

國立臺灣大學法律學院法律學研究所

碩士論文

Graduate Institute of Law

College of Law

National Taiwan University


Master Thesis

論我國股份有限公司之資產分派與發還

— 資本三原則之檢討

A Study on Legal Capital Restrictions on Corporate

Distributions to Shareholders



謝昶哲

Yun-Che Hsieh

指導教授：曾宛如 博士

Advisor: Wang-Ruu Tseng, Ph.D.

中華民國99年7月

July, 2010

## 謝辭

總算到了可以提鍵盤寫謝辭的時候。回首研究所這四年的時光.....研一為了考司法官而努力，研二忙著打混與打雜，研三驚覺事態嚴重開始埋頭寫論文，研四則進入司訓所受訓，試圖為建立溫暖而富有人性的司法貢獻一己之力，最後由這篇未臻成熟的論文為這四年珍貴的學習時光畫下句點。

首先要感謝我的指導教授曾宛如博士。其實最初本來是對民法較為熟悉也較有興趣，但老師的個人魅力實在太大了，遂使我決定棄民從商跟隨老師的腳步，進入浩瀚的商法領域。於論文寫作過程中，老師平時給予我很大的自由發展空間，但於我困惑時又扮演仙姑下凡指點迷津，不厭其煩的回答我那些蠢笨的問題。寫論文遇到瓶頸或想要偷懶時，老師的「昀哲啊…」則是我繼續推進進度的動力。老師輕鬆幽默的生活哲學，及三不五時給予我生活上的關懷，讓我這四年能有豐富充實的研究所生活。在此由衷感謝老師一直以來對我的關懷與包容。

感謝黃銘傑教授及莊永丞教授，不辭辛勞地應允擔任學生的口試委員。黃老師以富有磁性的聲音，清楚的道出論文中許多思考的盲點，同時詳細提供許多值得深入思考之建議。莊老師溫文儒雅，就本論文之相關議題提供諸多寶貴建議，並給予我許多鼓勵。謹向兩位老師致上最深的敬意與謝忱。

感謝劉宗榮教授、王文宇教授與姜悌文導師。劉老師不僅治學嚴謹，老師深厚的人生智慧更是我學習的典範，研究所期間修習劉老師的課程，收穫良多。王老師博學多聞，於研二時跟隨老師作研究計畫，使我在資料蒐集、分析及統整方面，獲益匪淺。姜悌文法官(導師)於司訓所內生活期間給予我諸多指導與協助，使我能夠在受訓期間完成本篇論文。能夠得到三位老師的指導，實是非常幸運。

生活了一年的 104 研究室充滿回憶，這段時光畢生難忘。謝謝兩耕總是一起分享所有生活大小事、各種心情想法、以及毫無邏輯的清談；謝謝冠潔一直為研

究室散播歡樂並帶給我們大量的美食；大姊頭佳慧，則為我們浮躁的心情帶來寧靜，若撇開寫論文不談，妳們真的是我每天大老遠從宿舍走到研究室的原力。附近的研究室是另一個充滿回憶的地方，陽升和他疊在地上的原文書、笑聲遍布全研究大樓的宗穎、經常在課業上給我許多啟發的佑紘學長，有你們作鄰居真的很棒。感謝同門的岳平、欣宜與佳芳，總是在我進度卡關的時候，適時的指點我方向；會計學博士喻婷，解答我無數會計上的疑惑；英文天使亦慧，妳深厚的法學英文給予我翻譯上的諸多幫忙；學妹沅孝，為我解決許多格式上的問題。

也謝謝大學以來的好友小費、政揚（在此提醒以上兩位快寫論文）、又瑞、世勛、伯翰、政坤、怡伶及琬渝，陪我度過從大學到研究所的時光。還有從大學到研究所一路相互扶持，法學造詣極高的奕超，希望你今年與牧珏入所後能將德國所學帶給司訓所新風貌。此外，感謝民商法組同學和 WTO 中心的工作夥伴們，大家一起出遊、聚餐還有趕工，都為研究所生活留下快樂的回憶。

感謝婷婷，妳陪伴我度過了大學到研究所的數年時光。雖然妳不愛唸書，但總是陪我一起在圖書館坐著給書看及外出用餐。儘管妳不愛工作，但還是麻煩妳辛苦的幫我校對本論文的錯字及語句。又因為妳不喜歡加班，所以經常還是會來研究室聊天喝茶，使我們歡樂的研究室更加歡樂。

最後，我親愛的家人，謝謝你們這二十六年來的照顧與支持。謝謝爸爸媽媽，你們老是問我念個研究所為何與念大學花相同時間，這真的是個大哉問，但無論如何，也總算完成了，再次感謝你們包容我研究所這段始料未及的冗長學習過程。還有老弟，先祝你未來在從醫這條路一路順遂，改天再讓你知曉我桌、羽球厲害。

昀哲

2010.7 於嘉義地院

## 中文摘要

有限責任為現代各國公司法之基礎，對國家之經濟發展有重大影響。由於有限責任將公司破產的部分風險由股東移轉予債權人承擔，引發公司股東與債權人間就公司資產分配的利益衝突。為此，以歐盟為主的大陸法系發展出資本三原則的概念，並為我國所繼受。然資本三原則近年來於歐盟及英國已開始遭到反省與批判，間接促使本文探討我國資本三原則之規定得否有效處理股東與債權人之利益衝突。

本文透過與外國立法例之比較，借鏡歐盟第二號指令、英國公司法、美國公司法，並對資本三原則之規定進行分析後，認為我國現行資本三原則之規定不僅無法有效保障公司債權人，且並非符合經濟效率的制度，對公司、公司債權人及整體社會帶來不必要的成本。比較採取資本三原則的大陸法系與捨棄此一制度的美國公司法，反應在此不同立法哲學背後的是「規則」與「標準」的立法選擇，前者明確而欠缺彈性，後者則剛好相反。

在改革方向上，短期而言，可參考同樣採取資本三原則之英國公司法，就我國資本三原則的具體規定作出修正（放寬）。長期而言，可考慮仿效美國模範公司法，澈底廢止資本三原則，將債權人保護委由契約法或公司經營者在破產法下之義務，使公司財務運用之效率最大化。惟我國屬採取成文法的大陸法系國家，與英美法系仍有不同，應隨時注意本土法制環境之發展是否足以因應資本三原則的鬆綁，以避免公司債權人保護之立法目的無法達成。

**關鍵詞：**資本三原則、法定資本制、資本維持原則、盈餘分配、股份買回、減資、財務援助、債權人、償債能力標準

# Abstract

Limited liability is a fundamental principle of corporate law and has significant influence to the development of economy. Because limited liability partially transfers the risk of bankruptcy from shareholders to creditors, it results in the conflict that exists between creditors and shareholders regarding how to allocate a company's capital. To regulate the conflict, European legal system developed the notion of legal capital (in Taiwan also known as “the three legal capital doctrines”) which has been introduced to Taiwan. However, in recent years, legal capital is being under review in European Unions and United Kingdom. As a result, this paper asks whether legal capital rules in Taiwan can be understood as an efficient instrument to balance the shareholder-creditor conflict.

This paper explores the fundamental differences between Taiwan, European Union, United Kingdom and United States approaches to the conflict between fixed and equity claimants and analyses the provisions on legal capital in Taiwan's Company Law, arguing that our current approach provides little or no benefit to corporate creditors and the rules create extra costs for shareholders, certain creditors, and society as a whole. Whether adopting legal capital identifies a marked divergence between Continental Europe, which prefers the rules-based strategy to the standards strategy, and the US, in whose State corporate laws on creditor protection are noticeable largely by their absence and where creditors' interests are addressed through a standards-based strategy.

As to the direction of reform, this paper suggests two approaches to the reform of legal capital in Taiwan. For the short term, the first approach is an evolution of the

current regime to a more simplified and modern capital regime based on the Companies Act 2006 of UK. For the long term, the second approach is roughly based on the experience of US jurisdictions that have passed statutes based on the Model Business Corporations Act, which leave creditor protection to contract law, and insolvency provisions in the event of the company's insolvency. However, since our legal system is different from United Kingdom and United States, we should still notice the difficulties that to such changes would imply.

**KEY WORDS:** the three legal capital doctrines, legal capital, distribution, acquisition by the company of its of own shares, the reduction of capital, financial assistance, creditor, solvency test



# 目錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機.....	1
第二節 研究目的與論文架構.....	2
第三節 研究範圍與研究方法.....	4
第二章 有限責任與債權人保護.....	6
第一節 有限責任與公司債權人之保護.....	6
第一項 有限責任之意義與目的.....	6
第二項 有限責任與公司債權人之保護.....	13
第一款 公司債權人的特殊性：有限責任造成的外部性.....	13
第二款 公司債權人的保護手段.....	15
第一目 契約：債權人之自我保護.....	15
第二目 法律：加強債權人之自我保護.....	17
第三目 公司法與債權人保護.....	23
第二節 法定資本制.....	26
第一項 法定資本制概說.....	26
第一款 資本之意義.....	26
第二款 法定資本制之意義.....	27
第二項 法定資本制之內涵.....	30
第一款 最低資本之要求.....	31
第二款 資本之籌措.....	32
第三款 資本維持原則.....	33
第三章 法定資本制在我國之實踐與問題.....	35
第一節 法定資本制與資本三原則.....	35
第二節 資本確定原則.....	36

第一項	資本確定原則之意義與具體規定.....	36
第二項	資本確定原則之鬆綁.....	39
第一款	授權資本制之採行.....	39
第二款	中間性證券.....	40
第三節	資本維持原則.....	42
第一項	資本維持原則之意義.....	42
第二項	資產取得之規定.....	43
第一款	股票折價發行之禁止.....	43
第二款	出資種類之限制.....	45
第三項	資產分派之規定.....	46
第一款	盈餘分派.....	46
第一目	概說.....	46
第二目	盈餘分派之要件.....	47
第三目	盈餘分派之標準與方法.....	49
第四目	違法分派之效果.....	51
第二款	股份回籠禁止.....	52
第一目	股份回籠禁止之理由.....	52
第二目	我國公司法允許股份買回之規定.....	54
第四節	資本不變原則.....	57
第一項	資本不變原則之意義.....	57
第二項	公司之減資.....	58
第一款	概說.....	58
第二款	減資之類型.....	59
第三款	減資之程序與方法.....	63
第一目	減資之程序.....	63
第二目	實質減資之方式.....	65



第五節 小結：我國法定資本制的發展趨勢.....	66
第四章 外國立法例之比較.....	69
第一節 歐盟第二號公司法指令.....	69
第一項 概說.....	69
第二項 歐盟第二號公司法指令之具體規定.....	70
第一款 適用範圍.....	70
第二款 授權資本制與公司之最低認募資本額.....	71
第三款 資本維持原則之規範.....	73
第一目 發行股份之對價.....	73
第二目 股東盈餘分派之限制.....	74
第三目 公司取得自己股份之限制.....	75
第四款 公司之減資.....	78
第三項 小結.....	79
第二節 英國公司法—法定資本制的修正.....	80
第一項 英國公司法資本規範概說.....	80
第二項 英國公司法之股利分派規定.....	84
第一款 分派之意義.....	84
第二款 分派之限制.....	87
第一目 資本給付限制概說.....	87
第二目 英國 1981 年以前的規定.....	88
第三目 英國 2006 年公司法之規定.....	89
第三項 英國公司法的股份買回.....	101
第一款 英國法中股份買回發展概說.....	101
第二款 2006 公司法之規定.....	102
第一目 股份之贖回.....	103
第二目 股份之買回.....	105

第三目 私人公司以資本買回（贖回）自己之股份.....	108
第四項 財務援助.....	111
第一款 財務援助概說.....	111
第二款 英國公司法之規定.....	113
第五項 英國法的減資.....	122
第一款 1985 年公司法.....	123
第二款 2006 公司法.....	128
第三節 美國公司法—法定資本制的揚棄.....	135
第一項 美國公司法分派概說.....	135
第一款 美國公司法的發展.....	135
第二款 現行法的規定.....	136
第二項 採取法定資本制之規範.....	138
第一款 概說.....	138
第二款 股利分派.....	139
第一目 盈餘公積標準（Earned-surplus Test）.....	139
第二目 資產負債表公積標準（balance sheet surplus）.....	141
第三款 股份買回.....	142
第四款 公司之減資.....	144
第三項 揚棄法定資本制之規範.....	146
第一款 加州公司法.....	146
第二款 1980 年修正模範公司法（RMBCA）.....	150
第三款 股票股利.....	153
第四項 違法分派之效果—兼論詐欺移轉法.....	155
第五項 美國法分派之其他相關問題.....	157
第一款 分派合法性之時點判斷.....	158
第二款 股份買回與股東公平性.....	161

第四節 小結.....	163
第五章 有限責任與法定資本制之重新探究.....	167
第一節 有限責任的反省.....	167
第一項 有限責任之成本.....	167
第二項 有限責任與法定資本制.....	171
第二節 法定資本制之實益的重新檢視.....	175
第一項 法定資本制無法有效提供債權人保障.....	177
第一款 資本之形成.....	177
第一目 最低資本額之要求.....	177
第二目 折價發行之禁止.....	181
第三目 出資方式之限制.....	182
第二款 資本維持原則.....	183
第一目 資本對於債權人的意義.....	183
第二目 具體規定之問題.....	185
第二項 法定資本制作為強制規定之效率分析.....	189
第一款 公司法的目的.....	189
第一目 公司法的目的：減低交易成本.....	189
第二目 法定資本制的假設.....	191
第二款 法定資本制增加公司之成本.....	193
第一目 公司財務彈性.....	193
第二目 專家費用.....	196
第三款 法定資本制增加債權人之成本.....	197
第四款 無法減低整體締約成本.....	197
第五款 非自願性債權人的保護.....	201
第一目 支持法定資本制之主張.....	201
第二目 反對法定資本制者的反駁.....	204

第六款 法定資本制與小型公司.....	207
第一目 法定資本制與小型公司之資金需求.....	207
第二目 小型公司的改革目標.....	211
第三項 替代分派標準之提出—歐洲之觀點.....	212
第一款 歐盟關於法定資本制之改革提案.....	214
第一目 歐盟工作小組之提案.....	214
第二目 歐盟委員會之回應.....	219
第二款 英國跨領域小組之提案.....	220
第三節 小結.....	224
第六章 我國資本三原則具體規定之檢討.....	227
第一節 資本確定原則.....	227
第一項 授權資本制與最低資本額.....	228
第二項 面額股與無面額股.....	229
第二節 資本維持原則.....	234
第一項 出資種類之限制.....	234
第二項 股利分派.....	237
第一款 股利分派之要件.....	237
第二款 違法分派與受領股東之退還義務.....	241
第三項 股份買回.....	244
第一款 股份買回之功能.....	245
第二款 我國股份買回規定之分析.....	247
第四項 財務援助於我國公司法之定位.....	252
第一款 財務援助之流弊與防免—英國法之經驗.....	252
第一目 財務援助與股份買回相同之問題.....	252
第二目 財務援助與槓桿併購.....	254
第二款 財務援助在我國法之檢討.....	256

第一目	財務援助與現行法之解釋.....	256
第二目	有無引進財務援助規定的必要性.....	261
第五項	「分派」概念的建立.....	266
第一款	我國法律對於分派行為之規範.....	266
第二款	分派概念的建構.....	274
第三款	現物分派.....	276
第三節	資本不變原則—公司之減資.....	281
第一項	減資之現狀.....	281
第二項	我國法減資規定之分析.....	284
第四節	小結.....	287
第七章	結論.....	290
參考文獻	.....	295



# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機

有限責任為現代公司法發展之利基，亦為近代公司法的重要發明。藉由將公司視為一個獨立於出資者外的權利義務主體，並以自己名義從事交易、持有資產，積極面向可達到集資獲利；消極面向則可保護投資人避免因公司破產而遭遇財產上的風險，對於國家之經濟發展占有重要的地位。

然而，有限責任的創設，直接影響到公司債權人之利益，使其有特別保護之必要。如何在固守有限責任下強化對債權人的保護機制，向來都是各國公司法的重要課題。以德國法為首之大陸法系，以法定資本為基礎，於學理上發展出資本三原則的概念，以公司資本作為債權人保障之基礎規範公司之資產進出，並為我國公司法所繼受。

觀察資本三原則在我國公司法之演變，可發現其發展趨勢係不斷的放寬資本三原則的限制。在資本確定原則方面，從早期的章定資本額、折衷式授權資本制到現行法的授權資本制，資本確定原則幾乎已名存實亡。而資本維持原則，隨著公司法不斷放寬股利分配、股份買回之要件，亦已逐漸背離傳統的資本維持原則。而資本不變原則既係作為資本確定原則與資本維持原則之配套，其實益也隨之減低。復考察公司法歷次修正資本三原則之立法理由，係立法者發現資本三原則的規定過於僵化而無法符合實務上公司財務彈性之需求。惟此等放寬的結果，雖有助於提升公司之財務彈性，但也使資本三原則保障債權人的功能逐漸減低。此不禁讓人產生疑問：資本三原則應如何平衡公司財務彈性與債權人保障？不斷放寬的結果，是否會從量變產生質變？放寬後的資本三原則，是否仍能有效保障債權人？是否有其他更好的制度可取代資本三原則？

回到資本三原則的發源地—歐盟，資本三原則濫觴於德國，自 1970 年代起藉由歐體第二號指令而影響整體歐盟會員國。惟近幾年來，關於資本三原則之存廢及如何修正，已為歐盟學者間熱門的辯論議題之一。在立法層次甚至引起歐盟委員會對第二號指令作出若干修正。我國公司法資本三原則的概念既源於歐陸法系，縱使具體規定未竟相同，基本精神卻係一致。故彼邦關於此一制度的討論，對我國仍有一定的參考價值。此外，美國公司法早期雖亦有類似的概念，但自 1980 年代模範公司法修正後，幾乎已完全捨棄資本三原則的概念，則美國係以何種制度取代資本三原則，替代制度是否較資本三原則更有效率，亦值得研究。

其實，國內早有諸多學者專家針對我國資本三原則之問題進行深刻的分析與檢討。惟近年歐盟學者對於資本三原則之批判，已非單純針對資本三原則之具體規定有何不足或值得改進之處，而係針對資本三原則進行全面性的檢討，甚至有相當見解主張應完全廢除此一制度。資本三原則此一制度實行已久，若謂其對債權人保障並無意義，理應無法被保留至今且為相當立法例所接受。何以現今遭受如此強烈批判，實有進一步探討之必要。

又公司法制之所以需要法定資本制或其他債權人保障制度，均導因於有限責任。換言之，有限責任的存在是需要成本的，而此成本為公司法為保護債權人所設計出的各種制度。然而，有限責任所帶來的利益是否必然超過其所造成的成本，近來也同樣遭受外國學者之質疑。尤其是允許小型公司適用有限責任，或允許公司對侵權行為之被害人主張有限責任，是否符合當初有限責任的設計目的也不無疑問。

## 第二節 研究目的與論文章構

本文之研究目的，係欲探討有限責任與資本三原則。主要著眼於下列數個問題：一、有限責任的適用，使公司將破產的風險部分移轉予債權人承擔，在某些

情形下有無不公平，此等風險分配是否妥當。二、資本三原則作為有限責任的配套措施之一，是否仍有效保障債權人。三、縱認為資本三原則能保障公司債權人，與其他債權人保護制度相較，其是否為最適當或最能促進市場效率的債權人保護制度。

欲探討上述三個問題，本文欲從下列數個方向探討之。

首先，本文第二章欲探討有限責任之立法目的與可能造成的弊害，以及法律制度設計面上有哪些規範模式可加以因應，並簡單分析資本三原則屬於何種規範模式。

其次，「資本三原則」僅係債權人保護制度的一種籠統的稱呼，採取此制度之各國立法例在具體規定上仍有不同，本文第三章擬先整理我國資本三原則的具體規定。又資本三原則在我國歷經數次公司法之修正，其內涵也不斷的有所變更，故本章也將一併介紹資本三原則在我國之演進，以及修法前或修法後可能存在之問題。

再者，本文第四章觀察歐盟第二號指令、英國與美國關於債權人保護或資本三原則之立法例，以確定資本三原則在此等立法例中係如何規定，及其發展之趨勢。

介紹完英美等立法例後，本文第五章擬討論外國學者間對於歐盟或英國之有限責任與資本三原則之批判與反省，及其等所提出之債權人保護的替代制度，以分析資本三原則此一制度本身有無繼續存在之必要。

最後，若認為資本三原則在我國施行已久，欲廢止資本三原則而改採其他制度有其困難性，仍有必要針對我國資本三原則之具體規定個別檢討，分析其是否有改進的可能性，此為本文第六章之內容。第七章為結論。



### 第三節 研究範圍與研究方法

本文之研究客體為有限責任與資本三原則，惟重心將放在後者之研究。此部分參考之外國法為歐盟公司法第二號指令、英國法與美國法。資本三原則濫觴於德國，並為歐盟公司法第二號指令所採用而規範所有歐盟會員國之公開發行公司，具有濃厚的大陸法系色彩，與我國之規定具有一定的類似性。而英國公司法原屬於英美法系，其資本制度與德國不盡相同。惟英國在歐盟公司法第二號指令公佈後，受限於該指令被迫接受資本三原則之規範，故英國如何調和歐盟公司法第二號指令與其既有之制度，值得探究。至於美國公司法，雖各州規定並不相同，其資本制度的規定均遠較大陸法系之資本三原則寬鬆，甚至多數州已放棄將資本作為債權人保障之依據而改採其他手段，可提供我國另一角度之思考。

至於公司之有限責任，由於所涉範圍相當廣泛，本文僅就小型公司與公司侵權行為兩個面向探討其與有限責任之關係，此亦為目前學者間討論較多者。

必須先敘明者，係用語上的選擇。本文係以英國與美國為主要的比較法研究對象，惟參考英美之立法例與該國學者之相關論述，並無「資本三原則」此一用語。若分析我國資本三原則之規範內容，其基本概念係以公司資本作為債權人保護之依據，並以此為基礎規範公司之資產進出。至於英美學者在敘述類似我國資本三原則之制度或概念時，多係以“legal capital”或“capital maintenance”加以稱呼。之所以有此差異，係因英美法的資本制度並不特別強調「資本確定原則」或「資本不變原則」。為避免造成誤解，本文在探討英美法類似我國資本三原則之制度時，擬將其譯為「法定資本制」一詞<sup>1</sup>。

附帶一提的是，本文係採取每章重新編註之方式，以利閱讀與尋找，因此，

---

<sup>1</sup> 「法定資本制」一詞於我國，本係指公司法於 1966 年修正前，公司於章程上所記載之股份總數不得分次發行，而與授權資本制相對。惟現行法既已採授權資本制，前述定義的「法定資本制」一詞已不再有意義。而“legal capital”係英美學者討論資本制度時最常見之用語，內容上也最接近我國之資本三原則，故本文選擇以“legal capital”而非“capital maintenance”為翻譯客體。

前一章已引註過之文獻，如於下一章之註腳中第一次出現，仍會將該文獻之出處、出版年限等資料完全呈現，合先敘明。



## 第二章 有限責任與債權人保護

### 第一節 有限責任與公司債權人之保護

#### 第一項 有限責任之意義與目的

有限責任為現代公司法發展之基礎，與公司具有獨立於其成員之法人格、將出資分成股份並成為交易客體，此三者共同形塑出公司與傳統合夥之不同<sup>1</sup>。關於有限責任之意義，主要之內涵為股東對於公司之責任僅以其所投資之部分為限，亦即公司債權人對於公司債權之請求僅能限於公司之財產，而不得及於股東之財產。有限責任作為現今大多數先進國家公司法之基本原則，其實並非理論上之當然，毋寧是一個因政策上考量所創設出來的制度<sup>2</sup>。紐約州直到 1811 年始承認有限責任制度；英國則是到 1855 年始承認<sup>3</sup>。美國哈佛大學前校長 Eliot 甚至認為有限責任是「公司最重要的特徵，且是直至十九世紀為止，基於商業目的之最有影響力的法律上發明。<sup>4</sup>」時至今日，有限責任可謂所有公司型態所具有的共同特徵<sup>5</sup>。

有限責任概念之創設，直接影響者為公司債權人對公司債權的實現，使債權人必須承擔公司經營不當甚至倒閉時所帶來的風險；反面而言，有限責任則使得公司之所有人（股東）得將自己之財產與公司分離，而免除公司破產時危害自己其他財產的風險。因此有限責任可謂一種將公司破產時股東之風險移轉至債權人身上的機制。既然有限責任悖離了「債務人應以自己之所有財產對其債務負責」

<sup>1</sup> 曾宛如，有限責任與債權人之保護，台大法學論叢，第三十五卷第五期，頁 105。

<sup>2</sup> PAUL L. DAVIES, INTRODUCTION TO COMPANY LAW 60 (2002).

<sup>3</sup> William W. Cook, "Water Stock"—Commissions — "Blue Skylaws"—Stock Without Par Value, 19 MICH. L. REV. 583, 583 (1921).

<sup>4</sup> *Id.*

<sup>5</sup> REINIER R. KRAAKMAN ET AL., THE ANATOMY OF CORPORATE LAW 8, Oxford University Press (2004). 除有限責任外，公司之其他重要特徵為獨立的法人格、可移轉之股份、董事結構下的集中管理與投資人為公司的所有人等。

的原則，以致於可能威脅到債權人的利益。因此容許有限責任，勢必係為追求其他政策上更高之目的。關於有限責任所帶來的利益，約如下述：

### 一、鼓勵公眾投資：

歷史發展上，於英國維多利亞時代關於有限責任最有影響力的主張為，若無有限責任，則公司無法從公眾募集到重大工程所需要的大量資本。鐵路的建造與營運即為當時最具代表性的例子<sup>6</sup>。由於有限責任的創設，使得投資人得以事先控制其風險範圍，使其不會遭受投資額以外之損失。此外，有限責任使得分散投資成為可能。若不採有限責任，則投資人對於任何一公司的投資均會增加投資者財產的破產風險<sup>7</sup>。此時股東必須謹慎考量其所投資之公司的營運與財務狀況對其所帶來的風險，而只能選擇少數公司投資並密切監督或參與該公司決定之作成<sup>8</sup>。然而股東的集中持股將使投資者由於將雞蛋置於同一籃子中，而可能無法保護自己免於其他的風險，例如其所投資之公司財務有問題或經營不善等。

此外，在有限責任下股東之投資風險是可預見的，股東也較能夠接受風險較高的投資行為<sup>9</sup>。且不同的風險伴隨著不同的投資報酬率，若採取無限責任，公司經營者可能會拒絕一些高獲利而高風險的行為。縱使公司經營者有意投資高風險之事業，亦難獲得股東會之同意。而採取有限責任則提供投資人更大的投資彈性，其可將手中之資產針對不同投資報酬率與不同風險做出最符合其需求的投資組合<sup>10</sup>。

### 二、促成有效率的資本市場

有限責任作為促成有效率的資本市場不可或缺之要件的理由在於，其使得股

<sup>6</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 2, at 63.

<sup>7</sup> 劉公偉，股東有限責任之經濟分析，政大法學評論，第 64 期，頁 127，1990 年 12 月。

<sup>8</sup> FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 41-42 (1996).

<sup>9</sup> 劉公偉，前揭註 7 文，頁 128。

<sup>10</sup> EILIS FERRAN, *COMPANY LAW AND CORPORATE FINANCE* 20 (1999).

份得以自由轉讓，並使股價能夠反映公司的內部資訊<sup>11</sup>。就股份的自由轉讓而言，若採取無限責任，將使公司負有債務時，其股份之買受人或其他股東的潛在責任必須視其他股東之資力而定，股東於投資前尚須調查其他股東之資力，因而使得投資人必須花費額外的調查成本。此外，採取無限責任時，投資人所願意付出購買股票的成本（也就是所承擔的風險）將部分取決於其個人之財富，而由於每個人的財富狀況並不相同，將使股票喪失單一價格—而此為有效率資本市場的前提。反之，在採取有限責任的情況下，投資人於投資時無須顧慮其他投資人之資力狀況，將能夠降低交易成本，且由於股票之頻繁交易，亦可使得股票價值傳達資訊之功能得以發揮，進而促成有效率的資本市場<sup>12</sup>。

### 三、減低公司之籌資成本

公司之籌資成本主要來自於公司必須支付公司股本與債權提供者的報償。公司於決定資產負債表上要有多少負債、有多少股本、其所支出之利息或股利分配，均為公司財務之根本問題。雖有認為，有限責任之目的在於將破產之風險自股東移轉至債權人，既然公司之資產主要來自於此二者，公司股東自有限責任獲得之利益必然會被有限責任對債權人造成之損害所抵銷，例如債權人會要求更高的利息等，因此有限責任對於籌資成本並無影響。然而基於下述理由，有限責任仍能有效降低公司之籌資成本<sup>13</sup>：一、若無有限責任，公司債權人之債權得否實現仍須取決於公司全體股東之資力，亦即其債權仍有無法實現的風險。且由於調查所有股東之資力所耗費之成本甚鉅，有限責任則可使債權人僅須調查公司本身之資力即可；二、雖然債權人須承擔公司破產的風險，然而專業債權人如銀行等，於貸款予公司之前，均會詳細調查公司之財務狀況，而其所為之評估亦可提供一

<sup>11</sup> Larry E. Ribstein, *Limited Liability and Theories of the Corporation*, 50 MD. L. REV. 80, 99-100 (1991).

<sup>12</sup> David Millon, *Piercing the Corporate Veil, Financial Responsibility, and the Limits of Limited Liability*, 56 Emory L.J. 1305, 1313 (2007).

<sup>13</sup> FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *supra* note 8; Frank H. Easter & Daniel R. Fischel, *Limited Liability and the Corporation*, 52 U. Chi. L. Rev. 89, 98-102 (1985).

般投資人相當之資訊，甚至磋商符合其風險控制的契約條款監控公司之行為；三、縱使在有限責任下，股東於公司破產清算時，必須劣後於債權人受償。因此股東有誘因監控公司之行為，而此監控所生之利益並不會對債權人造成任何損失；四、雖然股東或債權人均可透過分散投資以減低風險，然而仍無法避免系統性的風險。若雙方均是風險規避者，最佳之作法為命雙方各自承擔一定之風險，而有限責任即為此種安排。

#### 四、公司財產的分配：降低公司之監控成本

向來關於採用有限責任制度的理由，多半集中於保護股東免受公司債權人的追索。惟近來有理論試圖為有限責任尋求更廣泛的理由，即保護公司財產免於遭受其股東之債權人的追索<sup>14</sup>。此主張源於公司作為一個獨立的法人格，因此股東之債權人雖然可就股東之股份求償，但不得對於公司之財產有所主張。透過將個人的財產分為企業財產（亦即公司之財產）與非企業財產（亦即該個人之其他財產），公司之財產用於公司之行為，個人之財產用於個人其他活動之行為。二者之債權人間彼此並無競爭，且僅須各自監控與其有關之財產，可有效降低公司與股東之整體債權人的監督成本<sup>15</sup>。同樣的理論亦可適用至關係企業中，有限責任亦可使各公司之債權人僅須監督該公司之行為，不須另外監督集團內其他公司之營運。

此外，將公司之經營風險部分轉移至債權人<sup>16</sup>，使債權人承擔較高之經營風險，亦較符合經濟上的效率<sup>17</sup>。首先，在採取有限責任制度下，股份之轉讓較為容易，間接使得企業併購的發生成為可能。關於企業併購，一般認為併購者直接對目標公司股東提出高於市價之收購要約，目標公司股東有機會選擇更有效率的

<sup>14</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 2, at 66.

<sup>15</sup> REINIER R. KRAAKMAN ET AL., *supra* note 5, at 9.

<sup>16</sup> 之所以僅為部分轉移，係因股東於出資時已經移轉一定之資產予公司。且當公司有虧損或破產時，由於股東對公司財產之分配係居於最後順位，其為首先遭受不利益之人。

<sup>17</sup> 劉公偉，前揭註 7 文，頁 130。

經營者，使得整體公司資源可獲得更有效率的運用。且收購的威脅可間接帶給現在經營者壓力，提供公司經營者誘因進行更有效率的經營及維持股價，使得公司債權人與股東均能享受公司資產極大化的利益<sup>18</sup>。其次，如前所述，由於公司之債權人相較於股東，於締結借款契約時更有能力去監控與調查公司之財務狀況，而進一步達成監控公司之效果。

縱使有限責任可使得公司股東將一部份的風險移轉於公司債權人，然而此風險的移轉並不至於過度降低股東監控公司之誘因<sup>19</sup>。首先債權人為了分散風險，往往可能同時將資金貸予多數公司。然而若債權人欲對所有被投資公司進行監控，必將導致相當高之成本；此外，除非公司破產，否則債權人之獲利主要為該債權之利息，而與公司之營運狀況無關。反之股東之獲利則來自於公司之盈餘，且股東在公司破產時其分配地位被列於最後順位，股東也不希望公司破產。因此在有限責任下，股東仍有一定之誘因監控公司之營運，而債權人也不至於因有限責任的存在而過度干涉公司之營運。

## 五、侵權責任的限制

某些公司於營運中，基於該企業之特性，可能對第三人產生侵權責任，例如污水的排放、產品瑕疵等。侵權責任相較於契約責任，最主要的特徵在於侵權責任的範圍往往具有高度之不可預見性，使得當事人難以事先預測或控制其損害。甚至在一些公害污染的事件中，其損害往往相當龐大。有限責任的創設可使股東免於對公司之侵權責任負責。

侵權責任與有限責任之關係向來具有一定之爭議性，其原因在於使公司於侵權責任下亦享有有限責任的優待時，易誘使公司從事過度危險之行為。且侵權責任的請求權人與契約債權人不同，侵權責任的被害人事先並無法透過磋商或是契

<sup>18</sup> Frank H. Easter & Daniel R. Fischel, *supra* note 13, at 95-96.

<sup>19</sup> 劉公偉，前揭註 7 文，頁 131。

約的締結來保障其權利<sup>20</sup>。換言之，有限責任係公司法在衡量股東、債權人、商業發展之利益衝突下之產物。既然為利益衡量之結果，當其中一者之保護需求增加，例如侵權責任中的非自願性債權人（involuntary creditors）欠缺磋商機會而無法保護自己之權益時，繼續適用有限責任是否正當即有疑義。惟此種外部性與道德危險的問題，不僅在有限責任下才會發生，凡公司或個人資產不足以清償債務時，公司或個人即有誘因從事風險更高的行為。雖然有限責任可能會加重此風險，但在目前有限責任仍居公司法之關鍵地位來看，可認為有限責任的採取應符合成本收益之分析<sup>21</sup>。

## 六、閉鎖性公司與有限責任

除侵權責任外，有限責任的問題若遇到閉鎖性公司（close corporation）<sup>22</sup>將更加明顯。相較於前面的理由均具有鼓勵投資之性質，對於不具有向大眾募資的閉鎖性公司，有限責任幾乎可說是商業從事者設立公司的主要理由。從外國公司法之發展觀之，此涉及一人公司之允許與否。在此等股東人數較少的封閉型公司中，所有者與經營者往往是同一人，此時有限責任往往成為閉鎖性公司所具有之唯一的公司特徵<sup>23</sup>。英國係到 19 世紀末始確定承認一人公司之設立<sup>24</sup>。在歐盟立法的層次，於 1989 年公佈的第 12 號公司法指令亦明文允許一人公司之存在，其同時於前言明文「認識到於歐盟中提供個人企業責任限制之制度的重要性...（略）」。然而，一般認為允許有限責任適用於所有類型之公司的主要理由係因其並非強制規定，公司經營者得註冊無限責任之公司，交易相對人亦得透過契約加

<sup>20</sup> EILIS FERRAN, *supra* note 10, at 24.

<sup>21</sup> FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHER, *supra* note 8, at 50.

<sup>22</sup> 關於閉鎖性公司，雖未為我國法律明文規定，然而學說對此概念已有諸多討論，參見洪邦桓，中小企業之組織型態與法律架構，台灣大學碩士論文，頁 20，曾宛如教授指導。一般學說認為，閉鎖性公司具有以下特徵：一、股東人數少，且通常彼此間互相熟識；二、股東的身份具有重要性；三、稅務考量往往會操縱公司的經營對策，尤其在盈餘分配上；四、並未擁有公開市場可供股票流通。參見賴源河，「閉鎖性公司法序論」，載於公司法問題研究（一），頁 142，1982 年 6 月。

<sup>23</sup> Lawrence E. Mitchell, *Close Corporations Reconsidered*, 63 TUL. L. REV. 1143, 1189 (1989).

<sup>24</sup> *Salmon v. Salmon & Co Ltd*, [1897] A.C. 22.



以排除<sup>25</sup>。換言之，問題不在於有限責任是否為最好的政策，而是有限責任伴隨著契約自由是否為最好的政策<sup>26</sup>。

儘管任何型態之公司均得享有有限責任已成為多數立法例，惟閉鎖性公司之經營者與股東經常為同一人，為避免公司經營者藉由公司的型態逃避責任，在英美法實務上遂發展出「揭穿公司面紗」或「公司法人格否認」之理論，使公司股東無法享有有限責任的保護。而事實上，美國的法院通常在股東為一人或少數人之閉鎖性公司的情形，才會揭穿公司面紗<sup>27</sup>。

揭穿公司面紗或否認公司法人格，將使公司股東須以自己之財產對公司之債務負責，而無有限責任之保護。由是可知，有限責任本身並非目的，而僅為一種為促進商業發展的手段或是政策上的選擇。在股東人數眾多、資合性明顯的公司中，固然較容易正當化有限責任；但在閉鎖性公司，是否須剝奪有限責任的保護，往往不可一概而論。儘管有學者認為，有限責任得以被正當化的基礎在於當所有與經營具有某程度的分離時，可用來保護所有者個人財產免於遭受經營者經營不當所帶來之不利益；而在閉鎖性公司，因所有者與經營者往往有很高程度的結合，因而不宜適用有限責任<sup>28</sup>。然而鑑於閉鎖性公司之組織，仍是強調與鼓勵資本之形成與合理之風險承擔觀念，各國法令對於閉鎖性公司仍然才取原則賦予有限責任，例外始於個案中由法院依詐欺、衡平原則、誠信原則等解決<sup>29</sup>。

基於上述之理由，可知有限責任已為現代公司法中公司之重要基礎之一<sup>30</sup>。

<sup>25</sup> 例如公司向銀行貸款時，銀行可透過董監聯保使公司之經營者須就公司債務負無限責任。

<sup>26</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 2, at 66.

<sup>27</sup> 劉連煜，揭穿公司面紗原則及否認公司人格理論在我國實務之運用，台灣本土法學雜誌，第67期，頁48，2005年2月。

<sup>28</sup> Lawrence E. Mitchell, *supra* note 23, at 1180-84.

<sup>29</sup> 劉連煜，前揭註27文，頁49。

<sup>30</sup> 我國公司法中關於公司概念之分類，雖然亦將無限公司列為公司種類之一種，但究其實質，無限公司已與合夥相近。而在實務運作上，迄至民國98年1月，於經濟部登記之公司總數約略57萬家，而其中無限公司總數僅有22家。資料來源，經濟部統計處，[http://2k3dmz2.moea.gov.tw/gnweb/register/register\\_01/register01.aspx?menu=5](http://2k3dmz2.moea.gov.tw/gnweb/register/register_01/register01.aspx?menu=5)。由此可知，若商業從事者欲以公司作為其進行商業活動之組織時，幾乎無人願意選擇無限公司，也間接說明商業從事者選擇公司作為組織型態時，「有限責任」往往為其主要之考量。

雖然在閉鎖性公司中，有限責任的合理性可能遭受一定之質疑，但大致上各先進國家仍將有限責任視為公司之必要特徵<sup>31</sup>。於我國則表現於公司法第二條對公司的定義：所謂有限公司，係指由一人以上股東所組織，就其出資額為限，對公司負其責任之公司；而股份有限公司指二人以上股東或政府、法人股東一人所組織，全部資本分為股份；股東就其所認股份，對公司負其責任之公司。形式上或實質上公司之全部股份或出資係出於單一股東者，學理上稱為一人公司，其實質內容應與前述之閉鎖性公司類似。於 2001 年修法前，公司法尚不承認一人公司，而於 2001 年修法後始明文承認一人公司的合法性<sup>32</sup>。從我國公司法對一人公司的承認可知，在價值判斷及政策選擇上，立法者應認為一人公司之承認對社會整體帶來的經濟效益仍屬正面<sup>33</sup>。

## 第二項 有限責任與公司債權人之保護

### 第一款 公司債權人的特殊性：有限責任造成的外部性

股份有限公司之股東既僅負有限責任，股東除其出資部分外，不必再負擔額外責任。為平衡股東與債權人之利益，於公司破產進入清算時，公司債權人的受償地位將優先於股東，因此公司之財產構成股東與債權人此二不同利益團體的擔保。然而，公司未進入破產清算前，股東原則上對公司有控制權。此在有限責任下，可能發生公司股東藉由其對公司的控制權，將公司破產之風險轉嫁至債權人身上，進而引發一定的投機風險。依外國學者整理，公司股東可藉由下列數種方

<sup>31</sup> 例如於英國近來之改革，亦以提升有限責任的使用性為目標。See Company Law Review Steering Group, Modern Company Law for a Competitive Economy the Strategic Framework, para. 5.2.10 (Feb. 1999).

<sup>32</sup> 關於修法前一人公司的討論，參林國全，一人公司，月旦法學雜誌第 22 期，頁 50，1997 年 3 月。

<sup>33</sup> 關於形式上一人公司的討論，參趙德樞，一人公司法理上之爭議，政大法學評論，第 71 期，2002 年 9 月。該文作者認為，就形式一人公司的合理性，不應囿於傳統的社團法人理論，是否承認形式一人公司，應從社會經濟面向探求一人公司之承認，是否屬於無法迴避之事實？是否會對社會經濟造成危害等。藉由事實上的分析而非單純法理上的探討，決定其合法性。

式，損害債權人利益<sup>34</sup>：

(一) 進行公司財產之移轉 (asset diversion, asset withdrawal)。指公司藉由股利支付、股份買回或是過高的報酬等方式，將公司財產分派予自己。

(二) 連續舉債並設定優先順位債權 (claim dilution)。根據融資順位理論 (Pecking Order Theory)，債務融資的成本低於股權融資的成本，因此債務人有繼續舉債的誘因。而當公司於原本債權成立後，復繼續舉債或設定優先順位債權時，雖有助於提高股東之利潤，但也同時增加公司破產的可能性。

(三) 股東偏好進行高風險的投資案 (asset substitution and risky investment)。若公司債權人借錢予公司係為特定投資案，且借貸之決定與利率係基於該投資案之風險。若債權發生後且公司之財產不足以清償債務，此時進行清算股東無法獲得任何分派，故股東可能將公司財產孤注一擲，以求獲得分派的機會。退而求其次者，股東亦可能想辦法將公司之資產分派予自己，此皆會影響到債權人之利益。

(四) 投資不足 (under investment)。公司的價值有相當部分係取決於其將來的獲利能力，然而當公司股東認為某投資案雖可為公司帶來利益，但該利益將全部歸屬於公司債權人時，公司將拒絕該項投資案。

要之，在有限責任制度下，股東雖為實質控制公司之人，但其與公司為兩個不同法律主體，且於出資範圍外不必再對公司之債務負有任何義務，使公司債權人面臨比其他債權人更高的道德危險，構成公司債權人與其他債權人之不同。而此道德危險，本質上為公司與債權人之間的代理成本 (agency cost) 所產生的問

---

<sup>34</sup> Luca Enriques & Jonathan R. Macey, *Creditors versus Capital Formation: The Case against the European Legal Capital Rules*, 86 CORNELL L. REV. 1165, 1168-69; Clifford W. Smith, Jr. & Jerold B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 J. FIN. ECON. 117, 118-19 (1979); William W. Bratton, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, in THE LAW AND ECONOMICS OF CREDITOR PROTECTION: A TRANSATLANTIC PERSPECTIVE 37, 43-47 (Horst Eidenmüller & Wolfgang Schön eds., 2006).

題。亦即本應歸屬於公司債權人(本人)之財富，交由公司(代理人)所控制時，如何確保公司會為債權人之利益，而非為自己利益管理，為債權人所關心之重點，同時也是公司法所必須處理者。

儘管有限責任可能產生上述之道德危險，然而是否應因此修正或廢除有限責任亦有疑問。例如禁止公司從事某些高風險之事業作為有限責任之修正，其所造成的社會成本可能遠高於有限責任所帶來的道德危險。另外，廢除有限責任也不必然能解決道德危險的問題。只要個人或公司之財產不足以清償預期之債務，行為人或公司即有誘因從事不當風險之投資，而有限責任僅係將此道德危險提高，而非創造此一道德危險<sup>35</sup>。因此，目前各國公司法在設計上，均一方面容許有限責任的存在，另一方面透過其他制度作為債權人保護之配套。

## 第二款 公司債權人的保護手段

### 第一目 契約：債權人之自我保護

債權人透過契約保障自己之債權，並不僅限於公司法之範疇，而係民法或其他財產法均會面臨之問題。通常債權人認為債務人之償債能力有問題時，即會透過契約之安排確保其債權之實現。一般而言，債權人雖無法命債務人積極增加其財產，但可藉由契約使其對債務人之財產取得優先受償權(例如擔保物權)。而公司債權人於債權發生時，由於意識到公司在有限責任下所生的道德危險，有更高的誘因事先控制風險，例如透過契約積極介入公司之營運<sup>36</sup>；其他尚有諸多債權人自我保護之方式，例如拒絕提供債權、要求更高之利率或限制債務人資產之運用等，以透過契約限制前述股東可能危害債權人利益之行為。

<sup>35</sup> Frank H. Easter & Daniel R. Fischel, *supra* note 18, at 104.

<sup>36</sup> 雖然債權與股份不同，原則上債權人對於公司事務並無投票權，但仍可透過契約加以安排，典型者如限制公司之投資標的、股利分派(例如要求公司於股利分派前須先償還貸款)，或要求公司必須維持一定資產、禁止公司繼續舉債等。Clifford W. Smith, Jr. & Jerold B. Warner, *supra* note 34, at 125.

然而，縱認為債權人之自我保護範圍甚廣，或債權人得有效透過契約保障自己權利。仍須進一步思考以下問題<sup>37</sup>：第一、儘管債權人之自我保護可以解決某些公司有限責任之問題，然而是否可能因此產生更多的問題？第二、債權人之自我保護是否已得完全解決有限責任之問題？

第一個問題，主要與效率有關。若完全將債權之實現委由債權人之自我保護，縱於某程度可確保債權之實現，仍必須進一步探討此種規範模式是否屬於最有效率之方式。舉例言之，若債權人具有相當之談判能力，而可透過契約取得公司之控制權時，不但可避免前述股東之投機行為，尚得反過來利用股東之資產從事類似的行為<sup>38</sup>。另外例如對公司有固定報償（fixed claim）的債權人，得要求公司繼續舉債以充實公司之資產，從而減低公司股東獲償之機會。要之，完全委由公司債權人自我保護債權，可能產生其他問題，有必要尋求更有效率的規範方式。

第二個問題，則係透過契約保障債權人之利益仍有其侷限性。首先，並非所有債權人均係自願與公司發生債權。例如公司侵權行為之被害人，其對於公司之債權係基於法律規定而發生，通常非其所能預見。縱使是自願與公司發生債權者，亦非均有與公司談判契約內容之能力。例如公司之員工，或是與公司談判地位顯不對等之交易相對人，縱使其得事先預見債權之發生，亦無法透過契約規避公司股東之投機行為。要之，能透過契約防免股東投機行為者，僅為特定具有談判能力之債權人（adjusting creditor）。此外，即便是具談判能力之債權人，亦未必能完全藉由契約保障自己之權益。蓋債權人能有效率締結契約的前提為其具有充分之資訊，惟債權人本身與公司之間係處於資訊不對等的地位。雖然資訊的取得本即具有一定成本，然而在有限責任下，既然股東無須以自己財產負責，於債權發生前其自然有更高的誘因就公司之財務狀況為不實陳述或消極隱瞞資訊，以

<sup>37</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 2, at 71.

<sup>38</sup> Luca Enriques & Jonathan R. Macey, *supra* note 34, at 1170.

獲得更高的融資。因此，雖然債權人某程度可透過契約保障自己權益，但終究無法完全解決代理成本的問題，而仍有賴於法律之介入。

## 第二目 法律：加強債權人之自我保護

### 一、法律強制介入的正當化基礎

如同前述，即便認為債權人通常可透過契約自由原則保障自己之債權，然而該保障仍有其限制。首先，並非所有債權人均能有效透過契約獲得保障。其次，縱使債權人得自我保障，對所有與公司相關之交易關係人而言，完全放任債權人行使契約自由未必係最有效率之作法。因此，有必要適當的以法律介入以解決此等問題。

延續前面的討論，學說上支持以強行規定防免公司之投機行為之理由有三<sup>39</sup>：第一、並非所有債權人均有機會透過契約保障自己之權利。例如侵權行為之被害人，或是不具談判能力之債權人等。第二、強行規定的適用將使當事人之交易更有效率。若立法者能事先預測公司與債權人間可能的利害衝突或法律關係，並針對此情形設定最能符合當事人需求之規定時，將比當事人於個案中自行摸索締約更有效率，同時並節省當事人之締約成本。第三、儘管公司經營者之投機行為可能受到其他法律之規範，例如民事上之詐欺或刑事上的背信罪等，然而若司法能針對公司之特性為特別規範，將可增加其他法律在適用上的效率。以背信罪為例，若公司法已明文規定分派股利之要件，公司經營者是否遵守該要件即可用以作為是否構成背信罪之參考。

### 二、法律介入的處理模式

在確立有必要以法律介入公司債權人保護之前提後，下一個問題則為介入的方式。雖然公司與債權人之間並無代理關係，然而就債權人之經濟上利益觀之，

<sup>39</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 2, at 78.

可認為債權人就其對公司之債權為該財產之所有人，惟該財產在債權人獲償前係由公司所控制，某程度和所有與經營分離之代理成本所產生的問題類似。因此法律介入債權人保護之方式，大致上得仿照其他處理代理成本之模式。

一般而言，法律在處理代理成本的問題時，大致上可分成二種策略：「規範模式」(regulatory strategies) 與「治理模式」(governance strategies)<sup>40</sup>。所謂規範模式，係指法律透過實質規定控制代理人與本人關係之內容，或是該關係的形成與消滅；至於治理模式，則是透過層級制度與從屬關係的建構處理代理人與本人之關係，間接達到保護本人的效果。依學者整理，公司法中處理代理成本的方式可分類如下<sup>41</sup>：

	規範模式		治理模式		
	代理人約束	關係成立	指定權限	決定權限	代理人之誘因
事前	規則 (rules)	進場	選任權	提案權	受託人義務
事後	標準 (standards)	退場	解任權	否決權	報酬

在此眾多模式中，最常被用以處理代理人成本之方式，係禁止代理人從事可能危害本人利益的行為，此即規範模式中的代理人約束。所謂「規則」(rules)，係指法律針對某些行為明確規定其要件，以決定代理人之行為是否合法；所謂「標準」(standards)，則係法律僅設定抽象的要件，留待法院事後檢視代理人行為之合理性。於歐陸法系如德國或我國公司法，關於公司債權人之保護，通常係以規則為之，例如股利分派限制、最低資本要求或資本維持原則等<sup>42</sup>。反之，於美國

<sup>40</sup> REINIER R. KRAAKMAN ET AL., *supra* note 5, at 23.

<sup>41</sup> *Id.*

<sup>42</sup> 至於以標準規範者，例如董事之忠實義務、注意義務等，通常係用以處理較為複雜之公司內部交易，例如關係人交易或自我交易等。此等行為並無法明確要求公司應為如何之交易內容，僅能規定董事之行為應符合誠實信用 (good faith)，或自我交易之內容必須公平。藉由此種代理人

則多採取以標準為基礎的規範策略，例如聯邦的「詐欺財產移轉法」(fraudulent transfer laws)、忠實義務與注意義務的強調等，而非如歐陸法系採取鉅細靡遺的規定。此種差異及其優劣，已成為近來各國間辯論的主要議題之一<sup>43</sup>。

在關係成立方面，事前的「進場」機制，主要係要求代理人充分揭露資訊，以供本人判斷是否成立系爭代理關係。而事後的退場機制，一般是表現在少數股東的股份收買請求權或股份轉讓自由，使股東得於事後終止代理關係<sup>44</sup>。在債權人保護方面，係著重在事前的進場機制，要求公司必須揭露一定的資訊，使自願性債權人得事先決定是否與公司發生債權債務關係，以及決定系爭契約之內容。

至於治理模式，主要處理股東與公司內部人之代理成本，惟如前所述，公司與債權人間畢竟不存在真正的代理關係，在法律上債權人為公司之外部人而非所有人，原則上無法以法律將治理模式套用至債權人保護。

### 三、各國公司法關於債權人保護之具體規定

承接前述代理成本的處理，目前各國公司法例關於債權人之保護，主要的具體規定有三種：強制資訊揭露、標準與規則<sup>45</sup>。以下分述之：

#### 1. 強制資訊揭露

資訊揭露係美國在資本市場的壓力下所發展出的債權人保護機制，近來在歐洲公司法也越來越受到重視，而被認為係有效保護債權人的手段之一<sup>46</sup>。無論債權人係銀行、機構投資人、商業上往來之人甚至是提供服務予公司的交易相對人，其所掌握之資訊越充分，越能有效率的與公司訂立契約。強制資訊揭露的正

---

約束的規定，可彌補前述無談判能力之債權人保障的不足。

<sup>43</sup> Eilis Ferran, *The place for creditor protection on the agenda for modernisation of company law in the European union*, 3 EUR. CO. & FIN. L. REV. 178 (2006).

<sup>44</sup> 惟債權人仍得於契約中約定若債務人有違約之行爲時，債務即爲到期等退場機制。

<sup>45</sup> REINIER R. KRAAKMAN ET AL., *supra* note 5, at 78.

<sup>46</sup> Massimo Miola, *Legal Capital and Limited Liability Companies: the European Perspective*, 2 EUR. CO. & FIN. L. REV. 413, 423 (2005).



當性基礎在於「市場失靈」(market failure)，亦即市場上的當事人可能因彼此間資訊不對等而產生逆選擇或道德危險等情事，而資訊揭露的目的即在於減低此部分的交易成本。因此，現今資訊揭露本身的正當性已非問題，所困難者在於如何平衡資訊揭露所產生的利益與成本<sup>47</sup>。

世界各國公司法莫不對於公司有一定之資訊公開的要求，所不同者僅在於資訊揭露的程度。大抵上，各國公司法首先均會要求有限責任的公司將其僅負有限責任此一資訊公開予與其交易之相對人。例如要求公司於登記時必須載明是否僅負有限責任，以及公司名稱必須標明公司之種類<sup>48</sup>。此外，若公司未經設立登記，不得以公司名義經營業務或為其他交易行為。違反之行為人除可能遭受刑罰制裁外，並自負民事責任<sup>49</sup>。換言之，若個人商業從事者未能於文件中適當標明公司僅負有限責任之性質即從事營業，該個人即可能須負個人之無限責任<sup>50</sup>。

在規範上較有爭議者則為公司之財務資訊。鑑於資訊的取得本身即需成本，且公司所公開之資訊越多，亦等同變相幫助其競爭對手獲得資訊。因此各國在此部分的規範較具歧異。例如於非公開發行公司(closely held corporation)，歐盟與日本均規定其必須製作並公開財務報表；美國之規定則較為寬鬆；反之於公開發行公司，美國證券法規的資訊揭露要求則較歐盟各國與日本嚴格<sup>51</sup>。另須注意者，資訊揭露通常係透過財務報表之製作，此際應注意各國要求財務報表製作之目的，例如美國與英國的一般公認會計原則(GAAP)係以保護投資人為目的，著重於公司財務的正確描述；至於歐盟則以債權人保護為重點，著重者為公司資產與負債之關係<sup>52</sup>。此外，近年來伴隨著諸多重大的公司弊案，始世界各國的立

---

<sup>47</sup> Hanno Merkt, *Creditor Protection Through Mandatory Disclosure*, in THE LAW AND ECONOMICS OF CREDITOR PROTECTION: A TRANSATLANTIC PERSPECTIVE, *supra* note 34, at 93, 98.

<sup>48</sup> 公司法第 9 條。

<sup>49</sup> 公司法第 19 條。

<sup>50</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 2, at 72.

<sup>51</sup> REINIER R. KRAAKMAN ET AL., *supra* note 5, at 79.

<sup>52</sup> *Id.* at 79.

法者開始檢視其資訊揭露的嚴格程度是否足以保護投資人<sup>53</sup>。

惟資訊揭露對於債權人保護之效果仍為有限<sup>54</sup>。有經驗、財力雄厚的債權人 (sophisticated creditors)，其多半同時身兼公司之股東，本可透過其持股取得公司之內部資訊；而不具股東身分者，亦可透過其談判能力取得所需之資訊，並藉由契約確保債權之實現<sup>55</sup>。至於無談判能力的小型債權人或非自願性債權人，資訊揭露並無法直接影響其債權之發生或內容。固然資訊揭露仍可提供此等債權人一定程度的保障，例如其可藉由有談判能力之債權人所締結的財務限制契約間接獲得保障，然而有談判能力之債權人主要仍係為自己利益締結契約，其他債權人「搭便車」(free-ride) 之效果仍屬有限。

## 2. 標準—忠實義務

在各國立法例中，以行為準則作為債權人保護之手段亦甚為多見<sup>56</sup>。此通常規定公司之經營者、控制股東、會計師甚至是對公司有影響力之債權人，於行為時應盡一定的義務，以免損及公司債權人之利益。公司經營狀況良好時，公司債權人之債權固然無虞，惟一旦公司經營狀況不佳，公司股東即有誘因偏好高風險的投資案，將此失敗風險移轉予債權人。因此各國立法例在公司面臨破產或已經破產時，均有特別規範。

於大多數立法例，公司董事僅在公司面臨破產時可能對債權人負有義務。例如美國公司法實務中，公司經營者的忠實義務對象通常僅限於股東，但當公司面臨破產危險時，公司經營者的忠實義務對象將從股東移轉至債權人。又例如依英國判例法長期以來所建立的原則，亦要求公司經營者於公司接近破產時，必須將公司債權人之利益納入考慮，而此一普通法原則亦被引入英國 2006 年公司法關

<sup>53</sup> Hanno Merkt, *supra* note 47, at 96.

<sup>54</sup> *Id.* at 106.

<sup>55</sup> 在美國，專業債權人通常係藉由財務限制契約 (financial covenants)，限制債務人之股利分派、資本維持等事項，以確保自己之利益。

<sup>56</sup> Massimo Miola, *supra* note 46, at 425.

於董事對於債權人之義務的規定<sup>57</sup>。亦有少數國家，如德國、日本，賦予債權人對未破產公司之董事請求權<sup>58</sup>。

除董事外，若公司之控制股東透過其控制權濫用公司之有限責任者，在歐盟公司法中，可能會被認定為事實上董事或影子董事，而有揭穿公司面紗原則的適用。且公司之控制股東若運用其影響力不當對公司取得債權者，其債權之受償順序將劣後於其他債權人（深石原則）。相同的原則亦可適用至對公司有影響力的債權人。此外，若公司債權人與公司締結契約移轉公司資產而侵害到其他債權人之利益時，可能構成詐害債權行為，其他債權人得請求回復之<sup>59</sup>。

另一種常見的行為規範對象為會計師（auditor）。此部分係與前述的強制資訊揭露連結，因目前要求公司揭露之資訊多與公司財務有關，而財務報表的製作必須仰賴會計師之參與。儘管會計師與投資人或債權人並無契約關係，為保護投資人與債權人對於財務報表的信賴，多數立法例均透過法律之規定，課予會計師製作財務報告不實之責任。此在安隆（Enron）案的會計醜聞爆發後，更加引發各國對此問題之重視，而加重會計師之責任<sup>60</sup>。

### 3. 規則—以法定資本制為中心<sup>61</sup>

資訊揭露之規定雖有助於債權人之保護，惟資訊揭露對於無談判能力之債權

<sup>57</sup> PAUL L. DAVIES, *PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW* 521 (8th ed. 2008). 英國2006年公司法第173條第3項規定“The duty imposed by this section has effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interests of creditors of the company.”。

<sup>58</sup> REINIER R. KRAAKMAN ET AL., *supra* note 5, at 89. 該文中所引述之日本公司法條文，係平成十一年日本公司法第266-3條，該條規定「締役ガ其ノ職務ヲ行フニ付悪意又ハ重大ナル過失アリタルトキハ其ノ取締役ハ第三者ニ対シテモ亦連帯シテ損害賠償ノ責ニ任ズ」。此規定類似於我國公司法第23條。又依日本學者之解釋，當公司破產或瀕臨破產時，公司董事未採取必要措施以免債權人之損害擴大，亦構成公司董事之注意義務的違反。江頭憲治郎，株式会社・有限会社法，343頁，有斐閣，2001年。

<sup>59</sup> 參我國民法第244條。此在美國則係以 *fraudulent conveyance law* 處理，詳參本文第四章第四項之討論。

<sup>60</sup> REINIER R. KRAAKMAN ET AL., *supra* note 5, at 92.

