

論證交法第二十八條之二的適用 與法律爭議

林德瑞*

目	次
壹、前言	二、適用主體
貳、庫藏股制度之概述	三、買回種類
一、庫藏股之定義	四、決定機關
二、庫藏股制度所生之問題—兼論其缺點與優點	五、買回數量之限制
三、小結	六、買回資金之來源
參、我國庫藏股制度—證交法第二十八條之二	七、對自己股份之權利
一、立法沿革	八、內線交易之防止
二、條文規定及立法理由	九、操縱市場之行為
三、公司買回自己股份之實務運作	十、違法買回之責任
肆、我國庫藏股制度之相關問題	十一、債權人保護之程序
一、法體系	十二、公司買回自己股份與交叉持股之問題
	伍、結論

中文關鍵詞：庫藏股、股份回籠、買回、資訊公開、內線交易、操縱股價、董事會、股東會

Key Words: treasury stock, buy back, disclosure of information, insider trading, manipulation of stock price, meeting of the board of directors, meeting of shareholders

中文摘要

所謂「庫藏股」(treasury stock)，係指公司已發行但非流通在外之股份，換

* 美國楊百翰大學法學博士，國立中正大學財經法律學系暨研究所副教授。

言之，其係指業經公司發行並曾流通在外，其後經公司適法取得而未再轉讓前之股票。若公司收回之股份視為公司已授權但未發行之股份者，即收回後經銷除之股份，則非為庫藏股。關於庫藏股制度有其優缺點，例如有違資本充實原則、股東平等原則、造成萬年董監、操縱股票價格、內線交易等缺點，但其又具有激勵員工向心力、穩定股票價格、轉換股權之效果、公司資本營運調整之功能以及公司經營權鞏固及企業併購攻防策略之工具等優點，故如何在兼顧此一制度之優缺點下，制定一套好的庫藏股制度，以作為企業經營上之手段，即為重要之課題。關於公司買回自己股份制度原本僅規定於公司法第一百六十七條中，然由於民國八十五年台海危機及隔年東南亞金融風暴之發生，使得我國股票市場受到此等非經濟因素之影響而嚴重下跌。故而，行政院財政部於民國八十六年十月三十日將爭議已久的庫藏股制度草案送交立法院審議，並於民國八十九年六月三十日經立法院三讀通過證券交易法第二十八條之二，隨後財政部證券暨期貨交易委員會於同年八月七日發布「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」，而我國公司法並於民國九十年十一月十二日修正公布增訂第一百六十七條之一。至此，庫藏股制度於我國法上大致完備。因此，本文試圖從庫藏股制度之意義及其優缺點中加以分析，探討該制度對於公司法與證券交易法之影響，並就該制度之立法背景、理由及相關規定加以說明，並且討論該制度規定在現行實務運作上之要件及其程序。最後，並就該制度之缺失及其執行上可能出現之問題與以分析討論，以提出未來執行上應行注意之處及修法上之參考。

Abstract

Treasury stock means stock that have been issued as fully paid to stockholders and subsequently reacquired by the company to be used by it in furtherance of its corporate purposes, and stock which is merely to be held as unsubscribed for and unissued is not usually regarded as “treasury stock”. According to Article 167 of the Company Law, a company shall not retrieve or buy back any of its own shares nor accept any of them as security except as provided in Article 158, Article 186 and Article 317. Until July 30th, 2000, the Legislative Yuan passed Article 28-2 of the Securities and Exchange Law which permits a company whose stocks are either listed on a stock exchange or traded on the over-the-counter market may, upon the approval of a majority of the directors present at a directors meeting attended by two-thirds or

more of directors, buy back its shares from centralized Securities exchange market or over-the-counter market for transferring to its employees. Thereafter, the Securities and Futures Commission promulgated regulations governing share repurchase by listed and over-the-counter companies. The Company Law was subsequently amended to add Article 167-1 as a general norm that a company may buy back its own shares in a number not exceeding 5% of the total number of its outstanding shares in November 2001. However, the total amount of the price for buying back such shares shall not exceed the sum of the amount of its reserved surplus earnings plus the amount of the realized capital reserve. Part I of this article states the definition of treasury stock and analyzes its merits and bad effects. Part II provides the legislative history, policy considerations and its application of Article 28-2 of Securities and Exchange Law. Part III examines the legal controversies arising from Article 28-2 of Securities and Exchange Law as well as provides information for future application and amendment.

壹、前言

民國八十五年初，我國舉行第一次的總統直選，中共並於該期間從事軍事飛彈演習，造成台海危機，使我國股市受到非經濟因素影響，產生嚴重下跌，政府為穩定股市，要求工商團體配合行政院成立股市穩定基金進場護盤，工商團體並同時要求修改公司法，允許公司得買回自家股票（註一）。翌年因受東南亞金融危機之影響，股市又重挫，財政部遂加緊研修證券交易法之腳步，行政院於民國八十六年十月三十日，將證券交易法之庫藏股制度草案送請立法院審議，並於八十六年十二月三日一讀通過，然因意見頗多，幾經立法院朝野協商結果，終於八十九年六月三十日三讀通過。財政部證券暨期貨交易委員會並隨即於同年八月七日發布「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」（註二）。

（註 一） 經濟日報，民國八十五年二月十六日，第三版。

（註 二） 該買回辦法實施迄今，已歷經二次的修正，第一次於民國八十九年十月十三日修正發布第五條及第七條；第二次於民國九十年六月二十六日修正發布第二條、第二條之一及第七條。

按庫藏股制度在某種程度內，雖可由公司考量其自身財務及資金合理運用，伺機進場購買公司股票，而收維護市場安定之效（註三）；且亦可藉庫藏股制度，作為激勵員工及留住優秀人才，同時配合發行附認股權公司債、附認股權特別股之需要，使公司籌集資金更多元化。然毋庸諱言，庫藏股制度如施行不當，亦可能引起操縱股價、內線交易等違法投機情形，造成股東及公司債權人的權益受損。故而該制度之立法過程及實施至今，已有國內學者專家為文論述，並生正反不同之意見。

雖然國內學者專家對於庫藏股制度規範內容看法不一，然既經立法政策選擇之後，似應先就其立法原意及其規範內容做更進一步的探討，使該制度之執行可以順利進行，並希望因此免除或減低該制度在實務運作所可能產生的弊端。為此，本文將先就庫藏股的定義及該制度的優缺點加以分析，並探討其對於公司法及證券交易法的影響，然後闡述禁止股份回籠之原則與例外規定之理由。其次就我國證券交易法庫藏股制度之立法背景、立法理由及相關規定加以說明，並討論該規定在實務運作之程序與實質要件。最後，本文就我國現行庫藏股制度的缺失與執行上可能出現之問題予以討論分析，並提出未來執行上應予注意或修法之參考。

貳、庫藏股制度之概述

一、庫藏股之定義

所謂「庫藏股」(treasury stock)，係指公司已發行但非流通在外之股份，換言之，庫藏股即指業經公司發行並曾經流通在外，其後經公司適法取得而未再轉讓前之股票（註四）。關於庫藏股收回後之處理方式有二種，一為公司可保有或

（註三）由於經濟景氣太差，企業紓困頻傳，使得銀行股在欠缺利多下，老行庫股價頻頻破底，惟獨新銀行在實施庫藏股的買盤支撐下，股價跌勢趨緩，從實施庫藏股的新銀行股價表現上，可以看出實施庫藏股確實產生相當的撐盤效果，為股價維持帶來正面幫助。聯合報，民國九十年七月二十六日，第23版。

（註四）邱秋芳，〈庫藏股制度的利弊得失〉，《實用稅務》第309期，頁7，2000年9月；謝碧珠，〈庫藏股制度介析〉，《證交資料》第438期，頁1，1998年10月15日。

處分該股份（註五）；另一為公司於取得後須將該股份加以銷除，而視為「已授權但未發行的股份」（註六）。此二種處理方式，其會計作業不同且可能所生之弊害亦屬不同，故應採取之防範措施亦應有別。嚴格言之，所謂的「庫藏股」應係指公司已發行但已非在市場上流通，且尚未銷除之股份。若將公司收回之股份視為公司已授權但未發行之股份（即收回後經銷除之股份），即非為庫藏股。

而關於「庫藏股」之定義，過去並未出現於我國公司法或證券交易法中，其僅出現於「商業會計處理準則」第十四條第三項第六款及第二十九條之中，其將庫藏股定義為「公司收回已發行股票尚未再出售或銷售者。」是故，我國證券交易法第二十八條之二第一項第一、二款所明訂公司得買回自己公司股份之情形，應為庫藏股；至於該條項第三款之情形，因必須加以銷除之，故應非此所謂的庫藏股（註七）。

二、庫藏股制度所生之問題—兼論其優缺點

按庫藏股制度不僅涉及到股東及公司債權人之利益，更關係到證券交易秩序之維持，加上國際間企業競爭的激烈，使得大家不得不思考如何讓公司得以有更大空間運用其剩餘資金，購入公司自身的股票，以強化公司財務體質，增強其競爭力，各國亦因此紛採緩和禁止公司取得自己股份的立法（註八）。我國亦不例外，故在討論庫藏股制度相關實務運作與法律爭議之前，先就庫藏股制度

（註五）美國德拉瓦州公司法即採此方式。參 Del. Gen. Corp. L. §160(a), Every corporation may purchase, redeem, receive, take or otherwise acquire, own and hold, sell, lend, exchange, transfer or otherwise dispose of, pledge, use and otherwise deal in and with its own shares; ...; (b) Nothing in this section limits or affects a corporation's right to resell any of its shares theretofore purchased or redeemed out of surplus

（註六）美國修正模範商業公司法及加州公司法即採此方式。參 RMBCA §6.31(a): A corporation may acquire its own shares and shares so acquired constitute authorized but unissued shares; Cal. Corp. Code §(a): When a corporation purchases, redeems, acquires by way of conversion to another class or series, or otherwise acquires its own sued shares, unless the articles prohibit the reissuance thereof.

（註七）由於我國證券交易法關於「庫藏股」制度之立法過程中，原將第二十八條之二的第三款亦規定為庫藏股之一種，而遭學者為文批評，認為應將此種「護盤式庫藏股」刪除，因此，嗣後之立法而將該款規定為「為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份者」，是故，該款之規定應非為庫藏股，充其量僅為上市、上櫃股份有限公司得買回自己股份事由之一而已，所以關於「庫藏股」之定義必先加以辨明，以避免觀念之混淆。

（註八）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389-456，1995年12月。

所生之問題，即其缺點與優點（註九），分述如下：

（一）庫藏股制度之缺點

1. 衝擊公司法基本原則而影響公司營運及債權人之權益

按股份有限公司乃係一典型的「資合公司」，公司之信用完全繫於公司之財產上，公司資本為其交易信用之表徵，公司債權人與公司間之所以能安心的交易，亦係以公司的財產為依據，故公司需確實保有公司之現實財產。因此，對於公司的債務完全由公司之財產加以清償，股東無須以個人的財產負擔清償之責。換言之，公司股東對於公司之債務不負任何直接清償之責任，充其量股東僅就其所認股份之出資為限，用來清償公司所負之債務，然此亦僅是間接負責而已，此又稱為「股東有限責任原則」，而在「股東有限責任原則」下，大陸法系之國家便發展出「資本三原則」，即資本確定原則、資本維持原則、資本不變原則，藉之以穩固公司之資本，保障公司債權人之權益並維護股份有限公司交易之信用。

鑑於股份有限公司係一典型的「資合公司」，公司將其全部的資本分為股份，用以聚集多數人之資金以供公司營運之用，又在股東有限責任原則之下，股份有限公司並不注重公司股東個人之條件，且股份有限公司並無退股之制度，為使股東能於公司存續中隨時任意收回其投資，我國公司法對於股份有限公司之股份轉讓，原則上係採「自由轉讓」之方式（註一〇）。然而為防止「股份自由轉讓原則」於實際運作下產生弊端，而有違股份有限公司設計之目的，現行公司法乃有下列規定，例外的限制股份自由轉讓（註一一），如股份轉讓須於公司設立登記後、發起人股份之轉讓須於公司設立登記一年後、股份收回收買或收為質物之限制、董事與監察人任期中不得轉讓其二分之一以上之股份、發行新股保留員工承購股份限制於一定期間內不得轉讓之規定，藉以維護公司資本之充實、保障債權人之權益以及落實員工入股之政策。

在股份自由轉讓原則之例外規定中，與公司資本維持原則具有最密切關係

（註九） 鄧穎懋，〈庫藏股之利弊探討〉，《證券櫃臺》第26期，頁12-13，1998年8月15日；謝碧珠，前揭註四，頁6；林進富，〈我國庫藏股制度之評議〉，《實用稅務》第289期，頁82-83，1999年1月。

