

公司法上以實施員工庫藏股方式 買回員工持股之研究

A Study of the Buyback of Employee-Held Stocks in the Form of Treasury Stocks under the Company Act

陳盈如*、呂文嘉**

Sherry Y. Chen; Wen-Chia Lu

摘 要

依據公司法第 163 條股份自由轉讓原則之規定，公司之股份轉讓不得以章程禁止或限制之，惟公司法第 167 條之 1 條股份禁止回籠原則之例外，公司得以實施員工庫藏股為原因買回其股份，然究竟如何實施方適法，於實務上容有疑義。首先，須辨明公司得否與員工以契約約定，於員工離職時由公司買回自己股份？是否得以公司法第 167 條之 1 為買回之依據？實務上在認定公司得以公司法第 167 條之 1 為買回員工持股之法律依據的前提下，又產生另一爭議—董事會決議時點。按公司法第 167 條之 1 之規定，公司買回自己股份，應以董事會特別決議決之，惟董事會決議做成時點，究應落在何時，實務上對此見解不一。本文將逐一探討股份自由轉讓原則之起源、股份禁止回籠原則及

投稿日期：110.10.07 接受刊登日期：111.04.10 最後修訂日期：111.04.12

* 中國文化大學法律學系副教授，美國華盛頓大學法律學博士。

Associate Professor of Chinese Culture University College of Law; J.D., Washington University in St. Louis.

** 中國文化大學法律學系博士生，中國文化大學法律學系法學碩士。

Ph.D. in Law Candidate, Chinese Culture University College of Law, LL.M, Chinese Culture University.

其例外，並釐清公司與員工簽署股份買回契約並買回股份是否適法，以及公司未履行該買回協議之法律效果。更進一步，本文將就其他國家之相關規範做觀察比較，探討在國際潮流下，我國是否應給予公司在買回股份上更多之空間。

關鍵詞：股份自由轉讓原則；股份禁止回籠原則；庫藏股；股份買回；
董事會特別決議

目 次

壹、前言

貳、實務見解

一、臺灣新竹地方法院 109 年重訴字第 80 號民事判決

(一) 本案事實

(二) 公司得否與員工簽訂股權買回合約

(三) 以實施員工庫藏股方式買回員工持股之法律效力與董事會決議時點

二、其他實務判決

(一) 臺灣新竹地方法院 106 年度訴字第 585 號民事判決

(二) 臺灣新竹地方法院 96 年度訴字第 797 號民事判決

(三) 臺灣高等法院 96 年度上更(一)字第 125 號民事判決

(四) 臺灣高等法院 98 年度上易字第 276 號民事判決

參、股份自由轉讓原則—公司法第 163 條

一、股份自由轉讓原則

二、公司得否以契約和股東或員工約訂轉讓之限制？

肆、公司買回自己股份之例外—庫藏股

一、禁止公司買回自己股份原則

二、庫藏股制度

(一) 公司法第 167 條之 1 得否做為約定買回特定股東之持股之依據？

(二) 公司買回自己股份之董事會決議時點

三、公司違法買回自己股份—取締規定或效力規定？

伍、比較法觀察

一、美國公司近年之買回股份狂潮

- (一) 美國公司大量自己股份買回之因素
- (二) 美國公司大量股份買回所產生之弊病

二、各國立法模式

- (一) 美國
- (二) 歐盟
- (三) 香港
- (四) 日本

三、我國是否應適度放寬股份買回之限制

陸、結論

壹、前言

公司第 167 條規定：「公司除依第 158 條、第 167 條之 1、第 186 條、第 235 條之 1 及第 317 條規定外，不得自將股份收回、收買或收為質物。」此係為維持公司資本維持原則，公司原則上應不得買回自己股份而定，惟公司法上仍有多種例外情形，允許公司得以取得自己股份。庫藏股之實施即為其中之一種。庫藏股當初設立之緣起，即是為了使公司能留住人才，藉由讓員工持有公司之股票，進而提升其對公司之向心力。根據公司法第 167 條之 1 第 1 項之規定：「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，於不超過該公司已發行股份總數百分之五之範圍內，收買其股份；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加已實現之資本公積之金額。（第 1 項）前項公司收買之股份，應於三年內轉讓於員工，屆期未轉讓者，視為公司未發行股份，並為變更登記。（第 2 項）」由法條規定可知，公司得經由董事會特別決議，買回股份，而買回之股份應在 3 年內轉讓給員工。雖多數學說皆認定，本條之規範是為實施員工庫藏股，而由董事會特別決議決定公司買回股份後，轉讓給員工。惟實務在適用此條文時，常可見公司並非以實施員工庫藏股為目的，但因公司與其員工間曾約定在其離職時，由公司買回其所持有之公司股份，因而援引本條作為買回公司股份之法律依據。進而，實務上更衍生了公司是否得與股東簽訂股份買回契約，強制員工離職後由公司買回其持股或員工得要求公司買回持股，以及買回股東持股之董事會決議應在公司與股東之買回契約簽訂前或後做成等其他爭議。本文將蒐集目前相關之實務案例進行彙整分析，從我國目前實務與學說見解出發，討論我國以實施員工庫藏股方式買回員工持股之法律效力，並從比較法上檢視我國公司法第 167 條之 1 之規範以及提出相關之建議。

貳、實務見解

一、臺灣新竹地方法院 109 年重訴字第 80 號民事判決

(一) 本案事實

本案原告甲某等三人（下稱甲等人）為被告 A 公司（下稱 A 公司）之前員工，甲等人於在職期間，分別於 106 年 8 月 22 日、106 年 8 月 23 日簽署股票認股暨買賣協議書（即系爭協議書），其第 1 條載明：「本協議書股份涵蓋範圍：股東身分認股之股份、員工身分認股之股份（含員工分紅入股股份）」、第 2 條第 3 項則載明：「**乙方具員工身分者，離職時同意甲方以淨值購回乙方所有持有之股份**」（即系爭買回約款）。惟兩造於 108 年 6 月間簽署系爭買回約款時，A 公司並未依公司法第 167 條之 1 所定程序先行召開董事會決議。A 公司為非公開發行公司，有發行實體股票。迄至 108 年 10 月 8 日，甲等人持有 A 公司股數分別為 579,299 股、180,280 股與 199,844 股，並有甲等人取得股份紀錄、股東持股證明可參，甲等人所有股票現均由 A 公司保管當中。甲等人其後分別於 109 年 2 月 24 日、同年月 7 日、同年月 24 日自 A 公司離職。甲等人主張 A 公司應返還甲等人分別所有被告公司所發行股數 579,299 股、180,280 股、199,844 股；A 公司則以兩造簽署系爭協議書已有買回約款反駁，甲等人則主張系爭買回約款為無效。

(二) 公司得否與員工簽訂股權買回合約

按公司股份之轉讓，不得以章程禁止或限制之，公司法第 163 條定有明文。又公司法第 163 條並未禁止或限制公司和股東間以契約就此為特別之約定，則公司於特別情況下，基於穩定公司股權、確保公司健全之需要，而與股東約定於一定條件成就前限制股東股權之自由移轉，應

屬私法自治契約自由之範疇，似非法所不許。原告雖主張系爭買回約款違反公司法股份自由轉讓規定應屬無效等語，惟系爭買回約款，固然對原告等人離職時應將其持有之股份賣回公司有所限制，然此係兩造基於契約所為之限制，與公司法禁止以章程限制者，有所不同，況系爭買回約款約定被告得以公司淨值向原告等人購回其等持有之股份，已保障其資本之回收，要與公司法第 163 條第 1 項之立法意旨無違，是以系爭買回約款既未與公司法第 163 條第 1 項之強制規定有所牴觸，本於契約自由原則，即無不合，則原告據此主張系爭買回約款無效等語，要無足取。

（三）以實施員工庫藏股方式買回員工持股之法律效力與董事會決議時點

按股份有限公司除依公司法第 158 條、第 167 條之 1、第 186 條及第 317 條規定外，不得自將股份收回，收買或收為質物，公司法第 167 條第 1 項前段定有明文。此項公司不得取得自己股份之規定，為**禁止規定**，違反該規定之行為，依**民法第 71 條規定應屬無效**（最高法院 97 年度台上字第 70 號判決、86 年度台抗字第 318 號裁定參照）。又公司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，於不超過該公司已發行股份總數百分之五之範圍內，收買其股份；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加已實現之資本公積之金額，公司法第 167 條之 1 第 1 項定有明文。準此，公司如欲收回股份，非不得以公司法第 167 條之 1 規定買回其股份，惟仍應經過董事會決議始得為之，倘公司未經董事會決議即買回其股份，要與公司法第 167 條之 1 規定不符，自不得買回自己股份。被告雖稱其已於 109 年 2 月 3 日召開董事會決議買回原告等人持有股份，惟兩造均自承渠等當時**簽署系爭買回約款時**並未經董事會決議等語，則系爭買回約款既與公司法第 167 條之 1 所定情形有所不合，揆諸前揭說明，即屬**無效**，而非效力未定，亦不構成股份回籠禁止原則之例外，是被告自無從依系爭買回條款買回原告等人

