論著

論公司買回自己股份—評證券交易法修正草案第二十八條之二

賴英照（司法院大法官）

一、前言

為使公司在特定情形下得買回自己股份，立法院審議中的證券交易法修正草案特增訂第二十八條之二，擴大庫藏股的範圍。此一修正對於發行公司之營運及證券市場發展均有深遠影響，值得重視。本文擬就此一增訂條文的相關問題做一探討，以供關心人士參考。

二、公司法的基本規定

公司法第一六七條原則禁止公司收回或收買自己股份，但設有四種例外情形，包括：1.以盈餘或發行新股所得之股款，收回公司發行之特別股。（第二五八條）2.對於已進行清算或受破產宣告之股東，按市價收回其股份，以抵償其於清算或破產宣告前結欠公司之債務。（第一六七條第一項但書）3.公司股東會決議與他人簽訂出租全部營業、委託經營或共同經營契約，或決議讓與全部或主要部分之營業或財產，或受讓他人全部營業或財產，對公司營運有重大影響者，公司得應異議股東之請求，收買其股份。（第一八六條）4.公司與他公司合併時，公司得應異議股東之請求，收買其股份。（第三一七條）公司依上開規定收回或收買之股份，尚未出售或銷除前，即為一般所稱之庫藏股（註一）。

禁止公司收回或收買自己股份的原則，在我國始自1904年的「公司律」，迄今已近一世紀；在外國，也早已成為各國立法的通例。考其原因，主要有四：其一，公司買回自己股份，使公司成為自己的股東，不但法人與其構成員相混淆，公司與股東之間的權利義務關係亦陷於渾沌不明的狀態。其二，有限責任的公司，必須有適足的資本才能正常營運，並保障債權人（包括契約及侵權行為所產生的債權人）的權益。公司收回或收買自己股份，有減少資本之虞，違背資本維持原則，可能損及公司債權人的利益。其三，如准許以公司資金買賣自己股票，公司負責人可能藉此炒作股價，或為其他不法行為圖利，影響證券市場的健全。其四，藉買回本公司股票，減少股東會法定最低出席人數，使公司負責人的持股比率因而提高，進而影響董監事的選舉（註二）。

但這些禁止的理由，也並非絕對。公司與股東間權利義務關係不明的問題，可以藉停止股東權的行使予以避免；如買回後再出售，可以收回資金，應無減資之疑慮；至於炒作股價及變更持股比率等問題，也可以藉適當的管理措施予以規範。事實上，子公司買進母公司股票，也會產生類似公司買回自己股票的問題，但各國立法（包括我國）均未禁止子公司購買母公司股票。因此，為因應事實上的需要，公司法乃設有

例外規定。以各國立法例觀之，例外情形寬嚴有別。一般而言，第一六七條的規定，較美國各州公司法為嚴（註三），而與日、英、德等國立法相近，但範圍略小（註四）。

三、擴大庫藏股範圍的立法背景及其內容

1997年7月開始，亞洲地區發生金融風暴（註五），台灣也受到波及。8月間，台灣股票市場的股價指數仍維持在一萬點左右的水準。（8月26日10,116.84，為最高點）但從8月27日起開始急遽下降，次日便跌破一萬點，成為9,827.49點，到10月29日已跌到7,089.56；兩個月之間，指數跌落3,027點，跌幅幾達三成（註六）。企業界及金融界感受沉重壓力，紛紛要求政府提出因應對策。中央銀行兩度（9月25日和10月16日）調降存款準備率，財政部除調整融資融券的成數及期限，並大幅放寬外資投入股市外（註七），更於10月22日向行政院提出證券交易法修正草案第二十八條之二，擴大庫藏股的範圍，開放公司買回股份，希望藉此穩定股市。行政院於翌日的院會通過草案，並於同月30日函送立法院審議（註八）。

依草案規定，公司得於下列三種情形買回其股份：「一、轉讓股份予員工。二、配合認股權憑證、附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債或可轉換特別股之發行，作為股權轉換之用。三、因公司財務或業務以外因素，對股東權益有重大影響時，為維護公司信用及股東權益所必要（註九）」。

上述三種情形中，第三種庫藏股無疑是修法的重點，也是各界矚目的焦點。從立法院審議過程觀察，委員會對於第一、第二兩種情形，較少有不同意見。換言之，對於公司為激勵員工士氣，買回自己股份轉讓予員工，及配合可轉換公司債、附認股權公司債等有價證券之發行，由公司買回自己股票，供權利人行使換股權利時之用，多表贊同（註一〇）。惟對於第三種庫藏股則頗多質疑。委員的問題主要包括：草案此時提出是否為年底的選舉護盤？（按1997年11月29日舉行縣市長選舉）是否有操縱市場及內線交易的疑慮？所謂「公司財務或業務以外因素」，如何界定？公司大量買回自己股票，是否違背資本維持原則？是否變相提高負責人持股比率以影響董、監事選舉？是否有利益輸送及圖利公司負責人的情事？是否因而減少保留盈餘，使股利所得轉為股票交易所得，以達避稅目的（註一一）？