（註一〇） 公司法第一百六十三條第一項。

（註一一） 參公司法第一百六十三條第一項但書、第一百六十三條第二項、第一百六十七條、第一百九十七條第一項、第二百二十七條與第二百六十七條第五項。

者為公司法第一百六十七條之規定（註一二），而由其規定中可知，股份有限公司基於「特別股收回」、「員工庫藏股」、「對反對公司重大營業政策之股東履行股份之收買」、「對反對合併之股東履行股份之收買」和「於股東受清算或破產宣告時」等理由，可將自己股份加以收回、收買或收為質物。換言之，股份有限公司對於自己股份之收回、收買或收為質物，原則是採禁止規定，只有在例外的情形下方得將其自身之股份依規定予以回籠（註一三）。而其立法模式之所以採取原則禁止，例外許可之方式，主要係基於下列理由（註一四），即「落實公司資本維持原則」（註一五）、「公司主體性之問題」（註一六）、「股東平等原則」（註一七）、「證券市場秩序之維持」（註一八）等，然而基於股份有限公司營運上之特殊情形，並輔以相關配套措施，以杜絕流弊產生時，方才例外的允許股份有限公司將自己之股份加以收回、收買或收為質物。

由上述基本概念闡述之後可知，庫藏股制度之允許，將會產生下列問題，分析如下：

(1)有違資本充實原則

公司買回自己公司股票，須支付相當的對價，該對價係以公司的資本支付，等於變相對股東出資的返還，將造成公司資本形式上未減少，但實質上已減少之情形，致影響公司的財產基礎，而有違資本充實原則，並進而可能使公

（註一二）由於公司法於民國九十年一月十二日修正公佈，增訂第一百六十七條之一，使得修正後第一百六十七條公司買回自身股份之情形增加「員工庫藏股」事由。

（註一三）關於公司適法取得自己股份之類型，除了舊公司法第一百六十七條明訂之四種類型外，在法理上亦有公司「無償取得」、「依包括之權利繼承而取得」以及「依減資之規定，為消除股份而取得」等類型，蓋因此些種類並不違反公司資本維持原則且不亦滋生流弊，故於法理上應允許公司持有自己股份，但吾人認為仍應以修法之方式將其明確化，以杜絕爭議。

（註一四）柯芳枝，《公司法論》，台北市：三民書局，民國八十八年十月增定二刷，頁 222；王泰銓，《公司法新論》，台北市：三民書局，民國八十七年一月，頁 256。

（註一五）公司資本的維持，係公司債權人權益之保障，若公司得將其股份加以收回、收買或收為質物，勢必運用公司資本為之，而有違公司資本維持原則，影響公司債權人之權益。

（註一六）按股份有限公司乃係一社團法人，其不能同時成為自己之構成員，若公司得將自身股份加以收買、收回或收為質物，將使得公司成為本身之構成員，而生矛盾之處。

（註一七）若允許股份有限公司得將其自身股份收回、收買或收為質物，公司於決定買回對象時，可能有利於特定股東以特定之價格買回其股份，致有違反股東平等原則之虞。

（註一八）股份有限公司若為上市或上櫃之公司，如允許其將其自身股份收回、收買或收為質物，其可能於公司營運不佳時，買回自己公司之股份，以防止股價下跌，易生內線交易及操縱市場之不法行為，而危害證券市場公平、公正之機能。

司資本失去為債權人債權的擔保功能，妨害交易安全的維護。

(2)有違股東平等原則

按公司一旦決定要買回自家公司股票，如係針對特定股東收回或收買其所持有之股份，可能使部分股東於公司經營不善時，優先取回其投資的資金，造成股東地位不平等之現象。即便是由公開上市或上櫃市場買回，亦有可能因買回區間價格而造成買回股票價格高低不一，造成股東間實質不平等，而有違股東平等原則。

(3)萬年董事

公司的經營階層為保住其董事的席位，可以運用庫藏股制度將股份買回，使在外流通的股份總數減少，或利用買回股份以對抗被購併之危機，而長期掌控公司的經營權，影響公司股東或債權人之權益。

2.影響證券市場交易秩序

證券市場乃係處理有價證券發行與交易活動之市場，其並為企業取得資金、國民獲取投資利益之橋樑，故其健全與否，往往影響投資人投資之意願，且亦影響企業籌措資金之來源，對於國民經濟發展甚深，故應對其加以規範、管理。因此，我國證券交易法第一條即明確地指出，本法之立法目的係為「發展國民經濟，並保障投資」而制訂。其中保障投資乃係該法所保護的直接法益，而國民經濟的發展乃係其反射之利益，二者之間具有程度上之差別，蓋因唯有充分保障投資，其後投資人才有投資之意願，企業才有可能經由證券市場取得其所需的資金，以供其營業活動，投資人亦可因此取得其投資收益之可能，如此，方有可能創造國民經濟的發展（註一九）。而所謂「保障投資」乃係指

（註一九）關於此點，亦有學者指出此二者之目的應為相輔相成，不可偏廢，蓋因其認為若過度注重投資人之保護，可能會影響企業自證券市場籌措資金之靈活度，而阻礙國民經濟的發展，林國全，〈證券交易法與證券行政〉，收入於《證券交易法研究》，台北市：元照初版第1刷，頁9-10，2000年9月；余雪明，《證券交易法》，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，頁3-5，2000年11月。然而，吾人認為本法所云「保護投資」係指如何建立一個公平、公正、合理的投資環境，以建立投資人投資之意願，而非一昧的、不合理的擴張投資人之保護，且有時證券主管機關對於證券市場加以規範、禁止，乃係考量證券市場之接受度以及其相關法律政策，如現今的「衍生性金融商品」，雖能提供企業界更多資金，但若於該商品之相關法律配套措施尚未建立，而貿然開放，無異有損及證券市場之發展，對於國民經濟亦有

如何使證券市場在一個公平、公正與公開的環境下進行證券交易，防止投資人因人為的非法操縱而遭受欺蒙及不當的侵害，俾建立投資人的投資信心與增強投資意願，所以如何維持證券市場的交易秩序，而排除任何可能造成不公平、不公正的投資環境之行為，應是證券交易法所應規範之重點。庫藏股制度對於證券交易市場恐生下列問題：

(1)大股東倒貨

當公司經營不善時，公司之大股東有利用公司資金倒貨給市場上善意從事相反買賣之人之虞，不僅損及投資人之權益，更可能變相提供大股東掏空公司的捷徑（註二〇）。

(2)操縱股票價格

公司股東或董事有可能利用庫藏股制度操縱其股價，而擾亂市場行情，致損及投資大眾之權益。

(3)內線交易

公司之內部人可能會利用內部消息炒作股票或操縱股價，而獲取私人利益，影響市場交易秩序。

(二)庫藏股制度之優點

1.激勵員工對公司之向心力

按公司因受到買回股份之限制，使得公司原則上不得持有自家公司股份，因此現行實務上公司為獎勵表現優秀之員工或為吸引優秀人才加入公司，往往透過發行新股或由其他董事以贈與股票之方式，以達獎勵、留住或吸引優秀人才之目的。由於此種方式在運作上，程序迂迴不便且緩不濟急致效果不彰。是故，若允許公司得買回自己之股份做為庫藏股，以供獎勵員工或延攬其他優秀人才配股之用的話，則可達獎勵員工向心力之目的。

戕害。是故，吾人認為證券交易法保護之直接法益乃為「保護投資」，而此「保護投資」解釋上為建立一公平、公正、合理以及健全的投資環境，進而以達發展國民經濟之最終目標，而非解釋為「保護投資人」。

（註二〇） 廖大穎，〈庫藏股制度與證券交易秩序〉，《月旦法學雜誌》第34期，頁91，1998年。

2. 穩定股票行情

當股價因非經濟因素之影響而造成非理性下跌時，公司為穩定股價，得在市場買回公司股票，以增加買氣，提振投資人信心，達到提高公司股票價格之「護盤」效果；同時，尚有助於形成合理的公司股票價格。

3. 股權轉換之用

由於證券商品種類多樣化，為使公司籌措資金管道增加，並做為員工股票選擇權及其他權益證券行使用。當員工行使股票選擇權或其他權益證券持有人行使其購買或轉換股票之權利時，公司得以其買回之庫藏股供轉換之用，避免以現金增資發行新股的冗長程序。

4. 排除不同意見之股東

在激烈競爭的商業世界，公司營運策略須靈活應變，以追求公司最佳之利益。故當公司有重大政策決定時，例如依公司法第一八六條決議讓與全部或主要部分營業或財產時，或依第三一七條決議合併時，公司可以依反對股東的請求，買回該異議股東之股份，以消除爭議，使公司運作順暢。

5. 股利分派策略之選擇

公司可藉由收買股份，以減少在外流通之股份數，由於買回之股份在未轉讓前，不得享有股東權利，造成公司已發行股份總數減少，而增加每股盈餘之分派，此亦係公司謀求股東權益之重要策略。

6. 調整資本結構及營運規模

我國公司法第一五八條即規定，公司得以其盈餘及發行新股所得，收回特別股。公司法第一六七條第一項亦容許公司收回或收買普通股，如此不僅將導致公司資本結構的調整，並可於公司股價偏低時，透過買回自家公司股份，以縮小營運規模。

7. 鞏固公司經營權及企業購併攻防策略

公司藉由股份之買回，減少公開持股的總數，俾防止公司的經營權或控制權為市場派掌控，而有穩定公司經營團隊之功能。

三、小結

由上述可知，公司法對於股份有限公司規範之重點，貴在資本的維持，以保護公司債權人之權益；而公開發行的股份有限公司於證券市場欲募集資金以供其商業活動之用，必以遵守證券交易法之相關規定為依歸，而其中應遵守的原則之一，就是不得有害「保護投資」的立法目的。而今公開發行的股份有限公司欲從證券市場將其發行在外之股票收回、收買或收為質物，亦應遵守公司法與證券交易法等相關之規定。

由於庫藏股制度具有調整公司資產結構、降低會計處理成本、節稅、為企業併購攻防策略之工具、支應換股之需求、增加員工向心力、強化公司財務管理與資金運用等優點，但卻有違反公司資本充實原則、股東平等原則以及具有危害證券市場公平、公正機制之可能缺點（註二一），故應如何發揮此一制度的優點，避免可能的缺點，創造企業與投資人間雙贏的局面，應是此制度在立法與實務運作上的思考方向。

基於庫藏股制度有其優缺點，故我國公司法制上採取「原則禁止，例外許可」的立法規範，然而由於庫藏股制度對於企業在商業營運上具有莫大的助益，且為各國立法趨勢，而逐漸開放庫藏股制度，供作企業經營之工具，因此，我國證券交易法第二十八條之二亦就庫藏股制度予以新訂。是故，如何在開放庫藏股制度供企業界運用之時，建立相關之配套措施，防止所有可能造成證券市場交易秩序破壞行為之出現，以落實證券交易法之立法目的，並保護公司債權人以及股東之利益，應為當務之急。

（註二一） 劉建志，〈我國庫藏股制度之評議〉，《證券金融》第 62 期，頁 70-71，1999 年 7 月。

參、我國庫藏股制度—證券交易法第二十八條之二

一、立法沿革

按我國經濟部於民國八十五年之公司法部分條文修正草案中即指出，為能配合現代企業延攬及培植優秀管理及領導人才，爰參考德國立法例，增訂公司得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，促進公司之發展（註二二）。民國八十六年間，我國證券市場遭逢非經濟因素之影響，導致股市有非理性下跌之情形，財政部為穩定股市、為企業延攬優秀人才以及提供企業更靈活的籌措資金，於民國八十六年十月三十日，將證券交易法第二十八條之二有關庫藏股制度之立法草案送請立法院審議，然而在我國尚未建構相關配套措施貿然引進國外行之有年的庫藏股制度，其影響之層面不單單僅是公司制度本體之問題，其牽涉之層面尚及於證券市場交易秩序之維護。故該草案於立法院審議過程中，雖引起學者間論著評釋該制度草案之缺失，但基於政策推動在即，幾經立法院朝野間之協商，終於民國八十九年六月三十日三讀通過，財政部證期會隨即於同年八月七日發布「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」（以下簡稱「買回辦法」），外國行之有年之庫藏股制度（註二三）終於在我國法制上誕生。

為使庫藏股制度能發揮預期之效果並加強推廣上市上櫃公司買回本公司股

（註二二） 經濟部八十五年公司法修正草案第一百六十七條之一：「公司得以章程規定於不超過實收股本百分之五之範圍內，收買本公司之股份轉讓於員工。前項公司收買之股份，未轉讓於員工前，不得享有股東權利。」而該條於民國九十年十一月十二日修正公布為：「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（Ⅰ）。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（Ⅱ）。公司依第一項規定收買之股份，不得享有股東權利（Ⅲ）」。