持有之股票，亦無從以事後追認之董事會決議補正其上開瑕疵。

縱被告於 109 年 2 月 3 日經董事會決議同意，行使公司法第 167 條之 1 買回公司股份，並授權董事長最多得在買回 956,193 股範圍內，以每股 12.49 元價格買回股份，然被告公司至多僅能買回自身已發行股份總數 5 % 即 956,193 股以內之股份，惟其迄未陳明現存庫藏股數為何，本院自無從審認其該買回公司股份數有無逾越上開已發行股份總數 5 % 之限制，難認該次買回公司股份決議內容合乎公司法之規定。

綜上所述，被告既無權占有原告等人所有如附表所示之實體股票，則原告依民法第 767 條第 1 項規定，請求被告交付股票，洵屬正當，應予准許。

二、其他實務判決

(一) 臺灣新竹地方法院 106 年度訴字第 585 號民事判決

公司除依第 158 條、第 167 條之 1、第 186 條及第 317 條規定外，不得自將股份收回、收買或收為質物。但於股東清算或受破產之宣告時，得按市價收回其股份，抵償其於清算或破產宣告前結欠公司之債務，此為公司法第 167 條第 1 項所明定。次按，公司法第 167 條第 1 項規定為禁止規定，不得違反（最高法院 71 年度台上字第 1912 號判決意旨參照）。

本案兩造訂立之系爭協議書第 1 條約定，被告公司應於原告離職後相當時間內，以原告繳納股款之同額買回股票。公司法第 167 條第 1 項規定：公司除依…、第 167 條之 1、…規定外，不得自將股份收回、收買或收為質物；同法第 167 條之 1 第 1 項規定：公司除法律另有規定外，得經董事會以董事三分之二以上出席及出席董事過半數同意之決議，於不超過該公司已發行股份總數百分之五之範圍內，收買其股份；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加已實現之資本公積之金額。亦即公司如

符合公司法第 167 條之 1 第 1 項規定，亦可收買自己股份，而非全然不得買回。倘於原告要求買回時，被告依據公司法第 167 條除外規定中之第 167 條之 1 規定而為，即可履行上開買回條款之約定，因此，兩造締結系爭協議書時，被告仍非無履行買回原告認購股份之可能，則給付尚屬可能，契約即非無效。

（二）臺灣新竹地方法院 96 年度訴字第 797 號民事判決¹

兩造間訂立系爭員工認股契約「時」，雖未經被告公司召開董事會決議倘原告於認購股票三年內離職時即承購買回原告認購之系爭股票（即股份），然未來仍可於原告認購股票三年內離職時召開董事會決議承購買回原告認購之系爭股票（即股份），倘被告於原告認購股票三年內離職時，被告仍堅不作為不依約不召開董事會決議履行承購買回原告認購之系爭股票（即股份），衡諸一般社會觀念，顯難認已達客觀不能，而係故不為給付，自非自始給付不能。據此，兩造間系爭員工認股契約關於員工認股契約書第四條第三款被告承購買回股份之約定，自非無效。

（三）臺灣高等法院 96 年度上更（一）字第 125 號民事判決²

查公司法第 167 條之 1 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，於不超過該公司已發行股份總數百分之五之範圍內，收買其股份；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加已實現之資本公積之金額。本件上訴人不爭執之系爭同意書第 4 條係為：「乙方（指被上訴人）若於保管期間內離職，甲方（指上訴人）須以乙方為認購本次現金增資所繳納之股款，於乙方

1 本件之終審判決為「（四）臺灣高等法院 98 年度上易字第 276 號民事判決」。

2 本件尚有上訴至最高法院（最高法院 97 年度台上字第 1563 號民事判決），最高法院駁回其上訴確定，且判決內文並未提及此部分。

離職生效日起 30 日內向乙方買回本次認購之股票。因股票轉讓所生之費用，如證券交易稅，由乙方負責支付。」之約定，上訴人非不得於被上訴人依系爭同意書之約定**請求履行時**，召開董事會以為決議。上訴人不依系爭同意書之約定履行買回被上訴人所認購之系爭股票，依一般社會觀念，顯係不為給付，而非自始不能，亦難認已達客觀不能，上訴人抗辯系爭同意書第 4 條之約定為無效，尚非可採。

（四）臺灣高等法院 98 年度上易字第 276 號民事判決

公司法增訂第 167 條之 1 條文後，公司主動收回普通股，只須經內部董事會之特別決議程序，並在法定金額範圍內，即可視情況需要隨時為之，非客觀之法律秩序所不容許之行為。因此，即令公司未經董事會之特別決議前，即與股東為買回普通股之約定，**並非違反法律強制或禁止之規定，亦非該買回之約定，在客觀上不能給付**。就本件而言，於兩造簽立系爭認股契約時，上訴人之董事會縱未為買回之特別決議，亦得嗣後追認為此決議以履行系爭認股契約所約定買回之義務，因此，即令上訴人之董事會終未為買回系爭股票之特別決議，僅上訴人不願買回系爭股票而已，並非客觀不能買回，無依民法第 71 條前段或依第 246 條第 1 項前段解為違反法律強制、禁止規定，或自始客觀不能而無效之餘地。

上訴人雖有依系爭認股契約買回系爭股票之義務，但依公司法第 167 條之 1 規定，必須經並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始得為之，又公司董事會之決議，**乃公司內部之決議程序，非公司所為對外之意思表示，無從經由法院判決命公司之董事會為決議**。本件上訴人之董事會既未同意買回系爭股票，法院即無從命上訴人為買回之意思表示，是被上訴人主張上訴人買回之義務，已陷於給付不能，應屬可採。被上訴人雖不得請求上訴人履行契約，但得請求上訴人賠償未依約承購買回系爭股票之損害。

參、股份自由轉讓原則—公司法第 163 條

一、股份自由轉讓原則

公司法第 163 條前段規定，「公司股份之轉讓，除本法另有規定外，不得以章程禁止或限制之。」此為股份自由轉讓原則之規範。股份自由轉讓原則之起源在於，股份有限公司具有資合性，股東人數眾多，而表彰股東權之股份亦不具有個人特性，本即應有得自由轉讓之性質，股份之轉讓不需經公司之同意³。股份有限公司並無退股制度，因此以立法保障股份專讓自由有其必要性⁴。此外，大型股份有限公司在經營與所有分離之狀況下，一般股東有債權人化之趨勢，因而更有必要使股東具有決定是否要將股份脫手，收回其投資⁵。因此，公司法第 163 條規定公司不得以章程禁止或限制股東之股份轉讓。若章程有相關之限制或禁止轉讓之規定，該章程之規定應屬無效⁶。

二、公司得否以契約和股東或員工約訂轉讓之限制？

承前所述，公司不得以章程禁止或限制股東轉讓股份，然公司與股東間得否以契約約定限制股份轉讓？若公司與員工以契約約定，員工離職時，由公司買回其股份，則此契約有無違反法律禁止規定，而依民法第 71 條前段規定：「法律行為，違反強制或禁止之規定者，無效」？

一般股東協議係指股東間或公司與股東就公司之內部經營，創設或

3 柯芳枝，公司法論（上），頁 185，三民書局股份有限公司，2015 年 7 月，第 9 版。

4 同前註。

5 柯芳枝，同註 3，頁 185。

6 柯芳枝，同註 3，頁 186。

修改公司法上預設之權利與義務關係，而排除公司法之規定⁷。然而，就此一約定，依照民法第 71 條之規定，「法律行為，違反強制或禁止之規定者，無效。但其規定並不以之為無效者，不在此限。」從股份有限公司無退股制度觀之，由公司與股東或員工間，訂定轉讓之限制，要求公司員工離職時，得由或要求公司收回其所持有之股份，其實質上即為退股，違反資本維持原則。