<sup>61</sup> 關於法定資本制之詳細說明，請參閱本章第二節。

人並無實益，且資訊揭露之規定例如財務報表的製作等，亦須花費一定的成本。為因應此問題，有相當之立法例，包括我國在內，係以規則規範公司的「法定資本」，針對公司可能危害債權人之行為加以規範，此即所謂法定資本制。

在大多數採用法定資本制的立法例，法定資本制係規範公司財務的三個面向<sup>62</sup>：一、公司資本分派的上限，避免公司任意將資產返還股東，進而侵害到債權人之利益；二、公司之最低資本，例如歐盟第二號指令要求公開發行公司之最低資本必須為 25,000 歐元；三、公司於存續中必須維持一定的資本，公司若欲減資必須履行一定債權人保護程序。反映在法定資本制背後的法理，係公司之資本構成債權人的保護基準（cushion），因此必須盡量維持公司的資本，並以公司資本作為公司資產進出行為之衡量基準，進而發展出諸多複雜的規則。此外，法律並無法以規則防免公司於正常營運中發生盈虧，因此法定資本制僅能用以規範公司任意返還資產予股東之行為。

### 第三目 公司法與債權人保護

於探討完法律保護公司債權人之手段後，進一步須討論者為，公司法應保護債權人至何種程度？關於公司法的目標，目前主要約有下列二種見解<sup>63</sup>：一派學者認為，公司法與其他法律相同，均係以促進整體社會之利益，因此其目標係為提升公司股東、員工、交易相對人甚至其他第三人之整體利益。另有一派學者認為，公司法的目的應較為限縮，限於確保公司可提供股東的最大利益。惟此派學者的解釋，非謂公司法可完全不顧其他利害關係人之利益，而是透過公司股東利益的保護反倒更能促進整體社會之利益。蓋通常公司之債權人、員工或其他交易相對人，只有在確認與公司交易有利可圖時始願意為之，因此公司法在保護股東利益的同時，可間接確保促進整體社會利益。無論採取何種見解，均可認為保護公司債權人亦屬公司法的目標之一。

<sup>62</sup> REINIER R. KRAAKMAN ET AL., *supra* note 5, at 83.

<sup>63</sup> *Id.* at 18.

舉例言之，公司債權人以公司現時之財務與營運狀況為基礎貸款予公司，則嗣後若股東變更公司經營狀況，改為追求高風險高報酬的行為時，在有限責任制度下，實質上等同於公司以債權人之財產追求自己的利益，此在公司面臨破產時尤其明顯。縱使債務人與債權人事先均可預料此等行為的存在，此風險的存在仍然會增加社會的成本。因為任何投資人（包含債權人）本來就可以透過投資短期國庫券（Treasury Bills）或其他低風險之替代品來減低投資風險，在此情形下，公司欲吸引投資，勢必須提供最佳的風險收益組合（risk-return combination），否則其須支付更高的利息<sup>64</sup>。而且此影響不僅止於那些可能從事風險移轉的公司，連帶的那些誠實營運的公司必須承擔從事風險移轉的公司所造成的不利益。而法律的介入即在於設法降低此種交易成本。

若以法律介入債權人的保護，依前述的三種方式：強制資訊揭露、規則與行為準則，同時也均構成公司之負擔。例如要求公司製作財務報表，則公司必須負擔會計師查核之費用；又或要求公司遵守法定資本制的諸多規則，也會構成對公司商業行為的限制。因此法律究竟應保護債權人到何種程度，應盡量在債權人保護與公司所需成本此二者間取得平衡。此外，有談判能力之債權人本得透過契約之締結保障自己的利益，此際，法律之目的應在於盡量降低當事人之締約成本，而不宜過度介入。而對於無法透過契約保障自己權益之債權人，則應盡量以強制規定介入，避免公司透過特約濫用其有限責任。由是可知，不同類型的債權人有不同的保護需求，而需要不同的法律設計。

公司法之規定，大致上可區分為任意規定（default rules）與強制規定（mandatory rules）。任意規定之目的在於節省當事人之締約成本，亦即任意規定通常係將實務上最常見之契約內容以法律規定，若當事人另有考量，僅需針對與法律規定不同者加以約定即可。此外，任意規定亦具有訊息揭露的功能，亦即當事人有時為避免違反任意規定所產生的違約責任，不得不揭露某些非公開資訊

---

<sup>64</sup> FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *supra* note 8, at 51.

(private information) 予對方。至於強制規定，則係用以補充任意規定所無法處理者，避免當事人間資訊、地位的不對等而無法妥善運用契約安排其法律關係者。

各國立法例對於債權人保護的方式、介入程度並不相同，而此差異性主要與各國的法律背景與市場有關。在法律背景上，德國或日本等大陸法系國家，法院已經習慣成文法的適用，因此在規範上傾向於規則的適用，典型者即法定資本制的規定。反之於美國等不成文法國家，則多藉由抽象的行為準則等規定，留待法院於個案中判斷當事人行為之合法性。少數國家例如英國，其原與美國相同，均係以判例法為主的法系，但在加入歐盟後，成文法亦逐漸增加，而產生成文法與判例法的交錯適用之情形。此外，各國對於債權人保護的重視程度也會影響其立法方式，例如某些以歐陸法系為主的國家，甚至日本，其公司法偏屬「對債權人友善」(debtor-friendly)，均採取法定資本制以保障債權人之利益。至於美國則屬於「投資人友善」(investor-friendly)，法定資本制或非公開發行公司的資訊揭露即較不受到重視<sup>65</sup>。

---

<sup>65</sup> REINIER R. KRAAKMAN ET AL., *supra* note 5, at 98.

## 第二節 法定資本制

### 第一項 法定資本制概說

#### 第一款 資本之意義

在探討「法定資本制」(legal capital rules)之前，必須先界定「資本」(capital)之意義。所謂資本，最廣義的定義為，股東為取得公司發行之股份所支付的對價<sup>66</sup>。然而，多數立法例對於資本並非採取如此廣義的定義。在要求公司發行之股份必須有面額之公司法制，例如我國公司法或英國公司法，又將股東取得股份之對價進一步區分為「資本」(share capital)與「資本公積」(share premium)，前者係指股份之面額乘以總發行股數之總和，後者則指溢價發行的部分。在此定義下的資本，既然僅將資本限於股票發行面額之範圍內，範圍較為狹隘。此外，在允許公司發行無面額股之立法例，例如美國德拉瓦州公司法，公司之資本既然無法以股票面額加以決定，該法允許公司董事決定將股東所有投入之資金一部分納入資本(stated capital)，一部份納入資本公積(capital surplus)。

換言之，理論上股東為取得股份而對公司支付之對價，性質上均為相同，故會計將此稱為「投入資本」(paid-in capital)。惟鑑於股票有其面額，在法律上再將此等投入資本區分為「資本」與「資本公積」，或在無面額股票之法制，由董事會決定一數額為公司之設定資本。而此等區分之實益，主要表現在公司法對資本與資本公積的對待不同。一般而言，公司法對於資本公積使用的限制會低於對股本的限制，例如我國公司法允許公司以資本公積填補虧損或撥充資本(公司法第239條、第241條)；英國公司法除允許公司以資本公積填補虧損或撥充資本外，尚允許公司以資本公積支付發行系爭股份之費用或佣金<sup>67</sup>。然而，在我國公

<sup>66</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 2, at 83.

<sup>67</sup> Companies Act 2006, s. 610.

司法或英國公司法，除上述規定外，大致上係同等對待公司之資本公積與股本，此尤其表現在公司發行股份之對價以及公司資產分派等規定上。至於美國公司法，多將公司股本與資本公積區別處理，例如允許公司以資本公積作為資產分派的財源，惟嚴格禁止公司以股本分派。

至此，若比較我國、英國與美國之立法例，我國與英國之規定較為類似，均將資本公積與股本設有類似的規範，而美國則將此二者區別對待。惟鑑於我國公司法將資本公積與股本視為性質類似之概念，即股東為取得股份所為之投入，以下論述時若無特別強調，則文中之「資本」係採取較廣義之概念，即包含公司之股本與資本公積。

## 第二款 法定資本制之意義

延續前述關於公司資本之討論，法定資本制即係以公司資本作為公司資產分派限制的制度。所謂「法定資本制」(legal capital rules, legal capital)，係一廣泛的概念，其包含了透過發行股份以形成資本、資本維持與在不侵害公司資本的前提下將資產返還股東等諸多規則<sup>68</sup>。由於法定資本制並非法律上的概念，而是經學者整理各國公司法關於資產分派與債權人保護之規定後，將具有某些共同特徵之立法例歸納而成的制度，並多以「法定資本制」(legal capital)稱呼此類型的立法例，因此法定資本制並無統一之定義。儘管如此，透過不同學者間對於法定資本制的理解，仍可大致上整理出法定資本制具有的特徵。以下列出一些學者對於法定資本制之描述或認為法定資本制具有的特徵：

1. 法定資本制主要係規範公司財產的分派、最低資本要求以及公司資本之維持等具體規定。該等規定均具體明確，實際運用上甚至具相當的技術性，尤其

---

<sup>68</sup> EILÍS FERRAN, PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE LAW 85 (2008).



是這些規定均建立在法定資本的規範上<sup>69</sup>。

2. 法定資本制的功能在於保護債權人，將股東投入公司之資金視為債權人面對公司違約風險之「保護墊」(cushion)。故法定資本制通常包含最低資本及資本維持，後者主要係規範公司之股利分配、股份買回與減資等<sup>70</sup>。

3. 法定資本制主要包含公司之成立、資本之籌措(raising of capital)與資本之維持(maintenance of capital)。具體規定包括公司之最低資本、股東出資種類之限制、公司資產分派的限制以及會計規則。要求公司之會計必須遵守「謹慎」、「保守穩健」與「已實現」等原則，藉由低估公司資產與高估公司負債，使公司建立「隱藏性公積」(hidden reserve)以限制公司資產之分派<sup>71</sup>。

4. 資本限制的核心概念在於將載於資產負債表上的股東的資本投入作為公司行為之限制。儘管不同的公司法制度有不同的規定，但大致上會包含下列二種機制或其中之一：一、規定公司之最低資本額；二、當公司淨資產低於公司之資本(equity capital)時，公司欲將資產移轉予股東即會受到限制<sup>72</sup>。

5. 德國的法定資本制中，大概包含下列數種特徵：一、最低法定資本額(minimum legal capital)；二、公司之資本作為債權人的整體擔保(collective offer)；三、法定資本制係限制尚未破產之公司對股東之分派，以保障公司債權人<sup>73</sup>。

6. 亦有學者整理歐盟第二號指令與歐盟會員國之公司法，認為第二號指令限制公司之最低資本額、股東之出資、對股東之分派以及資本之增加與減少，均

<sup>69</sup> REINIER R. KRAAKMAN ET AL., *supra* note 5, at 83.

<sup>70</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 2, at 83-91.

<sup>71</sup> Friedrich Kübler, *The Rules of Capital Under Pressure of The Securities Markets*, in CAPITAL MARKETS AND COMPANY LAW 95, 100 (Klaus J. Hopt & Eddy Wymeersch eds., 2003). *See also* Hanno Merkt, *Creditor Protection and Capital Maintenance from a German Perspective*, 2004 EUR. BUS. L. REV. 1045, 1053.

<sup>72</sup> John Armour, *Legal Capital: An outdated Concept?* 1 (Centre for Business Research University of Cambridge, Working Paper No. 320, 2006).

<sup>73</sup> Wolfgang Schön, *The Future of Legal Capital*, 5(3) EUR. BUS. ORG. L. REV. 429, 435-436 (2004).

為法定資本制 (legal capital doctrine) 之規定。此外，某些歐盟會員國另有所謂「再籌資或清算」(recapitalize or liquidate) 之規定，要求公司之資產若低於資本之一定比例，即有再籌資之義務，否則公司應進行清算。此亦為法定資本制的重要規定之一<sup>74</sup>。

7. 在美國法中，以公司的法定資本作為公司分派之限制，其背後的法理在於股東對公司投入之資金構成「公司對債權人之信賴基金 (trust fund)」。而信賴基金理論的功能，即在防免公司股東於債權人受清償前取回其投資，以保障公司債權人<sup>75</sup>。

綜合以上的論述，可知法定資本制之具體規定於各國雖有不同，但大致上會包含下列限制<sup>76</sup>：一、要求公司具備一定的最低資本；二、當公司淨資產低於公司資本 (equity capital) 時，不得分派資產予股東。前兩項限制為法定資本制的主要特徵，並由此二特徵衍生出其他規定。例如為確定公司資本數額所代表之資產數額的正確性，因而規定公司發行之股份應有面額且發行價格不得低於股份面額；或禁止股東以將來之勞務出資等。又例如禁止公司資產低於股本時不得分派，而為貫徹此資本維持原則，於公司減資時要求公司必須履行債權人保護程序或要求系爭減資須經法院核准；或是禁止公司以自己財務協助他人購買自己股份 (即財務援助，Financial Assistance) 等。

值得注意者，法定資本制既然係以公司之資本作為公司行為之限制，則其限制之範圍會因公司法對於公司資本之定義範圍而有不同。如同前款所述，我國公司法與英國公司法在公司資產分派上既將資本公積與資本作相同或類似之限制，則我國與英國公司法法定資本制之具體規定，係以公司之股本與資本公積作

<sup>74</sup> Luca Enriques & Jonathan R. Macey, *supra* note 34, at 1174-75.

<sup>75</sup> Craig A. Peterson & Norman W. Hawker, *Does corporate law matter? Legal Capital Restrictions on Stock Distributions*, 31 AKRON L. REV. 175, 180 (1997).

<sup>76</sup> REINIER R. KRAAKMAN ET AL., *supra* note 5, at 83; Jonathan Rickford, *Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests*, in THE LAW AND ECONOMICS OF CREDITOR PROTECTION: A TRANSATLANTIC PERSPECTIVE, *supra* note 34, at 135, 137.

為基礎，而非僅以股本為限。而美國公司法例如德拉瓦州公司法，允許公司以資本公積作為分派之財源，則其法定資本制的具體規定則僅以公司之股本或設定資本作為參考標準。

至於法定資本制背後的法理，係認為在有限責任下，對於公司債權人而言，其債權得否實現完全繫諸於公司之財產，則公司財產愈為穩固，其受償之機會愈高。故為保護公司債權人，透過法律強制要求公司於營運時應維持一定的資產水平，以增加債權人受償之機會。至於該資產水平之界線為何，鑑於公司資本是一固定不變之數額，故以公司之資本作為標準。其基本假設為當公司之相對人與公司交易時，會參考公司的在資產負債表上的法定資本以決定公司之資產，故法定資本可作為公司交易相對人之信賴。公司無論是在公司募集資本或為資產分派，均須力求法定資本不得低於公司之實際資產。因此法定資本構成公司分派的界線。

此外，法定資本制最初之設置目的雖在於保護公司之債權人，然而法定資本制之具體規則也可能同時蘊含保護公司股東或其經營者<sup>77</sup>。就股東之保護，例如禁止折價發行之規定，可防免現存股東之持股比例被灌水股所稀釋。又或法定資本制禁止公司任意為股份買回，可避免公司任意向特定股東買回股份而侵害少數股東之利益。對於經營者而言，法定資本制限制公司之資產分派，通常可作為經營者拒絕發放股利之理由。

## 第二項 法定資本制之內涵

從法定資本制要求公司留存一定資產可知，其對於債權人保護係著重於事前防止的功能<sup>78</sup>。為達到此目的，必須要求公司遵守相當之規則。關於法定資本制的內涵與相關的名詞定義，並無統一之見解。例如所謂的「資本維持原則」(capital

<sup>77</sup> Friedrich Kübler, *supra* note 71, at 105.

<sup>78</sup> Massimo Miola, *supra* note 46, at 421.

maintenance)，多數學說認為除公司的資產流向股東例如股利分配、股份買回或減資等，尚包含股份不得折價發行、限制股東出資方式等股份募集之規範<sup>79</sup>。在此定義下，其所謂「資本維持原則」實已等同於法定資本制的內涵；然而若從字面上觀察，資本之「募集」與「維持」仍有不同，前者係處理公司的資產流入，後者則係處理公司的資產流出，因此亦有認為資本維持原則主要係限制公司任意返還資產予股東<sup>80</sup>。為求行文之方便，並與我國資本三原則之資本維持原則的用語調和，以下本文仍將資本維持原則限縮於公司資產流出的面向，以與資本募集原則或法定資本制等用語區別。

### 第一款 最低資本之要求

最低資本的概念係創設於十九世紀的德國。於 1892 年德國制訂有限公司法（GmbH），在當時的投資人等利益團體的遊說下，將中小型企業亦納入有限責任的規範，而最低資本的規定也同時被引進有限責任法中。有趣的是，最低資本概念的創設於當時純粹只是歷史上的偶然。於當時，德國有限公司法中的最低資本主要係針對礦產公司，要求礦產公司至少需有一個礦，作為公司的資產基礎與債權人保護的主要客體。另一原因則僅係因為當時社會對於小型公司之責任限制的疑慮與質疑，而須以最低資本加以平衡<sup>81</sup>。

時至今日，允許小型公司亦享有有限責任的優惠已無爭論，因此最低資本的目的已與過去不同，而有重新檢視的必要。依學者整理，最低資本具有下列目的<sup>82</sup>：第一、最低資本具有充實營運資本之功能。既然資本維持原則可防免公司將資本返還股東，則資本可全部用以充作公司營運之用，因此最低資本可促使公司

<sup>79</sup> W.J.L. Knight, *Capital Maintenance*, in PERSPECTIVES ON COMPANY LAW 1, 49 (Fiona Macmillan Patfield ed. 1995). See also PAUL L. DAVIES, *supra* note 57, at 259; JOHN BIRDS ET AL., BOYLE & BIRDS' COMPANY LAW 217 (6th ed. 2007).

<sup>80</sup> EILIS FERRAN, *supra* note 10, at 355.

<sup>81</sup> Alexander Daehnert, *The Minimum Capital Requirement – An Anachronism Under Conservation: part 1*, 30(1) COMP. LAW. 3, 4-5 (2009).

<sup>82</sup> *Id.* at 5-6.

設立之初即有充足之資金；第二、最低資本可作為債權人保護的警示。雖然最低資本於公司破產時並無法提供任何事後保障，但得於事前減低公司破產之風險<sup>83</sup>；第三、與前二者有密切關連，最低資本構成公司設立的嚴肅門檻（seriousness），將欠缺足夠財務基礎的事業排除於市場外；第四、最低資本可作為一種風險分擔，使投資人亦需承擔部分公司破產之風險，從而作為股東有限責任的替代。綜上所述，雖然現今最低資本規定的理由已比當初創設此概念時為多，然而其基本精神並無變動，均要求公司必須具備最基本之資產，且最低資本係作為有限責任之代價。

## 第二款 資本之籌措

於要求公司必須具備最低資本後，法定資本制進一步要求公司必須具有等同於資本的資產。在資產負債表中，負債表左側的公司資產必須等同於右側的負債加上股東權益，故股東權益構成公司的淨資產（資產減掉負債）。當公司進入破產清算時，公司債權人得優先於股東受償，因此在美國法中，認為股東權益構成債權人的「信託基金」（trust fund），為公司對債權人唯一之擔保。為確保公司有高於資本之資產，典型之作法為要求公司所發行之股份均須有面額，並禁止公司以低於面額之價格折價發行股份。雖然公司股份之面額與其實際發行價格並無關連，但股份之面額乘以所發行股份總數即構成公司之資本，至於溢價發行的部分則應以「股份溢價」（share premium）記載於資產負債表右側，同樣構成股東權益的一部份。除股份不得折價發行外，法定資本制的另一要求則為，股份之發行必須獲得相當之對價。

公司股份不得折價發行，除可充實公司資本，另可避免債權人誤信公司之資本而與公司交易。若公司實際並未獲得相當於資本之資產時，將誤導因查閱公司

---

<sup>83</sup> John Armour, *Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for Modern Company Law*, 63 MOD. L. REV. 355, 365 (2000).

文件而信賴公司資本之債權人，使其基於錯誤之基礎而為判斷。因此折價發行之禁止可使公司資產負債表上的資本與實際資產一致，某程度得解決公司與債權人間資訊不對稱之問題<sup>84</sup>。惟禁止折價發行的資訊傳遞功能仍有其適用上的限制，蓋公司一旦開始營運後，公司之淨資產即未必能等同於資本，若債權人欲獲得較正確之資訊，仍應檢視資產負債表上的資產與負債之關係，而非僅看公司之資本。

禁止折價發行固然甚為重要，然而在現實生活中，因股份之實際發行價格常高於其面額，債權人往往對系爭股份的發行有無獲得充分之對價更為關心。若股東之出資為現金，則其客觀價值之判斷通常並無問題。惟為因應現今商業社會的多樣性，大多數立法例均允許股東得以現金以外之方式出資，此時如何衡量該出資之價值即甚為重要。例如股東以公司所需之資產出資並認購公司股份 100 股（假設每股 10 元），其理論上應支付 1000 元，若系爭資產之價值只有 400 元時，則短少之 600 元對公司債權人即有「灌水」之嫌。而為因應此問題，在立法例上發展出二種不同的方向，第一種為直接揚棄面額股的概念，亦即捨棄法定資本制，以提高公司籌措資金的自由，此以美國公司法為代表；另一方式則仍固守法定資本制，惟加強公司對於非現金出資的鑑價方式，例如要求非現金出資須經獨立之專家鑑價，甚至禁止不容易鑑價之資產（例如勞務）作為出資之方式。

### 第三款 資本維持原則

前述之最低資本要求與資本募集原則，均係處理公司資產流入的問題，而資本維持原則則在處理公司之資產流出，規定公司資本除正常交易外，不得任意減損。通常情形下股東對公司資產之權利有：一、當公司繼續營運時，自公司獲得股利分派；二、當公司解散時，就公司資產超過負債之部分，按照其持股比例分配。因此，公司股東對公司之資本只有在公司清算時始得受分配，且須劣後於債權人對公司的主張。資本維持原則之目的即在於確保此受償順序的實現。既然資

<sup>84</sup> *Id.* at 364; Wolfgang Schön, *supra* note 73, at 442.

本不得作為返還的客體，公司原則上僅得以盈餘作為分派對象<sup>85</sup>。

法定資本制雖無法防免公司於正常營運中導致的資本減少，但透過其資本維持的設計，可防止公司股東對其資本的投機主義，避免股東任意獲取公司資產而侵害債權人之利益。為貫徹資本維持之目的，法定資本制必須規範所有實質上公司將資產返還股東之行為。為避免公司任意規避此等規定，法定資本制所限制之範圍相當廣泛，包含所有公司直接或間接將資產返還股東之行為，而不僅限於每年一度或半年一度的股利分配，亦包含股份買回、財務援助與公司低價轉讓資產予股東等。至於分派或股份買回的限制，主要係參考公司之資產負債表，視其有無盈餘而定。

此外，資本維持原則亦容許公司調整資本施加於公司之限制。例如公司可透過發行新股或公積轉資本提高公司的資本；同理，公司亦可減少公司股份之面額或已發行股份數，降低公司資本以提高可分派盈餘。為防免公司藉由減資規避分派之限制，法定資本制對於公司之減資均設有債權人保護之規定，例如其減資應經法院之允許，或履踐其他保護債權人之程序。

---

<sup>85</sup> 此時須視各立法例中對於「資本」範圍的界定，若認為資本僅限於股份發行價格乘以已發行股份，則溢價發行部分的資本公積亦可納入分派；反之，若認為所有股東之出資均構成資本之範圍，則公司僅得以盈餘分派。

## 第三章 法定資本制在我國之實踐與問題

### 第一節 法定資本制與資本三原則

如同第二章之討論，法定資本制之目的，一言以蔽之，係以公司之資本作為債權人保護之核心，並因此衍伸出諸多規則。於各國立法例中，歐盟（尤其德國、法國）、日本等公司法特別著重法定資本對於債權人之保障。為確保資本對於債權人保障之實效，以德國法為首的大陸法系，於學理上遂有資本三原則之產生，而相當程度的影響我國公司法<sup>1</sup>。分析資本三原則之內涵：資本確定原則、資本維持原則與資本不變原則，其具體規定主要係規範公司資本的籌措、公司之資產分派與公司之減資，而這些項目均為法定資本制之重要特徵，且均與公司資本有密切關連。因此可認為資本三原則本質上即為法定資本制的一種描述方式，將法定資本制之具體規定予以類型化，所不同者僅在於某些概念的定義或行為的分類。例如英美法學者多將法定資本制下的具體規定分為資本之籌措與資本維持，其中資本之籌措的內涵即類似於資本三原則中的資本確定原則，而資本維持則涵蓋所有公司之資產分派，包含股利分配、股份買回與減資，因此英美法學者所界定的資本維持即包含資本三原則中的資本維持原則與資本不變原則。惟具體規定並無太大的差異。

又「資本」一詞，散見於公司法各條文，惟公司法並未就資本為任何定義。若依會計學之概念，資本為資產負債表股東權益項下之科目，乃由股東之出資所匯集而成之財產總額，構成公司資產的來源之一。然而在公司法中，各條文中所用之「資本」一詞的概念則未盡相同。依學者對於資本之分類，第一種為法定資本與實收資本。前者又稱章定資本或形式資本，係指章程規定公司得發行之股份總數乘以每股票面金額之合計；後者則係公司已發行股份總數乘以每股票面金額

<sup>1</sup> 柯芳枝，公司法論，頁 132，三民書局，2004 年 5 月。



之合計。第二種分類則為形式資本與實質資本。前者係指股東之出資，即股份總數乘以每股金額；後者則係指形式資本因公司實際經營而有增減之餘額。另外，亦有學者從會計學的角度分類，將資本分為廣義之資本與狹義之資本。前者強調所有股東之投入，均應納入資本的概念中，不因票面金額之採取而有影響；後者則認為資本僅指發行股數乘以票面金額的部分，股票溢價發行之部分則應納入資本公積<sup>2</sup>。

本文認為，「資本」一詞的概念或定義，必須從討論資本之功能的脈絡下加以理解。資本三原則或法定資本制，其目的均在於以「資本」作為限制公司行為之標準，則此一名詞中「資本」的範圍，即必須參考公司法中限制的範圍。根據以下的討論，我國公司法的資本三原則多係將資本公積與資本（股本）設有相同的限制，則資本三原則中的「資本」，即應包含股本與資本公積，而採取較為廣義的概念。

要之，我國之資本三原則，本質上即為採取法定資本制之立法例，而與歐盟或英國公司法相同。由於我國公司法學者在描述我國關於資本之具體規定時，多以資本三原則作為分類，故本文亦以資本三原則之分類方式個別討論此三原則之具體規定，以探討法定資本制在我國之內涵與其發展之現狀。

## 第二節 資本確定原則

### 第一項 資本確定原則之意義與具體規定

通常公司之資金來源有三種管道：發行股份、借款與保留盈餘。其中保留盈餘係公司營運之成果，較難透過法律規範，亦非向來法定資本制討論之重點，因

---

<sup>2</sup> 王文宇，公司法論，頁 223，元照出版公司，2006 年 8 月。就溢價發行數額之處理，依商業會計法第 13 條所授權之商業會計處理準則第 25 條之規定，將其強制提列為資本公積處理，具有穩定公司資本架構及相關股利政策之積極功能。參林仁光，會計，載於賴源河等十三人著，新修正公司法解析，頁 329，元照出版公司，2002 年 1 月。

此公司財務規範主要係以股本與借款為核心。股份有限公司之基本設計，係股東一旦出資，該資金原則上需永留於公司供持續經營，不得任意取回。至於公司自債權人所貸得之借款，於借款清償期屆至時即有清償之義務，且公司解散清算時，債權人就公司資產受分配之位階亦優先於股東。由於債權人具有優先順位，公司資產減去負債（即資本之數額）乃成為債權人之最終擔保。而資本確定原則之目的即在藉由資本之確定，以提供債權人評估公司財力之良好指標。

所謂資本確定原則，係指股份有限公司於設立時，須於章程中確定資本總額，並應經認募全數股份，公司始得設立及營業<sup>3</sup>。此一原則旨在確保公司於成立時即有穩固財產基礎，以免虛設公司。具體表現於我國公司法之條文，例如公司法第 9 條第 3 項規定：「公司應收之股款，股東並未實際繳納，而以申請文件表明收足，或股東雖已繳納而於登記後將股款發還股東，或任由股東收回者，公司負責人各處五年以下有期徒刑、拘役或科或併科新臺幣五十萬元以上二百五十萬元以下罰金。」<sup>4</sup>。本條之目的即在於確定公司有健全之財產基礎，且避免第三人信賴公司章程之規定數額而遭受損害。另外，於 2001 年公司法修正前，確定資本額之另一目的，係用以區分公司之資本是否應該大眾化或進行股權分散，亦即強制公開發行之問題<sup>5</sup>。惟 2001 年公司法修正後，已將公司是否公開發行規定為公司自治事項，留待公司董事會決議決定，此一區別實益已不存在。

除確定資本額外，我公司法於 2009 年 4 月 29 日修正前，同法第一百條第二項與第一五六條第三項，對於有限公司及股份有限公司規定得由主管機關定有最

---

<sup>3</sup> 同前註，頁 225。

<sup>4</sup> 曾宛如，股份有限公司資本三原則之檢討，台灣大學法律學研究所碩士論文，頁 6，王泰銓指導，1991 年 6 月。向來學說多將公司法第 9 條納入資本確定原則之範疇，參王泰銓，公司法新論，頁 164，三民書局，2002 年 10 月。惟近來有學者認為，資本確定原則本質上不牽涉資本使用，亦不涉及股東出資義務踐行後取回之問題，故公司法第 9 條應屬資本維持原則之範疇，參施建州，論資本維持原則對於債權人之保護，玄奘法律學報第一期，頁 48，2004 年 6 月。

<sup>5</sup> 修正前公司法第 156 條第 4 項規定「公司資本額達中央主管機關所定一定數額以上者，除經目的事業中央主管機關專案核定者外，其股票應公開發行。」

低資本額之限制<sup>6</sup>。本條之目的在於確定企業規模，因營業活動不同，所需之資金亦不同，故有賴於最低資本之規定以確保公司具備足夠資金以從事企業之運作，以達到資本確定原則之目的<sup>7</sup>。惟公司法 2009 年 4 月 29 日修正時，立法者為促進公司之迅速設立，認為會計師之查核簽證已足以確保公司營運所需之資金，為避免資金閒置，不宜由主管機關統一訂定最低資本額。又為改善我國經商環境，促進企業開辦，公司資本額應以經會計師查核簽證認定資本額足數設立成本即可。因此廢除我國公司法最低資本之規定<sup>8</sup>。

資本確定原則的另一功能，係作為公司實質資產下限的參考依據。依公司法第 211 條第 1 項規定「公司虧損達實收資本額二分之一時，董事會應即召集股東會報告。」此為法律明訂之公司股東會的聽取報告權。蓋公司虧損達實收資本額二分之一時，意味著公司之實際資產已明顯低於其資本，可能危害公司債權人及股東之權益。惟應注意者，公司法並未規定董事會召集股東會報告後應採取一定措施，若股東會並未對此作出任何決議，並無不可。因此實務上較重要者，係同條第 2 項「公司資產顯有不足抵償其所負債務時，除得依第二百八十二條辦理者外，董事會應即聲請宣告破產<sup>9</sup>。」又若公司董事會因故意或過失未踐行此程序，

<sup>6</sup> 依經濟部 97 年 4 月 24 日經商字第 09702407950 號函，有限公司及股份有限公司之最低資本額分別為新臺幣 25 萬及新臺幣 50 萬。此外，關於公開發行公司的資本額，證券交易法及其他相關法規有特別規定，以上市公司為例，其資本額至少須達 6 億元（有價證券上市審查準則第 4 條）。惟有學者針對股份有限公司之最低資本額，認為目前公司商業貿易運作頻繁，該最低資本額 50 萬元未免過低，對於公司債權人保障是否充足，實有疑問。參施建州，論資本維持原則之原理，逢甲人文社會學報，第 4 期，頁 323，2002 年 5 月。

<sup>7</sup> 曾宛如，公司法最低資本額之變革－論有限公司與股份有限公司之最低實收資本額規定之廢除，月旦法學雜誌，第 171 期，頁 7，2009 年 8 月。

<sup>8</sup> 修正理由：「（一）按公司最低資本額之規定，係要求公司於設立登記時，最低資本須達一定數額，方得設立。惟資本僅為一計算上不變之數額，與公司之現實財產並無必然等同之關係；同時資本額為公示資訊，交易相對人可透過登記主管機關之資訊網站得知該項資訊，作為交易時之判斷；再者，公司申請設立登記時，其資本額仍應先經會計師查核簽證，如資本額不敷設立成本，造成資產不足抵償負債時，董事會應即聲請宣告破產，公司登記機關依本法第三百八十八條規定將不予登記。爰此，資本額如足敷公司設立時之開辦成本即准予設立，有助於公司迅速成立，亦無閒置資金之弊，該數額宜由個別公司因應其開辦成本而自行決定，尚不宜由主管機關統一訂定最低資本額。（二）又依據世界銀行公元 2008 年 9 月發布「2009 全球經商環境報告」中有關「最低資本額」之調查指出，我國「最低資本額」占國人平均所得百分之一百以上，於世界排名為第一五七名。為改善我國經商環境，促進企業開辦，公司資本額應以經會計師查核簽證認定資本額足數設立成本即可，爰刪除第二項。」

<sup>9</sup> 本處所稱之「虧損」，為完成決算程序經股東會承認後之累積虧損，與公司年度進行中所發生

導致公司債權人因此遭受無法抵償之損害，應依民法第 35 條第 2 項之規定對債權人負連帶損害賠償責任<sup>10</sup>。

## 第二項 資本確定原則之鬆綁

### 第一款 授權資本制之採行

資本確定原則之目的主要如下：確保公司有充足之資本提供經營者使用、股東判斷其權益比例多寡之依據及提供資本維持原則運作之參考標準等。然而，公司法為使公司易於成立與籌措資金，就資本確定原則之發展為從 1966 年法定資本制修正為折衷式授權資本制，到現行法之單純授權資本制，已無第一次發行股數不得少於股份總數四分之一的限制。復加上最低資本額的規定，亦已於 2009 年 4 月廢除，公司實際發行之資本已與章程所載之資本無任何關連性，使章定資本已不再適合作為資本確定之參考標準。

換言之，今日公司章程上所載之資本，對於債權人已無意義。設若一公司章程上記載資本十萬股，每股十元，在授權資本制下，公司縱使僅發行一股，亦不違法。對於債權人較有意義者為公司的實收資本，非授權資本。惟在授權資本制下，只要不超過授權資本之範圍，公司得隨時增加其實收資本，已無資本「確定」可言。不僅如此，於授權資本制下，公司並無義務將形式資本所載之數額全數發行，亦即公司之形式資本並不適宜作為債權人評估公司資產之對象。至此，自 1966 年公司法改採授權資本制那一刻起，我國已揚棄資本確定原則<sup>11</sup>。

之所以如此，係因對公司債權人而言，其所關心者為公司實際上究竟有多少資產，亦即公司之實質資本。然而對債權人而言，形式資本意義不大但法律較易

---

之本期淨損之合計。又同法二百七十條第一款「最近連續二年有虧損者」之「虧損」，係指最近連續二個會計年度有虧損者而言。（經濟部 91 年 12 月 11 日經商字第 09102280620 號函）

<sup>10</sup> 最高法院 58 年臺上字第 790 號判例。

<sup>11</sup> 曾宛如，前揭註 7 文，頁 132。

規範；實質資本雖較能反映公司實際情況，卻難以以法律加以規範<sup>12</sup>。而形式資本又可分為章定資本與實收資本，早期之法定資本制為求管制之方便，將重點置於公司之章定資本；惟後來為因應公司之實際需求，則又將重點轉移至使實收資本之數額具有彈性，例如引進授權資本制等。惟向來資本確定原則係以章定資本為規範對象，授權資本制之引進是否意味著資本確定原則之拋棄，即有疑問。縱使認為我國仍保有資本確定原則，其意義或功能已與過去之資本確定原則有所不同。

因此，若仍認為資本確定原則對債權人保障有其意義，應將重點轉移至公司的實收資本，確保公司必須取得相當於已發行股份數之對價，以充實公司之資本。且實收資本亦為公司登記事項，具有一定的公示性，可作為交易相對人信賴之基礎（公司法第 393 條）。惟此等解釋，一來並無法解釋實收資本額在授權範圍內並非不可變動之事實，二來亦與原本資本確定原則之意義不同。應可認為我國現行法之規定已在相當程度內捨棄資本確定原則對債權人保護之功能<sup>13</sup>。

## 第二款 中間性證券

如前所述，在授權資本制下，公司章程所載之形式資本已不再適宜作為衡量公司財務之標準，真正與公司實際發行股份數有關者為公司之實收資本。惟縱認為資本確定原則可藉由實收資本加以確定，然而實收資本本身所表彰之價值，有時亦未必容易確定。其原因之一即為中間性證券的發行。

隨著金融工具設計日趨複雜，風險報酬為不同組合下，借款與股票之分界已逐漸模糊，多種中間證券應運而生<sup>14</sup>。典型者例如某些類型之優先股（preference shares），其與普通股不同之處在於，該等優先股每年均可向公司請求分派股息或

<sup>12</sup> 方嘉麟，論資本三原則理論體系之內在矛盾，政大法學評論，第 59 期，頁 159，1998 年 6 月。

<sup>13</sup> 然而，授權資本的存在仍有其意義，其可構成公司經營者發行新股的限制，使現存股東得預見其股權稀釋程度的上限。惟此功能與債權人保障並無關連。

<sup>14</sup> 方嘉麟，前揭註 12 文，頁 64。

請求一定數額之給付，惟通常優先股之表決權會受到限制。就每年定期支付股息以及其受償順位優先於普通股之特性，此優先股之性質已類似於公司之債務。另從優先股之表決權受到限制觀之，也與公司之債務類似。因此，儘管在會計上一項融資究竟屬於資本性質抑或債務性質，必須取決於該融資之條款，優先股在法律上仍屬於公司資本之一種。

除優先股外，另有其他更複雜之融資工具。例如可轉換優先股 (convertible preference share)，不僅具有優先股之權利，尚賦予證券持有人於將來某時點轉換為該公司或其子公司之普通股。此外，尚有所謂可轉換公司債 (convertible debt)，允許公司債權人於將來得以特定條件將其債權轉換為公司之資本，使債權人有機會參與公司之資本成長<sup>15</sup>。公司亦得發行受償順位劣後之債權，約定除非公司已清償其他債權，否則不得對劣後之債權人為清償。

凡此種種新型態之中間性證券，均使資本 (equity) 與借款之界線越來越模糊，亦使得資本數額所表彰之公司資產難以確定，而無法達到資本確定原則之目的。例如前述之優先股，由於公司每年依契約內容必須支付一定之利息，在性質上已接近於債權之性質，若將其完全視為公司之資本，恐有高估公司資本之虞；反之，若將可轉換債權、受償順位劣後之債權一律與其他債權等同視之，則又有可能低估公司之資本。此外，我國公司法關於權利義務異於普通股之特別股，規定公司得以盈餘或發行新股所得之股款收回之，在立法政策上反應公司法認為特別股違反股份平等，故以回贖消滅為常態。則特別股自普通股股東之觀點，事實上類似公司之長期負債，無法期待其永存於公司，供吸收營業虧損之用。

---

<sup>15</sup> 我國過去公司法第 130 條原規定公司章程必須載明公司債可轉換股份之數額，於 2001 年公司法修正時，立法者考量到公司活絡資金之需求，以及避免因為可轉換公司債轉換時公司須頻繁召開股東會修正公司章程的困擾，遂刪除該條項之規定，使公司可彈性調整公司債可轉換股份之數額。

### 第三節 資本維持原則

#### 第一項 資本維持原則之意義

資本維持原則，又稱「資本充實原則」。係指公司存續中，公司至少須經常維持相當於資本額之財產，以具體財產充實抽象資本之原則。若自資產負債表觀察，則指公司應維持有相當於股東權益項下股本或實收資本數額之具體財產。資本維持之目的在於保護（投資人）股東及債權人之利益，因渠等可從公司之資本額及資產負債表瞭解公司之財務狀況。進一步言之，對於債權人而言，儘管債權人對於公司之財務預測主要係建立於公司商業行為的表現，然而於債權人決定是否借款予公司時，某程度仍會信賴公司於資產負債表上的實收資本額。為避免債權人對於資產負債表之信賴遭受預期外損害，資本維持原則對於公司資產的處分定有一定之限制，以防免公司財產的不當減少。對於投資人（股東）而言亦同，投資人於決定是否投資某公司前對於其資本額與資產負債表的信賴，於投資該公司成為股東後同樣應受到保護。亦即，提供公司對抗現有股東不合理盈餘分配要求一個法律基礎，以免損及未來股東的權益<sup>16</sup>。

為達到資本維持原則之目的，公司法主要採用的手段為規範公司對其財產的處分行為，亦即禁止公司從事明顯可能危害到公司整體資產的行為。公司之主要目的為從事商業行為，而獲利與虧損本為商業行為之本質，因此有高度虧損可能性之商業行為雖然也可能侵害公司之資產，仍非資本維持原則所禁止之對象。反面言之，公司將資金貸與他人，雖未必對於其資產有所危害（若有利息，反而有利），然而由於立法者認為將資金轉換為債權，因債權有無法實現的風險，原則上為公司法第 15 條所禁止。我國法關於資本維持原則有諸多規定，具體規範例如：公司股票原則上禁止折價發行（第 140 條）、用以抵作股款之財產如估價過

<sup>16</sup> 馮震宇，公司證券重要爭議問題研究，頁 268，元照出版社，2005 年 5 月。

高者，主管機關或創立會得減少其所給股數或責令補足（第 147 條）、股份回籠禁止（第 167 條）、分派股利前應先填補虧損及提存法定盈餘公積（第 232 條、第 237 條）。觀察此等條文，大抵上可分為公司資產取得與資產流出兩部分，以下分述之。

## 第二項 資產取得之規定

### 第一款 股票折價發行之禁止

股票依其是否記載一定之金額為區分標準，可分為票面金額股與無票面金額股。依我國公司法之規定，每股金額為章程之絕對必要記載事項（第 129 條第 3 款），且每股金額應歸一律（第 156 條第 1 項前段），僅允許公司發行票面金額股。公司發行股票時，於有關股票簽證之規定亦要求應於股票載明票面金額（第 162 條第 1 項第 3 款）。至於股票之面額，於公開發行公司，依公開發行公司股票公司股務處理準則第 14 條，公開發行公司股票面額統一為新台幣壹拾元，係採面額均一主義；至於非公開發行公司，則無每股金額為新臺幣壹拾元之限制<sup>17</sup>。在採取票面金額股時，若股票以低於票面金額之價格發行時，學說上稱之為「灌水股」（watered stock）。灌水股的態樣在我國公司法之規範有二：一、股票以低於票面金額之價格發行；二、公司高估出資標的之價值。

依 2001 年修正前公司法第 140 條規定，股票之發行價格，不得低於票面金額。此條旨在禁止股票之折價發行，以落實資本維持原則。蓋股份有限公司之信用係建立於資本上，於股票定有面額時，禁止其折價發行可確保公司資本無灌水之情形，同時也確保有相當於發行股份所代表資本之具體財產進入公司，以保障公司債權人之利益。然而鑑於近年來景氣低迷，許多公開發行公司股票之市場價

<sup>17</sup> 經濟部 93 年 9 月 7 日經商字第 09302147710 號函：「惟非公開發行股票公司之股票面額，無每股金額為新臺幣壹拾元之限制，每股金額為壹元、貳元、...均無不可，所詢可依上開規定辦理。另公司法第一百四十四條本文規定之立法意旨，在維持資本充實原則及保障股東權益，併為敘明。」



格已跌破其票面金額（10元），成為所謂的「水餃股」等，於此情況下，此等公司若欲發行新股募集資金，將礙於舊法禁止折價發行，再加上金融機構對此類公司之授信亦趨於保守，使其面臨資金短絀之困境<sup>18</sup>。

因此，公司法於2001年修正時，增訂但書使公開發行股票之公司於證券管理機關另有規定時，得折價發行股票。證券交易法亦配合修正，在第27條增訂第2項規定「公司更改其每股發行價格，應向主管機關申報」，以為配合。此外，股票溢價發行時超過面額部分係列為資本公積，而關於折價發行部分之處理，依會計研究發展基金會90年2月9日基秘字第029號函釋，公開發行公司若有以低於面額價格折價發行股票者，應於發行時以面額貸記普通股股本，其面額與發行價格間之差額應先借記同種類股票溢價發行產生之資本公積，如有不足，則借記保留盈餘項下之未分配盈餘<sup>19</sup>。換言之，股票的折價發行亦會影響公司的可分派數額。

允許公開發行公司於例外時得折價發行，固然得解決上述問題，但允許折價發行已經意味著資本維持制度的破壞。故近來學說討論之重點在於，於公開發行公司是否應允許無票面金額股或低票面金額股之發行。票面金額股之目的在於牽制董事會，限制其不得用低於面額之價格發行股票，產生股權稀釋之效應，並確保公司發行股份時，至少取得與面額相當之對價<sup>20</sup>。同時也具有確保股東間之公平性、協助債權人評估其交易風險與協助投資人判斷是否買入股票等功能<sup>21</sup>。至於無票面金額股則具有有助於改善公司財務結構、避免籌資之困境、可靈活股務處理、避免誤導投資人判斷股份價值等優點<sup>22</sup>。

<sup>18</sup> 王文宇，前揭註2書，頁228。

<sup>19</sup> 另參財政部證券暨期貨管理委員會90年11月16日（九十）臺財證（六）字第006122號函。

<sup>20</sup> 王文宇、林仁光，公司資本制度與股票面額之研究，頁544，收於王文宇，民商法理論與經濟分析（二），元照出版社，2003年4月。

<sup>21</sup> 許昆皇，論股份有限公司資本制度-以具體規範之探討為中心，頁88，國立政治大學法律研究所碩士論文，林國全博士指導，2005年。

<sup>22</sup> 同前註，頁90。

## 第二款 出資種類之限制

資本維持原則關於資產流入，除前述股票不得折價發行外，另一種必須防免者為股票發行價格雖未低於形式價格，但卻因高估出資標的之價值，導致以低價值之出資抵充高額股款之情事發生。例如以市價不到一千萬元之房屋，鑑價為一千萬元後，用以抵充一千萬之股款。

折價發行係形式上出資低於股份，任何人均可立即知悉公司並未收到相當於帳面價值之股款。高估出資標的，因於鑑價時係將該標的物鑑定為相當於帳面價值之數額，雖然形式上出資並未低於股份，實質上公司並無相當之資產流入。現金出資為傳統法定資本制的典型，其特徵在於實收資本結構上現金流量穩定，價格評估成本極低，所生問題較少<sup>23</sup>。至於現金以外的出資標的，其價值是否被高估，非形式上可得知悉，且出資標的應如何鑑價乃至鑑價程序應如何進行等，均為現物出資可能面臨之問題。為避免發生灌水股之情事，最簡便之作法為限制股東僅得以現金作為出資標的。故公司法於 2001 年修正前，股份有限公司股東之出資以財產出資為限，無形資產原則上不得為出資標的<sup>24</sup>。

然而若過度限制股東出資之方式，於某些情形下，一來可能不當抑制投資人之投資意願，二來可能妨礙公司之籌資管道，且可能使握有公司所需技術之投資人，無法以該技術作為投資標的，因而阻礙公司之發展。且從資本維持原則保護債權人之立場，關於出資之重點應在於公司是否取得相當之對價，只要公司能取得相當於股份價值之資產，對於債權人之保障即已足夠，出資之方式並非重點。因此公司法於 2001 年修正時，修正公司法第 156 條第 5 項，將原條文修正為「股東之出資除現金外，得以對公司所有之貨幣債權，或公司所需之技術、商譽抵充

<sup>23</sup> 施建洲，法定資本制概念的檢驗-以資本維持原則為中心，私立輔仁大學法律學系博士論文，賴英照博士指導，頁 81，2004 年。

<sup>24</sup> 2001 年公司法修正前第 156 條第 5 項規定「股東之出資，除發起人之出資及本法另有規定外，以現金為限。」

之；其抵充之數額需經董事會通過，不受第二百七十二條之限制。」

### 第三項 資產分派之規定

資本維持原則要求公司於存續中，至少須維持相當於資本之現實財產，而以該具體之現實財產充實其抽象之資本，已如前述。導致公司現實財產減少的情形甚多，例如公司營運虧損、公司分派現金股利、買回自己股份或是減資等。因公司於營運中，獲利與虧損均為必然之現象，公司法亦無法禁止公司不虧損，故虧損雖然也會導致公司之現實財產減少，仍非公司法所欲規範之對象。換言之，從規範實益的角度，公司法所能禁止的僅在於公司任意的減少其財產。

依我國通說對於資產維持原則中禁止資產流出的解釋，認為公司法之具體規定包含公司原則上不得將資金貸與他人（第 15 條）、股份回籠禁止（第 167 條）、分派股利前應先彌補虧損及提存法定盈餘公積（第 232、237 條）等。至於公司之減資，則將其置於資本不變原則之下<sup>25</sup>。

#### 第一款 盈餘分派

##### 第一目 概說

公司為一個營利組織，股東於投資公司時，目的之一即在於藉由成為該公司之股東獲得利益<sup>26</sup>。除轉讓股份之資本利得、公司解散清算時之剩餘財產分派，透過公司正常經營所得之盈餘分派，亦為股東回收投資之重要方式。營業利潤之分派，固得於公司事業完成而解散時，以分派剩餘財產之方式一次為之。惟因公司通常未定有存續期間，只要公司營運順利，通常亦將持續經營而不考慮解散。為避免股東因長期間未有投資回報而影響投資意願，有礙股份有限公司資金之募

<sup>25</sup> 王文宇，前揭註 2 書，頁 226。

<sup>26</sup> 其他目的尚有取得經營權、賺取流通市場之價差等。

集，公司法定有股利分派之規定<sup>27</sup>。

依公司法第 232、237 條之規定，公司須每年為損益計算，如有盈餘，原則上由董事會與股東會決定之。盈餘分派傳統上可分為股息及紅利，前者係指章程中所訂定之定額或利率所分派之盈餘；後者則指股息之外，增加分派之盈餘<sup>28</sup>。然有學者認為，股東與債權人之性質並不相同，股東將資本投入公司後，基於股東權之特性，公司並無向股東支付「利息」之義務，股東所能享受者僅為盈餘分配及出售所獲資本利得等利益，故公司所分配之盈餘，皆屬股東之「投資報酬」，而不宜以「股息」或「紅利」加以區分<sup>29</sup>。我國公司法對於股東之投資報酬之用語，有用「分派盈餘」、「盈餘分派」者，亦有使用「分派股息及紅利」一詞者，學說上即有認為，公司法兼採此二用語，可能引發「股息及紅利是否與盈餘不同」之疑慮<sup>30</sup>。本文贊同此見解，蓋股息與紅利唯一之差別僅在是否規定於章程，縱使規定於章程而稱之為股息，因實際上為盈餘分派而須受到盈餘分派程序之限制，性質上仍與一般之利息不同。

## 第二目 盈餘分派之要件

### 一、公司有盈餘時

我國採取法定資本制，若公司欲為盈餘分派，原則上必須有盈餘始得為之。依公司法第 232 條第 2 項本文規定：「公司無盈餘時，不得分派股息及紅利」。復依同法第 232 條第 1 項，公司非彌補虧損及依本法規定提出法定盈餘公積後，不得分派股息及紅利。」其立法意旨在於遵守資本維持原則，以保護公司債權人之利益。本處之虧損，係指為完成決算程序經股東會承認後之累積虧損，與公司年

<sup>27</sup> 柯芳枝，前揭註 1 書，頁 360。

<sup>28</sup> 同前註，頁 361。

<sup>29</sup> 王文宇，前揭註 2 書，頁 377。

<sup>30</sup> 許坤皇，前揭註 21 論文，頁 114。

度進行中所發生之本期淨損之合計<sup>31</sup>。亦即縱使公司當年會計年度有盈餘，若無法彌補以前年度累積之虧損，仍不得為盈餘分派。要之，公司有盈餘（稅後純利）時，須彌補歷年虧損，依法提出法定盈餘公積或特別盈餘公積，尚有剩餘時，始得對股東分派。

## 二、公司無盈餘時

### （一）以盈餘公積分派

公司無盈餘時，原則上不得分派盈餘。此係因公司若該年度無盈餘，表示公司整體之營運可能發生問題，若仍任由公司將現實之財產以股利方式分配予股東，除對債權人及交易安全之保障恐嫌未周，對公司財務體質亦屬傷害，而不利於股東<sup>32</sup>。然而若公司之法定盈餘公積之累積已達到一定數額，代表公司已有相當之資產，對債權人之保障或公司營運所需資金均堪稱周全時，將超額之法定盈餘公積派充股利予股東，應屬合理之股利政策運用。故本法第 232 條第 2 項規定：「公司無盈餘時，不得分派股息及紅利。但法定盈餘公積已超過實收資本額百分之五十時，得以其超過部分派充股息及紅利。」

### （二）建業股息之預付

股東受股利分派，必須該年度公司有盈餘或公司已累積一定程度之法定盈餘，已如前述。而公司有盈餘之產生，其前提必然為公司已開始營業。惟如鋼鐵、造船、捷運等事業之經營，往往需要較長之創業期間，始能開始營業。此等產業多需巨額資金，而有向大眾籌資之必要。然若固守資本維持原則，認為公司無盈餘即不得分派股利，勢必將大大減低投資人對此等重大產業之投資意願，而不利於這些基礎建設之發展。

<sup>31</sup> 最高行政法院 94 年度判字第 1894 號判決。

<sup>32</sup> 王文宇，前揭註 2 書，頁 378。

有鑑於此，本法設有建業股息之規定。依公司法第二三四條規定：「公司依其業務之性質，自設立登記後，如需二年以上之準備，始能開始營業者，經主管機關之許可，得依章程之規定，於開始營業前分派股息。(第一項)前項分派股息之金額，應以預付股息列入資產負債表之股東權益項下，公司開始營業後，每屆分派股息及紅利超過實收資本額百分之六時，應以其超過之金額扣抵沖銷之。(第二項)」此種股息，稱為建業股息，性質上為股息之預付。其目的在於提高投資人投資此等需長期準備期間之企業的意願，惟為保障債權人之利益，本法對建業股息之分派設有嚴格之要件，甚至須經主管機關許可，藉由事先審查以防止弊端之發生。

### 第三目 盈餘分派之標準與方法

#### 一、盈餘分派之標準

為維持股東平等原則，公司股息及紅利之分派，除章程另有規定外，以各股東持有股份比例為準（公司法第 235 條）。惟公司若發行特別股，其盈餘分派，應依章程訂之（第 157 條第 1 項）。

#### 二、盈餘分派之方法

##### （一）現金股利

依現行公司法之規定，股利可分為現金股利與股份股利<sup>33</sup>，前者係發放現金予股東，後者則為發放股票。現金股利係最普遍之盈餘分派方式。公司法第一八四條第一項規定：「股東會得查核董事會造具之表冊、監察人之報告，並決議盈餘分派或虧損撥補。」依本條規定，盈餘分派之決定，須先由董事會提案，再由

<sup>33</sup> 經濟部 90 年 7 月 13 日經商字第 09002150810 號函：「按公司法第二百四十條第一項及第四項規定：「公司得由有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之決議，將應分派股息及紅利之全部或一部，以發行新股之方式為之；其不滿一股之金額，以現金分派之」、「依前三項決議以紅利轉作資本時，依章程員、工應分配之紅利，得發給新股或以現金支付之」。是以，股息紅利之發放應以股票或現金為限。」

股東會決定是否分派。亦即盈餘分派之最終決定權係操諸股東會，此係因股東會係由全體股東所組成，由其決定如何分享當年度之企業經營成果（盈餘）最為確當<sup>34</sup>。且實務上認為，盈餘及股息紅利之分派，乃專屬於股東會之決議事項，性質上為強制規定，應不得以章程變更為授權董事會辦理事項<sup>35</sup>。

然而須注意者，公司法並未規定公司如有盈餘是否應為盈餘分派，故應解釋為公司自治事項。因盈餘分派涉及公司資產之處置，就公司資產應將其分配予股東，抑或保留於公司作將來投資營運之用，事涉公司經營者之專業判斷。股東會依公司法第一八四條雖可決定是否為盈餘分派或彌補虧損，但仍須董事會有盈餘分派之提案始可（公司法第二二八條）。盈餘分派請求權在性質上應為股東之自益權，且如公司並非恣意或長期剝奪或限制，而是於合理範圍內，透過章程訂定或股東會決議不分配盈餘或提列特別盈餘公積，仍得保留盈餘或限制盈餘分派，故盈餘分派請求權尚具有相對性固有權之性質<sup>36</sup>。

此外，實務上認為依公司法第二百二十八條、第二百三十條規定，股份有限公司既須於年度終了時，由董事會基於各項財務表冊編造盈餘分派之議案，交監察人查核後，送股東常會請求承認。為避免公司於其後之年度股東常會上變更決議，以迴避公司法第二百三十二條盈餘應以上年度財務表冊為基礎，於彌補虧損及提出法定盈餘公積後方得分派之規範意旨，股東常會分派盈餘之決議，應僅於股東常會召開當年度營業終結前召開之股東臨時會，方得變更股東常會之決議<sup>37</sup>。

## （二）股份股利

依公司法第 240 條第 1 項前段規定：「公司得由有代表已發行股份總數三分

<sup>34</sup> 經濟部 94 年 8 月 4 日經商字第 09402112840 號函。

<sup>35</sup> 經濟部 79 年 5 月 4 日經商字第 207413 號函。

<sup>36</sup> 王志誠，股東之盈餘分派請求權，月旦法學教室，第 41 期，頁 26。

<sup>37</sup> 最高法院 90 年台上字第 1721 號判決。

之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之決議，將應分派股息及紅利之全部或一部，以發行新股方式為之。」此稱為股份股利或盈餘轉增資。此處之發行新股，應係指普通股而言<sup>38</sup>。本條之立法意旨，在於以應分派於「股東」之股息及紅利，如經股東會決議轉作資本，將能使公司資力更為雄厚，並樹立公司之信譽<sup>39</sup>。

相較於發放現金股利僅須經股東會之普通決議（第 178 條、174 條），發放股票股利則須股東會以特別決議為之。此係因股票股利之發放等同強制股東認股，影響股東權益甚鉅，故應慎重為之<sup>40</sup>。

#### 第四目 違法分派之效果

依公司法第 232 條第 1、2 項、第 237 條第 1、2 項規定，公司有盈餘時，須先完納一切稅捐，彌補虧損，依法提出法定盈餘公積，若依章程或股東會議決須提列特別盈餘公積者，並提列特別盈餘公積後，尚有剩餘時，始得對股東分派盈餘。是以公司股東之盈餘分派請求權須踐行上開公司法所規定之程序及符合上開公司法所規定之要件，方得行使，公司及股東均應遵行，不得違反<sup>41</sup>。若公司股東會違反法定程序而仍為盈餘分派之決議，依公司法第 191 條應為無效<sup>42</sup>。

依公司法第 233 條第 1 項規定，若公司法違法分派股息及紅利時，公司之債權人，得請求退還並得請求賠償因此所受之損害。又此處被請求退還之對象為受溢額分派之股東或員工，且公司債權人僅能請求將溢額分派退還於公司，而不得請求向自己為給付<sup>43</sup>。另者，公司負責人違反同條第一項或第二項規定分派股息及紅利時，尚有刑事責任（同條第二項）。

<sup>38</sup> 柯芳枝，前揭註 1 書，頁 365。

<sup>39</sup> 經濟部 78 年 1 月 6 日經商字第 000282 號函。

<sup>40</sup> 王文宇，前揭註 2 書，頁 381。

<sup>41</sup> 最高法院 97 年台上字第 626 號民事判決。

<sup>42</sup> 最高法院 70 年台上字第 1862 號民事判決。

<sup>43</sup> 柯芳枝，前揭註 1 書，頁 367。



## 第二款 股份回籠禁止

### 第一目 股份回籠禁止之理由

依公司法第 167 條第 1 項之規定，股份有限公司除法律有特別規定之情形外，原則上不得將自己之股份收回、收買或收為質物。此係因向來學者認為，股份有限公司為社團法人，依一人僅具一法人格之法理，公司理論上不得以認股方式而成為自己的股東。是故，其設立或發行新股之際，公司不得依認股而取得自己股份。然而公司成立發行股份後，股份已成為具流通性證券而具有財產價值，前述理由已無法正當化公司不得將自己股份收買或收為質物。此際禁止公司買回自己股份，應為法律政策上的理由。以下分述公司法禁止公司取得自己股份之理由：<sup>44</sup>

#### 一、資本維持原則之危害

若公司係有償買回自己之股份，則形同股東出資之返還。將使原應留存於公司以保障債權人權益之資本遭受侵蝕，而違反資本維持原則。若公司以資本買回自己股份，無異自行銷除股份，雖造成資本減少，但因未履行減資的法定程序，而構成減資之脫法行為。且公司若在高價位時買入股份，當公司營運發生虧損時，往往會導致股價下跌，公司將蒙受雙重損失。另外，雖然公司若以可分配盈餘買回股份不至於侵害公司資本，且股份有其市場價值，公司買回自己股份後仍可再為出售。然而買回股份終究會導致公司資產減少，且股票市場瞬息萬變，再度出售未必與買回之價格相當，均可能損害債權人之利益。且資產之減少亦會使公司流動資金固化，一來使公司可運用之資金減少而不利於營運，二來可能發生

<sup>44</sup> 以下整理自林麗香，企業取回自己股份之法律問題，台北大學法學論叢，第 48 期，頁 72 以下，2001 年 6 月；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 391 以下，1995 年 6 月；方嘉麟，公司回收自己股份法律效果之研究，政大法學評論，第 75 期，頁 125 以下，2003 年 9 月。賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，頁 210，作者自版，2006 年 2 月。