（註二三） 依據上述對於庫藏股之定義可知，本條第一項所規定公司得以買回自己股份之情形，僅有第一、二款之情形方屬庫藏股，故以下所述均以「公司買回自己之股份」稱之。

份，因此，證期會於參酌上市、上櫃公司之建議及彙整上市上櫃公司實際執行買回本公司股份之經驗，於同年十月十三日修正該買回辦法第五條及第七條條文（註二四）；其後，並於庫藏股制度施行後再參酌公司之建議及實際執行所遭遇之困難，而於民國九十年六月二十六日修正發布該買回辦法第二條、第七條，並增訂第二條之一（註二五），其係基於維護證券交易秩序之前提下，檢討放寬部分條文之規定，俾使庫藏股制度發揮預期之效果。

二、條文規定及其立法理由

（一）條文規定

依證券交易法第二十八條之二規定：

「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，有左列情形之一者，得經董事會三分之二以上董事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，做為股權轉換之用。
 - 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

（註二四） 此次共計修正第五條及第七條等二條條文，謹將其要點分別說明如下：

- 一、公司買回股份之執行期間由一個月延長為兩個月。
- 二、公司每日買回股份之數量，放寬為三分之一；並刪除「不得超過申報日前三十個營業日市場該股票平均每日成交量之百分之二十」之規定。
- 三、取消公司買回股份不得於收盤前三十分鐘內報價之規定。

（註二五） 此次共計修正第二條及第七條條文，並增訂第二條之一，僅將其要點說明如下：

- 一、增訂公司原買回本公司股份之目的得經董事會決議，向本會申請變更買回目的，以增加「庫藏股制度」之運用彈性。
- 二、為使公司於執行買回本公司股份時，得免顧慮買回價格過高將違反現行法規而影響執行成果，爰取消當日委託買回本公司股份價格不得高於當日漲幅限制一半之規定。
- 三、為便利公司執行買回本公司股份，得委託買回之證券經紀商由現行的一家增加為二家。
- 四、為適度敦促公司切實執行買回本公司股份，增列公司應依申報之數量及價格確實執行買回本公司股份之規定。

十；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加發行股份溢價及以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，由主管機關以命令訂之。

公司依第一項規定買回之股份，除第三款部份應於買回之日起六個月內辦理變更登記外，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，應辦理變更登記。

公司依第一項規定買回之股份，不得質押；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。」

(二)立法理由

增訂證券交易法第二十八條之二之立法理由，分別為：

- 1.第一項參考美、英、日、德等國法例，明訂股票上市、上櫃之公司得經董事會決議買回其股份之情事，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：
 - (1)為激勵員工對公司產生向心力，由公司買回自己股份轉讓與員工，實為最佳之方法。
 - (2)為配合轉換公司債等之發行，以做為股權轉換之用，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。
 - (3)由於證券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，公司在考量財務運用之有利情況時，亦有必要由公司買回自己之股份。
- 2.為避免公司買回自己股份之數量及所運用之資金，漫無限制將損及債權人及股東權益，扭曲本項制度之美意，爰於第二項規定公司買回自己股份之數量比例及資金限制。

- 3.第三項係為避免公司買回自己股份時發生內線交易或操縱股價，基於管理之需要，有關公司買回自己股份之程序、價格、數量、方式、轉讓方法及應申報公告之事項，授權主管機關訂之。
- 4.公司買回之股份除其為銷除股份部份，規定半年內必須處理外，依其他目的買回之部份，則可由公司視市場狀況出售，惟仍不宜無限期持有，故訂定庫藏股期限最高為三年，爰參照公司法第一百六十七條第二項規定，訂定第四項。
- 5.第五項明定公司買回之股份，於未轉讓前，不得享有股東權利。
- 6.為避免公司之關係企業或董事、監察人及經理人等藉機於公司買回自己股份之期間賣出所持有公司之股份，爰訂定第六項。
- 7.第七項明訂董事會決議買回股份及執行情形應提股東會報告。

三、公司買回自己股份之實務運作

我國公司法第一百六十七條就公司得例外將自己公司之股份收回、收買或收為質物原已有規定，增訂之證券交易法第二十八條之二又進一步增加得為排除公司法適用的空間。以下分別就此新增條文予以說明：

(一)須為上市或上櫃之公司

股份有限公司依其股份是否對外招募，而分為公開發行與非公開發行公司，公開發行之股份有限公司又可依其股票是否在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣，而分為上市、上櫃公司與非上市、上櫃公司。上市、上櫃公司皆為資本龐大，股東人數眾多的大眾持股公司，為使投資大眾於需要時，能迅速將其投資變現取回其投資金額，而設有一公開交易市場提供投資大眾交易的管道，證券交易市場的運作應依市場自由交易法則產生合理的交易價格，倘遇有非經濟因素或其他導致股市有不正常下跌之情形，為安定市場、增進籌集資金管道多元化及便利化或為配合產業延攬培植人才，似應容許公司得以自己剩餘的資金買回自己公司的股份。因此，我過證券交易法第二十八條之二第一項規定，只有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，得依本條規定經董事會決議買回自己公司的股份，而排除公司法第一百六十七條第一項規定之限制。至於其他非上市、上櫃的公司僅能依公司法第一百六十七條之

規定加以適用。

(二)許可買回自己股份之情形

1.為轉讓股份予員工

庫藏股制度之首要目的，即為使公司在激勵員工及留住優秀人才之必要下，得以所買回之公司股份轉讓給員工。故依據「買回辦法」第十條之規定，若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。該轉讓辦法並至少應載明下列事項：

- (1)轉讓股份之種類、權利內容及權利受限情形。
- (2)轉讓期間。
- (3)受讓人之資格。
- (4)轉讓之程序。
- (5)約定之每股轉讓價格，但其價格不得低於訂定轉換辦法當日該股票之收盤價格。
- (6)轉讓後之權利義務。
- (7)其他有關公司與員工權利義務事項。

2.為增加公司籌集資金之管道及便利性

在考量予公司更多籌集資金之管道及方便性，配合發行附認股權公司債、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特殊需要，使公司得買回自己之股份，以準備作為股權隨時轉換之用。故依據「買回辦法」第十一條之規定，公司若依本法第二十八條之二第一項第二款情事買回股份，作為股權轉換之用者，應於轉換或認股辦法中明定之。

3.為維護公司信用及股東權益之必要

基此目的而買回之公司股份，即所謂之「護盤式庫藏股」(註二六)，按公司為維護公司信用及股東權益，使公司得在考量財務結構及資金合理運用之判斷，而為買回自己之股份，以減少股票在外流通之籌碼，提升每股之淨值及每股純益，進而激勵公司之股價，對於有效運用公司之資產，提升長期營運之績

(註二六) 劉連煜，〈論庫藏股制度〉，收入於《公司法理論與判決(二)》，台北市：三民書局，頁 263，1998 年 4 月。

效，並維護市場之安定，可發揮重大之功能。然為維護公司信用及股東權益所必要而買回者，應於買回之日起六個月內辦理變更登記，即辦理銷除股份（註二七）。

（三）買回股份須經董事會之特別決議

由於公司決定買回股份，涉及公司股東、債權人之權益、公司財務之運用及交易市場秩序之維護，因此由誰負責決定，確屬重要。我證券交易法第二十八條之二第一項規定，公司欲買回自己之股份者，得經董事會三分之二以上董事出席及出席董事超過二分之一同意，買回其股份。如遇董事會休會時，公司可依據公司法第二百零八條第四項規定，由常務董事依法令、章程、股東會決議及董事會決議，以集會方式經常執行董事會之職權，再提報下一次董事會追認（註二八）。另公司如擬於未來二個月內為不同目的買回股份，可合併申報，惟應並分別訂定買回期間，不得重疊（註二九）。

（四）買回股份之方法

由於公司買回股份之方法，不僅涉及股東權利平等，並可能產生內線交易及市場不法炒作之問題，故證交法第二十八條之二第一項規定，公司欲買回自己之股份可透過兩種方式，一為在有價證券集中交易市場或證券商營業處所為之；一為依據證交法第四十三條之一第二項之公開收購方式為之。

（五）買回決議後之申報及申請

公司決議買回自家公司股份及買回方法後，即須分別向證券暨期貨管理委員會申報或申請核准，才能從事公司股份之買回。

1. 在有價證券集中交易市場或證券商營業處所買回之程序

依「買回辦法」第二條第一項規定，公司於有價證券集中交易市場或證券商營業處所買回自己股份者，應於董事會決議之日起二日內公告，並向財政部證券暨期貨管理委員會申報下列事項：

（註二七） 證券交易法第二十八條之二第四項。

（註二八） 證期會，庫藏股制度適用疑義問答補篇第五題，民國八十九年十一月二日，頁3，證期會網站 http://www.sfc.gov.tw/intro_index.htm。

（註二九） 證期會，同上註二八，第六題，頁3-4。

- 買回股份之目的。
- 買回股份之種類。
- 買回股份之總金額上限。
- 預定買回之期間與數量。
- 買回之區間價格。
- 買回之方式。
- 申報時已持有本公司股份之數量。
- 申報前三年內買回本公司股份之情形。
- 已申報買回但未執行完畢之情形。
- 董事會決議買回股份之會議紀錄。
- 本辦法第十條規定之轉讓辦法。
- 本辦法第十一條規定之轉換或認股辦法。
- 董事會已考慮公司財務狀況，不影響公司資本維持之聲明。
- 會計師或證券承銷商對買回股份價格之合理性評估意見。
- 其他本會所規定之事項。

公司非依買回辦法第二條規定辦理公告及申報後，不得於有價證券集中交易市場或證券商營業處所買回股份（註三〇）。公司並應將買回股份之資訊內容，輸入股市觀測站資訊系統（註三一）。

2. 依公開收購方式買回之程序

「買回辦法」第四條規定，公司依證交法第四十三條之一第二項規定之方式買回股份者，應依公開收購公開發行公司有價證券管理辦法向證期會申報並公告後，始得為之。

(六) 買回程序之執行

1. 貫徹資訊公開原則

依據「買回辦法」第六條之規定，公司於買回自己股份執行情序中，應將第二條、第三條及第五條規定之訊息內容，輸入股市觀測站資訊系統。換言之，公司除了於買回之開始程序必先踐履申報、申請及公開資訊外，其於執行

（註三〇） 買回辦法第三條。

（註三一） 買回辦法第六條。

買回股份之程序中，若買回股份之數量每累積達公司已發行股份總數百分之二或金額達新臺幣三億元以上者，應於二日內將買回之日期、數量、種類及價格公告並向證期會申報。公司於買回期間屆滿或執行完畢後五日內亦應向證期會申報並公告執行情形。

2.執行方式

公司執行買回公司股份時，依證交法第二十八條第一項之規定，其僅能於有價證券集中交易市場或證券商營業處所，或以公開收購之方式為之。前者，依據「買回辦法」第七條後段之規定，公司僅得委任二家以下證券經紀商辦理有關買回股份之事宜；而後者，則須依據證券交易法第四十三條之一，有關公開收購之相關規定辦理買回股份之事宜。

3.買回之數量限制

關於公司買回股份數量限制的目的，係考量防範漫無限制，將損及債權人與股東權益，並使股東之結構發生重大之變動。而限制公司買回自己股份之數量，可區分為「買回之總數量」以及「單日買回之數量」，依據「買回辦法」第八條第二項規定，關於「數量」之計算標準係以董事會決議前最近期依法公開經會計師查核或核閱之財務報告為準；該財務報告應經會計師出具無保留查核意見或標準核閱意見；但期中財務報告如因長期股權投資及其投資損益之衡量係依被投資公司未經會計師查核或核閱之財務報告核算，而經會計師保留者，不在此限。

(1)買回之總數量

證交法第二十八條之二第二項前段之規定，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。此項比例限制係以當次申報買回之數量加計公司已持有，即歷次買回尚未轉讓、轉換或註銷之股份數量計算（註三二）。

（註三二） 證期會，庫藏股制度適用疑義問答，民國八十九年九月十一日，頁 8-9，證期會網站 http://www.sfc.gov.tw/intro_index.htm。

(2)單日買回之數量

依據「買回辦法」第七條第一項前段之規定，公司買回股份，除依本法第四十三條之一第二項規定買回者外，其每日買回股份之數量，不得超過計畫買回總數量之三分之一（註三三）。但依同條第二項之規定可知，若公司每日買回股份之數量不超過二十萬股者，則其每日買回股份之數量，即得不受計畫買回總數量三分之一之限制。