面對種種質疑，財政部除一一說明外，乃將草案重新修正。立法院委員會針對草案詳細討論後，亦做若干修正，並通過第二十八條之二全文如下：

「股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司，有左列情事之一者，得經董事會三分之二以上董事之出席及出席董事超過二分之一同意，於有價證券集中交易市場或證券商營業處所或依第四十三條之一第二項規定買回其股份，不受公司法第一百六十七條第一項規定之限制：

一、轉讓股份予員工。

二、配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股 或認股權憑證之發行，作為股權轉換之用。

三、公司非由於本身財務或業務之因素，但因證券市場發生連續暴跌情事，致股價非正常之下跌，為維護公司信用及股東權益所必要者。

前項公司買回股份之數量比例，不得超過該公司已發行股份總數百分之十；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加計發行股份溢價及已實現之資本公積 之金額。

公司依第一項規定買回其股份之程序、價格、數量、方式、轉讓方法及應申報公告事項，由主管機關以命令定之。

公司依第一項規定買回之股份，除轉讓予員工部分應於買回之日起一年內轉讓外，應於買回之日起三年內將其轉讓；逾期未轉讓者，視為公司未發行股份，並應辦理變更登記。

公司依第一項規定買回之股份，於未轉讓前，不得享有股東權利。

公司於有價證券集中交易市場或證券商營業處所買回其股份者，該公司其依 公司法第三百六十九條之一規定之關係企業或董事、監察人、經理人之本人 及其配偶、未成年子女或利用他人名義所持有該公司之股份，於該公司買回 之期間內不得賣出。第一項董事會之決議及執行情形，應於最近一次之股東會報告；其因故未買回股份者亦同。（註一二）」

從草案內容觀察，第二十八條之二對於一般所指陳的禁止庫藏股的理由，已 有若干防範的規定，包括1.公司持有的庫藏股，不得享有股東權利。（第五 項）所謂股東權利，包括表決權、盈餘分配請求權及剩餘財產分配請求權等。此一規定，與德、日、美等國立法相仿，可避免因公司持有自己公司股份，成為自己公司股東，發生公司與股東之間權利義務的混淆關係，也可避免負 責人以庫藏股的表決權延續其董、監權位（註一三）。2.買回本公司股票的資金，限 於保留盈餘及資本公積（第二項），不得動用資本，以避免買回股票形同減資 的疑慮。此一規定，與美、德、英等國立法原則相同（註一四）。3.買回股份的數量 限於已發行股份總數百分之十（第二項），以降低公司藉買回股票，實質上提 高負責人持股比率的效果（註一五）。此項10%比率，原則上與德國股份公司法第七 十一條第一項及日本商法第二一〇條之二的規定相同（註一六）。4.限制公司內部人 及其關係人，於「公司買回之期間內」不得賣出（第六項），以避免負責人藉 機解套獲利。5.買回的股份必須在一定期間內賣出或銷除，亦即轉讓員工部 分，應於買回後一年內轉讓，其餘部分應於三年內轉讓，逾期未轉讓者，視 為公司未發行股份，並辦理變更登記。（第四項）6.授權主管機關對

於買回 股份之程序、價格、數量、方式、轉讓方法、及應申報公告事項，以命令訂 定之（第三項），以加強管理並防範弊端。主管機關擬議中的辦法，預料將對 於每日買回的數量、價格、申報及公告等相關事項予以規定。

四、草案有關問題的檢討

上開規定，固然有助於消除庫藏股所可能產生的弊害，但從法律層面考量， 草案條文仍有值得探討之處，尤其對於最關鍵的操縱股價、內線交易及內部 人交易歸入權等問題，草案並未做適當的規範。關於違 法買回股份之契約效 力，董事應負之責任及交叉持股之規範等問題也應一併予以檢討。茲說明如 下：

（一）操縱股價問題

證券交易法第一五五條明文禁止操縱股票價格的行為， 該條第一項第四款並規定禁止的態樣為：

「意圖抬高或壓低集中交易市場某種 有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入 或以低價賣出者。」依同條第二項，此一禁止操縱股價的規定，亦準用於店 頭市場。準此，任何人對上市或上櫃股票，有抬高或壓低其價格之意圖，而 有連續以高價買入或低價賣出之行為者，即構成犯罪，依同法第一七一條規 定，處七年以下有期徒刑、拘役或科或併科二十五萬元以下罰金（註一七）。

如有公司為拉抬本公司股票價格而連續買回自己股票者（依法院實務見解， 有兩次以上的買賣，即構成連續），是否違反第一五五條之規定，而有第一七 一條的適用？刑法第二十一條第一項規定：「依法令之行為，不罰」（註一八），此一 規定，能否使公司負責人於依第二十八條之二買回股份時，免受違反第一七 一條的追訴？實務界尚無確定見解。惟依第二十八條之二第一項第三款規定， 公司買回自己股份，必須是「公司非由於本身財務或業務之因素，但因證券 市場發生連續暴跌情事，致股價非正常下跌，為維護公司信用及股東權益所 必須者」。此項前提條件，具有相當彈性，如何具體認定？尚有爭議。如公司 買回股份，經認為不符合上開前提條件者，即無法受刑法第二十一條第一項 之保護，而公司負責人也將因而裹足不前，自然影響上開規定的執行效果。