對債權人無法清償的風險。

## 二、避免公司藉股份之買回操縱市場

公司對於自己股價之高低具有高度之利害關係，公司有相當之動機去操縱股票之價格。若允許公司買回自己股份，公司得以買回自己股份之方式從事市場操縱行為，例如在市場上不斷買回自己股份，而使人誤信該公司之股票交易活絡、公司資產狀況良好或使人誤認現在經營者之業績優秀。此外，公司經營者最為瞭解公司之經營狀況，若允許公司任意買回股份，由於買回股份之決定本身即為公司內部對股價有影響之重要訊息，可能發生公司經營者藉此為內線交易的問題。且縱非經營者從事內線交易，公司本身亦可能藉由大量買回股份而獲取利益。

## 三、易生違反股東平等原則之情事

公司有償買回自己股份時，若非在公開交易市場上買入，而係私下磋商締結買賣契約時，則能為公司收買股份之股東，終究屬特定股東而已。若公司買回股份之價格高於市價，例如公司營運欠佳，導致股價下跌而不易脫手時，若公司經營者僅對自己之親朋好友買回股份，對於其餘未被收買自己股份之股東將產生不公平之情事。

其次，公司經營者為穩固自己之地位，遇到市場上有競爭者出現時，亦可能藉由使公司買進自己之股份，造成市場上流通股票減少，增加競爭者取得經營權之難度。甚至在公司內部，藉由股份買回使發行股份總數減少，使部分持有者的支配力加強，或是將公司持有之股份移轉於特定股東，以加強其控制力。遇到已經取得一定數量之反對派股東時，經營者亦可與反對派股東協議而以公司資金買回反對派股東之持股，以解除其對自己之威脅。換言之，因公司董事會通常有權決定公司資金之運用，若公司法不禁止股份之買回，董事會可能為自己之私益而為股份之買回，而使公司經營者取得優於一般股東之地位。

## 第二目 我國公司法允許股份買回之規定

### 一、公司得買回自己股份之要件

基於前述股份回籠可能產生之弊病，我國公司法第 167 條第 1 項規定：「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。」原則上禁止公司取得自己之股份。然依本條但書可知，在某些條件下公司仍可取得自己之股份。換言之，股份回籠未必均有害於公司之利益，仍應於個案中判斷公司買回股份之目的加以決定。以下係我國公司法或證券交易法允許公司買回自己股份之規定。

#### (一) 公司主動收買之情形：

1. 於股東清算受破產宣告時，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（第 167 條第 1 項但書）。

本條係公司法為保護公司，使公司股票不因股東受清算或破產而影響其價值，故賦予公司特別權利，使其債權可不依清算或破產程序，享有部分優先受償之權。

2. 收回特別股（第 185 條）

因特別股為股東平等原則之例外，若許其長久存在，必影響普通股之權益，故許公司以盈餘或發行新股所得之股款收回之，但不得損害特別股股東按照章程應有之權利。

3. 員工庫藏股制度（第 185 條、證券交易法第 28 條之 2）

本條係因現代企業為延攬及培植優秀管理及領導人才，莫若使員工成為股東最有效之方法<sup>45</sup>。故於民國九十年修法參考外國立法例，規定公司得以未分派之累積盈餘及已實現之資本公積，收買一定比例之股份為庫藏股，用以激勵優秀員工。

4. 為維護公司信用及股東權益所必要之買回，並辦理銷除股份者（證券交易法第 28 條之 2）

此即實務上俗稱之「護盤條款」。本條係於 2000 年 7 月修正時所增訂，當時之修法背景係 1997 年的亞洲金融風暴，台灣股市受到波及導致股價指數急遽下降，為讓上市、櫃公司可以用公司資金買回本公司的股票，使股價止跌回升，遂增訂本條放寬公開發行公司買回自己股份之限制<sup>46</sup>。

5. 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（證券交易法第 28 條之 2）。

## （二）公司被動買回之情形

此係公司之組織、營業發生重大變更時，為保護少數反對股東，而賦予其股份收買請求權。

1. 對公司重大營業變更為反對之股東股份收買請求權（第 186 條）
2. 對公司合併、分割為反對之股東股份收買請求權（第 317 條）
3. 從屬公司應反對股東之股份收買請求權（第 316 條之 2）

<sup>45</sup> 柯芳枝，前揭註 1 書，頁 198。

<sup>46</sup> 賴英照，前揭註 44 書，頁 211。

上述三種情形，於企業併購法第十二條均有明文規定，因企業併購法為公司法之特別法（企併法第 2 條），應優先適用之。此外，企業併購法第 12 條另規定於公司進行收購、股份轉換時，亦有股份收買請求權之適用。

若公司違法買回自己之股份，其違法取得股份行為之效力，實務基於公司法禁止公司取得自己股份之規定係屬禁止規定，其違法行為依民法第 71 條，應認為無效<sup>47</sup>。惟學說上有認為在公司以第三人名義，為自己之計算而取得自己股份，當其出賣人係屬善意時，應例外解為有效，始足以保障交易安全<sup>48</sup>。亦有認為，採取無效說之後果，將導致交易秩序紊亂，且執行上有困難，故一旦涉及交易安全之維護，應例外認為該違法行為屬有效，而特別加強負責人責任之追究<sup>49</sup>。甚至有學者認為現行法並非完全禁止公司買回自己股份，而允許公司為特定目的買回（例如第 167-1 之員工庫藏股），然而該意圖於實務上並不易判斷，為保護交易安全之計，應將公司法第 167 條解釋為取締規定，公司縱為違法買回，該行為仍為有效<sup>50</sup>。

## 二、公司買回自己股份之程序

我國公司法目前對於股份買回之方式，僅對於公開發行公司依證券交易法第 28-2 為股份買回時，依上市上櫃公司買回本公司股份辦法而訂有詳細規定。上市上櫃公司買回股份之方式有二種：（一）在集中市場或店頭市場；（二）對非特定人公開收購（證交法第 28 條之 2 第 1 項）。

為求股東公平性，首先該辦法第 4 條規定，公司依本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本會申報並公告。亦即上市上櫃公司依證交法第 28 條之 2 買回股份的方式，限於集

<sup>47</sup> 最高法院 72 年台上字第 289 號判決。

<sup>48</sup> 柯芳枝，前揭註 1 書，頁 205。

<sup>49</sup> 王文宇，前揭註 2 書，頁 258。

<sup>50</sup> 曾宛如，股東與股東會-公司法未來修正方向之芻議，月旦法學雜誌，第 95 期，頁 115，2003 年 4 月。

中交易市場、店頭買賣及公開收購等，而不得直接與賣方相對議價為之。復依該辦法第 9 條規定：「公司買回股份，除本辦法另有規定外，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為之，並不得以鉅額交易、零股交易、標購、參與拍賣、盤後定價交易或證券商營業處所進行議價交易之方式買回其股份。」而興櫃公司由於係採議價方式交易，故實務認為其不符合證券交易法第 28 條之 2 之要件，因此不得適用證交法第 28 條之 2 為股份買回<sup>51</sup>。

然而對於非上市上櫃公司，公司法則未規定買回之方式。且因非上市上櫃公司之股票並無公開交易之市場，因此關於買回之對象與條件，尤其在公司主動買回之情形，均未有規定。此際可能僅能仰賴董事依忠實義務與注意義務，決定買回之對象與買回之價格。

## 第四節 資本不變原則

### 第一項 資本不變原則之意義

資本不變原則，係指公司之資本總額一旦經公司章程確定後，即應保持不動，若欲變動其資本則須踐行嚴格之法定增資或減資程序。此制度之功能，主要在於避免公司視財產之變動狀況而任意調整形式資本，因而損及債權人之權益。我國公司法對於公司增減資之程序規定相當嚴格。於民國九十年公司法修正前，甚至不准許有限公司減資，理由應在於當時的立法政策並不鼓勵有限公司之存在，因此在其仍存在之狀態下，為鞏固資本，加強擔保力，不允許有限公司之減資<sup>52</sup>。

<sup>51</sup> 財政部證券暨期貨管理委員會 90 年 10 月 16 日（九〇）臺財證（三）字第 005702 號函：「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，其買回本公司股份，應經由集中交易市場電腦自動交易系統或櫃檯買賣中心等價自動成交系統為之，「興櫃股票」之交易係採議價方式，故無證券交易法第二十八條之二得買回本公司股份之適用。」

<sup>52</sup> 曾宛如，前揭註 4 文，頁 8。

由於本論文主要係討論公司之資產分派，且一般而言增資對於債權人並無害處，故以下僅介紹我國減資之規定。

## 第二項 公司之減資

### 第一款 概說

所謂減資，顧名思義，係指減少公司之資本數額。在我國採取授權資本制下，我國公司法上所稱之資本可分為「授權資本總額」與「實收資本」二種，名詞上並未統一。而公司法對於「減資」一詞，係將之規定於變更章程中（第 279 條）。故向來通說在討論減資時，主要討論者均為變更章程之減資<sup>53</sup>。又減資之手段，可分為減少每股金額或減少已發行股份總數，若係減少每股金額，因股份金額為公司章程絕對必要記載事項（第 129 條第 3 款），自然須以變更章程之方式為之。若係以減少已發行股份總數之方式，因已發行股份並非章程記載事項，僅為公司登記事項（公司法第 393 條）。且公司法就股份之銷除係規定於第 168 條，僅須股東會同意通過即可。此即引發一個問題：公司依第 168 條銷除股份時，該銷除之股份是否得還原為未發行股，若得還原為未發行股，則因授權資本並未減少，公司無庸變更章程；反之，若銷除之股份不得還原為未發行股，則等同於公司授權資本減少，公司必須變更章程，此際將使公司法第 168 條與第 277 條以下關於變更章程之規定必須合併適用。

雖公司法將減資列在變更章程中，似乎認為僅章定資本的減少方為減資，甚或認為實收資本額的減少必然導致章定資本的減少。然因減少實收資本額相較於變動章程之資本總額，更直接的影響公司之資產，故本文亦將實收資本的減少納入減資討論的範疇，至於實收資本的減少是否必然導致章定資本的減少，如後述討論。

---

<sup>53</sup> 柯芳枝，前揭註 1 書，頁 450；王文宇，前揭註 2 書，頁 456。

## 第二款 減資之類型

### 一、變更章程與不變更章程之減資

減資依其是否須變更章程可分為變更章程之減資與不變更章程之減資，其區分實益主要有二：變更章程須經股東會特別決議（第 277 條）與變更章程之減資須踐行保護債權人之程序（第 281 條準用第 73、74 條）。

所謂變更章程之減資，係指減少章程所定之每股金額或股份總數或同時減少二者。若係減少每股金額，其方法又可分為發還（將減少之股份金額返還股東）與註銷（將公司所減少之股份金額註銷，而不發還給股東）。至於若採減少股份總數，又可分為已發行股份之銷除或已發行股份之合併。雖然本法所規定之減資方法僅有第 168 條第 1 項之銷除股份及第 280 條之合併股份，但解釋上減少股份金額亦屬可行<sup>54</sup>。

不變更章程之減資，主要指僅減少實收資本額而不變更授權資本額之情形。如前所述，每股金額為章程必要記載事項，故以減少金額之方式必然涉及章程之變更。若是以銷除股份之方式為之，則涉及銷除股份之處理。

依公司法第 167 第 2 項，公司於股東受破產宣告時收回其股份抵償其所欠公司之債務或公司依第 186 條收回或買回股份時，應於六個月內，按市價將其出售，屆期未經出售者，視為公司未發行股份，並為變更登記。公司法第 167-1 條第二項亦規定員工庫藏股於三年內未出售者，視為公司未發行股份，並為變更登記。此外，證券交易法第 28 條之 2 亦均有類似之規定。此些規定均與股份回籠有關，亦即公司取得自己股份後再予銷除之問題。由於公司法在此明訂其銷除之股份「視為公司未發行股份」，亦即係還原為未發行股，無須變更章程，而僅須

---

<sup>54</sup> 柯芳枝，前揭註 1 書，頁 452。



為實收資本額之變更登記<sup>55</sup>。

至於公司法第 168 條所規定之股份銷除<sup>56</sup>，其銷除之股份應如何處理，法無明文，學說上有不同見解：

### 1. 銷除之股份得還原為未發行股

此說主張法律所以要求股份有限公司將擬發行之股份總數（即授權股份數）記載於章程，立法旨趣在於當董事會依授權發行未發行股份時，使股東得以預期如發行以該數額為最大限度之股份總額時，自己對公司所具有之法律地位，如表決權、盈餘分配請求權或剩餘財產分配請求權之比例將如何。從而，因股份銷除或合併所減少之已發行股份數，縱還原為未發行股份而再予發行，亦不違背股東之預期，只要再發行係適法且公正為之，則在發行後其他股東之地位應與發行前無異。故所減少之股份數還原為未發行股份數，授權股份數並不會因之減少，不發生變更章程之問題<sup>57</sup>。

另有認為，雖然公司法第 281 條規定於變更章程一節中，然而公司法第 281 條係於法定資本制時期即已存在，當時公司章程所載股份並無分次發行之可能性，故減資必定變更章程，因而置於變更章程一節中。然 1966 年引進折衷式授權資本制時並未隨同修正第 281 條，並非立法者認為減少實收資本額應隨同減少

<sup>55</sup> 柯芳枝，前揭註 1 書，頁 202，其認為所謂變更登記，係指變更公司之實收資本額而言。惟實務上認為「依公司法第一百六十七條第二項規定：「公司依前項但書...收回或收買之股份，應於六個月內，按市價將其出售，逾期未經出售者，視為公司未發行股份，並為變更登記。」所稱變更登記，應係指變更章程所定之實收資本額而言，蓋公司依法收回之股份既視為未發行，章程自應配合修正。」（經濟部 82 年 10 月 12 日商字第 223073 號函）。因實收資本額並非章程必要記載事項，此一實務見解應有誤解。

<sup>56</sup> 關於「銷除」一詞之意義，學說上似有分歧。有認為銷除僅只使已發行股份所表彰之股東權絕對消滅，並未區分消滅之股份得否再為發行，參柯芳枝，前揭註 1 書，頁 209。惟亦有認為「銷除」與還原為「未發行股份」係二不同概念，前者未來永不可能再度發行，後者僅公司收回庫藏，未來可再次發行，屬廣義之庫藏制度，參方嘉麟，前揭註 12 文，頁 175。本文為討論之方便，於後文中對銷除一詞之定義係採取前者之見解。

<sup>57</sup> 柯芳枝，公司法論，頁 501，2001 年 11 月。惟柯教授於 2004 年 5 月增訂五版之公司法中已刪除此段文字，無法知悉柯教授是否有改變見解。

股份總數，而是立法者漏未考慮此二者之關係而發生之立法疏漏<sup>58</sup>。

此外，過去實務曾經認為，關於股份有限公司減少資本，係指減少資本總額而言，至股份總額係分次發行而尚未全額發行之公司，如欲減少其已發行之股份總數或每股金額時，應將資本總額一併減少為相等數額<sup>59</sup>。然而後來實務修正其見解，認為授權資本制之下，經減資銷除所剩餘之實收股份，如在章程上股份總數四分之一以上，則其減少之股份數還原為未發行股份數，仍得為再次發行，尚不發生變更章程之問題，並宣告前開函示不再援用<sup>60</sup>。其後實務復做出函示「按公司減資時，減資後實收資本額不得低於授權資本額之四分之一。如減資後實收資本額未達授權資本額四分之一時，即須修正公司章程減少授權資本額<sup>61</sup>。」此見解雖係公司法修正前採折衷式授權資本制所做成，然依其意旨，應認為公司減資原則上得僅減少實收資本額而不須變更章程。

## 2. 銷除之股份不得還原為未發行股

主張此說之理由如下：

按減資之方式，可分為減少股份總數或減少每股金額。銷除股份依公司法第168條須經股東會決議。學說上於解釋本條之股東會決議時，認為減少資本係列在變更章程一節中，故此處所為股東會決議，應指股東會之特別決議（第277條）<sup>62</sup>。且公司法第九節變更章程之減資規定，並未區分若採銷除或合併股份之

<sup>58</sup> 許昆皇，前揭註21論文，頁158。

<sup>59</sup> 經濟部65年2月10日經商字第03468號函。

<sup>60</sup> 經濟部76年9月9日商字第45589號函。惟值得注意者，實務對於減資是否須變更章程，似乎無統一之見解。於本函示後，經濟部亦有函示主張「按公司基於營運之考量，以減資之方式銷除股份退還股東現金，依公司法規定並無不可。惟減少資本涉及公司章程之變更應依法經股東會之特別決議，並應編造資產負債表及財產目錄分別通知及公告債權人（公司法第一百六十八條、第二七七條及第二八一條準用同法第七十二條及第七十四條參照）。」（經濟部81年10月6日經商字第228552號函）。

<sup>61</sup> 經濟部93年7月16日經商字第09302103400號函。

<sup>62</sup> 柯芳枝，前揭註1書，頁452。

方法減資，不須變更章程，若採其他方法減資，則須變更章程<sup>63</sup>。即使於 1966 年後引進折衷式授權資本制，亦未如增資規定第八節發行新股之規定般，對減資規定有所更張，可見立法意旨認為一般情況的銷除股份減資，必須變更章程。至於公司法第 158 條特別股的收回、第 186 條之股份收買，因條文以明訂視為未發行的股份，自不發生變更章程之問題。

其次，在一般情形下的減資，因依公司法第 168 條之規定，應依股東所持股份比例減資，則若使股份銷除所減少之已發行股份數，還原為未發行股份，而讓董事會有權再發行，惟股東並無增資之義務，因此董事會再發行後，不論是加入新股東，抑是由某些股東認股，其他股東對公司之權益均會受到影響，而該影響並非原股東所得預見。反之，若認為股份銷除所減少之股份不得還原為未發行股份，則減資之後當發行新股之數額超過減少後之授權資本時，必須召開股東會經特別決議變更章程增資始可，如此即使原股東未認股，其對公司之持股比例降低，始可謂在其預見之中<sup>64</sup>。

若是基於股份回籠禁止之例外而銷除收回之股份，因此時並非比例銷除全部股東之持股，而是依法銷除特定股東之持股，於股份銷除時，未銷除之股東的股東權固然增強，但該增強僅為反射利益。惟即使將銷除之股份還原為已授權但未發行股份，董事會再發行，亦不過是回復未銷除股份之股東在銷除股份前原來對公司之權益及地位，而且無悖於其對章程所定授權股份數之預期<sup>65</sup>。

## 二、任意減資與法定減資

減資依公司是否任意銷除股份，可分為任意減資與法定減資。前者係指公司依第 168 條經股東會決議之減資。後者則係公司依法律規定必須銷除股份之情形，亦即第 168 條但書所稱「但本法或其他法律另有規定者」，例如公司法第 167

<sup>63</sup> 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 136，2001 年 6 月。

<sup>64</sup> 同前註，頁 137。

<sup>65</sup> 同前註。

條第 2 項規定「公司依同條第一項但書、第一八六條收回或買回之股份，應於六個月內按其市價出售，屆期未經出售者，視為公司未發行股份，並為變更登記。」任意減資與法定減資之區別實益，主要在於其減資程序不同。例如實務曾謂「公司法第 158 條規定之特別股收回屬法定減資事由，毋庸向債權人通知及公告<sup>66</sup>」。

### 三、形式減資與實質減資

減資依是否將資產返還予股東，可分為實質減資與形式減資。前者係指公司之資本大於其經營事業所需之資金，致公司因資本過剩而發生種種不利之負擔，遂減少資本並將多餘之資金返還於股東，其結果將導致公司之積極財產減少，故稱為實質減資。後者則又稱名義上減資，係指公司因發生鉅額虧損，致公司無法分派股利或買回庫藏股等，乃減少公司資本，使其與公司之純財產額一致。因不發生現實財產的返還，而僅求公司之資本總額與公司現實財產之平衡，故稱為形式減資。

## 第三款 減資之程序與方法

### 第一目 減資之程序

#### 一、任意減資

若採變更章程降低授權資本額之減資，依公司法第 168、277 條變更章程之規定，須經股東會之特別決議通過，並依股東所持股份比例減少之（第 168 第 1 項後段）。因公司之資本為債權人之擔保，同法第 281 條明訂準用第 73、74 條保護債權人之規定。若公司未踐行該二條文之通知、公告及意義程序，或對於提出異議股東未提供相當擔保或清償，則該減資仍為有效，僅不得對抗債權人。此外，如為公開發行公司，其減資須向主管機關申報，主管機關並有撤銷或廢止之權限

<sup>66</sup> 經濟部 94 年 7 月 24 日經商字第 09402412220 號函釋。

反之，若公司僅減少實收資本額而不變更章程者，依公司法第 168 條，僅須股東會普通決議即可。且既然與變更章程無關，亦不須適用第 281 條保護債權人之程序。此種解釋雖不足以保障債權人，然此為現行條文規定之疏漏，已如前述。

## 二、法定減資

法定減資係基於法律規定銷除股份，其態樣甚多。例如公司法第 167 條第 1 項規定股份回籠之例外、證券交易法第 28 條之 1 的庫藏股等，因條文直接規定將該等股份視為公司未發行股份，並為變更登記。實務認為證券交易法係公司法之特別法，依該法第 28 條之 2 條規定買回之庫藏股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<sup>68</sup>，且無須依股東所持股份比例減少<sup>69</sup>。此實務見解雖僅表示證券交易法為公司法之特別法，然其重點在於證券交易法之規定係法定減資，屬於公司法第 168 條第 1 項但書之另有規定，因此於其他法定減資均有適用，不限於證券交易法。此從實務認為公司法 158 條規定之特別股收回屬法定減資事由，毋庸向債權人通知及公告可知<sup>70</sup>。

法定減資之所以無須召開股東會或踐行債權人保障之程序，除其為公司法第 168 條之特別規定外，其實質理由應在於公司將自己持有之股份銷除，僅係資產負債表中項目的調整，並不會發生公司資產減少的情事，而無保護債權人之必要。至於若公司當初有償收回或買回自己股份，導致公司財產減少時，應由關於買回庫藏股之規定加以規範。例如特別股所構成之資本應規定於章程中、買回庫藏股之數量、財源法律均有所限制。換言之，法定減資之所以無須召開股東會或

<sup>67</sup> 發行人募集與發行有價證券處理準則第 72 條。

<sup>68</sup> 經濟部 89 年 10 月 18 日，經商字第 89221704 號函釋。

<sup>69</sup> 經濟部 91 年 11 月 14 日，經商字第 09102226190 號函釋，原文為「按公司發行之特別股，如無損害特別股股東按照章程應有之權利，公司得依公司法第一百五十八條規定，以盈餘或發行新股所得之股款收回。具體個案如符合上述規定，自得收回特別股，並辦理減資，無須依股東所持股份比例減少。」

<sup>70</sup> 經濟部 94 年 7 月 27 日經商字第 09402412220 號函釋。

保護債權人等，係因為法令於股份回籠（資產流出）之時點已設有條件與限制，債權人及股東之利益已被納入考量。若債權人或股東之保護不足，亦為股份買回規範之問題，已與後來之減資無關。

## 第二目 實質減資之方式

於形式減資，因僅係打消呆帳，不涉及公司資產返還的問題。惟若為實質減資，公司將減少之股份金額發還予股東。此際，該減少之股份金額係以何種形式發還，實務上依發還之金額是否為現金區分為現金減資與現物減資。

### 一、現金減資

現金減資，係指公司減資時，依股東銷除股份比例返還現金予股東，此亦為實務上較為常見之作法。過去實務認為，舊公司法第 156 條第 5 項、第 272 條均要求股東之出資原則上以現金為限，則公司減資時，依每一股東持股比例核發所減少之金額，自應以發還現金為限。且若以現金以外之財產抵付，因估價難以精確，極易損及公司及債權人之權益，將與公司法所採資本維持之原則之精神相違，是以公司減資股東依其持股比例核發所減少之金額，不得以股票或現金以外之財產形式退還股款<sup>71</sup>。亦即過去實務認為，減資之方式應與出資方式對應，出資方式原則上既限於現金，則減資亦應以現金為限。此外，現物減資因其價值不易衡量，對股東而言可能發生分配不公；對債權人則可能因返還價值超過減資之股份而損及公司財產，因此將返還客體限於現金或股票。

### 二、現物減資

公司法於 2001 年修正後，修正第 156 條第 5 項，放寬股東出資之限制，使股東之出資若得董事會同意，得以對公司所有之貨幣債權，或公司所需之技術、

---

<sup>71</sup> 經濟部 90 年 8 月 20 日商字第 09002177720 號函釋。

商譽抵充之，不受第 272 條之限制。此等出資方式的放寬，間接的影響限制現物減資的正當性，使前揭實務以減資方式須與出資方式對應之理由不復存在。故經濟部經商字第 09700511280 號函謂：「法務部 97 年 1 月 22 日法律字第 0960045528 號函略以：「現行公司法未見公司以現金以外之財產退還股款減資之配套措施，為保障股東權益，減少爭議，貴部本於權責認為『解釋內容並要求須經股東會決議，會計師查核簽證及該收受財產股東之同意，並敘明會計師查核不實之責任及負責人如有利益輸送或掏空情事應負之法律責任』一節，應屬可行。」準此，公司減資退還股款，以現金以外財產為之，尚無不可。惟所退還之財產及抵充之數額，須經股東會決議，並經該收受財產股東之同意。該財產之價值及抵充之數額，董事會應於股東會前，送交會計師查核簽證。會計師查核如有不實及負責人如有利益輸送或掏空情事，均應負法律責任。」此一函釋允許公司得為現物減資，同時宣示過去禁止現物減資之函釋與此不符之部分不再援用。

## 第五節 小結：我國法定資本制的發展趨勢

根據前述的討論，可知資本三原則在我國之發展趨勢，大抵上係往放寬資本對公司財務行為之限制作修正。

首先，就資本確定原則本質上適用的侷限而言，隨著公司營運之開展、各類型證券之發行與營業損益之變動，資本三原則所建構之形式資本，不免與公司的實質資本產生一定落差，導致功能逐漸喪失。另隨著證券市場的發展，中間性證券的出現亦使得資本確定更加困難，至少在一定程度內必然對資本確定原則產生影響。而在法律面上，為因應公司財務之彈性，在公司法採行授權資本制後，公司之資本於設立之初幾乎無「確定」可言。且於公司法廢除最低資本制後，公司之資本甚至僅需新台幣一元即可設立，資本確定原則之功能已幾乎被剝奪。

其次關於資本維持原則，在資產取得之方面，從早期公司法禁止公司股票折

價發行、嚴格限制公司股東之出資種類，到現行公司法允許公司在符合一定條件下得折價發行股票、放寬股東之出資種類使之及於無形資產等。在資產分派方面，應區分股利分派與股份買回。關於股利分派，雖然現行法仍規定公司仍須依法提出法定盈餘公積後方得分派，惟於實務上已不乏反對聲浪，認為現行法對公司之財務運用過於嚴格，行政院亦於 2009 年 7 月 2 日通過公司法之修正草案，將法定盈餘公積作為股利分派的限制從原本的百分之五十降至百分之二十五<sup>72</sup>。至於股份買回方面，觀察公司法近年來之修正，亦係不斷放寬公司買回自己股份之事由，使公司有更大的彈性決定是否買回自己股份。

最後，就資本不變原則，由於資本不變原則本係為配合資本確定原則，使公司資本確定後不能任意變動。然而，在公司法改採授權資本制後，公司減少資本已不必然涉及章程之修改。惟我國公司法就減資之規定仍係以是否修改章程作為應否踐行債權人保護程序之依據，已無法符合現行法對於債權人保護之實際需求。另外，實務上常見的公司減資方式，係公司買回自己股份後加以銷除，而買回自己股份原係資本維持原則之範疇。既然公司法在買回自己股份之方面已逐漸放寬，連帶的亦使公司藉由此種方式減資更為容易。

若探求公司法之所以放寬資本三原則之緣由，主要多為因應商業實務上公司實際之需求。例如公司出資種類之放寬，應係導因於實務上公司認為現物出資或無體財產的出資對其有利，從而要求立法者對此作出修正。然而資本三原則的最初設立目的係為保障公司債權人，一旦放寬資本三原則之限制，若無相因應之配套措施，必然意味著對債權人保障的減低。因此，對於立法者較為困難者，係債權人保障與公司財務彈性此二者間平衡的拿捏。以公司出資種類之放寬為例，當公司以現金以外之物作為出資標的，勢必需有一套機制確保公司能正確估算該出

---

<sup>72</sup> 至於其修正理由，行政院版之公司法部分條文修正草案總說明謂「鑒於部分公司於過去年度已累積大量法定盈餘公積及資本公積，如能讓公司彈性運用，除發行新股外，亦得以現金發放與股東，當有助於吸引投資，爰明定公司無虧損者，得將法定盈餘公積及資本公積之全部或一部，按股東原有股份之比例發給新股或現金。」關於此部分之討論，詳後述。



資之價值，以避免發生灌水之情事。而現物出資之鑑價必須仰賴公司經營者或會計師之專業判斷，而此均為忠實義務與注意義務之範疇。

另從債權人保護之面向觀察，因資本三原則屬於規則之一種，對於公司於何種條件下得為何種行為，均有嚴格的限制。惟在我國，隨著商業的發展，對於公司行為之彈性的需求也與日俱增，此從資本三原則之具體規定的修法趨勢可知。因此，即便在採取資本三原則的前提下，仍須以忠實義務或注意義務等抽象的標準作為配套，方能避免資本三原則所造成的僵化，或彌補資本三原則之不足。然而，公司經營者的義務既為一抽象之標準，實際運用上會有不確定性與可能招致濫用之缺點，而嚴格的資本三原則則可避免此等問題。由是可知，資本三原則屬於規則之一種，公司經營者之義務則為標準之一種，二者間具有互補不足的功能。而前述公司法中關於債權人保護與公司財務彈性之取捨，某程度上即為規則與標準間的取捨。

既然資本三原則屬於法定資本制的一種，外國法關於法定資本制的檢討與討論，對於我國公司法即有一定的參考價值。職此，下一章將介紹英美等國公司法關於資產分派的規定，討論法定資本制在該等國家公司法的定位，以及經營者的注意義務與法定資本制之關係，以供我國之參考。

## 第四章 外國立法例之比較

### 第一節 歐盟第二號公司法指令

#### 第一項 概說

本論文於外國法例之比較，主要以英國與美國之資本制度做為參考對象。關於公司的資本制度，在美國係交由各州政府自行決定，聯邦法制對此之影響甚微，並無統一之規範。然而，英國為歐盟之會員國之一，必須受到歐盟所頒佈之指令的限制，尤其是規範法定資本制的歐盟第二號公司法指令（Second Directive，下稱第二號指令）<sup>1</sup>。第二號指令係建立在公開發行公司與非公開發行公司的區分上，且該指令僅適用於公開發行的股份公司，非公開發行公司則不受到第二號指令之限制<sup>2</sup>。雖然多數歐盟會員國對於公開發行與非公開發行公司，多傾向於制訂相同或類似之規範，惟在英國則有不同。英國基於私人公司毋須受到第二號指令之限制，而對於私人公司給予較寬鬆之規定<sup>3</sup>。就大眾公司與私人公司之區別對待而言，英國之規定與美國較為類似，而與其他歐盟國家較為不同<sup>4</sup>。

<sup>1</sup> Second Council Directive 77/91/EEC; OJ L26/1 (1976). 歐洲各國為達成共同市場或單一市場之目標，由 1975 年組成歐洲經濟共同體，致力尋求各會員國間之協調合作與歐洲市場之單一壯大。其中歐盟於 1976 年 12 月 13 日所頒佈的第二號指令，主要係為統合其會員國公司法之資本部分，以保障股東與債權人之利益。關於第二號指令對其會員國之規範效力，參曾宛如，有限責任與債權人之保護，臺大法學論叢，第 35 卷第 5 期，頁 25，2006 年 9 月。

<sup>2</sup> 關於第二號指令之適用範圍，詳下述。

<sup>3</sup> 依英國 2006 年公司法第 3 條，其公司種類包括無限公司（an unlimited company）、股份有限公司（a company listed by shares）及擔保有限公司（a company limited by guarantee）三類型，後二者又可再分為私人公司（private company）與大眾公司（public company）。所謂大眾公司，除指公司必須在章程中載明為 public company，還必須在名稱上使用「plc」。與 private company 之主要區別為 public company 得向公眾募集資金（惟未必有向公眾募集資金，此為其與我國公開發行公司之不同）。至於 private company 一詞在我國之所以難以找到適切翻譯，係因其涵蓋所有私人公司之範圍，可以是擔保有限責任、無限責任或股份有限公司。參曾宛如，公司法最低資本額之變革-論有限公司與股份有限公司最低實收資本額規定之廢除，月旦法學雜誌第 171 期，頁 131，2009 年 8 月。

<sup>4</sup> Friedrich Kübler, *The Rules of Capital Under Pressure of the Securities Markets, in CAPITAL MARKETS AND COMPANY LAW* 95, 97 (Klaus J. Hopt & Eddy Wymeersch eds., 2003).

第二號指令之起草相當程度受到英國與愛爾蘭律師與會計師之影響，例如該指令關於財務援助（financial assistance，詳後述）之規定即以英國公司法之規定為範本<sup>5</sup>。且於第二號指令中，固然有部分關於資本維持原則之條款係與原已存在的英國公司法規定類似，僅係反應英國舊有的規定；惟亦有某些關於資本、股東、債權人等之規定與英國原本規定不同，甚至導致英國公司法之重大改變，例如公司之最低資本、大眾公司與私人公司之區別、股利分派、現物出資之鑑價等規定。故英國之資本制度於歐盟第二號指令公布後，被迫做了相當程度的修正。惟第二號指令所規範之對象僅限於公開發行公司，因此英國如何調和其向來的公司法中資本制度規定與第二號指令之關係，以及就未受歐盟第二號指令所規範的私人公司係如何處理，亦有討論之必要。因此，本文擬先介紹第二號指令關於法定資本之相關規定，以便於其後英國公司法之討論。

此外，第二號指令之具體規定甚多，基於篇幅與關連性，本文僅討論與法定資本制有關之規定，而無法介紹其全部內容，合先敘明<sup>6</sup>。

## 第二項 歐盟第二號公司法指令之具體規定

### 第一款 適用範圍

第二號指令第一條開宗明義規定該指令適用之規範對象，主要為各會員國之公開發行股份有限公司（public limited companies，下稱公開發行公司），惟因各國之內國法所規定的公司類型或組織並不完全相同，故第二號指令第一條係列舉其在各國所適用之公司類型。而其所適用之對象在英國為大眾公司，包含大眾股份有限公司（public company limited by shares）與大眾有限擔保股份公司（public

<sup>5</sup> VANESSA EDWARDS, EC COMPANY LAW 51 (1999).

<sup>6</sup> 關於第二號指令之相關介紹，參王泰銓等，歐洲公司法之研究，行政院經濟建設委員會委託之研究報告，頁 136 以下，1991 年 6 月；王泰銓，歐洲公司法導論，臺大法學論叢，第 25 卷第 1 期，頁 11，1995 年 10 月。

company limited by guarantee and having a share capital)。且這些公司在名稱中或附隨名稱之後，必須標明其特性與種類，以與其他種類之公司區別。之所以只規範公開發行公司，係因歐盟委員會認為公開發行公司之活動對於會員國有重大影響，且該影響通常具有跨國性，而不限於公司註冊國之領域內<sup>7</sup>。此外，委員會原認為英國之私人公司與其他會員國之非公開發行公司並不相同，而欲將英國之私人公司一併納入本指令之規範，惟最後仍未被採納<sup>8</sup>。

關於第二號指令之適用對象限於公開發行公司是否妥適，非無檢討的聲音。於 1992 年，一份報告認為第二號指令之適用範圍應及於會員國中有發行股份之私人公司與有限合夥<sup>9</sup>。該報告認為，第二號指令關於資本制度之目的主要在保障公司債權人，而公開發行公司或非公開發行公司關於債權人與股東保護之考量並無不同，從而第二號指令於非公開發行公司亦應有適用。然而此等建議遭致相當反對。首先，歐盟許多國家關於非公開發行公司並無最低資本額之規定，而最低資本額之要求為第二號指令之重要精神。更為重要者，係多數歐盟會員國認為公開發行公司與非公開發行公司具有本質上的差異，非公開發行公司相較於公開發行公司，更需要財務彈性以及行政負擔之減輕。因此，最終歐盟委員會並未對此報告作出正面回應。

## 第二款 授權資本制與公司之最低認募資本額

第二號指令第 2 條規定，公司章程或設立文件必須載明下列事項：

- (1) 公司之名稱與種類；

---

<sup>7</sup> 第二號指令之前言。

<sup>8</sup> 其背後之理由為，於歐盟各國均將公開發行公司與私人公司視為兩種不同的公司型態，而在英國與愛爾蘭在第二號指令施行之前，則只有一種公司型態，而所謂大眾公司僅為不符合私人公司要件之公司。 See VANESSA EDWARDS, *supra* note 5, at 53.

<sup>9</sup> Boden de Bandt de Brauw Jeantet & Uria, *Report on Possible Extension of the Second Company Law Directive to Private Limited Companies and Limited Partnerships with Shares*, cited from VANESSA EDWARDS, *supra* note 5, at 54.

(2) 公司之所營事業；

(3) 當公司無授權資本時，其實收資本額；當公司有授權資本時，該資本額及公司設立時之實收資本額或可以開始營業之資本額，及以後任何授權資本之改變。

依此規定，其並未要求公司均應採取授權資本制，然一旦採用，公司仍應於章程中載明公司於設立時之實收資本額，以提供債權人或投資人一定資訊。此外，第二號指令亦規定下列與資本相關之資訊應出現在公司章程或依法公告之文件<sup>10</sup>：股份總數及已發行票面總額、依法得發行未記載票面價值之股份時其已發行之數額、公司設立或准許開始營業時之已付股款、股份之票面價值；若無，非現金之對價的相關記載……等事項。

第二號指令第 6 條規定公司之最低認募資本不得低於 25,000 歐洲貨幣單位，否則其不得註冊或進行營業。在此指令公布前，歐盟各會員國之最低資本額的規定約介於 20,000 單位至 160,000 單位之間，而於英國與愛爾蘭，除非認募說明書 (prospectus) 有記載，否則亦無最低資本之規定。委員會認為，若放任歐盟各會員國之間最低資本的歧異過大，將可能誘使公司於最低資本額較低之國家設立子公司，而影響公司設立之自由以及扭曲競爭。至於最後數額之確定為各會員國妥協之結果。值得注意者，係第一次草案中認為最低資本額之目的在於防免小型之商業活動採用公開發行公司之型態，惟最後歐盟議會採用 25,000 之數額，卻是基於此數額亦適合於中小型企業。雖然最低資本額之目的在於確保公司有足夠之資產作為公司對第三人之擔保，或確保公開發行公司具有一定規模以供營運，然而 25,000 歐元若欲達到此目的，顯屬過低<sup>11</sup>。

<sup>10</sup> Second Council Directive, art. 3. 翻譯參會宛如，前揭註 1 文，頁 129。

<sup>11</sup> VANESSA EDWARDS, *supra* note 5, at 60.

### 第三款 資本維持原則之規範

按資本維持原則主要規範者為公司之資產進出，第二號指令之前半段（第 6 至第 14 條）係為確定公司發行股份時收到相當之對價，以確保資本成立之充實；該指令自第 15 條至 24 條則係為確保公司之資產被妥善運用，尤其是該資產不得任意返還股東，規範上類似於我國之資本維持原則。以下分述其具體規定。

#### 第一目 發行股份之對價

##### 一、股票對價之支付

第二號指令第 9 條第 1 項規定，若股份之發行係以現金為對價，則公司於設立時或核准營業時，必須繳足股份之票面價值或可計算平均值（accountable-par）總額的四分之一。四分之一此一比例係各會員國原本內國法規定之平均值。至於股份之發行非以現金（non-cash）為對價者，非現金對價部分在五年內需全部移轉完畢，避免股東以不實之對價出資，同時確保該股東確實履行其非現金出資<sup>12</sup>。本指令第 12 條復規定，除依據減資之規定外，公司不得免除股東繳納股款之義務。

##### 二、非現金出資之鑑價

若股東係以現金出資，因現金之價值具有一定客觀可判定之標準，於對價關係之判斷甚為容易。然而當股東以非現金為對價出資時，如何決定該出資之價值即甚為重要。在大陸法系下，向來均認為投資人之非現金出資，至少對於大型公司而言，應經過專業第三人之獨立鑑價。惟英國與愛爾蘭為例外，此二國於第二號指令公布前允許公司自行決定股東非現金出資之價值，將此問題委由契約自由原則與董事之忠實義務處理，且於第二號指令公布後，該二國關於私人公司仍不

---

<sup>12</sup> *Id.* at 61.

適用獨立鑑價之規定<sup>13</sup>。

惟第二號指令第 10 條第 4 項規定，當公司之百分之九十之股票面值（或相當於此之可計算平均值）以非現金為對價發行給一家或一家以上之公司，且符合某些特定條件時，會員國得例外不適用上述之規定。此等例外之目的在於促使關係企業內部各公司之間的股份發行，與包含創設新的子公司之公司組織再造（corporate reorganization）<sup>14</sup>。此外，歐盟第三號指令復規定，若一新公司之成立係為併購一家已成立之公司且符合該指令之規定時，亦不適用此處獨立鑑價之規定<sup>15</sup>。

股東雖得以現金以外之標的作為出資內容，惟仍有其限制。第二號指令第 7 條規定股東僅得以具有經濟上鑑價可能之標的（assets capable of economic assessment）為出資內容，且其出資內容不包含股東與公司約定將來於公司工作或對公司提供勞務等。換言之，縱使股東之工作或勞務客觀上有其經濟價值，第二號指令仍明文禁止將其作為出資標的。另就股票發行之價格，該指令第八條規定，除非係對於證券承銷商為銷售該等股份而提供佣金（commission），公司股份之發行價格不得低於票面價格或可計算平均值<sup>16</sup>。

## 第二目 股東盈餘分派之限制

本指令第 15 條規定，除減資之情形外，當上一會計年度結束時，公司年度會計報表上所列之淨資產數額低於已認募資本與依法不得分派之公積時，不得分派盈餘<sup>17</sup>。依本條之規定，公司非彌補前一年度之虧損，不得分派盈餘。亦即不

<sup>13</sup> 詳後述。

<sup>14</sup> VANESSA EDWARDS, *supra* note 5, at 62.

<sup>15</sup> Third Company Law Directive, art. 23, 78/855/EEC (1978).

<sup>16</sup> 此係因負責承銷股份之專業人士或機構於銷售過程中可能因市場風險等原因導致股份無法完全銷售，因而產生損失，故公司通常會提供承銷商一定比例之佣金以填補承銷商此部分之風險。

<sup>17</sup> 原文為“Except for cases of reductions of subscribed capital, no distribution to shareholders may be made when on the closing date of the last financial year the net assets as set out in the company's annual accounts are, or following such a distribution would become, lower than the amount of the subscribed capital plus those reserves which may not be distributed under the law or the statutes.”

適用美國法中靈敏股息之規定<sup>18</sup>。該條第 2 項復規定公司若欲發放期中股利，必須符合某些要件，而該等要件大致上係仿照期末股利之要件，以免公司規避本條之規定。此外，在歐盟第四號公司法指令公布前，淨資產、盈餘或損失之判斷係依各國之內國法決定，因此有認為第二號指令若欲有效執行，必須有第四號指令關於會計之規範作為配套<sup>19</sup>。

另須注意者，本指令於第 15 條第 1 項第 4 款明示「本條項第 1 款與第 3 款之分派，特別包含股息及紅利之支付（The expression "distribution" used in subparagraphs (a) and (c) includes in particular the payment of dividends and of interest relating to shares.）」。由此觀之，分派（distribution）與股利（dividend）二者之意義並非完全相同，分派係股利分配的上位概念。

至於違法發放股利之效果，本指令第 16 條規定，當公司違反第 15 條規定而為違法分派時，若公司能證明收受違法分派之股東知悉系爭分派為違法，或於該等情況下必然知悉時，該股東須對公司應負返還違法分派之責任。

### 第三目 公司取得自己股份之限制

#### 一、公司取得自己股份之規定

本指令第 18 條禁止公司認募（subscribe）自己之股份，無論直接認購或透過控制公司間接認購。其認為，公司若收回、收買自己股份，甚或將其設質，實質上等同於公司將資產返還股東，而違反資本維持原則。於本條規定施行前，歐洲各國原則上亦均禁止公司認購自己之股份，因此本條在適用上並無爭議。同時，為防止脫法行為，本指令亦禁止公司以個人名義但為公司利益而為之認購，一旦違反，該個人所認購之股份仍被視為個人之財產，而仍負有繳納股款之義務。

<sup>18</sup> 關於靈敏股息之意義，詳後述關於美國公司法之討論。

<sup>19</sup> VANESSA EDWARDS, *supra* note 5, at 69.



然而，於第二號指令施行前，各國對於公司買回自己股份之規定並未一致。例如某些歐盟會員國完全禁止公司買回自己股份，某些會員國則是有條件的允許公司買回股份。因此本指令亦未完全禁止公司買回自己股份，而委由各國之內國法決定如何兼顧債權人或股東之保護。此外，允許股份買回之國家間其限制方式也有不同，某些國家係限制公司買回股份資金之來源，並要求每一次之買回均須得股東會之同意；某些國家則是授權公司經營者為避免公司遭受嚴重損害得決定買回公司股份，惟其買回股份之數額受有限制<sup>20</sup>。

第二號指令第 19 條規定，會員國之法律得規定經股東會之同意且設定買回之數量、期間（不得超過十八個月）及對價後，公司得依股東會同意之內容買回自己之股份；股東會所得決定之額度不得逾實收資本額（subscribed capital）之十分之一，且買回後不得使公司之淨資產低於實收資本額加上不得分派之保留盈餘。得買回之股份亦有限制，僅已繳足股款之股份可為交易標的。

此外，針對股東會決議同意之部分，本指令第 19 條規定在兩種情形下允許會員國得不遵守應得股東會允許之規定：一、公司取得系爭股份係為防免公司遭受立即而嚴重之損害所必須，惟公司應將取得股份之理由、數量、股份之票面價值（nominal value）、佔已認募股份之比例及取得之對價於下一次股東會上說明。二、公司本身或利用他人名義取得之股份，係用於分派予該公司或其子公司之員工，且該等股份必須於取得後十二個月內分派。

所謂「防免公司遭受立即而嚴重之損害」係源於德國公司法之規定。具體情況包含防免公司股價持續下跌、取得棘手的少數股東（troublesome minority）所持有之股份、償還公司之債務等。有時甚至亦可用於特定併購之防禦，例如防禦目前之併購以選擇對多數股東更為有利之另一併購。惟為防止公司經營者濫用本款之例外規定，公司為此取得之股份仍須受到不得超過實收資本額之十分之一的

---

<sup>20</sup> VANESSA EDWARDS, *supra* note 5, at 71.

限制。至於第二個例外同樣係反應德國與法國之員工認股權的政策，因而規定公司或其關係企業之員工認股計畫可不經股東會決議。復依本指令第 41 條，公司依員工認股權計畫所取得之股份，得不適用本指令就股份買回之股東會決議與認募資本額十分之一上限之規定<sup>21</sup>。

除前述之特殊規定外，第二號指令第 20 條復規定於下列情形，允許會員國得免除該指令第 19 條之規定（亦即不受到本指令第 19 條所有規定之限制，而非僅限於股東會決議）：

1. 依減資決議而收回；
2. 因全部財產之讓與而取得；
3. 無償取得已全額繳款之股份，或因銀行或其他金融機構所給之購買佣金；
4. 因股份收買請求權之行使而買回；
5. 股東不履行繳款義務時收回股份；
6. 為補償關係企業之少數股東而取得；
7. 經法院拍賣取得股東股份以抵償其積欠公司之債務；及
8. 依特定規定向固定資本之投資公司的投資人取得。

依上述（2）到（7）之規定取得股份時，超過實收資本之百分之十之部分應逾三年內賣出，否則應予銷除。

## 二、脫法行為之防止-財務援助

---

<sup>21</sup> *Id.* at 72.

所謂財務援助 (financial assistance)，係指公司金援第三人買回自己公司之股份。此行為類似於公司買回自己之股份，同樣會發生減少公司資本之效果，因此第二號指令與英國公司法原則上禁止此等行為。

第二號指令雖然允許公開發行公司為股份買回，但原則上禁止公開發行公司為財務援助。其理由在於，相較於公司直接購買自己股份，對第三人購買自己股份之財務援助的濫用可能更為危險<sup>22</sup>。該指令第 23 條原則上禁止公司為財務援助，依該條規定公司不得對第三人提供資金、貸款或擔保使其取得公司之股份。惟此項禁止不適用於銀行或其他金融機構於正常營運中所為之交易，亦不適用於為公司或其子公司之員工入股所取得之股份。然而，符合此等例外之財務援助亦不能導致公司之淨資產低於第 15 條第一項之規定<sup>23</sup>。

#### 第四款 公司之減資

第二號指令對於公司之減資設有嚴格程序，除非經法院核准，減資須經股東會以法定最低出席額及超過已認募股份三分之二之表決權決議之<sup>24</sup>。減資目的及執行方法並應按增資方式公佈。若公司發行數種不同種類之股份，減資之決定須經個別因減資而受影響之股東會決議<sup>25</sup>。惟該指令並未解釋何謂「受影響」，例如公司有償收回優先股股東之股份以減少資本，是否構成影響優先股股東之權利，即有疑問<sup>26</sup>。

較為重要者，係公司減資時必須踐行債權人保護程序。於第二號指令公佈前，各國之債權人保護規定並未一致，有規定公司之減資必須得到債權人同意

<sup>22</sup> CATHERINE ROBERTS M.A., FINANCIAL ASSISTANCE FOR THE ACQUISITION OF SHARES 20 (2005).

<sup>23</sup> 歐盟第二號指令第 15 條第 1 項規定，除減資外，若公司於分派時或分派後公司之淨資產將低於資本與不可分派公積時，公司不得分派。

<sup>24</sup> Second Council Directive, art. 30.

<sup>25</sup> Second Council Directive, art. 31.

<sup>26</sup> VANESSA EDWARDS, *supra* note 5, at 88.

者；亦有規定公司之減資須對債權人提供擔保或經法院核准者<sup>27</sup>。該指令第 32 條規定，各會員國應訂立規定，除非法院認為無必要，否則應使債權人於減資決議公佈前已發生但清償期尚未屆至之債權獲得擔保。惟公司之減資係為彌補虧損或提撥公積者，不在此限<sup>28</sup>。且若公司之減資係為彌補虧損，各會員國應設法確保減少之資本，不得分派給股東，或免除股東繳款責任。除非獲得法院允許，否則未提供債權人保障之減資無效。

### 第三項 小結

觀察歐盟第二號公司法指令之規定，可發現其相當程度受到德國資本三原則之影響，而與我國公司法具有高度的類似性。例如股東出資標的之限制與程序、資本維持原則中關於股利分派與股份買回之規定、公司減資需踐行債權人保障程序等，雖然具體規定與我國公司法並非完全相同，惟二者均強調公司資本對債權人保障的重要性。

關於具體規定的不同，主要表現在以下幾個面向：一、現物出資之鑑價：第二號指令規定股東若以現物出資，必須經過專業第三人獨立鑑價；我國則係交由董事會加以決定，再輔以會計師之報告。二、分派的定義：第二號指令中「分派」的概念顯然不等同於每年一度的股利分配，而我國公司法並無相對應的定義。三、股份買回之事由：第二號指令規定股份買回之條件若業經股東會同意，公司即得買回自己股份，此時並無買回事由之限制；我國公司法對於買回事由則採列舉式規定，公司僅得依法定事由買回自己股份。四、財務援助規定之有無：第二號指令明確規定禁止財務援助之行為；我國公司法雖禁止股份買回，卻未對財務援助有所規範，僅能透過司法解釋加以解決。

---

<sup>27</sup> *Id.*

<sup>28</sup> Second Council Directive, art. 33.

## 第二節 英國公司法—法定資本制的修正

英國公司法如同現今多數公司法，均賦予公司股東有限責任。其認為，在有限責任制度下，債權人唯一之保障為公司之財產，為達到保障債權人之目的，應盡量使公司得維持一定水平之資產，以增加債權人求償之機會。職此，英國傳統公司法所發展出的債權人保護機制，主要為資本之籌措與維持原則（raising and maintenance of capital），此一原則與有限責任具有同樣悠久之歷史，可謂英國公司法因應有限責任的重要債權人保護措施之一<sup>29</sup>。英國早期公司法的發展較類似於美國公司法，雖有法定資本制，但相較於歐洲其他國家，英美之法定資本對債權人保障之功能並不明顯。惟英國加入歐體後，被迫植入諸多以德國法為主的資本三原則的概念，而逐漸往大陸法系靠攏。從英國公司法之發展可知，其一直努力在調和法定資本制與其原本規定之衝突，而對於法定資本制作出相當的修正與緩和。

### 第一項 英國公司法資本規範概說

#### 一、英國法定資本的概念

「資本」雖然有諸多意義，但在英國公司法中，主要係指投資人為取得公司股份所投入之對價<sup>30</sup>，性質上類似我國學者所稱的廣義資本。由於公司取得股東之投資後，通常會將該投資（例如現金）轉為其他資產以滿足公司之需求，因此資本在此只是一個價值的概念，而非指某特定財產。此外，為使得公司資本具有公示性，英國公司法要求公司於設立之初必須將已發行股份之相關資訊提交公司登記處，嗣後每次發行新股時，亦同<sup>31</sup>。

在公司的最低資本額方面，英國之大眾公司受限於第二號指令，其最低資本

<sup>29</sup> PAUL L. DAVIES, GOWER AND DAVIES' PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW 259 (2008).

<sup>30</sup> *Id.*

<sup>31</sup> Companies Act 2006, s.10 and 555.

額為 50,000 英鎊。惟應注意者，由於英國准許股款分期繳納，甚至延至公司破產時再繳款，2006 年公司法規定股東至少需於股份發行時繳納股票票面價值的四分之一，若為溢價發行，該溢價發行之股款均應於發行前繳足<sup>32</sup>。至於私人公司，則無對低資本之要求。

另外，英國公司法於 2006 年修正前係採取授權資本制，規定公司之章程必須記載授權資本，公司經營者僅得在授權範圍內發行股份。惟該國公司法改革委員會（The Company Law Review Steering Group，下稱 CLRSG）認為，授權資本既與公司之實際資產無任何關連，且容易造成投資人之混淆，建議刪除授權資本制之規定。因此英國現行法已無授權資本制之規定。然而，授權資本制除與債權人保護有關外，另有使股東會得控制董事發行股份上限，以避免稀釋原股東權利之功能。對此，2006 年公司法係將此問題置於公司發行新股之程序處理，允許公司股東會以章程限制公司董事發行新股之權利，以作為廢除授權資本制之配套<sup>33</sup>。

## 二、發行股份之對價

既然英國公司法係以法定資本作為債權人保障之機制，如何確保公司之資本確實代表公司之實際資產即甚為重要。依該國公司法，在股份發行方面，主要表現在禁止股票折價發行與股票發行須獲得相當對價兩方面。

首先，英國公司法規定公司之股票必須具有固定的面額，若公司發行無面額股，該股份無效<sup>34</sup>。惟公司法並未強制規定公司股票之面額，而留待公司自行決定。英國 2006 年公司法頒佈前，CLRSG 認為股票面額唯一的功能僅為折價發行之禁止，一旦公司不區分資本或資本公積，將所有發行股份所取得之對價納入禁

<sup>32</sup> Companies Act 2006, s. 586. 另參曾宛如，前揭註 2 文，頁 134。

<sup>33</sup> Companies Act 2006, s. 549-551. See JOHN BIRDS ET AL., BOYLE & BIRDS' COMPANY LAW 221 (6th ed. 2007). 須注意者，英國公司法對於私人公司有額外放寬之規定，當私人公司只有單一種類之股份，除非公司章程另有規定，董事會得自行決定是否發行新股。

<sup>34</sup> Companies Act 2006, s. 542.

止分派之對象，股票面額即無存在之必要。且第二號指令亦未明文規定會員國必須採取股票面額制，因此其建議不區分公開發行公司與私人公司，一律廢除股票面額制<sup>35</sup>。然而，最終其認為第二號指令雖未明文要求票面金額股，至少第二號指令的諸多規定係建立在票面金額股上<sup>36</sup>。復為避免發行無面額額股之私人公司於公開發行時，須面臨將無面額股轉為面額股之困難，除非第二號指令修正，否則票面金額股仍將被保留，且不區分私人公司與公開發行公司<sup>37</sup>。

其次，關於股票發行之對價。大眾公司受到第二號指令之限制，對於非現金出資之種類與鑑價程序有較為嚴格之規定。依英國公司法之規定，大眾公司不得接受投資人以承諾將來提供公司勞務或服務作為其出資標的<sup>38</sup>。且若大眾公司接受股東之非現金出資，對於股東出資標的之價值，必須由獨立的鑑價人出具報告聲明該標的之價值<sup>39</sup>。至於私人公司，則無出資種類之限制，任何具有財產價值者均得為出資標的。且公司經營者對於投資人之出資價值具有最終決定權，只要公司董事係善意且盡其注意義務，法院通常均不會介入<sup>40</sup>。

### 三、資本之維持

「資本維持」(capital maintenance)一詞在英國主要係由判例法所建立<sup>41</sup>。在1862年英國公司法中，雖然並無任何關於減少或返還資本的規定，惟當時法院認為公司的資本僅能用於公司章程所記載之目的<sup>42</sup>。1867年與1877年英國公司法規定，公司若欲減少資本，必須通知債權人且獲得法院允許後始得為之，否

<sup>35</sup> Company Law Review Steering Group, *Modern Company Law for a Competitive Economy the Strategic Framework*, paras. 5.4.26-5.4.33 (Feb. 1999) [hereinafter *Strategic Framework*].

<sup>36</sup> 例如該指令第9條規定公司得以「可計算之平均值」(accountable par)代替股票面額(nominal value)。

<sup>37</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 266.

<sup>38</sup> Companies Act 2006, s. 585.

<sup>39</sup> Companies Act 2006, s. 593 and 596.

<sup>40</sup> JOHN BIRDS ET AL., *supra* note 33, at 221.

<sup>41</sup> 其用語雖為「資本維持」，但在概念上應包含我國資本三原則中的資本維持原則與資本不變原則。

<sup>42</sup> *Guinness v. Land Corporation of Ireland*, (1883) L.R. 22 Ch. D. 349. 本案中英國上議院認為公司收買自己股份，不得稱為係附隨於公司之目的，縱使公司之基本章程賦予董事會此等權能，亦屬越權行為(*ultra vires*)，應屬無效。

則以其他方式減少資本均為違法。於 Trevor v. Whitworth 案<sup>43</sup>，法院根據此等規定，禁止公司在未得法院允許的情形下，透過與股東間的交易將股東之出資返還股東，尤其是藉由買回自己股份等方式。隨後，在 Ridge Securities v. Inland Revenue Commissioners 案<sup>44</sup>，法院認為「公司僅能為達成公司目的合法的處分其資產。公司得藉由股利分配或經法院允許的減資使資產流出公司……惟無論以何等名義，公司均不得透過任意的棄置使資產流出公司，否則將構成逾越權限之行為。」此等判例建構所謂「逾越權限」(ultra vires)之概念，主要目的雖係禁止公司從事章程記載外之事項，以符合公司股東與債權人對公司章程記載之信賴。惟其適用與解釋之結果，亦可防免公司任意返還資本予股東，達到資本維持之效果。雖然現今英國公司法已廢棄「逾越權限」之概念，惟仍保有資本維持原則<sup>45</sup>。

儘管法定資本制在英國存在許久，然而英國對於法定資本制之規範，相較於歐洲其他國家（尤其是德國）仍屬寬鬆。例如關於「資本」的內涵，在採取票面金額股制度下，應如何看待股份溢價發行之部分即成為問題。依英國公司法之演變，在 1948 年以前，當公司股份溢價發行時，該溢價發行部分之地位與票面金額部分並不相同。公司資本 (share capital) 以股票之面額決定，溢價發行的部分則不構成公司之資本，而成為公司的可分派公積，得返還予股東。然而在 1948 年公司法第 56 條訂立後，股份發行溢價的法律地位大致上與設定資本相同<sup>46</sup>。

在 1948 年公司法第 56 條訂立後，英國公司法規定若公司溢價發行股份，必須將溢價部份轉入稱為「股份溢價所得項目 (the share premium account)」的帳戶<sup>47</sup>。惟溢價發行部分仍與資本有所不同，依 2006 年公司法第 610 條（即 1948 年公司法第 56 條），股份溢價所得項目有兩個額外用途：一、將股份溢價所得項目作為已全額繳款紅利股 (fully paid bonus shares)，用於繳納向成員發行新股之

<sup>43</sup> Trevor v. Whitworth, (1887) 12 App. Cas. 409

<sup>44</sup> [1964] 1 All ER 275.

<sup>45</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 154.

<sup>46</sup> *Id.* at 268-69.

<sup>47</sup> Companies Act 2006, s. 610.



股款；二、沖銷（write off）發行係爭股份的支出與佣金。之所以允許此二例外，在發行紅利股方面，係基於其效果在於將股份溢價部分轉變成資本，對債權人保障並無影響，非真正例外；至於沖銷發行係爭股份之支出與佣金，則為一種真正例外<sup>48</sup>。此外，在私人公司，股份溢價所得項目尚得作為公司合法以資本買回自己股份之財源（詳後述）。

## 第二項 英國公司法之股利分派規定

### 第一款 分派之意義

與歐盟第二號指令相同，在英國公司法中，分派與股利並非完全相同之概念。依英國 2006 年公司法第 829 條之規定，所謂的「分派」，係指所有公司資產對其成員之分派，無論以現金或其他形式<sup>49</sup>。惟下列事項並不屬於此定義中的分派<sup>50</sup>：

- (1) 無庸任何人支付對價即可轉變為股款已全部或部分繳納之股份發行。
- (2) 以下列方式減少資本：
  - a. 減輕或除去股東積欠公司之股款。

<sup>48</sup> 1985 年公司法允許公司以股份溢價所得項目沖銷其他股份發行之費用，遭致學者批評其範圍過度廣泛，而無足夠的正當化事由。 See PAUL L. DAVIES, PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW 232 (7th ed. 2003).

