中取其折衷，有限度地允許分散投資。

ERISA 第 404 條雖然規定退休計畫受任人有多元化投資義務，即使是將大部分資產集中投資於穩定性高的長期債券，也可能被法院認為未能兼顧收益性及降低非系統性風險，進而違反多元化投資義務。然而這個規定卻因為 ESOP 的成立宗旨及內地稅法第 401 條 a 項 28 款而受到減輕，本文以為這是立法者為了使員工能順利獲得大量公司股票，不可避免的犧牲，ESOP 在承擔高投資風險的背後，給予了員工分享公司獲利及參與公司治理的權利。但是在員工即將退休之際，員工若已不再想參與公司治理，且其對於投資績效的需求已經開始減緩，轉而有保本、穩定的需求，便應思考如何給予其下半生穩定的保護。因此本文以為，投資分散的比例不應只限於 25% 及 50%，而可以是更高的比例。且 ESOP 只須提供三種投資基金，至於基金的風險與收益等級，內地稅法則未有要求。本文以為，在現行法制下，ESOP 受任人若要符合其多元化投

資義務，提供的基金種類不應只限於三種，且針對 55 歲以上員工，所提供的基金如果是高風險性質，即使未違反多元化投資義務，恐怕也以違反了謹慎義務，蓋 ERISA 的謹慎義務要求受任人必須向專家尋求適合參加人及受益人利益的投資組合，針對有保本需求的即將退職員工，很難想像投資專家會推薦其繼續投資單一股票或投資高風險高報酬基金，因此至少在可分散投資的部分，受任人應提供低風險且穩定的基金供參加人選擇，至於是否選擇轉移投資，內地稅法規定選擇權在員工身上，但受任人至少應告知其繼續投資於公司股票所面臨的非系統性風險及所提供基金的投資風險，使參加人有能力可以自行判斷，如此方可認為已盡其多元化投資義務及謹慎義務。

二、ESOP 受任人與公司受任人的身分切割困難

美國的 ESOP 屬於民間企業退休金制度下的確定提撥計畫，主要資金係由公司所提供，在信託架構下，公司便成了信託制度的委託人，有權決定受託人人選及計畫文件的擬訂，在現行實務下，員工雖然也是與受託人簽訂計畫文件的委託人兼受益人，但畢竟公司是主要出資人，計畫文件早已由其與受託人擬訂，除非有授權日後可由員工或員工持股委員會變更計畫文件，否則員工沒有置喙的餘地，也因為公司的委託人身分，聯邦最高法院向來認為，ESOP 的發起、終止及計畫文件的修正，屬於公司經營判斷，不適用員工退休金保障法的受任人義務。對此本文認為，ESOP 屬於確定提撥計畫而非確定給付計畫，計畫資金雖然大部分由公司所提供，但員工亦可提撥部分薪資以確保退休生活無虞，此外，現代退休金理論多認為退休金性質上是遞延工資而非雇主的恩給，公司提撥給 ESOP 的資金其實是員工尚未得領取的工資，因此如從資金來源觀之，員工也具有委託人之身分。然而其委託人權利卻往往遭公司已定型化的契約文件所剝離，公司的委託人地位無人可撼動，且公司又可透過資金提供者的角色控制 ESOP 受任人，甚至是由公司高階管理人員身兼受任人。當員工發現 ESOP 受任人管理信託資財產有違 ERISA 受任人義務時，可對其提起訴訟救濟之，但同樣的人在進行終止 ESOP 或修改計畫文件時若有侵害員工領取退休金的權利，ERISA 卻對其無能為力，聯邦最高法院這樣的見解似有輕重失衡之虞。

尤其在槓桿型 ESOP 下，這種情形顯得更為明顯，槓桿型 ESOP 的主要資金是由 ESOP 借款而來，公司在往後年度漸進提撥資金給 ESOP 償還借款，在借款未完全償還完畢前，員工無法領取相當於退休金的全部股票。至於 ESOP 的借款則用來向市場上的大股東或公司購買股票，對於大股東及公司而言，ESOP 是協助其快速籌措現金

的有利工具。假設 ESOP 成立之初便是為了協助公司或大股東籌措現金，則公司或大股東在取得現金後若不積極提供資金給 ESOP 償還借款，員工即使既得權比例已達 100%，依據內地稅法第 409 條，員工依然無法領出個人帳戶內之股票。員工此時似乎只能與公司「共體時艱」，別無他法。這在沒有舉債優惠規定的退休金計畫是很少出現的情形，但在發起 ESOP 是一間財務狀況不佳的公司時則有很高的機率發生，對於知道公司體質不佳卻仍然發起 ESOP 的公司受任人，應否以 ERISA 的受任人義務究責？本文以為在以下兩點理由下是值得肯定的：(1) 公司表面上是資金提供者，但在將來卻未有資金償還 ESOP，聯邦最高法院以資金提供者為委託人進而排斥公司受任人的 ERISA 受任人義務說法便失其依據。(2) 公司受任人對於發起 ESOP、設計計畫文件及指定受託人此等嚴重涉及員工請領退休金權利之事享有裁量權，符合 ERISA 受任人之定義。因此即使在理論上公司受任人涉入 ESOP 事務是在 ESOP 成立之初而非 ESOP 成立之後，但其行為對 ESOP 後續營運造成莫大影響，仍有必要將其列入 ESOP 受任人範圍內。

當 ESOP 受任人與公司受任人有所重疊時，區分 ESOP 的管理行為及公司經營行為為責任的歸屬也會變得相當困難，當公司的經營行為失當，使公司價值下滑，進而導致 ESOP 資產價值下跌時，聯邦法院早期認為，即使公司受任人與 ESOP 受任人同一，ESOP 的管理行為仍然應與公司的經營行為嚴格區分，原告既然身兼股東及 ESOP 參加人的雙重身分，便應以股東身分向公司受任人提起代表訴訟，請求賠償對公司所造成的侵害。這在理論上有其根據，但實際操作上卻有許多困擾。其一，對於不諳法律的參加人來說，欲期待其能分辨同一受任人的 ESOP 管理行為及公司經營行為有其困難。其二，除非已發生離職事由，否則形式上員工尚未取得公司股票所有權，有權提起代表訴訟者為 ESOP，但決定 ESOP 是否須提起代表訴訟者又是 ESOP 受任人，如此勢必難以期待 ESOP 受任人起訴自己違反公司法上的受任人義務。對此嚴重的利益衝突問題，美國內地稅法及 ERISA 卻未有相關規定防免之。無怪乎近年來開始有聯邦法院認為若 ESOP 遲遲未能以股東身分對身兼 ESOP 受任人身分的公司受任人提起代表訴訟，則此時可認 ESOP 受任人未能為 ESOP 的利益行使其權限，造成 ESOP 受有損害，進而由參加人或受益人對其提其違反 ERISA 受任人義務的損害賠償訴訟。但本文以為，根本的解決之道仍在於公司受任人過度介入 ESOP 經營，因此衍生後續法律問題，立法上或許可朝以下兩個目標解決：(1) ESOP 受託人的選任應以與公司受任人無利害關係的獨立信託機構或員工持股員會為優先，而非由公司指派的職員擔任。若

是以員工持股委員會為集體受任人。也應注意委員的組成比例是否超過一半為非主管級的員工，以降低公司受任人介入的可能性。(2) 當 ESOP 受任人與公司受任人同一，而公司對於 ESOP 的資產造成侵害時，應由該受任人以外之其餘受任人決定是否起訴，且不可由該受任人代表 ESOP 提起訴訟。

三、對於非公開發行公司 ESOP 參加人的表決權限制過嚴

在信託的基本原則下，信託財產若為股票，由於所有權屬於受託人，故表決權應由受託人所行使。然而在 ESOP 制度下，若不能給予員工充分的表決權，則員工對於公司的參與度及認同感將會有所不足，進而無法提升員工對公司的向心力及公司產能。因此 ESOP 特別由內地稅法規定，針對已分配至個人帳戶的股票，給予參加人穿越投票的權利，使員工在股東裡也有一席之地。但這樣的權利對於 90% 已上國稅局所認可的 ESOP 參加人來說，卻是看的到吃不到的。因為成立 ESOP 的公司大部分是非公開發行公司，而非公開發行公司的參加人能使用穿越投票的權利僅限於涉及公司組織變更的重要事項。大部份的股東會決議事項參加人都不容置喙。雖然立法者在這些事項給予了參加人一人一票原則及鏡像表決等規定確保其表決權充分實現，但整體而言，與公開發行公司相較，其表決權能弱化許多。不能將表決權交由員工行使而係由受託人行使的缺點在於，若受託人受公司經營者控制，則無可避免地 ESOP 所擁有的股票將會用於鞏固公司經營者的權位、董事選舉淪為形式。此外，立法者如果希望藉由一人一表決權原則展現員工價值平等的精神及促進員工參與公司經營，則此原則也不應只限於非公開發行公司，公開發行公司 ESOP 似乎沒有不施行的理由，蓋一人一表決權原則僅於 ESOP 內部實行，並不會影響到市場上投資人的權利。

四、ESOP 交易公司股票的利益衝突防阻規定不足

ERISA 為了防止退休金計畫的受任人作出不利於參加或受益人的交易，設有嚴格的禁止交易事項，其中之一便是禁止向公司、董事、經理人、持有公司股份超過 10% 的大股東等利害關係人獲取公司股票超過計畫資產的百分之十，然而這樣的規定在 ESOP 卻有了例外，由於 ESOP 必須購入大量公司股票，因此 ERISA 規定，只要利害關係人在賣出股票時有符合「適當對價」(Adequate consideration)，而且該筆交易未被任何人抽取佣金，則 ESOP 買入公司股票便是合法的。「適當對價」的解釋，在公開發