按證券交易法第一五五條係仿自美國1934年證券交易法第九條之規定（Sec. 9, Securities Exchange Act of 1934）。美國聯邦證管會為處理公司買回自己股份 所可能引起的違法操縱市場問題，特訂頒行政規則（§ 240. 10b-18 Purchases of certain equity securities by the issuer and others），對 於買回股份的數量、價格、 時間、經紀商的委託及其他相關事項加以規範。該規則第二項並明定，凡依 該規則之規定買回股份者，該買回行為未違反證券交易法第九條第一項第二 款禁止操縱市場之規定（相當於我國證券交易法第一五五條第一項第四款）， 亦未違反證券詐欺條款（shall not be deemed to have violated

section 9(a)(2) of the Act or Rule 10b-5 under the Act, solely by reason of the time or price at which its Rule 10b-18 bids or Rule 10b-18 purchases are made of the amount of such bids or purchases or the number of brokers or dealers used in connection with such bids or purchases)

(註一九)。此項行政規則，在於使公司為正當目的而買回股票時，有法令可資遵循，並免受刑事追訴。草案第二十八條之二應做必要修正，使正當買回行為免受第一七一條之追訴。此外，民事責任部分，亦應有適當的規定，以處理第一五五條第三項賠償責任問題。

但另一方面，法令的保護也應有其限度。對於正當目的的買回，固應使其免受追訴，惟對於藉買回之名而行炒作股價之實者，也應予以制裁。實務上，如何區分正當的買回與惡意的炒作？法令能否明確的區別？如果難以區別而導致傷及無辜，或變相允許炒作股價者，顯示為穩定股價而開放公司買回自己股份的客觀條件尚未成熟；如冒然開放，恐將弊大於利。政府必須斟酌市場實際狀況，在穩定股價與維持交易秩序之間做適當的權衡。

(二)內線交易問題

證券交易法第一五七條之一第一項規定：「左列各款之人，獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開前，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出：一、該公司之董事、監察人及經理人。二、持有該公司股份超過百分之十之股東。三、基於職業或控制關係獲悉消息之人。四、從前三款所列之人獲悉消息者。」

本條為禁止內線交易的條文，其規範對象一般稱為內部人 (insider)，包括公司董事、監察人、經理人、大股東及其他相關人員。值得注意的是，所謂內部人並未包括公司本身。依上開規定，內部人利用公司未公開之重大消息買賣股票者，違反第一五七條之一規定，應負第一七五條所定之刑責（二年以下有期徒刑、拘役或科或併科十五萬元以下罰金）。惟如公司本身，而非第一五七條之一第一項所列舉的內部人，利用內部消息依第二十八條之二買回或賣出股票者，有無違反第一五七條之一的規定？按1988年修正證券交易法增訂第一五七條之一時，行政院說明之立法理由謂：「本法對於股票發行公司內部人員參與公司股票買賣，僅第一百五十七條六個月內短線買賣利益歸入公司或如符合詐欺等要件同一般人交易負本法第二十條及第一百七十一條民刑責任外，對於利用公司未經公開之重要消息買賣公司股票圖利，未明定列為禁止規定，對證券市場之健全發展，構成妨礙，並形成證券管理的一項漏失」。可見行政院提出草案時，並未考慮公司買回的相關問題；事實上，當時並未允許公司為穩定股價可買回自己股票，因此上述問題亦無考量之必要。立法院審議本條時，更未討論公司買回時所涉及的內線交易問題（註二〇）。從第一五七條之一的規定觀察，公司本身並非該條所規定的內部人，因此，依罪刑法定主義（刑法第二條），公司買回自己股份時，有

無第一五七條之一及第一七五條的適用？仍有疑義。

如公司買回自己股票，可豁免於第一五七條之一的規定，則內線交易的規範將產生疏漏。公司明知有利多消息，卻秘而不宣，又買回公司股票，無論是轉讓予員工或配合附認股權公司債的發行做為轉換股權之用，或為護盤之目的而為，均有侵害投資人權益之虞。雖然公司買回股票的利益仍歸於公司所有，為全體股東所共享，惟對於出賣股票之投資人而言，則難免發生損失，形成不公平的現象。就整體股票市場而言，如放任公司為內線交易更將損害市場的健全發展。

惟如認為上開情形仍有第一五七條之一的適用，應受第一七五條的處罰，法律依據何在？從比較法的角度觀察，美國1934年證券交易法第十條第二項（section 10b）（註二一）及證管會規則第十條第二項第五款（Rule 10b-5）（註二二）有關禁止詐欺買賣的規定，為美國法院內線交易相關判決的法律依據。我證券交易法第一五七條之一亦係參考美國法制而來。值得注意的是，上開美國法令禁止詐欺的對象為任何人（any person），並未列舉特定人。在法院有關內線交易的判決中，所謂內部人（insider），包括發行人（issuer），亦即上市或上櫃公司本身（註二三）。因此公司買回自己股份時，如有重大消息未公開者，依美國法仍有內線交易有關規範之適用。我證券交易法修正草案對一五七條之一的有關規定，必須配合修正，將發行人買賣本公司股票之情形納入規範，以防杜疏漏（註二四）。