然實務上有不同見解：

法院判決部份，多數法院認為，按公司股份之轉讓，不得以章程禁止或限制之，公司法第 163 條定有明文。然公司法第 163 條明文禁止者，係股份有限公司於其「章程」上，並未禁止或限制公司和股東間以契約就此為特別之約定，則公司於特別情況下，基於穩定公司股權、確保公司健全之需要，而與股東約定於一定條件成就前限制股東股權之自由移轉，應屬私法自治契約自由之範疇，似非法所不許。法院多認為契約之約定，與章程之訂定有別，其本於當事人意思自主原則，契約當事人之合意自屬有效，肯認其效力⁸。亦有學者認同前述法院之判決以最高法院 70 年台上 1025 號判決觀之，得以用契約約定股份轉讓，對於「絕對式保障股份轉讓自由之設計」多於彈性空間，且針對閉鎖性股份有限公司所衍生無法維持之閉鎖性之問題可望部份解決之⁹。

然而經濟部之函釋則不太同調。經濟部函釋認為：「股份有限公司股份之轉讓，不得以章程禁止或限制之，其因現金增資由員工認股及盈餘分配員工紅利配股之股份，若該員工離職時，不得規定必須按離職之

7 王文字，公司法論，頁 397，元照出版有限公司，2016 年 7 月，第 5 版。

8 臺灣新竹地方法院 109 年度重訴字第 80 號、99 年度訴字第 101 號民事判決；最高法院 70 年度台上字第 1025 號民事判決；臺灣高等法院 97 年度重上字第 61 號民事判決。

9 劉連煜，現代公司法，頁 361-364，新學林出版股份有限公司，2021 年 9 月，增訂 16 版。

時價轉讓給予在職員工購買或暫由公司購回(公司法第 163 條參照)¹⁰。」

由上述法院見解可知，即使經濟部在民國 69 年即以函釋認定，公司與股東間不得以契約限制股份轉讓，否則有違公司法第 163 條規定。但法院判決上幾乎一面倒的認定契約約定與章程規定不同，公司與股東間契約之約定仍為有效，即使該約定已實際限制股東轉讓持股之自由。

法院判決之見解是否妥適，實有疑義。有關公司之基本權益關係與組織架構，皆須於章程中清楚規定¹¹。公司原始章程為設立股東或發起人之全體所同意制定，為公司內部自治法，而投資人要成為該公司股東前，應已知悉公司章程內容，一旦成為股東，即表示其願意受該章程中規範之拘束¹²。就公司章程之性質而言，學者認為，公司章程之內容為多數意思表示合致，由發起人或股東多數決所制定或變更，國內有稱其為「合同行為」，為廣義之契約¹³。學者也指出，在英國公司法之規範上，公司章程具有類似於契約之效力。蓋章程經登記後，即拘束公司本身與股東，其好比股東對公司所負擔之特殊債務 (Specialty Debt)¹⁴。有此可知，章程本質上即是公司與股東間之契約，任何成為公司股東者，皆應受到章程之拘束。公司法第 163 條之目的在於保障股份轉讓自由，若是在章程當中不得限制或禁止股份轉讓，則為何在公司與股東個別訂定之契約上得加以限制或禁止？既然全體股東間的契約 (章程)，依照法律規定不得為轉讓之限制，否則為違反法律禁止規定，該限制無效。則個別股東與公司間依照契約限制公司股東轉讓其持股之效力，亦應為同

10 經濟部 69 年 7 月 18 日經商字第 23525 號函。

11 王文宇，公司法論，頁 114，元照出版有限公司，2019 年 3 月，第 6 版。

12 同前註。

13 王文宇，同註 11，頁 115。書中說明一般契約行為為兩個相反之意思表示趨於一致而成立，雙方當事人之立場不同。而章程是多數意思表示僅有一個方向，基於共同利益而促成之合同行為。

14 王文宇，同註 11，頁 115-116。書中有較詳盡介紹關於英國公司章程有類似契約效力之研究。

一結果。

惟上述情形為公司與股東簽定合約，限制股東轉讓，要求員工離職時，必須將股份賣回給公司。若買回約款是約定股東有權利要求公司買回，則應無合約效力之疑義，蓋此情形賦予股東選擇權利，而非限制其轉讓權利，股東可選擇將其股份轉讓給第三人，或要求公司買回，應與公司法第 163 條股份轉讓自由之限制無涉。然此則須討論下一個爭議，公司得否為履行與股東間之買回約款，而買回公司自己股份？

肆、公司買回自己股份之例外—庫藏股

一、禁止公司買回自己股份原則

公司法於 90 年 11 月 12 日修法增訂第 167 條第 1 項前段：「公司除依第一百五十八條、第一百六十七條之一、第一百八十六條、第二百三十五條之一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。」由公司法規範可知，我國對於公司買回自己股份之情形，採原則上，禁止公司不得收取或收質自己股份，其取得行為，應屬違反強行規定而無效，例外符合法律規定許可之立法方式¹⁵。換言之，非公開發行股票之公司本於公司法第 167 條之 1 規定收買其股份，須以供轉讓予員工為目的，且應符合法定之程序及實體要件，始得謂為合法有效¹⁶。

禁止公司買回自己股份之主要原因有下：首先，公司不能同時成為自己的構成員（即股東）¹⁷。按股份有限公司為一營利社團法人，具獨立人格，其股東亦由具獨立人格之自然人或法人擔任。依一人僅具一人

15 柯芳枝，同註 3，頁 187-188；最高法院 47 年台上 46 號判例；最高法院 71 年度台上字第 1912 號、臺灣高等法院 98 年度重上字第 123 號民事判決。

16 臺灣高等法院 101 年度重勞上字第 41 號民事判決。

17 王文宇，同註 11，頁 361。

格之法理，公司理論上不可能同時成為自己之構成員（股東）¹⁸。再者，公司買回自己股份有違資本充實原則與資本維持原則，蓋公司取得自己股份，實際上等於將股東出資返還，而有實質減資但未進行減資程序之嫌¹⁹。此外，亦可能造成內線交易之風險以及股東不平等情形，蓋買回股份可能僅限於向部份特定股東買回，尤以與公司董事有特別關係之股東容易獲得交易機會，以致股東間賣出機會不均等，而影響股東權益²⁰。最後，公司經營階層也可能藉由股份之買回，而有操縱股價或使董事可以藉由買回股份鞏固其經營權，而有影響公司治理之虞等²¹。

實務上，有法院認為以公司法第 167 條規範意旨，在於公司取得自己股份，有悖資本維持原則，在法理上有其扞格之處，亦違反股東平等原則，而侵害股東之利益。尤其面對公司經營不善有財務危機時，若係由特定股東回贖其所投入之資金，可能使其他股東陷入營運風險中。故法院認為應採以「例外規定從嚴解釋」之法解釋原則，對公司取回自己股份之行為宜採狹義與嚴格解釋，並盡量避免任意擴張或類推例外規定之適用²²。

總上所述，我國法上關於公司買回自己股份，係採取原則禁止，而例外規定從嚴解釋，在未符合法律規範的情況下，公司買回自己股份之行為，應屬違反法律之規定²³。

18 柯 菊，禁止公司取得自己股份緩和論之研究，國立臺灣大學法學論叢，第 24 卷，第 2 期，頁 392，1995 年 6 月。

19 王文宇，同註 11，頁 361。

20 同前註；柯 菊，同註 18，頁 391-393。

21 柯 菊，同註 18，頁 392-393。詳細關於股份禁止回籠之理論與立法政策之研究，請見柯 菊，同註 18，頁 390-394；黃銘傑，自己股份買回與公司法—財政部「庫藏股」制度草案的問題點與盲點，國立臺灣大學法學論叢，第 28 卷，第 1 期，頁 217-258，1998 年 10 月。

22 同註 16。

23 最高法院 97 年台上字第 70 號民事判決。

二、庫藏股制度

公司法上，庫藏股之實施乃係例外許可公司得以買回自己股份之情形，主要規範在公司法第 167 條之 1 以及證交法第 28 條之 2。惟證券交易法上實施員工庫藏股實施員工庫藏股買回公司股份之情形，僅規範上市上櫃公司，允許特定得買回自己股份之情形²⁴，且應經由證券集中交易市場電腦自動交易系統或櫃檯買賣等價成交系統²⁵或公開收購方式為之，因此以證券交易法實施員工庫藏股買回員工持股的方式並不可行，而非本文所討論之範圍。故以下就庫藏股之討論僅限縮於公司法第 167 條之 1²⁶。