行公司，可以參考證券市場上的股票價格，在非公開發行公司，勞工局給予了一系列的鑑價標準綜合判斷，但每個標準可適用的情況不一，僅能藉由獨立鑑價機構決定最後的價格。惟鑑價機構是由 ESOP 受任人選任，為確保能與 ESOP 受任人長久進行交易，難保鑑價機構仍完全擺脫 ESOP 受任人之指示，一旦 ESOP 受任人與上述利害關係人有所牽連，則藉由鑑價機構防止利益衝突的效果將會因此而削弱。

本文以為，ERISA 現行規定及勞工局現行解釋都仍有所不足，ESOP 受任人選任鑑價機構的行為如果是為了自己或利害關係人的利益，或許可認為違反唯一利益原則，但在舉證上相當困難，如果不能獲得鑑價機構收受回扣或者受任人給予其有利於受任人或利害關係人指示的證據，即使鑑價金額過高，參加人或受益人亦無法請求損害賠償。此外，鑑價技術對於大部分的參加人或受益人而言過於專業，要求其判斷鑑價金額是否合理實不可能。以事後的救濟途徑來防止交易公司股票的利益衝突，有其窮盡之處，最終解決方式仍然必須回歸到減少 ESOP 受任人的利益衝突，亦即在尋找 ESOP 受託人時，便以立法方式排除公司經營者的介入，在選任鑑價機構時，也不應交由與利害關係人有牽連的 ESOP 受任人選任之。甚至可以考慮將涉及利益衝突的重要交易交由主管機關事前審核，更可避免鑑價機構遭到受任人利誘喪失獨立性的問題。

目前的台灣信託實務下，已經出現與美國 ESOP 類似，結合退休金與員工長期持股目標的員工持股信託制度。但因為台灣已有勞工退休金條例強制雇主必須為員工提撥資金作為退休金之用，因此員工持股信託資金的主要來源來自於員工薪資，且由於舉債沒有特別優惠，因此台灣的員工持股信託無法如同美國收購大部分甚至全部的公司股份。然而即便如此，眾多員工經年累月集資所購得的股份，對於公司經營者而言，仍是一股不可小覷的力量，不同於現行台灣其他分散個別持有股票的員工持股制度，集中購買股票的員工持股信託可在股東會上發揮更強大的力量，有利於凝聚全體員工共識，但若遭經營者把持，也可能成為經營者永保權位的工具。因此本文在研究美國 ESOP 及各國類似制度後，對於台灣的員工持股信託提出以下幾點建議，期盼能給與台灣員工更多元化的持股選擇：

一、員工持股委員會的組成應排除高階管理人員

美國的 ESOP 規定了參加任加入的最低限制，一但符合即可加入，因此上至公司總經理，下至任何年資已達的公司員工皆可加入，但為了避免公司在擬訂計畫文件時

給予高階管理人員更多的股票及利益，美國財政部定有每人每年 20 萬美元的上限，以避免 ESOP 歧視低階員工，進而淪落為高階管理人員獲取更多公司股票的制度。惟即便美國法可防止公司管理人員獲取過多公司股票，仍然無法防止其利用在公司之地位擔任 ESOP 擔任重要角色，例如 ESOP 受託人或員工持股會委員。勞方與資方原本便是相互衝突的角色，員工持股委員會既代表了員工利益，理應由員工自行管理，而非高階管理人員。因此日本的員工持股信託通常禁止高階管理人員加入，且員工持股委員會的理事長人選也是由一人一票原則選舉而出。但在台灣的員工持股信託，委員的及代表人的組成方式皆交由公司與員工協商，如果該公司沒有強而有力的工會為其發聲，則可預見員工通常會服從公司的指示，選擇高階管理人員擔任委員及委員會代表人。台灣的員工持股信託並未有穿越投票原則的適用，因此員工持股信託下的股票，全部皆由受託人所行使，惟台灣的信託機構通常會尊重持股委員會的指示，此點在契約範本下的員工持股信託作業準則第 12 條已介紹。因此，委員及代表人的選擇顯得更加重要。立法者有必要建立一套制度，篩選加入員工持股信託的參加人，並且能有一套公平的選舉方式使參加人可以自由地選擇其心目中最佳的人選擔任委員及代表人，而非以公司內部職位作判斷。否則可能會衍生無法可管的問題，若選出的代表人是公司負責人，其所作所為將不免考量公司利益，但此僅生其對參加人負責之問題，在台灣現行法制下，不涉及公司法受任人及信託法受託人義務問題，如此規範密度是否足夠？值得思量。

二、給予員工持股信託租稅優惠

台灣現行的員工持股信託由於缺少租稅優惠，員工沒有誘因長期提撥薪資，導致其提升公司績效的效果反而不如短期且不需提撥員工薪資的員工分紅信託為佳。然而公司是永續經營的組織體，如果希望能長期提升公司績效，勢必需提升員工持股信託的誘因，參照英國及美國，參與退休金計畫的員工，若以自己的薪資提撥至退休金計畫，皆享有租稅遞延至離職時的優惠。長期提撥的結果，遞延課稅的薪資將享受到許多額外的投資收益，增進員工長期持股的動力。而員工為能確保股價在長期走勢下能向上提升，也會更加積極參與公司事務，而非任由市場股價變動決定賣出的時機。

三、強化員工持股信託的受任人義務

現行信託法對於受託人的受任人規範相當簡略，僅在信託法第 22 條規定，受託人應依信託本旨，以善良管理人之注意，處理信託事務。退休金信託涉及的資金及人數

均不同於一般的民事信託，且內部的組織結構亦較一般民事信託複雜。因此有賴特殊化的受任人義務加以規範。例如擴大受任人的範圍、增訂忠實義務的要求及提高注意義務的標準至謹慎專家的水平，以督促其時時進行詢問並且在處理事務超越自己能力範圍時聘請專家為其諮詢。至於引進特殊受任人義務後是否應如同公司法給予特殊受任人經營判斷法則的保障?本文以為，退休金信託雖然有重視收益性的必要，但穩定性更加不容忽視，適用經營判斷法則的結果將使退休金信託的受任人過於冒險犯難而忽略投資風險，因此宜採美國聯邦第九巡迴法院的見解，不宜引入。

四、參加人應享有資訊揭露的權利

公司發行有價證券時，依據證券交易法第 32 條，必須交付應募人公開說明書，而員工持股信託的員工雖然在離職或信託存續期間屆滿時可領取股票，惟在這之前，股票的所有權接在受託人身上，因此公開發行說明書是由受託人所領取，而每年交付股東的年報也是由受託人所領取，參加人無法直接取得資訊。立法者應建立一套資訊揭露制度，課與受託人對參加人揭露資訊的義務，以確保員工所收到的資訊不會因信託架構的阻隔而有所不足。所幸現行法下信託業欲成立員工持股信託，依據共同基金管理辦法第 4 條及第 7 條，除須向主管機關申報外，尚須對參與信託之受益人交付公開說明書，如有虛偽不實將依信託業法第 49 條規定對信託業負責人處以刑罰，因此不至於使資訊因信託的設置對於受益人造成接收上的落差。此外，依據管理辦法第 47 條規定，信託業者尚須備置每半年度的財務報表及營業報告書供受益人查閱，此處可參考美國 ERISA，鑒於員工智識落差可能甚大，受託人應以簡單明瞭的方式作成摘要，方便受益人閱讀。而當信託財產發生重大變更時(例如大量買入或賣出公司股票)，也應如同美國法提供參加人重大變更摘要，由於我國員工持股信託未如同美國法要求必須等到員工離職時方可領取股票，員工在知悉財產發生重大變更時尚有可能藉由終止信託契約賣出股票，因此給予其即時知悉之權利特別有其實益。

台灣的員工持股信託發展至今也已歷經近 20 年的期間，惟至目前為止尚未有特別法管理此一特殊的信託業務。這或許是因為台灣企業尚不習慣將大量股票交付員工，且政府亦未給予員工及公司租稅優惠，因此如恩隆的 401(k)計畫或是論壇公司的 ESOP 因為經營不善導致大量的員工退休金血本無歸的新聞至今尚未聞問。但這也因此使員工持股信託的規模有限，長期激勵效果勢必不如英美制度。在汲取國外成功及失敗的經驗後，期望本文能使台灣的員工持股信託有更健全的發展。

附件一 ○○商業銀行企業員工福利信託契約(員工持股型)範本

○○股份有限公司員工持股會
暨

○○商業銀行股份有限公司



企業員工福利信託契約
(員工持股型)

契約代號:D-

公司代號:

企業員工福利信託契約(員工持股型)

委託人擬將信託財產交付予○○商業銀行股份有限公司(以下簡稱「受託人」)，由受託人依本信託契約之信託目的為特定之管理運用，雙方同意簽訂本信託契約書，並共同遵守條款如下：

第一條：信託目的

本信託之目的係為受益人(即委託人)之利益以增進受益人退休或離職後生活之保障，由受託人將委託人依本信託契約之約定所提存之信託財產，以共同投資之方式長期運用於取得及管理○○股份有限公司(以下簡稱「委託人公司」)股票，以及代受益人(即委託人)清償其對委託人公司應支付之款項(離職違約金或返還金)予委託人公司。

第二條：委託人及受益人

- 一、委託人為○○股份有限公司員工持股會(以下簡稱「本會」)會員(名單詳如本會提供之名冊)及於本信託契約存續期間陸續加入之委託人，依登載之名冊為準(以下合稱「委託人」或個別稱「個別委託人」)。
- 二、本信託契約之受益人以委託人本人為限，即屬自益信託；委託人於本信託契約存續期間不得變更受益人。