（三）短線交易的歸入權問題

證券交易法第一五七條第一項規定：「發行股票公司董事、監察人、經理人或持有公司股份超過百分之十之股東，對公司之上市股票，於取得後六個月內再行賣出，或於賣出後六個月內再行買進，因而獲得利益者，公司應請求將其利益歸於公司」。此為一般所稱之內部人短線交易歸入權（註二五）。依本條規定，公司內部人如於六個月內買賣本公司股票獲利者，其利益不能由該內部人獲得，而應歸入於公司，為股東全體共享。因此，本條的立法目的，係藉由歸入權的行使，嚇阻內部人為短線交易（註二六）。

在公司買回自己股票的情形，由於買入的股票，依規定必須於一定期間內轉讓，因此於買入後六個月內再行賣出或轉讓的可能性頗大。惟公司本身並非本條規定的「內部人」，應無歸入權的適用；且歸入權行使的結果，係將買賣利益歸入於公司，在公司買回自己股票的情形，買賣利益本就歸於公司，因此行使歸入權並無實益。此種情形，使公司實質上豁免於第一五七條的規範，無異變相鼓勵公司為短線操作，殊與該條立法意旨相違。證期會依第二十八條之二訂定的上市、上櫃公司買回自己股份辦法，應注意對公司買回後的賣出行為，包括賣出的期間及方式等均應予以適當規範，以免助長公司的短線交易。

（四）違法買回股份的契約效力

公司違法買回股份時，其買賣行為是否有效？學者見解分歧。有從資本維持原則著眼，認為公司法第一六七條為強制禁止之規定，違反者應屬無效（註二七）。有從交易安全之保障立論，認第一六七條為命令規定而非強制規定，違反者，並不因此而無效（註二八）。有採折衷見解者，或認為「在公司以第三人之名義，為自己之計算而取得自己股份，若出賣人係屬善意時」，例外認為有效，以兼顧資本維持及交易安全（註二九）；或認為「契約行為無效，當事人不得請求契約之履行，惟如收回、收買、收質之物上行為已經完成者，僅係公司負責人處罰之問題，其行為本身仍屬有效」（註三〇）。司法實務界則多認為第一六七條「禁止取得自己股份之規定，為強制規定，違反此項規定之行為，應屬無效」（註三一）。

無效說的見解，是否應適用於違反第二十八條之二的情形？由於第二十八條之二係適用於上市、上櫃公司，因此討論此項問題時，對於集中市場及店頭市場的交易特性必須予以考量。依證券交易法第一五一條規定，在證券集中交易市場為買賣者，限於與證券交易所訂有使用契約之證券自營商或證券經紀商。依現行規定，在店頭市場買賣者，亦以經主管機關許可之櫃檯買賣證券商（自營商及經紀商）為限（註三二）。因此，投資人並無資格在集中市場或店頭市場直接買賣股票，而須委託證券經紀商在證券交易所或櫃檯買賣中心，依一定的程序由電腦輔助撮合成交，在電腦完成撮合成交前，無從得知買賣當事人究為何人。在此情形下，買賣雙方既無機會接觸，且買賣投資人為數眾多，投資人賣出之股票，是否為公司違法買回？投資人無從知悉，更無法控制。每日成千上萬的投資人透過電腦協助成交之後，如何指認某筆交易的買賣當事人，技術上雖可克服，但並無意義；如因此而影響買賣效力，更容易發生爭議。因此，如認為公司違反第二十八條之二買回股票應屬無效，在集中市場或店頭市場的情形，對賣方投資人並不公平，同時也將嚴重影響證券市場的交易秩序。

此外，投資人委託證券經紀商買賣股票，依證券交易法第十五條及第十六條的規定，為行紀關係或居間關係，實務上係採行紀關係。因此在對外關係上，買賣當事人為受託買賣的證券經紀商，而非委託的投資人（註三三）。如採無效說，則由證券商承擔無效的後果，對經紀商亦有失公平，且影響交易秩序。因此，公司違法買回股份是否有效的問題，在集中市場及店頭市場的情形，應以保障交易安全為優先考量，不能單純以違反第二十八條之二的相關規定而認為無效，以維護證券市場的交易秩序。第二十八條之二應對於買賣效力問題予以明文規範，以杜爭議。

(五) 董事的責任

依草案規定，公司買回股票屬董事會權責，經董事會特別決議即得為之，並於事後將執行情形向股東會報告。依公司法第二〇二條規定，「公司業務之執行，由董事會決定之。除本法或章程規定，應由股東會決議之事項外，均得由董事會決議行之」。因此，依規定買回公司股票原屬董事會權責，草案特設規定，

係將董事會決議程序從嚴訂定，須有三分之二以上董事出席，出席董事過半數同意始得為之。

在董事會的決策責任方面，草案未有特別規定，應回歸公司法有關規定，包括第二十三條、第一九二條第三項，第一九三條及第一九四條等。董事會決議買回公司股份時，應盡其忠實義務及注意義務，並遵守法令章程及股東會決議，否則應依規定負賠償責任。因此，公司如有違法買回之情事，負責人應對於所產生的損害負賠償責任。此外，修正草案第二十八條之二對於公司買回股票的前提要件為「公司非由於本身財務或業務之因素，但因證券市場發生連續暴跌情事，致股價非正常之下跌，為維護公司信用及股東權益所必要者」，規定並不具體，而有相當程度的經營決策空間。法院應否尊重董事會的經營決策判斷（註三四）？草案並未規定，董事會在為穩定股價而買回股票的情形，必須注意此點。