（一）公司法第 167 條之 1 得否做為約定買回特定股東之持股之依據？

公司法第 167 條之 1 第 1 項與第 2 項之規定為：「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，於不超過該公司已發行股份總數百分之五之範圍內，收買其股份；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加已實現之資本公積之金額。（第 1 項）前項公司收買之股份，應於三年內轉讓於員工，屆期未轉讓者，視為公司未發行股份，並為變更登記。（第 2 項）」由法條內容可知公司若欲買回自己股份，應符合以下幾個要件：1. 應經董事會特別決議；2. 收買之股份，不超過該公司已發行股份總數百分之五；3. 收

24 證券交易法第二十八條之二條規定上市、上櫃公司得經由董事會決議買回本公司之股份，而排除公司法第一百六十七條第一項規定之限制。

25 上市上櫃公司買回本公司股份辦法第 9 條。

26 新增之理由：「一、本條新增。二、增列第一項公司得以未分配之累積盈餘收買一定比例之股份為庫藏股，用以激勵優秀員工，使其經由取得股份，對公司產生向心力。又員工庫藏股，證券交易法第二十八條之二已另有特別規定，爰於第一項為除外規定。三、第二、三項明定公司收買之股份應於三年內轉讓於員工，且不得享有股東權利，以資明確。」

買之股份之總金額不得逾保留盈餘加已實現之資本公積；以及 4. 應於三年內轉讓於員工，否則應視為未發行股份，變更登記。

員工庫藏股之規定，立法目的在於使公司得以未分配之累積盈餘收買一定比例之股份為庫藏股，用以激勵優秀員工，使其經由取得股份，對公司產生向心力²⁷。而員工庫藏股的概念，實係由證交法 28 條之 2 規定而來²⁸。證交法第 28 條之 2 規定：「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，有下列情事之一者，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、為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份。」由證交法之規定可知，公司實施員工庫藏股實施員工庫藏股買回股票，其目的應該只能是上述三者其中之一，始為可行。其目的包含轉讓股份給員工、作為股份轉換之用，以及護盤。其目的有嚴格之限制，且對於買回之方式有嚴格之限制。

此外，證交法上實施員工庫藏股買回自己股份之程序，除了應經董事會特別決議外，根據上市上櫃公司買回本公司股份辦法第 2 條第 1 項，公司應於董事會決議之即日起算二日內，公告並向金管會申報買回股份之目的、買回股份之種類、買回股份之總金額上限…。同辦法同條第 2 項則規定，公司於申報預定買回本公司股份期間屆滿之即日起算二個月內，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，向金管會申報變更原買回股份之目的。

相對而言，從公司法第 167 條之 1 第 1 項與第 2 項之法條安排觀之，

27 臺灣高等法院 103 年重上字第 883 號民事判決。

28 王文宇，同註 11，頁 363。

第 1 項並未如同證交法之規定，將買回之目的限縮，而係以董事會特別決議，在不超過該公司已發行股份總數百分之五之範圍內，得收買自己股份。另在第 2 項規定公司收買之股份，應於三年內轉讓於員工，屆期未轉讓者，視為公司未發行股份，並為變更登記。此之規定方式，似乎對於公司買回股份之目的，並無規定，僅必須在買回後應在三年內轉讓給員工，若屆期未轉讓，則應銷除之。這樣的法條安排，似乎為公司買回股份開了一扇大門，董事會特別決議先通過買回股份後，於三年內轉讓給員工，若未於三年內轉讓，再變更登記，銷除股份即可，買回之原因似乎不受限制。

惟從上述公司不得買回自己股份之理由觀之，以及公司法第 167 條之 1 源自於證交法第 28 條之 2，實不宜擴張公司法第 167 條之 1 之適用可能，仍應將其適用之目的，限縮於為實施員工庫藏股的前提下，才能以董事會特別決議買回自己股份。因此，公司法第 167 條之 1 條為公司買回自己股份之例外，其目的應為實施員工庫藏股，應不得事先約定買回特定股東之持股²⁹。而欲達上述限縮於實施員工庫藏股之情形，最好的方式應該是將公司法第 167 條之 1 第 1 項，明確規定僅在「轉讓股份予員工」之情形下，始得經董事會特別決議，由公司買回自己股份。

（二）公司買回自己股份之董事會決議時點

學者有認，公司法第 167 條之 1 幾乎是移植證交法第 28 條之 2 之規定³⁰。因此，根據公司法與證交法之法條規定與學說上之討論³¹，公司買回股份之決議，應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。上市上櫃公司，實務上有認，上市上櫃公司買回本公司股

29 學者亦有持相同看法者。林國彬，中小企業經營僵局（二）－預防僵局發生及友善退出公司的可能協議，月旦會計實務研究，第 39 期，頁 62，2021 年 3 月。

30 王文宇，同註 11，頁 363。

31 賴英照，最新證券交易法解析，頁 300，自版，2020 年 4 月，第 4 版。

份應經董事會之同意，如遇董事會休會時，可依據公司法第 208 條第 4 項規定，由常務董事會決議辦理，再提報下一次董事會追認³²。

雖上述乃為對上市上櫃公司買回股份之相關規定，惟由該規定可知，公司是否買回股份之董事會特別決議時點，應在買回前由董事會特別決議即可。因此，上述實務案例中，若以實施員工庫藏股方式買回員工持股為適法，則從法條解釋來看，應只要在買回前經董事會特別決議即可。惟如同前述，公司法第 167 條之 1 為公司買回自己股份之例外，其目的應為實施員工庫藏股，應不得事先約定買回特定股東之持股。若其買回股份之目的並非實施員工庫藏股，則不得以公司法第 167 條之 1 條做為法律依據。

三、公司違法買回自己股份－取締規定或效力規定？

公司法第 167 條第 5 項規定：「公司負責人違反前四項規定，將股份收回、收買或收為質物，或抬高價格抵償債務或抑低價格出售時，應負賠償責任。」實務判決有以「依據民法第七十一條、第一百十三條規定，法律行為，違反法律強制或禁止規定者，其行為即屬無效，依法應負回復原狀之義務，當不得依該法律行為而行使權利。又公司法第一百六十七條第一項前段明定，股份有限公司除依公司法第一百五十八條、第一百六十七條之一、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。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³³。」

32 行政院金融監督管理委員會 2007 年 12 月 26 日金管證一字第 0960073134 號（已依據金融監督管理委員會 2018 年 6 月 15 日金管證發字第 1070321630 號令，廢止）。

33 最高法院 96 年度台上字第 252 號民事判決。其他類似判決認定公司買回自己股份之禁止是強制規定者，例如最高法院 72 年度台上字第 289 號、90 台上字第 2163 號、97 年度台上字第 15 號、106 年台上字第 1270 號民事判決。

學者認為，該判決並未以禁止公司收買之股份的立法目的，作為論述之基礎，反而是直接引用條文，而得出其為效力規定之見解³⁴。學說上認為，違法取得股份行為無效，其理由乃係公司法禁止公司取得自己股份，此一規定為禁止規定，因此違反其規定取得股份之行為，依民法第 71 條應屬無效³⁵。

伍、比較法觀察

一、美國公司近年之買回股份狂潮

(一) 美國公司大量自己股份買回之因素

從各國法制觀察，雖然多數國家對於股份買回皆採取較開放的態度。惟各國在決定機關上，仍以股東會為主，限制董事會之權限，避免過度買回股份，破壞公司資本維持³⁶。然而美國採取一條不同的路，美國在賦予公司高度自治的前提下，以董事會決議決定買回公司自己股份，且對於買回數量並無一定限制。在過去十年中，美國上市公司從股東手中買回股份之金額增加了三倍，在 2018 後每年都達到近 1 兆美元紀錄³⁷。買回股份之增長速度，甚至超越各公司所發之股利，成為公司向股東分配現金的主要方式³⁸。而 2020 年的 Covid-19 疫情後，許多公

34 賴英照，有效無效，法無定法—從法律解釋方法看民法第 71 條，中原財經法學，第 41 期，頁 13-15，2018 年 12 月。

35 王文宇，同註 7，頁 362。

36 戴銘昇，從比較法論臺灣證券交易法庫藏股制度相關議題之探討，中正財經法學，第 17 期，頁 4-10，2018 年 7 月。

37 Aswath Damodaran, Steven Davis & William Lazonick, *Buyback Realities* 14 (2019), available at <https://www.goldmansachs.com/insights/pages/top-of-mind/buyback-realities/report.pdf> (last visited April 12, 2022).

38 Ric Marshall, Panos Seretis & Agnes Grunfeld, *Share Buybacks and Shareholder Value* 3, 7 (2018), available at <https://www.msci.com/documents/10199/ba01b4c4-683c-74ca-339e-f422df5d879e> (last visited April 12, 2022).