第三條：本會代表人

- 一、委託人共同委任擔任「本會」代表人為代理人，全權代委託人簽訂、修訂、解除、終止本信託契約及相關文件、印鑑登錄、更換及掛失、為信託財產之交付、運用指示、給付受託人信託報酬、作業處理手續費及相關事務費用、辦理委託人個人資料之異動、信託資金提存之變更及資料錯誤之更正作業手續、代委託人辦理信託財產取回之指示、信託財產取回之簽收、信託財產月決算報表及年度決算之簽收及確認、為與本信託契約下委託人應為或得為之一切行為、履行委託人及受益人應盡之一切義務及行使受益人所得享有之一切權利。「本會代表人」得全權代理委託人(即受益人)與受

託人為與本信託有關之協商、協議、指示、同意、確認並得代委託人（即受益人）送達及收受文件、資料、磁片、磁帶、通知、委任複代理人及為與本信託相關之必要行為。

- 二、個別委託人（即受益人）於加入本信託時，均應簽署乙份內容包括上述委任範圍之委任書乙份或交付其他足以證明各委託人（即受益人）已為此項委任及代理權授與之書面予受託人。委託人（即受益人）同意於其退出本信託前，絕不撤回、變更或限制上述代理人之委任，若委託人撤回、變更或限制該代理人之委任權限或範圍時，除不得拘束受託人外，受託人亦得依本信託契約第十三條第五項之規定終止其與該委託人之信託關係。
- 三、第一項「本會代表人」代委託人向受託人所為之意思表示、通知及其他行為，均應以書面為之，並應加具依「企業員工福利（員工持股型）信託作業準則」【以下簡稱「信託作業準則」（詳如附件一）】之「本會代表人」留存於受託人之印鑑卡所載之印鑑式樣（以下簡稱「原留印鑑」）。
- 四、委託人（即受益人）同意受託人依本信託契約向委託人所為之任何意思表示、通知及其他行為，均應向「本會代表人」為之及送達之，受託人向「本會代表人」所為之行為或送達，對委託人（即受益人）發生效力。
- 五、「本會代表人」有異動時，應檢具相關證明文件並以書面通知受託人，並應依「信託作業準則」之規定辦理。倘上開異動怠於通知或未依規定辦妥異動手續、或於異動手續辦妥前，仍以受託人處所記載之「本會代表人」為準。

第四條：信託存續期間

- 一、本信託契約存續期間自中華民國 年 月 日起至 年 月 日止，存續期限訂為壹拾年。
- 二、前項存續期間於屆滿之參個月前，本信託契約之任何一方當事人未以書面通知他方為不再續約之意思表示者，本信託契約自存續期間屆滿之翌日起自動再延長壹拾年，其後再屆期者，亦同。

三、信託關係消滅時，在受託人辦理信託財產結算與返還前，信託關係視為存續。

第五條：信託財產

一、委託人交付受託人依本信託契約管理運用之信託財產包括下列各款：

1. 薪資提存金：委託人定期自其薪資中按約定比率或金額所提存之信託資金。
2. 本公司獎勵金：由委託人公司定期依約定比率或金額提存之信託資金，並連同第 1 款薪資提存金一併提存。
3. 年終獎金、紅利之提存金：該金額每年由「本會代表人」通知受託人。
4. 現金增資認股提存金：信託資金運用投資而取得之委託人公司股票，若遇有現金增資認股時，委託人得依受託人所通知其可認股限度內，追加提存信託資金認購。
5. 其他特別提存金：依本信託契約之約定或依雙方之協議為之。

二、委託人交付管理運用之信託資金應以委託人實際存入本條第五項之信託專戶帳載金額為準。

三、受託人依本信託契約管理、運用信託財產所取得之各項財產權包括但不限於信託資金、投資運用標的、運用剩餘款項、銀行存款利息、投資運用標的所受配之股利及股息部份、已實行之現金增資認股、及其他財產權，均屬於本約信託財產。

四、本信託契約項下因信託財產之管理、處分、滅失、毀損或其他事由取得之財產權等，均歸屬於本約信託財產。

五、本信託契約項下之信託財產應以「○○商業銀行股份有限公司受託信託財產專戶」或其他符合法令規定之名義登載（以下簡稱「本信託專戶」），由受託人另於本信託專戶項下針對本信託契約項下之信託財產部份為分帳管理。

六、受益人就前項本信託專戶名義下之信託財產所得享有之信託權益，應依受託人於本信託專戶之帳載為準。

七、本約信託財產權益之計算，應依受託人之作業慣例及「信託作業準則」規定辦理之。

第六條：信託財產之運用範圍

一、本約信託財產以投資運用於取得及管理委託人公司股票為投資運用標的。

二、本約信託財產除投資運用於本條第一項所定之投資標的外，委託人(即受益人)亦完全同意受託人得保留部份現金(含運用剩餘款項)存放於有經營存款業務之受託人之銀行業務部門或其利害關係人處作為存款，以因應支付必要費用，或依法令之規定辦理。

三、前二項所載之投資運用之標的、方法或其相關事項若有違反法令規定、或有違反之虞、或受託人認為執行有困難時，受託人有權拒絕依前二項所載而為運用。又依本條第一項運用而取得之委託人公司股票，有關股東權益之行使及其他有關事項，除應遵守法令或投資標的本身相關規定外，並應依「信託作業準則」之規定辦理。

第七條：信託財產之管理運用方式

一、本信託契約項下信託財產於投資運用於依前條第一項所定之投資運用標的時，受託人就該投資運用標的之運用方式、金額、條件、期間及運用日等悉依「信託作業準則」之約定辦理。

二、委託人同意受託人就信託財產中運用取得之委託人公司股票部份，得委任經主管機關核准經營之證券集中保管機構或第三人以混藏保管方式共同保管。又，信託財產以「本信託專戶」之名義交付證券集中保管機構保管時，受託人準依主管機關所頒定之「有價證券集中保管帳簿劃撥作業辦法」之相關規定，為信託財產之記載。

三、委託人(即受益人)完全同意受託人得以信託財產購買其銀行業務部門、或其利害關係人所經紀且為本信託契約第六條第一項所定之有價證券，以

及為信託業法第二十七條第三款之行為。

- 四、委託人（即受益人）完全同意受託人得於其銀行業務部門或其利害關係人處（包括但不限於○○綜合證券股份有限公司總公司），以「本信託專戶」名義開立銀行存款帳戶及有價證券委託買賣帳戶（包括但不限於證券集保帳戶），以為投資、管理、運用。
- 五、受益人（即委託人）同意受託人於認為有必要時，得使第三人代為處理信託事務；並亦僅就該第三人之選任與監督其職務之執行負其責任。
- 六、本條各項及本信託契約其他條款所稱受託人之利害關係人，應依信託業法第七條規定定義之。
- 七、受託人為本約信託財產之運用應遵守該運用或投資標的之規範或相關法令之規定，或依市場交易慣例為之。
- 八、本約信託財產之投資運用標的之運用方式、金額、條件、期間、運用日及其它相關事項之變更及異動等，除依法令之規定、本信託契約之約定、「信託作業準則」規定或雙方另有約定外，應經雙方之書面同意，始得生效。
- 九、前各項所定投資範圍非依法令規定，或委託人（即受益人）及受託人書面同意、或管轄法院之裁定或主管機關之要求，不得任意變更。又，「本會代表人」之同意時，視為委託人（即受益人）已為同意。

第八條：信託收益

本信託契約項下信託財產管理運用所生之各項收益，於各項收益分配時，由本會代表人另以書面指示受託人辦理返還，或全數滾入「本信託專戶」並為本約信託財產之一部份而繼續管理運用。

第九條：風險承擔及損益歸屬

- 一、本信託財產運用管理所生之各項風險（包括但不限於政治、經濟、市場、投資標的本身、交易對象、經紀商、及交易過程等所產生之各項風險）悉由委託人（即受益人）自行承擔。

二、受託人依法不擔保信託本金，亦不擔保信託財產之管理或運用之績效或保證或承諾最低收益率，委託人(即受益人)應自負信託財產管理或運用之風險及盈虧。

三、委託人(即受益人)知悉並瞭解信託財產不在受託人之銀行存款保險之保障範圍內。但本約信託財產之投資運用標的本身依法另受有保障者，不在此限。

第十條：受託人之報酬、作業處理手續費及相關事務處理費用

一、受託人之信託報酬及作業處理手續費：

1. 本信託財產之運用及管理結果不論盈虧，委託人(即受益人)均應按信託財產之管理運用情形，支付受託人信託規劃費、基本信託管理費、信託財產領取作業處理手續費、以及其他事務處理費用等，其計費標準、給付方式及時間詳如附件二。
2. 本信託契約存續期間中，委託人(即受益人)請求受託人提供其他額外之事務服務(包括但不限於增加提供本信託契約第十二條之定期報告以外之信託相關報表或報告、或請求將一部份或全部之信託財產移轉予本信託契約之受託人以外之其他受託人)，除應徵得受託人之書面同意外，並應另行支付特別處理費用予受託人，特別處理費用由「本會代表人」代理委託人與受託人另行協議之

二、其他相關費用：

本信託契約或信託財產管理、運用所生之各項費用、稅捐及負擔之債務(包括但不限於因信託財產之投資運用應支付之一切稅捐、給付予經紀商、或交易相對人等之證券交易手續費、或辦理開設信託保管劃撥帳戶時按臺灣集中保管結算所頒布收費辦法應支付之各項手續費、或依信託稅務法令辦理扣繳憑單書面印製作業費用、或其他交易之手續費或相關費用、或因本約信託財產之保全、訴訟、仲裁及委任訴訟或非訟代理人等所生之必要費用)，悉由本約信託財產負擔或由委託人(即受益人)另行支付。