在刑事責任方面，違法買回股份者，究應負何種責任？有關規定並未一致。(1) 公司法第一六七條第三項規定：「公司負責人違反前二項規定，將股份收回、收買或收為質物，或抬高價格抵償債務，或抑抵價格出售時，各處一年以下有期徒刑、拘役或科或併科新台幣六萬元以下罰金」。(2) 公司法修正草案第一六七條之一第一項規定：「公司除法律另有規定者外，得經董事會以董事三分之二以上之出席及出席董事過半數同意之決議，於不超過實收資本百分之五之範圍內，以盈餘收買其股份轉讓於員工。」同條第二項規定：「前項公司收買之股份，應於一年內轉讓於員工，逾期末轉讓者視為公司未發行股份，並為變更登記（註三五）」，違反上開規定者，本條未設罰則，亦無法依同法第一六七條第三項之規定處罰。(3) 證券交易法修正草案第一七五條對於違反第二十八條之二者，處二年以下有期徒刑、拘役或科或併科十五萬元以下罰金。因此，違法買回股份者，有三種不同效果，從無罪到二年有期徒刑，未知其必要性及公平性何在？尤其公司為轉讓予員工而買回股票之情形，如買回後未依規定之方式或期限處理，依證交法修正草案第二十八條之二及第一七五條應處二年以下有期徒刑，而依公司法修正草案第一六七條及第一六七條之一則無任何罰則，理由何在？殊難索解。上開規定應一併檢討修正。

(六) 交叉持股的規範

國內曾有公司基於某些理由希望買回自己股票，但受限於公司法第一六七條的規定，未能如願，乃轉而以子公司或關係企業買回母公司股票。此一做法，經濟部曾認為違背第一六七條的立法意旨，而將公司負責人移送法辦（註三六）。惟承辦檢察官認為：「公司及其轉投資之公司係分別依據公司法成立之公司法人，各有其獨立人格，兩家公司雖為關係企業，但目前我國並無關係企業法加以規範，是以公司雖透過轉投資之公司買回自己之股份，但因二公司人格各自獨立，是否即可擴張解釋為『公司自將股份收回』，自有可疑，基於罪刑法定主義之精神，尚不得以該法相繩（註三七）」。經濟部嗣於1992年10月16日變更立場，允許關係企業之間相互買賣股票（註三八）。因此，公司股價下跌時，其關係企業或子公司均可進場護盤。此

外，公司法於1990年11月修正第十三條時，大幅放寬轉投資限額，規定公司經股東會特別決議後，其轉投資得不受實收資本40%的限制。企業之間的交叉持股現象，更形普遍。而公司法對交叉持股的規範卻十分寬鬆。

如與現行法對交叉持股的規範相比，修正草案第二十八條之二的限制顯然嚴格許多。該條規定，上市、上櫃公司買回股票，必須符合下列規定：1.公司非由於本身財務或業務之因素，但因為證券市場發生連續暴跌情事，致股價非正常之下跌，買回股份係為維護公司信用及股東權益所必要。2.買回股份的數量，不得超過公司已發行股份總數10%，總金額不得超過公司保留盈餘加計發行股份溢價及已實現資本公積的總金額。3.買回的股份，應於規定期限內再行轉讓或銷除。4.公司買回股份期間，關係企業及公司的董事、監察人、經理人及其配偶、未成年子女或利用其名義持股者，不得賣出該公司股票。5.買回股份的程序、價格、數量、方法、轉讓方式及應申報公告的事項，授權由證期會訂定，上市公司必須遵守。6.公司買回的股份，在轉讓以前，不能享有表決權、股息分配請求權及其他各項股東權利。

上述各項限制，對交叉持股幾乎完全不適用。現行公司法對交叉持股股東權的限制，主要為第三六九條之十，該條規定僅對表決權設有限制：「相互投資公司知有相互投資之事實者，其得行使之表決權，不得超過被投資公司已發行有表決權股份總數或資本總額之三分之一。但以盈餘或公積增資配股所得之股份，仍得行使表決權。（第一項）公司依第三百六十九條之八規定通知他公司後，於未獲他公司相同之通知，亦未知有相互投資之事實者，其股權之行使不受前項限制。（第二項）」（註三九）。在此情形下，公司未必捨交叉持股而改依第二十八條之二進場護盤，因而庫藏股制度對穩定股市究有多少效益？仍有疑問。鑑於交叉持股在國內實務上造成的嚴重問題，有關法令應予妥善規範。

五、結論—立法政策的權衡

從立法政策考量，公司為穩定股價而買回股票，有其正面功能，美國法制承認該項制度，施行以來，著有相當成效。但另一方面，此項制度的建立也須有一定的配合條件，否則實施之後，可能弊多於利。而建立適當的配套措施，並能貫徹執行，須有客觀環境相配合，包括證券市場的健全，法制的周延及行政、司法機關的適當執法能力等，並非一蹴可及。事實上，日、德、英及歐盟等法律，雖有庫藏股之規定，惟均未明文建立公司為穩定股價而買回自己股份的制度。我國法律長期以來亦未建立該項制度，主管機關在引進新制度時，應衡量國內證券市場的實際狀況，並建立適當的管理法制及執法能力，使新制得以發揮應有的功能。