<sup>49</sup> 原文為：In this Part “distribution” means every description of distribution of a company’s assets to its members, whether in cash or otherwise, subject to the following exceptions.

<sup>50</sup> 原文為：

The following are not distributions for the purposes of this Part—

- (a) an issue of shares as fully or partly paid bonus shares;
- (b) the reduction of share capital—
  - (i) by extinguishing or reducing the liability of any of the members on any of the company’s shares in respect of share capital not paid up, or
  - (ii) by repaying paid-up share capital;
- (c) the redemption or purchase of any of the company’s own shares out of capital (including the proceeds of any fresh issue of shares) or out of unrealised profits in accordance with Chapter 3, 4 or 5 of Part 18;
- (d) a distribution of assets to members of the company on its winding up.

b. 返還已繳清之股份。

(3) 根據第十八部分第三、四、五章以資本（包括發行新股所得之股款）

或從未實現利益贖回或購買自己公司之股份。

(4) 解散時賸餘財產之分配。

根據英國公司法對於分派的定義，當然包含每年或每半年的股利分配，且股利分配亦為最常見的分派形式。然而依條文對於分派之定義，其涵蓋範圍顯然不僅止於此。唯一可確定者，並非所有公司對於其股東的財產給付均會構成本條的分派<sup>51</sup>。否則若公司之董事或其員工同時具有股東之身分者，將公司對該董事或員工之薪資報酬解釋為資產分派顯不合理。然而另一方面，若具有股東身分之董事的薪資報酬高於一般行情，且系爭勞務契約之目的係在規避公司法對於分派的限制時，則該報酬之給付是否仍非分派，即有疑問<sup>52</sup>。此處之問題涉及「分派」一詞定義的範圍，以及公司對股東之何種給付行為可論為分派。

除公司法條文之規範外，英國 2006 年公司法第 851 條規定「除非法律另有規定，否則本部分（分派之限制）的成文法不得排除普通法之限制。」本條之規定使公司資產分派除須受到公司法的限制外，亦不得違反英國向來判例法所建立的諸多規則。因此，公司對股東所為之給付是否構成分派，尚須參考英國法院所建立之普通法原則。

英國法院向來對於「分派」的定義，認為係指公司單方或無對價關係的將財產移轉於股東。由於資本維持原則之內涵並不包含公司日常交易行為所發生之損失，因此並無理由阻止公司股東與公司間的常規交易（arm's length transaction）。然而自 1980 年代以降，法院有時會將某些不符合對價關係的交易視為分派<sup>53</sup>。

<sup>51</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 290。

<sup>52</sup> Re Halt Garage (1964) Ltd [1982] 3 All E.R. 1016.

<sup>53</sup> See Nigel J.L. Doran, *Transactions at an Undervalue and the Maintenance of Capital Principle*,

依其普通法規則，公司除非經相關法律程序之授權或締結具有充分對價（full consideration）之契約，不得將資本（或是資產）返還股東<sup>54</sup>。於 Clydebank Football Club Ltd v. Steedman 案<sup>55</sup>，該案法官明確指出「本規則的目的在於，除非公司透過特定方式，否則不得無償的將法定資本或代表該資本的資產返還股東。」又例如在 Re Halt Garage 案，若公司以資本支付員工之薪資，在決定就該薪資超過特定報酬的部分是否構成分派時，法院認為判斷標準應為「系爭交易是否為公司真正行使（給付報酬）的權力」<sup>56</sup>。若公司係真正給予具股東身分之董事報酬而非偽裝的贈與資本（disguised capital gift），法院不會介入審查該給付是否合理。該案事實為董事於生病後無法繼續工作，公司卻仍支付其報酬，因此法院認為該給付與其提供之勞務顯不成比例，並非真正支付報酬，而構成分派。

關於分派對象的判斷，不限於公司直接將財產移轉予股東，若係移轉予受股東指示或經股東同意之第三人，仍可構成對該股東之分派。例如在 Aveling Barfold Ltd v Perion Ltd 案<sup>57</sup>，Aveling 公司將資產以低估之方式賣給由 Aveling 公司唯一的最終受益股東（beneficial shareholder）所控制的公司。本案法院認為根據普通法規則，於判斷一行為是否構成分派時不能單純根據公司帳目上的資產價值，只要公司出售資產的價格低於該資產之實際價值極有可能構成分派，因此本案被視為對該受益股東的分派。

此外，若與公司交易之股東同時為公司之董事時，尚須受到董事與公司間公平交易義務的規範，或者移轉之財產為公司之重要財產時，須經股東會之同意。亦即，於此情形並非全以資本維持原則加以規範<sup>58</sup>。

---

12(9) COMP. LAW. 169 (1991).

<sup>54</sup> Ridge Securities Ltd v IRC [1964] 1 W.L.R. 479, at 495.

<sup>55</sup> Clydebank Football Club Ltd v. Steedman, [2002] S.L.T. 109.

<sup>56</sup> "[W]hether the transaction in question was a genuine exercise of the power", Re Halt Garage, *supra* note 52, at 1039.

<sup>57</sup> Aveling Barford Ltd v. Perion Ltd, [1989] B.C.L.C 626. 此判決涉及所謂「偽裝的分派」（disguised distribution），關於本案之討論如後述。

<sup>58</sup> Nigel J.L. Doran, *supra* note 53, at 171.

## 第二款 分派之限制

### 第一目 資本給付限制概說

股東於購買公司股份時，本預期其得於公司營運中持續獲得股利之分派，而非待公司解散清算時始能一次性分配公司財產，因此在普通法下公司之股利分派並不需要章程之授權。然另一方面，公司之利潤若繼續留存於公司，亦可增加公司之營運資金，有助於公司未來之發展。因此，公司之利潤應用於分配股利或留存公司，事涉公司之商業判斷，董事會對此有裁量權，法院原則上無法介入<sup>59</sup>。

根據英國長期以來所建立的普通法規則，依資本維持原則，公司不得自資本中分派股利<sup>60</sup>。換言之，公司不得藉由股利分派，將股東投入公司之資本全部或部分返還股東，以避免股東規避其對於公司之義務。在 Guinness 案<sup>61</sup>，Cotton LJ 法官認為「本條<sup>62</sup>規定股份有限公司（a company limited by shares）解散時，股東所負之責任以其尚未繳納之股款（unpaid on the shares）為限。公司章程所載之資本係用以對公司債權人清償之資金（fund）。據此，無論股東以何種形式出資，資本均不得返還股東。公司章程中所記載的資本，雖得於公司營運中使用或遭受損失，但因公司債權人有權將章程中記載之資本視為股東必須之出資，除非係為達成公司目的所需要，不得使用公司章程中所記載的資本。」

雖然限制公司資本的用途看似容易，但由於公司營運中不可避免的將從事諸多商業行為，其中難免涉及與股東之交易。且公司籌措資本之目的，本即在於運用這些資金獲得更多盈餘，並將盈餘分派予股東。而如何區分公司對股東之分派為合法的盈餘分派抑或違法的資本返還並非易事，特別是公司除以股利分派外，

<sup>59</sup> *Burland v. Earle*, [1092] A.C. 83. 本案係加拿大法院所作出之判決，其認為是否分派股利，屬公司之內部事項，法院無權介入。

<sup>60</sup> JOHN BIRDS, *supra* note 40, at 251.

<sup>61</sup> *Guinness v. Land Corporation of Ireland*, *supra* note 42.

<sup>62</sup> 指英國 1986 年破產法第 74 條，該條規定當公司解散時其成員在何種條件下必須負責。

尚有許多手段可將資產由公司移轉於股東。因此英國實務認為「非解散之有限責任公司 (limited company)，除經授權之減資外，不得藉由返還資本予股東作出任何支付。公司對股東之任何金錢支付必須且僅能以公司之盈餘作為分派客體。無論該支付是否被稱為「股利分配」(dividend)、「紅利」(bonus) 或是其他名稱，皆必須以利潤分派。」<sup>63</sup>，為分派下了一個抽象且廣泛的定義。此外，除非公司以可分派利潤或為促進公司之目標，公司若將其資產贈與任何人，亦為違法<sup>64</sup>。

英國公司法關於分派之規定，於 1981 年以前並無明確的成文法規定。而 1985 年公司法關於分派之規定大致上與 2006 年公司法相同，故以下僅介紹 1981 年以前之規定與 2006 年公司法。

## 第二目 英國 1981 年以前的規定

在 1981 年公司法制訂前，英國公司法並無成文法規定哪些資金可被公司作為股利而分派予股東，主要仍仰賴判例法建構分派之標準。當時的法院對股利分派大概採取以下幾個限制<sup>65</sup>：

(1) 若公司於前一會計年度有交易盈餘 (profit)，即可分派，無論公司於之前有無虧損 (此即美國法的「靈敏股息」標準，詳後述)。

(2) 出售固定資產的已實現盈餘 (realised profit) 可用以分派，且根據英格蘭地區的法院判決，固定資產重估所生的未實現利益亦可分派。

(3) 歷年累積的盈餘，除非其被用於轉增資或是轉入資本贖回公積 (capital redemption reserve)，否則可用於分派。

<sup>63</sup> Hill v. Permanent Trustee Co of New South Wales Ltd, [1930] A.C. 720.

<sup>64</sup> DEREK FRENCH ET AL., MAYSON, FRENCH & RYAN ON COMPANY LAW 275 (2009).

<sup>65</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 48, at 275-76.

### 第三目 英國 2006 年公司法之規定

#### 一、一般限制

於歐盟第二號指令公布後，英國亦針對股利分派制訂了明確的規定。英國公司法關於分派的基本原則為，公司僅得以可分派盈餘（profits available for the purpose）分派股利。於此所謂可分派盈餘的定義為：先前未用以分派或轉作資本之已實現累積盈餘，扣除先前未因減資或重整而打消之已實現累積虧損（accumulated, realised profits, so far as not previously utilised by distribution or capitalisation, less its accumulated, realised losses, so far as not previously written off in a reduction or reorganisation of capital duly made）<sup>66</sup>。條文使用累積盈餘，係指公司當年度之狀況不得單獨作為判斷標準，而須將歷年的情形納入考量。而已實現盈餘包含交易盈餘與出售資產之盈餘，但並不包含未實現的資產重估增值<sup>67</sup>。要之，與 1981 年以前之規範不同，2006 年英國公司法已不再允許靈敏股息之分派，且未實現盈餘僅得用以轉增資，而不得作為現金股利（dividend）之來源。整體規定係較過去嚴格許多。

此外，在普通法下，公司董事於決定得否分派時，應將公司之正常營運資本與現存或將來之償債能力納入考慮。若董事未盡到此義務，會構成忠實義務與注意義務的違反<sup>68</sup>。且英國法院向來認為，當公司之償債能力出現問題時，董事應優先考慮債權人之利益<sup>69</sup>。

#### 二、大眾公司之額外限制

<sup>66</sup> Companies Act 2006, s. 830. 本段翻譯引自曾宛如，前揭註 1 文，頁 141。另依同法第 853 條，於判斷利潤是否屬於已實現利潤，必須根據該帳目編制時一般公認會計準則。See DEREK FRENCH, STEPHEN MAYSON & CHRISTOPHER RYAN, *supra* note 61, at 286.

<sup>67</sup> 亦即，縱使公司之資產重新估價後增值，若公司未將其售出，仍不得以增值之部分作為分派之客體。See JOHN BIRDS ET AL., *supra* note 33, at 254.

<sup>68</sup> The Company Law Review Steering Group, Capital Maintenance: Other Issues, URN 00/800, para.40 (June 2000) [hereinafter Capital Maintenance: Other Issues].

<sup>69</sup> The Company Law Review Steering Group, Developing the Framework, URN 00/656, para. 3.72 (Mar. 2000) [hereinafter Developing the Framework].

原則上大眾公司與私人公司相同，僅能以累積的已實現淨盈餘分派。惟英國公司法受到歐盟第二號指令第 15 條之限制，必須對大眾公司設有額外之限制。2006 年公司法第 831 條規定如下：

(1) 大眾公司僅得於以下情形作出分派

(a) 其淨資產數額不得少於已繳款之實收資本額及不可分派公積 (its net assets is not less than the aggregate of its calledup share capital and undistributable reserves)；且

(b) 系爭分派不會導致淨資產數額少於已繳款之實收資本額及不可分派公積。

(2) 本條中，公司之「淨資產」指公司之總資產減去其總負債。

..... (略)

(4) 公司的不可分派公積 (undistributable reserves) 係指

(a) 股份溢價發行所得項目；

(b) 資本贖回準備 (capital redemption reserve)；

(c) 其累積的未實現盈餘 (在未被轉作資本的範圍內) 扣除其累積的未實現虧損 (迄今未因減資或重整打消的範圍內) 之數額；

(d) 公司依法規或其章程規定禁止用於分派的任何其他公積。

關於資本溢價帳目，舉例而言，若公司以每股面額 10 元的價格發行 100 股，而實際發行價格為每股 15 元，則公司會有 1000 元的資本與 500 元的資本公積。此時，若公司欲對每股發放一元的股利，則公司必須有 1600 元的淨資產，始得

分派。換言之，本條規定最重要的意義在於，超過面額的資本公積部分，同樣構成公司分派股利的限制。復依本條之規定，所謂不可分派公積並不限於資本溢價帳目，尚包含其他依法或依章程不得分派者。又例如資本贖回準備，係指當公司買回或贖回股份時，必須將買回之金額提列至資本贖回準備項目，以取代公司減少的資本，使公司資本不因此減少。

此外，英國公司法尚允許公司為年中股息分派。公司最近一年度之財報若顯示出公司可為合法之股息分派，則公司可於年度中分次發給；倘若，最近一年度之財報顯示不可能為股利分派，而今年公司因已處分某些固定資產而有獲利，或業績較往年此時為佳，公司欲提早將這些成果與股東分享時，英國公司法准許公司以編制期中財報（interim account）之方法，證明合法分派之要件，進而先行分派給股東<sup>70</sup>。

值得討論者，係一般限制與大眾公司額外限制此二不同標準間的關係。英國公司法第 830 條的一般限制適用於所有公司，而第 831 條之限制僅適用於大眾公司，此意味著必然有某些情形符合第 830 條之限制但不符合第 831 條。乍看之下，第 831 條的限制係著重於公司當年度的損益，第 830 條則著重於該會計年度結束時的資產與負債（資產負債表），二者似有不同。惟此二者間其實具有相互影響關係，例如公司今年有盈餘一百萬，若公司決定不予分派，則該年度之資產負債表上就會多出一百萬的資產。要之，實際上此二標準均為資產負債表標準。因此，對私人公司而言，縱使法條係規定其僅得以盈餘分派，該公司仍須考慮其資本、資本公積等項目<sup>71</sup>。

進一步比較 266 年公司法第 830 條與第 831 條，可知構成大眾公司與私人公司限制最大的不同在於第 831 條所規定的「其累積的未實現盈餘……超過其累積的未實現虧損……之數額」。本條規定要求公開發行公司於分派前，必須自己實

<sup>70</sup> Companies Act 2006, s. 838. 參曾宛如，前揭註 1 文，頁 141。

<sup>71</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 288-289.



現的淨盈餘扣除任何未實現的淨虧損。此對於公開發行公司主要之影響在於，若公司之固定資產進行資產重估後有虧損時，將影響公開發行公司的股利分派<sup>72</sup>。簡而言之，大眾公司於決定得否分派時，必須將未實現虧損納入考慮，私人公司則不用。

此外，英國公司法與歐盟第二號指令均針對投資公司的分配有特別規定，惟英國與美國之證券投資信託制度係公司型，其共同基金組成具有法人格之投資公司，投資人以認購投資公司股份成為股東方式參與，形成公司與股東之雙方關係<sup>73</sup>，因此會有股利分派的問題。而我國則是由基金經理公司發行受益憑證向大眾募集基金，並由保管銀行保管基金資產，非屬公司與股東之關係，與英美制不同。故此處不討論英國公司法就此之規定。

總結而言，英國公司法下對分派設有二種限制：第一種可稱為「累積盈餘標準」(accumulated profits test)，要求公司僅得以累積的已實現盈餘扣除累積的損失，此限制適用於大眾公司與私人公司；第二種則為「淨資產標準」(net assets test)，規定公司僅得以淨資產超過公司資本與不可分派公積之部分分派，而此限制僅適用於大眾公司。

### 三、現物分派 (distribution in kind)

如前所述，英國公司法原則上只允許將已實現盈餘納入可分派盈餘。惟若公司係以非現金資產為分派時<sup>74</sup>，在決定分派之合法性以及可分派盈餘時，得例外將該資產之未實現盈餘視為已實現盈餘<sup>75</sup>。本條規定之目的主要在於促進同一集團內各公司的資產移轉，以達到避稅的效果<sup>76</sup>。然而實際上，此等例外的允許並

<sup>72</sup> *Id.*

<sup>73</sup> 王文字主編，新金融法，頁 203，元照出版社，2004 年 11 月。

<sup>74</sup> 所謂非現金資產 (non-cash asset)，包含現金以外的任何財產或財產上利益 (any property or interest, other than cash)。See Companies Act 2006, s. 1163.

<sup>75</sup> Companies Act, s. 846. See also Companies Act 1985, s. 276.

<sup>76</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 284.

不限於同一集團內的公司，於其他情形下的現物分派亦均可適用。然此等規定的問題在於，若公司並未重估其資產，則帳目上即不會顯示未實現盈餘。而公司必須進行資產重估並重新編制會計項目，方得為此等分派。

在英國普通法長期以來建立的資本維持原則下，依前述普通法原則與英國公司法對於分派的定義，公司低價轉讓其財產或是支付董事過高之酬勞均有可能構成分派。此即偽裝的分配（dressed up distribution）的概念。而公司將財產移轉或出售於股東時，可能引發下列二問題：一、若公司以該財產之帳面價值出售予股東，惟帳面價值低於市場價值時，是否構成分派？二、該分派何時構成合法分派？

在 *Aveling Barford v. Perion*<sup>77</sup> 案，原告 Aveling Barford 公司（下稱 Aveling）與被告 Perion 公司（下稱 Perion）有相同的控制股東。Aveling Barford 擁有一筆多餘但適合開發的土地，其將該筆土地以 350,000 英鎊賣給 Perion，該買賣嗣後經 Aveling 之股東會確認。於當時該土地之價值經獨立鑑定為 800,000 英鎊，而 Perion 之銀行認為該土地可擔保 1,150,000 英鎊，數個月後該土地被 Perion 以 1,500,000 英鎊賣給第三人。Aveling 公司出售該土地時雖然尚未破產（資產大於負債），惟公司並無可分派之盈餘。後來 Aveling 進入破產清算，清算人以 Aveling 之名義提起訴訟，請求法院確認被告係以擬制受託人（constructive trustee）的身分持有再出售所得之利益。

本案法院認為，原告與被告之買賣契約的條款已違反原告公司董事對債權人之忠實義務。而被告公司既已知悉買賣當時原告董事違反義務之情形，應成為原告的擬制的受託人，且該買賣不能因原告公司股東會之承認而合法。此外，雖然原告之財產移轉係以買賣之名義為之，法院認為本案的交易並非原告公司行使其出售公司資產的權利，而是一種偽裝的分派（disguised distribution），將原告公

---

<sup>77</sup> *Aveling Barford Ltd v. Perion Ltd*, *supra* note 57.

司之資本分派予股東。既然原告公司並無可分派的盈餘，則本案原告公司的行為構成踰越權限，應為無效。

又本案係作成於 1989 年，適用 1985 年英國公司法。其意義在於法院並非依照公司法之條文決定是否構成分派，而是根據普通法下的分派與資本維持原則判斷。在普通法下，法院對於分派係採取廣義的見解，著重交易的實質而非形式<sup>78</sup>。本案中，雖然 Aveling 並非將資產分配予股東，且 Perion 亦非 Aveling 之股東，然法院基於係爭利益最終係由二公司之共同股東所享受，而認為本案之情形構成分派。在此基礎上，可認為一旦同一集團內的各公司以低估的價格為資產之交易時，即有分派規定的適用<sup>79</sup>。此外，雖然 Aveling 一案並未涉及系爭公司有無可分派公積，但嗣後仍有相當見解根據此案認為同一集團各公司間若以帳面價值出售資產，惟帳面價值低於市價時，該交易構成分派且公司必須有足夠的可分派盈餘以支應帳面價值與市價之差額<sup>80</sup>。

由於 Aveling 案法院所作的決定並不利於集團內（intra-group）各公司間的資產移轉，該判決進一步引起問題為，究竟應如何看待於集團內各公司的財產移轉的法律定位<sup>81</sup>。在同一集團內，基於稅務或其他考量，集團中各公司經常係以資產之帳面價值而非市場價值進行交易與移轉。因為在 1985 年公司法中對股東的保護是建立在其相關帳目（account）上，若公司將資產以低於市價但等同於帳面價值之價格出售予其關係企業時，依 1985 年公司法是否構成違法分派則有疑問<sup>82</sup>。關於此問題，一說認為依 1985 年公司法第 276 條，公司於現物分派時，在判斷分派的合法性與公司是否遵守公司法對相關帳目之規定時，得將該資產負債表上分派標的之未實現利益視為已實現利益，亦即該資產之全部利益均得分派。因此，允許子公司直接以該資產之帳面價值售予母公司，可省去公司進行資

<sup>78</sup> Capital Maintenance: Other Issues, para. 30.

<sup>79</sup> EILIS FERRAN, COMPANY LAW AND CORPORATE FINANCE 427 (1999).

<sup>80</sup> Department of Trade and Industry, *Companies Act 2006 Explanatory Note*, para. 1151-52 (2006).

<sup>81</sup> KEITH WALMSLEY ED., THE ICSA COMPANIES ACT 2006 HANDBOOK 55 (2007).

<sup>82</sup> Eilis Ferran, *Creditors' Interest and "Core" Company Law*, 20(10) COMP. LAW. 314, 322 (1999).

產重估的費用。另一說則主張，公司必須有足夠之可分派盈餘用以填補該資產之帳面價值與市場價值的差額<sup>83</sup>。因此，Aveling 案之後的爭議，主要集中於相同集團內的公司，究竟可否僅以帳面價值移轉其非貨幣資產。

換言之，在 2006 年公司法頒佈前，若根據普通法對於分派的定義，則公司以低於市價之價格將其資產出售予股東，當然構成所謂的分派。然而復依 1985 年公司法第 270 條第 2 項，公司分派之相關事項主要係以公司帳目為參考依據。則公司以帳面價值出售資產予股東，然帳面價值低於市場價值時，應如何調和此二者即為問題。雖然在 Aveling 案並未考慮公司做成內部集團財產移轉時是否有可分派盈餘，仍有主張認為以帳面價值出售時，由於具有價值低估的特徵，因此公司必須有足夠的可分派盈餘填補市場價值與帳面價值之差額。惟如此之結果，將使公司選擇放棄這類型的資產移轉，或是必須將資產重估並加以出售，同時藉由出售資產產生的「已實現盈餘」增加可分派公積<sup>84</sup>。

CLRSO 事後討論本案，在經過多次的討論後，其建議公司法應將處分資產納入分派的規範中，但同時於此部分排除普通法就分派的規範，而使公司法條文成為此部分的唯一法源<sup>85</sup>。其首先提議公司法對於分派的定義應擴張及於公司將資產移轉予其成員，或受其成員指示或實質上受其指示而移轉予第三人，以確保可以將 Aveling 案之交易類型納入分派的定義中。其次關於普通法所建立的資本維持原則，若分派的數額未被帳目所承認，則該數額無須納入考慮<sup>86</sup>。然而 CLRSO 為保障債權人，提出兩個額外的保障措施<sup>87</sup>：第一、在普通法下要求公司應注意在相關帳目作成後，有無減少可分派盈餘的已發生損失存在，此一普通法之義務仍應保留。亦即公司在決定可分派盈餘之數額時，應將資產負債表作成後的狀況

<sup>83</sup> See Nigel J.L. Doran, *supra* note 53, at 169-75.

<sup>84</sup> ALISTAIR ALCOCK ET AL., COMPANIES ACT 2006: THE NEW LAW 200 (2007).

<sup>85</sup> The Company Law Review Steering Group, *Company Formation and Capital Maintenance*, para. 3.66, (Oct. 1999) [hereinafter *Company Formation*].

<sup>86</sup> *Capital Maintenance: Other Issues*, para. 37.

<sup>87</sup> *Id.* para. 38.

納入考慮。第二、由於以帳面價值出售公司財產，縱使在公司欠缺可分派盈餘時，仍不構成分派。為避免此等情形，應規定當公司欠缺可分派盈餘時，關於帳面價值與未實現盈餘之規定不能適用。亦即此際公司若以低價出售財產，縱使該價格等同於帳面價值，仍構成違法分派。

英國於 2006 年公司法修正時，並未將公司法作為現物分派的唯一依據，而是區分公司有無足夠的可分派盈餘以決定應適用 2006 年公司法或其他普通法原則<sup>88</sup>。2006 年公司法第 845 條主要在處理若公司處分其非現金資產構成分派時，該分派數額之判斷。其規定於分派時，公司須具有可用以分派的盈餘；且若分派的數額應依本條確定，公司得以不違反本部分（分派）之規定作出分派。公司分派其非現金資產時，該資產之帳面價值扣除所取得之對價，將被視為公司資產的現物分派。換言之，若處分所獲得之對價高於資產之帳面價值，該分派數額視為零；而在其他情形下，分派數額視為資產之帳面價值與處分對價的數額或價值之差額。又依同條第 4 項，所謂帳面價值，係指資產在相關帳目中載明的數額，若於相關帳目中未載明任何數額時，該數額為零。在此等規定下，可避免公司於現物分派時必須支出的資產重估的費用<sup>89</sup>。

簡而言之，依 2006 年公司法，只要公司有可分派公積（無論多寡），其以帳面價值之價格出售資產予股東之分派，均不會違反資本維持原則之相關規定。

#### 四、違法分派的效果

若公司作出違法分派，該分派之行為並非無效。而是相關人士將負有責任。又所謂相關人士，係指決定系爭違法分派之董事與受領該分派之股東。

##### 1. 董事之責任

<sup>88</sup> Companies, s. 851(2). See PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 290.

<sup>89</sup> ALISTAR ALOCK ET AL., *supra* note 84, at 200.

2006 年公司法條文並未明確規定董事違法分派之責任。但在普通法原則下，公司董事被視為公司財產之受託人，若公司作出違法的分派，授權該給付之董事已可初步確認（*prima facie*）違反受託義務而必須負責<sup>90</sup>。惟董事所負之責任並非無過失責任，若董事能證明其已盡合理的注意義務確保會計帳目之正確，且基於該等會計帳目行使其商業判斷而作出分派時，則無須負責<sup>91</sup>。

若公司董事違法分派，公司董事須就超額之部分對公司連帶負返還之責。惟此並不妨礙董事向股東請求返還之權利<sup>92</sup>。縱使公司分派後仍有償債能力，亦同。在 *In re Exchange Banking Company*<sup>93</sup> 案，法院認為違法的股利分派，既然已踰越公司本身的權限，若股東知悉該違法的分派並加以確認，至多僅能拘束該個別股東，而無法拘束公司。且股東終究並非完全等同於公司，向股東之給付並無法防免公司對於董事追究責任。亦即，若董事違法分派，縱事後經全體股東同意，亦無法免除董事對公司之責任。此外，本案法院認為，在資本維持原則的架構下，公司並非單純的股東的集合，因此董事會對於其他公司的成員例如債權人等，亦負有忠實義務<sup>94</sup>。

由於此救濟的目的在於回復公司非法分派前的狀態，而非在填補公司的損失，因此公司不得主張系爭違法分派係導因於會計帳目錯誤而免責。在 *Bairstow*<sup>95</sup> 案，被告為公司之董事，其分別在 1990 年與 1991 年作出兩次分派。就 1990 年之分派，雖然公司本身並無足夠的可分派盈餘，惟被告主張在整體關係企業中，

<sup>90</sup> *Bairstow v. Queens Moat Houses plc*, [2000] B.C.C. 1025.

<sup>91</sup> *Dovey v. Cory* [1901] A.C. 477. 本案中被告為一合資銀行之董事，其基於誠實的信賴董事長與經理所準備之文件，同意從資本中支付紅利。然而實際上董事長與經理係對銀行為詐欺，並被發現構成刑事犯罪。由於本案被告就董事應盡之義務而言並無過失，法院認為其無須在清算中負責。See V. Niranjana & Shantanu Naravane, *A Reassessment of Fundamental Dividend Principles*, 20(3) I.C.C.L.R. 88, 100 (2009).

<sup>92</sup> *Re National Funds Assurance Company*, (1878-79) L.R. 10 Ch. D. 118.

<sup>93</sup> *In re Exchange Banking Company*, (1882) L.R. 21 Ch. D. 519. 本案之董事連續數年在提供給股東會之報告與資產負債表上，將其所知悉的呆帳（*bad debt*）記載為資產，因此該等文件上所顯示的利潤實際上並不存在。股東會根據該等文件作出分派的決議，董事也因此獲得分紅。後來該公司進入清算，法院判決董事必須對公司分派的所有紅利，負連帶返還責任。

<sup>94</sup> *Id.* at 533.

<sup>95</sup> *Bairstow & Ors v. Queens Moat Houses plc & Ors.*, *supra* note 90.

其子公司仍有足夠的盈餘可支付母公司的分派。本案法院認為，1985 年公司法第 263、271 條（現為 2006 年公司法第 829 條、837 條）並非單純的程序事項，而是法條中為保護公司成員與債權人之重要部分。因此縱使關係企業中有足夠之盈餘，亦無法合法化作出分派之母公司本身無足夠盈餘之事實。然而關係企業中有足夠盈餘一事，則可認為董事違反法條之規定本質上僅為技術性的違反，並無導致公司損失。該案法院因此依 1985 年公司法第 727 條免除董事該次違法分派的責任<sup>96</sup>。

關於董事責任的範圍，主要需考慮者為該違法的本質。若股利分派之違法係源於非常規行為例如詐欺或錯誤的帳目，則整個分派行為均為違法，董事會之責任範圍為全部分派數額，縱使該帳目正確公司即得發放股利，亦同。反之，若帳目本身並無詐欺或錯誤，而僅為公司違法分派超過應分派之部分時，則董事的責任限於違法超過之部分。在 *Cleveland Trust Plc*<sup>97</sup> 案，有一家公司 A，其有一完全控制的子公司 B，B 又有一完全控制的子公司 C，而 A、B、C 三家公司有相同之董事。該案中 C 公司先違法超額分派股利予 B 公司，B 公司根據該股利製作財務報表並分派股利予 A 公司，A 公司最後再將該股利分派予股東。本案法院認為 C 的違法分派與 B 的違法分派在本質上是不同的，C 的違法僅限於超額分派的部分，而 BC 之董事既然相同，B 公司董事應知悉違法分派之情事，B 公司就超額部分構成擬制受託人（constructive trustee）。則 B 公司將該部分納入可分派盈餘時，該會計帳目本身即有問題，從而 B 公司對 A 公司的整個分派均為違法。

## 2. 股東之責任

---

<sup>96</sup> 1985 年公司法第 727 條現為英國 2006 年公司法第 1157 條。該條允許公司之經營者當有過失或失職之情事時，審理系爭案件之法院若認為可能須負責任，惟該經營者係誠實合理的執行業務，法院在考量一切情形後，得依其認為合適之條款全部或部分免除經營者之責任。然而該條文的門檻相當高，尤其在於違法分派股利方面，欲適用此條相當困難。V. *Niranjan & Shantanu Naravane*, *supra* note 91, at 101.

<sup>97</sup> [1991] B.C.C. 33.

依 2006 年公司法第 847 條第 1、2 項規定，若公司於分派時，公司之成員有合理理由相信公司之分派違法，該成員應將分派（或依具體情形，為分派之一部）返還公司；若分派係以現金以外之方式為之，則應向公司支付與分派（或分派之一部）時價值相等之金額。要之，公司違法分派之效果並非無效，而是得請求知情之股東返還。關於公司股東知情與否之解釋，依英國實務向來對本條之解釋，係指公司股東僅需知悉該分派並非出於可分派盈餘，而無須知悉分派為違法，亦即股東不得以不知法律作為免責事由。然而，所謂「有合理理由（reasonable grounds）」究竟係指股東對於那些經適當調查即可知悉之違法情事應推定知情，抑或只有在股東對違法情事已達視若無睹（turn a blind eye）的程度方可推定知情，並不清楚<sup>98</sup>。在 *It's a Wrap (UK) Ltd (in liquidation) v. Gula*<sup>99</sup> 案，法院認為本條係源於歐盟第二號公司法指令第 16 條<sup>100</sup>，於解釋時必須依據歐盟法的一般原則，亦即，若無相反事實，一般人應被認為知悉已公布之歐盟法令<sup>101</sup>。將此等解釋套用至第 847 條，可知該條之重點並非在於股東知悉導致違法的要件，而在於違法事實的本身。亦即公司之成員無須知道法律之規定或其如何適用至分派，而不得以其不知法律作為抗辯。

依第 847 條第 3 項規定，本條並未排除其他關於課予公司成員向公司返還非法分派義務之規定的適用。之所以有此規定，係因本條並非公司對成員的唯一請求權基礎，公司根據普通法原則，有權對知悉分派為違法之股東請求返還。此等請求權雖然較法條要件嚴格（因普通法原則限於股東知情，而公司法條文尚包含股東「有合理理由知情」），但可能得提供更有效的救濟<sup>102</sup>。當一個人自公司收受財產且該給付之行為違法時，若其知悉該給付是不正當的（通常被描述為逾越權

<sup>98</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 297.

<sup>99</sup> [2006] B.C.C. 52.

<sup>100</sup> 該條原文為“Any distribution made contrary to Article 15 must be returned by shareholders who have received it if the company proves that these shareholders knew of the irregularity of the distributions made to them, or could not in view of the circumstances have been unaware of it.”

<sup>101</sup> *It's a Wrap (UK) Ltd (in liq.) v. Gula*, *supra* note 99, at 627.

<sup>102</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 297.



限的給付)，則其被視為是以擬制受託人的身分，為公司利益而持有該財產<sup>103</sup>。除了擬制受託外，另一責任基礎為自董事與股東間的信賴關係所導出的衡平考量<sup>104</sup>。在 *Moxham v. Grant*<sup>105</sup> 案，公司董事因為其違法分派而必須對債權人負損害賠償責任。本案法院認為，若股東係公司經營者違法分派的唯一受益者，且股東亦核准該行為時，僅命公司經營者負責顯不公平，因此判決公司董事有權向那些知悉或應該知悉造成分派違法之情況的股東追償。



---

<sup>103</sup> *Precision Dippings Ltd v. Precision Dippings Marketing Ltd* [1986] Ch. 447.

<sup>104</sup> *V. Niranjana & Shantanu Naravane*, *supra* note 91, at 101.

<sup>105</sup> [1900] 1 Q.B. 88.

### 第三項 英國公司法的股份買回

#### 第一款 英國法中股份買回發展概說

英國在 1981 年公司法修正以前，基於資本維持之理由，除無償取得已全額繳納股款的股份等少數例外，其普通法為避免公司之資本減少，原則上禁止公司購買自己之股份，縱使公司之基本章程有明確授權亦同<sup>106</sup>。然而公司仍得發行具有明確贖回日期之可贖回優先股 (redeemable preference shares)<sup>107</sup>。此等規定相較於其他普通法國家 (例如美國或加拿大) 與大陸法系國家均較為嚴格，甚至比歐盟第二號公司法指令嚴格。其後英國參考歐盟其他國家之經驗，逐漸體認允許公司取得自己股份有其必要性<sup>108</sup>。於 1981 年，英國配合歐盟第二號指令，於 1981 年公司法允許公司得發行任何種類的贖回股，並首次賦予公司買回自己股份的額外權限<sup>109</sup>。隨後的 1985 年公司法修正，雖然原則上仍禁止公司取得自己股份，但已大幅放寬公司取得自己股份之例外；接著並於 2003 年允許公開發行公司持有自己之股份 (庫藏股)<sup>110</sup>；2006 年公司法修正後，儘管條文仍僅允許公司於法定例外情形下買回自己股份，但因例外太過寬鬆，幾乎可謂原則上允許公司買回自己股份<sup>111</sup>。綜觀英國公司法於股份買回之發展，可發現其有逐漸放寬的趨勢。由於 2006 年公司法相較於 1985 年公司法並無太多的實質改變，以下僅介紹 2006 年公司法之規定。

<sup>106</sup> Trevor v. Whitworth, *supra* note 43.

<sup>107</sup> Companies Act 1985, s. 58.

<sup>108</sup> 邱秋芳，股份有限公司買回自己股份法律問題之研究，頁 156，台北大學博士論文，劉連煜博士指導，2004 年。

<sup>109</sup> GEOFFREY MORSE, CHARLESWORTH'S COMPANY LAW 160 (17th ed. 2004).

<sup>110</sup> Companies (Acquisition of Own Shares) (Treasury Shares) Regs 2003, SI 2993.1116; Companies (Acquisition of Own Shares) (Treasury Shares) (No 2) Regs. SI 2003/3031.

<sup>111</sup> JANET DINE & MARIOS KOUTSIAS, COMPANY LAW 129 (6th ed. 2006).

## 第二款 2006 公司法之規定

歐盟第二號指令改變了英國百年來禁止公司取得自己股份的規則，促使英國修正與頒布 1981 年公司法，相較於傳統公司法思維，其重要突破在於區分買回之程序（市場買回或市場外買回）以及買回之財源，此二問題也成為之後的英國公司法主要的處理對象<sup>112</sup>。

英國 2006 年公司法採取普通法向來禁止公司取得自己股份之原則，於第 658 條第 1 項規定，有限公司除根據本部分之規定外，除非公司係以無金錢價值之對價取得全額繳款股份，禁止以購買、認購或以其他方式取得自己股份。若公司故意違反本條，公司及應負責之人員將構成犯罪，且該取得之行為無效。雖然英國公司法原則禁止公司買回自己股份，但其仍設有一般例外。例如公司適當做出減資決定時取得自己股份、依法院之命令而取得股份，或公司對於未能繳納股份應繳金額之股東依公司章程沒收其股份等。此種情形或因已得法院許可，可認為對公司及利害關係人之保護以納入考慮；或在沒收股份之情形，因無害於公司及債權人之利益，故可列入股份回籠禁止之一般性例外<sup>113</sup>。

此外，為避免公司藉由使第三人取得自己股份以規避第 658 條之規定，英國公司法第 660 條規定，於被公司指定之人（nominee）取得公司股份時，該股份視為被指定人為自己之利益而持有，且公司視為對股份無受益利益（beneficial interest）<sup>114</sup>。若該被指定人於認股後未能於 21 日內繳納股款，如其為公司章程中之認股人所指定之人，該章程中之認股人須連帶負責；若係由其他方式所取得，則由董事與該被指定人負連帶責任<sup>115</sup>。惟應注意者，此等規定僅適用於被指

<sup>112</sup> Geoffrey Morse, *The Introduction of Treasury Shares into English Law and Practice*, 2004(3) J. BUS. L. 303, 304 (2004).

<sup>113</sup> Companies Act 2006, s. 659.

<sup>114</sup> “beneficial interest”一詞根據 Black's Law Dictionary，係指受益人自己對信託財產本身或其收益所享有的權利，與受託人所擁有的法定所有權相對（“A right or expectancy in something (such as a trust or an estate), as opposed to legal title to that thing.”）。

<sup>115</sup> Companies Act 2006, s. 661.

定人係公司之認股人的情形，若被指定人係自第三人處取得全額付款股，縱使其資金係源於公司，亦無本條之適用<sup>116</sup>。亦即，本條規定之立法目的在確保公司發行股份時，可收到完全之對價。

根據英國公司法的規範架構，其將公司取得自己股份分為兩個部分：股份之贖回與公司購買自己的股份。至於其他規定如財務援助、非公開發行公司以資本贖回或購買自己股份、庫藏股等，均得置於股份贖回與公司購買自己股份的架構下討論。以下分別介紹之。

### 第一目 股份之贖回

所謂可贖回股 (redeemable stock)，係指事先預定其贖回或銷除條件之股份而言。股份有限公司發行股份之目的既在於籌資，則股份一旦發行，公司所收受之股款即成為公司之財產，於公司存續中原則上不得返還。而可贖回股之發行，主要係因公司向大眾籌措資金時，考量到有些投資人希望其投資之股份，除能獲得股利分派與其他收益外，於必要時，並能完全收回其投資。為迎合投資人此種期待，遂有可贖回股之設計<sup>117</sup>。英國公司法於 1981 年以前僅允許發行優先之可贖回股，然而其現行法則未限制可贖回股之類型<sup>118</sup>。

股份有限公司依據下列規定得發行可贖回股：私人公司之章程可排除或限制可贖回股的發行；大眾公司若經章程之授權，得僅發行可贖回股。惟若公司所有已發行股份均為可贖回股時，不得再發行可贖回股<sup>119</sup>。亦即，關於可贖回股贖回之條款、條件與方式，得由章程記載，或由章程或普通會決議授權董事會訂定之。若贖回之條件係由董事會決定者，該條件必須決定於股份發行之前，且應載明於

<sup>116</sup> 惟此時可能構成財務援助 (financial assistance)，詳下述。

<sup>117</sup> 柯芳枝，公司法專題研究，頁 2，作者自版，1976 年 4 月。

<sup>118</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 319.

<sup>119</sup> Companies Act 2006, s. 684.

公司之資本聲明 (statement of capital) 中<sup>120</sup>。

在股份贖回的財源方面，除私人公司例外得以資本作為財源外（詳下述），大眾公司因強調資本作為債權人保護的基礎，贖回股份之財源限於公司的可分派盈餘或為贖回股份之目的發行新股所得之股款<sup>121</sup>。若可贖回股並非溢價發行，則贖回時所支付的任何溢價均須自公司可分派盈餘中支付。若可贖回股本身為溢價發行，於公司贖回時所應支付之溢價，除得以公司可分派盈餘支付外，另得以為贖回之目的發行新股之所得股款支付，惟其數額不得高於下列二者之一：(1) 公司基於發行可贖回股而收到之溢價；(2) 公司現時之股份溢價所得項目之數額（包含發行新股所轉入之任何溢價數額）<sup>122</sup>。

若公司係以發行新股之股款贖回，則公司之資本不會減少；反之若係以可分派盈餘贖回，則會發生資本減少的情形。股份有限公司之股份被贖回後，該股份視為撤銷，且公司已發行股本之數額（資本額）應根據可贖回股份的票面價值減少。既然公司之資本減少，公司應於一個月內向公司登記處變更登記，否則構成違法<sup>123</sup>。此外，英國公司法規定於贖回之股份視為銷除時，公司之已發行股本於根據可贖回股份的票面價值減少應轉入資本贖回準備中<sup>124</sup>。若可贖回股全部或部分係以發行新股之股款贖回，且發行新股之股款數額低於可贖回股之名義價值總額時，該差額亦須轉入資本贖回準備（capital redemption reserve）<sup>125</sup>。資本贖回準備僅得作為股票股利之資金，例如支付現金股利等，而不得用作其他用途。亦即資本贖回準備被視為已全額付款之股本，而作為公司資本之一部分。

---

<sup>120</sup> Companies Act 2006, s. 685.

<sup>121</sup> Companies Act 2006, s. 687.

<sup>122</sup> Companies Act 2006, s. 687(4).

<sup>123</sup> Companies Act 2006, s. 689.

<sup>124</sup> Eilis Ferran, *supra* note 79, at 444.

<sup>125</sup> Companies Act 2006, s. 733. 反之，如果公司發行新股之股款剛好等同於贖回股之名義價值總額，則可認為公司係以發行之新股完全取代贖回股，而無損及不可分派公積之問題。

## 第二目 股份之買回

贖回股之特性在於公司係於股份發行時即決定該股份得否贖回，因此公司贖回該等股份具有可預見性。於 1981 年公司法修正前，優先股之贖回為公司除法院同意外唯一取得自己股份的手段<sup>126</sup>。過去英國認為在資本維持原則下，不應准許公司買回自己之股份，且允許公司購買自己股份可能使董事以公司資產增加自己對公司的控制。惟其後來認為這些危險並非不可避免，且過去的限制也不符合時代潮流。英國貿工部（the Department of Trade and Industry，為公司先前之主管現整合其他機關，現更名為 the Department for Business, Enterprise & Regulatory Reform, BERR：商業、企業暨規範改革部）於 1980 年公布了一份諮詢文件，並獲得廣泛的正面回應<sup>127</sup>。英國遂於 1981 年公司法修正後准許公司買回自己股份。

股份買回與股份贖回最大之不同在於，前者之買回條件無法於股份發行時預先設定，須待買賣契約締結時始能確定；後者之贖回條件則於股份發行時即已決定。除此之外，股份買回與股份贖回於本質上並無不同。因此英國公司法在贖回股與購買自己股份之規範相當類似。

依英國 2006 公司法第 690 條，除非公司章程禁止或限制，公司得根據公司法之規定買回自己之股份。與股份贖回相同，基於資本維持原則，公司得買回之股份限於全額繳款股<sup>128</sup>。就公司得買回股份之限度，原則上並無限制，惟若公司買回自己股份後，將導致公司已發行股份均為贖回股時（或在大眾公司，僅剩下贖回股與庫藏股），公司不得買回自己股份。

於股份買回之財源方面，除私人公司例外得以資本買回外，公司僅得以可分

<sup>126</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 325.

<sup>127</sup> *The Purchase by a Company of its own Shares: Cmnd. 7944, cited from* PAUL L. DAVIES, *id.*

<sup>128</sup> 亦即公司僅得自現存之股東購買自己之股份，而不得認購自己之股份。此從第 690 條條文用「購買」(purchase)，文義上並不包含認購(subscription)可知。See *Re VGM Holdings Ltd*, [1942] Ch. 235.

派盈餘或為買回股份所發行新股之股款做為財源<sup>129</sup>。當公司以盈餘作為財源時，公司資本減少之數額（或發行新股之股款少於股份減少之票面價值時）同樣必須轉入資本贖回準備，此部分與贖回股相同。此外，公司買回自己股份時所支付的溢價皆須以可分派盈餘為之，除非當初股份係溢價發行，公司方得以發行新股之股款支付，且此支付之數額不得高於被買回股份當初之溢價或公司現時股份溢價所得項目。

又公司取得自己股份後，除非符合庫藏股之規定，否則股份均應銷除，同時該等股份票面額所代表的資本亦應一併減少，以避免股東將來股權被稀釋或其他操縱市場之問題<sup>130</sup>。

在股份買回之具體規定上，英國公司法主要係從買回之程序與買回之財源兩部分加以規範。因系爭契約之交易對象、交易內容與條件，均可能影響公司及其他股東之利益。為求股東間之平等性，避免公司經營者藉由股份買回圖少數股東之利益。關於買回程序，英國公司法將購買自己股份區分為市場外買回（off-market purchase）與市場內買回（market purchase）<sup>131</sup>。所謂市場外買回，係指股份在經承認之投資場所外被買回，或是在經承認之投資場所被購買，但非隸屬於在市場內的市場安排<sup>132</sup>。原則上，私人公司或非上市（non-listed）大眾公司之買回，或是上市公司之櫃檯（over-the-counter）買回，均為市場外買回<sup>133</sup>。

#### 一、市場外買回<sup>134</sup>

若公司欲為市場外買回（off-market purchase），為維護公司與其他股東之利

<sup>129</sup> Companies Act 2006, s. 692.

<sup>130</sup> Companies Act 2006, s. 706.

<sup>131</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 326.

<sup>132</sup> Companies Act 2006, s. 693(2) “A purchase is “off-market” if the shares either—  
(a) are purchased otherwise than on a recognised investment exchange, or  
(b) are purchased on a recognised investment exchange but are not subject to a marketing arrangement on the exchange.”

<sup>133</sup> JOHN BIRDS, *supra* note 40, at 233.

<sup>134</sup> Companies Act 2006, s. 694-700.

益，契約之條款必須經過股東會之特別決議始能生效<sup>135</sup>。又英國公司法之股東會決議可分為書面決議與一般決議（general meeting）<sup>136</sup>，為保障股東之資訊權，若為書面決議，契約條款必須先於或同時與決議提案送達至有表決權股東；若為普通決議，契約條款必須於股東會前十五日與開會當日供股東查閱，否則該股東會決議無效。換言之，為避免市場外買回發生利益輸送，英國公司法要求買回之對象、條件、價格、時間等均須經股東會之決議。且為避免利害衝突，有利害關係之股東並無表決權。若其在一般決議中行使表決權，且其表決權的行使與股東會決議通過有條件因果關係時，該股東會決議無效。於大眾公司，授權必須表明授權屆滿之日期，且該日期不得超過決議通過之日起十八個月。

## 二、市場內買回<sup>137</sup>

所謂市場內買回，係指購買在公認投資場所進行，並排除不隸屬於在場內的市場安排。只有大眾公司之股票得在經承認之投資場所內交易，大部分在交易市場上市之股份買回均為市場內買回<sup>138</sup>。

由於市場內買回受到其他相關法律的規範，購買價格取決於股票之市場價格，且任何股東均有出售其股份之機會，因此相對於市場外買回須經股東會特別決議，市場內買回僅須股東會之普通決議即可，受到較低之規範。且因市場內買回其買回條件或契約內容不易事先決定，英國公司法規定該授權必須設定授權買回股份之上限與股份價格之上下限。又為避免因此喪失彈性，其購買價格除得以特定金額確定外，尚得藉由提供計算價格之基礎或公式加以確定（但不得參考任何人的裁量或意見）。

<sup>135</sup> 此種契約在英國被稱為「附條件買賣契約」（contingent purchase contract），亦即，契約簽訂時尚無法拘束公司，惟之後公司仍可能負有履約之義務。

<sup>136</sup> 此處之一般決議係相對於書面決議，與以表決權為區分之普通決議與書面決議不同。

<sup>137</sup> Companies Act 2006, s. 701.

<sup>138</sup> 須注意者，在倫敦交易所上市之公司於買回自己股份時，尚須受到 FSA 額外之規範，例如該國上市規則（listing rules）規定公司買回之股份若超過其股本（equity shares，包含優先股）之百分之十五，即需以對所有股東公開徵求（tender offer）之方式為之。惟此等規定係著眼於證券市場之規範，與資本維持原則較無關連。See Listing Rules 12.2.2.



英國公司法第 694 條雖無罰緩等規定，惟故意根據無效之股東會決議所締結之買回契約應為無效，蓋該契約之內容為違法行為（未經授權的股份買回）。此時根據同法第 658 條（股份回籠禁止之一般規則），公司經營者將構成犯罪。在 Re RW Peak (Kings Lynn) Ltd<sup>139</sup> 案，公司之章程並未授權公司買回自己股份，且公司訂立契約前亦未取得股東會之同意，本案法院認為，股份買回不僅影響到現存股東，尚會影響出售股份之股東或債權人。縱使公司之股東事後聲明放棄公司法之限制，該契約仍為無效。

為使公司買回自己股份具有公示性，公司於買回自己股份後，必須自股份買回後二十八日內向公司登記處申報。申報表必須記載股票之數量與票面價值，及股票移轉於公司之日期。大眾公司之申報表並應載明公司支付金額的細節。英國公司法為避免公司濫用股份買回之權利，要求公司必須保留其契約之副本（若契約並無書面，則為列明該條款之書面備忘錄）以供調查，保留之期限為自全部股份購回均已完成，或契約另行決定之日期，向後起算十年。保留之地點為公司登記處所或公司法第 1136 條以下之規章所指定的地點。該副本或備忘錄必須供任何股東查閱，若為大眾公司，則須供任何其他人士查閱。

### 第三目 私人公司以資本買回（贖回）自己之股份

英國公司法關於股份買回之規定在私人公司與大眾公司最大的不同在於，其允許私人公司以資本作為買回股份之財源。除非公司之章程另有限制或禁止，公司得以可分派盈餘或發行新股之股款贖回或購買自己之股份<sup>140</sup>。蓋於私人公司中，股份移轉不易，對於投資者而言如何取回其投資甚為重要，由公司買回其手中之持股即為一種方式。且立法者考量到在私人公司中，資本形成與維持原則並無太大實益，因此在搭配其他債權人保護機制下，放寬私人公司購買自己股份之

<sup>139</sup> Re RW Peak (Kings Lynn) Ltd, [1998] B.C.C 596.

<sup>140</sup> Companies Act 2006, s. 709. 基於此處之買回與贖回之財源係受到相同規範，以下僅以股份買回作代表。

財源，允許公司以資本購買自己之股份<sup>141</sup>。此等規定實際運用上，除使私人公司易於買回自己股份外，也提供私人公司較為簡便的減資程序<sup>142</sup>。

2006 年公司法第 709 條規定，除非公司章程另有規定，公司得以可分派盈餘或發行新股所得之股款以外之資金作為股份買回或贖回之財源。此種給付被稱為「從資本中繳納」(out of capital)<sup>143</sup>。復依同法第 710 條之規定，私人發行公司若欲使用其資本買回自己股份，其允許買回之金額為買回之價金扣除公司之可用盈餘 (available profits) 與發行新股之股款後之差額 (此稱為可支付資本，the permissible capital payment)。換言之，公司在動用其資本前，必須先使用其可用盈餘。所謂可用盈餘，英國公司法對其有特別之定義，並非根據通常用以決定公司可分派盈餘之會計準則。可用盈餘必須依照公司董事依同法第 714 條做出聲明 (下述) 時前三個月內所作成的相關會計帳目決定，該等會計帳目必須能夠使公司之盈餘、虧損、資產與負債等做出合理的判斷。而可用盈餘係指依據相關帳目確定之公司盈餘，扣除帳目確定之日後至董事作出聲明前之期間內公司的合法分派與公司自可分派盈餘中合法作出的其他支付<sup>144</sup>。

為避免私人公司以資本買回自己股份可能損及債權人或其他股東之利益，英國公司法另外設計了一套相對應的機制，要求公司董事必須依據會計師 (auditor) 之報告作出公司償債能力聲明 (certificate of solvency)<sup>145</sup>。該聲明首先必須確定可支付資本之數額，接著必須載明，董事已經對公司之事務與前景作出全面調查，並認為公司以資本買回股份後，公司於一年內仍有能力繼續營運並贖回到期債務。董事於作出此聲明時，必須附有公司會計師提出之報告，報告須載明該會計師已經調查公司事務狀況，確認董事聲明中的許可資本繳納之數額，以及認為董事之營運與償債能力之聲明係合理的。若董事欠缺合理根據而仍作出此聲明，

<sup>141</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 333.

<sup>142</sup> JOHN BIRDS, *supra* note 40, at 238.

<sup>143</sup> Companies Act 2006, s. 709(2).

<sup>144</sup> Companies Act 2006, s. 712.

<sup>145</sup> Companies Act 2006, s. 714.

應負刑事上責任<sup>146</sup>。董事作出此聲明後，須經股東會之特別決議核准，且該董事聲明與會計師之報告必須適當揭露予股東，否則股東會決議無效<sup>147</sup>。

為保護公司之債權人，公司必須在股東會決議通過後一週內，在公報上公布上述相關訊息。與此同時，除非公司向所有債權人發出書面通知，否則應在適當的全國性報紙上公布。此外，公司必須將前述聲明與報告之副本提交公司登記處，並將其置於公司登記處所或其他公司法指定地點，以供查閱。

此外，為保護異議股東或公司債權人，英國公司法賦予公司成員或股東有向法院請求撤銷股東會決議的權利。法院於此有相當大的權限，其得以命令撤銷或確認公司之決議，或依其認為適當之條款與條件撤銷或確認之。法院有權命公司購買公司任何成員之股份，並因此減少資本與修改章程。惟本條並未說明法院於何種情況下可核准原告之請求，若公司並未用盡其可分派盈餘即使用資本固然會構成此條，然而少數股東得否以其股份未被公司購買而受到歧視為由提起訴訟則有疑問。學說上有認為，就少數股東之保護英國公司法於第 994 條已有規定，本條不應作為此種請求之根據<sup>148</sup>。

如後所述，若再比較私人公司於減資與股份買回之規定，可發現依 2006 年公司法中，私人公司的減資規定較股份買回寬鬆，償債能力聲明無須會計師之報告，且亦未賦予債權人或公司成員異議權。故有學者認為，現行法關於以資本買回或贖回自己股份之規定過於複雜，私人公司於許多情形可能傾向於減資而非買回自己股份<sup>149</sup>。

---

<sup>146</sup> Companies Act 2006, s. 715.

<sup>147</sup> Companies Act 2006, s. 716-718.

<sup>148</sup> JOHN BIRDS, *supra* note 40, at 241.

<sup>149</sup> PETER VAN DUZER, COMPANIES ACT 2006: A GUIDE FOR PRIVATE COMPANIES 181 (2007).

## 第四項 財務援助

### 第一款 財務援助概說

所謂財務援助 (financial assistance)，係指公司提供財務支援第三人得買進該公司之股份。此行為類似於公司買回自己之股份，同樣會發生減少公司資本之效果，因此在歐盟第二號指令與英國公司法原則上禁止此等行為。

財務援助的規定主要存在於歐盟各會員國與採用英國系統之公司法(包括大英國協之四十餘國家、地區)<sup>150</sup>，而此等國家之公司法大抵上均採取法定資本制 (legal capital rules)，亦即以公司之資本作為債權人保護之手段。我國公司法繼受德國與日本公司法，向來固守資本三原則之概念，雖然近年來略有修正，但主要仍係以資本(包含資本公積)作為公司分派行為之限制，亦屬採取法定資本制之立法例。惟應注意者，我國公司法中並無財務援助的概念，此究竟係我國立法者無意規範此類行為，抑或立法疏漏；若為後者，則透過現行法的解釋得否解決財務援助此一問題，均有討論之必要。

#### 一、財務援助之危害

財務援助，係指公司提供財務使某人得買進該公司之股份。向來禁止財務援助之立法例，認為財務援助可能導致下列危害：

##### 1. 構成股份買回之脫法行為

公司提供財務資助他人買進自己股份之行為，在實務上經常係以交易的型態存在。常見者例如公司事先借錢予被援助者或為被援助者向銀行之借款擔保，使被援助者得以該借款購買公司之股份；公司嗣後借錢予被援助者，以供被援助者

<sup>150</sup> 余雪明，證券交易法，頁 105，中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2003 年 4 月。

清償其先前為購買公司股份而向銀行所貸之款項。除單純之金錢借貸外，公司亦可能透過其他行為，例如向被援助者購買土地，使被援助者得運用該筆買賣價金購買公司的股份等<sup>151</sup>。於公司提供貸款或擔保予被援助者之情形，公司雖非無償贈與金錢，惟必須承擔被援助者屆時無法清償的風險。又例如於公司購買被援助者之土地時，若系爭土地之實際價值低於購買金額時，亦可構成財務援助<sup>152</sup>。前述各種行為雖係以正常交易之型態存在，實際上則將導致公司資產減少，而有違反資本維持原則之疑慮。

除資本維持原則外，其他股份買回所可能產生之流弊，同樣會發生於財務援助。例如公司利用財務援助操縱股價、進行內線交易、或影響股份之表決權等，均屬之。

## 2. 防止公司併購時目標公司被利益輸送

由於財務援助本質上屬於禁止公司買回自己股份的延伸，禁止財務援助的理由大致上與禁止股份買回相同。惟相較於股份買回，財務援助尚具有另一特色，即助長槓桿併購（leveraged buyout, asset-stripping takeover）。典型之例子為併購者大量借貸資金購買目標公司之股份，再迅速的出售目標公司之資產，以清償其先前之借款。此種交易通常被認為構成一種變相的資本返還，以債權人之利益為代價將舊有股東逐出公司<sup>153</sup>。

此外，儘管槓桿併購亦可能僅與公司經營權之不當支配有關，不必然減少公司資產或提升其風險。但在大多數的情形，例如公司借款予第三人或為第三人提供擔保，均係將公司之原本資產替代為風險較高之資產，從而減低公司原有債權人之債權獲償性。縱使與資本維持無關，在槓桿併購中，併購者通常為最有誘因

<sup>151</sup> CATHERINE ROBERTS M.A., *supra* note 22, at 3.

<sup>152</sup> 至於公司為何願意為財務援助，則有諸多原因，例如上市公司可能對第三人提供財務援助購買其股份，藉此拉抬股價。

<sup>153</sup> John Armour, *Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law*, 63(3) MOD. L. REV. 355, 368 (2000).

從事投機行為者，尤其是高度融資之情形，目標公司將面臨嚴厲的財務代理成本。或許目標公司得於契約中事先安排，然而目標公司之債權人則未必有此機會，因而有予以保護之必要<sup>154</sup>。

## 二、財務援助之規範難題

雖然財務援助之行為可能導致前述之二種危害，然而，財務援助除可能發生於公司併購等重大行為外，亦可能發生於日常一般交易，惟並非所有財務援助的行為均會對公司產生危害。就資本維持原則之面向，公司若以可分派盈餘作為財務援助之財源，則對於公司並無損害。而就槓桿併購之防免，財務援助也未必均發生於經營權變動之情形。若一律禁止財務援助，將嚴重限縮公司的正常營業權限；惟若完全不加以規範，則公司可能濫用此手段，間接規避股份買回或資產分派的限制，而危害公司之資本。

此外，公司債權人或股東利益之保護固然重要，公司法除此之外尚有其他諸多政策目的，而保護與公司交易之相對人的並不特別具有優先性，英國公司法近來之發展趨勢已從公司交易相對人之保護移轉至如何促進商業活動以利經濟成長<sup>155</sup>。近來歐盟或英國已對於公司之股利分派或股份買回等行為之限制提出檢討，而財務援助所限制之範圍更為廣泛，尚及於公司之其他交易行為，更容易導致規範過嚴之批評。從而，規範上的難題在於，公司法應如何規範財務援助的行為，以及其限制的界線應如何決定。

## 第二款 英國公司法之規定

### 一、立法沿革

<sup>154</sup> *Id.* at 369. 於美國雖然無財務援助之規定，但在 1980 年代有相當多的公司債權人主張其公司債之市價因大量的槓桿併購而顯著跌價。

<sup>155</sup> EILIS FERRAN, *PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE LAW* 273 (2008).