- 三、前二項所述受託人之報酬、手續費、稅捐、各項費用或負擔之債務，受託人得逕自本約信託財產扣除支付之，或要求委託人（即受益人）或委託人公司另以現金一次償付之。
- 四、前項現金償付時，委託人（即受益人）或委託人公司應於受託人請求日起五日內以現金、或簽發以受託人為受款人之抬頭禁止背書轉讓即期支票、或由金融機構簽發委託臺灣銀行為付款人而以受託人為受款人之抬頭禁止背書轉讓即期支票或匯款等方式為給付，如未於受託人請求日起五日內為給付時，受託人得逕行處分本約信託財產並自處分所得扣抵委託人（即受益人）應償付之金額及依法定利率計算之延遲利息。
- 五、受託人辦理本信託業務，管理運用信託財產時自信託財產交易對手取得之服務費，在性質上屬信託報酬，逕由受託人收取之。

第十一條：受託人之責任

- 一、受託人應盡善良管理人之注意義務及忠實義務，依信託目的處理本信託契約相關事務。
- 二、本信託專戶持有本信託契約項下所投資之委託人公司股票，倘合計已達法令規定應報主管機關之持有比例或數量時，受託人應報請主管機關備查，惟受託人不負責個別委託人之申報事宜。
- 三、因天災、事變、戰爭、暴動、法令變更、權利機構或政治團體之扣押、徵收、沒收、毀損或其他行為、政治、經濟、市場因素或其他非受託人所能控制之不可抗力之事由、或其他不可歸責於受託人之事由，致本約信託財產發生任何損失或損害時，受託人不負任何損害賠償之責。

第十二條：信託財產之決算及定期報告

- 一、於本信託存續期間內，受託人應於每月十五日前，將上月信託財產報告送交「本會代表人」確認及承認；受託人並應於每年三月底前，將上年度之信託財產收益情形提供年度決算報告送交「本會代表人」確認及承認。
- 二、信託關係消滅時，受託人應結算信託財產，扣除因處理信託事務所生之各項

稅捐、費用、負擔之債務、所受之損害、信託報酬、相關事務處理費及應支付予委託人公司之款項後，作成結算書及報告書，送交「本會代表人」確認及承認。

三、本信託財產投資運用取得之委託人公司股票若遇有無償配股、配息時，受託人應將受配情形編製報表送交「本會代表人」確認。

四、就本條第一項至第三項之報表或結算書及報告書，「本會代表人」應於收到後儘速詳核其內容，若有異議，應儘速以書面通知受託人，於受託人寄出或送交該等報告予「本會代表人」後十日內未收到「本會代表人」之書面異議時，即視為「本會代表人」及委託人(即受益人)已完全同意及接受該項報表之內容。且上開報表經送交「本會代表人」確認及承認後，即視為受託人已將上開報表送達委託人(即受益人)並經其完全確認同意。

第十三條：信託契約之變更、解除與終止

一、本信託契約之變更，包括但不限於管理運用方法之變更，應經「本會代表人」代理委託人與受託人以書面協議為之，始得生效。

二、本信託契約於下列任一情事發生時，得解除之：

1. 委託人未於簽訂本信託契約後九十日內或其他委託人與受託人約定之期間內將本契約約定之信託資金交付受託人管理運用，經受託人以書面通知委託人交付，仍未於該通知所定期限內交付之，受託人得以書面通知委託人解除本信託契約。
2. 受託人於委託人交付首期信託資金後六十日後，無正當理由仍未開始依本信託契約為管理運用；經委託人以書面通知改正，仍未於三十日內改正之，委託人得以書面通知受託人解除本信託契約。
3. 因不可歸責於雙方當事人之事由，致本信託契約簽訂後九十日內受託人仍無法依本信託契約約定開始信託行為，任一方當事人均得以書面通知他方解除本信託契約。

三、除法令另有規定外，本信託契約得因下列事由發生而終止：

1. 本信託契約經雙方當事人協議終止之。
2. 任一方當事人得於三個月前以書面通知他方終止本信託契約。
3. 本信託契約任一方當事人違反本信託契約規定，經他方當事人以書面通知違約之當事人限期改正，仍未於該期限內改正時，未違約之一方得以書面通知違約之一方終止本信託契約。
4. 本信託契約之信託目的已達成或因第十一條第三項所述之不可抗力事由發生致受託人無法執行本契約所定之信託行為，任一方當事人得終止本信託契約。
5. 本信託契約當事人之受託人因解散、受破產宣告、受撤銷或廢止設立登記、或依法令規定不得繼續辦理本項信託業務時。

四、本條第二項及第三項所定本信託契約解除或終止之情形，就委託人之一方應指委託人全體。就個別委託人與受託人間信託關係之消滅應依本條第五項規定辦理。

五、個別委任人與受託人間之信託關係得因下列情事發生而終止：

1. 個別委託人(即受益人)死亡時，或個別委託人(即受益人)於本信託契約項下所享有之信託受益權益業經法院判決扣押或命移轉歸屬其他第三人時。
2. 個別委託人退出本信託時。
3. 個別委託人取回全部屬於其信託權益之信託財產且個別委託人停止繼續交付信託資金予受託人運用，經受託人通知該委託人繼續交付信託資金後仍未交付連續達六期以上時，受託人得向該個別委託人(即受益人)終止雙方間之信託關係。
4. 個別委託人或受益人撤回、變更或限制本信託契約第三條對「本會代表人」之代理權，或拒絕由「本會代表人」代為行使本信託契約之權利義務時，受託人得向該個別委託人(即受益人)終止雙方間之信託關係。
5. 因可歸責於個別委託人(即受益人)、其代理人或輔助人之事由致受託人無法

履行本信託契約義務時，受託人得終止其與該個別委託人間之信託關係或終止本信託契約。

6. 個別委託人(即受益人)受破產宣告時。

六、如因可歸責於任一方當事人之事由致他方當事人依本條第二項、第三項或第五項規定解除或終止本信託契約，且他方當事人因而受損害時，他方當事人並得向可歸責之當事人請求損害賠償。

七、本信託契約終止後，委託人(即受益人)及受託人於終止生效日前原得享有及負擔之權利及義務，不因此而受影響；受託人與個別委託人(即受益人)間信託關係消滅或終止時亦同。

第十四條：加入、退出及異動

一、委託人應依「信託作業準則」之規定，辦理申請加入、退出本信託及變更信託資金提存之相關事宜。

二、個別委託人(即受益人)個人退出本信託時，並不影響本信託契約對未退出之其他委託人(即受益人)效力之存續。

第十五條：信託財產之返還

一、有關信託財產之返還方式，應依「信託作業準則」之規定辦理。

二、受託人應返還委託人之信託財產，於扣除一切必要之費用、稅捐、負擔之債務、所受之損害、信託報酬、相關事務處理費用及應支付予委託人公司之款項後，一併返還交付委託人(即受益人)或權利歸屬人或經「本會代表人」代為簽收，並視為受託人之責任終了。若信託財產專戶之資金不足以清償受託人因處理信託事務所生之各項稅捐、費用、負擔之債務、所受之損害、信託報酬、相關事務處理費用及應支付予委託人公司之款項者，受託人得以一般合理方法及價格處分部分或全部信託財產以支應之。

三、委託人(即受益人)所指定信託財產匯入之銀行存款帳戶或證券集中保管帳戶(受益人本人之名義)資料，包括但不限於戶名、帳號、金融機構及其記載內

容中，如有任何錯誤、缺漏、瑕疵、不明確、不存在等或因其他不可抗力或不可歸責於受託人之事由，致受託人無法如期交付該信託財產、或致所交付之信託財產短少、或誤入他人之帳戶時，受託人不負任何責任。

四、本信託契約存續期間，受益人非因退出本信託契約不得就信託財產之全部要求受託人交付返還。

第十六條：印鑑更換、遺失

有關「本會代表人」原留印鑑之更換或遺失，應依受託人所訂定之「信託作業準則」規定辦理。

第十七條：禁止事項

- 一、受託人不得以本約信託財產借入款項或用以辦理放款，委託人(即受益人)亦不得要求之。
- 二、本信託契約權利義務非依法令之規定或經雙方之書面同意，委託人不得轉讓予第三人。
- 三、委託人(即受益人)不得將本約信託財產權益向受託人或第三人要求質借或提供為借款、保證之擔保品。

第十八條：資料之保密

- 一、受託人辦理本信託業務，關於「本會代表人」及委託人(即受益人)之往來、交易資料，除因法律、命令之規定、主管機關、稅務或司法機關或證券交易所另有要求、或受託人依法所委任代為處理信託事務之第三人或受託人之利害關係人業務上使用之需要外，受託人應保守秘密。
- 二、「本會代表人」及委託人(即受益人)對於受託人所提供之各項書面文件與資料及任一委託人(即受益人)之資料，非經受託人之同意，委託人(即受益人)或「本會代表人」或不得任意提供予任何第三人為閱覽、抄錄、影印等行為。

第十九條：委託人及受益人個人資料之使用

- 一、每一委託人(即受益人)同意受託人得為下列各項目的，而為蒐集、電腦處理、

利用並同意下列第三人在下述所列目的範圍內利用該委託人(即受益人)之個人資料：

1. 處理本信託行為相關交易。
2. 提供予財團法人金融機構聯合徵信中心或其他類似機構，或與委託人往來之金融機構，為各項合於其營業登記項目或章程所定業務需要等特定目的之利用(包括提供資料予其他第三人)。
3. 一般金融同業徵信、財務資訊交換之目的。
4. 對持有委託人所簽發之票據持票人之查詢。
5. 其他符合法令之各項目的。

二、受託人得將委託人(即受益人)與其往來之資料提供或揭露予下列之人或機構：

1. 主管機關、稅務機關、司法單位、證券交易所或其他有權限之機構。
2. 接受受託人委任處理事務之人。

第二十條：通知及資料/文件之送達

一、委託人同意以「本會代表人」依信託作業準則第二條規定提供予受託人之地址、傳真、電子郵件地址為相關文書之送達處所，任一變更均應經由「本會代表人」以書面通知受託人，並同意改依變更後之地址、傳真、電子郵件地址為送達處所；如未以書面通知變更，受託人仍得以原地址、傳真、電子郵件地址為送達處所。