(3)買回股份數量累積之公告與申報

按公司買回股份之數量，每累積到達公司已發行股份總數百分之二以上者，公司便應於二日內將買回之日期、數量、種類及價格公告並向證期會申報，並輸入股市觀測站資訊系統（註三四）。

4.買回總金額之限制

關於公司買回自己股份之總金額，依第二十八條之二第二項後段及「買回辦法」第八條第一項之規定可知，「不得逾保留盈餘加發行股份溢價及已實現之資本公積之金額。」所謂的「保留盈餘」包括法定盈餘公積、特別盈餘公積及未分配盈餘，但應減除公司董事會或股東會已決議分派之盈餘及公司依證交法第四十一條第一項規定提列之特別盈餘公積；但證券商依證券商管理規則第十四條第一項規定提列者，不在此限。至於所謂的「資本公積之金額」係指公司處分資產之溢價收入及受領贈與之所得；但受捐贈之本公司股份除外。

按保留盈餘、發行股份溢價及已實現資本公積，係公司長年用心經營所累積的成果，當公司經營績效良好而股票價格卻未能充分反映其價值時，將形成

（註三三）原證期會於八十九年八月七日發布之買回辦法第七條，對於公司每日買回股份之數量限制規定：公司買回股份，除依本法第四十三條之一第二項規定買回者外，其每日買回股份之數量，不得超過申報日前三十個營業日市場該股票平均每日成交量之百分之二十，或計畫買回總數量之四分之一；其委託價格不得高於當日漲幅限制之一半，且不得於開盤後三十分鐘內及收盤前三十分鐘內報價，並應委任單一證券經紀商辦理。然為使公司能視市場及公司狀況，選擇適當時機，適時增加買回數量，降低買回成本，俾公司能儘速買回股份，遂於八十九年十月十三日修正買回辦法第七條第一項，放寬公司每日得買回股份數量之上限，由原四分之一修改為三分之一。參八十九年十月十三日上市上櫃公司買回本公司股份辦法第五條、第七條條文總說明理由。由於法令修正的關係，本於從新從寬之原則，已申報買回股份，尚在執行期間者，亦得適用新修正之規定。證期會，前揭註二八，第一題，頁1。

（註三四）買回辦法第六條。

股票淨值高於市價之情事，造成股票市價被低估，此時公司以前述之保留盈餘及資本公積買回自己公司股票，將有效增加公司流動在外股票之價值，發揮維護公司信用及股東權益之效果。故而，公司如在以前並未累積保留盈餘或資本公積，縱有買回股份之必要及意願，亦無法允其買回股份（註三五）。

前述公司買回股份之金額的計算標準係以董事會決議前最近期依法公開經會計師查核或核閱之財務報告為準；該財務報告應經會計師出具無保留查核意見或標準核閱意見；但期中財務報告如因長期股權投資及其投資損益之衡量係依被投資公司未經會計師查核或核閱之財務報告核算，而經會計師保留者，不在此限（註三六）。

若公司買回股份之金額達新臺幣三億元以上者，應於二日內將買回之日期、數量、種類及價格公告並向證期會申報，並將該資訊輸入股市觀測站資訊系統（註三七）。

5. 買回價格之限制

(1) 買回區間價格之限制

公司買回股份之買回價格之限制，依據「買回辦法」第二條第五款之規定，乃係公司董事會決議欲買回的區間價格，屬於公司自治事項；至於原買回辦法第七條第一項後段之規定，則為當日委託價格的限制，其規定公司委託買回之價格不得高於當日漲幅限制之一半，但因民國九十年六月二十六日修正該「買回辦法」第七條，將之加以刪除，故對於買回之價格，現行法僅有買回期間的區間價格限制，並無當日買回價格的限制。

依上述說明，上市上櫃公司買回本公司股份應訂定買回區間價格，並辦理公告申報。所謂買回區間價格應係指公司在預定買回期間，執行買回本公司股份所預定之最高及最低之買回價格。因此，買回區間價格應予明確訂定價格之上限及下限，於其訂定時，應考量目前股價、最近一段期間該股價之平均收盤價及波動情形、公司預定買回期間之營業日數及公司買回股份之目的等因素，以避免所定之買回區間價格不合理，致有誤導投資人或發生公司無法按所定買回區間價格執行買回股份之情況。上市上櫃公司經考量上述因素，所定買回區

（註三五） 證期會，前揭註三二，頁2。

（註三六） 買回辦法第八條第二項。

（註三七） 買回辦法第六條。

間價格介於董事會決議前十個營業日或三十個營業日之平均收盤價（二者取高）之百分之一百五十與董事會決議當日收盤價之百分之七十間為適（註三八）。

再公司執行買回股份應遵照公司董事會決議通過之買回區間價格辦理，故當股價高於或低於經公司董事會決議之買回區間價格，公司應即停止買回公司股份；惟經公司重新評估後，如認為在原預定買回期間仍有買回公司股份之必要者，公司得經董事會決議通過修正原訂定之買回區間價格，並重新辦理公告、申報及輸入股市觀測站資訊系統後，即可按修正後之買回區間價格買回公司股份（註三九）。另如公司董事會在決議買回本公司股份之同時，已併同決議：「當公司股價低於其所定買回區間價格下限時，將繼續執行買回股份」者，則公司得繼續執行買回股份（註四〇）。

(2)買回價格之合理性評估

買回辦法第二條第一項第十四款規定之會計師或證券承銷商對買回股份價格之合理性評估意見，應請經核准辦理公開發行公司財務報告查核簽證業務之會計師出具或請證券承銷商以證券商名義出具評估意見。其評估內容應包括買回股份對公司財務結構、每股淨值、每股盈餘、股東權益報酬率、速動比率、流動比率及現金流量狀況等項目之影響或變動情況，以釋明買回股份價格之合理性（註四一）。

6.買回時點之限制

買回辦法原第七條第一項後段規定，公司不得於開盤後三十分鐘內及收盤前三十分鐘內報價買回其股份。然為使公司委託下單時機有較大之彈性空間，而取消收盤前三十分鐘內不得報價之限制。故現行買回辦法只規定，公司不得於開盤後三十分鐘內報價買回其股份（註四二）。故公司買回股份僅限於盤中九時三十分至收盤之間報價買回，不得以盤後交易方式買回其股份。

（註三八） 鑒於公司買回股份期間已放寬為兩個月，買回期間內之股價波動幅度可能較大，證期會經參考已執行買回股份公司之股價變動情形，公司所定買回區間價格上限，得放寬為董事會決議前十個營業日或三十個營業日之平均收盤價（二者取高）之百分之一百五十。證期會，前揭註三二，頁 5-6；證期會，前揭註二八，頁 2。

（註三九） 證期會，前揭註二八，頁 6。

（註四〇） 證期會，前揭註二八，頁 6。

（註四一） 證期會，前揭註二八，頁 7。

（註四二） 買回辦法八十九年十月十三日第五條及第七條修正條文總說明。

7.買回方式之限制

依據買回辦法第九條後段規定，可知公司除另有規定外，應透過集中交易市場或證券商營業處所為之，且不得以鉅額交易、標購或參與拍賣之方式買回其股份。按公司買回自己股份可透過上市及上櫃集中交易市場、公開收購與私下議價買回之方式（註四三）。我國限制公司需由集中交易市場或證券商營業處所之所謂「自由市場」買回，主要係考慮透過集合競價成交，與一般股票買賣一樣，出賣之股東並不知道究係賣與公司或第三人，因此，股東平等原則可以獲得保障（註四四）。

（七）執行期限之限制

買回辦法第五條規定，公司買回股份，應於董事會決議後，向證期會申報日起二個月內執行完畢。按原買回股份執行期限為自申報日起一個月內執行完畢，然有鑒於公司董事會決議買回股份後，因市場及公司狀況可能隨時變化，為賦予公司較有彈性之買回期間，減少公司召開董事會之次數及相關公告申報作業程序，而將買回期間自原定一個月放寬為二個月（註四五）。

上述法令修正，本於從新從寬之原則，已申報買回股份，刻在執行期間者，亦得適用，惟第五條有關放寬公司買回股份應於申報日起二個月內執行完畢之規定，因涉及公司董事會已決議之預定買回期間，如欲延長，仍應提經公司董事會決議後，公告並申報（註四六）。

（八）執行期間屆滿或完畢後之申報及公告

依據買回辦法第五條之規定，可知公司於執行股份買回之期間屆滿或執行完畢後五日內，應向證期會申報並公告執行情形；若逾期未執行完畢者，如須再行買回，應重行提經董事會決議。然買回辦法自八十九年八月七日發布實施以來，經參酌公司之建議及實際執行所遭遇之困難，證期會基於維護交易秩序

（註四三） 鄧穎懋與蔡麗照，〈論庫藏股制度—對證券交易法第二十八條之二條文修正草案之檢討與建議〉，《證券櫃檯》第42期，頁7-11，1999年12月；許美麗，〈庫藏股制度之研究〉，收錄於國立政治大學法學院財經法研究中心舉辦之財經法趨勢研討會（六），《證券交易法2000年修正內容之實務與理論探討》，頁10-11，2001年6月1日。

（註四四） 鄧穎懋與蔡麗照，同上註四三，頁7-8；謝碧珠，前揭註四，頁8。

（註四五） 買回辦法八十九年十月十三日第五條及第七條修正條文總說明。

（註四六） 證期會，前揭註二八，頁1。

之前提及使庫藏股之買回目的更具彈性，而增訂買回辦法第二條第二項。依據該辦法第二條第二項之規定可知，公司於申報預定買回本公司股份期間屆滿之日起二個月內，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，向證期會申報變更原買回股份之目的。惟公司仍應檢具第一項所要求之公開程序及資料等，向證期會申報變更其買回目的並將此一訊息內容，輸入股市觀測站資訊系統（註四七）。

(九)報告股東會

按上市、上櫃公司欲依證交法第二十八條之二規定買回股份，須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，方可買回。公司對於董事會之決議及執行情形，並應於最近一次之股東會報告；其因故未買回股份者，同樣應向股東會報告（註四八）。為適度敦促公司切實執行買回本公司股份，證期會於增訂買回辦法第二條之一規定，公司應依第二條所申報之買回數量與價格，確實執行買回本公司股份。惟此僅屬訓示規定，公司縱無正當理由，卻不執行買回股份者，除經發現有操縱或意圖影響股價之情事者，應依規定移送司法檢調單位偵辦外，仍無法對公司予以任何制裁（註四九）。

(十)買回股份之處理

若公司係以轉讓股份予員工或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，做為股權轉換之用而買回其股份時，其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，應辦理變更登記（註五〇）；若公司係為維護公司信用及股東權益所必要而買回其股份時，其應於買回之日起六個月內辦理變更登記（註五一）。換言之，銷除股份應在六個月內，如為轉讓或轉換者，在買回後逾越三年者，並應辦理減資登記。而有疑義者係減資程序，依現行公司法第二百七十七條第一項及第二百八十一條準用第七十三條及七十四條之規定，必須經股會決議變更章程及公告債權人程序，而此庫藏股買回之減資是否仍需踐行此一程序，即公司是否須

（註四七） 買回辦法九十年六月二十六日第二條、第二條之一、第七條修正條文總說明。

（註四八） 證交法第二十八條之二第七項。

（註四九） 買回辦法九十年六月二十六日第二條、第二條之一、第七條修正條文總說明。

（註五〇） 證交法第二十八條之二第一項第一、二款及第四項。

（註五一） 證交法第二十八條之二第一項第三款及第四項。

召開股東會，或依減資程序辦理？依據經濟部八十九年十月十八日經（八九）商字第八九二二一七〇四號說明，證券交易法係公司法之特別法，依該法第二十八條之二規定買回之股份應辦理減資之變更登記，係屬法定減資之事由，無須召開股東會決議通過。

（士）買回股份股東權行使之限制

依據證交法第二十八條之二第五項之規定可知，公司依同條第一項規定買回之股份，不得質押；於未轉讓前，不得享有股東權利。依此規定，似係全盤否定自己股份之權利性，股東之共益權與自益權不僅均不得行使，連股份質押之權利亦被否定（註五二）。至於可否將買回之庫藏股股份再行出售，由於買回庫藏股須就買回詳細評估並訂定計劃，經董事會的特別決議，然後依其目的及申報事項執行，逾期未執行者，只能辦理銷除股份，而無公司買回後再行出售之問題。

（三）買回期間內禁止賣出之限制

最後要說明的是，為避免公司之關係企業或董事、監察人及經理人等藉機於公司買回自己股份之期間賣出所持有公司之股份，造成外界擔心可能會引起公司內部人藉機操縱股價、內線交易之弊端。我國證交法第二十八條之二第六項規定，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之股份，於該公司買回之期間內不得賣出。