註釋

註一：有關討論，參閱柯芳枝，股份有限公司取得自己股份問題之研究，收錄於氏著，公司法專題研究，1976年4月初版，頁49-93；武憶舟，公司法論，1998年3月，頁284-297；王泰銓，公司法新論1998年1月，頁256-264；柯菊，禁止公司取得自己股份緩和論之研究，台大法學論叢，第24卷第2期，頁389以下。

註二：參閱：柯芳枝，前註書，頁50-54；柯菊，前註文，頁391-394。

註三：依學者見解，公司向股東買回股份，就經濟效果而言，形同對股東的股息分配。模範商業公司法及加州公司法均就買回股份與股息分配做同等規範，因此必須公司有盈餘時始得為之。買回後的股份，傳統上認係公司資產，因而有庫藏股（treasury share）之稱。惟晚近立法則有廢棄庫藏股概念之傾向，而將公司買回之股份定位為已授權但未發行之股份（authorized but unissued stock），如模範商業公司法 § 6.31(a) 及加州公司法 § 510(a) 等是。州法及法院判決普遍規定公司買回股份須遵守兩項原則，1. 不損害公司資本，2. 具有正當商業目的。參閱：Cary & Eisenberg, Cases and Materials on Corporations, (The Foundation Press Inc., concise 7th ed., 1995) pp. 900-901；劉連煜，論庫藏股制度—以證交法草案第二十八條之二之評論為中心，月旦法學雜誌，第39期，1998年8月，頁38以下；柯菊，註1文，頁397以下。

註四：（一）日本商法規定公司須取回（或收質）自己股份之情形有：1. 為銷除股份，2. 因合併或受讓他公司之全部營業，3. 為行使公司權利所必要，4. 因合併或營業讓與等情形，應反對股東之請求而買回，5. 因股份轉讓受限制時，應反對股東之請求而取得，6. 在已發行股份總數5%限度內，將自己股份收質，7. 零股股東請求收買之買回，8. 股份有限公司變更組織為有限公司時，應反對股東之請求而買回，9. 為讓與股份予董事及受僱人而買回。（第二一〇條、第二三〇條之八第二項等）有關日本法部分，參閱：邱秋芳，公司為員工持股取得自己股份之日本法制探討，收錄於財經法專論，1997年8月初版，頁55以下。（二）英國1985年公司法允許公司收回、收買自己股份之情形主要有：1. 依股東會之決議，2. 無償取得，3. 為執行公司減資所必要，4. 因法院之命令，5. 因股東未依規定繳納股款而沒入或放棄而取得（第一六二條、第一四三條等）。（三）德國股份公司法規定公司收回、收買自己股份之情形包括：1. 為避免公司重大損害，2. 轉讓予員工，3. 因簽訂控制契約或盈餘移轉契約（第三〇五條第二項）或決議併入他公司時（第三二〇條第五項），應反對股東之請求而買回，4. 無償取得，5. 概括繼受取得，6. 依股東會決議執行公司減資之必要而買回。（第七十一條）參閱：柯菊，註1文，頁395以下。

註五：1997年7月2日，泰國政府迫於客觀情勢的壓力，宣布泰銖放棄釘住美元，改採浮動匯率制，泰銖開始大幅貶值，由此觸發亞洲地區一連串的金融風暴。有關討論，參閱：彭淮南，亞洲金融風暴的反省與啟示，經濟日報1998年2月2日至2月4日；劉憶如、何佳，東亞十國金融風暴前與後，商鼎財經顧問公司出版，1999年6月初版；麥朝成主編，解析亞洲金融風暴，中華經紀研究院出版，1998年1月初版。

註六：台灣證券交易所編印，證交資料，第425期，1997年8月，頁87；第427期，1997年10月，頁64。

註七：10月16日財政部宣布外資投入股市的上限由15%提高為30%，10月20日，融資融券期限由半年延長為一年，融券保證金成數由五成調高為九成。

註八：參閱立法院第三屆第四會期財政、經濟、司法三委員會第一次聯席會議紀錄，頁106-107。

註九：行政院說明本條增訂係參考美、英、日、德等國立法例，「明定股票上市、上櫃之公司得買回其股份之情事，其股份之買回不受公司法第一百六十七條第一項規定之限制：(一)為配合產業延攬及培植優秀領導人才，以激勵員工對公司產生向心力，由公司買回自己股份轉讓予員工，實為最佳之方法。(二)為配合可轉換公司債之發行，以作為股權轉換之用，允由發行公司買回自己股份，俾於權利人行使轉換權利時，可立即交付股票。(三)由於證券交易市場受非經濟因素影響之情形時而有之，為避免公司有財務或業務以外因素，致對公司之信用及股東權益有重大影響時，亦有必要由公司買回自己之股份。」

註一〇：但有學者持不同看法，認為即使這兩種庫藏股也無必要，且可能衍生弊端。見黃銘傑，自己股份買回與公司法，台大法學論叢，第28卷第1期，1998年10月，頁225以下。