二、依本信託契約所為之通知及文件、資料之送達得以郵寄、傳真、網路、磁片或其他電子媒介、或經受託人及「本會代表人」同意之其他方式為之。

三、受託人採郵寄方式為通知或寄送文件、資料予委託人(即受益人)或「本會代表人」時，以受託人實際交付郵局或其他非電子之傳送媒介之日起屆滿三日視為送達，惟「本會代表人」於受託人實際郵遞寄送之日起三日內收到時，

以其實際收到之日為送達日。

- 四、「本會代表人」依本信託契約規定代委託人利用網路或其他電子媒介方式傳送資料或訊息予受託人時，「本會代表人」應先代委託人與受託人簽訂個人電腦銀行業務服務契約、或受託人指定網路或其他電子媒介使用約定書。

第二十一條：稅賦

- 一、本信託產生之所有稅賦(包括但不限於信託財產管理、運用所產生之相關稅賦)，悉依辦理當時之中華民國稅法及相關法令規定辦理。惟未來因中華民國稅法及相關法令、司法見解如另有規定，或主管機關另有要求，委託人及受益人均同意遵照辦理，並同意配合修改本信託契約。
- 二、受託人可能會提供委託人信託相關稅賦之可能解釋或建議，惟實際發生之稅賦核課或認定，包括但不限於自益/他益、核稅價值、稅率，可能與受託人之解釋或建議不同。因此，委託人應於信託前自行諮詢法律顧問及稅務顧問相關之法律規定及風險，並自行斟酌本信託是否符合委託人之需求。受託人就本信託之相關法律風險或稅務風險並無提供任何聲明或保證。

第二十二條：適用法令及管轄法院

- 一、因本信託契約所生之爭議，委託人及受託人同意應先經中華民國信託業商業同業公會調處之，若於三個月內仍未能調處成功而須進行訴訟時，悉以臺灣臺北地方法院為第一審管轄法院。
- 二、本信託契約如有未盡事宜，悉依中華民國法令、國內外金融慣例、受託人營業規章、投資標的相關之規定及「信託作業準則」之規定辦理，或由雙方本著誠實信用原則協商處理之。

第二十三條：附件之效力

- 一、本信託契約之各附件(包括但不限於「企業員工福利 信託作業準則」)及其修訂均為本信託契約之一部分，與本信託契約之規定具有同一之效力。
- 二、委託人(即受益人)及「本會代表人」茲聲明及確認已詳閱、瞭解及同意接受「信託作業準則」各項規定，委託人(即受益人)及「本會代表人」並同意如

受託人修改該作業準則之任何規定，且通知「本會代表人」，而「本會代表人」未於該通知所定期限內向受託人為反對之意思表示者，應視為委託人(即受益人)及「本會代表人」已同意接受該項修改。

第二十四條：信託契約之作成

本信託契約(含附件)作成壹式貳份，由「本會代表人」及受託人各執乙份為憑。「本會代表人」應交付乙份本信託契約影本予個別委託人(即原始受益人)存查。



立信託契約書人：

委託人(即受益人) 等(委託人名單詳如「本會代表人」提供之附件
及本信託契約存續期間中加入登載於委託人名冊者)

本會代表人：

(即擔任○○股份有限公司員工持股會代表人職位之人)

代理人身分證統一編號：

地 址：

受 託 人：○○○○商業銀行股份有限公司

代 表 人：

地 址：○○市○○區○○路○○號

中 華 民 國 年 月 日



附件二 企業員工福利（員工持股型）信託作業準則

本「企業員工福利（員工持股型）信託作業準則」（以下簡稱「本準則」）為企業員工福利 信託契約（以下簡稱「信託契約」）之一部分，與信託契約之規定具有同一之效力。

第一條：作業準則目的

本準則係為信託契約之附件，契約當事人對信託資金提存、管理運用、通知及返還等相關事務之處理或行使其他權利，除法令或信託契約另有規定外，應依本準則辦理，據以作為雙方往來之規範。

第二條：委託人資料之提供

一、信託契約成立時，「本會代表人」應將載有信託契約第三條所定授權意旨之授權書正本及委託人名冊（委託人名冊上所記載提供之基本資料應包括委託人之姓名、身分證統一編號、戶籍地、員工編號、薪資提存金、公司獎勵金及其他相關資料等）彙整後，作成書面並經「本會代表人」之確認，並蓋妥原留印鑑後應於信託資金提存日之十個營業日前連同電腦磁片（或磁帶、或其他經雙方同意之方式）送達受託人處。

二、於信託契約存續期間中，有其他新委託人加入、或前項委託人之基本資料有更正或變動時，「本會代表人」亦應比照前項方式辦妥變更手續後，其變更始為生效。

三、委託人終止信託關係或中途申請領回全部或部份信託財產時，「本會代表人」亦應統一造冊通知受託人。

四、信託契約於成立時或存續期間中，委託人所應提供之資料除依前各項規定辦理外，其他相關資料之提供應依受託人之規定為之。

第三條：「本會代表人」資料之提供

一、「本會代表人」（即員工持股會代表人）之身分證明影本（如為外籍人士應提供在臺居留證或護照影本）及第二身分證明影本各乙份。

二、依本準則第十條第一項規定登錄之印鑑卡壹式壹份。

第四條：信託專戶之開設

有關本信託專戶之開設，包括銀行存款、證券商及證券集中保管機構等各項帳戶之開設事宜，應由受託人全權處理。

第五條：信託財產之歸屬

一、信託關係消滅時，除信託契約另約定或法令另有規定者外，以委託人本人為信託財產之歸屬權利人。

二、委託人於信託契約存續期間中死亡時，「本會代表人」應檢附相關證明文件以書面通知受託人，受託人應於信託財產結算及經「本會代表人」承認後，依「本會代表人」之指示辦理返還。

三、關於委託人之遺產繼承或遺贈若發生訟爭，並經管轄法院命受託人就信託財產暫停返還移轉時，於該命令撤銷前，受託人應暫停對繼承人或受遺贈人移轉交付信託財產。

第六條：信託資金提存日：

一、委託人信託資金之提存，應依下列所定提存日期委由委託人公司或「本會代表人」代為匯入受託人所指定之「本信託專戶」內：

1. 薪資提存金：

各委託人每月固定於委託人公司薪資發放日(即每月 00 日)扣繳並於次一營業日提撥至「本信託專戶」。

2. 公司獎勵金：

委託人公司固定於前款每月薪資發放日之同一日提撥給予各委託人公司獎勵金，該公司獎勵金應連同前款薪資提存金一併提存。

3. 年終獎金、紅利之提存金：

其提存日每年由委託人與「本會代表人」協議後決定之，並通知受託人。

4. 現金增資認股提存金：

於受託人通知之該現金增資認股繳款截止日之五個營業日前提存。

5. 盈餘轉增資員工分紅配股、員工分紅現金或其他特別提存金：依信託契約之約定或依雙方之協議為之。

二、第一項所定信託資金提存日期，若逢國定例假日或非銀行營業日時，應自動提前一個營業日。

三、委託人未依本準則及信託契約之約定於各該提存日內將信託資金統一由「本會代表人」或委託人公司代為匯入「本信託專戶」內時，視為自動放棄當期之一切權利義務；若信託資金延遲匯入且已逾該當期信託資金運用日期時，則於實際匯入後，始併入次期信託資金合併運用、管理。

第七條：管理及運用方式

一、全體委託人依信託契約第五條第一項各款提存之信託資金係於每個信託資金實際提存入帳日之次一營業日起，連續平均分作三個營業日，就全體委託人當月份提存之信託資金，共同投資運用於信託契約第六條第一項所定之有價證券標的(受託人無運用決定權)，並以壹仟股為單位投資，其不足投資壹仟股之剩餘資金則保留併入次期信託資金再行投資運用。

二、前項所載之信託資金若無法如期於集中交易市場上投資運用完畢，其未完成運用之剩餘資金部份，則依「本會代表人」與受託人之協議為之。

三、委託人公司現金增資發行新股時，各委託人(受益人)應依受託人所通知之認繳期限截止日之五個營業日前，其認購於繳款限度內追加提存信託資金(即現金增資認股提存金)，並統一由「本會代表人」或委託人公司代為匯入「本信託專戶」內。各委託人所認購之股數，於「本信託專戶」實際受配入帳後，再行歸屬登載各委託人(受益人)於「本信託專戶」項下所得享有之信託財產權益。但委託人提存之信託資金已逾該現金增資認股金提存通知書所定期限時，視為委託人自動放棄當次現金增資認股之一切權利與義務；該延遲匯入之現金增資認股提存金，則併入其他信託資金內合併運用、管理。

四、第一項所定運用日期，若遇有下列情形之一時，應順延至臺灣證券交易所或中華民國證券櫃檯買賣中心之對外營業日：

1. 國定例假日。
2. 受託人停止對外營業日
3. 臺灣證券交易所或中華民國證券櫃檯買賣中心停止對外營業日。
4. 其他不可抗力之情事或不得已之情事時。

第八條：信託財產權益之計算

一、信託資金投資所取得運用之委託人公司股票，係依各委託人當期所交付之信託資金比例分別計算分配信託財產權益；該信託財產權益之分配以計算至整數位「股」為止；信託資金投資運用後所剩餘之款項，則分配計算至整數位新臺幣『元』為止，未達整數位之部份，則另按各委託人權數比例再行分配之。

二、信託財產中之委託人公司股票，其受配所得之股票股利及現金股利，係依各委託人信託財產權益比例計算分配歸屬之；股票股利部份以計算至壹股為止，現金股利部份以計算至新臺幣『元』為止，未達整數位之部份，則按各委託人權數比例再行分配之。