肆、我國庫藏股制度之相關問題

由於公司買回自己股份之行為，有違公司資本維持及股東平等原則，並有害於證券市場秩序維持之可能，故我國公司法係採原則禁止，例外許可之立法

（註五二） 劉連煜，〈公司買回自己股份問題之研究—再論證交法修正草案「庫藏股制度」〉，收入於《王仁宏教授六十歲生日祝賀論文集》，台北市：元照出版，頁371-382，1999年8月。

模式。但基於公司商業上經營以及美國、英、日本、德國等國家朝向放寬公司買回自己股份之立法趨勢（註五三）的考量下，遂於我國證券交易法上增列第二十八條之二，放寬公司例外得取回自己股份之事由。因此，如何在放寬公司得買回自己股份之情形下，防止買回行為所可能衍生之弊端，才是應予關切的重點。以下就現行法規範之缺失加以分析檢討：

一、法體系

我國公司法自民國七十九年十一月十日修正公布以來，為配合國內經濟發展、推動行政革新政策、簡化辦理公司登記流程、放寬行政規範，檢討相關不合時宜之規定，而成立「公司法全盤修正委員會」，其中經濟部於民國九十年五月送請行政院審查之「公司法部份條文再修正草案」中對於第一百六十七條加以修正並且增訂第一百六十七條之一（註五四）之規定，並於民國九十年十一月十二日修正公布，使公司得以買回自己一定比例之股份轉讓與員工，以達為公司留住優秀人才並激勵公司員工，而使其對公司產生向心力。是故，新公司法業已針對「工者有其股」制度，做一修正，而提供公司更多元之管道配股予員工，增加其對公司之向心力，值得肯定。

然而，在我國公司法對於此一制度尚未通過實行之前，證券主管機關為挽回股市低迷不振之情形而先行將證券交易法第二十八條之二的規定送請立法院審議並經通過實施，而生法體系紊亂之憾。蓋因公司法乃係規範公司組織及其法律關係之法規，其乃為規範公司之抽象基本原理原則，並作為公司運作之指導方針，而證券交易法乃係特別針對公開發行股份公司做一規定，其應為公司法之特別法，故於公司法第一百六十七條之一未通過之前提下，驟然實施證券交易法第二十八條之二，無異是使得未來適用證券交易法第二十八條之二時，

（註五三）關於公司自己取得自己股份於美國法上係採原則許可之立法，其對取得事由並未設限；於日本法上係採原則禁止，例外於 16 種情形下得取回自己股份；於歐體法上係採原則禁止，例外於 10 種情形下得取回自己股份。邱秋芳，〈歐美日國公司取得自己股份制度簡介〉，《證交資料》第 444 期，頁 10-23，1999 年 4 月 15 日。

（註五四）公司法第一百六十七條之一規定如下：「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（Ⅰ）。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（Ⅱ）。公司依第一項規定收買之股份，不得享有股東權利（Ⅲ）。」

無一遵循之標準，因此，該法於制定過程及實行至今，亦遭學者專家多加批評。

故吾人認為證券交易法第二十八條之二於民國九十年十一月十二日新公司法修正實施前，基於「護盤」之心態，斷然通過該條文而施行庫藏股制度，實已造成法體系之混亂，而現今新公司法甫為通過，雖然該法對於第一百六十七條、第一百六十七條之一加已修正立法，或雖解決法體系混亂之缺失，然而實質上該法並無如同證交法二十八條之二的「護盤」規定，故證交法第二十八條之二的規定於新公司法修正通過後，仍無法解決法體系混亂缺失之憾，且該法修正通過後，與證交法第二十八條之二之間的適用，又應如何解釋與運用，亦是值得深入探究之問題。

二、適用主體

依據證券交易法第二十八條之二第一項之規定可知，該法所准予買回自身股份之公司，僅限於「已在證券交易所上市或證券商營業處所買賣之公司」，至於未在證券交易所上市或證券商營業處所買賣之公開發行公司，並不得依據該條之規定而買回自身之股份。然而允許公司買回其自身之股份，其目的有為了轉換股份予其員工或為配合新型金融商品之發行，因此，為落實此等制度，吾人認為未上市或未上櫃的公開發行公司若為了轉換股份予員工或為了因應新型金融商品之發行等目的，應亦允許其買回自身之股票，方為妥適（註五五）。

（註五五）新公司法第一百六十七條之一規定，使得公司得收買一定比例之自己股份轉讓給員工。其立法意旨中指出：「有鑑於現代企業為延攬及培植優秀管理及領導人才，莫若以使員工成為股東為最有效之方法。而現行公司法對於員工入股僅於公司發行新股時始有規定（參公司法第二百六十七條規定），鑑於公司並不經常發行新股，爰參考外國立法例，修正第一百六十七條條文，並增訂第一百六十七條之一條文，俾使公司得收買一定比例之自己股份轉讓給員工，用以激勵優秀員工，使其經由取得股份增加對公司之向心力，以促進公司之發展。」其增訂條文如下：「公司除法律另有規定外，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，於不超過實收股本百分之五之範圍內，以盈餘收買其股份轉讓給員工（I）。前項公司收買之股份，應於一年內轉讓於員工，逾期未轉讓者視為公司未發行股份並變更登記（II）。公司依第一項規定收買之股份，於未轉讓前，不得享有股東權利（III）。」換言之，日後未上市或未上櫃之公開發行公司則依據該條文買回自己之股份；上市上櫃之公開發行公司則依據證交法第二十八條之二規定買回自己之股份。

三、買回種類

(一)轉讓股份與員工

我國公司法為推行員工分紅、入股政策，增加公司員工對於公司之向心力，使得「工者有其股」，創造勞資合作之目的，於該法第二百三十五條、第二百四十條以及第二百六十七條規定員工分紅入股或新股認購權利以做為獎勵之措施，但由於現行新股認購權制度施行之成效不彰（註五六），加上員工分紅制度未採強制規定，使得公司居於主控權之地位，其結果導致「分紅基礎不穩，成效未彰。公司若無誠意，可能虛應故事，除大幅提存特別盈餘公積，尚可決議保留盈餘，致員工分紅希望落空（註五七）。」是故，為推行員工入股政策，為公司延攬優秀人才以及增加員工對於公司之向心力，且基於外國立法例（註五八）之規定，我國證券交易法第二十八條之二規定為轉讓股份予員工而允許公司買回自己股份之規定，應為贊同（註五九）。然而關於本款之規定，尚有以下之缺

（註五六） 蓋因以新股認購權做為員工入股之方式，必以發行新股之方式為之，如此之結果易生資本膨脹之結果，且以發行新股之方式為之，其程序曠日廢時，往往導致公司不願以發行新股之方式為之，使得員工入股之政策成效不彰。

（註五七） 柯菊，前揭註八，頁 442-443。

（註五八） 關於為轉讓股份予員工而允許公司買回自己股份之規定於外國之立法例上，如日本於 1994 年 6 月修正商法，增訂第二百一十條之二而允許公司得在為讓予員工持股下而買回自己之股份；歐體 EC 公司法第二指令（1976）第十九條第三項亦規定為提供公司或關係企業之員工持股時，允許公司得取回自己之股份。邱秋芳，前揭註五四。

（註五九） 學者通說間均對於為轉讓股份予員工而允許公司買回自己股份之事由，採肯定之見解，但亦有論者認為此款係屬多餘之規定，蓋因其認為股票選擇權性質上同屬第 2 款認股權憑證之問題，與第 1 款之內容無涉，且其認為現行公司法第二百四十條第四項以及第二百六十七條第一項關於鼓勵員工入股的規定為何效果不彰，於修正理由中均未提及，且以「員工入股計畫書」之方式推行員工入股政策亦比庫藏股制度所生之缺失較少，故其對於該款事由乃採否定之見解。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---〉，《台大法學論叢》第 28 卷第 1 期，頁 225-229，1998 年 1 月。關於黃教授之見解，吾人認為仍有討論之空間，首先，股票選擇權並非第 2 款所指的認股權憑證，蓋因認股權憑證雖屬選擇權契約而屬於衍生性金融商品，但其目的係提供投資人避險之工具，其操作之方式均是認股權證之買方利用有限之權利金進行槓桿操作；而股票選擇權係為公司對於員工提供的一種權利，其性質非為流通的衍生性金融商品，且其權利亦不以一定期間之行使為要件，且員工無庸交付權利金即可取得股票選擇權，故二者制度應為不同，實有分開規範之必要；其次，規定該款之目的係為增加員工向心力，而增加員工向心力有各種方式，鼓勵員工分紅之制度其效果不比提供員工選擇權來的直接，故以員工股票選擇權之方式來增加員工對於公司之向心力之規定，應為可行。劉建

失：

1.轉讓予員工之相關問題規定不明確

本款之目的既為了延攬優秀人才以及增進公司員工對於公司之向心力，故其應對於員工之身分、轉讓之數量、轉讓之價格以及得否再為轉讓之問題，加以規制，以達到公平以及激勵員工之目的。

(1)員工身份之限制

對於「員工」身份範圍認定之廣狹，涉及到員工分得股份數量的多寡，並影響到本款規定的立法目的，故對於員工身份之認定，著實應予以明確之定義。然而本條款並未對「員工」之身分做一明確之定義，由於公司法為證券交易法之普通法，故有關「員工」身份之認定，應參酌公司法第二百三十五、二百四十、二百六十七條等對於員工之認定標準。

關於我國公司法對於「員工」身份之認定上，經濟部之相關解釋函令認為，所謂「員工」，係指基於非股東之身分為公司服務者，如經理人；至於基於股東身份而為公司服務者，如董事、監察人，即非此所云之員工。但若身份上身兼董監事及經理人時，其仍得參與員工新股的認購，換言之，身兼此二者職務之人，亦得認為本法所稱之「員工」(註六〇)，且此員工身分之認定上並無國籍上之限制(註六一)。

由於現今關係企業之出現，公司於營運考量上往往係基於關係企業集團之整體利益，子公司之員工有時亦為創造關係企業整體利益之無名英雄，因此，母公司能否將依法買回股份轉讓給子公司之員工，以增加子公司員工對於關係企業之向心力，應是值得思考之問題。換言之，此處所云「員工」之範圍是否包括子公司之員工？關於此點我國經濟部之解釋函令認為現行法令對於母公司及子公司或其他關係企業無論係在國內或國外，仍然認為係屬不同之法人格，除非法令明文規定，否則不宜驟然認為可以用控制公司買回之股份，轉讓與從屬公司之員工(註六二)。此一見解，於今思之，確實不妥。蓋因該號函之解釋係屬民國八十三年所為，且基於關係企業之發展有助於我國企業於國際經濟上之

志，前揭註二一，頁 72-73。

(註六〇) 經濟部 79.4.14.商 206278 號函。

(註六一) 經濟部 70.10.20 商 44186 號函。

(註六二) 經濟部 83.2.5 商 200851 號函。

競爭力，再參酌外國之立法例（註六三），以及該款之立法目的，應進一步思考如何在允許母公司將其買回之股份轉讓給子公司之員工同時，亦能防止相關流弊之出現，以創造雙營之局面。因此，證期會對所謂「員工」之範圍，認為除本公司員工外，亦得包括國內外子公司之員工，而此子公司，係指符合財務會計準則公報第七號直接及間接持有一公司超過半數之普通股權而言。惟公司應於員工轉讓辦法中明訂受讓員工之範圍及資格（註六四）。