英國公司法關於財務援助禁止之規定先於歐盟第二號指令的制訂。惟財務援助禁止之規定並非在十九世紀由判例法所建立，相反的，其係 1929 年英國公司法改革時根據 Greene 委員會之建議而被訂立於公司法中<sup>156</sup>。依英國公司法之立法理由，其禁止財務援助之理由主要也是基於資本維持原則與槓桿併購之防免。

就資本維持原則，雖然公司進行財務援助對於公司之資本並無影響，例如公司借貸一筆金錢予第三人以購買其股份，公司的資本、資本公積等項目並不會因此有所變動。然而自 Greene 委員會的觀點，認為財務援助在實務上的運作結果，通常會違反資本維持原則下股份回籠禁止之精神。因此，為防止公司濫用其交易自己的股份，英國 1929 年公司法禁止公司對第三人直接或間接提供任何財務援助以購買該公司之股份，其形式包含借款、保證、提供擔保或其他手段，惟若公司之借貸係基於日常營運行為或為員工認股之用時，不在此限<sup>157</sup>。

至 1962 年時，Jenkins 委員會發現其原本規定之適用範圍將使得許多未違反資本維持原則之交易構成違法，其認為當時的規定「對於善意的行為構成一種阻礙，而對於違法行為則又無法有效防免」<sup>158</sup>。然而該委員認為財務援助之規定仍有保留之必要，蓋被援助者若信用不足，仍將提高公司之風險，尤其是公司債權人或少數股東。因此其建議公司之交易應經股東會之特別決議同意，且董事會必須出具一份償債能力聲明。惟大眾公司受到歐盟第二號指令的限制，英國公司法僅能對於私人公司的相關規定進行修正。

至於英國早期對於槓桿併購之態度，可從 1962 年 Jenkins 委員會出具的一份報告得知。該份報告認為「當一個人自己欠缺足夠的資金或足夠的信用以獲得目標公司的控制權，若其知悉其可使用目標公司資產來支付其所購買的股份時，對我們而言，多數情形下該公司之資產將會被用於不適當的擔保或不相當的對價之

<sup>156</sup> CATHERINE ROBERTS M.A., *supra* note 22, at 7.

<sup>157</sup> Cmnd. 2657, *cited from* CATHERINE ROBERTS M.A., *id.* at 8.

<sup>158</sup> Cmnd. 1749 (1962), para. 176, *cited from* Catherine Roberts M.A., *id.* at 14.

資產處分。」根據此見解，財務援助之容許可能助長槓桿併購，而槓桿併購通常會損害公司資本而違反資本維持原則。在 *Chaston v. SWP Group plc*<sup>159</sup> 案，法官明確指出「目標公司或其從屬公司之資金不應被用以直接或間接援助該併購。此行為可能危害目標公司之債權人之利益，以及拒絕接受股份買回或未獲得買回機會之股東的利益。」

至 1981 年英國公司法修正時，在不違反第二號指令的前提下對於大眾公司創設諸多例外，包含股利分派、股份買回或經法院允許之減資等。該次修法亦採納 Jenkins 委員會之建議，對於私人公司創設所謂的「漂白」(whitewash) 程序(詳下述)。此後於 1985 年公司法雖大幅度修正，惟基本規範與 1981 年公司法大致相同，而成為 2006 年公司法修正前的主要規定。

## 二、1985 年公司法

### 1. 財務援助的一般禁止規定

英國 1985 年公司(下稱 1985 年公司法)法第 151 條規定「若一個人於取得或計畫取得公司股份時，在股份取得前或與股份取得發生的同時，該公司或其子公司為系爭股份之取得直接或間接提供財務援助將構成違法(第一項)。當一個人已經取得公司之股份並因此發生債務(或其他人為同一目的而發生債務)，該公司或其子公司對該債務之減輕或免除所直接或間接提供的財務援助為違法(第二項)。」第一項係關於股份取得的事前援助；第二項則係針對股份取得後的事後援助。此外，1985 年公司法對於財務援助設有若干例外規定(詳下述)。若公司經營者所從事之財務援助為違法，應負刑事責任。

### 2. 財務援助之行為態樣

依 1985 年公司法第 152 條對於財務援助的定義，認為其包含下列數種態樣：

<sup>159</sup> *Chaston v. SWP Group plc*, [2003] B.C.C 140.



- (1) 以贈與的形式提供援助。實務於認定是否構成贈與，所著重者係實質而非形式。例如公司向第三人購買資產，若其所支付之價金數額超過該資產的價值，就超過部分的給付亦可能構成贈與<sup>160</sup>。
- (2) 除因可歸責於公司所生之損害賠償責任外，以保證、擔保、賠償之形式，或者以免除或放棄債務的方式提供援助。
- (3) 以借款或任何其他協議，根據該協議提供財務援助之一方應履行其義務時，另一方之義務尚未履行；或以變更或轉讓因借款或其他契約所生之權利，提供援助。
- (4) 公司提供的任何其他形式之財務援助，因此造成公司淨資產實質性減少或成為無淨資產。

雖然英國公司法看似對財務援助的行為作了詳細的敘述，然而實際上該法條僅列舉了財務援助的部分事例，並未給予詳細的定義。因此，何種情形會構成財務援助仍必須詳細檢視系爭交易的實質<sup>161</sup>。另外，從條文結構觀察，若財務援助落入第 152 條前三款所列舉的範疇，則公司之淨資產是否減少並非所問。至於第四款所謂「實質性減少」，亦為一不確定法律概念，必須於具體個案判斷公司淨資產減低至何種程度方為實質性減少，例如淨資產減少的比例、減少的價值以及系爭交易對股東或債權人的影響等，而無統一之標準。

此外，財務援助必須是公司之行為係以協助他人取得公司股份為目的，因此公司在主觀上必須有此意圖，一交易並不會因為單純涉及股份之取得而構成財務援助。若一目標公司將其資產低價轉讓予同一集團之其他公司，而該其他公司係對第三人提供借款或援助購買目標公司之股份時，目標公司低價轉讓資產之行為

<sup>160</sup> Plaut v. Stenier, (1989) 5 B.C.C. 352.

<sup>161</sup> CATHERINE ROBERTS M.A., *supra* note 22, at 31.

亦不必然構成財務援助<sup>162</sup>。

### 3. 例外規定

#### (1) 一般例外

依 1985 年公司法第 153 條第 1、2 項，在符合下列二條件的情形下，不適用財務援助禁止之規定：(1) 公司提供財務援助之主要目的並非在協助股份之取得，或為取得股份之目的而提供財務援助僅為公司更大目的之附帶部分；或公司減少或免除各人為取得該公司或其控制公司之股份所生之債務僅為該公司更大目的之附帶部分；(2) 公司係為自己利益而善意提供財務援助。

此等規定的適用雖然看似簡單，然而實際上並非如此。例如在 *Brady v. Brady*<sup>163</sup> 一案，原告與被告為兄弟，共同掌控數家私人公司，發展家族企業，其中一家公司名為 T Brady & Sons Limited。後來此二兄弟發生爭執並陷入僵局，經過協商後，其決定分割家族企業以解決僵局。為完成此分割，二兄弟進行一連串複雜的交易，其中包含一公司為協助當事人之一方取得 T Brady 公司之股份而負擔債務，T Brady 公司再將其資產移轉予其他控制公司以滿足協助取得股份之公司之債務。嗣後因系爭分割並不公平，被告拒絕履行協議，並主張此交易包含違法的財務援助。本案的爭點即在於系爭交易是否符合主要目的例外。上訴法院雖然認為本案中的整體分割計畫構成主要目的而財務援助僅為其附帶部分，但認為公司並非為自己利益而善意的提供財務援助，蓋公司之利益包含債權人與股東，而本案中當事人並未將債權人之利益納入考慮<sup>164</sup>。

本案後來上訴到 House of Lords，最高法院認為系爭公司既然隨時均具有償債能力，則債權人之利益未受影響。而本案之企業分割既然有助於僵局之解決並

---

<sup>162</sup> *Id.* at 95.

<sup>163</sup> [1988] B.C.L.C. 20.

<sup>164</sup> GEOFFREY MORSE, *supra* note 109, at 178.

防免昂貴的清算程序，應屬為公司之利益。然而在主要爭點上，最高法院則不認為系爭財務援助僅為其他主要目的的附屬目的。其認為，關鍵在於動機與目的之區別。企業的分割僅為原因或動機，而財務援助的唯一目的則為股份之取得。「更大的」並不等於「更重要的」；相同的，「原因」也不等於「目的」。在此英國最高法院對於目的例外作出限縮性的解釋。

在 Brady 案後，目的例外在實務上的適用範圍變得相當狹隘且實益不大。因無論系爭財務援助僅為其他善意交易的附隨目的，任何更大目的或主要目的均可能被視為動機或原因。換言之，本案對後來實務之影響為，一旦公司將一筆交易交給其法律顧問，該顧問為其客戶之最大利益，可能將一筆原本簡單的交易重新檢視後並認為其落入 1985 年公司法第 151 條之財務援助<sup>165</sup>。依 Brady 案之見解，目的例外僅能適用於公司有更大目的，一個例子為集團公司之重組且對於提供援助之公司有實質利益<sup>166</sup>。

## (2) 特定例外

依 1985 年公司法第 153 條第 3 項，公司若係根據股利分派、股份股利、減資、股份贖回或買回或依其他法律規定所作成之協議而進行財務援助，則不構成第 151 條之違法援助。

同法第 153 條第 4 項復規定其他例外，諸如公司提供借款係其日常營運之一部分、公司為其利益善意地向員工入股計畫提供財務援助、公司向善意的受僱人（不含董事）提供借款，使其得取得該公司或其控制公司之全額繳款股份，並以受益所有權人（beneficial ownership）之地位取得股份。又大眾公司於適用本項例外時，尚須受到額外的限制，即只有在公司之淨資產不因此減少，或在減少的範圍內，該財務援助係由公司之可分派盈餘所支付，方得為之。

<sup>165</sup> CATHERINE ROBERTS M.A., *supra* note 22, at 34.

<sup>166</sup> *Id.* at 119.

#### 4. 私人公司的特別規定

英國公司法於 1981 年修正後，原則上允許具有償債能力的私人公司提供財務援助。1981 年公司法修正的最大特徵，在於將私人公司財務援助禁止規定放寬。其理由可能為歐盟第二號指令僅限制大眾公司，使英國政府得考慮財務援助之規定在何種程度內適用至私人公司。在符合某些保護措施之前提下，英國政府允許私人公司對第三人提供財務援助。該等措施係與公司財源有關，若該私人公司之淨資產未因此減少，或在減少的範圍內係以公司的可分派盈餘支付，則私人公司得為財務援助<sup>167</sup>。而 1985 年公司法大致上承襲 1981 年公司法之規定，於財務援助在私人公司的規定包含下列要點：

- (1) 私人公司之董事必須出具一份法定聲明，依法律規定記載系爭財務援助的相關事項。
- (2) 董事所出具之聲明應包含公司會計師所作成之報告，該報告應記載公司會計師已調查公司之事務，且其認為董事於聲明中所為之記載或其他陳述均無不合理。
- (3) 系爭財務援助之條款必須經股東會之特別決議同意，除非該私人公司係被完全控制之子公司。
- (4) 於股東會決議後，公司應於 15 日內提交系爭聲明、會計師之報告與股東會決議之影本於公司登記處；若無須股東會決議，則為聲明作成之 15 日內。
- (5) 財務援助須經股東會決議核准者，於該決議通過後四周內，公司不得

---

<sup>167</sup> CATHERINE ROBERTS M.A., *supra* note 22, at 20.

為財務援助；除非所有有投票權之股東於該決議均表示贊成<sup>168</sup>。

- (6) 縱使財務援助經股東會決議通過，下列二類股東仍可向法院申請撤銷該決議：(a) 持有公司已發行股份百分之十以上之股東；(b) 若公司非股份有限公司，則為百分之十以上的股東。惟此等規定並不適用於在股東會決議表示同意者。

上述的諸多規定與程序，學者將其稱為「漂白」(white wash) 程序。此等條款主要堅持一原則，亦即財務援助不能導致公司之淨資產減少，或減少之部分僅能以公司的可分派盈餘為之。

## 5. 違反之效果

1985 年公司法僅規定財務援助何時構成違法，以及違反時的刑事責任。同意該交易之董事可能因違反忠實義務而必須就公司之損失負損害賠償責任，惟英國公司法並未規定相關契約之效力。在經過相當判例之累積後，其已確立違反財務援助規定之交易為無效且不具執行力的原則<sup>169</sup>。

然而，此時仍須區分系爭交易為主要交易或次要交易<sup>170</sup>。所謂主要交易，係指直接違反財務援助規定之交易。根據該交易所生之權利既然直接違反法律規定，當然不具有執行力。典型者例如公司對銀行提出擔保，使銀行對第三人提供購買該公司股份之資金，則該擔保契約構成主要交易而為無效<sup>171</sup>。

較為困難者則為次要或附屬之交易。例如公司先對某人為給付(主要交易)，且公司知悉接受給付之人將自公司其他成員取得股份，且使用該給付向其自身銀

<sup>168</sup> 本條期限之限制係為保障異議股東之權利，使其有時間為準備。

<sup>169</sup> Charles Proctor, *Financial Assistance: New Proposals and New Perspectives*, 28(1) COMP. LAW. 3, 16 (2007).

<sup>170</sup> *Id.*

<sup>171</sup> 惟此處係用於銀行知悉該擔保之目的即為提供財務援助之情形。若銀行對於違法財務援助並不知情，對銀行而言接受擔保或提供貸款並不必然構成違法財務援助，此時該等契約則可能為有效。

行提供擔保以獲取足夠之資金（次要交易），該次要交易之效力如何即有疑問。雖然英國法院未明確對此問題表示見解，但同為英國法系之加拿大法院在 *Trust Company v. Irving Oil Ltd.* 案<sup>172</sup>認為，該次要交易本身雖未構成違法的財務援助，但可能會受到違法的主要交易之「污染」，而同樣成為無效。該案中，目標公司以其資產作為擔保向銀行借款，並將借得之資金移轉予股份之出賣人作為股份買賣價金之一部。公司將資金移轉予出賣人構成財務援助固無問題，惟公司向銀行提供擔保則非財務援助。法院認為，若銀行知悉該筆資金將被用於從事違法的財務援助，則系爭擔保將因主要交易之違法而無效。

### 三、2006 年公司法

促使英國對於財務援助進行改革的原因之一，係 House of Lords 於 *Brady v. Brady* 案之決定。依照本案之見解，縱使財務援助對於公司有利，該利益亦未必能構成「更大目的」從而正當化系爭財務援助。因而促成英國重新檢討財務援助之規定<sup>173</sup>。

CLRSO 於 1999 年 2 月公佈了第一份報告（*Modern Company Law for a Competitive Economy: The Strategic Framework*）。在該報告中，CLRSO 首先意識到英國公司每年花費相當高額的金錢在財務援助，該國公司總計每年約花費兩千萬英鎊在確保其符合財務援助之規定。其次，CLRSO 認為財務援助之禁止並非資本維持原則所必要之手段，建議私人公司若得其股東會同意，可從事任何的財務援助行為。其當時認為若完全移除私人公司財務援助限制之規定可能變化過劇，因此建議將禁止程序加以簡化，而非完全廢除<sup>174</sup>。

至 2000 年 3 月，CLRSO 公佈第二份報告（*Modern Company Law for a Competitive Economy: Developing the Framework*），認為私人公司既無最低資本之

<sup>172</sup> [1980] 2 S.C.R. 29.

<sup>173</sup> CATHERINE ROBERTS M.A., *supra* note 22, at 38.

<sup>174</sup> *The Strategic Framework*, paras. 5.4.20-5.4.25.

規定，則將財務援助之財務援助限於可分派盈餘僅能提供債權人少量的保護，至於不能減損淨資產的規定則對於債權人幾乎沒有實益。CLRS G 會進一步認為，財務援助之規定並不符合成本效益之分析，且關於財務援助之濫用，其他法律已提供相當之救濟管道。例如當公司面臨破產時，英國 1986 年破產法第 214 條得有效減低公司董事從事可能危害債權人利益之財務援助的誘因。而當公司正常營運時，公司法中課予董事忠實義務與少數股東保護的規定等，亦得有效保護公司之債權人與股東。因此在結論上，CLRS G 認為財務援助之規定僅會對於某些有利之交易構成妨礙，並建議於私人公司應完全廢止財務援助之規定<sup>175</sup>。

CLRS G 於 2001 年 7 月發表最終報告<sup>176</sup>，該報告建議財務援助於私人公司之規範應完全廢止。此份報告最後被英國 2006 年公司法所採納，因此在英國現行公司法中，於私人公司已無任何財務援助之規範。惟為貫徹大眾公司不得為財務援助，新法復規定若大眾公司為私人公司之子公司，該大眾公司亦不得提供第三人財務援助以認購該私人公司之股份<sup>177</sup>。此外，為避免私人公司原本合法的財務援助在公司法修正後反而因普通法規則（common law rules）被認為不合法，2006 年公司法制訂了保留條文（saving provision），確保修法前符合「漂白」程序之財務援助於修法後仍為合法<sup>178</sup>。至於在大眾公司方面，因受限於第二號指令，雖然條文文字略有修正，但其規範本質上並無改變。

## 第五項 英國法的減資

英國公司法的減資程序，於 2006 年公司法修正前，原則上均要求公司減資須經法院核准或對債權人提供擔保，惟於 2006 年公司法作了若干修正。以下分

<sup>175</sup> Developing the Framework, paras. 7.16-7.27. 其並發現美國曾經一度也有財務援助禁止之規定而後來雖廢止相關規定，惟亦無相當之負面影響。

<sup>176</sup> The Company Law Review Steering Group, Modern Company Law for a Competitive Economy: Final Report, para. 10.06, URN 01/942, cited from GEOFFREY MORSE, PALMER'S COMPANY LAW ANNOTATED GUIDE TO THE COMPANIES ACT 2006, at 529 (2007).

<sup>177</sup> Companies Act 2006, s. 679.

<sup>178</sup> Companies Act 2006, s. 1296.

述之。

## 第一款 1985 年公司法

### 一、減資之種類

因英國法過去採授權資本制，故其資本可分為授權資本與實收資本，授權資本必須記載於章程中<sup>179</sup>。1985 年公司法區分單純授權資本的減少與實收資本的減少，並認為就前者而言，單純修改章程之授權資本額，僅係限縮董事會得發行股份之上限，不影響公司之經營與債權人之利益，除非章程另有規定，公司以普通會決議通過即可<sup>180</sup>，此並非英國公司法上的減資。至於後者（減少實收資本）始為英國公司法上的減資，包含減少資本與資本公積，因涉及公司之資產發還，可能影響債權人之利益，而須適用以下之規定。

### 二、減資之程序

英國 1985 年公司法關於減資之規範係規定於該法第五章第四節。依該法規定，減資須符合三個要件：一、章程授權；二、股東會特別決議；三、法院核准。一般而言，因公司得隨時以特別決議變更章程，章程授權並不會構成減資之障礙<sup>181</sup>。因此，債權人保障之關鍵在於法院的核准。法院於決定是否核准公司減資之申請時，必須考慮債權人、股東甚至可能與該公司交易或投資該公司之大眾之利益<sup>182</sup>。通常只要公司尚有足夠之資產，且明顯的公司資本超過其實際營運所需，法院均會准許。

### 三、減資之方式

<sup>179</sup> Companies Act 1985, s. 2(5)(a).

<sup>180</sup> Companies Act 1985, s. 121(2)(e).

<sup>181</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 48, at 242.

<sup>182</sup> Westburn Sugar Refineries Ltd, Petitioners, [1951] A.C. 625.



1985 年公司法並未限定公司減資之方式，依該法第 135 條第一項，公司得經股東會特別決議「以任何方式」(in any way) 減少資本。惟該法仍預設了幾種常見的減資方式供公司採用：一、免除或減輕尚未付清股款之責任；二、無論是否免除或減輕尚未付清股款之責任，銷除已損失或無相對應資產之全額繳款股本；三、無論是否免除或減輕尚未付清股款之責任，返還超過公司所需之全額繳款股本。若有必要，公司得修改基本章程減少公司的資本或股份<sup>183</sup>。第一種方式係免除股東繳納股款之義務，第三種則是涉及資產的返還，此兩種情形屬於實質減資，均會直接使債權人之地位更為不利。至於第二種減資方式，除非公司當下或未來發放股利，否則不會立即影響公司股東或債權人之地位。

此外，英國實務尚發展出許多減資的態樣。例如公司減資時並非發還股東金錢，而是移轉另一家公司之股份予股東。或是公司於減資後，得用其減資後的公積購買其欲銷除股東所持有之自己的股份。例如在 Forth Wines Ltd, Petitioners<sup>184</sup> 案，公司通過特別決議欲將其全部已發行之普通股轉換成可贖回之股息劣後股 (redeemable deferred shares)，法院認為此亦為公司減資之一種方式，經股東會特別決議即可為之。

然而減資並不得作為一種籌措新資本取代已虧損之舊資本的手段。例如公司不得將面額 1 英鎊之全額繳款股轉換成僅給付 75 便士之未全額繳款股，因此課予股東額外之責任。但其可將減資作為一種重新調整資本種類與面額之手段，於此情形該減資決議係緊接著公司增資之後<sup>185</sup>。

#### 四、利害關係人之保護

<sup>183</sup> Companies Act 1985, art 135(2). 根據 1985 年公司法第 2 條，公司之授權資本與股份數為基本章程必要記載事項，若公司以減低票面金額之方式減資，則必須變更章程。至於公司之股份溢價所得項目 (share premium account) 與資本贖回準備 (capital redemption reserve) 並非章程記載事項，若只是單純減少此二者，無須變更章程。

<sup>184</sup> [1993] S.L.T. 170.

<sup>185</sup> GEOFFREY MORSE, *supra* note 109, at 153.

## 1. 普通股股東之保護

減資必須經過股東會之特別決議，為使股東係在資訊充分的情形下做出此決定，公司應於股東會決議前將所有必要的相關事實通知股東<sup>186</sup>。法院會檢視公司於通知書中是否已對本次減資做出適當的解釋，以使股東瞭解其行為之意義<sup>187</sup>。儘管公司並未於通知書中提供充分之資訊，但只要該通知之內容與通知程序的時間符合法定最低要求，同時係爭減資符合大多數股東之利益且未對優先股股東造成實質上的風險或損失，法院於此情形下會核准該減資<sup>188</sup>。

## 2. 特別股股東之保護

若公司發行二種不同以上之股份（特別股），則關於特定種類股東利益之保護，依 1985 年公司法第 125 條的規定，若欲變更特別股股東之權利，除非公司章程另有規定，否則應經該特別股股東會之特別決議<sup>189</sup>。將此原則適用於減資，若減資造成了某特別股股東之權利變更，且係爭減資未得特別股股東會之同意，則法院通常不會核准該減資<sup>190</sup>。例如在 *Re Northern Engineering Industries plc*<sup>191</sup> 案，該公司章程規定，若減少已繳款股本，則該資本所代表之特別股股份的權利視為變更。嗣後公司決議藉由給付優先股股東相當於公司解散時其可取得之給付而銷除全部優先股，以達到減資的效果。本案法院認為，該公司章程既然規定變更特別股之權利須特別股股東同意或特別決議。而在解釋該公司章程中的「減少」（reduction），必須結合 1985 年公司法第 135 條之規定，因而駁回公司減資之申請。

<sup>186</sup> *Tiessen v. Hendebson*, [1899] 1 Ch. 861.

<sup>187</sup> *Re Ratners Group plc*, (1988) 4 B.C.C. 293.

<sup>188</sup> *Re Ransomes plc*, [1999] 1 B.C.L.C. 775. 但該判決並不鼓勵其他公司於之後的通知時如本案公司一般，僅符合法定的最低需求。

<sup>189</sup> *Companies Act 1985*, s. 125.

<sup>190</sup> *ELIS FERRAN*, *supra* note 79, at 369.

<sup>191</sup> [1994] 2 B.C.L.C 704. 本案的另一爭點在於，1985 公司法第 135 條的減資，是否包括減少到零的情形，本案法院對此採取肯定的見解。

法院在決定是否核准減資時，必須考量不同種類股東之利益是否受到公平的待遇。根據長期以來實務所建立的判例，最可能達到公平的作法為公司依股東於假設公司解散時之權利或股份種類將資本返還予各股東<sup>192</sup>。在 *Re Chatterley-Whitfield Collieries Ltd*<sup>193</sup> 案中，申請減資之公司因採煤部分國有化而必須縮減其規模，因而減少不必要之資金。其決定減少優先股（preference capital）而保留普通股，法院認為若其行為並未侵害此二種股東在公司解散時之權利，該減資為合法。其理由如下：一、發行可享有高額利率分派優先股的公司若因業務縮減以致於有多餘的資金，且發現優先股已無其應有之價值，為維持公司之財務，並無理由要求公司繼續承擔此種資本；二、減資發生的風險在優先股股東締約時已可預見並納入契約條件之考量。

### 3. 債權人之保護

1985 年公司法在減資方面關於債權人之保護，主要係由法院介入審查減資之合法性。英國公司法區分減資之方式而對債權人有不同之保護。若減資之方式為實質減資，亦即公司之減資將免除或減輕股東繳納尚未付清之股款的責任，或涉及向股東返還已繳納之股款，須適用下列規定。

首先，債權人有權提出異議。得提出異議的債權人，必須是在法院設定的日期且假設該日期為公司解散日，得對公司得主張權利之人<sup>194</sup>。法院必須製作債權人之清單，記載得提出異議的債權人名稱、債務的性質與數額等<sup>195</sup>。同時法院得公告一特定日期，並載明在該日期前未列於名單上之債權人是否仍得聲明異議<sup>196</sup>。其次，若未得到列於清單上的債權人之同意，法院得認定一適當數額命公司提出擔保以代替其同意<sup>197</sup>。換言之，公司必須對列於清單上且提出異議之債權人

<sup>192</sup> ALAN DIGNAM & JOHN LOWRY, *COMPANY LAW* 118 (4th ed. 2006).

<sup>193</sup> [1949] A.C. 512.

<sup>194</sup> Companies Act 1985, s. 136(3).

<sup>195</sup> Companies Act 1985, s. 136(4)(a).

<sup>196</sup> Companies Act 1985, s. 136(4)(b).

<sup>197</sup> Companies Act 1985, s. 136(5).

清償或提出擔保。然而前述規定，若法院在具體個案中已考慮其特殊情形，得不予適用至任何一組特定債權人<sup>198</sup>。此等所謂特殊情形，係指法院已經確保任何有權提出異議之債權人並不會因此受到損害<sup>199</sup>。由於此等程序甚為複雜，且要掌握事實上經常處於變動狀態的所有債權人有一定之困難，故實務上公司通常會提存充足之金額，或由銀行擔保，以取得法院之核准<sup>200</sup>。要之，法院在考量是否核准公司之減資時，就債權人之保護主要為公司減資後是否仍有償債能力<sup>201</sup>

至於形式減資，因為只是單純的使資本與實際財產一致，不生公司財產減少，不影響債權人之權利。因此除非法院另有命令，原則上債權人不得聲明異議

既然是否賦予債權人異議權取決於公司係實質減資或形式減資，則關於實質減資與形式減資的判斷則相形重要。依 1985 年公司法第 135 條第 2 項第 2 款、第 136 條第二項，於公司以「銷除已損失或已無相對應財產之股份」作為減資之方法時，無須賦予債權人異議權。由於資本 (share capital) 是一個概念上的財產，理論上無法「損失」，但法院於解釋本條文時，係將「損失」解釋為公司淨資產之價值已低於其資本 (包含資本溢價與資本贖回帳戶)，且該情形已不可回復<sup>202</sup>。若法院認為該損失只是暫時性的，法院仍然可核准公司之申請，但此時為保護債權人，法院得要求公司設立一個等價的不可分派的保留 (equivalent non-distributable reserve)<sup>203</sup>。

<sup>198</sup> Companies Act 1985, s. 136(6).

<sup>199</sup> GEOFFREY MORSE, *supra* note 109, at 156.

<sup>200</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 243.

<sup>201</sup> Poole v. National Bank of China [1907] A.C. 229.

<sup>202</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 242; STEPHEN GRIFFIN, COMPANY LAW: FUNDAMENTAL PRINCIPLES 161 (4th. ed. 2006).

<sup>203</sup> See Jupiter House Investment Ltd, [1985] 1 W.L.R. 975. 本案中法院認為，若資本虧損僅是一時性的，此時允許減資可能導致將來該資本回復時，被公司視為盈餘而加以分派，而侵害到債權人之利益。故本案中公司自願設立一個永久性的資本準備金 (capital reserve)，若將來透過訴訟所獲得之賠償將會置於該準備金中以清償「任何」債權人之債權，且不得加以分配。然而在 Re Grosvenor Press Plc.案 ([1985] 1 W.L.R. 980; (1985) 1 B.C.C. 99412)，法院認為，Jupiter 案中的永久性的資本準備金不僅保護現在債權人，同時亦保護將來之債權人與股東。然而，將來之債權人與股東已經有公司法之保障，若無特別情形，減資公司所設立的資本準備金，其保護之對象僅須限於「減資時」對公司有權利之債權人即可。

#### 4. 一般投資人之保護

法院在滿足前述保護債權人之程序後，得做出裁定准許公司減資<sup>204</sup>。此外，為保護一般投資人，法院得於其認為適當的情形下，命公司在其名稱之後加上「已減資」之字樣，或命公司公開其減資之原因，或其他法院認為有助於幫助公眾瞭解其減資之其他相關資訊<sup>205</sup>。此外，公司應將法院命令之備份，與記載有資本、股份數等經法院核准之記錄送交公司登記處登記。而經公司登記處確認之登記，將構成減資與所有減資相關程序已被履行之決定性證據，換言之，縱使事後發現該減資未經股東會特別決議，或公司章程並未記載其得減資，該減資仍為有效<sup>206</sup>。

### 第二款 2006 公司法

#### 一、改革之提案

1985 年公司法要求所有的減資均須經過法院之同意，其目的主要為確保公司嚴格遵守所有減資之要件且平等對待所有股東<sup>207</sup>。然而，不區分情形而一律要求公司減資必須經過法院核准，亦引發該規定是否過於嚴格之質疑。於 1999 年，CLRSO 提出一份諮詢文件，認為在所有的情形下減資均須法院核准，對公司而言負擔過於繁重。無論公司財務如何健全，其於減資時均須面臨法院要求其提供昂貴的銀行擔保，且實質上等於以公司費用提供債權人相較於減資前更好的保障<sup>208</sup>。CLRSO 認為，在歷史的發展上，區分投入資本 (capital contribution) 與其他交易所得有其重要性，因此有必要保留公司資本 (share capital, 包含資本溢價) 與其他資金的區別，然而 1985 年公司法關於減資之規定應更加簡化及更有效率

<sup>204</sup> Companies Act 1985, s. 137(1).

<sup>205</sup> Companies Act 1985, s. 137(2).

<sup>206</sup> GEOFFREY MORSE, *supra* note 109, at 157.

<sup>207</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 244.

<sup>208</sup> Strategic Framework, para. 5.4.5.

CLRSO 提出下列程序作為 1985 年公司法減資之替代方案：一、經股東會特別決議通過；二、經董事會發表有償債能力的聲明（a declaration of solvency）以保護債權人<sup>210</sup>。雖然 CLR 欲將此程序適用於所有公司，於推行過程中遇到以下兩個障礙<sup>211</sup>：一、經法院核准之程序，可使公司減資之合法性獲得法院之背書，此為不經法院核准之減資所無之優點。然關於此點，得將舊程序（經法院核准）作為新程序的替代手段，使公司有新舊程序的選擇權，即可解決此問題。二、因英國受到歐盟第二號指令之限制，於公司減少已發行資本時，其債權人若於減資公告前對公司有債權，有權要求公司對尚未到期之債權提供擔保，或是提供債權人其他適當的保護<sup>212</sup>。儘管該指令並未強制要求減資須經法院之同意，然而其規定各國公司法須賦予公司債權人有向法院提出異議之機會。因第二號指令主要係針對大眾公司，CLRSO 建議於減資部分亦針對私人公司有較寬鬆之規定。1985 年公司法允許私人公司以資本贖回或買回自己的股份<sup>213</sup>，實務上多用此二種方法代替減資<sup>214</sup>。

巧合的是，2006 年歐盟修正第二號指令關於減少資本的規定，降低該指令對於債權人保障之要求，於是英國政府便採納 CLR 之建議，並因此修正 2006 年英國公司法關於減資之規定<sup>215</sup>。

## 二、2006 年公司法之規定

英國 2006 年公司法（下稱 2006 年公司法）關於減資主要係規定於該法第

<sup>209</sup> *Id.* para. 5.4.7.

<sup>210</sup> *Id.* para. 5.4.10.

<sup>211</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 244.

<sup>212</sup> Second Directive, art. 32.

<sup>213</sup> Companies Act 1985, ss. 171-177.

<sup>214</sup> 私人公司之所以想要減資，常見之情形為其想要買回退休股東之股份，但卻無足夠之盈餘。然而，1985 年公司已允許私人公司在符合一定的要件下，得以公司資本買回股份，使得私人公司多以股份買回代替減資。See PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 307.

<sup>215</sup> PAUL L. DAVIES, *id.* at 310.

641 條以下。其減資之概念大致上與 1985 年公司法類似，亦即減資除指減少公司之資本外，尚包括減少公司之股份溢價發行所得項目、股份贖回準備金等所有本質上為公司資本之一部的項目。

就減資之程序，2006 年公司法第 641 條首先區分大眾公司與私人公司而設有不同程序之規定。若為私人公司，經有償債能力聲明支持的股東會特別決議；若為大眾公司，則為經法院確認的股東會特別決議。該條規定，公司得以「任何方式」減資，然其特別明示公司得以以下方式減資：

- (a) 免除或減少任何股份上未繳納股份之責任，或
- (b) 無論是否免除或減少任何其股份上之責任
  - (i) 銷除已損失或已無對應之可用資產的任何已繳納股份，或
  - (ii) 贖回超過公司需要之任何已繳納股份

從 2006 年公司法之規定來看，其減資之方式與 1985 年公司法相同，均允許公司以任何方式減資，並列舉數種實務上最普遍的減資方式作為例示。新舊法間最大的不同在於，新法關於於私人公司之債權人保護程序設有異於舊法之規定，詳如下述。

### 1. 適用於所有公司之程序

在特別股股東權益的保障方面，2006 年公司法並無太大的變動。並未針對特別股股東保護設有特別規定，仍係由判例法所建立之規則來保護特別股股東。例如若不同種類之股東於公司解散時有不同之權利，原則上公司減資時，除非經權利被侵害之股東同意，否則不得為之<sup>216</sup>。此外，若公司之減資導致特別股股東權利改變，會有 2006 公司法第 630 條以下之適用，依該條規定，除非公司章程

<sup>216</sup> Bannatyne v. Direct Spanish Telegraph Co, (1887) 34 Ch D 287, at 300 (CA). 該判決認為，若優先股股東僅對於股利分派有優先權，但對於公司解散時並無返還資本之優先權，則優先股股東不得因此反對公司之減資。惟公司於減資後，優先股股東之股利分派請求權不得因此受到侵害。

另有規定，任何影響特別股股東權利之變動，須經特別股股東四分之三以上股份之書面同意。

其次關於減資之程序，大眾公司因受限於歐盟第二號指令，2006 年公司法規定其減資仍須法院之核准。依 2006 年公司法第 645 條，於公司通過減資之決議後，得向法院申請減資之命令。至於私人公司減資時亦得向法院聲請核准，惟法院之核准對私人公司減資已非必要條件，詳如後述。

關於債權人保障，新法承襲舊法之規定，若係爭減資涉及減輕或免除未繳款股本的責任或向股東返還任何已繳款股本時，須履行保護債權人之程序，亦即法院須製作有權提出債權人名單，該等債權人有權對公司之減資提出異議，法院得決定是否要求公司提出適當數額以擔保債權人之債權等<sup>217</sup>。此外，同法第 646 條第 4 項規定，法院於「其他情形」仍得課予債權人異議的權利。所謂「其他情形」，係指公司之減資雖未涉及未繳款股本的責任減輕或向股東返還任何已繳款股本，卻可能損害公司債權人利益之情形。例如公司減資僅係為打消呆帳（形式減資），雖然法律並未賦予債權人反對之權利，法院根據普通法規則仍須判斷系爭減資是否適當，或要求公司以法院認為適當之方式減資<sup>218</sup>。

而與 1985 年公司法最大之不同在於，依 2006 年公司法並非所有債權人均對減資有異議權。過去公司為使所有債權人同意其減資，經常必須設法提存足夠之資金，或要求銀行為其保證，造成公司相當大的負擔。在新法下，並非所有債權人均有權對公司減資提出反對或要求擔保。得提出異議之債權人除須證明其對公司有債權外，尚須證明該債權「有高度可能因系爭減資受到損害」<sup>219</sup>。法院得作

<sup>217</sup> Companies Act 2006, s. 646.

<sup>218</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 311. 該書作者舉例如下：今公司對第三人有一債權，惟公司認為該債權已難以獲償，而使得其可分派盈餘減低，於是公司欲透過減資以提高其分派盈餘之機會。法院於決定是否核准系爭減資時，即需考慮該債權未來獲償的可能性，或要求公司於將來該債權獲得清償時，必須將該金額提撥至不可分派準備金，以保障公司債權人。換言之，本條多半用在公司之損失是否為永久性並不確定的情況。 See also JOHN BIRDS, *supra* note 40, at 285.

<sup>219</sup> Art 646(1)(b). 原文為“[C]an show that there is a real likelihood that the reduction would result in



成命令以其認為適當之條款與條件核准公司之減資。若債權人不同意公司之減資或其債權未被履行且無適當之擔保，法院得拒絕核准該減資。此外，於法院核准減資時，其得命公司公佈減資之理由，或其他法院認為適當之訊息及導致減資之原因。若有其他適當事由，法院得命減資之公司於特定期間內在其名稱後面加上「且減資」之字樣<sup>220</sup>。

最後，公司應將法院核准之命令與減資後的資本聲明送至公司登記處登記，原則上減資於登記處登記時生效<sup>221</sup>。若大眾公司因減資導致其低於最低授權資本額時，除非法院另有指示，或該大眾公司先再登記為私人公司，否則登記處應不予登記<sup>222</sup>。

## 2. 私人公司之特別規定

首先，為保障公司股東，私人公司之減資仍須經股東會決議通過。所不同者，係該決議得以董事會所做成的償債能力聲明取代法院之核准<sup>223</sup>。此償債能力必須經「所有」公司董事之同意。董事之償債能力聲明必須於股東會決議通過前十五日作成，若減資決議係以書面決議之形式提出，該聲明之副本必須先於決議書面送達有投票權之股東。若減資決議係於普通股東會上提出，償債能力聲明之副本必須在該會議之期間內可供公司成員查閱。惟若公司未能如前述提供償債能力之副本，股東會決議之效力不因此受影響<sup>224</sup>。

---

the company being unable to discharge his debt or claim when it fell due”。本項規定係於 2009 年依 SI 2009/2022 (Companies (Share Capital and Acquisition by Company of its Own Shares) Regulations), Reg 3 所增訂。

<sup>220</sup> Companies Act 2006, s. 648.

<sup>221</sup> Companies Act 2006, s. 649.

<sup>222</sup> Companies Act 2006, s. 660.

<sup>223</sup> 英國公司法改革委員會本欲將此等規定適用至大眾公司，惟受限於歐盟第二號指令，仍須賦予債權人有向法院聲明異議的權利，因此大眾公司之減資仍須向法院聲請核准。Company Formation, para.3.27.

<sup>224</sup> Companies Act 2006, s. 642.

所謂償債能力之聲明，係個別董事對於下列內容之聲明<sup>225</sup>：

- (1) 對於聲明作成之日的公司狀況，已形成意見認為並無理由發現公司當時無法支付或清償其債務；且
- (2) 同時形成意見，認為
  - (a) 若自該日期起十二個月內公司意圖開始清算，公司有能力的清算日起十二個月內支付或清償公司之債務；或者
  - (b) 於任何其他情形下，公司能夠支付或清償其自該日起一年內到期之債務。

由償債能力聲明之內容可知，其主要包含兩部分：即公司於減資當時的財務狀況與公司董事對未來一年內償債能力之預測。且董事於形成上述意見時，必須將所有公司債務（包括任何可能或預期發生之債務）納入考慮。該償債能力聲明必須載明作成之日期與公司所有董事之姓名。

若董事對其於償債能力聲明中所表示之意見欠缺合理的理由，且該聲明被提交至公司登記處時，應負責之董事將構成犯罪<sup>226</sup>。應注意者，2006年公司法並未規定公司董事為不實聲明之民事責任。當初 CLRSO 於提案時，曾建議董事若為不實聲明，應對於減少之資本負民事責任，惟最終未被現行法採納<sup>227</sup>。然董事若為不實聲明，董事基於對公司的注意義務仍須就公司所生之損失負責；而明知董事聲明不實而仍自公司收受財產之股東，學者認為應依關於違法分派之規定，命股東負返還責任<sup>228</sup>。

<sup>225</sup> Companies Act 2006, s. 643. 須注意者，英國公司法並未要求此聲明須有會計人員之查核或背書。

<sup>226</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 314. 須注意者，英國公司法通常對董事課予之刑事責任僅限於董事有故意或重大過失之情形，此處之責任的特別加重，係凸顯公司法對於償債能力聲明之正確性的要求。

<sup>227</sup> Company Formation, para. 3.35.

<sup>228</sup> PAUL L. DAVIES, *supra* note 29, at 315. 惟本處之實質減資，並不構成英國公司法上的分派，因此不能直接適用違法分派的規定。

由於此償債能力之聲明必須經全體董事同意始能作成，只要有董事不同意，除非該不同意之董事辭職，再由剩下之董事全體同意作成，公司即無法做出此聲明<sup>229</sup>。最後，公司必須將減資決議與償債能力聲明的副本提交公司登記處，並修改登記處記載之減資後的公司資本。於登記處登記之前，減資之決議不生效力。

換言之，償債能力聲明之功能，在於其某程度將同意減資的責任由法院移轉至公司。此雖可提高公司減資之效率，但亦伴隨著公司董事的潛在責任風險。此種償債能力聲明之立法方式，最早係見於英國 1985 年公司法關於私人公司提供財務援助之規定，另於英國現行法關於私人公司之股份買回亦有相同之規定。所不同者係公司於股份買回之償債能力聲明須經會計師之查核，而減資部分則無此要求。

於實務上，因私人公司於特定情形下得以資本買回自己之股份，此也提供了減資程序的一種替代手段。甚至可認為，2006 年公司法以償債能力聲明取代法院之核准，係反應了私人公司以資本買回自己股份之需求<sup>230</sup>。

惟須注意者，償債能力聲明之減資方式並非強制性的，私人公司仍得請求法院核准以減少資本。蓋若公司之減資係經法院核准，董事即無需負擔作出償債能力聲明之潛在責任<sup>231</sup>。

---

<sup>229</sup> SALEEM SHEIKH, A GUIDE TO THE COMPANIES ACT 2006, at 690 (2008).

<sup>230</sup> JOHN BIRDS, *supra* note 40, at 280.

<sup>231</sup> The Company Law Review Steering Group, Modern Company Law for a Competitive Society: Completing the Structure, URN 00/1335, para.7.9 (DTI, Nov. 2000).

### 第三節 美國公司法—法定資本制的揚棄

#### 第一項 美國公司法分派概說

##### 第一款 美國公司法的發展<sup>232</sup>

美國公司法的發展，早期主要係由判例法所累積與建構。於十九世紀時，當時對於公司資產進出的主要問題，在於如何強迫公司設立者對公司投入實質的資產，以避免侵害其他股東之權益，亦即公司設立者的責任為當時公司法的重心。對此，法院發展出「股票面額」(par)的制度加以因應，禁止公司股票以低於面額之價格折價發行。在資產分派方面，法院同樣亦以面額加以衡量，公司若欲為合法分派，其在資產負債表上，公司之資產於扣除負債以及整體票面金額 (aggregate par value) 後必須為正值，亦即公司僅能以公積 (surplus) 加以分派。

至二十世紀初期，聰明的律師發展出一套規避法院限制的制度，即所謂低面額股 (penny-par) 或無面額股。所謂資本，係指一被指定至資產負債表右側發行股份所得對價之數額。在此一世紀，律師、投資銀行、會計公司均努力的發展足以因應現代美國公司需求的財務行為，而有各式各樣的方法以調整資產負債表左右側的數字。此外，其他關於投資人或債權人的保護方式也不斷出現，例如資訊揭露、各州證券法 (blue sky law)、複雜的會計規則、專業債信調查機構...等。此等新措施的出現與發展，均使得原本以資本為基礎的規定顯得落伍與不實用。

到 1980 年代，美國律師協會 (American Bar Association) 修正了模範公司法<sup>233</sup>，對公司法關於公司資產進出做了巨大的改變。在此新法下，股票面額、公司資本、庫藏股等過去資本制下的概念均不復存在。修正後模範公司法 (Revised

<sup>232</sup> 以下整理自 Bayless Manning, *Assets In and Assets Out: Chapter 6 of the Revised Model Business Corporation Act*, 63 TEX. L. REV. 1527 (1985).

<sup>233</sup> 須注意者，模範公司法僅係美國律師協會所提供之公司法範本，其本身並不具有成文法的效力。

Model Business Corporation Act，下稱 RMBCA) 一改過去以面額為基礎的制度，在資產流入方面，大量仰賴董事會的忠實義務；在資產流出方面，則改採淨資產標準與償債能力標準，而不再以公司之資本為限制基準。惟並非所有州公司法均採用 RMBCA 的模式，因此，美國的公司法大致上可區分為採取 RMBCA 與不採取 RMBCA 兩種，詳如後述。

## 第二款 現行法的規定

由於美國公司法係屬於州法的層次，其公司法因州而異，並無統一之法典，體系上較為複雜。依該國學者之整理，各州公司法對於股利分派限制有下列各種手段<sup>234</sup>：

1. 當公司已無償債能力或股利分派後將無償債能力，不得分派。
2. 公司僅得以資產負債表上的公積作為股利分派之財源，亦即公司僅能於實際資產超過資本之範圍內分派，且該實際資產通常不包含未實現之資產重估增值。
3. 公司原則上僅得以盈餘公積分派，若公司欲以資本公積分派時，須受到額外的限制。
4. 靈敏股息條款 (nimble dividend)<sup>235</sup>：此為公積的替代標準，當公司無公積時，得以前一年度之盈餘作為分派財源。
5. 公司之資產與負債需符合一定比例。例如公司在股利分派後其資產須為

<sup>234</sup> JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, CORPORATIONS 556 (2nd ed. 2003). 關於國內學者對美國分派標準之整理，參曾宛如，有限責任與債權人之保護，臺大法學論叢，第 35 卷第 5 期，頁 152，2006 年 9 月；王文宇，新公司法對股份有限公司資產進出之規範，收於氏著，新公司與企業法，元照出版社，2003 年 1 月；王文宇、林仁光，公司資本制度與股票面額之研究，收於王文宇，民商法理論與經濟分析（二），頁 533 以下，元照出版社，2003 年 4 月。

<sup>235</sup> 學說上亦有譯為便捷股利條款，參王文宇，新公司與企業法，頁 226，元照出版社，2003 年 1 月。

負債的 1.25 倍，否則不得分派。

上述的各種限制，主要均係以公司的法定資本為限制的基礎，惟各州公司法之具體規定仍有不同<sup>236</sup>。此外，另有不以公司之法定資本為基礎者，例如 RMBCA。依 RMBCA 之規定，若公司於股利分配後，其資產負債表上的總資產將低於總負債與公司清算時之公司解散時享有優先權之數額時，不得分派。目前美國約有半數的州採取 RMBCA，另外半數則仍以法定資本制為其分派基礎。

進一步言之，目前美國州公司法關於分派的限制約可先分為兩大系統：以法定資本制為基礎者以及不以法定資本制為基礎者。而以法定資本制為基礎者，又可分為兩類：一類係以 1980 年修正前模範公司法（Pre-1980 Model Business Corporation Act，下稱 MBCA）為基礎，將公積區分為盈餘公積與資本公積，規定公司原則上僅得以盈餘公積作為分配，係以盈餘公積為分配標準（The Earned-surplus test）。依此等標準公司得否分配取決於公司之營運狀況，屬於較保守的標準；另一類例如德拉瓦州與紐約州公司法，雖同樣以法定資本制為基礎，然其並不區分盈餘公積與資本公積，該二類公積均得分配。至於不採取法定資本制之系統者，典型者例如加州公司法與 RMBCA。加州公司法係率先廢止以法定資本作為分派限制之州公司法，RMBCA 則跟隨加州公司法之修正，並更加放寬了股利分配之限制。因此，以下將以此種分類分別介紹美國公司法股利分配之規定。

另外，此等分類雖主要以股利分派為對象，惟如後面之介紹，美國公司法關於股份買回之規定，大抵上與股利分派的限制類似，蓋此二者均為公司資產分派之手段。此外，股利分派制度也會影響到公司減資之程序。因此，本文關於股份買回與減資的介紹，係將其附隨於股利分派限制之分類下。

---

<sup>236</sup> 關於美國州公司法較重要的幾種分類，See Jeff Keustermans, *Countertrends in Financial Provisions for the Protection of Corporate Creditors: The Model Business Corporation Act and the E.E.C. Corporate Directives*, 14 DENV. J. INT'L L. & POL'Y 275, 279-83 (1986).

## 第二項 採取法定資本制之規範

### 第一款 概說

與所有採取法定資本制的公司法例相同，在美國法中以公司資本為基準的分派方式，將法定資本視為股東投資的「信託基金」(trust fund)<sup>237</sup>，而成為債權人保護之底線。故各項規定主要之目的係在防免資本受到侵害，亦稱為資本侵害防止之限制 (capital impairment limitation)<sup>238</sup>。在此限制下公司僅得以公積作為分派之財源，而不得動用法定資本。惟關於公積之使用，各州仍有不同之規範。例如 MBCA 係區分資本公積與盈餘公積，對於資本公積之分派有較嚴格的限制；而德拉瓦州、紐約州等，則將資本公積與盈餘公積相同對待，均允許公司以其作為分配之財源。

此外必須注意者，在美國凡採取法定資本制者，其資本額之決定各州仍有不同。首先，美國早期大多數州公司法均採票面金額制度，並配合禁止折價發行之規定，以防免公司內部人以低於對外發行之價格發行股票予自己，從而保護市場上的投資人與債權人<sup>239</sup>。在此情形，資本的計算係以股票面額乘以發行股數決定。儘管如此，美國公司法仍與我國公開發行公司之規定不同，其允許公司自行決定股票之面額。因此實務上為避免股票禁止折價發行等限制，並基於稅務上的考量，多將股票的面額定為最小的貨幣單位，或是遠低於實際發行價格之面額，即所謂的象徵性面額 (nominal par value)，使得面額制度的實益大為減低。有鑑於此，現今大多數州公司法均已允許公司發行無面額股<sup>240</sup>。

惟允許公司發行無面額股，並非意味公司捨棄資本的概念，而是公司之資本

<sup>237</sup> “trust fund”的概念最早來自於 Story 法官於 Wood v. Dummer 案中所創設。其認為股東投入公司之金錢係構成「用以清償公司所有債務的信託基金」(trust fund for the payment of all debts of the corporation)。

<sup>238</sup> JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, *supra* note 234, at 556.

<sup>239</sup> ALAN R. PALMITER, *CORPORATIONS: EXAMPLES AND EXPLANATIONS* 67 (5th ed. 2006).

<sup>240</sup> *Id.*

不再以股票之面額決定。各州公司法通常係交由董事會決定如何將發行股份所取得之資本金額，分別列於「認定資本」(stated capital)與資本公積中。若是採取法定資本制者，再以董事會決定之認定資本作為分派的參考依據<sup>241</sup>。另一方面，無面額股的發行固然緩和了向來股東對於灌水股的責任，惟為避免公司濫用無面額股，若股東之出資顯然被高估時，灌水股的責任同樣有適用<sup>242</sup>。

在股東出資型態的限制上，大多數採取法定資本制之公司法，為防止資本虛增，乃規定股東出資以現金為原則，現物出資為例外。且於現物出資，一般之動產或不動產固得作為出資標的，甚至是無形資產或已提供之勞務等均可。惟對於無法立即交付或履行之勞務或信用等利益，由於客觀價值不易評定或無法確定會實現，均不得作為出資型態<sup>243</sup>。反之，在不以法定資本制為分派標準的公司法中，例如 RMBCA，則對於股東之出資方式未設限制，完全委由公司之董事會決定。此外，不論是否限制股東之出資型態，就股東之非現金出資的鑑價，大多數州公司法或法院係採取「善意法則」(good faith rule)，只要公司董事與股東並無詐欺之意圖，法院均會尊重公司董事會對於股東出資價值之判斷<sup>244</sup>。

## 第二款 股利分派

### 第一目 盈餘公積標準 (Earned-surplus Test)

採盈餘公積標準者，例如 MBCA。MBCA 允許公司發行面額股或無面額股，若發行之股份為面額股，則等同於公司發行股票之面額乘以發行股數；若為非面額股，則為董事會指定之數額。因此當公司溢價發行股份或發行無面額股時，均會產生資本公積 (paid-in capital surplus)。鑑於資本公積大部分係來自於股東之

<sup>241</sup> FRANKLIN A. GEVURTZ, CORPORATION LAW 158 (2000).

<sup>242</sup> JAMES D. COX, COX & HAZEN ON CORPORATIONS 1066 (2nd ed. 2003).

<sup>243</sup> ALAN R. PALMITER, *supra* note 239, at 68.

<sup>244</sup> JAMES D. COX, *supra* note 242, at 1072.



投資<sup>245</sup>，MBCA 對於公司以資本公積作為分派之財源有較嚴格的限制。

依 MBCA 之規定，公司原則上僅能以未保留或未受到限制之盈餘公積分派股利（無論以現金或財產）。所謂盈餘公積，係指公司之收入、淨利與歷年來的利潤，扣除公司之損失與已對股東之分派<sup>246</sup>。相對於德拉瓦州係以資產負債表為標準，MBCA 則以公司之損益表（income statement）為標準。換言之，於決定公司之盈餘公積時，必須參考公司之損益表。然而在實際上，此二者間的區別並非如此明顯。因為在資產負債表上，若公司總資產大於公司之負債與股東之投資，該筆資金的來源理論上只會來自於公司歷年來之收入<sup>247</sup>。

MBCA 原則上僅允許公司以盈餘公積分派，某程度可防免公司將股東之投入資本返還股東。然而 MBCA 亦非完全禁止公司以資本公積作為分派之財源，若有公司章程之授權或經股東會決議，並經公司之適當揭露，公司仍得以資本公積作為股利分派之財源<sup>248</sup>。不過資本公積之使用仍有其他限制，例如公司之淨資產於分派後將低於優先股股東於清算時的權利時，或公司對於優先股股東之股利尚未支付時，即不得以資本公積作為股利分派之財源。

然而因資產負債表往往未能完全反映公司之財務狀況，美國採取 MBCA 之各州公司法，往往會對於資產分派加上其他要件。例如 MBCA 除以資產負債表限制外，尚規定公司於股利分派後若無法清償即將到期之債務，即便公司之淨資產仍處於正值，亦不得分派。此種現金流量的償債能力又稱為股權無償債能力（equity insolvency），著重於公司之現金流量，通常與前述之資產負債表上的破產無償債能力（bankruptcy insolvency）並列，均構成公司分派的限制。因此學說

---

<sup>245</sup> 其他資本公積之來源例如公司董事會將盈餘公積轉移至資本公積、公司減資或公司發行新股作為已發行股份之交換或轉換。MODEL BUS. CORP. ACT § 18 & 19 (1969).

<sup>246</sup> MODEL BUS. CORP. ACT § 45 (1969).

<sup>247</sup> FRANKLIN A. GEVURTZ, *supra* note 241, at 161. 因此，在資產負債表上，總資產扣除總負債與股東權益總額後的差額，稱為保留盈餘（retained earning）。

<sup>248</sup> MODEL BUS. CORP. ACT § 46 (1969).

上有稱此等標準為雙重償債能力標準<sup>249</sup>。此外，MBCA 亦採靈敏股息標準，授權董事會於公司有盈餘公積或最近一營業週期有盈餘時，得分派股利，即使公司之淨資產值為負數，亦不受影響。亦即，資產負債表或破產無償債能力標準，於此並不適用。惟應注意者，靈敏股息條款的適用，仍受現今流量償債能力準則之拘束。

## 第二目 資產負債表公積標準 (balance sheet surplus)

所謂資產負債表公積標準，係指股利分派以資產負債表上的資本作為公司得否分派之參考標準。其與盈餘公積標準不同者在於，資產負債表公積標準允許公司以資產負債表上的公積分派，而不區分該公積為盈餘公積或資本公積。採取此種規範方式者例如德拉瓦州公司法與紐約州公司法。其背後的基本思想主要建立在公司必須維持根據股份發行對價而取得的最低資本。為保護公司之債權人與股東，公司至少須保有與法定資本相同之淨資產，惟超過資本之部分則無須受到限制。

以德拉瓦州公司法為例，依德拉瓦州公司法第 153 條，公司股份可分為有面額股與無面額股。若為有面額股，則公司不得以低於面額之價格發行股票；若為無面額股，董事會有權於每次發行時決定發行之價格。依同法第 154 條，若公司所發行之股票為無面額股票，則董事會有權決定其中一部份作為資本；若所發行之部分股票為有面額股，則構成資本之數額應大於有面額股之面額與股數之積；若所發行之股份全數為面額股，則資本之數額僅須等同於已發行股數乘上票面金額。公司董事會原則上應於發行股票時或發行股票後六十日內決定該資本之數額。

---

<sup>249</sup> Craig A. Peterson, *Does Corporate Law matter? Legal Capital Restrictions on Stock Distributions*, 31 AKRON L. REV. 175, 186 (1997). 依該文之分類標準，係將 MBCA 歸於雙重償債能力標準，而將紐約州公司法歸於資產負債表公積標準 (Balance Sheet Surplus)。然而實際上，紐約州也兼採現金流量標準。二者間所不同者僅在 MBCA 對盈餘公積與資本公積有差別對待，而紐約州公司法則一體視之，詳如後述。

又公司之淨資產，係指公司之總資產減掉總負債之數額（惟資本與公積在此並不列入負債）。於淨資產中扣除資本之部分即為公積，而不區分該公積為資本公積或盈餘公積。採取此種方法對於公司資產分派最主要的影響在於，公司於分派股利或買回股份時將受到法定資本的限制。換言之，公司之資產分派係以資產負債表上的公積為核心概念，公司僅能以公積為分派之客體。由於公積之決定可直接從資產負債表判斷，因此學說上亦有將此種方式稱為傳統資產負債表方式<sup>250</sup>。

與 MBCA 相同，德拉瓦州公司法同樣兼採償債能力標準與靈敏股息條款<sup>251</sup>。一方面避免公司無足夠的現金流量以支付即將到期之債務，另一方面又以靈敏股息條款給予公司董事會較大之彈性。值得注意者，靈敏股息條款源於德拉瓦州公司法，其目的係為因應商業實務之需求。在 MBCA 下，公司董事會得以本期盈餘或盈餘公積分派，而德拉瓦州採用靈敏股息條款之目的則係為解決公司無任何公積而欲發放股利之困境。

### 第三款 股份買回

在美國法中，基於股份買回與股利分派類似，均為公司分派或減少資產之行為。所不同者，係股份買回可能招致更多濫用情形，因此公司法通常除針對買回之財源有所規範外，尚須規定股份買回之條件與原因、股份買回後狀態（庫藏股或股份銷除）與股份之後的再出售等問題。

採用法定資本制之公司法中有維持法定資本、公積與面額股的概念。因此在股份買回的處理上，會依據買回之財源究為資本或公積而有不同。一般而言買回後之股份，除經公司銷除者外，會成為「已發行但未流通在外之股份」（庫藏股）。採行此等制度者例如 MBCA、德拉瓦州公司法與紐約州公司法等。惟各州在具

<sup>250</sup> FRANKLIN A. GEVURTZ, *supra* note 241, at 157.

<sup>251</sup> Del. Code Ann. tit. 8, §170(a).

體規定上仍有不同。

關於股份買回之財源，依 MBCA 之規定，股份買回僅得以未受限制的盈餘公積與資本公積作為財源，且必須有章程或股東會決議之授權始可<sup>252</sup>。而依紐約州公司法之規定，公司僅得以公積購買自己的股份<sup>253</sup>；至於德拉瓦州公司法則規定股份買回不得侵害公司之資本，且公司在有選擇的情況下，不得以高於當時可取得之價格取得自己股份<sup>254</sup>。上述三種州公司法的一個共通原則為：公司取得自己股份，不得損害公司之資本。此外，此三種立法例均對於股份買回加上股權償債能力之限制。要之，各州公司法關於股份買回之限制大致上與股利分派一致。惟股份買回與股利分派一個不同點在於，於股份買回並無對應於靈敏股息規定的概念<sup>255</sup>。

同樣採取法定資本的概念中，與英國一個很大的不同在於，美國對於資產重估增值的未實現利益，並未完全禁止將其作為股利分派或股份買回之財源。例如德拉瓦州最高法院在 *Klang v. Smith's food and Drug Centers*<sup>256</sup> 一案認為，公司法的目的之一在於防免董事耗盡公司資產而影響債權人之利益與公司之長期經營。公司法雖規定公司僅得以盈餘買回自己之股份，惟資產負債表並非唯一之標準。且資產重估所產生之增值確實有其經濟上利益可供債權人主張，只要董事盡到忠實義務（good faith），根據合理的資料判斷其資產之價值，則可不受到資產負債表的限制。

公司買回自己股份後，其持有自己之股份即成為庫藏股。庫藏股並無表決權、不列入公司出席數的計算，亦不得分派股利。惟庫藏股仍在公司的帳面上，因此仍視為已繳款的股份。公司之後處分其庫藏股時，得由董事會決定出售之對

<sup>252</sup> MODEL BUS. CORP. ACT § 6 (1969).