三、委託人公司現金增資發行新股時，依當次現金增資認股之除權基準日，「本信託專戶」所得享有現金增資認股權益限度內，分別就各委託人(即受益人)依「本信託專戶」帳載信託財產權益計算其可得認購之股數及金額，計算至壹股為止，未滿壹股之部份自動捨去，並歸屬予信託契約項下全體委託人中之一人，為可認購權益。

第九條：申請加入、退出及異動

一、委託人申請加入或退出本信託，及申請變更提存信託資金時，應向「本會代表人」提出，經「本會代表人」通知受託人確認後，始為生效。

二、前項異動情形發生時，「本會代表人」應於每月信託資金提存日之三個

營業日前，將當月份委託人異動資料彙整送達受託人處，未依規定通知受託人異動情形者，不得對抗受託人。

三、前項資料之處理方式及表單設計應依受託人規定為之。

第十條：印鑑登錄、更換及掛失

一、「本會代表人」應填寫印鑑卡，並親自簽章確認將原留印鑑與基本資料登錄於受託人處，憑為委託人及「本會代表人」與受託人間，就信託事務往來(包括但不限於信託契約相關文件、信託財產返還、信託財產運用指示、信託資金提存變更、委託人異動或其他相關事務處理或指示)時，作為核對印鑑之認證依據。

二、委託人同意其原留印鑑即為「本會代表人」留存於受託人處之印鑑卡所載印鑑，為供受託人接受「本會代表人」代委託人以書面為前項信託事務往來之指示時，作為核對印鑑之認證依據。

三、登錄之印鑑或資料有變更、毀損、遺漏時，「本會代表人」應儘速向受託人辦理變更或掛失手續。倘未為通知或遲延辦理前述相關手續，致信託財產權益受有損害時，受託人不負損害賠償之責任。

四、「本會代表人」辦理印鑑更換或掛失時，應填具印鑑更換或掛失申請書，載明名稱並經簽章確認且加蓋新舊印鑑，連同新印鑑卡，交付受託人辦理更換印鑑登記，經受託人查核認可，新印鑑於辦理更換印鑑登記後之次日起生效。

五、「本會代表人」如有異動時，應比照前項之規定辦理印鑑更換，並提供相關異動證明文件予受託人。

第十一條：帳務處理及報表

一、信託契約第十二條所載之信託財產相關報表，由受託人統一制定，其送達方式得以郵寄、傳真或其他經「本會代表人」與受託人同意之方式為之。

二、委託人得查詢其信託財產相關資料，查詢之方式依受託人之規定為之。

第十二條：股東權益之行使

一、依信託契約第六條第一項運用而取得之委託人公司股票，若遇有股東大會之召開、表決事項及其他權益事項之行使時，係以「本信託專戶」之名義統一行使該股東權益；惟受託人得委任本信託契約項下全體委託人中之一人代為行使該股東權益。

二、有關前項股東權益之行使相關事宜(包括但不限於股東會會議事項及臨時事宜之全權行使、受任人之選定及委任事項)，應依「本會代表人」之書面指示辦理。又，委託人或「本會代表人」不得要求該股東權益分割行使或自行行使該股東權益。

第十三條：信託財產之返還方式

一、個別委託人於本信託契約存續期間個別退出本信託者或請求取回一部份信託財產時，受託人不接受個別委託人自行提出，個別委託人應向「本會代表人」提出申請後，再由「本會代表人」填具退會或信託財產取回申請表單並蓋妥原留印鑑後交付受託人處辦理，受託人應於合理期限內結算返還信託財產予委託人(即受益人)。於信託契約全部終止或與個別委託人部份終止後，如「本會代表人」未於終止後五日內，以書面指示受託人關於辦理信託財產返還之方式時，受託人即得開立以受款人為委託人(即受益人)本人且禁止背書轉讓之支票，並依信託契約第二十條之規定寄送予委託人(即受益人)處，即視為受託人已完成信託財產返還交付。

二、受託人接獲「本會代表人」關於委託人(即受益人)退會或信託財產取回申請書類通知後，應於合理期限內於扣除相關費用、稅捐、負擔之債務、所受之損害、信託報酬、相關事務處理費用及應支付予委託人之款項後結算返還信託財產予委託人(即受益人)，其返還方式應由「本會代表人」代理委託人(即受益人)依下列所定方式中指定其中一種方式為之：

1. 信託財產中之委託人公司股票部份，悉依臺灣集中保管結算所之劃撥轉帳作業規定，全數撥入委託人(即受益人)本人之證券集中保管帳戶內。

2. 信託財產中之委託人公司股票為千股或其整數倍為單位部份，悉依臺灣集中保管結算所之劃撥轉帳作業規定，撥入委託人(即受益人)本人之證券集中保管帳戶內；其不足千股之畸零股票部份，應依退出之當月份全體委託人所提存之信託資金於運用取得本公司股票之當月份每股平均成交價格計算後，以折算金錢方式返還。但，當月份全體委託人若未有提存信託資金，或所提存之信託資金有不足折算金錢給付時，則由信託資金提存限度內先行承受折算金錢，就未被承受之委託人公司股票部份，再於公開市場處分，並以公開市場每股平均處分所得之價格作為信託資金承受折算金錢之基準，或依「本會代表人」與受託人之協議為之。
3. 信託財產中之委託人公司股票部份，全數準依前款關於畸零股票處分之規定，以折算金錢方式返還。
4. 本項第2款及第3款所載之信託財產以折算金錢方式返還，受託人得以下列方式為之：
 - (1) 簽發支票方式：依「本會代表人」指示開立受款人為委託人(受益人)本人支票。
 - (2) 匯款方式：依「本會代表人」指示匯入指定之帳戶【限委託人(即受益人)本人】。

三、全體委託人(即受益人)因信託契約第十三條第三項信託契約終止事由而終止時，其所持有信託財產中委託人公司股票部份之返還方式，得依前項第1款或第3款，統一擇一方式並由「本會代表人」指示受託人返還。

四、上開信託財產取回申請書類之格式，由受託人統一制定，委託人應依該制定格式填具完整。

五、上開信託財產取回申請書類中，若未經「本會代表人」之核定並蓋妥原留印鑑、或內容有未填載、錯誤、缺漏、瑕疵、不明確、或塗改處未經「本會代表人」蓋原留印鑑者、或請求之數額有爭議者、或有其他執行上之困難者，受託

人得拒絕受理之。

六、其他若有受託人就信託財產返還方式執行上困難者，由受託人依適當方式決定之。

七、受託人於辦理信託財產之返還時，如信託財產不足以扣除相關費用、稅捐、負擔之債務、所受之損害、信託報酬及相關事務處理費時，受託人得對信託財產依法行使留置權，或要求委託人(即受益人)提供相當之擔保或要求立即清償之。

第十四條：通知

一、受託人返還信託財產時，如因受託人作業疏失錯誤入帳，委託人同意受託人得逕自更正並通知委託人；倘若該存入款項業經支用，就收受誤存入帳之委託人(即受益人)應於受託人通知後立即返還該款項。因受託人之疏失而入錯委託人(即受益人)以外之第三人之帳戶時，受託人應儘速請求該第三人返還，或採取其他之必要法律程序。

二、受託人返還信託財產時，如因「本會代表人」或委託人(即受益人)誤寫存款之帳號、戶名或其他原因而誤存入帳者，「本會代表人」或委託人(即受益人)應通知受託人辦理更正手續；倘若該存入款項業經支用，就收受誤存入帳之委託人應於受託人通知後立即返還該款項。

三、委託人所送交受託人之有關本信託契約一切相關事務之書面資料應經「本會代表人」之核定並蓋妥原留印鑑，始為有效。

四、信託契約項下有關「本會代表人」之書面指示，「本會代表人」得以傳真至受託人指定營業處所，受託人於接獲傳真書面指示後若認為指示有不清或模糊時，得以電話聯絡「本會代表人」予以澄清或補正。若受託人無法聯絡上「本會代表人」、或「本會代表人」不予澄清、補正或無法補正而致信託財產受有損害時，受託人就該損害不負任何之賠償責任。「本會代表人」並應於傳真上開書面指示後立即以掛號方式將書面指示正本寄送至受託人指定之營業處所。若受託人未於收受上開傳真後五個營業日內收到「本會代表人」寄送之書面指示正本或

正本內容與傳真內容有不一致時，均以受託人所收到之傳真內容為準。

五、「本會代表人」有異動時，「本會代表人」應儘速通知受託人並依本準則第十條第五項之規定辦理變更手續；倘未為通知或遲延通知，於變更手續完成前，致信託財產權益或受益權受有損害時，受託人不負損害賠償之責。

六、本會因解散或改組，或章程有修訂、或有重大決議事項時，「本會代表人」應儘速以書面通知受託人；該等事由未為通知、或遲延通知受託人時，不得以其他事由對抗受託人。



參考書目

一、中文部分(依作者姓氏筆畫排列)