（註六三） 如美國 1933 年證券法之規則 701 之規定中，該員工包括本公司以及子公司之全職員工。

（註六四） 證期會，前揭註二八，第四題，頁 3。關於公司實施員工庫藏股或員工認股選擇權制度之「員工」範圍是否及於海外子公司員工之問題，經濟部於民國九十一年八月十六日以經商字第○九一○二一六七五八○號之行政解釋函令作出否定之見解，其認為「公司法第一百六十七條之一規定公司得收買其股份轉讓於員工，第一百六十七條之二為有關員工認股權憑證之規定，二者性質上皆與第二百三十五條第四項使從事研發、生產或行銷之從屬公司員工，得享有與控制公司員工相同的股票分紅利益之立法意旨不同。是以，該二條所稱之員工，應不包含符合一定條件之從屬公司員工。」換言之，依據經濟部該號函令解釋可知，公司僅有依公司法第二百三十五條規定，屬於員工分紅配股的權利，才可擴及公司於海外子公司之員工，至於員工庫藏股、員工認股選擇權制度之員工範圍，則不包括企業海外子公司的員工。然而，經濟部作成此種解釋影響國內高科技公司吸引海外重要人才之工作意願，且亦與員工庫藏股、員工認股選擇權制度之立法意旨有所違背。隨後經濟部便於同年九月二十三日以經商字第 09100515130 號之行政解釋函令認為：「本部八十六年十二月二十六日商字第八六二二四五六號及九十一年八月十六日經商字第○九一○二一六七五八○號二函，係就公司法所為之通案解釋，如證券交易法關於公司買回股份轉讓予員工之「決議程序」及「員工」之範圍另有特別規定，自得優先適用。」但由於財政部關於員工範圍及於國內外子公司員工之見解係以「庫藏股制度適用疑義問答」之方式解釋之，其無法對抗經濟部正式的行政解釋函令，故而，財政部於民國九十一年十月二十八日以台證一字第○九一○○○五四四四號之行政解釋函令作出肯定之見解，其認為「股票公開發行公司依證券交易法第二十八條之三發行員工認股權憑證，暨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依證券交易法第二十八條之二第一項第一款規定買回股份轉讓予員工者，其發給或轉讓之對象，以本公司及國內外子公司之全職員工為限…。」易言之，財政部證期會基於證券交易法乃係公司法之特別法，且依據證券交易法之授權而發布解釋命令，而使得公開發行公司及上市上櫃公司得依據財政部該號解釋令於實行員工庫藏股、員工認股選擇權制度時，供國內外子公司之員工認購，而對於高科技公司延攬人才，爭強企業之國際競爭力，有著極大的幫助。

(2)員工認股數量之限制

員工認股數量若無限制，可能產生某一員工所認股份過高，影響股東權益，若限制過低，亦將會使得增加員工向心力之立法目的無法實現，而流於形式，無法發揮其效果。故對於員工認股數量，參酌外國之立法例（註六五），應對之加以規範，方為妥適。

然而我國證券交易法第二十八條之二之規定，並未對於員工認股數量予以規定，實有待商榷，故現今公司欲透過該條款規定而將其股份轉讓予員工時，似僅得依據「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」第十條之規定，於轉讓辦法中明訂適當的認股數量限制，以達增加員工向心力之目的，並維持股東權益（註六六）。

(3)員工認股存續期間之限制

為落實工者有其股，增加員工對於公司之向心力，我國公司法第二百六十七條第六項規定，公司對於員工所承購之股份，得限制其在二年內不得轉讓。然而我國證券交易法第二十八條之二對於公司轉讓股份予員工，員工對於受讓之股份，證交法並未明文禁止或限制賣出，亦未規定認股後須受一定期間不得轉讓之限制規定，其仍係委由公司於轉讓辦法中自行訂定，然而此一存續期間涉及立法目的之落實以及公司財務規劃，再基於外國立法例之參考（註六七），應將此一存續期間加以明文，較為妥適（註六八）。

2.小結

公司為了延攬優秀人才及增加員工向心力，而透過買回自己股份之方式，將其股份轉讓予員工之立法政策應為肯定。然而如何避免流弊之發生以及落實該政策之目的，應為思考之方向。

現行證券交易法第二十八條之二第一款之規定，吾人認為當公司買回股份

（註六五）如美國 1933 年證券法之規則 701 之規定，限制員工所得認購之數量，不得超過已發行股份總數量百分之十五，且總認購之金額不得超過發行人總資產之百分之十五。

（註六六）證期會所訂之「○○股份有限公司買回股份轉讓員工辦法」範本第九條。

（註六七）如美國之立法例係認為最長不得超過 10 年。

（註六八）目前公司似僅能依買回辦法第十條所定轉讓辦法中，如有約定保管年限等限制者，員工應從其規定。參證期會所訂之「○○股份有限公司買回股份轉讓員工辦法」範本第九條。

轉讓予員工時，關於員工之身分、認股之數量、認股之價格、員工認股之存續期間等問題，均影響著該政策能否落實以及公司經營上之績效，故對之應加以規範。然而，該法對於此一情形均係委由公司依據「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」第十條之規定，自行訂定之，其中僅對於員工認股之價格有所規定而已，其他之規定，則付之闕如。關於此點，吾人認為在現行公司實務運作之下，其自治之績效有限，且此些問題涉及該政策能否落實，故吾人認為著實不應全部委由公司自行訂定，法制上應對之規範最低之標準，且若該法對此些問題無所規定，其解釋上又須回歸公司法及經濟部之相關見解，如此迂迴且不明確的立法模式，著實有礙於證券市場之發展，且亦生爭議。因此，對於員工之身分、認股之數量、價格、存續期間等相關問題，實應加以明訂。

(二)為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份者

關於本款之規定，早期之立法草案中規定「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，公司得買回自己之股份。」換言之，早期之立法草案中規定公司基於護盤之考量而買回之股份，無庸加以銷除，學者多稱之為「護盤式庫藏股」。

庫藏股制度雖有助於企業商業上之經營，與短期拉抬股票價格之功用，但其亦可能產生內線交易與操縱股價的流弊，故除非具有強有力之正當性以及相關之配套措施以供配合，否則實應予禁止。由於護盤式庫藏股對於挽救股市未必具有一定之效用，且外國立法例上少有如此之立法，更何況草案中之規定充斥著許多不確定的法律概念，因此，草案有關此款之規定遭受許多學者之批評，並建議加以刪除。

由於草案對於此款之規定遭受許多學者的批評，故現行法對於此款加以修正為「為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份者，公司得買回自己之股份。」換言之，公司基於護盤之考量而買回自己之股份並加以銷除，已非為前述所言之庫藏股。既然非為所謂之庫藏股，則此款之規定是否仍有存在之必要，便有討論之餘地。

首先，該款對於草案之規定加以修正為「為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份者」之立法，應與肯定，蓋因公司買回自己股份涉及到公司資本維持原則、公司債權人權益保護以及證券交易市場秩序之維持，

今參酌外國之立法例，要求公司基於此等目的而買回股份時，必須將其股份加以銷除，已非所謂的庫藏股，除不生違反公司資本維持原則之問題外，對於公司債權人權益之保護亦不生危害。

其次，公司為維護信用及股東權益之必要而買回自己的股份，並辦理銷除股份，雖非庫藏股，但其買回之行為仍然必須不致於影響證券市場交易秩序的維持，否則仍應禁止之。故而，我國證券交易法第二十八條之二對於公司買回自己股份之程序、價格、數量、方式、轉讓方法以及應申報公告事項，授權主管機關訂定「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」，以做為證券市場秩序維持之手段，應值得贊同。

然而值得思考的是，究竟是否要有該款事由的存在？關於此點，吾人認為雖然該款規定公司買回自身股份必須加以銷除，以避免違背資本維持原則，且亦規定相關配套措施，儘可能避免影響證券交易市場秩序，但仍有下列缺失：

第一，證券市場交易價格之形成，乃係基於自由經濟市場自然形成，在一個有效率的市場中，其股價絕對不會持續的被錯估，其證券價格終究會反應其真實價格，且若市場上錯估該公司股票之價格時，該公司之經營者即可透過相關管道，將其有關公司的資訊提供予市場，以供投資人正確的判斷，而換回其股價之正常價格。然而今日若捨棄市場上換回其股價之正規管道，而改採違反市場價格自然形成之方法，將會使得我國證券市場永遠無法成為一個有效率的市場。

第二，公司基於此款之目的而買回自己股份，雖有相關配套措施以避免證券市場交易秩序遭受影響，然而畢竟該款係為了維護公司信用及股東權益而拉抬公司股價之目的，故其買回之結果，雖透過資訊公開之手段，仍可能會影響投資人之判斷（註六九），且亦可能出現內線交易行為。

因此，吾人認為此款之規定，乃係財政部為挽救股市之政策性制度，其在不具強而有力之正當化理由下，有可能出現上述之缺失，是故，對於該款實應考慮加以刪除之，以避免無法達到護盤之效，而反生流弊，影響證券市場之正

（註六九） 例如聯華電子於民國 89 年 12 月 22 日盤中公佈將執行庫藏股之資訊後，該股價便於尾盤爆量急拉，使得市場上質疑公司派意圖影響股票行情，進而影響證券市場之交易秩序，或曰該公司之一切行為均係依據證券交易法第二十八條之二以及該買回辦法之規定加以運作，並不違法，但實質上可之公司買回自己之股票行為，在在影響證券市場之交易秩序，是故，非有強有力之理由，應盡可能禁止公司買回自己之股份，使股價回復其自然價格，健全證券市場之交易秩序。【參閱明日報，2000 年 12 月 22 日，星期五，<http://news.pchome.com.tw>，2001/811。】

常機能。

四、決定機關

依據證券交易法第二十八條之二第一項之規定，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，有左列情形之一者，得經董事會三分之二以上董事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。換言之，關於公司買回自己股份之決定權，乃係委由董事會為之。然而此種決定機關權限之歸屬，是否妥適，實不無疑問。

我國立法當局將公司買回自己股份之決定權歸屬於董事會決定之，其立法理由並未對此歸屬加以說明，推測其理由或許有二：其一為「買回股份之決策係為企業經營之措施，其決定權應為經營機關享有，故認為應將此一權限賦予董事會為之」；其二為「基於立法背景之緣由而為時效之考量」。究竟立法機關係基於何種理由而將此一決定權賦予董事會為之，均具有程度上之缺失，分析如下：

首先，若認為公司買回自己之股份係屬公司經營措施，其決定權應屬公司的經營機關，即由董事會享有的話，將與「股東擁有公司」原則相違背（註七〇），而與我國現行法上之相關規定不一致，且董事責任歸屬之判斷上亦將產生不明確，而易生利益輸送或濫用此一制度之弊端。蓋因公司乃係由股東聚集多數資金而成立，公司之利益即為股東全體之利益，故依事項之性質若涉及股東之基本權益時，應交由股東會加以決定方為妥適。公司買回自己股份之行為涉及股東之權益，自應交由股東會加以決定；且我國現行公司法對於盈餘分派之最後決定權均交由股東會來加以決定（註七一），而與盈餘分派性質相近之公司買回自己股份行為，就法體系而言，理應交由股東會加以決定（註七二）；況且我國新公司法中對於董事之責任判斷雖引進美國法上之「忠實義務」制度，以作為董事責任之判斷標準（註七三），然而，此一制度於我國法上能否有效率的施行，

（註七〇） 廖大穎，前揭註二十，頁 85。

（註七一） 公司法第二百三十條第一項

（註七二） 劉連煜，前揭註五二，頁 376。

（註七三） 公司法第二十三條第一項：「公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任。」

能否達成制定之目的，亦有待評估。但可確定於此過程中將會使得董事怯步而不敢行使此一買回之決定權，抑或可能使得董事間利益輸送或濫用此一制度之比例提高。再者，將此一買回之決定權交由公司股東會來加以決定，亦可使得公司董事間利益輸送或濫用此一制度之情形得以抑制，因此，從公司股東擁有公司原則、法體系之解釋、董事責任判斷之明確性以及利益輸送、濫用制度行為之防免等角度而言，理應將公司買回自己股份之決定權交由公司之股東會決定，方為適當。

然而值得考慮的是將公司買回自己股份之決定權交由股東會來加以決定，可能會使得此一制度在實行上，產生緩不濟急之缺點。蓋因股東會常會一年只開一次，臨時會召集雖可於必要時隨時召集，惟仍需受召集時間之限制，成本高，且有召集不成之可能，即便能夠順利召集，尚須面臨能否順利通過之問題，且以此事項，屬於普通決議之事項，或重度決議之事項，猶有爭議。若公司遇有買回自己股份之必要時，將使得該制度無用武之地；而董事會之召開，較為迅速、容易，於現實公司運作上較能解決公司買回自己股份之急迫性需求，是故由於我國當初制訂庫藏股制度係肇因於股市非理性的下跌，財政部為挽救股市所為的政策性立法之背景，因此可知其將公司買回自己股份之決定權交由董事會來加以決定之立法理由應係著眼於時效性之考量（註七四）。但依公司法第二百四十條第五項及二百四十一條第一、二項之規定，公司盈餘分配議案之決定權，係由股東會加以決定。公司買回自己股份顯然為公司盈餘分配之問題，故應為股東之權限，而應由股東會決議授權董事會決議是否實施庫藏股制度，較為妥當，一來股東會可發揮監督控制之功能，二來授權董事會，亦可兼顧時效之問題。

由上述論述可知，公司買回自己股份之決定權理應交由股東會來加以決定，較能符合股東擁有公司之原則、法體系之解釋、董事責任判斷之明確性以及利益輸送、濫用制度行為之防免；但基於落實此一制度之時效性而言，又似乎應交由董事會來加以決定，而較能符合公司商業上之經營時效，因此在價值判斷之取決上，吾人認為可參酌外國之立法例（註七五）或我國公司法第二百四