<sup>253</sup> N.Y. Bus. Corp. Law §513.

<sup>254</sup> Del. Code Ann. tit. 8, §160. 惟德拉瓦州允許公司以資本買回優先股，然再買回優先股的情形，公司必須銷除該等股份，並因此減少資本。

<sup>255</sup> STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATION LAW AND ECONOMICS 781 (2002).

<sup>256</sup> 702 A.2d 150 (Del. 1997).

價，而無須受到股份發行價格不得低於面額的限制。

#### 第四款 公司之減資

在美國公司法中，公司資本的概念並非指所有股東為獲得股份所投入之對價，而是由董事會決定資本的範圍，因此減少資本一事也是由董事會決定即可。換言之，美國公司法在採取授權資本制，且設定資本係由董事會決定的情形下，公司資本原則上與章程並無關係，章程對資本有影響者僅在於股份之面額，而該面額乘以已發行股份總數之積僅構成設定資本的下限，而非必然等於公司之設定資本。因此，相對於歐盟或英國，美國公司法中關於減資之規定的重要性相對較低。在採用法定資本制的州公司法，各州對於減資之方式與限制有不同之規定。以下僅舉數種較具代表性的州公司法作為例示。

採 MBCA 之模式者，通常先由董事會決議決定減資之數額與減資之方式，再提案由股東會表決<sup>257</sup>。此外，公司必須事先以書面通知有投票權之股東關於減資提案的相關資訊。在減資數額的限制方面，減資後的法定資本不得低於應給付予優先股在公司清算時之數額加上公司已發行股份總數之面額<sup>258</sup>。

於紐約州公司法，其規定公司得依下列數種方式減資：一、銷除公司已買回之股份：公司買回自己股份後，得決定將其銷除或保留為庫藏股<sup>259</sup>，若公司將其保留為庫藏股，則設定資本（stated capital）不會減少<sup>260</sup>。反之，若將買回之股份銷除，則該等股份所代表之資本應隨之減少<sup>261</sup>；二、修改公司章程降低股份之面額或已發行股份數以減少資本<sup>262</sup>；三、董事會得在先前由公積轉資本且尚未發

<sup>257</sup> See, e.g., Tex Bus Corp Act Ann. § 4.12(A)(1).

<sup>258</sup> Tex Bus Corp Act Ann. § 4.12(E); MODEL BUS. CORP. ACT § 69 (1969).

<sup>259</sup> N.Y. Bus. Corp. Law § 515(b).

<sup>260</sup> N.Y. Bus. Corp. Law § 515(c).

<sup>261</sup> N.Y. Bus. Corp. Law § 516(a)(4). 不過此時所銷除之股份，還原為已授權但未發行的股份。惟公司亦可於銷除已買回之股份的同時，降低公司章程之授權股份數。N.Y. Bus. Corp. Law § 802(a)(3), 801(b)(8).

<sup>262</sup> N.Y. Bus. Corp. Law §§ 802(a)(1), 803(a), 806(b)(1), (3).

行予任何指定的股份中減少資本<sup>263</sup>；四、由董事會決定減少無面額股份所代表之資本<sup>264</sup>。此外，公司得根據其他關於已發行股份之買回、贖回、轉換或交換等規定減少相對應之資本<sup>265</sup>。在減資的限制上，除非公司減資後其法定資本超過優先股股份與公司非自願破產時應清償之數額加上其他股份的票面金額乘以股份數，不得減資<sup>266</sup>。

另外例如德拉瓦州公司法規定董事會得在不低於已發行股份總數之面額的範圍內以決議減少資本。德拉瓦州公司法對於減資之方式有所限制，其規定公司董事會得藉由減少或銷除表彰已收回（retired）資本之股份<sup>267</sup>、根據已發行股份之買回或贖回，並因此減少該股份所代表之資本、根據股份轉換或交換、將資本轉入公積等方式減資<sup>268</sup>，惟減資亦不得用以免除任何股東對於未繳納股款的責任<sup>269</sup>。與紐約州公司法不同者，公司不得單純以修改章程改變面額或已發行股份總數之方式減少資本。蓋其認為減資不能只是修改章程之股份面額的附帶效果，而應係藉由特定行為明確表示減資之目的，當然此際公司之章程可能仍須作對應的修正<sup>270</sup>。德拉瓦州關於減資之限制，係公司減資後之剩餘資產不足以清償公司債務，則不得為之。然須注意者，於德拉瓦州公司之董事與股東亦得投票修改公司章程減低股份面額或將其轉為無面額股<sup>271</sup>，惟此行為本身並不必然導致資本減少，而是擴大董事會得減資之範圍。

此外，減資亦得由董事會單獨在公司法的授權下，以非正式的方式為之，最常見的方式為公司買回或贖回自己之股份。公司買回自己股份後若決定將該股份銷除，則構成減資，反之該等股份將成為庫藏股。例如依德拉瓦州公司法第 243

<sup>263</sup> N.Y. Bus. Corp. Law § 516(a)(1).

<sup>264</sup> N.Y. Bus. Corp. Law § 516(a)(3).

<sup>265</sup> N.Y. Bus. Corp. Law § 516(a)(4).

<sup>266</sup> N.Y. Bus. Corp. Law § 516(b).

<sup>267</sup> 德拉瓦州公司法亦允許庫藏股，因此買回或贖回之股份將成為已發行但未流通在外的股份。

<sup>268</sup> Del. Code Ann. tit. 8, §§243, 244(1).

<sup>269</sup> Del. Code Ann. tit. 8, §§24 (2).

<sup>270</sup> JAMES D. COX, *supra* note 242, at 1297.

<sup>271</sup> Del. Code Ann. tit. 8, §§242(a) (3).

條，公司董事會得銷除已發行但未流通在外（issued but not outstanding）的股份，該等經銷除的股份原則構成已授權但未發行之股份，惟若公司章程禁止重新發行買回之股份者，已授權之股份總數應扣除買回股份之數額。

綜上所述，可知在美國法關於減資，主要的決定權在於公司之董事會與股東會。反而是與公司資本利害關係甚深的債權人，通常並無機會被通知或表達意見，此與英國法的規定不同<sup>272</sup>。此係因美國各州公司法有關資本減少的規範，專以保護股東為目的，非以保護債權人為主要目的<sup>273</sup>。

### 第三項 揚棄法定資本制之規範

前項所敘述之各種分派規則，均要求公司於決定得否分派時必須參考公司之資本。惟美國亦有另外一類型的立法例，放棄公司資本對於債權人之保障功能，而以其他標準決定公司分派的合法性。詳如下述。

#### 第一款 加州公司法

加州公司法於 1977 年所做的大幅度修正。其率先捨棄了法定資本的概念，而以其他方式判斷公司何時得分派股利。因此，加州公司法中並不以認定資本（stated capital）、公積（surplus）與面額（par value）等概念作為股利分派的標準，而改採個案判斷的方式，以期較能如實反應公司的實際經濟狀況與加強債權人的保護<sup>274</sup>。此外，修正後的加州公司法對於財務報表的判斷，明文規定應以一般公認會計準則（Generally Accepted Accounting Principles）為之，並要求控制公司與從屬公司應合併製作財務報表<sup>275</sup>。

<sup>272</sup> JAMES D. COX, *supra* note 242, at 1298.

<sup>273</sup> 邱秋芳，前揭註 108 文，頁 54。

<sup>274</sup> LARRY CATA BACKER, *COMPARATIVE CORPORATE LAW – UNITED STATES, EUROPEAN UNION, CHINA AND JAPAN* 846 (2002).

<sup>275</sup> Cal. Corp. Code § 114. 又所謂從屬公司，係指「有表決權之股份過半數直接或間接被某公司

在 MBCA 下的雙重無償債能力標準，雖然有是用簡單的優點，但仍有以下兩個缺點<sup>276</sup>：一、由於 MBCA 並未規定公司應依 GAAP，雙重無償債能力準則並無法提供一致的可分派數額之判斷標準<sup>277</sup>；二、雙重無償債能力準則僅能用於確定是否破產，而無法預測破產，因而僅能於事後作為訴訟之工具，而無法用於事先的規劃。對於謹慎的債權人而言，仍須採取其他的防範措施監控債務人的財務狀況，而導致一定的監控成本。因此，加州公司法的規定試圖解決雙重償債能力準則之缺點，其條文之目的除為清楚計算公司得分派之數額外，並試圖在公司發生股權無償債能力或破產無償債能力前即禁止公司為股利分派。

加州公司法係將所有涉及公司資產發還的行為納入同一規範。該法將「分派」(distribution) 定義為公司將現金或財產以無對價之方式移轉予股東，無論係以股利、贖回或買回自己股份或其他類似之行為均屬之。至於股票股利或股數分割，由於未涉及公司資產的進出或權利關係的改變，債權人保護在此並不成為問題，不被視為分派<sup>278</sup>。

加州公司法關於分派限制的規定主要在於該法第 500 條。依該條規定公司若欲分派股利，至少必須符合下列二要件之一：一、公司於股利分派時，有至少等同於分派數額之保留盈餘 (retained earnings)；二、若公司分派之數額超過其保留盈餘時，公司於股利分派後，公司之總資產至少為總負債的 1.25 倍，且公司

---

或其從屬公司所持有之公司」(“subsidiary” of a specified corporation means a corporation shares of which possessing more than 50 percent of the voting power are owned directly or indirectly through one or more subsidiaries by the specified corporation.) West's Ann. Cal. Corp. Code § 189. 此外，值得注意者，加州公司法為美國唯一明文規定應以何種會計標準作為分派基礎的州公司法，同時也是唯一要求合併製作財務報表者。See KPMG, KPMG Feasibility Study on Capital Maintenance— Main Report, at 189 (2006), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/capital/feasibility/study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/feasibility/study_en.pdf) (last visited Jan. 8, 2010).

<sup>276</sup> Yoav Ben-Dror, *An Empirical Study of Distribution Rules Under California Corporations Code § 500: Are Creditors Adequately Protected?*, 16 U.C. DAVIS L. REV. 375, 381 (1982).

<sup>277</sup> 例如公司於決定破產償債能力標準時，應如何計算其資產即成為問題。究竟應依資產負債表上的歷史價值，抑或根據該資產的市場價值或清算價值，MBCA 並未解決此問題。Yoav Ben-Dror, *id.*

<sup>278</sup> Cal. Corp. Code § 166. 在舊法中，因股票股利會影響公司之資本與公積的帳目，故股票股利受到類似於現金或財產股利的限制，而新法既然廢棄此等帳目，則無須將股票股利與現金股利同視。See Thomas C. Ackerman, Jr & James K. Sterrett, II, *California's New Approach to Dividends and Reacquisitions of Shares*, 23 UCLA L. REV. 1052, 1055 (1975).



之流動資產大於流動債務<sup>279</sup>。要之，在此規定下，公司之分派限於保留盈餘，或是當公司無現金流量問題（liquidity problem）且有形資產為負債的 1.25 倍時，始得分派。此種規定，係以公司的財務比例（financial ratio）作為分派的限制，學說上多將此稱為「破產預測標準」<sup>280</sup>。

就第一個要件，亦即公司僅能以保留盈餘作為分派之財源，雖然類似於舊法的盈餘公積（earned surplus），但二者仍有不同。因為在舊法中，並未要求公司將所有股東為取得股份之投資均列為設定資本（stated capital），超過股份面額之部分通常列為資本公積（paid-in surplus），而公司董事會得運用資本公積來填補虧損，進而使之後的獲利即可用於分派。反之，在新法下，公司之盈餘必須先用於填補虧損後仍有餘額，始得列為保留盈餘，方可加以分派<sup>281</sup>。由此觀之，新法較舊法更為嚴格，公司已不得再藉由調整帳目而填補虧損。

第二個要件則要求公司須符合二項資產負債表標準：即整體償債能力（quantitative solvency）與流動性標準（liquidity test）。此限制構成前述保留盈餘標準的例外，若公司符合此限制時，縱無足夠之保留盈餘，亦得分派。關於整體償債能力，係要求公司之有形資產為負債的 1.25 倍，此係較舊法嚴格，因在舊法下僅規定公司分派後資產不得小於負債。至於流動性標準，則係指公司之流動資產不得小於流動債務。此外，若公司於前兩個財務年度之稅前收入小於同時期之利息支出時，則公司的流動資產須為流動債務的 1.25 倍<sup>282</sup>。

至於加州公司法其他對於分派的限制，尚有優先權股東的保護、公司章程或與債權人所締結之契約等<sup>283</sup>。由加州公司法對於股利分派的限制可知，其係採取

<sup>279</sup> Cal. Corp. Code § 500(b)(1), (2). 此外，加州公司法要求所有與公司財務報表、資產負債表等相關之項目，以及公司之資產、負債、盈餘、保留盈餘或其他相關之會計項目，均需符合一般會計原則。 Cal. Corp. Code § 114. 又此項資產負債比率 1.25 倍的規定，係源於修正前加州公司法對於因減資而產生的公積的分派的限制。

<sup>280</sup> Jeff Keustermans, *supra* note 236, at 294.

<sup>281</sup> Thomas C. Ackerman, *supra* note 278, at 1062.

<sup>282</sup> Cal. Corp. Code § 500(b)(2).

<sup>283</sup> Cal. Corp. Code §§ 502, 503.

資產負債比率 (liability ratio) 以決定公司的償債能力。值得注意者，加州公司法為保護債權人，禁止公司在資本虧損的情況下以現時盈餘分派股利，亦即不採取靈敏股息<sup>284</sup>。

此外，加州公司法仍保留現金流量償債能力標準。且償債能力標準係將控制從屬公司一併考慮，縱使公司符合上述二條件，若控制公司或其從屬公司於分派後，將可能無法清償其債務時，控制公司或從屬公司不得對控制公司之股東分派<sup>285</sup>。本條之目的，係為保障控制公司或從屬公司之債權人或少數股東。蓋若無此條規定，則控制公司已無償債能力時，控制公司的大股東得想盡辦法自控制公司或從屬公司獲取資產（例如命從屬公司購買該股東的股份），最終導致控制公司之債權人求償無門<sup>286</sup>。此外，縱使控制公司符合償債能力標準，從屬公司亦需符合其本身分派之限制，保護從屬公司的債權人。惟若公司之債務有其他適當擔保，則不受償債能力標準之限制。

由於公司董事於決定分派時必須根據公司的資產負債表的狀況，分派發生的時點即甚為重要。依加州公司法的規定，若分派係以股利為之，則分派時點為宣布發放股利的時點，而非之後財產移轉的時點；反之，若係以股份贖回或買回作為分派，則分派時點為公司移轉財產的時點<sup>287</sup>。

公司董事於作出分派之決定時，若違反公司法之標準與限制，未盡到注意義務之董事對公司應就違法分派之金額負連帶賠償責任<sup>288</sup>。受到違法分派之股東若

---

<sup>284</sup> Thomas C. Ackerman, *supra* note 278, at 1053.

<sup>285</sup> Cal. Corp. Code § 501. 須注意者，所謂導致公司不能清償債務，不限於分派本身導致公司無償債能力。Gilbert Dreyfuss, *Distributions to Shareholders under the New California General Corporation Law*, 9 LOY. L.A. L. REV. 841, 854 (1975). 此外，加州公司法就此標準之文字雖略有修正，將原條文之「有合理基礎相信 (reasonable ground to believe) 公司無償債能力」修正為「公司可能 (likely) 無償債能力」，惟學說上認為此文字的修正應無實質上的改變，新舊法就此之標準仍然相同。Thomas C. Ackerman, *supra* note 278, at 1058.

<sup>286</sup> Thomas C. Ackerman, *supra* note 278, at 1058; Gilbert Dreyfuss, *id.* at 854.

<sup>287</sup> Cal. Corp. Code § 166.

<sup>288</sup> Cal. Corp. Code § 316.

知若知悉違法之事實，應就其收受之範圍對公司負返還責任<sup>289</sup>。

加州公司法於 1977 年修正前，亦有庫藏股之制度。然而該州立法者認為，庫藏股的存在將導致許多不必要的法律與會計上的問題。且理論上，庫藏股唯一的好處在於公司出售庫藏股時無須遵守舊法中關於股份發行對價之規定，然而在庫藏股再出售時，該再出售仍須遵守加州公司證券法（California Corporate Securities Law）關於公平對價的要求。因而亦於 1977 年修正後廢除庫藏股的制度。

## 第二款 1980 年修正模範公司法（RMBCA）

在 1979 年模範公司法修正前，有學者將其稱為「廢紙簍」的分派標準<sup>290</sup>：蓋其允許公司得以盈餘公積分派；若無盈餘公積，得以本期收入分派；若無盈餘公積或本期收入，仍得以遞耗資產的攤銷分派；此外，資本公積、資產重估等均得作為分派之財源，範圍可謂相當廣泛。

受到加州公司法修正之影響，美國律師協會（American Bar Association）於 1980 年代修正的模範公司法（RMBCA）。其同樣捨棄了認定資本（stated capital）、股票面額（par value）、與庫藏股（treasury shares）的概念，並將所有股利分派（dividend）、股份買回或其他相類似的概念均納入「分派」（distribution）中，使其接受同一標準之規範。於模範公司法修正後，美國約有半數左右的州採取此套制度<sup>291</sup>。

依公司法修正委員會對於新修正模範公司法之評論，其認為向來的認定資本、股票面額等公司法基本制度除過於複雜，且無法達到原先保護債權人或優先

---

<sup>289</sup> Cal. Corp. Code § 506

<sup>290</sup> Melvin Aron Eisenberg, *The Modernization of Corporate Law: An Essay for Bill Cary*, 37 U. MIAMI L. REV. 187, 202 (1983).

<sup>291</sup> JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, *supra* note 234, at 556.

股股東之目的，反而容易誤導債權人其可能因此獲得保障。此外，其進一步指出，「公司的償債能力……應為決定公司得否分派的最重要標準」<sup>292</sup>。因此 RMBCA 中已無認定資本與股份面額之概念<sup>293</sup>。既然已無面額的概念，則傳統之灌水股（watered stock）責任也將不復存在。然而若公司以過低之價格發行股票，對其他股東而言會稀釋其持股，仍有公平性之問題。惟其認為此問題僅能仰賴董事之忠實與公平判斷，縱使是傳統的面額股也無法完全解決<sup>294</sup>。

RMBCA 於名詞定義中，將分派定義為「公司直接或間接移轉金錢或其他財產（除公司自己之股份外）或負債之分擔予公司股東之行為。分派得以股利之配發，股份之買回、收回或其他方式取得股份；或負債之分派或其他方式為之」<sup>295</sup>。所謂「其他方式」一詞，其目的在於將所有類似之交易納入，例如被控制之子公司買入母公司之股票等行為。此處其同樣將股票股利排除於分派的概念外<sup>296</sup>。

關於分派之標準，由於 RMBCA 已捨棄法定資本之概念，傳統的資產負債表無償債能力準則以無法繼續使用，因此 RMBCA 對於資產負債表標準作了實質性的改變。於採用 RMBCA 之公司，必須符合二個要件方得為分派。一、在通常營運內，公司有能力的支付已到期之債務（現金流量或股權無償債能力準則）；二、公司之總資產多於總負債加上（除公司章程另有規定外）公司解散時享有優先權之數額（公司之淨資產大於零）。該優先權須於分派之時，公司若解散，得優先受分派者<sup>297</sup>。由此觀之，在 RMBCA 下，公司資產分派的限制僅剩下雙重無償債能力準則。

<sup>292</sup> Committee on Corporate Laws, American Bar Association, *Changes in the Model Business Corporation Act--Amendments to Financial Provisions*, 34 BUS. LAW. 1867, 1881 (1979).

<sup>293</sup> MODEL. BUS. CORP. ACT § 6.21 (1980). 該條允許董事得決定股票發行之任何價格。

<sup>294</sup> LARRY CATA BACKER, *supra* note 274, at 863.

<sup>295</sup> MODEL. BUS. CORP. ACT § 1.40(6) (1980). 翻譯參，劉連焜譯，美國模範商業公司法，五南出版社，1994年。

<sup>296</sup> 美國模範標準公司法就股票股利係置於股票發行一節中。依 RMBCA § 6.23，公司除章程另有限制外，股份原則上得按比例無償發給公司之股份持有人，此等股份稱為配息股。

<sup>297</sup> MODEL. BUS. CORP. ACT § 6.40(c) (1980). 此為 RMBCA 與加州或其他州公司法之主要不同，亦即 RMBCA 以更有彈性之資產負債表標準，取代向來的盈餘標準。

前述的第二個標準，也就是公司之淨資產標準，構成模範公司法與加州公司法或其他州公司法最大之不同。其目的在於保護債權人於優先股東在公司面臨解散時的權利。由於公司解散時，對公司資產有第一順位請求權者為公司債權人，其次則為有優先權之股東，而此標準之目的即在於避免普通股股東獲得多於較公司清算時可分派之數額。加州公司法雖另以保留盈餘作為判斷標準之一，然在 RMBCA 下，只有一個總資產負債標準（total assets-to-liability ratios），並搭配股權償債能力作為限制。企圖以更有彈性之資產負債表標準，取代向來的盈餘標準<sup>298</sup>。在 RMBCA 底下，只要確定公司有能力的支付已到期或即將到期之債務，公司得於總資產大於總負債之範圍內進行分派，此際，對於公司之債權人公司將完全沒有任何的「資本保護墊」（equity cushion）可供保護。

此外，在計算資產負債比時，RMBCA 並不要求公司必須根據公認會計準則（GAAP）。其授權董事會可根據依當時情況為合理之會計實務及準則為基礎所準備之財務報告，或根據公平之估價或在當時情況下合理之其他方法為之<sup>299</sup>。此與加州公司法規定公司必須遵守一般會計準則（GAAP），並排除商譽、已轉為資本的研究與發展費用與延期貸項等項目有所不同<sup>300</sup>。

RMBCA 對於庫藏股之看法為，將庫藏股視為已發行股份實為虛構。因為股份之本質為表彰股東與公司間契約之利益的單位，一旦股東將股份返還公司，該契約實際上已經終止<sup>301</sup>。要之，庫藏股之本質仍為已授權之股份，僅其於再次發行實無須受到一般股票發行之限制，例如對價或優先認股權之考量等。基於此等考量，RMBCA 將所有公司取得自己之股份，無論係贖回股或買回自己股份，均視為已授權但未發行之股份。若公司章程禁止此等股份再次發行，則公司應修改

<sup>298</sup> JAMES D. COX, *supra* note 234, at 565. Melvin Aron Eisenberg, *supra* note 290, at 202.

<sup>299</sup> RMBCA §6.40 (d).

<sup>300</sup> Cal. Corp. Code § 500(b). 惟此部分之排除項目係較 GAAP 嚴格。 Gilbert Dreyfuss, *supra* note 285, at 852.

<sup>301</sup> JAMES D. COX, *supra* note 234, at 585.

章程減低其授權股份<sup>302</sup>。

加州公司法或新修正模範公司法等，既然已無法定資本的概念，當然亦無減資之問題。

### 第三款 股票股利

在美國，股票股利並不被認為是真正的股利。因為股票股利只是公司向股東發行額外的股份，無支付任何費用予股東<sup>303</sup>。惟在採行傳統法定資本制的州公司法中，仍認為股票股利係股利之一種，只是公司係以自己之股票作為標的。例如依德拉瓦州公司法的規定<sup>304</sup>，若股利係以公司之未發行股票支付，董事會應就該等股份指定不低於股票股利面額之資本額，若為無面額股，該數額由董事會定之。由於分派股票股利的效果一般而言僅會使資產負債表上的項目發生變動（亦即盈餘減少，資本增加）<sup>305</sup>，實際上並無太大的影響，因此大多數州對股票股利的分派並無限制<sup>306</sup>。

此外，在美國尚有一種制度，稱為「股數分割」(stock split)，其意義為公司修改章程降低股票之面額，但不減少公司之資本。舉例而言，若某公司欲進行2:1的股數分割，股東在股數分割後將會拿到新的兩股取代舊的一股。實際上的作法為，董事會會提議股東會修改章程，將股份之面額減半，則在公司之資本不變的情況下，股東手中之股份數自然會變成原來的兩倍。雖然股數分割對公司之資產負債表並無影響（公司之資本不變），公司進行股數分割大致上仍有兩個意義<sup>307</sup>：一、資訊傳遞的意義：依實證研究，一般而言股數分割會被解釋為公司經營者對公司未來之營運、盈餘等有高度的信心；二、增加股票流通性：由於股數

<sup>302</sup> RMBCA §6.31.

<sup>303</sup> STEPHEN M. BAINBRIDGE, *supra* note 255, at 784.

<sup>304</sup> Del. Code Ann. tit. 8, § 173.

<sup>305</sup> 亦即公積減少，資本增加。

<sup>306</sup> STEPHEN M. BAINBRIDGE, *supra* note 255, at 785.

<sup>307</sup> STEPHEN M. BAINBRIDGE, *supra* note 255, at 786.

分割會降低股分之面額，可降低投資人投資之門檻，有助於公司之籌資。因此股東雖無法藉由股票股利或股數分割獲得財產上的利益，但仍可透過市場對該行為之解讀獲得經濟上之利益。

理論上，既然發放股票股利的效果係指每個股東手中的持股等比例增加，則各股東對公司資產所佔的比例並無改變，股東之權益或公司之資產並不會因為股票股利的發放而有影響。但實際上若公司僅發放少數的股票股利，則公司股份之價格可能無法完全反映其股份之稀釋，進而造成誤導股東或投資人的假象。因此有些機構為避免此等情形，對於公司的股利發放有額外的限制。例如紐約證交所為了防止股票股利對於股東可能產生的誤解，於其所頒佈的規則中<sup>308</sup>，為股票股利與股數分割的區分下了定義，規定股票股利係指少於已發行股份之百分之二十五的股份分派，而部分股數分割（partial stock split）係指分派超過已發行股份之百分之二十五少於百分之一的股份。且在股票股利的情形，公司應將相當於股票股利之公平市場價格的金錢增加至資本，而非僅如公司法所規定的股票面額。

至於在不採取法定資本制的公司法，股票股利與股數分割並無實質之區分。且在此等制度中，對於公司之現金或其他財產分派的限制，於股票股利並無適用<sup>309</sup>。

加州公司法與 RMBCA 之共同特徵在於，其均放棄以資本作為債權人保障之手段。不同者在於 RMBCA 係直接將傳統公司法可能產生之結果表現於其資產分派的規定中；而加州公司法則是試圖改進傳統法律對於債權人保護之手段<sup>310</sup>。反應於此等規定背後之根本問題在於，法律應在何種範圍內容許股東取回其投入之資本。若採用 RMBCA，其效果等同於允許股東完全取回其資本（惟其前提必須是公司能有能力清償其債務）。而加州公司法雖然同樣規定公司分派無須

<sup>308</sup> N.Y.S.E Listed Company Manual, para. 703.02 (part3).

<sup>309</sup> MODEL BUS. CORP. ACT § 6.23 (1980). See also Craig A. Peterson, *supra* note 249, at 189.

<sup>310</sup> FRANKLIN A. GEVURTZ, *supra* note 241, at 163.

考量其資本，但要求總資產必須為總負債的 1.25 倍，理論上仍提供債權人多於公司償債能力之保障。

#### 第四項 違法分派之效果—兼論詐欺移轉法

當公司違法為股利分派時，贊成該分派之董事與獲得分派的股東可能會面臨民事上的損害賠償。美國公司法多明文規定董事若違法分派，贊成該決議之董事，應就超過法定或章定允許分派範圍之數額負連帶賠償責任<sup>311</sup>。惟通常情形公司董事並非負無過失責任，而是當其有故意或過失時始須負責<sup>312</sup>。至於請求權人究竟僅限於公司抑或及於債權人，各州則有不同之規定<sup>313</sup>。有些州甚至課予違法分派之董事刑事責任，規定若董事若基於不誠實或詐欺之目的，企圖詐欺公司債權人或股東，或傳遞公司投資者錯誤之股價訊息時，應負刑事責任<sup>314</sup>。

美國公司法關於違法分派之效果多僅規範公司董事之責任，就股東對於違法分派之責任在公司法之發展並不完整，此部分仍須仰賴其他法律之規定<sup>315</sup>。就股東之民事責任範圍，各州公司法規定並不一致。少數州公司法例如加州公司法，其規定若股東知悉系爭分派為違法時，應就公司債權人或優先股股東應受之利益對公司負責<sup>316</sup>。較為常見者係公司法通常僅規定董事之責任，但賦予應負責之董事向惡意之受分派股東請求權（a right to contribution），例如紐約州公司法<sup>317</sup>或 RMBCA<sup>318</sup>。換言之，公司法通常並不賦予債權人對受違法分派之股東有直接請

<sup>311</sup> MODEL BUS. CORP. ACT § 8.33 (1980).

<sup>312</sup> 例如依德拉瓦州公司法，董事只有在 willful 或 negligent 時始須對違法分配股利負責。See Del. Gen. Corp. Law § 174.而模範公司法於違法分派之部分並未明文董事之主觀要件，此須參照其他關於董事之注意義務的一般規定。See also Cal. Corp. Code § 309(c).

<sup>313</sup> 例如 RMBCA 第 8.33 條僅賦予公司有求償權，而德拉瓦州§174(a)則規定債權人亦可求償。二者之差別在於，依 MBCA，債權人只有在公司破產時得透過信託人（trustee）代為請求。

<sup>314</sup> Cal. Corp. Code § 2253.

<sup>315</sup> MELVIN ARON EISENBERG, CORPORATIONS AND OTHER BUSINESS ORGANIZATIONS: CASES AND MATERIALS 1233 (9th ed. 2005).

<sup>316</sup> Cal. Corp. Code § 506(a). 加州公司法並明訂該法關於違法分派的規定不排除股東在 UFCA 下可能產生之責任（Cal. Corp. Code § 506(d)）。

<sup>317</sup> N.Y. Bus. Corp. Law §739(b).

<sup>318</sup> Revised Model Act §8.33(b).



求權，公司債權人若欲對受違法分派之股東為請求，尚須探求公司法以外之規定。

於美國法的違法分派規範中，必須特別強調者係該國詐欺移轉法之規定。蓋美國公司之股利分派向來需受到兩種不同但又有部分重疊的規範，第一種為各州公司法之規定，主要著重於違法分派時董事之責任，其具體規定已如前述；第二種則為詐欺移轉法，著重於違法分派時股東之責任<sup>319</sup>。雖然詐欺移轉法於各州之具體規定並不完全相同，但主要均係以「統一詐欺性財產讓與法」(Uniform Fraudulent Transfer Act，下稱 UFTA) 為基礎<sup>320</sup>。

依 UFTA 第 4 條規定，若債務人確實意圖詐欺債權人而移轉資產或發生債務，將構成對債權人之詐欺。此外，縱使當事人無確實詐欺之意圖，若當事人移轉資產或發生債務卻未收到「合理相當之對價」(reasonably equivalent value)，且債務人剩餘之財產對其所從事或即將從事之交易而言顯然過低，或債務人得合理相信其財產顯然不足以清償該債務時，債務人之行為同樣構成對債權人之詐欺。又第 4 條所稱之債權人，並不區分其債權係發生於詐欺行為之先後。另依 UFTA 第 5 條第 1 項規定，若債務人移轉資產或發生債務時已破產或因此破產，且其移轉資產或發生債務未獲合理相當之對價，債務人對於債權於其行為時已存在之債權人亦構成詐欺行為。一旦債務人之行為構成對債權人之詐欺，原則上債權人得於其債權範圍內主張債務人之詐欺行為無效<sup>321</sup>。然而，若債務人移轉資產之行為並未導致公司破產，或債務人之剩餘之財產對其所從事或即將從事之交易而言並未顯然過低，則需受移轉人惡意時債權人始得對其請求<sup>322</sup>。

關於詐欺移轉法或其他普通法中關於債權人保護之法律能否適用至股利分派，於美國學界尚有爭論。有學者認為，立法者於制訂公司法時，難以想像其有

<sup>319</sup> MELVIN ARON EISENBERG, *supra* note 315, at 1233.

<sup>320</sup> 於美國約有四分之三的州公司法採取 Uniform Fraudulent Transfer Act 或其先前的版本 Uniform Fraudulent Conveyance Act。See JESSE H. CHOPER, JOHN C. COFFEE & RONALD J. GILSON, CASES AND MATERIALS ON CORPORATIONS 228 (6th ed. 2004).

<sup>321</sup> Uniform Fraudulent Transfer Act 1984 §7(a)(1).

<sup>322</sup> Uniform Fraudulent Transfer Act 1984 §8.

意使公司法之規定優先於其他普通法原則之適用，尤其是大多數州公司法僅賦予公司董事對股東有請求權。因此，實務上多認為違法的股利分派股東亦須受到詐欺移轉法之規範<sup>323</sup>。而債權人根據詐欺移轉法或其他普通法規則對受違法分派之股東請求，與根據公司法規定請求，最大之不同在於，一旦公司分派導致公司破產，詐欺移轉法或普通法規則並不考慮受違法分派股東之主觀意圖。

有學者認為，若欲禁止公司對股東之分派以免公司任意發還資產予股東，其前提為禁止之範圍必須足夠廣泛。而大部分的州公司法並無法達到此目的，而需仰賴詐欺移轉法之規定<sup>324</sup>。蓋詐欺移轉法的適用範圍遠較公司法為廣，其尚可禁止公司於即將破產時透過股利分派或股份買回以外之方式將資產移轉予股東。例如公司於財務狀況不佳時，仍借款予股東，該交易可能違反詐欺移轉法。另外，詐欺移轉法也會被用來規範類似英國公司法中財務援助的行為<sup>325</sup>。

綜上所述，若公司為違法分派，公司董事通常須依公司法負責。至於股東之責任，除公司法外，尚須受到 UFTA 之規範。且一旦公司因違法分派而導致破產，公司股東通常須負返還義務，不問其主觀要件如何。惟公司若僅係違法分派但未因此破產，則須受分派之股東為惡意，公司債權人始得對之為請求。

## 第五項 美國法分派之其他相關問題

關於公司之分派，在美國法中尚有一些額外的問題。且此等問題不論是否採取法定資本制均會存在，故本文另增一項加以討論。

<sup>323</sup> FRANKLIN A. GEVURTZ, *supra* note 241, at 167.

<sup>324</sup> Douglas G. Baird, *The Role of Fraudulent Transfer Law, in THE LAW AND ECONOMICS OF CREDITOR PROTECTION: A TRANSATLANTIC PERSPECTIVE* 199, 205 (Horst Eidenmüller & Wolfgang Schön eds., 2006).

<sup>325</sup> JESSE H. CHOPER ET AL., *supra* note 320, at 228

## 第一款 分派合法性之時點判斷

美國公司法分派之限制例如償債能力標準或盈餘公積標準等已如前述。一般而言，公司分派的合法性判斷係以實際分派時，而非董事會作成分派決議時，為判斷標準。因此，公司可能於宣布發放股利時尚具償債能力，惟在支付股利前變成無償債能力。此在美國經常發生的問題為，當公司以本票（promissory note）進行分派並於之後給付票款時，該分派限制的適用時點究竟應為簽發本票時或嗣後給付票款時<sup>326</sup>。

另以公司以分期付款之方式向股東買回股份為例。由於股份買回相較於股利分派，具有其他不同之功能，因此有時公司儘管無足夠之資金，仍必須為股份買回。此時公司可能採取的作法，係與出賣股份之股東締結分期付款契約。然而，在檢視系爭買回是否合法時，究竟應將整個交易視為一個購買，故僅須檢視契約締結時公司是否有償債能力；抑或應將分期付款契約視為一系列連續的買回，因而每一次的付款均應符合法條限制。

在成文法制定前，美國早期實務對於股份買回所施加之限制並不要求公司僅得以公積為之，而僅要求公司須於「不危害債權人權利」的前提下為之<sup>327</sup>。亦即美國法院當時認為，除非買回自己股份後進行減資，否則股份買回不認為是資本的減少。而所謂「不危害債權人權利」，實務上普遍認為係指公司於買回股份後仍有償債能力<sup>328</sup>。當然，若公司已無償債能力或購買後將無償債能力，由於作為其對價的股份，可能幾乎已無任何價值，則其買回之行為可能違反詐欺移轉法（fraudulent conveyance law）。而在分期付款買回契約，因於契約締結時公司係有償債能力，並不至於違反該法的規定。

<sup>326</sup> LEWIS D. SOLOMON & ALAN R. PALMITER, *CORPORATIONS: EXAMPLES AND EXPLANATIONS* 128 (2nd ed. 1994).

<sup>327</sup> See generally Note, *Stock Repurchase Abuses and the No Prejudice Rule*, 59 YALE L.J. 1177 (1949).

<sup>328</sup> David R. Herwitz, *Installment Repurchase of Stock: Surplus Limitations*, 79 HARV. L. REV. 303, 306 (1965).

於償債能力標準中，大多數法院認為公司於每次給付時皆須有償債能力。在一個標竿裁判 *Robinson v. Wangemann*<sup>329</sup> 中，法院指出「公司以金錢向股東購買其自身之股份實際上並非一種買賣。若係爭股份係如同本案成為庫藏股，則公司並未獲得任何等同於減少之資產的對價，其僅為公司分派資產予股東的手段之一。公司之資產為債權人債權之擔保，股東在債權人之債權未獲完全清償前不得為任何分派。當此等交易發生時，無論當事人之善意，公司於以資產支付時有足夠之公積贖回其股份且不危害債權人之利益，對該交易之合法性判斷即具有決定性之效力<sup>330</sup>。」於該案中，雖然股份買回契約締結時公司有償債能力，惟於實際付款時公司已無償債能力，法院因此否定股東之主張。此種以實際付款時點作為判斷標準者，學說上稱為「破產中止規則」(insolvency cutoff rule)，被之後多數的法院所採用<sup>331</sup>。

之後隨著公司法對於股份買回課予公積標準的限制，要求公司於股份買回時須有足夠的公積，同樣的問題亦發生於公積有無之判斷時點。在 *Mountain State Steel Foundry v. Commissioner*<sup>332</sup> 案，法院於引用諸多涉及 insolvency cutoff 的判決後，從「股東根據該契約（指股份買回契約）之主張應劣後於履行時其他債權人之債權」，導出「當公司締結股份買回契約，並約定於之後付款，若其履約會導致侵害資本時，則不得為之」<sup>333</sup>。在加州，股份買回同時受到盈餘公積標準與償債能力標準規範，而法院也直接將 insolvency cutoff 套用至公積限制<sup>334</sup>。學說上稱此為「公積中止規則」(surplus cutoff rule)。

然而並非所有法院皆採取公積中止規則。例如德州法院在 *Williams v. Nevelow*<sup>335</sup> 案，區分「買回」(purchase) 與「付款」(payment)，認為償債能力標

<sup>329</sup> 75 f.2d 756 (5th Cir. 1935).

<sup>330</sup> *Id.* at 757-58.

<sup>331</sup> JAMES D. COX, *supra* note 234, at 578.

<sup>332</sup> 284 F.2d 737 (4th Cir. 1960).

<sup>333</sup> *Id.* at 742.

<sup>334</sup> *In re Mathews Constr. Co.*, 120 F. Supp. 818 (S.D. Cal. 1954).

<sup>335</sup> 513 S.W.2d 535 (Tex. 1974).

準與盈餘公積標準的限制均僅適用於股份買回契約締結時，只要公司於買回時符合該二標準，該買回非出於惡意且對債權人並無影響，則其後之支付則不受此限制<sup>336</sup>。在 *Wolff v. Heidritter Lumber Co.*<sup>337</sup> 案，New Jersey 法院認為若公司以現金購買該等股份為有效，則無理由說明為何公司以支票或其他遲延支付的方式會變成無效。其認為在此二情形公司之債權人並未受到影響，而被買回股份之股東則成為公司之未獲清償的債權人。要之，其認為出賣股份的股東於股份出售後，其地位已非公司之股東，而是與其他一般債權人同地位之債權人。且該股東出售股份予公司時，若公司有足夠的償債能力，則該價金債權不應受到公司嗣後之償債能力的影響。

惟後來許多州於公司法明確解決此問題。例如德拉瓦州公司法第 160 條即規定，公司於股份買回時所發行之票據、債券或其他買回股份之對價而生之義務，若於締約時無侵害公司資本，則其票據、債券或其他義務之效力不受影響<sup>338</sup>。若公司於股份買回時有足夠之公積，則一來該被買回股份之股東已從股東轉為債權人；二來買回當時公司的債權人並未受到影響，將來的債權人亦得以知悉公司買回自己股份後的資產狀況。因此認為公司法之限制僅適用於買回契約締結時<sup>339</sup>。

RMBCA 亦明訂分派標準的判斷時點。若分派係由於公司股份之購買、買回或其他取得者，依以下較早之日期判斷：（1）價金或其他財產被移轉日或公司負債之日；或（2）股東因被購買股份而停止成為股東之日<sup>340</sup>。此係因公司法改革委員會鑑於在股份買回契約中，當事人約定於締約後一段時間內支付對價對於小型公司（closely held corporate enterprises）特別重要，而判例法對此問題亦未

<sup>336</sup> *Id.* at 537.

<sup>337</sup> 163 A. 140 (N.J. Ch. 1932).

<sup>338</sup> Del. Code Ann. tit. 8, §160(a)(1).

<sup>339</sup> *In Re Reliable Mfg. Corp.*, 703 F.2d 996 (7th Cir. 1983), at 1002.

<sup>340</sup> MODEL BUS. CORP. ACT § 6.40 (e) (1) (1980). 中文翻譯參，劉連煜，美國標準商業公司法：一九八四年版，頁 39，五南出版社，1994 年 2 月。

有統一之見解，因此明訂合法判斷時點為債務發生時，而非之後的清償時點<sup>341</sup>。

## 第二款 股份買回與股東公平性

當公司自願地為股份買回時，最常見的問題即為買回對象之選擇，蓋此涉及股東間公平性的問題，此在小型公司尤其明顯。在 *Donahue v. Rodd Electrottype*<sup>342</sup> 案，Harry 是欲從公司退休之股東，其將自己之部分股份給予其子女。Harry 之兒子 Rodd 後來被選為公司的董事長，遂代表公司與 Harry 締約購買 Harry 手中的其他股份。公司的另一少數股東 Donahue 要求公司以同樣條件購買其手中股票遭拒後，遂提起訴訟主張本案中選擇性購買違反小型公司中控制股東對其他股東的忠實義務。本案法院認為，在小型公司中，股東對其他股東實質上須負有等同於合夥企業中合夥人對其他合夥人的忠實義務。而公司買回自己股份之契約，只有在該契約係出於善意 (good faith) 且未損害債權人與股東之利益下方可執行，若在小型公司，該契約另需受到額外的限制，亦即公司之董事或控制股東就契約之締結須對其他股東盡到最大的忠實義務 (utmost good faith and loyalty)，並給予其他股東相同的機會出賣手中股份予公司，故判決被告敗訴。要之，美國法在解決股東公平性問題時，於小型公司係藉由忠實義務來解決。

至於在公開發行公司的選擇性買回，一般而言基於商業判斷法則，受到司法審查之程度較低<sup>343</sup>。實務上較常發生對特定股東買回自己股份的情形，在於現任董事會欲對抗敵意併購時，採取所謂以「高價購回自身整筆股權」(greenmail)<sup>344</sup>。德拉瓦州 Court of Chancery 在 *Strassburger v. Earley*<sup>345</sup> 一案，認為依德拉瓦州公司法，公司不僅有權買回自己的股份，其甚至可僅對特定股東買回，不須普遍地提

<sup>341</sup> AMERICAN BAR ASSOCIATION, MODEL BUSINESS CORPORATION ACT: OFFICIAL TEXT WITH OFFICIAL COMMENTS AND STATUTORY CROSS-REFERENCES, REVISED THROUGH 2002 6-63 (2002).

<sup>342</sup> *Donahue v. Rodd Electrottype Co. of New England, Inc.*, 367 Mass. 578, 328 N.E.2d 505 (1975).

<sup>343</sup> STEPHEN M. BAINBRIDGE, *supra* note 255, at 78.

<sup>344</sup> 相關介紹，參陳彥良，公司治理法制—公司內部機關組織職權論，頁 313，台灣財產法暨經濟法研究協會，2007 年 1 月。

<sup>345</sup> 752 A.2d 557 (Del. Ch. 2000).

供所有股東出賣的機會，而該權限的唯一限制僅為董事的忠實義務<sup>346</sup>。於此種敵意併購的情形，美國實務向來認為若公司買回自己股份的主要目的係在維持現任董事的經營權，縱使購買之價格為公平價格，該購買亦不合法<sup>347</sup>。反之，若董事有合理根據認為其行為係為公司之較佳營運，縱使其行為並非最佳之決定，亦得免責<sup>348</sup>。



---

<sup>346</sup> *Id.* at 572.

<sup>347</sup> *Id.* See also *Bennett v. Propp*, 187 A.2d 405 (Del. 1962).

<sup>348</sup> *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548 (Del. 1964).

## 第四節 小結

英國與美國在處理股東與債權人之潛在的利益衝突時，對於公司之法定資本有不同的理解與目的。美國法中的資本規則係以提供股東最大的彈性為目標，州公司法中關於債權人保護之條文並不多見，部分債權人係藉由聯邦「詐欺移轉法」（fraudulent transfer laws）加以保護，惟債權人保護主要仍以契約為主<sup>349</sup>。而在歐盟與英國公司法，由於有限責任原則的例外在普通法中並不多見<sup>350</sup>，因此其認為債權人的保護應以法律定之，而不得僅以契約處理。具體的手段例如限制股東對於公司所投入之資金的運用，確保股東不會藉由不合法的資產分派侵害到公司破產時債權人優先受償之權利，而此即為法定資本制之目的<sup>351</sup>。

若進一步比較英國與美國之資本制度，可發現英國公司法適用於公開發行公司之法定資本制度（legal capital）與我國目前的資本制度較為接近。

首先，關於「資本」之範圍，我國與英國均規定公司股份必須有面額，禁止發行無面額股，並以股份之面額為基礎決定公司之資本。若股票溢價發行，我公司法係將所有股東之投資依票面金額分為資本與資本公積，英國則分為資本與股份溢價（share premium），但我國與英國之公司法實際上係同等的對待此二者，均嚴格禁止或限制公司以資本公積作為分派財源。至於美國採取法定資本制的州公司法，其多數州公司法中所謂的資本多僅限於狹義的資本，限於股份面額乘以發行股數，而不及於資本公積（capital surplus），甚至許多州允許發行無面額股，將資本之數額授權董事會自行決定，而與公司股東實際投入之資金無關。因此，有學者比較歐盟第二號指令與美國採取法定資本制的州公司法，認為歐盟第二號

<sup>349</sup> Jennifer Payne, *Legal Capital in the UK following the Companies Act 2006*, in RATIONALITY IN COMPANY LAW: ESSAYS IN HONOUR OF D.D. PRENTICE 123, 126 (John Armour & Jennifer Payne eds., 2009).

<sup>350</sup> 在英國法下，有限責任的主要例外為 1986 年破產法第 214 條，惟本條向來在實務上亦未被廣泛運用。 *Id.* at 126.

<sup>351</sup> 惟並非所有法定資本制的規定均與債權人保護有關，例如股東的股份優先購買權（pre-emption rights）等，則係用以保護既存股東之利益。



指令比所有美國法定資本制的規定更為嚴格<sup>352</sup>。

其次關於分派之標準，我國與英國之公司法規定公司於進行股利分派、股份買回或是減資時，均須嚴格遵守資產負債表之標準，公司原則上僅得以資產負債表上的已實現盈餘分派。而在美國縱使採取傳統法定資本制的州公司法，其限制公司分派的基準主要限於設定資本（stated capital），而不及於資本公積，甚至採用靈敏股息條款，允許公司於有虧損的狀態下仍可分派股利。至於不採取法定資本制者如 RMBCA，資本更不會成為公司股利分派的限制。一言以蔽之，我國與英國公司法屬於盈餘分派標準，而美國則多傾向於淨資產標準。

另外值得一提者，係美國 RMBCA 之制訂，主要係鑑於其舊法下的法定資本制度無太大實效。惟應注意者，既然美國的法定資本制的內容與歐盟或英國的法定資本制內容不完全相同，則美國法定資本制具有的缺點在歐盟並不一定存在。例如美國公司法不要求股東之現物出資須經鑑價、允許靈敏股息、缺乏最低資本等，在歐盟國家中並不存在。因此，從債權人保護的觀點，歐盟系統的法定資本制顯然優於美國 MBCA 之規定<sup>353</sup>。

至此，可發現在有限責任下與公司資產進出有關的債權人保護制度主要有二，即採取法定資本制與捨棄法定資本制者，前者以歐陸法系為主，後則者以美國修正後模範公司法為代表。之所以如此，主要導因於各國對於債權人保護與公司法之功能的定位不同<sup>354</sup>。在歐陸法系，係將公司債權人與公司股東均認為屬於公司的出資者（stakeholder），而屬於同一種利益團體。惟公司債權人終究屬於公司之外部人，較無機會保障自己之利益，故有特別以公司法加以保護之必要。至於美國公司法，則認為公司法與債權人保障係屬二事，因此債權人保障並不屬於公司法之主要範疇。此從美國公司法關於資產分派之規定均係以提供公司財務

<sup>352</sup> Jeff Keustermans, *supra* note 236, at 285.

<sup>353</sup> Jeff Keustermans, *supra* note 236, at 293.

<sup>354</sup> Hanno Merkt, *Creditor Protection and Capital Maintenance from a German Perspective*, 2004 EUR. BUS. L. REV.1045, 1049-50.

彈性為主要考量可知。於美國公司法中即便採取法定資本制者，其具體規定也顯較第二號指令寬鬆。

除了對於公司債權人之定位不同外，資本市場的發展亦為影響公司法關於債權人保護規定的重要事項。於美國，其資本市場發展相當成熟，公司之資金主要來自於股東之投資，因此其分派規定也係以股東利益或公司資金彈性為首要目標。至於歐洲之資本市場，公司資金仍有相當部分來自於銀行貸款，因此在制度的設計上也會偏重於債權人的保護。此等背景的差異亦不容忽視。

然而，美國雖然在股利分派的限制較為寬鬆，並非意味其無債權人保障之機制或不重視債權人之保障。相反的，美國對於債權人之保護多以聯邦詐欺移轉法或其他普通法規則加以規範，因此在法定資本制的限制較為寬鬆<sup>355</sup>。又美國法中例如 RMBCA 或詐欺移轉法作為分派的限制，與法定資本制最大的不同點在於，前者著重於公司的償債能力（破產標準），後者著重於維持公司的資本。惟所謂的償債能力，涉及公司對未來狀況的預測，本質上具有一定的複雜性與不確定性，而必須賦予經營者判斷權限。儘管如此，美國法院仍盡力試圖去判斷公司分派當時的預期價值，以決定董事行為的合法性<sup>356</sup>。此種規範態樣，本質上亦為一種以「標準」作為基礎的規範，而與法定資本制以「規則」為基礎的規範不同。

因此，有學者認為，在公司股東負有限責任的前提下，法律的功能主要有三：促進交易、保障外部債權人與資訊提供。法定資本制某程度係將此三種功能混和在一起，例如其最初目的係為保障公司債權人，惟亦兼含保障公司少數股東之功能（蓋股份為公司內部股東間財務結構之比例），同時也具有傳遞公司財務資訊

---

<sup>355</sup> Marcel Kahan, *Legal Capital Rules and the Structure of Corporate Law: Some Observations on the Differences Between European and U.S. Approaches*, in CAPITAL MARKETS AND COMPANY LAW, *supra* note 4, at 145, 146.

<sup>356</sup> 一種常見的方式係檢視外部投資人於系爭公司分派後是否願意花錢購買公司整體資產與負債，若為肯定，公司仍有償債能力；反之則否。See *Covey v. Commercial Nat. Bank of Peoria*, 960 F.2d 657 (7th Cir. 1992) (“To decide whether debtor is insolvent for fraudulent transfer purposes, court should ask: what would buyer be willing to pay for debtor's entire package of assets and liabilities; if price is positive, debtor is “solvent,” but if negative, “insolvent.””).

的功能。而美國公司法主要僅處理促進交易的功能，資訊傳遞則係透過會計標準與資本市場，債權人保護則係由契約、破產法與侵權行為法處理<sup>357</sup>。此涉及公司法的目的或功能的選擇，債權人保護與促進交易固然均係法律所必須規範者，惟公司法與其他法律間應如何為功能分擔，將債權人保障主要交由公司法（尤其是法定資本制）處理是否妥適，仍有待探討。

此外，公司之資產分派的規定除法定資本制與非法定資本制兩大系統外，比較我國法與歐盟第二號公司法指令或英國公司法，可發現同樣在採取法定資本制的立法例中，具體規定仍有諸多不同。職此，在接下來的兩章，本文將先於第五章分析法定資本制之利弊，探討此一制度有何問題。接著於第六章比較我國與歐盟或英國法具體規定，分析我國現行法可能之不足。



---

<sup>357</sup> Gehard Wager, *Distributions to Shareholders and Fraudulent Law*, in *THE LAW AND ECONOMICS OF CREDITOR PROTECTION: A TRANSATLANTIC PERSPECTIVE*, *supra* note 324, at 217, 227.

## 第五章 有限責任與法定資本制之重新探究

### 第一節 有限責任的反省

追本溯源，公司法中所有關於債權人保障之制度，包含法定資本制，其目的均在保障公司債權人避免公司股東在有限責任下產生的投機行為之危害。既然法定資本制的前提係公司之有限責任，若公司法能限縮有限責任的適用範圍，則可減低有限責任對債權人所造成的不利益，使債權人保護之需求降低。相對的即可放寬法定資本制的限制，從而提高公司之財務彈性。換言之，法定資本制或其他公司債權人保障機制的前提為公司的有限責任，因此在分析法定資本制之優劣利弊前，有必要先就有限責任之功能與影響提出討論。

#### 第一項 有限責任之成本

有限責任的設計並非理論上之當然，毋寧僅係目前各國為促進商業發展所設計之制度，其雖可誘使公司從事風險較高之商業活動，惟同時也容易使公司將其風險成本外部化。尤其是公司侵權行為之被害人，根本無法透過事前之契約移轉該風險，使其承擔該風險不僅不符經濟效益，也不符合公平正義。因此，只有在有限責任的設計可促使整體效益最大化，始足以正當化其犧牲此等被害人之利益。近來外國亦有越來越多關於檢討公司侵權行為得否主張有限責任之聲音，例如法院經常透過「揭穿公司面紗」原則，使公司經營者須就公司之債務負責。

要之，有限責任的創設迄今已超過一世紀，然而其適用結果是否完全如當初之預期，已遭致許多外國學者對此提出反省與批判，尤其是小型公司得否享有有限責任與公司得否對侵權行為之被害人主張有限責任等問題。蓋有限責任之諸多主要目的，例如促進公司籌措資本、促成有效率的資本市場……等，與小型公司並無太大的關連性。至於侵權行為的被害人與有限責任之關係，主要與市場效率

有關。亦即，公司侵權行為的被害人既然無能力轉移風險，命其承擔有限責任的成本可能並不合理。以下分別討論小型公司及侵權行為被害人與有限責任之關係。

## 一、小型公司

根據本文在第二章所列舉之支持有限責任的理由，有限責任最主要之目的在於鼓勵大眾集資成立公司。然而，小型閉鎖性公司（例如一人公司）等，既無向大眾籌資之需求，且其經營與所有結合程度較高，亦無監控成本的問題。則從有限責任鼓勵集資之面向觀察，賦予小型公司有限責任顯然正當性較為不足。因此，從效率的觀點決定是否應賦予小型公司有限責任時，重點不在於是否有鼓勵投資之效果，而在於透過有限責任所分配的風險是否符合效率。更具體言之，應探討下列三個問題<sup>1</sup>：一、有限責任是否將風險移轉至最適合吸收風險者？二、有限責任是否導致企業追求最適當的風險承擔行為（risk-taking）<sup>2</sup>？三、有限責任能否降低交易成本？

關於有限責任是否將風險移轉至最適合吸收風險者，雖然小型公司通常並無足夠能力吸收風險，使其股東負有限責任有一定的說服力。然而，根據英國的實證研究，小型公司的股東或經營者，於公司設立之初雖認為其可享有有限責任，然隨著其以個人財產作為公司貸款之擔保時，最終往往也未能享受到有限責任所帶來的好處。且對於有談判能力之債權人而言，儘管此等債權人通常可認為係最有能力吸收風險之人，然其往往會透過要求董監聯保或藉由契約排除股東之有限責任，使公司股東需就系爭債務負責，而剩餘的損失則必須由無談判能力的債權人負擔<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> Judith Freedman, *Limited Liability: Large Company Theory and Small Firms*, 63 MOD. L. REV. 317, 319 (2000).

<sup>2</sup> 所謂風險承擔，係指公司在決定從事業務之類型時，會衡量該業務之成功機率以及失敗的風險，進而決定其所願意投資事業之風險。

<sup>3</sup> Judith Freedman, *supra* note 1, at 332.

除小型公司股東實際上無法享受有限責任之好處外，另有學者對於有限責任提出以下三項理由，反對有限責任在小型公司之使用<sup>4</sup>：一、有限責任所產生的適當風險吸收的利益將會被有限責任所生的不正行為誘因所抵銷；二、由法院於具體個案調整侵權責任風險的分配，將比事先以有限責任決定風險分配更有效率；三、現今小型公司購買責任保險之情形甚為普遍，在一個有效率的保險市場中，命公司股東負無限責任，可促使股東將此成本內部化，再透過保險將此風險轉嫁出去。

就第二個問題，在小型公司中有限責任得否創造最有利的風險承擔，答案顯然是否定的。若公司經營者本身即為公司之所有人，相較於其他有分散投資之股東或非股東之經營者，其有較高之誘因投資不足（undercapitalize），或命公司從事遠高於公司資本所能承擔之風險的行為。此際，有限責任之效果不僅僅是使債權人共同承擔企業風險，而已接近或等同於將企業風險完全移轉至公司債權人<sup>5</sup>。且此問題於公司之資金主要來自於借貸時，公司股東因投資失敗所受到的損害更小，負面效果將更為明顯。

最後，有限責任能否降低交易成本，有學者從經濟分析的觀點，認為有限責任將提高小型公司的融資成本<sup>6</sup>。其理由主要在於小型公司與債權人之間存在著高度的資訊不對等，而此資訊不對等與有限責任結合後，將嚴重減低債權人提供融資或與公司交易之意願，從而增加公司之成本。蓋小型公司之經營者既無庸像公開發行公司般遵守嚴格的財務報表之製作或揭露的規定，公司債權人不易獲得資訊；又或債權人得要求公司找會計師製作正確的財務報表，惟此會大幅提升公司之專家費用。此外，在小型公司中股東通常係透過股利分配以外的手段取得公司資產，更增加評估公司財務狀況之困難。換言之，當公司債權人面對小型公司

---

<sup>4</sup> Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *Towards Unlimited Shareholder Liability For Corporate Torts*, 100 YALE L.J. 1879, 1888 (1991).

<sup>5</sup> Judith Freedman, *supra* note 1, at 332.

<sup>6</sup> Lawrence E. Mitchell, *Close Corporations Reconsidered*, 63 TUL. L. REV. 1143, 1176 (1989).

之有限責任，卻又不易取得小型公司之資訊或對其行為有控制參與權時，將減低債權人與公司交易之意願。

## 二、因侵權行為所生之債權

有限責任所生的另一問題，為對公司侵權行為之被害人可能保護不周。從公平性的角度而言，侵權行為之被害人對系爭債權之發生，並無參與的可能性，而有限責任將使得被害人之損害無法獲得完全填補，對其顯非公平。因此，在侵權行為中適用有限責任，必須有堅強的政策上理由。而該政策上的理由，即為有限責任所帶來的效率會超過使侵權行為被害人承擔損害所造成之成本。如同前面所討論者，有限責任容易誘使公司從事風險過高的行為。此外，將小型公司與侵權行為之被害人比較，侵權行為之被害人仍屬更無能力或更不適合作為公司營運風險的負擔者，因此命侵權行為之被害人負擔風險顯非一種有效率的作法。

對此，或有謂公司有誘因透過保險以提供侵權行為之被害人保障。其理由在於，並非所有與公司締約者均有機會透過分散投資以移轉風險，典型者為人力資本。例如公司之經營者，其對於公司所投資者為人力資本（human capital），一旦公司破產，經營者首先會面臨失業的問題。此外，通常公司股東亦希望經營者的命運能與公司之命運結合，不僅要求經營者承擔額外的風險，同時也提供更高的成功報酬<sup>7</sup>。儘管如此，此理論仍有下列問題：一、在小型公司此誘因並不大，蓋公司破產時，公司股東僅需另外設立一公司即可繼續營運，較無人力資本的問題；二、即便在大型公司，若公司之風險甚大，相對的保費也會隨之提升，會阻礙公司投保之意願，甚至縱使公司願意投保，保險公司亦可能認為風險過高而拒保；三、若侵權行為之損害並非立即可見，例如十年二十年後始發生的責任，保險亦無法解決此問題。

---

<sup>7</sup> Carlton & Fischel, *The Regulation of Insider Trading*, 35 STAN. L. REV. 857, 869-72, cited from Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Limited Liability and the Corporation*, 52 U. CHI. L. REV. 89, 107 (1985).