註一一：參閱立法院第三屆第四會期財政、經濟、司法三委員會第一次聯席會議紀錄，頁93-109。

註一二：立法院一讀通過的條文，與行政院草案主要不同者有：(1)第一項增訂董事會的決議程序；(2)第一項第三款增訂市場發生連續暴跌的要件；(3)增訂第六項，限制內部人一定期間內不得賣出本公司股票；及(4)第七項增訂應將董事會決議及執行情形向股東會提出報告等。此外，為配合附認股權公司債等有價證券之發行，草案並增訂第二十八條之三、第二十八條之四，同時修正第一七五條等條文，規定(1)：「募集、發行認股權憑證、附認股權特別股或附認股權公司債之公開發行公司，於認股權人依公司所定認股辦法行使認股權時，有核給股份之義務，不受公司法第一百五十六條第六項價格應歸一律與第二百六十七條第一項、第二項及第三項員工、原有股東儘先分認規定之限制。(第二十八條之三第一項)前項依公司所定認股辦法之可認購股份數額，應先於公司章程中載明，不受公司法第二百七十八條第一項及第二項規定之限制(第二十八條之三第二項)」；(2)「已依本法發行股票之公司，募集與發行有擔保公司債、轉換公司債或附認股權公司債，其發行總額，除經主管機關徵詢目的事業中央主管機關同意者外，不得逾全部資產減去全部負債餘額之百分之二百，不受公司法第二百四十七條之限制(第二十八條之四)」；(3)對於違反第二十八條之二者，處二年以下有期徒刑、拘役或科或併科十五萬元以下罰金(第一七五條)。有關修正草案第二十八條之二的討論，參閱：劉連煜，註3文；劉連煜，公司買回自己股份之研究，收錄於商事法暨財經法論文集，1999年8月，頁355以下；廖大穎，庫藏股制度與證券交易秩序，月旦法學雜誌，第39期，1998年8月，頁90以下；謝

碧珠，庫藏股制度介析，證交資料，第438期，1998年10月，頁1以下；黃銘傑，註10文，頁217以下。

註一三：參閱日本商法第二四一條第二項、第二九三條但書、第二九三條之五第六項，英國1985年公司法第一四六條第四項，德國股份公司法第七十一條之二。美國模範商業公司法 § 6.31則將公司買回之股份定位為已授權但未發行之股份（authorized but unissued shares），從根本廢除庫藏股的觀念。見Solomon, Schwartz, Bauman & Weiss, *Corporations Law and Policy* (St. Paul, Minn.: West Publishing Co., 5th ed., 1994), pp.261-262。但許多州法仍承認庫藏股的制度，並明定無表決權及股息分配請求權，見Hamilton, *Case and Materials on Corporations* (St. Paul, Minn.: West Publishing Co., 5th ed., 1994), pp.341-342。

註一四：參閱日本商法第二一二條，英國1985年公司法第一六〇條、第一六二條，德國股份公司法第七十一條第二項。美國模範商業公司法 § 6.40 將買回股份視同盈餘分配，因此無盈餘自不得買回股份。參閱Solomon, Schwartz, Bauman & Weiss, *id.*, p.261。

註一五：公司法修正草案第一六七條之一規定，公司得於「不超過公司實收資本百分之五範圍內」，收買股份轉讓於員工。此項百分之五是否包含於第二十八條之二的百分之十？或另外加計總共為百分之十五？依財政部長在立法院的說明，係指內含，而非外加，二者合計仍為百分之十。見立法院第三屆第四會期財政、經濟、司法三委員會第一次聯席會議記錄，頁116。惟條文文字尚欠明確，應做必要修正。

註一六：1994年商法規定之買回股份上限為3%，1997年修正時，提高為10%。

註一七：有關第一五五條的討論，參閱：賴英照，證券交易法逐條釋義，第三冊，頁373-424；第四冊，頁495-521；林國全，從日本法之規定檢視我國證交法一五五條反操縱條款，政大法學評論，第49期，1993年12月，頁123以下。

註一八：有關刑法第二十一條第一項的一般討論，參閱：蔡敦銘，刑法精義，1999年9月出版，頁188-190；林山田，刑法通論（上），1998年1月六版，頁239-243；甘添貴，刑法總論講義，1992年9月再版，頁127-130。

註一九：該規則第三項規定，未依規則買回股份者，並不推定為違反第九條或Rule 10b-5。17 Code of Federal Regulations § 240, 10b-18；有關介紹見Loss, *Fundamentals of Securities Regulation*, (Boston & Toronto: Little, Brown and Company, 1988), pp. 867-869；劉連煜，註12文，頁379。

註二〇：有關內線交易的討論，參閱余雪明，證券交易法，1988年5月版，頁173以下；賴源河，證券管理法

規，1998年9月增修訂二版，頁334-339；賴英照，證券交易法逐條釋義，第一冊，頁347-359；第四冊，頁529-603；陳春山，證券交易法論，1997年10月，頁319-327；劉連煜，內部人交易中消息受領人之責任，收錄於氏著，公司法理論與判決研究(一)，1997年11月再版，頁263以下；劉連煜，內部人交易規範中內部消息「重大性」之認定標準，收錄於氏著，公司法理論與判決研究(二)，1998年4月出版，頁163以下；羅怡德，證券交易法－禁止內部人交易，1991年1月；林國全，證交法第一五七條之一內部人交易禁止規定之探討，政大法學評論，第45期，1992年6月，頁259以下；武永生，證券投資、投資資訊與內線交易－法律與經濟之分析，收錄於財經法論集，1997年4月，頁497以下；鄭月霞，證券發行公司之公開制度及內部人員交易之規範，收錄於法律學研究，第一輯，公司法論文選輯，1985年7月，頁173，192-209。