司面臨財務危機，然而卻發現公司可用於救急的現金卻不多，公司可動用的現金許多都被用於股份買回。美國最大的航空公司－美國航空集團（American Airlines Group Inc.），在過去十年中將 96 % 的自由現金流用於買回公司股票，美國聯合航空公司則亦達 80 %，航空業在 Covid-19 爆發後搖搖欲墜³⁹。

學者觀察到美國之買回股份狂潮，其引用學術文獻和金融媒體中廣泛引用的幾種理論，解釋美國企業大量買回股份之原因：

首先是財務上原因，學者引用商業領袖巴菲特等人之意見認為，股價被低估的公司將買回公司股份作為價值修正之訊號。公司宣布股票買回以向市場傳達其公司價值超過其目前市場價格之訊號⁴⁰，又或是公司前景看好，財務狀況改善等⁴¹。因此，80 % 的公司將「股價過低」作為宣布買回股份之原因⁴²。財務上另外一個原因則是將股份買回作為股東分配公司利潤的一種方式，與股利不同，一般股東對於買回股份可能會認定是單一情況之現金回報，而不會如股利一般，期待每年公司都分派，因此買回股份作為股東投資報酬的形式則更具有靈活性⁴³。而就公司而言，將利息最低的剩餘現金買回股份方式，分配給股東，股東可以將其再投資到其他地方以獲得更高的回報率，將使現金之價值發揮至最

39 Brandon Kochkodin, *U.S. Airlines Spent 96 % of Free Cash Flow on Buybacks* (March 17, 2020), available at <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-03-16/u-s-airlines-spent-96-of-free-cash-flow-on-buybacks-chart> (last visited April 12, 2022).

40 Nitzan Shilon, *Stock Buyback Ability to Enhance CEO Compensation: Theory, Evidence, and Policy Implications*, 25 LEWIS & CLARK L. REV. 303, 314-315 (2021).

41 Tom Nohel & Vefa Tarhan, *Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flow*, 49 J. FIN. ECON. 187, 188 (1998).

42 *Id.* at 14; Alberto Manconi et al., *Are Buybacks Good for Long-Term Shareholder Value? Evidence from Buybacks Around the World*, 54 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 1899, 1901 (2019).

43 Shilon, *supra* note 40, at 315.

大⁴⁴。此外，亦有學者認為，推動股份買回事實上是「股東至上」的一種。在股東至上理論下，股東是公司的「所有者」，並應獲得公司多數利潤⁴⁵。

第二，代理理論之解釋，學者指出，藉由股份買回，將可將低代理成本，其理由在於可以避免公司管理階層將公司過多之現金，用於非其認定之最佳投資項目上，增加代理成本⁴⁶。

最後，稅務上原因，公司選擇股份買回其中一個原因係因為對股東的特別稅賦優惠。股利的課稅方式與一般所得相同，但股份買回所產生的收益將按較低的資本利得稅率徵收。此外，公司股東須對收到的股利為現金納稅，但就買回股份而言，僅有選擇將其股票賣回給公司的股東才會立即產生稅收影響⁴⁷。

（二）美國公司大量股份買回所產生之弊病

美國上市公司在公開市場上買回自己的股票之交易如同前述，在2018年達到1兆美元。這種大量股份買回實際上會操縱了有價證券的市場價格。且大量買回亦代表將股東利益分派優先於公司資金的其他用途的選擇，從而加劇了經濟不平等，蓋其將資金分配給股東而不是增加員工薪酬，亦非作為公司將來擴張之保留盈餘以投資於未來生產力等⁴⁸。學者認為，大量且幾乎無監管的股份買回，將對美國社會與經濟帶來以下危害⁴⁹：

44 *Id.*

45 Lenore Palladino, *The \$1 Trillion Question: New Approaches to Regulating Stock Buybacks*, 36 YALE J. ON REG. BULL. 89, 91 (2018).

46 Nohel & Tarhan, *supra* note 41, at 188-189.

47 Shilon, *supra* note 40, at 316.

48 Palladino, *supra* note 45, at 89-90.

49 Lenore Palladino, *Examining Corporate Priorities: The Impact of Stock Buybacks on Workers, Communities and Investors*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (October 22, 2019), available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/>

首先，Rule 10b-18⁵⁰創設了一個「安全港」，只要公司遵守規則中規定的條件，公司就不會因《證券交易法》而承擔操縱責任的風險。該規則允許公司進行幾乎無限制的股票買回，從而違反 1934 年《證券交易法》第 10b 條的精神，而對市場產生不當影響。大量買回股份的本身就會造成股票價格上漲，儘管該買回本身是否可以被視為操縱仍然存在爭議，但大量股份買回無疑會影響證券價格⁵¹。

第二，股票買回的對財富和收入等不平等情形產生負面影響。在財富不平等方面，股份買回將僅讓股東受益。擁有股票者多為較富裕之家庭，由股票買回所推升之股票價格對富裕家庭將帶來更多的好處。相反地，如果公司將用於買回股份之資金重新用於員工報酬，那麼工資增長可以使低收入工人擺脫貧困⁵²。

最後，股份買回可能會危害企業內部，股份買回的實際執行時間通常只有內部人才知悉，而買回之事實通常在實施買回後才會揭露⁵³。公司管理階層者的薪酬常與公司之經營績效表現相掛勾，指標通常就是公司每股盈餘（Earnings Per Share），因此何時買回、買回多少股份都會影

10/22/examining-corporate-priorities-the-impact-of-stock-buybacks-on-workers-communities-and-investors/ (last visited April 12, 2022).

50 SEC Rule 10b-18 四個要件如下：（1）方式：同一天內，買回公司僅能透過一家證券經紀商進行買回；（2）時間：原則上買回公司不得於收盤前三十分鐘進行買回，例外於交易量較大的買回公司不得於收盤前十分鐘進行買回；（3）價格：買回公司之買回價格不得高於最高的獨立出價或最近的獨立成交價；（4）數量：買回公司之買回股數不得超過當日交易量之二五%。詳細介紹請見張景儒，美國與臺灣股份買回法制之比較—以美國近年爭議與改革倡議為中心，中華國際法與超國界法評論，第 16 卷，頁 58，2020 年 12 月。

51 Palladino, *supra* note 45, at 94-95.

52 *Id.* at 95.

53 Rule 10b-18 中要求買回公司於每一季季報中揭露上一季股份買回總股數、平均買回價格、股份買回計畫執行狀況、未來可能買回的最大股數或金額。張景儒，同註 50，頁 60。

響公司管理階層之報酬⁵⁴。此將造成股份買回計畫之實施並非為了公司利益而為，反而係為了管理階層利益而為。

由上述討論可知，美國在給予公司董事會極大的股份買回自治情形下，實有各種質疑的聲浪產生，大量買回股份的情形對社會與經濟帶來極大衝擊，學界實務界也都紛紛提出許多加強監管與限制之要求⁵⁵。

以下本文將介紹各國對於買回自己股份之相關規範做一介紹，並思考我國應如何在與國際潮流不違背的情況下，放寬股份買回之情形，同時也保護公司之股東與債權人之權益。

二、各國立法模式

(一) 美國

美國模範商業公司法（Model Business Corporation Act）§ 6.31(a)不禁止公司買回自己的股份，德拉瓦州普通公司法（Delaware General Corporation Law）原則上亦允許公司買回自己的股份⁵⁶。美國德拉瓦州之公司法規定，除公司有「資本減損」（Impairment of the Capital），亦即公司有累積虧損時，不得買回自己股份外（DGCL § 160(a)(1)），其他情形公司得自由買回自己股份。亦即公司原則上僅得使用盈餘（Surplus）作為買回自己股份之資金來源⁵⁷。美國各州對於公司買回自己股份，原則上皆為較開放之態度，採原則許可，例外禁止之方式，與我國有異。

54 Palladino, *supra* note 45, at 95-96.

55 Palladino, *supra* note 49; William Lazonick, Mustafa Erdem Sakinç & Matt Hopkins, *Why Stock Buybacks Are Dangerous for the Economy* (Jane 7, 2020), available at <https://hbr.org/2020/01/why-stock-buybacks-are-dangerous-for-the-economy> (last visited April 12, 2022).