## 第二項 有限責任與法定資本制

儘管有限責任有上述之問題，然而，如何提出替代的解決之道仍非易事。近來引起學說上較多討論者為 Hansmann 與 Kraakman 教授針對公司之侵權行為提出所謂「比例的無限責任」(pro rata unlimited liability)，建議公司股東應依其持股比例對於公司之侵權行為負無限責任。其認為公司若採取無限責任，可解決有限責任所產生風險外部性的問題，復透過比例責任限縮公司股東之責任範圍，使其風險具有一定的可預見性，從而使此一制度兼具有限責任的優點<sup>8</sup>。另外亦有學者主張公開發行公司之董事，在某些情形下若認為有限責任不宜適用時，應對公司侵權行為之被害人負責<sup>9</sup>。

然而，此等學說在理論上雖有一定的道理，惟實際上能否有效實行仍有疑問。尤其在公開發行公司，公司之股東人數眾多且分散，欲對公司股東之個人財產執行勢必將導致極高的程序費用。此外，無限責任的採行也將會提高股東的監控成本與降低資本市場的效率，此效率的降低能否正當化無限責任所降低的風險外部性成本，仍值得商榷。因此，Hansmann 的理論僅適合用於那些規模極小的封閉公司，於股東人數略多的非公開發行公司仍有適用上的困難。

立法面上的另一種限制有限責任的方式，且為現行多數立法例所採用者，為公司之最低資本額要求。亦即透過最低資本額之規定，提高企業經營者取得有限責任的難度，或至少強迫企業經營者必須承擔一定的風險(最低資本額)。然而，如同本文之後所討論者，最低資本額要求最大的困難在於保護尺度的決定，亦即，多少的資本方足以保障公司的債權人<sup>10</sup>。而相同的困難亦存在於強制公司投保，究竟公司應投保多高的金額方為足夠，也難以立法明定。且各企業之風險因

<sup>8</sup> See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *supra* note 4.

<sup>9</sup> P. Halpern, M. Trebilcock & S. Turnbull, *An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law*, 30 U. TORONTO L.J. 117 (1980), *cited from* Judith Freedman, *supra* note 1, at 340.

<sup>10</sup> 參本章第二節第一項第一款第一目。



其企業特性而有不同，若風險過高亦可能發生無保險人願意承保之情形<sup>11</sup>。

此外，取消有限責任顯然也無法完全解決問題。首先，取消有限責任所造成減低投資誘因的成本難以估計，甚至會使得某些類型的商業活動乏人問津。其次，風險外部性所生的道德危險並不會因此而消失，只要個人財產已不足以清償債務時，即會發生道德危險，縱使採取無限責任，亦無不同。

有限責任在立法上雖不易創造一套制度取代，英美等立法例則常透過法院在個案中突破有限責任，亦即揭穿公司面紗原則的適用。有學者在分析美國法院關於揭穿公司面紗之判決後，認為法院的目標在於試圖平衡有限責任所帶來的效益與成本，以控制或抑止公司從事風險過高的行為<sup>12</sup>。甚至有判決認為，若小型公司籌資不足時，亦可構成揭穿公司面紗之事由<sup>13</sup>。至於在英國，則主要透過破產法中的不法交易（wrongful trading）追索公司經營者的責任。惟與美國不同者，英國法院較不願意突破有限責任。本文認為，在找出事前透過法律規範安排有限責任風險外部性的理想制度前，藉由法院在個案中尋求正義不失為一個解決之道。然而，由於此種救濟管道的適用要件並不明確，若未能透過判例法建立一定的準則，會造成法律使用者相當的不確定性。此外，我國實務採取法人格否認或揭穿公司面紗之判決（例），迄今並不多見<sup>14</sup>。可見實務對於突破有限責任之態度仍相對保守，或至少發展仍屬緩慢，而仍有加強的空間。

雖然有限責任目前尚難有一理想的替代機制，不可否認者為，有限責任發展迄今已有其問題存在。縱使對於整體經濟發展有限責任具有正面效益，例如可鼓勵人民設立公司從事商業行為等，在具體個案中仍然可能發生不公平之情事。我

---

<sup>11</sup> 至於其他有限責任的可能替代手段，參閱 Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *supra* note 4, at 1926-33.

<sup>12</sup> FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 55 (1996).

<sup>13</sup> *Minton v. Cavaney*, 56 Cal.2d. 576 (1961), *cited from* Judith Freedman, *supra* note 1, at 342.

<sup>14</sup> 劉連煜，揭穿公司面紗原則及否認公司人格理論在我國實務之運用，台灣本土法學雜誌，第67期，2005年2月。

國公司法於 2009 年 4 月之修正，廢除股份有限公司之最低資本額的要求，其立法目的在於提高人民使用公司此一商業型態組織的可能性<sup>15</sup>。然而提高人民使用公司的可能性有助於整體社會經濟的提升此一假設，是否真的經過立法者的審慎考慮與評估，非無疑問。如果市場上大部分小型公司的營運內容不能被形容為「企業」，或根本無繼續發展或擴張之考慮時，則合夥此一組織即足以因應，賦予其「有限責任的公司」此一型態的商業組織對鼓勵投資並無太大的好處。從比較法的觀點，美國有學者指出有限責任在歷史上的發展，尤其是在公司法中明文將其視為公司之重要特徵，並非立法者為促進經濟成長或經過審慎的政策考慮，而僅係立法者單純接受普通法規則之結果<sup>16</sup>。

此外，有限責任僅為吸引商業從事者選擇公司型態的諸多誘因之一。例如根據英國的實證研究，該國商業從事者設立小型公司鮮少係為籌資之目的，其設立公司多半基於其他的理由：商譽、債信以及租稅優勢等，且公司法關於有限責任公司之權利義務的規定，對於商業從事者而言亦為一容易取得的標準契約規範，可減輕其就該等事項另外約定的締約成本<sup>17</sup>。既然如此，有限責任對小型公司是否真的有其實益，即有疑問。除了前述有限責任可能增加公司的交易成本外，公司法為因應有限責任，課予公司諸多額外之限制與要求。例如資本三原則、資訊揭露等。而此等要求，對於小型公司往往構成一筆不小的負擔。此外，小型公司之經營者於向銀行貸款時，通常會被迫簽訂董監聯保條款，使其必須以個人財產清償公司債務。職是，若小型公司之股東未能實際享受到有限責任所帶來之利益，反倒先需負擔因應有限責任之各項防弊機制所生之成本，則一味鼓吹公司之設立，可能有誤導商業從事者之虞。

綜上所述，可知有限責任有其本身之問題，且其正當性在面對小型公司或侵

<sup>15</sup> 關於本次修法之評析，參曾宛如，公司法最低資本額之變革－論有限公司與股份有限公司之最低實收資本額規定之廢除，月旦法學雜誌，第 171 期，頁 137，2009 年 8 月。

<sup>16</sup> Lawrence E. Mitchell, *supra* note 6, at 1168.

<sup>17</sup> Andrew Hicks, *Reforming of Private Companies*, 16(6) COMP. LAW. 171, 175 (1995).

權行為責任時更受到挑戰。而為因應有限責任，法定資本制向來雖被視為一種有效因應有限責任的制度，然而如同本章第二節之討論，法定資本制無論在債權人保護或提高公司效率上均已遭受相當之質疑。既然法定資本制係有限責任的配套，在檢討法定資本制時，可同時一併重新思考有限責任的實益。惟此等均僅限於理論上的討論，實際分析仍有待廣泛的實證研究，例如調查我國一般股份有限公司之規模、是否經常發生資本不足而濫用有限責任之問題、有限責任所創造的風險承擔與風險移轉是否符合比例、公司之經營者成立公司時是否將有限責任視為重要的誘因以及其是否實際享受到有限責任之利益...等。否則，單純一味的假設有限責任可促進經濟以及法定資本制可有效保障債權人，而不斷放寬公司設立之要件，可能是太過一廂情願的相法。



## 第二節 法定資本制之實益的重新檢視

關於公司資產分派與返還之標準，根據前一章的討論，歐盟與我國均係採取法定資本制。相對於此，美國修正後模範公司法或加州公司法，則捨棄法定資本制的概念，而改以其他標準例如償債能力或是資產負債比率等，作為債權人保護之手段。此等規範對於公司資產之運用，比起採取法定資本制者可謂寬鬆許多。依其立法目的可知，捨棄法定資本制之立法者認為其所採取的替代手段不但更能達成債權人保護之目的，同時亦賦予公司資產運用更大的彈性與效率，較能促進資本市場之發展。至此，美國各州公司法大致上可區分為採取法定資本制者與捨棄法定資本制者，亦引發學界對於此二制度之討論<sup>18</sup>。

無獨有偶，法定資本制的存廢與否近來在向來支持法定資本制的歐盟亦引發相當大的爭論。其主要原因有二<sup>19</sup>：一、歐洲法院（European Court of Justice）近來允許公司原則上得自由選擇與該公司實際營運地點無關的歐盟會員國法律，使得規範套利的情形逐漸發生，間接迫使歐盟各國反思其法律是否提供公司足夠誘因於該國註冊<sup>20</sup>。例如荷蘭與德國之資本維持原則於歐洲相對而言較為嚴格，公司設立者可能會傾向於其他規範較鬆的會員國（例如英國）設立公司，再於德國或荷蘭營業<sup>21</sup>。二、歐盟委員會近來亦對於歐盟第二號公司法指令（下稱第二號指令）提出檢討，此首先導因歐盟市場立法簡單化行動工作小組（Simpler

<sup>18</sup> 惟美國公司法的法定資本制本身已較英國的法定資本制寬鬆（尤其在資本公積使用之限制方面），是否採取法定資本制在美國之問題不若英國嚴重。

<sup>19</sup> John Armour & Faculty of Law, University of Cambridge, *Legal Capital: An Outdated Concept?* 2 (Centre for Business Research University of Cambridge, Working Paper No. 320, 2006).

<sup>20</sup> *Centros Ltd v Erhvervs-og Selskabsstyrelsen*, Case 212/97 [1999] ECR I-1459. 該案法院認為，公司根據一會員國之法律成立，並且於歐盟內設有總公司或主要營業者，得於其他會員國設立分公司或子公司。法院並進一步闡明，公司選擇限制最寬鬆之國家註冊並於其他國家營業，此事實本身並不足以構成公司營業權利的濫用。See Luca Enriques & Martin Gelter, *How the Old World Encountered the new One: Regulatory Competition and Cooperation in European Corporate and Bankruptcy Law*, 81 TUL. L. REV. 577 (2007).

<sup>21</sup> 自 2002 年至 2007 年，有差不多 20,000 家中央管理所在地（central administration）位於德國之英國私人公司設立。See Christoph Jaehne & Johan Henning, *The European Court of Justice and the Future of the German Private Company*, 28(2) COMP. LAW. 33, 33 (2007). 惟該文作者認為，此種「向下探底」的結果，可能導致英國與愛爾蘭成為歐洲的德拉瓦。

Legislation for the Internal Market，下稱 SLIM) 作成之報告，接著並被納入委員會報告的討論項目中 (High-Level Expert Group on Company Law)。

要之，法定資本制近來已受到相當多之攻擊與質疑。在採取法定資本制之英國，學界基於以下二理由，亦認為法定資本制有改革之必要：一、對於有談判能力的債權人而言，其根本不在乎法定資本制的規定，且有能力以其他手段保障自己的債權。而法定資本制僅在防免公司返還資產予股東，若私人公司無最低資本額之規定，除非債權人有足夠之談判能力要求公司具備一定的資本，否則法定資本制亦無法保障債權人；二、法定資本制係以會計為基礎，則會計基礎的改變可能使得某些財務狀況良好的公司無法分派，從而提高其籌資之成本<sup>22</sup>。縱使在最支持法定資本制之德國，亦不乏有反對之聲浪，認為債權人保護規範應以標準替代規則<sup>23</sup>。

對於法定資本制的整體評價，於英國，一群跨學科的學者對於法定資本制作了一份研究報告，其結論認為法定資本制「實際上債權人普遍不依賴、昂貴且異常，使會員國間產生不一致的結果。<sup>24</sup>」此係對法定資本制整體相當嚴格的批評。惟法定資本制在歐洲國家已實行甚久，其目的既然在保障債權人，此報告卻認為債權人之保障並非來自法定資本制，則法定資本制之實際功效如何，即有深入探討之必要。

既然我國公司法的資本制度係採取類似於歐盟或英國公司法的法定資本制，則外國學者或實務關於法定資本制之優劣的爭論對於我國公司法亦有一定之參考價值。關於法定資本制，現今對其主要的批評有二<sup>25</sup>：一、法定資本制之

<sup>22</sup> David Kershaw, *Involuntary Creditors and the Case for Accounting-based Distribution Regulation*, 2 J. BUS. L. 140, 140-41 (2009).

<sup>23</sup> Friedrich Kübler, *A Comparative Approach to Capital Maintenance: Germany*, 2004 EUR. BUS. L. REV. 1031.

<sup>24</sup> Jonathan Rickford, *Reforming Capital, Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, 2004 EUR. BUS. L. REV. 919, 921. 關於本報告之詳細內容，詳後述討論。

<sup>25</sup> Massimo Miola, *Legal Capital and Limited Liability Companies: the European Perspective*, 2 EUR. COMP. & FIN. L. REV. 413, 422 (2005).

實際上的功能並未如同理論上有效，無法有效提供債權人保障；二、建立在強制規定之基礎上的法定資本制對公司而言負擔過重且過於嚴格。以下分別討論近來學說對於法定資本制之檢討。

## 第一項 法定資本制無法有效提供債權人保障

法定資本制的核心概念，一言以蔽之，即以公司之資本作為債權人保障的核心，以平衡債權人在公司有限責任下所遭受的不利益，並從此一概念導出諸多複雜的規則。例如為確保公司債權人對於公司資本之信賴，而對股東之出資設有諸多規定（諸如出資種類、強制鑑價、股票面額等）；又為防免公司任意將資產分派或返還予股東，而規定股利分配、股份買回與減資均需以公司之資本做為參考基準。然而，此等規定在實際運用上，得否真正達到保障債權人之效果，實有重新檢討之必要。以下針對法定資本制的各種規定分析其與債權人保障之關係。

### 第一款 資本之形成

#### 第一目 最低資本額之要求

支持法定資本制者認為，因公司的法定資本係作為債權人之保障，對於公司之資本進出均建立在不能危及資本之前提下安排。然而若公司之資本數額本身即不足以提供債權人適當之保護，則以資本作為參考標準的資本維持原則也將跟著無法保護債權人。尤其對於非公開發行公司，若公司的法定資本根本不足以因應債權人保護，仍賦予股東有限責任的保護顯不合理<sup>26</sup>。換言之，法定資本制對債權人所提供保障的程度，取決於公司的資本額。或許歐盟慮及此點，因此於第二號指令設置了最低資本額的要求，認為該最低資本額可提供債權人一定之保障。惟此等理由是否堅強，非無疑問。

<sup>26</sup> *Id.* at 434. 非公開發行公司本質上較接近於小型公司，而小型公司與有限責任之關係，參本章第一節之討論。

最低資本額首先遇到之難題在於，多少資本的要求始足以適當保護債權人<sup>27</sup>。鑑於不同行業甚至不同公司間，所需資金與風險並不相同。最低資本額之目的即在於要求公司有足夠的資本，然而一間公司究竟應有多少資本、其資本是否足以因應侵權或契約責任、公司將來預計發展之規模等，主要仍為商業判斷之問題，立法上難以有統一的標準<sup>28</sup>。現今歐盟各國對於公司設有最低資本額之要求者，均可能面臨最低資本額並無法有效達到債權人保障之效果的批評。惟另一方面，若設定過高的最低資本額，將阻礙新公司進入市場的困難性，增加市場現存者的獨佔性，從而有害於國家之經濟活動。另從公司資金取得面向觀之，若最低資本額高於公司足以提供股東合理報酬比率的資金時，則最低資本額將構成此等公司自市場籌資的障礙，縱使此係該公司籌資成本最低的方式<sup>29</sup>。

其次，如同法定資本制的其他規則，最低資本額的規定亦無法有效防免公司於營運中所遭受的損失，公司於設立之初所籌措的資本可能隨著環境的變化或商業活動的進行而減損。且多數採取法定資本制的國家，並未要求公司嗣後遭受損失時，仍須補足或維持其最初的最低資本額。此等情形下與公司發生債權債務關係的債權人即無法受到最低資本額的保障，勢必得利用其他方式來保障其債權。換言之，假設最低資本額真的有效，也只有在公司設立之初與公司交易之相對人可獲得保障，至於在公司營運一段時間後的債權人，則未必能受到最低資本額的保障。

或有認為，股東若不提供任何資本而只想使用有限責任的保護傘，將會對債權人帶來一定之道德風險，故最低資本額可作為組成公司的門檻，要求股東必須承擔一定之風險，用以平衡股東之有限責任對債權人所帶來之不利益。然而，股東係公司之所有人，亦為公司營運良好時的主要獲利者，其通常並無誘因故意導

---

<sup>27</sup> Luca Enriques & Jonathan R. Macey, *Creditors versus Capital Formation: The Case against the European Legal Capital Rules*, 86 CORNELL L. REV. 1165, 1199 (2005).

<sup>28</sup> Robert C. Downs, *Piercing the Corporate Veil-Do Corporations Provide Limited Personal Liability*, 53 UMKC L. REV. 174, 186 (1985).

<sup>29</sup> Luca Enriques & Jonathan R. Macey, *supra* note 27, at 1200.

致公司破產；其次，股東與債權人若發生利益衝突，多半係在公司面臨破產的情形，蓋公司於該等時點清算時僅債權人能獲得分配<sup>30</sup>。此等見解雖有一定的說服力，惟於公司面臨破產時，最低資本額的規定反而會構成股東從事高風險行為的誘因（最初資本已經幾乎全部損失，何不索性全部賭下去）<sup>31</sup>。且對於那些真正想要利用有限責任的專業投機者而言，向來各國最低資本額之規定，根本不足以對其構成障礙。

於歐盟許多國家，均有所謂「再籌資或解散」(Recapitalize or liquidate)的規定，亦即當公司之損失達於一定程度時（通常係以法定資本或最低資本額為參考標準），公司必須再籌資，否則即應解散<sup>32</sup>。此等規定雖然對債權人保護有實質作用，並有助於資本功能的貫徹，但可能遭受下列批評<sup>33</sup>：一、要求股東再出資違反有限責任之立法精神；二、可能助長股東之投機行為；三、多數股東可藉此驅逐無資力的少數股東；四、此等規定係處罰追求風險者 (risk-taking)，對於資本市場的成長將構成阻礙（因當公司陷入財務困難時，募股融資的成本會大為提升）；五、若公司被迫面臨清算的命運，公司資產因清算而被強制執行時容易導致資產價值之低估，反倒有害於公司債權人或股東之權利；六、此等規定並無法及時或事先提供公司財務狀況不佳之警示功能，尤其是公司資本甚低時，一旦遭受損失即須適用本條，對債權人而言實益不大。

若欲對公司之資本形成進行規範，與其設定最低資本額的規定，較妥適的作

---

<sup>30</sup> Justin Wood, *Director Duties and Creditor Protections in the Zone of Insolvency: A Comparison of the Unlimited States, Germany, and Japan*, 26 PENN ST. INT'L L. REV. 139, 140-42 (2007). 該文指出，於公司面臨破產時，股東傾向於使公司從事高風險的行為以使公司得起死回生，債權人則偏好低風險的行為以確保其債權；或是股東希望公司得繼續營運，而債權人則希望將公司清算等，均為公司面臨破產時股東與債權人面臨的利益衝突問題。

<sup>31</sup> Alexander, *The Minimum Capital Requirement – An Anachronism Under Conservation: Part 1*, 30(1) COMP. LAW. 3, 9 (“[I]f the initial investment is almost lost, why not stake everything on one card?”).

<sup>32</sup> Luca Enriques, *supra* note 27, at fn 91。我國類似之規定為公司法第 211 條第 1 項，該條項規定「公司虧損達實收資本額二分之一時，董事會應即召集股東會報告。」惟本條項僅課予董事會對股東會之報告義務，並未要求公司必須採取一定作為例如補足資本額或解散等，實質上僅具有提醒公司股東公司財務狀況不佳之效果。

<sup>33</sup> Luca Enriques, *supra* note 27, at 1201; Massimo, *supra* note 26, at 427; Robert C. Downs, *supra* note 28, at 188-89.



法應為要求公司之資本應符合一定的負債權益比率 (debt/equity ratio)，或規定公司董事或股東於公司資本不足 (undercapitalization) 時應負責任<sup>34</sup>。亦即，於個案中允許各公司依其財務計畫決定籌措多少資金，然而當公司籌措之資本顯無法因應其實際營運並造成第三人損害時，可認為公司股東或經營者僅欲利用公司有限責任逃避風險，而須就該損害負責。採取此等規範方式者，例如比利時公司法，要求無論公開發行或非公開發行公司，於登記時均需制訂營運計畫，當公司於設立登記後三年內破產，且有事實證明公司之資本不足以因應其設立後二年內之活動時，公司股東應負無限責任<sup>35</sup>。

另從各國之立法趨勢觀之，最低資本額的數額實質上對於債權人亦無意義。以英國為例，其在私人公司 (private company) 並無最低資本額的要求，至於大眾公司 (public company)，由於受到第二號指令的限制，始有最低資本額 50,000 英鎊之規定<sup>36</sup>。甚至是向來一直採取最低資本額之國家例如德國與日本，在非公開發行公司，德國之最低資本額僅為 25,000 馬克<sup>37</sup>，而日本則於 2005 年刪除最低資本額的規定，而改以盈餘分派之限制作為配套<sup>38</sup>。至於美國，過去一度盛行

<sup>34</sup> 於美國，公司資本不足經常成為法院在決定是否應揭穿公司面紗的重要考量之一。See Robert C. Downs, *id.* at 185.

<sup>35</sup> Massimo, *supra* note 26, at 426. 此處涉及若廢除公司法之最低資本額時，是否應有其他替代手段。同為歐盟會員國之荷蘭於討論此問題時，亦有相當學者認為應參考比利時立法例，規定公司於設立時應符合一定財務比率。

<sup>36</sup> Companies Act 2006, section 763(1). See also Second Company Law Directive 77/91/EEC, art 6 (1977). 然學說上有認為，歐盟第二號指令公布至今已近三十年，經濟環境雖有變動，最低資本額卻始終沒有改變，因此曰其對債權人保障有多大意義並無說服性。參曾宛如，有限責任與債權人之保護，臺大法學論叢，第 35 卷第 5 期，頁 146，2006 年 9 月。此外，對於歐洲公司而言，該限制金額相較於實際運作所需之金額事實上相當低。See REINER R. KRAAKMAN, THE ANATOMY OF CORPORATE LAW 84 (2004).

<sup>37</sup> 德國公司最早之最低資本額規定為 20,000 馬克，時至今日則為 25,000 馬克。然而於 1892 年，20,000 馬克約足以給付十個老師一年的薪水，而今日 25,000 馬克則僅能支付一個老師半年的薪水。儘管 25,000 馬克並不高，德國立法者仍對於是否將其降至討論多次 10,000 馬克進行多次之討論。See Alexander, *supra* note 31, at 5-6.

<sup>38</sup> 日本公司法於 2005 年修法前，原於商法第一六八條之四規定，股份有限公司資本額不得低於 1000 萬日圓，而於 2005 年修法後，已無最低資本額的限制。惟其鑑於資本為小額股份有限公司設立、存續之重要事物，根據日本公司法第 458 條規定淨資產額低於 300 萬元以下者不適用盈餘分派之規定。近藤光男，最新株式會社法，頁 336，中央經濟社，2007 年。

的最低資本額的要求，今日事實上也已不復存在<sup>39</sup>。

此外，債權人保障理論上屬於公司治理的一環，英國富時集團（the FTSE Group）及機構投資人服務機構（Institutional Investor Services, ISS）於 2004 年展開大規模之諮詢工作，於其主要評比的項目中有一項為股權結構（equity structure）。從其股權結構評比之內容可知，最低資本額基本上與公司治理之評比無關<sup>40</sup>。

基於上述的理由，即便支持法定資本制之學者，亦承認其功能並無法保護債權人免於遭受公司不利的商業發展所造成的損失，而只是象徵著一個嚴肅門檻，以防止那些欠缺足夠資本的可疑公司進入市場<sup>41</sup>。

## 第二目 折價發行之禁止

折價發行之禁止原則，理論上雖可確保公司發行股份時可收受一定之對價。然而，禁止股票折價發行亦可能使公司先前財務狀況不佳時，於籌資上更加困難，對公司債權人反而更為不利。蓋折價發行之禁止，其背後之理由除使公司資本必然表彰一定之資產，以避免灌水股之情形，同時尚具有兼顧股東間公平性的功能。然而，對現存之債權人而言，公司之資產係越多越好，至於公司發行之股份是否獲得相當對價，並非其所關心。且股票發行之重點應在於是否取得相當之對價，而非發行價格是否高於面額。公司財務狀況不佳時，其股票之市價若已跌到低於面額以下，只要公司發行之股票確實取得相當之對價，縱使折價發行亦不至於對股東產生不利。因此，若不允許公司於必要時折價發行股票，將有害於現存之公司債權人。至於對潛在之債權人，則應透過資訊揭露將公司折價發行之事實予以公佈，而非一味禁止股票之折價發行。

<sup>39</sup> ALAN R. PALMER, CORPORATIONS: EXAMPLES AND EXPLANATIONS 43 (5th ed. 2006).

<sup>40</sup> 轉引自曾宛如，前揭註 36 文，頁 147。

<sup>41</sup> Luca Enriques & Martin Gelter, *supra* note 20, at 601.

### 第三目 出資方式之限制

在法定資本制下，若資本對債權人有保護之作用，其前提為公司取得與資本相當對價之股東投資，然而此僅有在股東出資限於現金時較有可能，一旦允許現物出資，即為灌水股開了後門，而影響資本對於債權人保護的效果。而問題的關鍵在於，當公司破產時，債權人得否對於過去股東之出資重新鑑價而要求灌水股的股東補足其出資。且鑑於股份具有可轉讓性，此問題在股份轉讓後將更為複雜。

美國法對此發展出“trust fund”理論<sup>42</sup>，當公司有灌水股（watered stock）且其後破產時，公司之債權人得對收受灌水股之股東，請求賠償其發行價格與股票面額的差額。於公司尚未破產時，其他受損害之股東雖得對董事提起派生訴訟（derivative suit），惟只要公司仍能正常營運，普通股股東發現有灌水股情事並不容易，且公司經營者受到商業判斷法則之保護，證明上亦有其困難<sup>43</sup>。至於債權人若欲對公司請求損害賠償時，必須等到公司破產時始得對該股東或公司經營者請求<sup>44</sup>。此等請求上的困難，並無法有效的降低公司發行灌水股之誘因。

對此問題，美國與大陸法係採取不同的因應方式。在美國採取面額股制度的州公司法，大部分公司會選擇發行低面額股，以規避灌水股的責任，惟此同時亦使得資產負債表上的資本與公司實際資產脫勾，而喪失其原有保護債權人的意義。至於大陸法系例如歐盟第二號指令，則係要求現物出資應有獨立的專家鑑價，並且對於難以客觀估價的非現金出資有所限制，例如禁止股東以將來之勞務出資等。惟此等規定，將使得某些高度依賴技術或勞務之高科技公司的設立更為困難。且此等複雜的出資規定之要求，也會抑制公司向大眾募資之動力。

<sup>42</sup> 惟美國實務後來認為此理論仍有問題，遂逐漸發展出其他理論，例如「不實陳述理論」（misrepresentation theory）、「法定義務理論」（statutory theory）等。See WILLIAM A. KLEIN & JOHN C. COFFEE, BUSINESS ORGANIZATION AND FINANCE LEGAL AND ECONOMIC PRINCIPLES 225 (9th ed. 2004).

<sup>43</sup> *Id.*

<sup>44</sup> 此係因公司若尚未破產或仍具有償債能力，則債權人之損害尚未發生。

最後，以資產負債表為標準的另一問題為，該標準過度流於形式，以致於公司經營者容易規避。例如公司得以現金為對價發行股份後，再以等值之現金向出資之股東購買原來之標的物，間接達到現物出資之效果<sup>45</sup>。又例如過去模範公司法禁止股東以本票（promissory note）與未來的勞務（future services）出資，公司得與員工締結契約，約定以公司之股份支付其薪資，一旦員工為公司服勞務後，該員工即對公司有薪資債權。公司嗣後再根據與該員工之契約發行新股予員工，此時員工並未對公司投入任何資金，但其可用對於公司之債權作為出資之標的<sup>46</sup>。

## 第二款 資本維持原則

### 第一目 資本對於債權人的意義

法定資本制下關於分派的規定，主要均係以公司之資本（部分立法例中尚包含資本公積）做為參考依據。其基本假設為債權人於決定是否與公司交易時會依賴公司的資產負債表以判斷公司之財務狀況。美國加州公司法或新模範公司法，主要鑑於舊法中的法定資本、公積等標準只是假裝提供債權人保護，而實際上卻無法達到此效果，因而廢除法定資本制<sup>47</sup>。

主張法定資本制有效者認為，姑且不論公司之資本數額是否足以提供保障，至少公司的資本可傳遞公司之現時或潛在債權人下列訊息：該公司擁有相當於資本之資產以及公司不會將該資產分派予股東<sup>48</sup>。然而，在現實世界中，債權人對於資本所表彰的資產價值根本並不關心。之所以如此，係因資產負債表所提供之資訊，為資產移轉於公司時的歷史評價，而無法反應一家公司真正的價值，故美

<sup>45</sup> Jonathan Rickford, *supra* note 24, at 932.

<sup>46</sup> Robert W. Hamilton, *Reflection of a Reporter*, 63 TEX. L. REV. 1455, 1469 (1985); Luca Enriques, *EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial are They?*, 27 U. PA. J. INT'L ECON. L. 1, 38 (2006).

<sup>47</sup> FRANKLIN A. GEVURTZ, CORPORATION LAW 163 (2000).

<sup>48</sup> *Trevor v. Whitworth*, (1887) 12 App. Cas. 409.

國各州公司法多認為公司資本作為債權人之債權的信託基金並無實益<sup>49</sup>。且公司只有於設立之初，資本額會等於其現實資產，一旦開始營運後，其資產將隨著公司之盈虧而有變化，已逐漸與資本脫勾，債權人若欲了解公司狀況，除須檢視完整的資產負債表外，尚須詳細調查該公司資產之現值。因此記載於資產負債表右側的公司資本並無法有效提供資訊予債權人。

換言之，資本在現今社會中對於衡量公司之償債能力已不具有太大的重要性，反而是其他的資訊，例如淨資產、現金流量及利息覆蓋比率（interest cover）等對債權人而言更有意義。且一旦公司無最低資本額之限制時（例如英國之私人公司），資本對於債權人之意義將更為減低<sup>50</sup>。換言之，債權人所關心者往往並非公司於債權發生時若清算是否有足夠的資產，而是公司得否繼續營運的前景<sup>51</sup>。不僅如此，既然公司之資產會隨著營運而有增減，表彰於公司章程的法定資本對於公司資產而言，僅為一初步且不正確的指標，且無法反映出公司的資產是否充足（capital adequacy）。

此外，法定資本制主要係建立在股份面額上，認為股份面額可以表彰公司資產的市場價值，惟公司既可溢價發行股份，實際上依面額所計算之資本反而可能發生誤導債權人的效果<sup>52</sup>。在採取面額股制度的英國，自 1950 年代起便有諸多報告建議改採無面額股制度，認為無面額股雖然可能有被濫用的危險，但只要將所有股份發行之對價視為資本並禁止分派，即可避免該危險<sup>53</sup>。惟此等提議均未被採納，而自第二號指令公布後，英國受限於指令之規定，已無法廢除股份面額

---

<sup>49</sup> Robert C. Art, *Corporate Shares and Distributions in a System Beyond Par: Financial Provisions of Oregon's New Corporation Act*, 24 WILLAMETTE L. REV. 203, 210 (1988).

<sup>50</sup> The Company Law Review Steering Group, *Modern Company Law for a Competitive Economy: Company Formation and Capital Maintenance*, URN 99/1145, para. 3.5 (Oct. 1999) [hereinafter *Company Formation*].

<sup>51</sup> Craig A. Peterson & Norman W. Hawker, *Does Corporate Law Matter? Legal Capital Restrictions on Stock Distributions*, 31 AKRON L. REV. 175, 200 (1997).

<sup>52</sup> EILIS FERRAN, *COMPANY LAW AND CORPORATE FINANCE* 284 (1999).

<sup>53</sup> *Id.* at 285.

制<sup>54</sup>。

## 第二目 具體規定之問題

### 一、會計的決定權限

縱使股份發行時並無灌水情事，資產負債表本身是否足以提供完整的資訊亦有疑問。以盈餘之有無的判斷為例，法定資本制要求公司僅得以保留盈餘作為分派之財源，而保留盈餘之有無則來自於公司每年之損益。然而此種以資產負債表作為參考標準的分派限制，未必能夠真實反應公司的實際財產。蓋資產負債表上數字的呈現，主要取決於公司所採用的會計原則。惟縱使採用一般會計原則，仍然可能不夠精確，且未必能夠提供公司於系爭分派後是否仍有能力清償其債務<sup>55</sup>。盈餘之有無係以收益減掉費損加以判斷，然而關於費用的判斷，以固定資產為例，即會因公司採用不同的折舊方法而影響各年的損益<sup>56</sup>。究竟應採取何種方法，需依資產之性質決定，原則上屬於公司經營者的專業判斷權限，難以統一規範。要之，由於會計中對同一件事往往存在著多種不同的評價方法，且基於企業特性、產品特性或經濟狀況等因素，該等方法可能均為一般公認會計原則所允用。對於法定資本制而言，若要使其能對分派提供有意義的規範，必須「發展出一套幾乎所有人都認為不切實際的完全會計法律體系」<sup>57</sup>。

會計上可能發生的另一問題為，資產負債表上所表示的資產數額未必等於公司實際財產。蓋公司資產除現金外，其餘有形或無形資產均有鑑價的問題，而鑑價方式之選擇對於公司資本的評估甚為重要。此不僅發生在繼續營運假設或解散

<sup>54</sup> Second Directive, art. 8.

<sup>55</sup> Craig A. Peterson, *supra* note 51, at 201.

<sup>56</sup> 杜榮瑞、薛富井、蔡彥卿、林修葺，會計學，頁 415。國內典型之例子為臺灣高鐵公司，其財務問題主要源於利息和折舊的負擔過重，導致公司營運數年一直維持虧損。而政府機關亦認為，調整折舊方法不失為解決高鐵財務問題的重要方案之一。參經濟日報，2009 年 09 月 22 日，A4 版。

<sup>57</sup> Craig A. Peterson, *supra* note 51, at 201. 其他關於資產負債表上股東權益項目之調整方式，See LEWIS D. SOLOMON & ALAN R. PALMITER, CORPORATIONS: EXAMPLES AND EXPLANATIONS 127 (2nd ed. 1994).

假設之選擇，即便在繼續營運假設下，資本負債表與公司實際財產仍會有落差<sup>58</sup>。舉例而言，若公司之資產係以歷史價值記帳，則隨著時間的經過其實際價值與帳面價值必然產生落差。惟縱使採取所謂「公平價值」(fair price)，無論在公平價值的定義或是公平價值的衡量，不可避免的都會存在著很大的判斷空間<sup>59</sup>。甚至有認為，公司得製作不可靠的資產負債表輕易規避資本維持原則，使其縱使已無償債能力而仍可為合法分派<sup>60</sup>。

最後，既然會計師係由公司自行選任，則難以期待其具有完全的獨立性。因公司理論上會選擇可能做出對自己比較有利的會計師，此時公司既為會計師之客戶，二者間處於互信關係，會計師並不會特別刁難其客戶，容易使得會計師無法客觀的查核公司之財務報表<sup>61</sup>。此外，專業鑑價者其實對於系爭鑑價也經常存在著利益衝突，例如其所收取的費用可能與交易價格或交易成功與否有關，因此有誘因促使其盡量不做出反對意見，且專業鑑價者必須不斷在市場上吸引客戶，則亦有誘因避免過度獨立的鑑價<sup>62</sup>。要之，即使將資產負債表作整體觀察，亦未必能表彰公司之實際狀況，則單獨僅以資產負債表中的資本作為觀察客體，顯然更難以達到保護債權人的目的。尤其是會計的目的在於記錄過去公司之財務狀況，公司將來之發展仍須由經營者加以判斷，而法定資本制在此部分可能會限縮公司經營者的判斷權限，甚至成為經營者拒絕發放股利或過度發放股利之藉口（依據）。

## 二、法定資本制的規避手段

<sup>58</sup> Massimo, *supra* note 26, at 428.

<sup>59</sup> Lucian Arye Bebchuk & Marcel Kahan, *Fairness Opinions: How Fair are They and What can be Done about it?*, 1989 DUKE L.J. 27, 29-37 (1989). 本文主要處理者為投資銀行對於其客戶之公平價值的判斷，惟其內容應可適用至其他專家鑑價之領域。

<sup>60</sup> Luca Enriques, *supra* note 27, at 1193.

<sup>61</sup> 只要會計師係由公司所選任，則在國內外皆有此問題的存在。參馮震宇，從博達案看我國公司治理的未來與問題，月旦法學雜誌，第 113 期，頁 220。

<sup>62</sup> Lucian Arye Bebchuk & Marcel Kahan, *supra* note 59, at 37. 值得注意者，於美國安隆(Anron)案爆發後，歐盟亦藉此機會檢視其公司治理之規範，並對於會計獨立方面做出多項規範與建議。See Luca Enriques & Matteo Gatti, *EC Reforms of Corporate Governance and Capital Market Law: Do They Tackle Insiders' Opportunism?*, 28 NW. J. INT'L L. & BUS. 1, 19 (2007).

另外，法定資本制主要規範公司的資產進出，之資產發還行為包含股利分派、股份買回與減資等。此看似將所有資產分派與發還之行為均含蓋在內，然而實務上仍有其他方法可以規避。

首先，關於公司之資產流入，為避免公司之資本構成公司股利分派的限制，德國實務上常見的一種作法係將公司資本設定在一極低的數額，至於公司其他所需資金則由股東貸予公司，換言之，股東係與公司締結借貸契約使自己成為公司之債權人，以規避法定資本制之規定。對此，德國法院也發展出一套複雜的規則，在某些情形下將股東對公司的借款視為公司資本，因此將公司對該借款之任何清償均視為對股東的分派，而德國立法者也立法明文當公司接近破產時，股東對公司的債權應劣後於其他債權人<sup>63</sup>。儘管此種以債作股的規避方式非無解決之道，此也突顯出法定資本制原本制式的規定，在某些情形下仍須仰賴法院在個案中的解釋，以避免法定資本制的規定欠缺彈性<sup>64</sup>。

其次，公司若欲將資產移轉於股東，除了透過形式上的股利分派外，尚有諸多手段。典型者例如公司透過非常規交易，將其資產以低於市價的價格出賣予股東。至於非公開發行公司，通常其資本甚低，且公司之業主（proprietor）通常多身兼公司之員工，並以發放薪資替代股利分配達到分派效果，此時法定資本制亦無其作用。

以歐盟第二號指令為例，其條文規定「除減資外，若公司於上一財務年度之淨資產或分派後之淨資產低於已發行股本加上不得分派之公積時，公司不得分

---

<sup>63</sup> Gehard Wager, *Distributions to Shareholders and Fraudulent Law*, in *THE LAW AND ECONOMICS OF CREDITOR PROTECTION: A TRANSATLANTIC PERSPECTIVE* 217, 224 (Horst Eidenmüller & Wolfgang Schön eds., 2006).

<sup>64</sup> 類似的情形若發生於美國，則係以詐欺移轉法針對股東不公平之行為加以規範。其與德國之不同在於，在德國只要提供借款的股東係承擔其他債權人不願意承擔的風險時，即有可能被認定為規避法律規定，而將該借款視為公司資本；在美國則無此要件，其所重視者係控制股東有無不當移轉公司利益。See Andreas Cahn, *Equitable Subordination of Shareholder Loans?*, in *THE LAW AND ECONOMICS OF CREDITOR PROTECTION: A TRANSATLANTIC PERSPECTIVE*, *supra* note 63, at 289, 294.



派。<sup>65</sup>」此處其條文用語為「分派」“distribution”，惟對於「分派」一詞之內涵為何，德國法學者通常認為隱藏性分派（concealed distribution）也包含在內<sup>66</sup>。所謂隱藏性分派，係指公司資金間接的移轉至股東，通常係透過不公平條款之契約，例如以過低的利息借款予股東或用過高的價金買回股東之股份等<sup>67</sup>。至於在英國，英國法院則認為下列行為構成未經授權的資本返還：過高的董事酬勞、集團間各公司以低估之價值移轉資產或不當為其他公司擔保等<sup>68</sup>。要之，於英國與德國，雖然對於分派一詞的定義未盡一致，但均限制公司透過迂迴手段返還資產予股東。然而，對此種偽裝分派加以規範的難題在於分派的認定。若認定標準過於嚴格，公司得輕易返還資產予股東，可能使資本維持原則產生漏洞；反之，若標準過於寬鬆，則可能阻礙一些正常的交易（例如集團公司間之財產無法移轉），使市場效率減低。

另以減資為例，雖然歐盟第二號指令第 32 條賦予債權人有異議權，看似提供弱勢的債權人保護。然而學說上認為此等規定，部分僅係模仿市場上的規定（market-mimicking），部分則不重要<sup>69</sup>。蓋對於有經驗之債權人（sophisticated creditors），其通常會透過契約獲得更有效率的否決權或其他權利。對於無經驗之債權人而言，可分為其有談判能力或無談判能力，若其有談判能力而漏未於契約中訂定此種否決權，仍有其他方式可獲得保障；若無談判能力，則此等債權人因畏懼公司將來之報復，事實上亦不敢行使否決權<sup>70</sup>。且當公司已進入無償債能力之狀態時，因透過減資分派資產的要件相當嚴格，實際上公司多會採用其他手段例如自我交易等方式規避，也使得本條之效果不如預期<sup>71</sup>。

<sup>65</sup> 參本文第四章註 17。

<sup>66</sup> Luca Enriques & Martin Gelter, *supra* note 20, at 604.

<sup>67</sup> 德國學者通常主張第二號指令第 15 條第 1 項 c 款將分派限於盈餘，從而以股利形式以外的分派是被禁止的。 *Id.* at fn.115.

<sup>68</sup> 參本論文第四章第二節第二項第一款關於英國法分派之意義。

<sup>69</sup> Luca Enriques, *supra* note 46, at 34.

<sup>70</sup> *Id.* at 36.

<sup>71</sup> Luca Enriques & Jonathan R. Macey, *supra* note 27, at 1191.

要之，在法定資本制下雖然以硬性（inflexible）的規則，限制公司僅得以盈餘公積分派，但仍有諸多後門可供公司經營者選擇，雖然有時此行為需要股東之配合，但其目的既在於將公司資產移轉於股東，通常此並不構成障礙。

## 第二項 法定資本制作為強制規定之效率分析

本節第一項已討論法定資本制之各別手段與債權人保護之關係，並認為法定資本制無法如預期般有效的保護債權人。惟，縱認為前述理由不成立或說服力不足，亦即債權人可自法定資本制獲得保障，仍無法直接因此認為公司法應採取法定資本制。蓋任何一套制度的設計，不能只考慮其立法目的得否達成，尚須考慮為達成此目的所需的成本，即比例原則的思想。因此，必須檢討者係法定資本制是否為一種有效率的公司債權人保障機制。

以下擬先討論公司法的目的（減低交易成本），以及法定資本制係如何假設其可達成此目的。接著再分別檢視法定資本制與公司、債權人或整體交易成本之關係，探討法定資本制究竟係減低交易成本抑或提高交易成本。最後，鑑於非自願性債權人與小型公司的特殊性，本文亦特別針對此二項目討論其適用法定資本制之實效。

### 第一款 公司法的目的

#### 第一目 公司法的目的：減低交易成本

關於公司法的整體立法目的，與其他法律相同，均係以提升整體社會利益為目的，更具體言之，係提升公司股東、員工、供應商、顧客甚至是第三人例如社區或自然環境等整體利益，而非侷限於公司或公司股東之利益<sup>72</sup>。惟此等說法僅

<sup>72</sup> REINER R. KRAAKMAN, *supra* note 36, at 18. 另一種說法則為公司法之目的僅在於最大化股東之利益，而為達成此目的，公司法必須將其他利害關係人例如債權人、員工等利益納入考量，使其願意與公司交易。不論採取何種說法，均可認為公司法必須將所有與公司有關之利害關係人的

能用以討論公司法於立法時的適用範圍，就公司法的立法政策而言仍過於抽象。

英國公司法改革委員會在其文件 Strategic Framework<sup>73</sup>中，提及以下三個公司法改革的目標，可供我國參考。一、促進交易：公司法之目的在於促進市場力量得藉由契約或其他多方關係完善運作。其認為市場運作應由其參與者主導最具有效率，而為達到此目標，適當的資訊公開是必要的。因此公司法應藉由完善的資訊公開，使市場參與者享有契約自由。此外，鑑於市場上仍有弱勢參與者無法透過契約自由保障自己權益，亦有另外以公司法介入之必要。二、接近之容易性（accessibility）：一部具有競爭力的公司法，不論在實質內容或是文字用語上，均應盡量降低其複雜性並增加可接近性。此時須考慮者為公司法之主要適用對象的問題。三、執法主體的適當分配。

上述三個目標中，「促進交易」所規範者為公司法實體內容的問題。雖然在自由市場中，理論上每個個人在追求自己財富利益最大化的情形下，整體社會的財富也會達到最大化。惟不可否認者為，市場上的交易有時是不正確的，而公司法的目的即在於矯正該錯誤。此等錯誤交易的產生，係源於資訊之不充分。在資訊不對等的情形下，可能發生財富不當由債權人移轉到股東，進而侵害到債權人之權利，而這種不當移轉在一個完美的市場中理論上是不會存在的<sup>74</sup>。若法律不介入防止此種情形的發生，將使債權人不願意投資公司，進而影響整體市場的運作。此即為法律介入保障債權人之正當化事由之一。儘管如此，債權人之保護也絕非法律設計考量的唯一重點。蓋法律的介入通常將導致一定的管制成本與自由經濟的阻礙，此等資訊不對等的問題是否足以正當化法律的介入，仍須考慮成本效益的問題。

---

利益納入考量。

<sup>73</sup> Company Law Review Steering Group, Modern Company Law for a Competitive Economy the Strategic Framework, URN 99/654, paras. 2.20-2.26 (Feb. 1999) [hereinafter Strategic Framework].

<sup>74</sup> John Armour, *Share Capital and Creditor: Efficient Rules for a Modern Company Law*, 63 MOD. L. REV. 355, 357 (2000).

在歐盟立法的層次，歐盟委員會於 2003 年公佈一份文件（Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward）<sup>75</sup>，亦對於法定資本制提出檢討。此意味著，歐盟公司法已不再是僅僅為保護公司債權人，相反的，債權人保護之相關條款必須有助於市場之效率與競爭，且其所造成的限制符合比例原則，該等條款始具有正當性<sup>76</sup>。

## 第二目 法定資本制的假設

公司法中各個條文雖然都以促進交易為其目的，然而各條文或各制度所處理的具體問題仍有不同。法定資本制主要係處理公司債權人無法有效透過契約保障自己權利之相關問題，亦即市場失靈的情形。因此，應先探討公司與債權人間市場失靈之原因以及法定資本制的因應之道。

公司與債權人第一個利益衝突可能為締約前階段的資訊不對等。因公司相較於債權人，必然對於自身財務狀況更為了解，除非債權人獲取資訊的成本為零，否則公司與債權人間通常會存在資訊不對等的問題。而公司為獲得較高之融資，有相當誘因提供潛在債權人錯誤之訊息，使其誤認公司財務狀況良好而提供融資。為解決此問題，法律上的處理方式有二<sup>77</sup>：一、禁止公司為不實陳述；二、強制要求公司揭露某些資訊，甚至要求該等資訊必須經獨立第三人之審核。此表現在法定資本制的具體規定主要為對公司股東出資的規範，藉由折價發行之禁止與充分對價原則，使公司之資本得代表其所有之資產。公司的潛在債權人僅需檢視公司之資本，即可合理信賴公司具有相當之資產，從而減低取得資訊的成本。

第二個衝突則為債權人與公司所締結的契約不完全，因此提高公司於契約締結後的投機行為。縱使公司債權人獲得充分之資訊，基於締約成本或當事人談判

<sup>75</sup> COM (2003) 284.

<sup>76</sup> Eilis Ferran, *The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union*, 3 EUR. CO. & FIN. L. REV. 178, 181 (2006).

<sup>77</sup> John Armour, *supra* note 74, at 359.

能力之考量，亦未能透過契約全面性的將所有相關事項納入考慮。尤其法律對於資訊揭露的介入，並無法完全平衡公司與債權人間資訊不對等的情形，代理成本的問題仍然存在。惟法律若不加以介入，長期而言，將導致公司經營者於決定投資行為時，優先考慮者並非投資報酬率，而係如何將風險轉嫁至債權人，從而增加債權人之風險，使公司籌措自有資本更為困難<sup>78</sup>。而法定資本制對此的因應為，藉由資本維持原則禁止公司任意返還資產予股東，強迫公司之資本僅能運用於營運目的，以限制或防免公司之投機行為。

法定資本制之目的除解決前述市場失靈之問題外，尚具有透過法律提供一契約範本，以減低交易成本之功能。公司股東與債權人之利害衝突主要發生於公司面臨破產時，在有限責任下將誘使公司經營者以債權人之債權為代價從事高風險的行為。一般而言債權人多能預見此問題，而藉由契約限制債務人的投機行為或調整債權之約定利息以填補此風險。將公司法的契約連結理論套入債權人保護之範疇，可認為法定資本制在此係提供一借貸契約之範本，透過法定資本制減低公司經營者的投機行為。此種債權人保護機制將影響到債權人對於公司股東或經營者投機行為的評估，當法定資本制對公司之某些行為已有所規範時，債權人於締結契約時則無須再針對該等行為另以特約約定，而減低締約成本<sup>79</sup>。

其次，在各債權人之間，亦可能發生個別債權人之利益與整體債權人之利益不一致，而導致集體行動的困難（collective action problem）。又或者各債權人彼此利益不一致，當公司於財務有困難而有重新與各債權人商議之必要時，縱使系爭商議對整體債權人有利，亦未必能獲得全體債權人之同意。因此法律在此必須處理者並非債權人與公司股東間的利害衝突，而是各債權人間的利害衝突<sup>80</sup>。法定資本制亦藉由統一公司之財務行為限制，使所有公司債權人均受到相同標準的保護，減低集體行動困難的成本。

---

<sup>78</sup> *Id.* at 360.

<sup>79</sup> Luca Enriques & Martin Gelter, *supra* note 20, at 614.

<sup>80</sup> John Armour, *supra* note 74, at 362.

## 第二款 法定資本制增加公司之成本

### 第一目 公司財務彈性

公司債權人與公司締結借貸契約時，為防免公司內部人進行不當之資產移轉，通常均會於契約中對公司之行為設有一定的限制。然而，此等限制同時也會限縮公司的財務彈性，對公司造成一定的成本。依向來的成本契約假設理論（costly contracting hypothesis），公司會於衡量系爭契約所帶來的效益與成本，以決定效益最大化的契約條款<sup>81</sup>。

法定資本除作為外部債權人之保護外，也構成公司股東間對公司的所有權比例，係將公司內部之財務結構與外部債權人保護做連結<sup>82</sup>。而法定資本制為追求保護債權人之目的，限制公司與股東之間的資產移動，某程度會犧牲公司內部財務結構調整的彈性。典型之例子為股份折價發行之禁止、勞務出資之禁止、公司資產分派等規定。

此外，例如歐盟第二號指令，僅規範公開發行公司必須有最低資本額。鑑於公開發行公司影響層面較廣，對於公開發行公司有較嚴格的規範似有道理。惟應注意者，此等規範亦可能對非公開發行公司的財務決定有負面影響。例如一非公開發行公司面臨財務困難，同時此公司之原始投資人也欲取回其投資時，一種可行的作法為，將該公司公開發行，一方面自公開市場募集資本，一方面也使得原有股東之股份得以轉讓。然而，最低資本額的規定將構成此公司公開發行之障礙，且原始股東可能面臨資金不足或已不願繼續投資，而尋求新股東之投資亦非易事，此等均增加公司籌資之難度。要之，公開發行的困難，將會影響到投資人最初投資之決定，使原始投資人要求更高的報酬比率，間接提高非公開發行公司

<sup>81</sup> C.W. Smith & J.B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 J. Finan. Econ. 117 (2007), cited from Eilis Ferran, *supra* note 76, at 184.

<sup>82</sup> Wolfgang Schön, *The Future of Legal Capital*, 5(3) EUR. BUS. ORG. L. REV. 429, 447 (2004).

設立之困難<sup>83</sup>。

另從公司營運資金取得之面向觀之。向來立法者要求公司具備最低資本額，目的之一在於確保公司有足夠的營運資金，避免虛設公司等。惟鑑於現今社會中公司之資金來源往往不限於自有資本，其他外來資本例如發行公司債、向銀行貸款等亦成為公司資金的重要來源<sup>84</sup>。既然公司得透過此等外來資本從事營運，已使得最低資本額之意義降低。此外，最低資本額的要求亦未必能對應公司之現實需求，例如對於某些以提供服務為業務之公司，其所需資本可能甚少，此時最低資本額對此等公司之成立將構成不必要的障礙。

復就股東出資方式的限制，歐盟第二號指令規定股東之出資必須在經濟上得以評價（capable of economic assessment），並禁止股東以將來之服務（future services）出資，其立法目的應係基於將來之服務的價值難以衡量，為維持公司之資本因而禁止之。然而禁止股東以將來之服務出資，對於高科技產業或新興科技產業而言甚為不利，因為在此等產業中有時技術或服務之價值遠高於有形資產的價值，而禁止以將來之服務出資將會阻礙此種公司的發展。亦即，法定資本制的資產負債表制度，為求在資產分派之限制的正當性，連帶的影響到資產流入的限制，降低公司籌資之自由<sup>85</sup>。且對於現物出資，歐盟第二號指令規定必須經過獨立專家的鑑價，亦被認為將嚴重增加公司的成本，且在某些緊急的情況下對公司甚為不便<sup>86</sup>。此外，要求專家鑑價或對股東出資方式設有限制，除事前的鑑價成本外，尚須考慮因其複雜性與不確定性所產生的訴訟成本<sup>87</sup>。

在資本維持方面，法定資本制亦對公司造成不必要的成本。例如公司某些無

<sup>83</sup> Luca Enriques & Jonathan R. Macey, *supra* note 27, at 1200。

<sup>84</sup> Eilís Ferran, *Creditors' interests and "Core" Company Law*, 20(10) COMP. LAW. 314, 314 (1999).

<sup>85</sup> Massimo Miola, *supra* note 26, at 426.

<sup>86</sup> Jonathan Rickford, *supra* note 24, at 35.

<sup>87</sup> Craig A. Peterson & Norman W. Hawker, *supra* note 51, at 201. Voav Ben-Dror, *An Empirical Study of Distribution Rules under California Corporation Code §500: Are Creditors Adequately Protected?*, 16 U.C. DAVIS L. REV. 375, 381 (1982). Richard O. Kummert, *State Statutory Restrictions on Financial Distribution by Corporations to Shareholders*, 59 WASH. L. REV. 185, 209 (1984).

形資產，雖然其價值並未被記載在資產負債表上，但其對於未來之預期收益仍有一定的經濟價值。惟若公司法使用保守的會計原則，對公司資產之價值均以歷史價值記帳，並嚴格遵守資產負債表標準時，其分派或償債能力顯然被低估<sup>88</sup>。換言之，在此面向法定資本制係過度保障公司的債權人，而對公司造成不必要的負擔。

另外例如在公司為股份買回之情形，董事或者本欲出賣股份予公司之股東，在考慮系爭分派是否合法與其風險之後，可能拒絕做出對整體股東最為有利之決定，而此種結果之成本可能難以估計<sup>89</sup>。且在小型公司中，若所放棄者為對異議股東的股份買回，而無法解決公司內部不和諧的問題時，此種成本將相當可觀。

法定資本制要求公司將相當於資本的資產留於公司，某程度固然可提供債權人保障。然而縱使公司目前並無適當的投資計畫時，除非公司進行減資，否則不得將多餘資金返還股東，此是否得使資金之運用最有效率實有疑問。尤其對於小型公司而言，公司、經營者、股東之利益經常重疊或是同一，限制公司資產分派對其資產運用的效率影響甚大<sup>90</sup>。更有甚者，非公開發行公司的股份理論上雖可自由流通，但實際上因無公開交易市場，股份轉讓相當困難。嚴格限制公司的資產分派，將使投資人除轉讓其持股外，不易取回投資，而影響其投資意願。亦即適用法定資本制的結果，將阻礙非公開發行公司自股權投資人籌資（equity）的管道。更有甚者，公司可能為避免潛在的責任，而拒絕發放對股東有益之分派<sup>91</sup>。

要之，由於法定資本制的僵化規定，可能將某些對公司實際上無害的行為均

---

<sup>88</sup> Massimo, *supra* note 26, at 427.

<sup>89</sup> Richard O. Kummert, *supra* note 87, at 208. 在美國法制下，若公司經營者已盡其忠實義務，且其分派系基於律師或估價人的專業意見，縱為違法分派原則上亦無須負責，且接受違法分派的股東亦無須對應負責的董事負返還責任。然而該等接受違法分派的股東而言，則可能必須對債權人負返還責任。此外，在股份買回的情形，出賣股份的股東對公司的債權可能會劣後於其他無擔保債權人之債權。

<sup>90</sup> John Armour, *supra* note 74, at 374

<sup>91</sup> Craig A. Peterson & Norman W. Hawker, *supra* note 51, at 201. 此係因資產負債表上的財務狀況未必與公司之實際狀況一致。



納入規範。使公司於從事該等行為時，必須花費一定的成本以避免違反法定資本制規定，或甚至直接放棄該等行為。且公司在採取法定資本制下，於決定得否分派時，必須考量之事項眾多，連帶的亦增加公司股利分派或股份買回的成本，以及事後發生訴訟的可能性<sup>92</sup>。

除前述公司為遵循法定資本制直接產生之成本外，法定資本制亦可能對公司造成預期外的成本。例如對於公開發行公司，公司得否分派股利通常係反應公司董事對未來的預測，而具有一定的信號指標。惟法定資本制對於股利分派的嚴格限制，亦將減低股利分派的信號指標功能<sup>93</sup>。另一方面，既然股利得否發放以及發放之額度與公司近期盈餘表現無相當關連，現時或將來股東若以公司的股利分派作為衡量公司股份價值的標準時，可能會因錯估公司狀況而蒙受損失<sup>94</sup>。

## 第二目 專家費用

公司法的目的之一在於節省市場上各當事人的交易成本，已如前述。惟法定資本制本身對公司即須耗費相當之成本。因為法定資本制著重在資產負債表上股東權益項目的數字，數字的正確性甚為重要，公司法通常要求公司之財務報表須經會計師之參與。使公司必須負擔與股東權益有關項目的會計師費用，此在經常與股東從事複雜交易或有諸多子公司的公司更為明顯<sup>95</sup>。例如股東以現物出資時，若僅要求董事會決議該出資之價額，有不夠正確之疑慮；反之，若要求必須有獨立的專家報告，對於公司而言則為一筆不小的負擔<sup>96</sup>。此外，此種鑑價將使鑑價者負擔潛在的民事責任，迫使鑑價者必須投保責任保險，最終此費用仍將轉

<sup>92</sup> Richard O. Kummert, *supra* note 87, at 224

<sup>93</sup> Luca Enriques & Jonathan R. Macey, *supra* note 27, at 1196.

<sup>94</sup> Richard O. Kummert, *supra* note 87, at 209

<sup>95</sup> *Id.* at 201.

<sup>96</sup> Luca Enriques & Jonathan R. Macey, *supra* note 27, at 1195. Second Directive art.10. 在大陸法系中普遍接受公司於現物出資應經過鑑價之原則。See VANESSA EDWARDS, EC COMPANY LAW 62 (1999).

嫁由公司負擔<sup>97</sup>。

### 第三款 法定資本制增加債權人之成本

理論上，法定資本制的目的既在於保護債權人，應該可降低債權人自我保護的成本。然而如前面所討論者，若法定資本制課予公司額外的成本，則公司有可能將此成本轉嫁至其他談判地位不如公司的相對人身上，而此等相對人多為弱勢的債權人<sup>98</sup>。其結果無異於，要求法定資本制所欲保護的對象來承擔此制度所帶來的成本。

至於有經驗或有談判地位的債權人例如銀行或機構投資人等，雖然有能力藉由契約避免公司轉嫁法定資本制的成本，但可能面臨另一問題。在投資市場中，理論上投資報酬率與風險成正比，風險越高則投資報酬率也越高，在借款中亦同。若債務人的違約風險越高，債權人越有權要求更高的利息。而法定資本制則是統一設定了公司債權人的風險，此雖然有益於追求低風險低報酬的債權人，但相對的也限制到追求高風險高報酬的債權人<sup>99</sup>。此不但增加風險偏好者的成本，同時也增加公司對於風險偏好者籌資的困難。因此，除非市場上絕大多數的交易者於締約時均會採用法定資本制的內容，否則將法定資本制作為強制規定無異於以不採用此制度者的交易成本作為代價，來追求採用此制度者的交易成本。

### 第四款 無法減低整體締約成本

#### 一、公司資本並非債權人真正關心者

公司法之有諸多規定均試圖減低市場上的交易成本。其手段之一為將實務上當事人於交易時常使用的條款納入規範，以節省當事人於個案之締約成本。主張

<sup>97</sup> Jonathan Rickford, *supra* note 24, at 935.