註二一：原條文之有關部分如下："It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentally of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange . (b) To use or employ in connection with the purchase or sale of any securities registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of the investors. "

註二二：原文如下："It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any facility of any national securities exchange, " (a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) to make any untrue statement of a material fact or to omit state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstance under which they were made, not misleading, or (c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security. "

註二三：美國法曹協會(American Law Institute) 編印的聯邦證券法典(Federal Securities Code)第一六〇三條b項 (§ 1603(b))將內部人(insider)定義為："For purposes of section 1603, "insider" means (1)the issuer, (2) a director or officer of, or a person controlling, controlled by, or under common control with, the issuer, (3) a person of his relationship or former relationship to the issuer, knows a material fact about the issuer or the security in question that is not generally available, or (4) a person who learns such a fact from a person within section 1603(b)

(including a person within section 1603(b)(4)) with knowledge that the person from whom he learns the fact is such a person, unless the Commission or a court finds that it would be inequitable, on consideration of circumstances and the purposes of this Code (including the deterrent effect of liability), to treat the person within section 1603(b)(4) as if he were within section 1603(b)(1), (2), or (3). " 參閱：Loss, Securities Regulation vol. 3, (Boston & Toronto: Little, Brown and Company, 1961) p. 1448; Loss, supra note 19, pp. 738-740;

註二四：證券交易法第三十二條對於公開說明書主要内容有虛偽或隱匿之情事者，明定發行人應負賠償責任。該條第一項第一款之立法體例可供修正時之參考。另參閱黃銘傑，註10文，頁225；林國全，註20文，頁273。

註二五：依第六十二條第三項規定，第一五七條歸入權的規定準用於店頭市場。

註二六：有關討論，見賴英照，證券交易法逐條釋義，第三冊，頁463以下；賴英照，內部人交易的歸入權—美國法的規定，證券管理與月刊，第6卷第1期，頁4-14，第2期，頁4-14，第3期，頁8-32；劉連煜，現行內部人短線交易規範之檢討與規範新趨勢之研究，收錄於氏著，公司法理論與判決研究(二)，1998年4月出版，頁187以下。

註二七：陳顧遠，商事法，1968年8月版，頁245；梁宇賢，公司法論，1997年2月版，頁324-330；劉甲一，公司法論，1980年10月出版，頁192；王泰銓，公司法新論，1998年1月版，頁259-260。

註二八：武億舟，註1書，頁289。梅仲協教授認為違法買回股份，買賣契約仍屬有效，但以該股份之股款全部繳足為條件。見梅仲協，商事法要義，1966年版，頁65。梅教授此一見解與德國股份公司法第七十一條第二項之規定相仿。

註二九：柯芳枝，公司法論，1997年10月版，頁228-229。

註三〇：施智謀，公司法，1991年7月，頁124。另參閱：李欽賢，自己股份違法取得行為之效力，月旦法學雜誌，第17期，1996年10月，頁45以下。

註三一：參閱下列判決：(1)最高法院71年台上字第1912號判決：「公司除依第一百五十八條、第一百八十六條、及第三百一十七條規定，或於股東清算或受破產之宣告時，得按市價收回其股份抵償其於清算或受破產宣告前，結欠公司之債務外，不得自將股份收回，觀諸公司法第一百六十七條第一項規定甚明，此為禁止規定，不得違反，是上訴人有金公司之上開臨時股東會關於股東資格喪失知覺易，其內容顯然違法，一同法第

一百九十二條規定，應屬無效。」(2)72台上字第289號判決：「股份有限公司除依公司法第一百五十八條、第一百八十六條及第三百十七條規定外，不得自將股份收回，收買或收為質物，同法第一百六十七條第一項定有明文。此項禁止取得自己股份之規定，為強制規定，違反此項規定之行為，應屬無效。」

註三二：見財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第十七條，1994.10.21財政部證券管理委員會(83)台財證(三)第42462號函核定，1999.4.7財政部證券暨期貨管理委員會(88)台財證(三)第31816號函核定修正，財政部證券暨期貨管理委員會編印，證券暨期貨管理法令摘錄(第二冊)，1999年6月，頁515以下。

註三三：參閱：賴英照，證券交易法逐條釋義，第三冊，頁378-382；第四冊，頁107-108，500-501。

註三四：參閱：劉連煜，註3文，頁39，45-46。

註三五：經濟部編印，公司法部分條文修正草案，1999年5月版。

註三六：見經濟部76.6.2商31726號函，經濟部編印，最新公司法解釋彙編(上冊)，1999年3月，頁167-4。

註三七：見經濟部81.10.16商226656號函，經濟部編印，最新公司法解釋彙編(上冊)，1999年3月，頁167-4。

註三八：同前註。

註三九：1981年筆者接受經濟部委託所研擬的關係企業法草案，全文計十四條，其中第四條明定子公司持有之母公司股份無表決權；第十條對相互投資公司表決權之限制為四分之一。惟上開第四條規定未被採納；第十條所定的四分之一則放寬為三分之一。見賴英照，公司法論文集，頁272-275；211-212；61-83。

《[回目錄](#)》