(一) 專書

1. Michel Allert 著。莊武英譯, *Capitalism against Capitalism*, 兩種資本主義之戰, 聯經出版, 1995 年 11 月。
2. 大衛·P·埃勒曼著, 李大光譯, 民主的公司制, 新華出版, 1997 年 12 月。
3. 王斌, 企業職工持股制度國際比較, 經濟管理出版社出版, 2000 年 1 月。
4. 方嘉麟, 信託法之理論與實務, 元照出版, 2003 年 3 月。
5. 李果、黃繼剛、王欽著, 員工持股制度理論與實踐, 經濟管理出版社出版, 2002 年 4 月。
6. 余雪明, 比較退休基金法, 元照出版, 2001 年 8 月。
7. 林鐘雄, 西洋經濟思想史, 三民書局出版, 2004 年 8 月。
8. 亞當斯密著, 郭大力、王亞南譯, 國富論, 香港商務印書館出版, 2002 年 1 月。
9. 胡寄窗主編、高安邦校訂, 西方經濟律思想史, 五南圖書出版, 1996 年 4 月。
10. 徐俊明, 投資學—理論與實務, 新陸出版, 2005 年 9 月。
11. 馬克斯, 政治經濟學批判, 馬克思與恩格斯全集, 第 46 卷上冊, 人民出版社出版, 1979 年。
12. 許志雄、陳銘祥、蔡茂寅、周志宏、蔡宗珍, 現代憲法論, 元照出版, 2004 年。
13. 馬克斯, 政治經濟學批判, 馬克思與恩格斯全集, 第 46 卷上冊, 人民出版社出版, 1979 年。
14. 符寶玲, 退休基金制度與管理, 華泰文化出版, 2005 年 1 月。
15. 梁愛雲, 西方發達國家企業職工持股研究, 經濟科學出版社出版, 2005 年 2 月。
16. 曾宛如, 公司管理與資本市場法制專論(一), 學林出版, 2002 年 10 月。

17. 劉連煜，現代公司法，元照出版，2010年9月。
18. 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版，2007年2月。
19. 墨基爾著，楊美玲譯，漫步華爾街—超越股市漲跌的成功投資策略，天下遠見出版，2004年5月。
20. 謝哲勝，信託法，元照出版，2007年3月。

(二) 期刊論文與研究計畫

1. 王文宇，信託法制與資產管理業務之規範，月旦法學雜誌第90期，2002年11月。
2. 王文宇，法學、經濟學與組織(下)—兼論契約型與公司型共同基金組織，月旦法學雜誌第182期，2010年7月。
3. 王文宇，普通控股公司與金融控股公司之規範，月旦法學雜誌第79期，2001年12月。
4. 王新紅、傅強，職工持股會若干法律問題探析，湖南商學院學報第10卷第5期，2003年9月
5. 方嘉麟，信託架構下利益衝突交易及其管制模式之經濟分析，政大法學評論第56期，1996年12月。
6. 汪靈罡，論公司職工持股會的法律地位，海南大學學報人文社會科學版第23卷第4期，2005年12月，頁410。
7. 林國彬，董事忠誠義務與司法審查標準之研究，政大法學評論第100期，2007年12月。
8. 周明錦、蔡文雄，台、美員工持股信託制度對公司之影響(上)，會計研究月刊238期，2005年9月。
9. 周明錦、蔡文雄，台、美員工持股信託制度對公司之影響(下)，會計研究月刊239期，2005年10月。
10. 施敏雄，利益衝突與美國銀行、證券義務分離之規定，台灣經濟金融月刊，第28卷第6期，1992年6月。

11. 徐聯恩，企業員工入股之研究，行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告，1994年6月。
12. 黃銘傑，公司治理與企業金融法制之興革與挑戰，元照出版，2006年7月。
13. 陳榮彬，企業員工持股信託簡介，金融財務第1期，1999年1月。
14. 陳俊仁，從美國 ERISA 論我國勞工退休金條例忠實義務規範之缺失，台灣本土法學雜誌第75期，2005年10月。
15. 劉連煜，企業併購時董事之受任人義務—最高法院99年度台上字第261號民事判決及其歷審判決評析，2011年公司法判決評釋學術研討會上午場講義。
16. 劉連煜，董事責任與經營判斷法則，月旦民商法雜誌第17期，2007年9月。

(三) 碩博士論文

1. 王璇，退休基金管理人責任之研究—以公務員退休撫卹基金為例，國立台灣大學法律研究所碩士論文，2009年1月。
2. 李永全，員工入股計畫(ESOP)之租稅效果、分配效果及可行性研究，國立中山大學財務管理研究所碩士論文，1994年6月。
3. 林哲誠，信託關係下受託人義務之研究，國立台北大學法律研究所碩士論文，2000年6月。
4. 林炫秋，台灣、德國與美國企業退休給付法治之比較研究，政治大學法律研究所博士論文，2001年7月。
5. 林志信，我國勞工退休金制度之研究—以勞工退休金條例為例，國立中正大學法律研究所碩士論文，2005年6月。
6. 徐肇鴻，從法律分析論公司目的與受託義務規範之法律規範，中原大學財經法學系碩士論文，2007年7月。
7. 范明，我國員工持股計畫(ESOP)信託模式制度之研究。對外經濟貿易大學碩士學位論文，2004年4月。
8. 高安淇，勞退新制下企業年金保險法制之研究—兼論美國 ERISA 制度，2006年7

月，國立政治大學風險暨管理學系研究所碩士論文。

9. 畢台榮，論我國勞工退休金制度之爭議問題—以美國基金運用管理為核心，2007年12月。
10. 郭信甫，勞工退休金專戶法規之研究，國立中正大學法律研究所碩士論文，2005年。
11. 陳俊雄，台灣企業實施員工持股信託計畫與公司績效的實證研究，國立政治大學經營管理碩士學程(EMBA)財管組碩士論文，2010年5月。
12. 陳惠如，「謹慎投資人原則」之研究—兼論我國受託人投資權限規範之研究，國立中正大學法律研究所碩士論文。
13. 劉彥皇，公司敵意併購防禦措施之研究，中原大學財經法律學系碩士論文，2007年7月。

(四) 法院判決

1. 42年台上字第865號判例。
2. 79年度台上字第1203號判決。
3. 司法院大法官釋字第514號解釋黃越欽大法官不同意見書。

(五) 網路資源

1. 維基百科，<http://zh.wikipedia.org/wiki/Wikipedia:%E9%A6%96%E9%A1%B5>。
2. 中華民國信託業商業同業公會網站，<http://www.trust.org.tw/home/index.asp>。
3. 中國信託商業銀行法人信託部網站，
http://ecorp.chinatrust.com.tw/cts/static/business/trust_staff_holding.jsp

二、英文部分(依字母順序排列)

(一) 專書

1. Adolf A. Means & Gariner C. Means, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY*, Transaction Publisher published (1991).

2. Bryan A Garner, *Black's Law Dictionary*, 9th edition, West Group (2010).
3. Colleen E. Medill, *Introduction to Employee Benefits Law: Policy and Practice*, Thomson/West published (2007).
4. Croey Rosen et. al., *EQUITY: WHY EMPLOYEE OWNERSHIP IS GOOD FOR BUSINESS*, NCEO published (2005).
5. Corey Rosen, *The Inside Esop Fiduciary Handbook*, NCEO published (2009).
6. George G. Bogert, Dallin H. Oaks, H. Reese Hansen, Stanley D. Neelemen, *Case and text on the Law of Trusts*, Foundation pressed (2008).
7. Gregory K. Brow, *Overview of ESOP Legal Requirements, ESOPs: The handbook of Employee Stock Ownership Plans*, Probus publishing company (1989) .
8. Idelle A. Howitt; Corey Rosen, *Employee Stock Ownership Plan Answer Book*, Aspen Publishers, (2010).
9. J.G. Riddall, *The Law of Trusts*, Butterworth pressed (1982).
10. Jay Conison, *Employee Benefit Plans*, West Publishing Co.published (1993).
11. Jayne E. Zanglein & Susan J. Stabile, *ERISA Litigation*, The Bureau of National Affairs, Inc. published (2005).
12. John H. Langbein & Bruce A. Wolk, *Pension and Employee Benefit Law*, Foundation Press, (2000).
13. Louis O. Kelso and Patricia, *Democracy and Economic Power*, Ballinger publihing company (1986)
14. Martin L. Weitzman, *The Share Economy: Conquering Stagflation*, Harvard University Press (1984).
15. Robert A. G. Monks & Nell Minow, *CORPORATE GOVERENCE*, Blackwekk Business published (2001).
16. William J. Carney, *Merger and Acquisitions*, Aspen Publisher (2009).

17. World Bank, *Adverting the old Age Crisis-Policies to protect the old and Promote Groth*, World Bank published (1994).

(二) 期刊論文與研究計畫

1. Brett McDonnell, *ESOPS' FAILURES: FIDUCIARY DUTIES WHEN MANAGERS OF EMPLOYEE -OWNED COMPANIES VOTE TO ENTRENCH THEMSELVES*, 2000 Colum. Bus. L. Rev. 199 (2000).
2. Craig Copeland, *IRA Asset Allocation-Employee Benefit Research Institute*, EBRI Notes, Vol. 32, No. 5 (2011).
3. David T Llewellyn, *The Economic Rationale for Financial Regulation*, Occasional Paper Series 1, FSA OCCASIONAL PAPERS IN FINANCIAL REGULATION (1999).
4. Derek C. Jones and Takao Kato, *The Productivity Effects of Employee Stock-Ownership Plans and Bonuses: Evidence from Japanese Panel Data*, The American Economic Review, Vol. 85, No. 3 (1995).
5. Robert Ashford & Demetri Kantarelies, *CAPITAL DEMOCRATIZATION*, Syracuse University - College of Law and Assumption College, Working Paper Series (2006).
6. Sean M. Anderson, *Risky Retirement Business: How ESOPs Harm the Workers They Are Supposed to Help*. Loyola University Chicago Law Journal, Vol. 41 (2009).
7. Peter Pitegoff, *Worker Ownership in Enron's Wake —Revisiting A Community Development Tactic*, Journal of Small and Emerging Business Law, Vol. 8 (2004).
8. Takao Kato and Motohiro Morishima,, *The Productivity Effects of Participatory Employment Practices: Evidence from New Japanese Panel Data*. Industrial Relations: A Journal of Economy and Society, Vol.41 (2002).
9. Daniel J. Greenwood, *Democracy and Delaware: The Mysterious Race to the Bottom / TOP*, 23 YALE L. & POL'Y REV. 381 (2005).
10. Edward A. Zelinsky, *The Defined Contribution Paradigm*, 114 Yale L.J. 451 (2004).
11. Frank H. Eastbrook & Daniel R. Fischel, *Contract and Fiduciary Duty* , 36 J. Law &

Econ. 425 (1993)

12. Jeffrey N. Gordon, *The Puzzling Persistence of the Constrained Prudent Man Rule*, 62 N.Y.U.L. REV. 52 (1987).
13. John H. Langbein, *The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing*, 81 Iowa L. Rev. 641, 644 (1996).
14. Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol.3 (1998) .
15. Oliver Williamson, *Transaction-Costs Economics: The Governance of Contractual Relations*, Journal of Law and Economics, Vol. 22, No. 2 (1979).
16. Oliver Williamson, *Why Law, Economics and Organization?* , UC Berkeley Public Law Research Paper No. 37 (2000).
17. R.H. Coase, *The Nature of the Firm*, 4(16) *Economica* (1937).