56 張景儒，同註 50，頁 58。

57 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，頁 40，1998 年 8 月。

（二）歐盟

1976年12月13日關於「保障措施的協調」的第77/91/EEC號理事會第二指令（EEC, 1977）中編纂了歐洲第一個關於股份買回的法規。該指令旨在建立一個歐洲經濟共同體國家股東和債權人保護的共同框架，該指令制定了股份買回的基本規則，以防止任何公司侵害股東和債權人權利。這些規則包括股份買回之資金來源、決定機關、價格與數量等，但限制並不嚴格⁵⁸。歐盟委員會於2003年12月啟動了一項關於買回計劃的新法規，以將其與同年另一指令「禁止內線交易與市場操縱」（市場濫用“Market Abuse”）之行為區分開來。在新法規中，股份買回被視為穩定市場的有用工具，市場濫用法規不應適用於買回計劃（EC Directive 2003/6/EC and EC Regulation 2273/2003）。該法規規定了買回的必要條件和限制，只要他們遵守某些條件，就可以為公司提供安全港（Safe Harbor）。它具有約束力並直接適用於成員國，無需國家當局採取任何進一步行動⁵⁹。

在英國，股份買回在1981年《公司法》中合法化，比美國頒布安全港 Rule 10b-18 還早一年。2006年公司 Part 18 對買回目的並無特別限制，惟公司買回股份之資金來源必須是可分配盈餘或發行新股之股款，買回之股份應註銷或轉賣。根據2006年公司法第692（1ZA）條，在一個財務年度的總購買價格不超過15,000英鎊或在財務年度開始時公司股本5%為限⁶⁰。

58 Mustafa Erdem Sakinc, *Share Repurchases in Europe - A Value Extraction Analysis* 5 (May 2017), available at http://www.isigrowth.eu/wp-content/uploads/2017/06/working_paper_2017_16.pdf (last visited April 12, 2022).

59 *Id.*

60 LexisNexis, *Share Buybacks-Overview*, available at https://www.lexisnexis.com/uk/lexispsl/corporate/document/391387/55KB-9K81-F186-H1W9-00000-00/Share_buybacks_overview (last visited April 12, 2022).

（三）香港

香港對於買回股份之目的並無特別之限制，且根據香港公司條例第 244 條，公司可依據合約約定買回公司股份，惟該合約需先獲得特別決議之授權。而就公司買回股份之資金來源，第 257 條規定，應以可分配之盈餘、發行新股所得之股款，與公司之資本，買回股份。根據第 258 條與第 259 條之規定，若以公司資本買回股份，則公司必須經過償付能力測試與股東會特別決議通過。而根據第 263 條規定，公司反對股東與債權人並可請求法院撤銷買回之股東會決議。

（四）日本

於日本，早年商法為維護資本維持原則、股東平等與交易公平等因素，基本上採取嚴格禁止之態度，僅於調整公司資本結構、股份消除、合併或受讓他公司全部營業以及少數股東請求等例外情形，而允許買回自己股份⁶¹。但在日本經濟長期低迷之情況下，許多人建議藉由公司買回自己股份活化證券交易市場，以作為景氣復甦之手段之一，因此日本在 1994 年修正商法，將公司列舉得買回股份之情形擴大⁶²。到 2001 年時，商法再次修正對於買回自己股份之規定，則採完全摘除買回事由之限制，只要股東會決議通過，則不再限制股份買回之目的與事由，且買回後亦無持有期間之限制⁶³。2005 年日本會社法制定時，雖仍有買回事由之限制但仍採較開放之立法方式，於會社法第 155 條至第 178 條中對於股份買回之事由⁶⁴、決定機關、買回價格，取得與轉讓方式等為規定

61 林麗香，公司庫藏股之解禁－日本商法之修正，政大法學評論，第 75 期，頁 218，2003 年 9 月。

62 同前註，頁 218-219。

63 林麗香，同註 61，頁 219。

64 參見 e-Gov 法令檢索，會社法（日本會社法第 155 條），<https://elaws.e-gov.go.jp/document?lawid=417AC0000000086>（最後瀏覽日期：2022

⁶⁵。由於日本大幅放寬公司取得自己股份之限制，對於買回股份之目的與事由雖仍採列舉方式，但實質上已大幅度放寬⁶⁶，公司亦得與特定股東協議後自該股東買回自己股份⁶⁷。

表一：各國對公司買回自己股份之限制比較

	美國	歐盟	英國	香港	日本
買回自己股份之決定機關	董事會	無特別 規範	股東會	股東會	股東會
買回目的之限制	x	x	x	x	v
買回數量與金額	x	x	v	v	v

資料來源：本文整理

三、我國是否應適度放寬股份買回之限制

雖然美國公司大量買回股份帶來許多疑慮，然我國過度限制股份買回之是適用是否恰當，亦應加以討論。

此外，由上揭各國情形可知，各國公司法就公司取得自己股份之規範，大致都是以許可為原則，禁止為例外之情形，即使是日本，其容許買回之請況亦較我國之情形多出許多。多數國家將公司買回自己股份，做為是公司盈餘分派之一種。其決定買回股份之機關，除美國是由董事

年 4 月 12 日)。

65 參見 e-Gov 法令檢索，会社法（日本會社法第 155 條至第 178 條），<https://elaws.e-gov.go.jp/document?lawid=417AC0000000086>（最後瀏覽日期：2022 年 4 月 12 日）。

66 參見 e-Gov 法令檢索，会社法（日本會社法第 155 條），<https://elaws.e-gov.go.jp/document?lawid=417AC0000000086>（最後瀏覽日期：2022 年 4 月 12 日）。

67 參見 e-Gov 法令檢索，会社法（日本會社法第 156 條至第 159 條），<https://elaws.e-gov.go.jp/document?lawid=417AC0000000086>（最後瀏覽日期：2022 年 4 月 12 日）。

會外，其他國家則以股東會為主⁶⁸。

事實上，我國公司法關於庫藏股的規定，是受證交法庫藏股規定影響所制定。證交法第 28 條之 2 於 2000 年增訂，公司法第 167 條之 1 則是到 2011 年修法時才增訂。惟證交法第 28 條之 2 就公司得買回自己股份之原因，較公司法第 167 條之 1 為寬，除為「實施員工庫藏股」外，另有「股權轉換」以及「公司為維護公司信用及股東權益所必要而買回」。且我國對於公司買回股份之數量與金額無論在證交法上或公司法之規定皆有所限制。我國就公司買回自己股份之規定，相較於各國而言，最為嚴格。

學者就我國買回股份限制最為嚴格之原因，提出其看法認為，首先，就「股份買回之決定機關」而言，我國對於股份買回之所以做出如此多的限制，主要是因為立法上採取與美國相同之買回股份決定機關—董事會。然而因為擔心董事會違法濫權、侵害股東權益，因此在買回原因以及數量金額上做出層層限制。例如，公司法上減資之規定乃係股東會權限，公司減資後應銷除股份。而公司買回股份後，無論庫藏股未轉讓給員工或因維護股東權益而為之買回，皆應銷除股份，事實上即為實質減資，然實施員工庫藏股買回股份後銷除之決定權乃於董事會，與減資之決定機關為股東會權限，在體制上似有不一致情形⁶⁹。過去學者認為，為避免經營者利用公司資金買回自己股份鞏固經營權，蓋買回之股份雖無表決權，但藉由買回減少整體有表決權之股份，事實上也增加了經營者之表決權占比，有助其經營權之鞏固。因此在股份買回之決定機關上，其設計應避免球員兼裁判之情形，而應交由股東會決定之⁷⁰。而公司法全盤修正委員會則在修正建議中認為，我國可以採用較彈性之方式，修法的方向可以將法定原因的買回，例如特別股贖回、股份收買請

68 戴銘昇，同註 36，頁 12。

69 戴銘昇，同註 36，頁 14-15。

70 黃銘傑，同註 21，頁 242-243。

求權之行使及股東清算或受破產之宣告時，為抵償其積欠公司之債務，得經董事會決議將股份收回、收買或收為質物⁷¹。而對於其他原因之買回，則可採美國模式，由董事會依特別決議為之，或公司得依章程規定由股東會決議行之。又或可採英國與香港模式，則由股東會決議，但公司章程可規定由董事會特別決議為之⁷²。