（註七四） 劉連煜，前揭註五三，頁 376。

（註七五） 如日本特例法第三條之二第一項規定公開發行公司得在章程中規定，董事會在考量經濟情事、公司業務、財產狀況或其他情事後，認為有必要時，得決議以資本公積買進公司之股份，並銷除之。邱秋芳，〈公司收買自己股份銷除之日本法制探討〉，《證交資料月刊》第 440 期，頁 7-8，1998 年 10 月 15 日。

十條第五項、第二百四十一條第一、二項之規定，而於公司章程中明文授權董事會有權以特別決議之方式決定公司買回自己之股份，如此不但能夠減少利益輸送之情形發生，且能明確其責任之範圍，並有助於該制度的落實。

五、買回數量之限制

我國證券交易法第二十八條之二第二項規定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，對於公司買回庫藏股數量上之限制，其目的係為避免該制度遭受濫用，損及債權人及股東權益，並使股東結構發生變動，影響公司之經營權。換言之，庫藏股買回數量之限制乃係避免該制度成為公司經營權爭奪之工具。蓋因對庫藏股買回之數量倘無所限制，將使得公司經營者透過該制度操作股份數量，以鞏固其地位。是故參考外國之立法例以及我國現行公司之資本結構，對於公司買回庫藏股數量上之限制規定不得超過已發行股份總數百分之十，應為合理。然而關於公司買回自己股份之數量上限制，於我國現行規範上仍有如下之缺失：

首先，公司買回自己股份後之處理方式有二，其一為公司可保有或處分該股份；另一為公司須將該股份加以銷除，而視為「已授權但未發行的股份」。所謂的「庫藏股」應係指公司已發行但已非在市場上流通，且尚未銷除之股份。易言之，若將公司收回之股份視為公司已授權但未發行之股份，即非為庫藏股。對於公司買回自己股份須立即銷除，即視為公司已授權但未發行之股份，因不會產生公司持有自己股份所可能產生之流弊，其在數量限制上應與公司買回庫藏股數量限制上，應有所不同。故外國之立法例中，均對於公司買回自己股份而銷除之情形，未設有數量上之限制（註七六）。

然而，現行證券交易法第二十八條之二第一項所規定之三款事由中可知，第一、二款事由，乃係所謂的庫藏股，第三款並非庫藏股，但該條第二項對於買回數量卻都加以限制，未有所區隔，推原其故乃係當初立法草案中為對於第三款事由乃係所謂「護盤式庫藏股」之規定，因遭受多數學者之批評，且此一事由可能產生許多流弊，故於立法通過時改採公司買回自己股份而銷除之制度，而非庫藏股制度，以減少傷害，但立法技術上卻未同時對於第二項之數量

（註七六） 德國股份法第七十一條第一項第六款、日本商法第二百一十二條之二第一項、美國模範商業公司法第六條、第三十一條。

限制一併重新思考而修正，實為缺憾。因此吾人認為現行法對於公司買回自己股份之行為，應依據其買回後對該股份的處理方式，而對於買回數量限制作不同的規定，以符合利益之衡量。

六、買回資金之來源（註七七）

公司買回自己股份之行為，可能會影響到公司資本維持原則，故對於其買回股份之資金，必須加以限制，以避免因此損及公司資本而影響到債權人之利益。

依證券交易法第二十八條之二第二項對於公司買回自己股份之資金來源規定為「保留盈餘加計發行股份溢價及以實現之資本公積」之總金額，此種資金來源之規定，實有檢討之必要，分述如下：

首先，參酌外國之立法例（註七八），除美國外，大多數之國家將公司買回自己股份之資金來源限定於「可分派之盈餘」的範圍內，若超過可分派盈餘而動用到資本本身或法定公積時，則動用此等資金，無異是對於股東出資的返還，而有違資本維持原則，並可能損及公司債權人之利益（註七九）。因此我國對於公司買回自己股份之資金來源擴及到「股份發行溢價及其他已實現之資本公積」，著實不妥，嚴重影響公司資本的維持，無視公司債權人之權益。

七、對自己股份之權利

由於公司買回自己股份，可能影響股東權益以及債權人之保護，故我國現行公司法第一百七十九條第二項規定公司持有自己之股份無表決權，以防止此一行為所造成之流弊。然而我國證券交易法第二十八條之二第五項規定公司買回自己股份，不得質押；於未轉讓者，不得享有股東權利，此種全面否認公司買回自己股份權利地位之立法，是否妥適，不無疑問。

關於公司買回自己股份，其權利行使之內容，吾人認為應具體探求權利之

（註七七） 劉連煜，前揭註二六，頁 368；鄧穎懋、蔡麗照，前揭註四三，頁 4-5。

（註七八） 如德國股份法第七十一條第二項規定「公司必須在不使用資本、不使用不能分配給股東之法定公積、以及不使用章程訂定提存之公積的情況下，還能提列自己股份公積時，使得取得自己股份」。亦即其取得財源限於可分配盈餘。

（註七九） 黃銘傑，前揭註五九，頁 24。

內容而分別規定，著實不應全面的否定其權利，蓋因股東權益中可區分為「共益權」與「自益權」二種，其中共益權涉及公司之支配與所有之關係，影響公司權益甚大，故公司買回自己股份其權利之行使應不可包含共益權之權利；而自益權因涉及股東自身之權利且較不影響公司共同之利益，故其權利行使之內容，應較有討論之空間，是故，對於買回股份權利之行使，不應以如此粗糙之立法模式而全面否定（註八〇）。

再者，本條亦規定公司買回之股份，不得質押，其立法理由中說明「公司買回自己股份雖不得享有股東權利，如公司將之移做其他用途，如質押，亦非妥當，故宜禁止將此類股份辦理質押。」關於此一規定，亦存在討論之空間，蓋因其立法理由中說明公司買回股份如准予質押，亦非妥當，但有何不妥當，並未見說明；推原其故，可能係害怕公司買回股份期間，若允許公司得就該買回之股份加以質押時，恐生日後公司於質押股票價格下跌時，須補繳不足的差額，如未能如期繳納而遭銀行「斷頭」，致生內線交易之情事，而影響證券市場之交易，然而關於此點，吾人認為若公司基於內線交易之意圖，質押買回之股份，而於日後故不繳納擔保品而遭銀行斷頭之時，應以該法內線交易禁止之相關規定加以處理（註八一），且參酌外國之立法例，亦未有如此之規定。何況，公司買回自己股份，其權利係採「休止說」之見解而言，該股份並未消滅，若准予質押，應無不可，況且該條第四項亦規定公司買回之股份得以轉讓，顯示其並未完全否定公司對該股份之處分權，因此，吾人認為否定該股份之質押，應無理由。

由以上論述，吾人認為現行證券交易法第二十八條之二第五項對於公司買回自己股份權利行使之完全否定，應有修正之必要，而其權利行使之內容究竟為何，吾人認為可參酌外國之立法例（註八二），而規定公司買回自己之庫藏股無表決權，即為已足。

最後附帶一提的是，本項規定「公司依第一項規定....」，似乎僅限於公司合

（註八〇）黃銘傑，前揭註五九，頁32-34。

（註八一）例如元京證券在買回庫藏股期間，大股東之一威京集團總裁沈慶京面臨資金調度壓力，傳出銀行已處分威京集團所質押的元京證股票，並把股票賣給元京證券，而引發庫藏股期間遭銀行斷頭出賣股票之問題，而違反證券交易法第二十八條之二的規定。【明日報，2000年12月16日，星期六，<http://news.pchome.com.tw>，2001/8/11。】

（註八二）美國德拉瓦州公司法第一百六十條規定，庫藏股無表決權；歐體EC公司法第2號指令第二十二條第一項第一款亦規定，公司收回股份所表彰之表決權應予停止。

法買回自己之股份時，方有該條之適用，而不得行使股東權利，若係違法買回自己股份時，便無該項之適用，而有股東權利行使之爭議。換言之，該項條文之規定，將使得法益保護失衡之窘境，因此，吾人認為公司若違法取得自己股份時，其權利之行使亦應予以限制，是故，該項之規定應加以重新修正。

八、內線交易之防止

證券市場秩序之維持，貴再建立一公平、公正之交易秩序，使市場上買賣有價證券之人均立於平等的交易機會。故證券市場上之內線交易行為，應是首要杜絕防止的重點之一。關於內線交易禁止，規定於證券交易法第一百五十七條之一，其規定公司之內部人在獲悉發行股票公司有重大影響股票價格之消息時，在該消息未公開前，不得買賣該公司之股票。而為防止公司利用買回自己股份之期間賣出所持有之股份造成有內線交易交易等不公平現象，證交法第二十八條之二第六項規定：「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之股份，於該公司買回之期間內不得賣出。」且「買回辦法」第十二條亦規定「公司董事會決議買回股份，其董事、監察人、經理人、持有公司股份超過百分之十之股東及其他相關人員，違反本法第一百五十七條之一之規定者，仍應依本法規定處罰」，以杜絕內線交易之行為發生。關於該項規定之立法目的值得肯定，但對於該項規定內容，仍有商榷之餘地，分述如下：

首先，有學者認為公司買回自己股份若涉及內線交易時，因其交易主體乃為公司，且公司本身並非該法第一百五十七條之一所規範之主體，故基於罪刑法定原則，應無法對之加以處罰，但如此之結果，將嚴重損害證券市場之健全發展（註八三）。關於此點，吾人認為該法第一百五十七條之一並未明文限制僅限於公司董事有為自己計算，以自己名義為之，始有適用，故若公司董事以公司名義為公司計算而代表公司為之時，亦應有條文的適用（註八四），然此種解釋方法，能否通過罪刑法定原則之考驗，恐亦有爭議，故解決之道，應透過立法之

（註八三） 賴英照，〈評證券交易法之修正（上）〉，《法令月刊》第 51 卷第 8 期，頁 7，2000 年 8 月。

（註八四） 邱秋芳，前揭註四，頁 10。

方式來加以解決。

其次本條僅規定具有一定身份之人於公司買回股份期間，不得賣出其股份，但對於一定身份之人之規制，則有所缺漏，且此一缺漏將造成內線交易出現之機會增加，例如公司提供金錢給第三人以買回公司股份時便無法規範，且此等人買回所取得之股份應如何計算，是否應併入公司所取得之股份總數，且該股份之權利行使效力又係為何？均未加以規定。因此，對此之相關問題，應加以規範以避免造成法律之漏洞，而違反證券市場之公平性。關於此一問題，吾人認為可參酌 1934 年美國證券交易法中的反操縱條款 Rule 10b-18 之規定（註八五），認為由公司關係人買回之股份視為公司本身之股份，合併計算於公司可買回之股份數內，與公司本身之買回受相同之規範。

再者，基於內線交易行為之發生，證交法第二十八條之二條第六項規定，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之股份，於該公司買回之期間內不得賣出，但是對於公司之大股東並未加以規定。關於此點，吾人認為，為能有效杜絕公司在買回本公司股份之時，發生內線交易之行為，且基於實質受益所有人之觀點，並參照證交法第二十二條、第二十五條以及第一百五十七條之規定，應認為持有公司已發行股份百分之十以上之大股東，亦為此項規範之主體，而非於買回辦法第十二條中加以規定，以避免產生法位階相衝突之問題。

最後值得思考的是，該項之規定係為避免內線交易發生而影響證券市場之公平機制，然而內線交易所禁止之行為乃係在「有重大影響其股票價格之消息未公開前而為股票的買賣」，今公司買回自己股份之事，影響企業財務狀況、改變市場的供給需求，應可認為係「重大影響其股票價格之消息」，然而若公司依據證券交易法第二十八條之二以及「上市上櫃買回本公司股份辦法」等相關規定，公告、申報相關資訊，應可認為該消息業已公開，而無內線交易之可能。然而現今該項規定之目的係為了防止內線交易情形出現，若公司已將買回自己股份之消息公告、申報，已無內線交易之可能，該條項又禁止與公司有一定關係之人不得賣出其股份，此種規定是否符合憲法上之比例原則，亦有重新檢討之虞地。

（註八五） See 17 C.F.R. §240., 10b-18, Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others (Issuer Repurchase Safe harbor Rule).