(三) 法院判決

1. *Akers v. Palmer*, 71 F. 3D 226 (6th Cir.,1995).
2. *Andrade v. Parsons Corp.*, 972 F.2d 1336 (9th Cir., 1992).
3. *Berlin v. Michigan Bell Telephone Co.*, 858 F.2d 1154 (6th Cir.,1988).
4. *Brock v. Self*, 632 F.Supp. 1509 (1986).
5. *Bryant v. Food Lion Inc.*, 774 F.Supp. 1484 (1991).
6. *Canale v. Yegen*, 782 F. Supp. 963 (1992).
7. *Coleman Clinic, Ltd. v. Massachusetts Mutual Life Insurance Co.*, 688 F. Supp 740 (1988).
8. *Consolidated Beef Industries, Inc. v. New York Life Ins. Co.*, 949 F.2d 960,964 (8th Cir.1991).
9. *Cosgrove v. Circle K Corp.*, 915 F. Supp. 1050 (1995).

10. Crowley v. Corning Inc., 234 F. Supp. 222 (2003).
11. Cutaiar v. Marshall, 590 F.2d 523, 528 (3rd Cir.,1979).
12. DeLUCA v. BLUE CROSS BLUE SHIELD OF MICHIGAN, 628 F.3d 743 (6th Cir.,2010).
13. Donovan v. Bierwirth, 680 F.2d 263,271 (2nd Cir.,1982).
14. Donvon v. Cunningham, 716 F. 2d 1455 (1st Cir., 1983).
15. Donovan v. Dillingham, 688 F.2d 1367, 1371(11th Cir., 1982).
16. Donovan v. Mazzola, 716 F.2d 1226 (9th Cir., 1983).
17. Donovan v. Walton, 609 F. Supp. 1221 (1985).
18. Eckelkamp v. Beste , 315 F. 3d 863, 869 (8th Cir., 2002).
19. Estate of Beach, 15 Cal.3d 623 (1975).
20. Freund v. Marshall &Ilsley Bank, 485 F. Supp. 629 (1979).
21. GIW Industries, Inc. v. Trevor, Stewart, Burton & Jacobsen, 895 F.2d 729 (11th Cir.,1990).
22. Gruber v. Hubbard Bert Karle Weber, Inc., 159 F.3d 780, 789(3d Cir. 1998).
23. Harvard v.Amory, 26 Mass.446. 1830 WL 2554.
24. Herget Nat. Bank v. Lampitt, 133 Ill.App.3d 418, 478 N.E.2d 904 (1985).
25. Hickman v. Tosco Corp., 840 F. 2d 564 (8th Cir.,1988).
26. Howell v. Motorola, Inc., 337 F. Supp. 2d 1079 (2004).
27. Hozier v. Midwest Fastners, 908 F.2d 1155 (3rd ,1990).
28. Hull v. Policy Systems Corp.,2001 U.S. Dist. LEXIS 22343 (2001).
29. Husvar v. Rapoport, 430 F.3d 577 (6th Cir., 2005).

30. In re Duke Energy ERISA Litigation, 281 F. Supp. 2d 793 (2003).
31. In re Dynegy Inc. ERISA Litigation., 309 F.Supp. 2d 861 (2004).
32. In re Estate of Killy, 457 Pa.474, 481, 326 A.2d 372, 376 (1974).
33. In re Vento Development Corp. 560 F. 2d 2(1st Cir.,1977).
34. Johnson v. Couturier, 572 F. 3d 1067, 1077 (9th Cir., 2009).
35. Katsaros v. Cody, 744 F.2d 270 (2nd Cir.,1984).
36. Keach v. United States Trust Co., 240 F. Supp. 2d 840 (2004).
37. King v. Talbot, 40 N.Y. 76 (1869).
38. Kling v. Fidelity Mgmt. Trust Co., 323 F. Supp. 2d 132, 150-151 (2004).
39. Knox v. Mackinnon, 13 App.Cas. 753 (House of Lords, 1888).
40. Koch v. Dwyer, 1999 WL 528181 (1999).
41. Kuper v. Iovenko, 66 F. 3d 1447 (6th Cir.,1995).
42. Kuper v. Quantum Chem. Corp., 66 F.3d 1447 (6th Cir. 1995).
43. LaLonde v. Textron, Inc., 270 F.Supp. 2d 272 (2003).
44. LaLonde v. Textron, Inc., 369 F. 3d 1,7,(1st Cir.,2004).
45. Leigh v. Engle, 727 F.2d 113, 124 (7th Cir., 1984).
46. Lockheed Corp. v. Spink, 517 U.S. 882 (1986).
47. Massachusetts Mutual Life Insurance Co. v. Russell, 473 U.S. 134 (1985).
48. Mertens v. Hewitt Assocs., 508 U.S. 248 (1993).
49. Morse v. Stanley, 732 F.2d 1139 (2nd Cir.,1984).
50. Monench v. Robertson, 62 F.3d 553 (3rd Cir.,1995).
51. Martin v. Branch 419, Nat. Ass'n of Letter Carriers, AFL-CIO, 965 F. 2d 660 (8th Cir.,

1992).

52. NCR Corp. v. American Telephone & Telegraph Co., 761 F. Supp. 475 (1991).
53. Neil v. Zell, 677 F. Supp. 2d 1010 (2009).
54. Northwest Airlines Inc. v. Federal Ins. Co., 32 F.3d 349 (8th Cir.,1994).
55. North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla ,930 A. 2d 92 (Del.,2007).
56. Pressroom Unions-Printers League Income Security Fund v. Continental Assurance Co., 578 F.Supp. 1518(1983).
57. Simmons v. Oliver, 74 Wis. 633, 43 N.W. 561 (1989).
58. Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corp., 559 A. 2d 257 (Del. 1989).
59. Sommers Drug Stores CO. Employee Profit Sharing Trust v. Corrigan Enters. Inc., 793 F.2d 1456 (5th Cir.,1986).
60. Successor Trust Committee of Permian Distributing, Inc. Employees' Profit Sharing Plan & Trust v. First State Bank of Odessa, N.A., 735 F. Supp. 708 (1990).
61. Summers v. State Street Bank & Trust Co. 453 F.3d 404 (7th Cir., 2006).
62. Thompson v. Avondale Indus., Inc., 2003 U.S.Dist. LEXIS 2318 (2003).
63. Trenton v. Scott Paper Co.,832 F.2d 806, 809(3rd Cir.,1987).
64. Unitrin v. American General Corp., 651 A. 2d 1361 (Del. 1995).
65. Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946 (Del. 1985).
66. Wright v. Oregon Metallurgical Corp., 360 F. 3d 1090,1093 (9th Cir., 2004).

(四) 行政函釋

1. 44 Federal Register 37, 221.
2. Department Of Labor Register § 2509.75-8

3. Internal Revenue Service, Private Letter Ruling NO. 200052014 (12/29/2000).
4. IRS NOTICE 88-56, I.R.B. 1988-19 (Q&A: 7).
5. Revenue Ruling 59-60, 1959-1 CB 237.
6. Revenue Ruling 84-155, 19842 C.B. 95.
7. SEC Release No.33-6188 (1980).
8. SEC Release No. 33-6281 (1981).
9. Treasury Regulations § 1.1401-1.
10. Treasury Regulations § 54.5975-11.
11. Treasury Regulations § 54.5975-7.

(五) 網路資源

1. Employee Benefit Research Institute, available at: <http://ebri.org/> .
2. ERISA in the United States Code: Cross-reference table, table of contents(detailed). Available at: <http://benefitslink.com/erisa/crossreference.html> .
3. Federal Register, available at: <http://www.gpoaccess.gov/fr/index.html> .
4. The Charters of Freedom, available at:
<http://www.archives.gov/exhibits/charters/declaration.html>
5. The Employee Share Ownership Centre, available at:
<http://www.mhcc.co.uk/esop/esop/default.asp?nav=home> .
6. THE ESOP ASSOCIATION, *ESOP STATISTICS*, available at:
http://www.esopassociation.org/media/media_statistics.asp
7. The Kelso Institute, available at <http://www.kelsoinstitute.org/index.html>.
8. The National Center for Employee Ownership (NCEO) , available at:
<http://www.nceo.org/>.

9. New York Times BLOG > Journalismo > Sam Zell: Grave Dancer, By Bob Norman, Tue., Apr. 3 2007, available at:
http://blogs.browardpalmbeach.com/pulp/2007/04/sam_zell_grave_dancer.php .
10. New York Times, Times Topics > People > Z > Zell, Sam, Updated: Aug. 31, 2009, available at:
HTTP://TOPICS.NYTIMES.COM/TOP/REFERENCE/TIMESTOPICS/PEOPLE/Z/SAM_ZELL/INDEX.HTML?SCP=1-SPOT&SQ=SAM%20ZELL&ST=CSE .
11. Wikipedia, the free encyclopedia, available at:
http://en.wikipedia.org/wiki/Main_Page .