第二，就「買回之目的」而言，我國公司法第 167 條之 1 僅限縮在為實施員工庫藏股的情形下，始得買回公司股份。惟法條安排上，如同前面之討論，以及法院判決之適用情形看來，我國在董事會做成買回股份之決議時，無須以實施員工庫藏股作為理由，多僅按照第 167 條之 1 第 1 項，由董事會特別決議買回自己股份後，再決定是否轉讓給員工，未轉讓者，則應辦理變更登記，銷除股份。此與證交法上之買回股份時，依照〈上市上櫃公司買回本公司股份辦法〉第 10 條，「公司依本法第二十八條之二第一項第一款情事買回股份轉讓予員工者，應事先訂定轉讓辦法」之規定亦有所不同，無須先制定轉換辦法。觀察各國法制，除日本法外，其他國家對於公司買回股份之目的，並未有特別限制。由此可見，國際上潮流多將公司買回自己股份認定為公司自治之一環，公司可基於有利於公司體質、股東結構等因素，買回公司股份，無需特別規範其買回股份之原因。惟若公司買回股份係因不法目的所致，例如操縱市場、內線交易或圖利特定人等，則公司法、證交法與刑法上已有相應之規範得加以約束與處罰之，無需特別在目的上做限縮⁷³。修正委員會也建議，對於股份買回之目的，原則上不再設限，建議刪除第 167 之 1 條員工庫藏股之規定，允許公司除法律或章程另有規定者外，得將股份收

71 公司法全盤修正委員會，第三部分：修正建議，頁 1-138，<http://www.law.nccu.edu.tw/uploads/asset/data/5fc364a5dca3a31002009616/section3.pdf>，最後瀏覽日期：2022 年 4 月 12 日。

72 同前註。

73 戴銘昇，同註 36，頁 23。

回、收買或收為質物⁷⁴。然從美國法院過去判決可發現，美國雖然對於股份買回之目的未設特別限制，然美國德拉瓦州衡平法院在 1973 年的案件 *Potter v. Sanitary Co. of America* 一案中，法院認定如果公司取得自己股份之目的僅是為了鞏固經營者之經營權者，將被認定是「不當目的」（Improper Purpose）。在此一情形下，即使收買價格公平也不能合理化其不當目的⁷⁵。

第三，就「買回之數量與金額」之限制而言，前述我國法院判決中，曾有論及依照公司法第 167 之 1 第 1 項之規定，公司得買回之股份數量，以公司已發行股份總數百分之五為限，超出部分，公司與股東雖有約定，但因法規上之限制，超出部分為給付不能。就買回股份之總量管制而言，學者則認為，就員工庫藏股而言，多數國家皆未對庫藏股之數量設有限制，而我國無論是公司法第 167 條之 1 或〈上市上櫃公司買回本公司股份辦法〉第 10 條皆對員工庫藏股數量做出上限規定，乃為罕見之立法例⁷⁶。修正委員因而建議，對於買回數量而言，得比照外國立法例與我國證交法，放寬至已發行股份總數的 10%⁷⁷。而就買回金額方面，我國現行規定惟「不得逾保留盈餘加已實現之資本公積之金額」，然對於買回金額而言，有上揭各國法律規範可知，多數國家仍對於買回金額設有限制，以避免侵害公司債權人之權益。學者過去曾建議應已可分派盈餘為限，若動用到資本本身或法定公積時，似已違背資本維持原則之界限，漠視債權人權益⁷⁸。惟修法委員會就此之修正建議認為，依照上述各國之規範潮流，應賦予公司更多之決定空間，買回金額應不受

74 同註 71。

75 *Potter v. Sanitary Co. of Am.*, 194 A. 87, 91 (Del. Ch. 1937); EDWARD P. WELCH, ANDREW J. TUREZYN & ROBERT S. SAUNDERS, *FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW: FUNDAMENTALS* 402 (2011); 劉連煜，同註 57，頁 41。

76 戴銘昇，同註 36，頁 32。

77 同註 71。

78 黃銘傑，同註 21，頁 240。

限制，但為維護債權人權益，公司必須經償付能力測試⁷⁹。

最後，就「買回之對象」而言，證交法第 28 之 2 第 6 項與第 8 項規定，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、持有該公司股份超過股份總額百分之十之股東所持有之股份，於該公司買回之期間內不得賣出。而上述不得賣出之人所持有之股份，包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者。惟公司法對於買回之對象未有前述之限制，公司法在規範上是否有所不足？學者過去即曾提出，我各國基本上對於如何防止利用關係人取得自己股份皆有所規定⁸⁰。我國目前雖規範透過轉投資之子公司取得之股份並無表決權，但實際上並未禁止關係人取得公司股份。學者就證交法之禁止關係人應賣之規定，提出應將其刪除之建議，學者認為，公司向關係人買回公司股份時，其本質上為一種「關係人交易」，應以「是否為常規交易」作為判斷標準，無須以法律完全禁止之⁸¹。然公司法對此，並無特別限縮公司實施員工庫藏股時買回之對象。

惟公司可否與股東或員工以協議的方式，約定其在特定條件發生時，例如員工離職時，可由公司買回其所持有股份？就此問題，學者認為，公司買回協議（Corporation Redemption Agreement）是指公司與股東以契約約定，在特定情況下，公司得享有「選擇權」或「義務」購買公司股東所持有之股份。美國德拉瓦州之公司法規定，除公司有「資本減損」（Impairment of the Capital），亦即公司有累積虧損時，不得買回自己股份外（DGCL § 160(a)(1)），其他情形公司得自由買回自己股份。然而我國公司法，雖實務上有不同見解⁸²，從學理上認為，公司原則上

79 同註 71。

80 黃銘傑，同註 21，頁 251-252。

81 戴銘昇，同註 34，頁 49-50。

82 如前述之實務判決似乎皆承認公司與股東之買回股份協議為有效。

不得買回本公司之股份，僅在例外規定之情形可買回庫藏股，但應不得事先約定買回特定股東之持股⁸³。惟在放寬公司之股份買回情況下，公司法亦不需限制買回之對象，蓋若公司買回中有圖利特定股東，或以不公平價格收購者，亦得以公司負責人違反忠實義務處理之。

此外，股份買回對於企業來說至關重要。早在 20 多年前，學者即提出，在工商發展高度發展之國家，資金自由化是必然之趨勢，而國際資金之流通不可擋，國外投資藉由股權之掌握，將可能使國內企業受到外資之支配。因此，為保護我國企業以及國際競爭力，應不需將自己股份之取得視為危險物⁸⁴。此外，由於中小企業缺乏股票之次級流通市場，股份買回實際上為股東之重要退場機制，也有助於穩定公司經營，惟由於我國公司法之嚴格規範，不符合實際需求，因而導致常有公司並不遵守公司法規範之情形⁸⁵（如同前揭之實務案例情形）。2018 年公司法大幅度修正前，公司法全盤修正委員會曾建議就公司買回股份之規範作鬆綁，買回股份之規範重點應具焦於：第一、保護公司債權人不會因為股份之買回而損害其權益。學者認為，公司法的規範目標係為調整股東及債權人等公司利害關係人間之利害衝突，因此，應從如何確保公司資產健全上思考如何進行規範⁸⁶。以如此的角度切入規範，也可避免如上述美國在寬鬆規範下所造成之公司買回自己股份之弊病，以保護債權人與利害關係人之權益。第二、買回之價格不會損及股東權益。修法委員會認為目前對於債權人與股東之保護均未能達成上述兩個目標。現行法雖然對於買回之股數與金額設有上限⁸⁷，但實際上股份買回在對債權人保

83 林國彬，同註 29，頁 63。

84 柯 菊，同註 18，頁 390。

85 朱德芳，公司法全盤修正管制鬆綁與公開透明應並重－以籌資、分配與資訊揭露為核心，月旦法學雜誌，第 268 期，頁 8，2017 年 8 月。

86 黃銘傑，同註 21，頁 220。

87 公司法第 167 條之 1 第 1 項：「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，於不超過該公司已發行股份

護方面，更應該注重的是公司之償債能力，目前之規範所雖有金額與股數之上限，但此與公司是否具有償債能力足以保護債權人無絕對關係。修法團隊也認為，公司法或證交法對於買回之目的雖設有限制，但實際上就如上揭之實務案例，公司若要依照買回協議買回公司股份，其目的雖非為轉讓給員工，法院實務判決認為該買回協議亦非無效。因此，目前法律之規案對於未依照法定理由之買回似乎亦無防止之功用。因此，修法團隊建議應該要放寬公司買回股份之目的限制，亦應放寬買回股數之上限，而改採更有效之債券人保護制度，例如債權人異議制度或償付能力測試之標準等。此外，修法團隊亦建議應強化股份買回之相關資訊揭露，並允許章程得明訂買回股份之決議應經股東會決議通過⁸⁸。惟較可惜的是，在 2018 年的公司法大翻修中，這部分的建議並未為採納。