九、操縱市場之行為

人為操縱股價，係以人為的力量改變證券市場上之需求與供給，使證券交易脫離自由市場的經濟法則，嚴重的扭曲交易價格，致影響投資人之投資意願，而有害於證券市場之公平機制。因此，對於人為操縱市場價格之行為應予以禁止。我國證券交易法第一百五十五條第一項第四款對之亦有規定。今公司買回自己股份，易生有心人士透過該制度而做實質炒作股票價格之行為，故如何在允許公司買回自己股份之同時，防止人為操縱市場價格之行為發生，以健全證券市場之發展，實是重要的課題。

關於此一行為之防止，我國法上乃係針對公司買回自己股份之數量、價格、方式、時間等方面來加以規範，蓋因此等因素將會造成證券市場對其股份有大量需求之假象，而將股票價格推高之可能，影響投資人理性之判斷，故如何在允許公司買回自己股份之同時，對於此等因素加以掌握，以杜絕操縱市場行為之出現，應是考量之重點。因此，「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」第七條之規定「公司買回股份，除依本法第四十三條之一第二項規定買回者外，其每日買回股份之數量，不得超過計畫買回總數量之三分之一；且不得於開盤後三十分鐘內報價，並應委任單一證券經紀商辦理。」，此一立法模式與 1934 年美國證券交易法上之反操縱條款中的 Rule 10b-18 規定（註八六）大致相符合，故對於操縱市場價格行為之防止，所應關切之重點應是執行層面的問題。

然而須要強調的是，證券交易法第一百五十五條第一項第四款之規定與第二十八條之二之規定乃係屬兩回事，遵照「買回辦法」之相關規定而買回自己股份，並不意味著當然豁免於第一百五十五條第一項第四款的審查。換言之，遵照「買回辦法」而買回自己股份乃係認定有無「意圖」操縱股價之初步檢驗標準，故在公司買回自己股份之同時，若依據具體個案認定，足認該公司有意圖操縱市場上股價，而影響證券市場交易秩序時，仍有第一百五十五條第一項第四款的適用。

（註八六） 同上註。

十、違法買回之責任

關於公司違法買回自己股份之責任，有行政責任、刑事責任以及民事責任。關於行政責任規定於證券交易法第一百七十八條第一項第五款，其規定：「違反第二十八條之二第二項、第四項至第七項及主管機關依第三項所規定之事項者，處新臺幣 12 萬元以上 60 萬元以下罰鍰」；其刑事責任規定於該法第一百七十五條，其規定「違反第二十八條之二第一項，處二年以下有期徒刑、拘役或科或併科新臺幣 180 萬元以下罰金。」至於民事責任於該法中並無規定，故應回歸公司法之相關規定。依公司法第二十三條之規定公司負責人應忠實的執行公司業務並盡善良管理人之注意義務且不得違反法令之規定，若有違反忠實義務、注意義務及法令致他人受有損害時，對於他人應與公司負連帶賠償之責。又關於公司買回自己股份之決定機關係屬於公司之董事會，故依公司法第一百九十三條第一項之規定，董事會執行業務，應依照法令章程及股東會之決議。因此公司若有違反法令而買回自己股份致他人受有損害時，參與決策之董事應與公司負連帶的民事賠償責任，而公司或少數股東得依公司法第二百一十二至第二百一十五條之規定，對於董事提出訴訟。

然而關於董事之民事賠償責任於我國現行公司法之相關規定中，缺失甚多，且相關配套措施亦未具體落實，例如董事的「商業經營判斷法則」、團體訴訟等制度，且關於董事違法買回自己股份之賠償範圍亦付之闕如，因此，吾人認為為有效防止公司董事違法買回公司自己股份，以減少公司買回自己股份流弊出現之可能，應對於公司董事之責任做一相關之規定。

十一、債權人保護之程序

我國證券交易法第二十八條之二第四項規定，若公司以第一項第三款之事由買回自己之股份時，其應於買回之日起六個月內辦理變更登記；若係以第一、二款事由買回自己股份時，其應於買回之日起三年內將其轉讓；逾期末轉讓者，視為公司未發行股份，應辦理變更登記。此等變更登記之結果，形同公司減資之效果。按現行公司法第一百六十八條、第二百八十一條規定，公司非依減少資本之規定，不得銷除其股份，又依公司法第二百七十九條之規定，其減資必須踐履通知公司債權人之程序。因此，若公司買回自己之股份而為變更

登記時，是否必須依照公司法之減資程序，便成問題。關於此一問題，依據經濟部八十九年十月十八日經（八九）商字第八九二二一七〇號說明認為，證券交易法係公司法之特別法，依該法第二十八條之二規定買回之股份應辦理減資之變更登記，係屬法定減資之事由，無須召開股東會決議通過。

而公司買回自己股份而為變更登記，其效力形同減資，若係站在保護公司債權人之角度而言，應踐履通知公司債權人之程序；但若從證券交易法乃係公司法之特別法之角度來看，依特別法優於普通法之原則，即可認為無庸踐履通知公司債權人之程序。是故，為明確計，應於將來修法時加以明訂，以杜爭議（註八七）。

十二、公司買回自己股份與交叉持股之問題

近年來上市、上櫃公司利用子公司買回母公司股票，進行利益輸送、淘空公司資產、操縱市場、內線交易，影響投資人信心及證券市場之發展。此之所以如此，乃是我國法制上對於企業集團交叉持股之現象，未能建立防弊之有效機制，且又由於公司法第三百六十九條之八、第三百六十九條之九及第三百六十九條之十的規定，可知其僅係透過公開制度及限制表決權之方式等立法政策來規範允許交叉持股的相互投資公司存在。如此，使得公司大多均以交叉持股之方式達其經濟上所須目的與集團化目標，故而，使得公司庫藏股制度產生空洞化，且產生影響市場之流弊。因此，在允許公司實施庫藏股制度之前提下，如何使得公司願意利用該制度，而非以交叉持股之力量，透過子公司買回母公司股票，以建立庫藏股制度的實質化，杜絕交叉持股所生之流弊，應是重要之課題。

關於此一問題，首應思考的是，究竟母公司能否利用其於集團企業中之力量而透過子公司來買回母公司之股份。我國經濟部早期之見解中（註八八）認為此等行為著實與母公司自己買回股份無異，有違資本維持原則，理應對之加以禁止，方屬妥適。然而我國檢察機關認為公司與其轉投資之公司乃係分別依據公司法成立之公司法人，各有其獨立之人格，公司能否透過其轉投資公司買回

（註八七）關於此點，有學者認為庫藏股銷除不適用公司法第 168 條之規定。邱秋芳，〈銷除股份、減資與未發行股份〉，《月旦法學雜誌》第 73 期，頁 139-142，2001 年 6 月。

（註八八）經濟部 76.6.29 商 31726 號函。

自身之股份，現行法上並無禁止之規定，故基於罪刑法定主義之原則而認為此等行為並不違法。因此經濟部嗣後於經濟部 81.10.16 商 226656 號函中對於先前之函釋做出不再援用之見解。因此，基於實務上之解釋，使得公司透過其轉投資公司而買回自身股票之行為並不違反公司法第一百六十七條之規定。

由於實務上之見解認為公司透過其轉投資公司而買回自身股票之行為並不違反公司法第一百六十七條之規定，使得公司欲買回自身股票時，無庸依照證券交易法第二十八條之二的相關規定來加以辦理，亦可得到公司所希望得到的商業利益，如此之結果，將使得證券交易法第二十八條之二的規定失去其實效性。故而，我國公司法於九十年十一月十二日修正公布時，特對於子公司能否買回母公司股票一事，制定立法規範。其於第一百六十七條第三項規定：「被持有已發行有表決權之股份總數或資本總額超過半數之從屬公司，不得將控制公司之股份收買或收為質物。」同條第四項規定：「前項控制公司及其從屬公司直接或間接持有他公司已發行有表決權之股份總數或資本總額合計超過半數者，他公司亦不得將控制公司及其從屬公司之股份收買或收為質物。」因此，現行法上已禁止母公司透過子公司來買回自身股票之行為，以防止資本淘空之流弊發生，建立庫藏股實制度之實質化，應為肯定（註八九）。

伍、結 論

由以上所述可知，公司法原則上禁止公司取得自己之股份，係因公司買回自己之股份可能引致危害資本充實原則、妨害債權人權益之確保、內線交易、操縱股價等弊端，故而僅於例外情形，始允許公司取得自己公司之股份。然而關於公司買回自己股份之法制，參諸美、英、日、德之新近立法，似皆走向放寬之趨勢，而況如在不妨礙資本充實原則，對股東及債權人利益又不會造成損害之情形下，公司買回自己公司股份，亦為公司資金之運用及財產之取得。故

（註八九） 然而，公司法第一百六十七條第三項、第四項規定，全盤的否定母公司利用子公司買回自身股票行為，亦有檢討之必要。蓋因現行公司法上第三百六十九條之九乃是允許相互投資公司存在，而第一百六十七條第三、四項之規定，將使二者間生扞格之處；且全面的否定，亦有影響企業實際商業上之靈活運用，故應可參考日本商法第二百一十一條之二及第二百四十一條第三項之規定與德國股份法第七十一條之規定，允許母公司於一定情形下，得例外的利用子公司來買回自身股票。

而，如何在法規內容及實務運作過程中，就其利而防其弊，才是應有的正確思維。

本文主要係先針對我國增訂之證券交易法第二十八條之二規範的內容、證期會發布之「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」、證期會公告之「庫藏股制度適用疑義問答」、「庫藏股制度適用疑義問答補篇」以及學者專家所發表相關著作之見解，就公司買回自己股份之實務運作予以分析討論歸納，使公司瞭解欲依該規定買回自己公司股份時，應遵循之程序規定及實質要件。最後則分別從法體系、買回種類、決定買回機關歸屬、買回數量限制、買回資金來源、對公司買回自己股份權利、內線交易防止、人為操縱股價、違法買回自己股份責任、保護債權人之程序、公司買回自己股份與交叉持股及適用主體上之問題與立法上存在之缺失，詳細討論，並提出解決之建議，俾供未來可能的修法參考。

參考文獻

一、書籍

1. 柯芳枝，《公司法論》，台北市：三民書局，頁 222，民國八十八年十月增定二刷。
2. 王泰銓，《公司法新論》，台北市：三民書局，頁 256，民國八十七年一月。
3. 林國全，〈證券交易法與證券行政〉，收入於《證券交易法研究》，台北市：元照出版，頁 9-10，2000 年 9 月。
4. 余雪明，《證券交易法》，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，頁 3-5，2000 年 11 月。
5. 劉連煜，〈論庫藏股制度〉，收入於《公司法理論與判決》，台北市：三民書局，頁 263，1998 年 4 月。
6. 許美麗，〈庫藏股制度之研究〉，收錄於國立政治大學法學院財經法研究中心舉辦之財經法趨勢研討會(六)，《證券交易法 2000 年修正內容之實務與理論探討》，頁 10-11，2001 年 6 月 1 日。
7. 劉連煜，〈公司買回自己股份問題之研究—再論證交法修正草案「庫藏股制度」〉，收入於《王仁宏教授六十歲生日祝賀論文集》，台北市：元照出版，頁 371-382，1999 年 8 月。

二、期刊

1. 邱秋芳，〈庫藏股制度的利弊得失〉，《實用稅務》第 309 期，頁 7，2000 年 9 月。
2. 謝碧珠，〈庫藏股制度介析〉，《證交資料》第 438 期，頁 1，1998 年 10 月 15 日。
3. 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 389-456，1995 年 12 月。
4. 鄧穎懋，〈庫藏股之利弊探討〉，《證券櫃臺》第 26 期，頁 12-13，1998 年 8 月 15 日。
5. 林進富，〈我國庫藏股制度之評議〉，《實用稅務》第 289 期，頁 82-83，1999 年 1 月。
6. 廖大穎，〈庫藏股制度與證券交易秩序〉，《月旦法學雜誌》第 34 期，頁 91，1998 年。
7. 劉建志，〈我國庫藏股制度之評議〉，《證券金融》第 62 期，頁 70-71，1999 年 7 月。
8. 鄧穎懋與蔡麗照，〈論庫藏股制度—對證券交易法第二十八條之二條文修正草案之檢討與建議〉，《證券櫃檯》第 42 期，頁 7-11，1999 年 12 月。
9. 邱秋芳，〈歐美日國公司取得自己股份制度簡介〉，《證交資料》第 444 期，頁 10-23，1999 年 4 月 15 日。
10. 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---〉，《台大法學論叢》第 28 卷第 1 期，頁 225-229，1998 年 1 月。
11. 邱秋芳，〈公司收買自己股份銷除之日本法制探討〉，《證交資料月刊》第 440 期，頁 7-8，1998 年 10 月 15 日。
12. 賴英照，〈評證券交易法之修正（上）〉，《法令月刊》第 51 卷第 8 期，頁 7，2000 年 8 月。
13. 邱秋芳，〈銷除股份、減資與未發行股份〉，《月旦法學雜誌》第 73 期，頁 139-142，2001 年 6 月。