從比較法上看來，多數國家對於買回股份之目的並無限制，而約定向特定人，在一定條件成就下，買回其所有持股，若係為公司利益而為，例如為吸引優秀人才，將公司股份做為報酬一部分，並與員工約定其離職時，可要求公司依一定金額買回其持有股份，似無不可之道理。而若公司係為圖利特定人，而以高價買回其持有股份，損害公司與股東權益者，依照公司法第 23 條第 1 項之規定，亦得使做成決策之公司負責人，以違反其忠實執行業務與善良管理人之注意義務，致公司受有損害者，負損害賠償責任。

觀察學者所提出之其他國家立法可知，目前世界之潮流，對於股份買回之規範，多採原則許可，例外限制之規定，其原因不外乎股份買回，在財務上可以使股價被低估之公司修正其價值，並作為股東利潤分配之一種方式，以及降低代理成本，使資金的運用更有效率等。我國公司法與證交法在規範上與各國之規範有異。惟我國法院在公司法之規範上，

總數百分之五之範圍內，收買其股份；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加已實現之資本公積之金額。」

88 朱德芳，同註 85，頁 8-9。

似乎早已打破公司法之限制，以契約自由給予公司更多之空間。然而，從法律之立法歷史與過程來看，我國法院對於公司為履行與員工之買回股份協議，以第 167 條之 1 第 1 項作為法律依據，實有不妥。蓋公司法第 167 條之 1 之規定乃是以公司欲實施員工庫藏股為前提，第 1 項與第 2 項不應分開適用。因此，若我國公司法上欲給予公司更多自治空間，則應在法律規範上，刪除或放寬買回之目的，以正法律之適用。

陸、結論

在公司資本維持原則之下，公司原則上不得收回自己之股份，不得同時成為自己之股東。惟公司法在 2011 年增訂第 167 條之 1，規定公司得為實施員工庫藏股，而買回股份，更於 2018 年修訂同條第 4 項規定庫藏股轉讓之對象擴大至「包括符合一定條件之控制或從屬公司員工」。觀其立法理由，「企業基於經營管理之需，常設立研發、生產或行銷等各種功能之從屬公司，且大型集團企業對集團內各該公司員工所採取之內部規範與獎勵，多一視同仁，因此，為利企業留才，賦予企業運用員工獎酬制度之彈性，故參酌外國實務作法，讓公司得於章程訂明員工庫藏股之實施對象，包含符合一定條件之控制公司或從屬公司員工，以保障流通性及符合實務需要。」由上可知，企業實施員工庫藏股之核心概念，即是為了鼓勵員工、提升員工對公司之向心力以及藉由庫藏股來留住公司欲保留之人才，是以，庫藏股於法規實施面上，應多方考量，以因應現代化社會之變化。

由於公司法第 163 條有關股份自由轉讓原則之規定，禁止以章程限制之，惟實務上常有以「契約」方式約定限制轉讓者。從本文所引用之數個法院判決觀察可知，我國法院認為在公司法上，公司董事會之特別決議即可買回股份，無論在買回當時是否以實施員工庫藏股做為目的。根據公司法第 167 條之 1 條文安排，公司買回後，只要在 3 年內轉讓給員工，未於期限內轉讓，則再辦理變更登記即可。惟此依解釋方法於公

司法第 167 條之 1 師承證交法第 28 條之 2 而為之立法極為不同，證交法買回股份之規範皆需以證交法上所列舉之原因為基礎，使得買回公司股份。然觀察其他國家立法可知，目前世界之潮流，對於股份買回之規範，多採原則許可，例外限制之規定，與我國公司法之規範大相逕庭。我國法院在公司法之規範上，亦早已打破公司法之限制，以契約自由給予公司更多之空間。惟從法律之立法歷史與過程來看，我國法院對於公司為履行與員工之買回股份協議，以第 167 條之 1 第 1 項作為法律依據，實有不妥。蓋公司法第 167 條之 1 之規定乃是以公司欲實施員工庫藏股為前提，第 1 項與第 2 項不應分開適用。因此，若我國公司法上欲給予公司更多自治空間，則應在法律規範上，刪除或放寬買回之目的，以正法律之適用為宜。

參考文獻

中文

一、專書

王文字，公司法論，元照出版有限公司，2019年3月，第6版。

王文字，公司法論，元照出版有限公司，2016年7月，第5版。

柯芳枝，公司法論（上），三民書局股份有限公司，2015年7月，第9版。

劉連煜，現代公司法，新學林出版股份有限公司，2021年9月，增訂16版。

賴英照，最新證券交易法解析，自版，2020年4月，第4版。

二、期刊論文

朱德芳，公司法全盤修正管制鬆綁與公開透明應並重—以籌資、分配與資訊揭露為核心，月旦法學雜誌，第268期，頁5-16，2017年8月。

林國彬，中小企業經營僵局（二）—預防僵局發生及友善退出公司的可能協議，月旦會計實務研究，第39期，頁58-67，2021年3月。

林麗香，公司庫藏股之解禁—日本商法之修正，政大法學評論，第75期，頁217-244，2003年9月。

柯 菊，禁止公司取得自己股份緩和論之研究，國立臺灣大學法學論叢，第24卷，第2期，頁389-456，1995年6月。

張景儒，美國與臺灣股份買回法制之比較—以美國近年爭議與改革倡議為中心，中華國際法與超國界法評論，第16卷，頁53-84，2020

年 12 月。

黃銘傑，自己股份買回與公司法—財政部「庫藏股」制度草案的問題點與盲點，國立臺灣大學法學論叢，第 28 卷，第 1 期，頁 217-258，1998 年 10 月。

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，頁 38-49，1998 年 8 月。

賴英照，有效無效，法無定法—從法律解釋方法看民法第 71 條，中原財經法學，第 41 期，頁 1-88，2018 年 12 月。

戴銘昇，從比較法論臺灣證券交易法庫藏股制度相關議題之探討，中正財經法學，第 17 期，頁 1-57，2018 年 7 月。

英文

一、專書

WELCH, EDWARD P., ANDREW J. TUREZYN & ROBERT S. SAUNDERS, *FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW: FUNDAMENTALS* (2011).

二、期刊論文

Manconi, Alberto, et al., *Are Buybacks Good for Long-Term Shareholder Value? Evidence from Buybacks Around the World*, 54 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 1899-1935 (2019).

Nohel, Tom & Tarhan, Vefa, *Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flow*, 49 J. FIN. ECON. 187-222 (1998).

Palladino, Lenore, *The \$1 Trillion Question: New Approaches to Regulating Stock Buybacks*, 36 YALE J. ON REG. BULL. 89-105 (2018).

Shilon, Nitzan, *Stock Buyback Ability to Enhance CEO Compensation: Theory, Evidence, and Policy Implications*, 25 LEWIS & CLARK L. REV. 303-359 (2021).

三、其他資料

Lazonick, William, Sakinç, Mustafa Erdem & Hopkins, Matt, *Why Stock Buybacks Are Dangerous for the Economy* (Jane 7, 2020), available at <https://hbr.org/2020/01/why-stock-buybacks-are-dangerous-for-the-economy> (last visited April 12, 2022).

Abstract

According to the principle of free transferability of shares in Article 163 of the Company Law, the company's share transfer shall not be prohibited or restricted by the articles of incorporation. However, in accordance with Article 167-1 of the Company Law, which is an exception to the principle of prohibition of repurchasing shares, the company can implement treasury shares to buy back its shares. The processes to implement it and methodologies for how to comply with the procedures and laws is doubtful in practice. First of all, one question considers whether there is any legal basis for agreement between the company and its employees to buy back the company's shares on the condition that the employee leaves his job. It is unclear whether it is lawful to use Article 167-1 of the Company Law as the legal basis to enforce the buyback agreement. In addition, when a company is going to buy back its own shares, it should be decided by a resolution of the board of directors. However, courts have conflict opinions regarding the timing for the board of directors to make the resolution, which causes the application of the law inconsistently. This article will discuss the origin of the principle of free transferability of shares, detail the principle of prohibition of buyback of shares and its exceptions, clarify the legality for the company and its employees to enter into and enforce a share buyback agreement, and explore the legal effect of a company's failure to enforce a share agreement under Article 167-1 of the Company Law. Furthermore, this article will make observations and comparisons on foreign legislations and case laws. In doing so, we can explore the benefits and disadvantages regarding whether Taiwan should give our companies more room to buy back shares based on

the international trends.

Keywords: Free Transferability of Shares, Prohibition of Repurchasing Shares, Treasury Shares, Buybacks of Shares, Resolution of Board of Directors