<sup>98</sup> Luca Enriques & Jonathan R. Macey, *supra* note 27, at 1198.

<sup>99</sup> *Id.* at 1199

法定資本制者認為，法定資本制的規定本質上係模仿市場上最常見的締約條款，藉由將此等條款納入法律中，提供當事人一套既定的契約範本，而減低交易成本。

既然法定資本制的主張係建立在其條款屬於模仿市場的規定，在決定其得否有效節省當事人之締約成本時，即須檢視實務上的借貸契約之內容。若公司之債權人多認為有其他方法得更有效率的保護其權利，公司債權人自然會傾向採用該方法。同樣的，公司若認為採取此制度所產生的利益（吸引債權人投資）大於其成本，不待法律規定公司即會自動提供債權人此種保護，即便是最弱勢的債權人<sup>100</sup>。

從債權人之角度，其主要關心者為公司的償債能力，亦即公司的財務狀況。法定資本制的目的雖然在於透過諸多規則維持與反映公司的財務狀況。惟相較於法定資本制，尚有許多方式更能有效達成此目的。例如債權人於決定借貸前可藉由信用機構調查的信用報告得知公司之財務狀況，亦得事先要求公司必須提供一定之擔保，或必須遵守一定的財務比率（financial ratio），例如負債權益比率、流動比率等，甚至亦可要求更高的利率以填補其風險<sup>101</sup>。其若欲達到目前法定資本制的效果，本可透過契約內容限制債務人的股利份派，避免公司將融資而來的款項透過分派或其他不正當行為返還於股東<sup>102</sup>。一言以蔽之，債權人所真正重視者為公司的償債能力，而非資本。

即便支持法定資本制的學者，亦認為大部分的債權人均有能力保障自己免於債務人之破產，而只有一般交易的債權人較無能力為之<sup>103</sup>。然而，一般交易相對

<sup>100</sup> Luca Enriques & Jonathan R. Macey, *supra* note 27, at 1191

<sup>101</sup> 在外國常有所謂「浮動擔保」(floating charge)的制度，亦即企業可將存貨等具有未來有價值的動產，向銀行辦理抵押貸款，以便於企業取得資金。此項制度雖為我國現行法所無，惟近來行政院金融監理管理委員會已準備修正動產擔保交易法，將此項制度引進國內。參法源法律網，滿足企業融資-金管會擬推浮動標的動產抵押，2009年12月13日，法律新聞（網路資料）。

<sup>102</sup> Luca Enriques & Jobathan R. Macey, *supra* note 27, at 1188.

<sup>103</sup> Jeff Keustermans, *Countertrends in Financial Provisions for the Protection of Corporate Creditors: The Model Business Corporation Act and the E.E.C. Corporate Directives*, 14 DENV. J. INT'L L. & POL'Y 275, 289 (1985); John Armour, *supra* note 74, at 375.

人，其對公司之債權多為短期債權，其所關心的是非常短的投資期（time-horizon）<sup>104</sup>，因此其衡量公司之財務狀況可能是以天甚至是時為單位。對於此種債權人而言，法定資本制中資產負債表所呈現之狀況對其並無太大意義，而非其所關心。

## 二、法律代替契約？

值得注意者，在美國，最普遍的長期借貸契約約款，通常會設定一個基準日（peg date），並要求公司分派股利之額度不得超過該日期之後公司的累積盈餘加上新發行股份之數額，亦即公司僅得以基準日後的淨收入的一定比例（視契約內容而定）作為現金股利的財源。此等限制通常會附以另一要求，即公司的營運資本（working capital, current assets minus current liabilities）不得低於一定程度，以確保公司的資產淨值（net worth）的品質<sup>105</sup>。

若分析前述美國常見的契約約款，可發現其內容與法定資本制的盈餘分派限制具有一定的相似性。而英國、德國債權人於契約中雖然多採用異於盈餘分派限制之約款，然而該等國家之公司原則上僅得以盈餘分派。因此，有學者指出，在此三個國家，公司分派所受到的規範十分類似，僅限制來源不同，英國與德國係源於法律，美國則係源於契約<sup>106</sup>。其並進一步認為此種比較突顯出法律與契約之間具有一種互補的關係，分派限制雖然對於債權人甚為重要，於英國與德國債權人於借貸契約中之所以無此約定，係因法律已有足夠之保護。亦即，法定資本制的規定可節省當事人的締約成本<sup>107</sup>。

對此問題，反對法定資本制之學者提出以下反駁<sup>108</sup>：

<sup>104</sup> 翻譯參，行政院研究發展考核委員會，雙語詞彙資料庫系統（網路資料）。

<sup>105</sup> Melvin Aron Eisenberg, *The Modernization of Corporate Law: An Essay for Bill Cary*, 37 U. MIAMI L. REV. 187, 200 (1983).

<sup>106</sup> Christian Leuz, Dominic Deller and Michael Stubenrath, *An International Comparison of Accounting-Based Payout Restrictions in the United States, United Kingdom and Germany*, 28 ACCT. & BUS. RES. 111, 127 (1998).

<sup>107</sup> *Id.*

<sup>108</sup> John Armour, *supra* note 74, at 372; Eilis Ferran, *supra* note 76, at 185.

一、某些研究顯示，美國的銀行貸款市場中，借貸契約的磋商過程甚為重要，而借貸者的相關條件（例如公司之規模、內部控制、股權結構、經營者的名聲與企業風險等）與契約的相關條件（貸款的條件與額度）均具有決定性的地位。債權人於具體個案中必須衡量上述各種條件方能決定契約之條款，不同的債權契約其內容或條件均不相同。無論法定資本制的限制如何類似實務上的條款，均難以達到取代的作用。更重要者，採取法定資本制的國家例如英國、德國，公司債權人實際上將資本作為限制之基準者，例如以資本限制公司之分派或資產的維持者，甚為少見<sup>109</sup>。英國多數見解認為公司資本在今日已無法正確衡量公司之償債能力，反倒是其他標準例如公司的淨資產、現金流量或利息覆蓋比率則越來越重要，此在無最低資本額的私人公司更為明顯<sup>110</sup>。要之，實務上債權人於借款契約普遍採取資產負債比率（gearing）或其他財務比率，而非以資本作為股利分派限制的標準<sup>111</sup>。

二、縱認為法定資本制或契約同樣均係限制盈餘分派，以契約限制與法律規定仍有不同。若以契約限制，則公司係自債權發生時始受到拘束，而以法律規定時，公司係自設立之初即受到拘束。因此在英國法下，債權人於借錢予公司後，若債權與公司間無特別約定，縱使公司於借錢後發生虧損，仍可自保留盈餘分派股利，只要公司符合分派之規定即可<sup>112</sup>。此外，通常契約限制之內容為要求公司維持一定的營運資本，其數額亦未必與公司之法定資本相同。因此，法定資本制之內容終究無法取代個別契約。

三、在美國實務，雖然許多契約均包含股利分派的限制，但並非所有借貸契約均係如此。例如有研究發現，具有高度成長機會的公司通常較傾向於保留較大的資金運用彈性，而不願意在其所發行的公司債約款中設有股利分派的限制。相

<sup>109</sup> Christian Leuz, Dominic Deller & Michael Stubenrath, *supra* note 106.

<sup>110</sup> Company Formation, para. 3.5.

<sup>111</sup> John Armour, *supra* note 74, at 373.

<sup>112</sup> *Id.* at 374.

反的，在個別締結的借款契約中，對於高度成長公司的股利分派限制通常多於對於低度成長公司的限制<sup>113</sup>。甚至有學者認為，英國採取法定資本制並非基於模仿市場而來。蓋英國過去大部分之借款契約多著重於公司之淨資產與利息覆蓋率等，其將股利分派之限制作為債權契約之內容，僅係近年來為因應全球化的壓力而往美國制的方向移動<sup>114</sup>。此等均再次凸顯實務上借貸契約的多樣化，單一而嚴格的法定資本制並無法有效的模仿市場上的契約。同時也說明，當公司具有投資機會，保留經營者的經營彈性甚為重要。

四、契約中的條款與內容實際上會反映在債權人是否願意借貸以及借貸利率上。若認為法定資本制可節省締約成本，理論上債權人於借貸前應先調查公司的資本（亦即契約之內容）。然而實務上債權人通常並不會事先調查公司之資本。

退萬步言，縱使認為法定資本制具有模仿市場而減低交易成本的功能，也不應將其訂為強制規定。蓋法定資本制可降低交易成本的唯一正當化基礎，係其允許市場參與者得彈性選擇此種由法律提供的契約範本，亦得選擇其認為對公司更為有利的契約。若將法定資本制訂為強制規定，將使市場參與者無選擇之機會。且法定資本制若要能有效促進交易或模仿市場，亦應有足夠的彈性使當事人於個案中為適當的調整，將其認為不適當的規定透過特約加以排除，但現行法定資本制的內涵顯然無法達到此目的。

## 第五款 非自願性債權人的保護

### 第一目 支持法定資本制之主張

最後，對於所謂「非自願性」債權人，此包含侵權行為的被害人或無足夠談判能力而無法透過契約保障自己權益之債權人。公司股東在有限責任下，有相當

<sup>113</sup> Eilis Ferran, *supra* note 76, at 188.

<sup>114</sup> *Id.* at 187.

誘因將公司營運的風險轉嫁至此等債權人身上，而產生一定的「風險外部性」問題。而對於非自願性債權人，典型者例如侵權行為的被害人，因其事先並無法預見債權的發生，其外部性的問題將比自願性債權人嚴重。對此問題，支持法定資本制者認為，縱使債權人本得透過契約或其他手段更有效的保障自己之債權，然此僅限於有談判能力的自願性債權人始有適用，對於非自願性債權人，仍有藉由法定資本制充實公司資產，以提高其債權實現可能性的必要。

近來對於非自願性債權人保護的辯論議題之一為「搭便車」(free-riding)的行為。所謂「搭便車」理論，認為從債權人的面向，若法定資本制能有效保護債權人之利益，債權人於債權發生時亦會對債務公司提出此等要求。縱非所有債權人對於法定資本制均有締約磋商能力，只要有任一債權人對公司提出此等要求，其他弱勢債權人即可同樣受到該約定的保障<sup>115</sup>。因此反對法定資本制者主張，若實務上自願性債權人本會透過契約限制公司的財務行為或其他行為，對弱勢債權人言，沒必要再透過法律加以規定。

反對此等契約論者，提出下列理由認為完全委由債權人以契約控制公司之投機行為有其不足<sup>116</sup>：一、完全委由契約自由原則可能發生債權人利用契約過度限制公司之營運行為，從而損及公司的財務彈性，甚至剝奪其他願意承擔風險之投資人的利益；二、有談判能力之債權人雖可透過契約限制公司之行為，但該等債權人所締結之契約可能僅係為自己之個別利益，而非公司與所有債權人整體的集合利益，例如個別債權人可能透過契約要求公司立即償還借款，即便該行為將導致公司現金流量危機甚至使公司破產。因此，在此意義上，法定資本制亦具有防免債權人投機行為之作用；三、債權人透過契約對公司的監控本身即有可能不夠充分，例如各銀行間因競爭關係而競相放寬融資之條件，此時其對於公司財務之監控甚低，則非自願性債權人亦無法從中獲得保障。

<sup>115</sup> Luca Enriques & Jonathan R. Macey, *supra* note 27, at 1172 & 1193.

<sup>116</sup> Fisher D.R., *The Economics of Lender Liability*, 99 YALE L.J. 131, 138-39, *cited from* Luca Enriques, *supra* note 20, at 192.

換言之，支持法定資本制者認為，依法律規定必須記載於公司章程中的資本構成一種「引入規定」(enabling rule)，允許公司對現在或將來之債權人提供一個整體擔保<sup>117</sup>。此種集合性的擔保，透過每一年度的財務報表，具有相當的資訊提供功能。除對大型債權人可減低交易成本外，對於無談判能力之小型債權人而言，其並無足夠的市場能力決定契約之內容，此際公司的法定資本可使此等債權人決定是否與公司締結契約。亦即，對無談判能力的債權人，法定資本意味著標準化的契約約款，可用以彌補其談判能力的不足。針對主張債權人所關心者為公司的現金流量而非法定資本者，主張法定資本制者認為此等因交易而生的債權人，往往必須等待相當時間始能行使其債權，希冀藉由私人評估機構解決資訊不對稱的想法可能過於樂觀<sup>118</sup>。

此外，就侵權行為之被害人或其他非自願性債權人，支持法定資本制者認為，雖然不可否認者，此等債權人並無法信賴公司的法定資本，且其於債權發生時亦不會知悉公司之資本為何。然而，因公司營運行為所生之第三人的風險，多少與公司之資本額具有一定的關連性。且為貫徹資本維持原則之功能，實務上尚多透過揭穿公司面紗或命公司經營者負個人責任等，擴大資本維持原則的保護範圍<sup>119</sup>。

有學者認為，欲有效規範公司之資產分派以保障非自願性債權人必須從兩個面向著手<sup>120</sup>。第一種與已成為公司債權人者有關，此時法律規範目標在於提高公司迅速清償其債權之誘因。第二種規範目標則在於避免公司發生非自願性債務或促使其採取適當的防護措施以防免損害。而法定資本制可同時達成此二目的。就保障公司既定債權人言，當公司負有債務時，必然導致公司淨資產減少或已實現損失的提高，而此均會影響公司股利的分派，使得公司有誘因清償該債務。至於

<sup>117</sup> Wolfgang Schön, *supra* note 82, at 439.

<sup>118</sup> *Id.* at 441.

<sup>119</sup> *Id.*

<sup>120</sup> David Kershaw, *Involuntary Creditors and the Case for Accounting-Based Distribution Regulation*, 2 J. BUS. L. 140, 147-52 (2009).



對潛在的債權人，在英國與 IASB 的會計標準下，要求公司於某些情形下必須將已被主張但尚未確定之債權，甚至須將尚未知悉對公司有債權之人納入考慮。藉由將會計標準與分派規則連結，以保障非自願性債權人之利益。換言之，在法定資本制下，已存在的公司債務使公司必須將為清償債務所需之資金留存於公司，而減低破產的風險。其次，當公司已發生負債時，公司中股東投資金額比例降低，股東即有誘因提高其投資風險，此無異於以債權人之債權為代價從事營運，而法定資本制可降低股東受到分派之數額，從而減低此種道德危險。

綜上所述，支持法定資本制者認為，法定資本制提供公司與其債權人有效率的締約工具，同時亦不妨礙有談判能力的債權人針對其特殊需求另外訂立契約。具有保護債權人與促進交易的功能。而此種整體擔保的功能難以被個別訂立的契約所取代，因而法定資本制仍有保留的必要。

## 第二目 反對法定資本制者的反駁

### 一、整體性擔保的功能？

主張法定資本制者多認為，公司之資本可謂其對於所有債權人所提供的一種整體性擔保 (collective offer)。對此問題，首先，就非自願性債權人，禁止公司以資產分派並無太大的實益。理由在於，既然債權人無談判能力，對公司而言最佳的資本為零或是極低的數額。因此，實務運作上那些從事高風險行為之企業經營者（也是最容易發生侵權行為者），通常都會透過一資本額極低的子公司為實際營運。而對此問題的解決之道，似乎僅有最低資本額之規定。惟最低資本額仍有其適用界線與其他問題，已如前述。若公司法並無最低資本額之規定，或法律所規定之最低資本額明顯無法達到保障功能時，能夠利用法定資本獲得保障之債權人，僅限於有能力將公司籌資程度納入考慮或契約條款之債權人。

其次，反對者質疑者公司募股融資 (equity financing) 的程度得否證明資本

維持原則係公司於決定是否發行新股時的重要考量<sup>121</sup>。蓋依融資順位理論，理論上公司於發行新股時，多半係基於其財務狀況不佳或無法自債權人處獲得資本時，於無其他選擇的情形下，始會從事募股融資<sup>122</sup>。且不同公司依其行業、種類之不同有不同的財務需求，迄今尚無一個完整的理論可成功的解釋所有的公司財務行為。因此，難以論斷公司權益融資的程度與公司希冀提供集合性的擔保之間具有何等的關連性。此外，如前所述，對於具有財務專業與投資經驗的債權人而言，法定資本制的分派規範對其意義並不大。基於此等理由，縱使實務上公開發行公司多半具有高額的法定資本，亦不得因此認為公司係為提供集合性的擔保而發行該等資本。

其次，縱認為法定資本制具有提供整體擔保的功能，防免公司任意返還資產予股東，亦不得認為法定資本制係授權規定（permissive rules）的一種。因債權人對公司的請求權應優先於股東對公司的權利，此一優先受償原則已為世界各先進國家公司法所採行。惟法定資本制之規定，使公司在得滿足債權人之請求的前提下，亦未必能對股東為分派，構成前述優先受償原則的額外限制。因此，法定資本制係將優先受償原則與分派限制此二不同的規則結合在一起，公司對此並無選擇性可言。此在英國或德國等將股份發行溢價同樣作為分派限制者，更為明顯<sup>123</sup>。

## 二、法定資本制並非最有效率的債權人保護制度

撇開法定資本是否具有整體擔保的功能不談，關於非自願性債權人的保護，仍須檢視法定資本制是否為最有效率的手段。自願性債權人與非自願性債權人就其債權之確保最大的不同點在於，自願性債權人有機會透過契約或其他手段保障

<sup>121</sup> Eilis Ferran, *supra* note 76, at 193.

<sup>122</sup> 所謂融資順位理論（pecking order theory），係指公司籌資通常較傾向於優先考慮內部融資，惟必然需對外融資時，也會以較不易被市場低估價值的無風險負債為優先順序，最後才會考慮以權益融資為其籌資工具。Eilis Ferran, *supra* note 76, at 194.

<sup>123</sup> Eilis Ferran, *supra* note 76, at 196.

其債權，非自願性債權人則無相同的機會。惟縱因此認為非自願性債權人更有以法律介入的必要，法定資本制是否為最好的選擇，仍有疑問。

首先，如前所述，法定資本制關於債權人保護本身即存有諸多盲點。例如：一、法定資本制以資產負債表為依據，未能兼顧公司現金流量的問題；二、法定資本制無法防免公司營業上的損失，適用範圍有其侷限性；三、歐盟第二號指令的最低資本額規定，其目的已不在於要求公司有足夠之資本以因應侵權行為被害人的請求，而僅為公司成立的嚴肅門檻等。此等法定資本制本身之問題，不僅存在於自願性債權人方面，對於非自願性債權人亦有適用。

其次，縱認為法定資本制具有模仿市場的功能，並可避免有談判能力的債權人在公司即將破產時將風險或成本轉嫁予無談判能力之債權人。對此問題，非無解決之道。在歐洲許多國家，如法國或義大利公司法，外部債權人若對於公司之不善經營具可歸責事由時，於公司破產時將負有責任；而根據德國公司法，在某些情形下法院可能依衡平法則禁止公司償還借款<sup>124</sup>。又或例如美國法中的詐欺移轉法，亦均可避免少數債權人利用其控制力侵害其他債權人之利益。

第三，雖然法定資本制某程度可減低公司風險外部性之問題，惟此問題之解決亦非必須仰賴法定資本制。例如在小型公司，若公司經營者濫用有限責任而不當將風險移轉予第三人，可適用揭穿公司面紗法則命公司經營者負責。至於在大型公司，一般而言因公司經營者的人力資本的風險不易移轉，其並無太大的誘因從事風險過高的行為。至於在公司面臨破產邊緣而有拿公司財產孤注一擲的危險之情形，法定資本制同樣無法防免此危險。且對此問題，應交由破產法加以解決更有效率<sup>125</sup>。

第四、對於侵權行為之被害人而言，更有效率的保障方式應係透過保險為之

<sup>124</sup> Hanno Merkt, *Creditor Protection and Capital Maintenance from a German Perspective*, 2004 EUR. BUS. L. R. 1045, 1050.

<sup>125</sup> Friedrich Kubler, *supra* note 23, at 1032.

<sup>126</sup>。蓋公司之資本一來並無法完全表彰公司之資產，二來亦無法確定多少的資本始足以因應公司潛在的責任。雖然強制公司保險亦可能面臨與最低資本額相同的問題，亦即究竟應要求公司投保到何種程度始為足夠並不易確定。惟保險與法定資本制不同者在於，保險較不會妨礙公司之財務彈性。且保險本身即為一種風險分擔的概念，若欲提供債權人相同之保障，在法定資本制下公司必須維持等同或高於該保障之資產，透過保險公司僅需負擔提供該保障之保費，卻能大大免除公司其他負擔。

要之，資本維持原則限制公司任意返還資產，對於非自願性債權人的保護，雖確實有助於提高其債權受償的可能性，但仍過於粗糙而沒有效率。

## 第六款 法定資本制與小型公司

### 第一目 法定資本制與小型公司之資金需求

在分析法定資本制的利弊缺失時，必須額外考量者為法定資本制對於小型公司的影響<sup>127</sup>。蓋小型公司相較於大型公司，仍具有許多本質上的差異，例如股東的人數、公司所有與經營的結合程度、股東與公司之財產是否實際上共通、公司籌資之容易度、公司的財務結構……等。儘管有此等不同，法定資本制通常並不區分公司之規模甚至公司類型而都有適用。以我國公司法為例，股份有限公司無論是否公開發行原則上均適用相同的資本制度<sup>128</sup>，而有限公司雖無股份之規定，依我國公司法第 110 條第 3 項，亦係以公司資本作為得否分派之基準，而同樣具

<sup>126</sup> Jonathan Rickford, *supra* note 24, at 932.

<sup>127</sup> 關於小型公司之定義，於我國公司法雖無明文規定，但若從股東人數、公司規模加以觀察，在我國公司法中較為類似者應為非公開發行之股份有限公司與有限公司。惟應注意者，此並非代表所有非公開發行之股份有限公司均為小型公司。蓋我國現行公司法已無強制公開發行之規定，因此縱為非公開發行公司，仍可能具有多數股東、高額資本等。惟在機率上，非公開發行之股份有限公司為小型公司之可能性較高，至於公開發行公司因有證券交易法等規定之公開發行門檻之要求，通常不會是小型公司。

<sup>128</sup> 惟具體規定仍有部分不同，例如公開發行公司得買回自己股份之規範（證券交易法第 28 條之 2）即較非公開發行公司寬鬆。

有法定資本制之特徵。

然而，法定資本制的諸多假設，例如現物出資之限制、公司分派的嚴格規定等，均係建立在公司財產與股東財產嚴格區分的前提下，似乎係以大型公司作為預設的規範對象。進一步言之，法定資本制之所以具有保障債權人之功能，係因其以減低公司財務彈性為代價，嚴格控制公司之資產進出，以換取債權人之保障，亦即此一制度係財務彈性與債權人保護之利益衡量的結果。既然小型公司與大型公司除有有限責任外，具有許多本質上的不同，僅著眼於公司之有限責任而一律以法定資本制加以規範，是否妥當不無疑問，而有另外就小型公司之特殊需求檢討之必要。又法定資本制所犧牲者為公司的財務彈性，以下主要討論法定資本制度對小型公司財務彈性的影響。

從資產負債表觀察可知公司的資金來源主要有二：業主的貢獻（股東權益）與債權人的資金融通（負債）。由於業主乃企業之所有主，因此來自業主的資金一般稱為自有資本；來自債權人的資金稱為外來資本。而自有資本與外來資本的相對比例，代表一企業之財務結構。當公司遇到資金需求時，通常可能會選擇自債權人處籌措資金，惟小型公司經常可能處於資本成長（capital growth）的狀態，而此等資本成長所需要的是長期及穩定的資金供應，無法完全仰賴外部資本，此時自有資本的籌措即甚為重要<sup>129</sup>。

於小型公司中，經常須將資本投入新的廠房設備、研發等項目，而對於資金有持續性的需求。經營者為避免股權稀釋，多選擇外部資本作為資金來源。此等公司由債權人取得資金時，其可能的手段有透支借款（overdraft）<sup>130</sup>與定期借款

<sup>129</sup> Hse-Yu Chiu, *Can UK Small Business Obtain Growth Capital in the Public Equity Markets?—An Overview of the Shortcomings in UK and European Securities Regulation and Considerations for Reform*, 28 DEL. J. CORP. L. 933, 936 (2003).

<sup>130</sup> 所謂透支借款，係指公司自其帳戶領取超過其存款之額度，則銀行就該差額成為公司之債權人，一般而言公司與銀行會事先就此事項為約定，公司並應支付一筆承諾費（commitment fee）。與定期借款不同者在於，透支借款中銀行並無義務提供其透支之款項。 See EILIS FERRAN, *supra* note 52, at 460.

(term loan)<sup>131</sup>，惟此二者對於小型公司均有其缺點。就透支借款言，透支借款為不定期契約，銀行得隨時請求返還<sup>132</sup>。然而，小型公司由於股東人數不多或是公司規模不大，其所籌措之資本（現金）多係為直接因應公司營運所需，而直接轉換為長期性（非流動）資產，有無法立即償還的風險。至於定期借款，利息則為最大的阻礙。鑑於小型公司資本較低，違約風險高，銀行勢必得要求更高的利息來填補其風險。此外，定期借款中銀行亦可能與公司簽訂契約，使銀行取得公司一定的控制權，以確保其符合一定的信用評等（credit rating）。若有違反通常會被認為是違約，公司必須立即清償<sup>133</sup>，此種潛在責任對於小型公司的資本穩定性亦有不利影響<sup>134</sup>。

相較於債權人之資金融通，股本作為資金之來源對於小型公司則較為有利。雖然資本維持原則本欲保護之對象為債權人，然在此原則下，股東原則上不得隨意取回其投資，此對於資產多為非流動性資產的小型公司而言，股本可謂提供較為穩定的財源。此外，對公司而言，相較於債權，股本除不必返還外，尚具有無須支付利息之優點。雖然股利分派請求權為股東之權利，惟因為投資人對於股利分派的期望取決於公司的本質、商業發展程度以及從事商業的類型，投資人投資公司未必皆要求立即有股利之發放，同時公司也不必然負有發放股利的義務<sup>135</sup>。且銀行於決定是否提供融資時通常會參考公司之財務結構（gearing），則公司之股本增加亦可提高公司自銀行融資的機會。

要之，對於小型公司或剛起步之公司，向投資人招募資金之成本遠較向債權人融資為低，且對於公司之長遠發展亦較為有利。進一步必須思考者為，公司法

---

<sup>131</sup> 所謂定期借款，係指指商業銀行、保險公司或其他金融機構提供給企業單位的償還期一般為1-10年的長期貸款，通常用以購買資本設備或用作營運資金。參元照英美法辭典（網路資料）。

<sup>132</sup> 此外英國法院認為，透支借款係不定期借款（on demand），而所謂“on demand”，並不要求銀行給與公司時間去籌措資金。See EILIS FERRAN, *supra* note 52, at 460.

<sup>133</sup> EILIS FERRAN, *supra* note 52 at 470.

<sup>134</sup> Hse-Yu Chiu, *supra* note 129, at 938.

<sup>135</sup> EILIS FERRAN, *supra* note 52, at 408. 且當公司發展迅速時，股東亦可能偏好將金錢留存於公司，以獲取更高的資本報酬。

應如何設計方能使小型公司易於吸引投資人之投資。

股東於決定是否投資一公司時，必然涉及諸多考量，其中與公司分派有關者主要有二：股利分派與取回投資。而股東對於公司之分派規範的期待或利害關係，取決於公司的規模與所有權歸屬。以股利分配為例，對小型、非公開發行公司，股東基於稅務上的考量，可能傾向採取股利分配以外之方式分派公司資產；在大型、公開發行公司，股東較為在意者則為公司得否持續穩定的分派股利<sup>136</sup>。此外，小型公司中可能股東人數不多，資本不高，該公司可能即為其所有股東的全部或重要資產，而使股東之財產與公司之財產具有流動關係。因此，於小型公司，如何使公司的資金與股東之間具有高度的流動性，對股東的投資意願具有相當影響。可以確定者，法定資本制對於資產分派的嚴格規定，將使小型公司股東不易完全取回其投資（通常透過股份買回）或是獲得盈餘分配，必然對投資人投資此等公司有負面影響<sup>137</sup>。

綜上所述，非公開發行公司雖有較高的財務彈性需求，仍須受到與公開發行公司同樣嚴格的法定資本制限制。且對非公開發行公司或小型公司而言，自有資本雖然重要，法定資本制嚴格的資產分派卻將遏阻投資人投資此等公司之意願。另一方面，法定資本制的目的在於保障公司債權人。然於實務上，非公開發行公司幾乎不可能自市場上籌資，而相當程度必須仰賴原本股東之出資或向股東或銀行貸款。既然公司不易從市場上籌資，銀行等債權人即相對取得較大的談判優勢，更能透過契約保障自己的債權，而使得法定資本制的實益減低。由是可知，若欲針對小型公司之資金需求而為特別規範，嚴格的法定資本制絕非一妥適的制度。

<sup>136</sup> Richard O. Kummert, *supra* note 87, at 189.

<sup>137</sup> 此一問題在我國更為明顯，以股份買回為例，我國法在此對公開發行公司之規定反倒比非公開發行公司更為寬鬆。例如公司買回自己股份之規定，證券交易法第 28 條之 2 允許公司在「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」之情形下，而為股份買回。然此等規定並不適用於非公開發行公司。此外，非公開發行公司買回自己之股份，不僅可能為其股東完全取回投資的唯一手段，同時亦為其他股東保留決定公司成員權限的方式，以維持該公司之閉鎖性，此對於小型公司而言亦相當重要。

## 第二目 小型公司的改革目標

在意識到小型公司之財務有特殊需求，且現行法並未因應此等需求而設有規範後，必須探究者為公司法應如何處理此問題。尤其觀察我國公司法關於股份有限公司之規定，可發現我國之規定係建立在股份有限公司通常為公開發行公司之假設上。舉例言之，除資本三原則外，另一例為股份自由轉讓原則。依公司法第163條，公司股份之轉讓，不得以章程禁止或限制之。本條規定，一方面禁止注重股東身分之閉鎖性股份有限公司之成立；另一方面非公開發行公司之股票既無交易市場，賦予股東股份自由轉讓原則亦無太大意義。此等均突顯出公司法某些規定僅適合於公開發行公司或大型公司。

同樣的問題不只存在於我國，於英國或日本近年來也意識到此一問題。英國公司法長期以來，係將公開發行公司與非公開發行公司以同一部法典規定，與我國公司法的規範方式類似。惟該國學者指出，英國公司法此種規範方式，若其立法政策係將公司所有事項留待公司自行決定，固然可運作良好。然而一旦公司法的立法政策包含對於公開發行公司的管制時，是否不至於影響非公開發行公司則有疑問<sup>138</sup>。儘管英國公司法中對於公開發行公司與非公開發行公司有明確的定義，但公司法改革委員會仍然認為過去的英國公司法並未意識到非公開發行公司的特別需求，並指出英國公司法之規定主要係建立在所有與經營分離之大型、公開公司之基礎上，許多規定並不適用於私人公司，小型與中小型的公司受到專為大型、公開發行公司所設計的管制<sup>139</sup>。

若再比較日本近來之公司法的改革，可發現其與英國類似，均試圖改革向來公司法以大型公開發行公司為典型之缺點，而簡化公司法對於非公開發行公司的規範。然而有趣的是，日本公司法的改革係加強非公開發公司的會計與審計，而

<sup>138</sup> PAUL L. DAVIES, GOWER AND DAVIES' PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW 14 (8th ed. 2008).

<sup>139</sup> Strategic Framework, paras. 5.23-5.25. 學者曾宛如教授亦認為，公司法之立法應以中小企業為優先，給予其完全之彈性，以利中小企業之發展。參氏著，前揭註15文，頁137。



增設了會計參與的制度<sup>140</sup>；而英國則是將此等小型企業免除於會計與揭露義務外<sup>141</sup>。日本公司法之所以引入會計參與制度，係基於該國之中小企業的融資狀況，中小企業得否順利融資對於日本的經濟構造極為重要。另根據該國實證研究，發現銀行在判斷是否對中小企業融資時，主要係以該公司的債務償還能力、物保與人保、財務報表的可信度與公司經營者的能力等，且近幾年有別於向來著重在物的擔保的擔保中心主義，而有越來越重視財務報表與債務償還能力(公司的財務)的特徵，因此認為有加強中小企業財務報表的可信度的必要<sup>142</sup>。

至於我國關於非公開發行公司之規定應如何改進或提升效率，本文認為仍有待進一步的研究。關於改革的方向，雖然英國法與日本法係提供了兩種不同方向的立法例，惟此並無孰優孰劣的問題，純係各國因應其個別需求而有不同規定。蓋法定資本制之缺點在非公開發行公司更為明顯，除影響非公開發行公司的財務彈性外，更使得小型公司不易募集資本，而無法符合非公開發行公司之特殊財務需求。然另一方面，小型公司之資金少，對債權人之風險高，若給予更大的分派自由，似與小型公司之特性有所矛盾。職此，究應採取何種規範方式，最後仍應取決於我國小型公司之特性而定。

### 第三項 替代分派標準之提出—歐洲之觀點

雖然法定資本制有上述問題，為何歐盟各國仍然堅持採取此制度，學者認為此應係某些利益團體在歐洲所發揮的影響力<sup>143</sup>。第一個利益團體為公司的現任經營者，在歐洲由於公司多半有控制股東的存在<sup>144</sup>，現任經營者多會與控制股東合作。而法定資本制對於股利分派的限制，可提供公司經營者將資金留存於公司，

<sup>140</sup> 日本公司法，第 374 條。

<sup>141</sup> Junko Ueda, *A Comparative View of the Two Corporate Statutory Reforms: the UK and Japan*, 16(11) INT'L COMP. & COM. L. REV. 421, 428 (2005).

<sup>142</sup> 村小高鳥=瀨出田飼=孝一重=子郎剛和，*非公開会社のための新会社法*，第 7 頁，商事法務，2006 年 11 月。

<sup>143</sup> Luca Enriques & Jonathan R. Macey, *supra* note 27, at 1202.

<sup>144</sup> La Porta R, F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer, *Corporate Ownership around the World*, 54(2) J. FIN. 471 (1999).

或將其用於其他投資之理由；第二個利益團體則為律師或會計師等專業人員，因法定資本制的複雜規定而獲利<sup>145</sup>；最後一個利益團體則為銀行，首先銀行可藉由法定資本制防止債務公司破產的機率，更重要者，若資本市場的規範越保守，公司籌資管道越少，則可間接確保銀行的重要性與影響力。除利益團體的影響力外，另一可能之解釋為法系的不同，歐盟屬於大陸法系，德國或法國等國的法官並不習慣開放式的標準，而傾向於有明確規則的法令<sup>146</sup>。

儘管如此，近來歐盟對於第二號指令仍不乏有檢討的聲音，主要理由在於法定資本制作為以規則為基礎（rule-based）的制度究竟能否有效保護債權人實有疑問，但可確定的是其將導致欠缺彈性於增加行政費用<sup>147</sup>。雖然學說上亦對於法定資本制有諸多批評，但其多半並未主張廢除法定資本制，而將重點集中於如何改良法定資本制<sup>148</sup>。

目前學說上討論較多者主要為兩個研究團隊所作成之報告，一為由歐盟委員會成立的工作小組所提出（詳下述），另一則為由英國會計準則委員會（Accounting Standards Board）與英國國際暨比較法學會（British Institute of International and Comparative Law）的公司法中心所共同成立的研究團隊（Interdisciplinary Group on Capital Maintenance，下稱英國跨領域小組）。前者藉由向社會各界提出諮詢，了解實務對於法定資本制改革之需求，並根據社會大眾的回應提出改革方案；後者則係集合會計師、業界代表、經濟學家、律師與其他專家，透過比較世界主要國家的資本維持原則之規定，提出其認為最適當的改革方案。

當然，對於法定資本制的反省與替代措施的提出，最早於1980年代美國加州公司法與模範公司法已經存在，此於前一章已有介紹。然而，相較於美國，歐

<sup>145</sup> See also Luca Enriques, *supra* note 46, at 46-50.

<sup>146</sup> REINER R. KRAAKMAN, *supra* note 36, at 87.

<sup>147</sup> John Armour, *supra* note 74, at 355.

<sup>148</sup> Craig A. Peterson & Norman W. Hawker, *supra* note 51, at 197.

盟或英國的法定資本制規則與我國更為接近，甚至我國公司法相當程度係繼受歐盟的公司法體系（尤其是德國公司法），在改革的方式或應考量之事項，歐盟或英國之討論與經驗對於我國更具參考價值。此外，如下所述，歐盟學界近來在討論法定資本制的替代方案，已將美國法制納入參考對象。因此，本文以下在討論法定資本制的改革方向時，僅以歐盟近來的討論為主，而不再將美國模範公司法或加州公司法之內容作為法定資本制的替代措施加以討論。

## 第一款 歐盟關於法定資本制之改革提案

### 第一目 歐盟工作小組之提案

自 1990 年代開始，歐盟委員會即開使著手修正現今被認為繁瑣且無效率的資本規定，並成立了兩個工作小組：SLIM 與公司法專家高層小組（High Level Group，下稱 Winter Group）以研究歐盟第二號指令之改革。

於 1999 年，SLIM 作出一份報告<sup>149</sup>，認為第二號指令之資本維持原則的規定於若干項目上有簡化的空間，並為此提出數項建議。其討論項目包括：於特定情形下免除現物出資的專家意見、無面額股之引進、股份撤回規定之簡化、公司取得自己股份程序之簡化（包括公司持有自己股份之期間與比例）、減少財務援助的適用範圍、簡化股東優先購買權的規定等。大致上而言，SLIM 提出以下建議：

1. 在某些情形下，免除股東現物出資之鑑價程序。
2. 當股份係以市價或接近市價發行時，減低股東優先承購權之規定。
3. 放寬第二號指令對於公司取得自己股份之上限，並延長股東會授權董事會之期間。

---

<sup>149</sup> *Report from the Commission to the European Parliament and the Council – Results of the fourth phase of SLIM*, 04.02.2000, COM (2000) 56 final and SLIM Group's Final Proposals of 1999, COM XV/6037/99 [hereinafter SLIM Proposals].

4. 減少財務援助禁止之規定。
5. 提高公司強制回收股份的可能性。

隨後，歐盟執行委員會於 2001 年 9 月設置，由 Jaap Winter 教授所領導的 Winter Group，在 2001 年 11 月提出有關公司治理的報告（Winter's Report）<sup>150</sup>，其於作成報告前針對若干重要議題向社會大眾公布一份諮詢文件，再基於社會大眾對該文件之回應及討論作成報告。其中關於法定資本制，大多數回應認為法定資本制雖然並無顯著缺點，但同樣的亦無顯著優點。惟可確認者為，法定資本制無法保護債權人、欠缺彈性，並且以財務報告上的數字作為分派的限制並不妥適，因此多認為法定資本制有改善的空間<sup>151</sup>。Winter Report 因此於諮詢文件對於法定資本制提出三種改革方向的提議<sup>152</sup>：

1. 根據 SLIM 之報告簡化歐盟第二號指令之規範。由於 SLIM 報告之目標僅在簡化第二號指令，因此無法作出太大的改變。

2. 根據美國新修正的模範公司法的經驗進行改革。此方法對於歐盟公司法改變甚大，因美國新模範公司法並不存在法定資本此一概念，若採此制將使歐盟公司法中的資本形成與維持原則遭受廢棄。除此之外，在移植美國法之規定時，可能須包含某些其他基本原則的改變，例如董事會與股東會的權限分配，在美國傾向於交由董事會，並輔以忠實義務；在歐洲則較偏向於將權限交由股東會等。

3. 第三種方法亦以美國公司法廢棄法定資本制為基礎，惟仍保留歐洲公司法的其他基本原則，尤其是影響股東權益之事項應經股東會決議。

關於上述的三種提議，只有極少數意見支持第二種，大多數的回應建議採取第一種或第三種。Winter Report 因此作出以下兩階段的建議：一、首先委員會應

---

<sup>150</sup> High Level Group, *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* (Brussels, 4 November 2002) [hereinafter Winter Report].

<sup>151</sup> *Id.* at 13.

<sup>152</sup> *Id.* at 80.

優先根據 SLIM 之報告與其他簡化與修正之建議，提出歐盟第二號指令之改革提案。二、其後，委員會應根據第三種提案，檢視此替代措施的可行性。此替代措施並非用以取代修正後第二號指令的資本形成與維持原則，而是提供會員國另一種選擇。自對於諮詢文件之回應觀之，有相當之比例贊成此替代措施之提出。

基於前述社會大眾對諮詢文件的回應，Winter Report 在以 SLIM 之提案為基礎下，分析現行歐盟法定資本制下的各種規定，並針對各項規定提出以下建議<sup>153</sup>：

1. 最低資本額：認為最低資本額並無任何功能。惟鑑於目前並無證據顯示其最低資本額之要求構成商業行為之障礙，並無改革之迫切性，而認為應先擱置此問題，提議仍保留最低資本額，但也不應提升其門檻。

2. 無面額股：首先，實務界與學界均強烈要求無面額股之發行。惟在歐盟第二號指令中，已允許公司以可計算平均價值（accountable par）股票取代面額股，某程度可緩和無面額股的需求<sup>154</sup>。至於允許發行完全無票面價值或比例價值之股份，是否會對歐盟現行架構產生巨大衝擊，Winter Report 認為有進一步研究的必要。

3. 現物出資之鑑價：其認為第二號指令要求股東之非現金出資必須經過專家鑑價，此一規定不僅昂貴，且未必能提供完整的保障。Winter Report 認為，至少在下列三種情形下，應放寬專家鑑價之義務：一、系爭出資為市場上交易的證券；二、系爭標的在之前已經被鑑價過，且迄今並無應納入考慮之新事實；三、對其他現物出資之鑑價，應允許公司自會計帳目（audited account）計算該標的之價值的可能性。惟上述三種例外，並不妨礙小股東提起訴訟請求專家鑑價。至於以勞務出資之問題，雖然大多數回應者均認為若有相對應之防衛措施，應允許股東以勞務出資。惟 Winter Report 認為就此問題應由歐盟委員會作進一步的檢

<sup>153</sup> *Id.* at 81-86.

<sup>154</sup> 所謂的“accountable par”，本質上為仍為面額股之一種，惟其面額並非以貨幣加以表彰，而是以其佔公司某一時點之資本的比例作為其面額。

視。

4. 公司之減資：本報告首先認為，公司減資時關於債權人之保障，應由債權人證明其有保護的必要性，亦即公司減資將損害債權人此一事實之舉證責任係落在債權人方，以避免債權人任意阻礙公司之減資。其次，關於為彌補虧損之形式減資，一方面此減資固然不涉及資產之發還；另一方面公司未來若有盈餘，該盈餘在減資前原本無法分派，在減資後卻得為之。就此應如何保障債權人，在制度設計上其建議委員會有重新檢視的必要。

5. 公司買回自己股份：雖然 SLIM 建議若公司係以可分派盈餘買回自己股份，應盡量對此不作限制，例如買回上限等。對此，本報告認為在公開發行公司若過度放寬，可能會與市場操縱指令之立法目的發生衝突<sup>155</sup>。惟至少對非公開發行公司，可以考慮放寬股份買回之規範。

6. 不法交易 (wrongful trading)：在本報告的諮詢文件中，認為不法交易得有效提高法定資本制之效率，並詢問大眾對此之意見。有相當回應者認為，不法交易屬於破產法的範圍，不應將其置於公司之討論。對此，本報告則採不同見解。其認為，在公司面臨破產危險時課予董事責任，在公司破產前有其重要功能，且此為公司治理之一環。因此本報告建議將不法交易納入歐盟指令之架構下，且該不法交易應包含對「影子董事」(shadow director) 之規範<sup>156</sup>。

最後，由於諮詢文件的回應者普遍支持廢除法定資本制並建立一新的替代制度。使專家小組思考如何在保留股東的權限下提高債權人較現代化的保障。此外，專家小組認為，其所提出的替代措施並非以「取代」法定資本制為目的，相反的，該替代措施僅係供會員國多一個選擇，根據其國內情形自我決定。惟為使會員國願意採取新的措施，該新措施就債權人或股東之保障並不能低於法定資本

<sup>155</sup> 因為市場操縱指令係將股份買回視為「安全港」(safe harbor) 之規定。

<sup>156</sup> 所謂影子董事，係指躲在董事背後對董事下達指令之人。

制。於廢除法定資本制後，專家小組針對債權人保護與股東保護提出以下的建議<sup>157</sup>：

### 1. 債權人保護

Winter Report 對於公司分派時的債權人保護措施，鑑於法定資本之功能不彰<sup>158</sup>，其建議應發展出一套適當的償債能力標準（solvency test），根據該標準，公司只有在分派後仍具有償債能力始得分派，且所謂分派，包含股利分配、股份買回與實質減資等。此償債能力標準應根據兩種不同的測試標準：一、資產負債表標準或淨資產標準：即公司之總資產必須大於總負債，而其評價方法必須根據該公司之特性；二、流動性標準或流動比率標準：公司必須有足夠的流動資產以清償其於下一營業週期內到期之債務。其並建議應對此二標準作進一步的研究，並考慮實行一定程度的邊際償債能力（solvency margin）及參考繼續營運概念（going-concern concept）<sup>159</sup>，例如要求公司資產應超過負債一定程度，或是流動資產超過流動負債至一定程度等。

此外，為加強董事對於違法分派的責任，公司之董事應作出償債能力聲明（solvency certificate），明示確認系爭分派符合償債能力標準。若公司帳目顯示其無法符合償債能力標準，則公司不得分派。最重要者，公司董事應對於償債能力聲明之正確性負責，Winter Report 並建議若該聲明內容有誤時，會員國應立法課予董事適當之制裁（例如董事之個人責任、董事失格制度<sup>160</sup>），且該制裁應及於影子董事。要之，Winter Report 對於法定資本制最大的改革，在於建議委員會就長遠而言應發展出一套以償債能力標準為主的分派規範，以取代現有的法定資

<sup>157</sup> Winter Report, at 87-89.

<sup>158</sup> 因為在法定資本制下，可能發生有償債能力之公司無法分派；或是無償債能力公司反而得以分派。

<sup>159</sup> 繼續營運概念又稱繼續營運假設（going-concern concept），係指企業會持續經營下去，而不會在近日內被清算結束業務。

<sup>160</sup> 關於董事失格制度的討論，詳參曾宛如，論董事與監察人對公司債權人之責任：以公司面臨財務困難為核心，臺大法學論叢第 37 卷第 1 期，2008 年 3 月。

本制。

## 2. 股東之保護

法定資本制之目的不僅在保護債權人，尚蘊含保護股東之作用，已如前述。而依 Winter Report 之建議，廢除法定資本制反倒較能保護股東之權益。

在 Winter Report 所提出的改革方案中，仍保留著股東的優先購買權，並認為除非經股東會決議，否則不得排除或限制之。關於新發行股份之價格，鑑於面額股搭配禁止折價發行原則未必能保障原股東之權益，公司必須以股份之公平價值（fair price）發行<sup>161</sup>。所謂公平價值，在公開發行公司，公平價值應根據平均市場價格計算，或至少必須參考平均市場價格；在非公開發行公司，公平價值則應根據經查核之帳目（audited account）決定，若未經查核，則應經股東會之決議同意。至於現物出資，則可由股東會決議取代歐盟第二號指令的專家鑑價制度，或要求董事會出具現物出資之對價符合公平價值之證明，就此部分 Winter Report 認為應加強少數股東之保護。

### 第二目 歐盟委員會之回應

針對 SLIM 與 Winter Report 之提案，歐盟委員會於 2003 年公布了一份文件，回應其對於此二報告之看法<sup>162</sup>。委員會認為根據此二報告對於歐盟第二號指令之簡化將有助於提高企業之效率與競爭力，近程內應優先考慮以此為原則對第二號指令進行修正。就專家高層小組對於法定資本制所提出之替代方案，委員會則認為必須進一步研究可能的替代措施的具體內涵，以及此替代措施得否有效保護股東與第三人。委員會並承諾將以資本維持原則之替代措施之研究作為中程目標，該研究將分析各不同制度之具體利益。

<sup>161</sup> Winter Report, at 89. 其認為採取面額股之問題在於公司可能以高於面額之價格發行股份，然卻低於該股份之實際價格，因而稀釋其他股東之權益。

<sup>162</sup> European Commission, *Modernisation of Company Law and Enhancement Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, at 20 (May 21, 2003).



因此，歐盟之改革到目前為止主要表現於兩個面向<sup>163</sup>：一、於 2006 年，歐盟根據其委員會之建議公佈了一個新的指令將第二號指令予以簡化及現代化<sup>164</sup>。其放寬第二號指令關於現物出資之鑑價、股份買回與財務援助之規定，內容大致上符合 SLIM 小組與 Winter Report 之建議；二、歐盟委員會已開始研究資本維持制度之替代方案。蓋依 Winter Report 所顯示之證據認為，儘管理論上資本維持原則係為保護債權人，但實際上大多數的律師與財務人員均認為此制度大致上是無效的<sup>165</sup>。

## 第二款 英國跨領域小組之提案

英國跨領域小組之報告，主要亦以法定資本制作為檢討對象<sup>166</sup>。該報告首先介紹英國現行之資本維持制度，其次針對英國現行法加以檢討，並認為該制度不僅相當複雜、成本高，且實務上債權人普遍不仰賴此套制度。該報告並分析該國現行或改革之會計標準可能影響公司分派的例子，即員工認股權與退休基金。惟此部分與本論文關連性較低，且較偏向會計之範圍，在此不予討論。最後，此報告亦提出一替代標準，用以取代英國之法定資本制。

此報告首先分析現今世界先進國家之分派限制的分類，認為約可分為下列四類<sup>167</sup>：

一、償債能力標準 (solvency standards)，要求公司於分派時不可導致公司無償債能力。

<sup>163</sup> Luca Enriques & Matteo Gatti, *EC Reforms of Corporate Governance and Capital Market Law: Do They Tackle Insiders' Opportunism?*, 28 NW. J. INT'L L. & BUS. 1, 32 (2006).

<sup>164</sup> Directive 2006/68, 2006 O.J. (L 264) 32 (EC).

<sup>165</sup> Winter Report, at 78.

<sup>166</sup> Jonathan Rickford, *supra* note 24 [hereinafter Interdisciplinary Group Report]. 雖然該報告之名稱係以「資本維持」(capital maintenance)作為討論客體，然從其實質內容觀之，大致上與法定資本制相同。

<sup>167</sup> Interdisciplinary Group Report, at 969. 其所整理的國家或法系在歐洲有歐盟第二號指令、英國、德國、法國、義大利、西班牙；美國的模範公司法、德拉瓦州公司法、加州公司法以及加拿大與紐西蘭公司法。值得注意者，本份報告中並無任何亞洲國家的公司法。

二、淨資產標準 (net assets rules)，規定公司僅得以資產超過負債之部分分派，但對於可分派之公積並無限制。

三、加強的淨資產標準 (enhanced net assets rules)，規定公司僅得以資產超過負債之部分分派，同樣禁止公司以某些特定公積分派。

四、盈餘公積標準 (earned surplus)：規定公司僅得以盈餘分派。

雖然目前各過大致上有此四種標準，然此等標準並非互相排斥，各國多係以此四種標準為基礎，並加上細部修正作為其分派規定。根據本論文第三、四章之討論，MBCA 係兼採破產標準與淨資產標準，加州公司法則允許公司符合盈餘公積標準或淨資產標準時得為分派。德拉瓦州公司法則係以淨資產標準為基礎，另允許公司發放靈敏股息。歐盟公司法、英國公司法與我國公司法，則係兼採加強的淨資產標準與修正過的盈餘公積標準<sup>168</sup>。至於 Winter Report 的提案，就其考慮實行一定程度的邊際償債能力觀之，係較接近於加州公司法的分派標準。

關於替代標準的提出，此報告首先認為，實務上，無論是既存債權人或潛在債權人，其真正所關心者為公司是否有能力清償債務，而非公司之資本。既然對債權人而言，最重要的保障係公司之償債能力，其所提出的替代標準，即為以公司的償債能力作為出發點。

針對公司償債能力之確保，在英國主要係以破產法中詐欺交易 (Fraudulent Trading) 與不法交易 (Wrongful Trading) 加以規範。所謂詐欺交易，係指於公司清算過程中，若發現業務之經營係出於詐欺公司債權人或他人之債權人的意圖，或任何詐欺之目的，法院得依清算人之聲請，命任何參與且知情上述業務經營之意圖或目的之人，對公司資產支付法院認為適當之一切數額<sup>169</sup>；至於不法交易，則係規定若董事有合理基礎相信公司以無法避免破產，而仍未採取適當措施

<sup>168</sup> 詳參第三、四章之討論。

<sup>169</sup> Insolvency Act 1986, s. 213; Companies Act 2006, s. 993.

防免債權人之損害時，即應負責<sup>170</sup>。類似的規定亦見於美國的詐欺移轉法（Fraudulent Transfer Law）。其與英國的不法交易最大的不同處在於，債權人依詐欺移轉法之主張不限於公司已經破產，亦不限於其債權已屆清償期，只要債權人能證明公司之後已無合理償債可能即可<sup>171</sup>。

儘管各國均有破產法的規定，惟破產法之一般規定是否已足以保障公司債權人，則有疑問。首先，公司董事通常有一定的誘因將資金留存於公司，以增加營運資本。是否有必要再以法律強制要求公司留存一定資金，即有疑問。尤其在認為公司債權人之保障界線應以公司之償債能力（而非資本）作為標準時，若針對公司之分派要在破產法外增加額外的規定，即需有其他正當化基礎。此報告認為，因公司之分派具有下列三項特徵，而有特別於破產法以外特別加以規定之必要<sup>172</sup>：

1. 公司之分派只有資金流出，並無取得任何對價。
2. 公司股東通常會希望透過股利分派立即拿到現金，因此股東對於董事的限制作用，於此將被減低或不復存在。
3. 股東治理的機制在此成效不彰。

在確定公司債權人不能僅憑破產法加以保障後，此報告提出以下的建議取代原本法定資本制的分派標準：若公司董事欲分派股利，應在考慮所有公司現存或可能發生之債務後，出具一份聲明，記載其認為公司有償還一年內即將到期之債務以及具有持續經營之流動性資產。又董事於出具聲明時，應將公司之財務報表與其他年度財務報告納入考慮，若資產負債表上無足夠的經資產時而董事仍欲分派，董事應說明其認為公司符合償債能力標準之理由<sup>173</sup>。關於董事所出具之聲明的方式或其內容，則應進一步討論。

<sup>170</sup> 關於國內對詐欺交易與不法交易之詳細介紹，參曾宛如，前揭註 160 文。

<sup>171</sup> Interdisciplinary Group Report, at 1019.

<sup>172</sup> *Id.* at 972.

<sup>173</sup> *Id.* at 995.

若董事並未有合理根據即作出聲明，董事與收受違法分派之股東應負民事責任，董事甚至應負刑事責任。至於董事責任之範圍，應置於董事之忠實義務與注意義務的架構下討論。若參考英國現行法關於聲明的規定，係要求董事「完整調查公司之現狀與前景」(full enquiry into the facts and prospectus of the company)。當然，在解釋上，不可能要求董事「完整」調查一切事物，而係要求董事應調查為分派之目的所應調查之事項。至於股東之責任，亦應以股東對於系爭分派為違法具有認識可能性為前提。

至於償債能力聲明是否須有會計師之查核，該報告則認為沒有必要。理由在於，強制會計師之查核對於公司負擔過重，且償債能力之有無的判斷屬於董事之經營判斷事項。蓋會計師之查核往往曠日廢時且獲益不多（若課予董事責任有效），且對於小型公司顯然負擔過大。儘管如此，會計師之查核對大型公司而言，仍具有一定的補充性地位。例如在判斷大型公司董事是否已盡注意義務時，有無參考會計師之意見經常成為參考標準之一。又會計師所作成的年度報告，亦為公司董事於判斷公司得否繼續營運的重要基礎。

在此標準下，英國現行法的資本公積、盈餘公積等均無繼續存在之必要。惟公司得自由選擇是否提撥此等公積。而在新舊制度的銜接上，對現行公司而言，除非減資，否則應繼續維持現行之公積。又公司之減資亦應適用前述之償債能力標準，並輔以適當的內部控制條款。此外，許多法定資本制下的概念將不復存在。例如現行法中的面額股、實收資本的公示、出資方式限制與發行對價之規定、股份買回或減資等，均屬多餘。

較有疑問者，係將公司之償債能力委由董事判斷，在實際運用上有無困難性。該報告認為，在美國的 RMBCA 或紐西蘭公司法，其允許董事判斷公司之償債能力已行之有年，且目前並無太大問題，因此認為此標準應非不可行。

最後，該報告認為，此等新標準的採行，仍應以其他債權人保障之手段作為配套，例如不法交易、非常規交易等。有認為，美國之分派標準之所以寬鬆，係因其詐欺移轉法以及其他普通法規則可有效提供債權人之保障。

### 第三節 小結

向來公司債權人之所以有特別保護之必要，均導因於公司股東之有限責任。然而，隨著各國公司法競相減低公司設立之門檻以擴大公司組織與有限責任之適用範圍，對有限責任之反省的聲浪也逐漸出現。蓋有限責任不僅影響債權人之債權可否完全受償，連帶的也影響到公司經營者在決定公司行為時的風險考量，可能造成公司不當的將風險轉嫁予債權人，導致市場上無效率的風險分配。儘管各國公司法均設計多種機制試圖緩和有限責任可能產生之弊端，甚至在某些個案透過判決突破有限責任的限制，此等措施終究有其極限，而未能完全解決有限責任之問題。且該等機制的使用對公司或其他市場上參與者而言，亦需耗費一定的遵守成本。既然有限責任的創設並非理論上之必然，一旦其所帶來的利益（鼓勵投資）未能超過其所帶來的不利益時，有限責任之正當性立即遭受質疑。

當有限責任遇到小型公司或公司侵權行為時，其所產生的問題更為明顯。小型公司由於公司所有與經營結合的程度相當高，使有限責任原本以所有與經營分離之假設於小型公司並不適用。易言之，賦予小型公司有限責任所能獲得之利益相對微小，所導致的道德風險卻不容忽視。至於公司的侵權行為，其被害人較無機會透過契約或其他機制轉嫁風險，透過有限責任一味使該被害人承擔公司行為之風險，是否妥當，亦有疑問。

儘管有限責任發展至今有上述問題，且不乏學者提出其他有限責任的替代制度，惟目前仍無被公認可完全替代有限責任者。惟應注意者，無更加替代制度的存在不代表吾人能忽略或漠視有限責任之問題，在制度上無更佳替代手段出現之

前，可能僅能依賴法院於個案中追求公平正義。

在各國因應有限責任的各項機制中，法定資本制（資本三原則）一直扮演著重要的角色，尤其是採用大陸法的歐陸國家、日本及我國。而美國早期雖也採取法定資本制，惟其於 1980 年代模範公司法修正時，已捨棄公司資本對於債權人保障之功能。值得注意者，法定資本制的功能與實效，近來在歐洲學界亦遭受相當大的質疑。其對於法定資本制的批評主要有二：無法有效保障債權人與欠缺效率。依其研究，認為公司債權人普遍不仰賴法定資本制所提供之保障，另一方面，法定資本制卻增加整體市場的交易成本。公司法之目的主要為促進市場效率以提升經濟發展，一套制度若未能達其目的或欠缺效率，實為相當嚴重的問題。

關於法定資本制的替代手段之提出，其難度遠低於有限責任的替代制度。美國修正後模範公司法，在決定公司得否分派時，改採雙重償債能力標準，即股權償債能力與破產償債能力。復觀察歐盟委員會所提出的改革方案，也意識到法定資本制可能過度限制公司之財務彈性，其雖未放棄法定資本制，但已針對歐盟第二號公司法指令的數項規定有所放寬。歐洲學術界則有相當見解認為，公司債權人保障之界線，應在於公司的償債能力，而非公司之資本，因此建議公司法之分派標準應改採償債能力標準（破產標準），再輔以其他適合於大陸法系之制度以為配套。此外，其等著眼於法定資本制之無效率，多建議在歐盟立法的層次，不應將法定資本制作為強制規定，而宜將此留由各國法自行決定。至此，可發現歐盟可能有慢慢走向美國之趨勢，將債權人保護之基準自公司資本移至公司之償債能力。

一旦捨棄法定資本制，公司資本對債權人而言將不具有任何保障意義，則法定資本制原本之諸多規則，例如股票之面額、股東出資方式之限制、股份買回、財務援助……等規定，部分無繼續存在之必要，部分將被其他制度取代，均有助於提升公司之財務彈性。又廢除法定資本制之替代措施的選擇，亦應注意債權人

因其係自願性債權人或非自願性債權人而有不同，且非自願性債權人在現行法中揭穿公司面紗原則其成效如何，均係其他制度設計上應考慮之點。

惟應注意，廢除法定資本制的前提為，公司法與相關法律之其他制度能有效替代法定資本制之功能。例如美國之董事義務與責任的發展已相當成熟，因此其廢除法定資本制後，作為替代制度的償債能力準則主要係以董事之忠實義務作為基礎。至於英國近來主張廢除法定資本制者，亦多係基於該國其他債權人保障之手段例如不法交易或詐欺交易等已經足夠。因此，外國對於法定資本制之檢討雖可供我國參考，然其廢除法定資本制之主張，於我國未必適合，仍須一併檢視我國其他關於債權人保障之規定。尤其我國法制環境與英美仍有不同，受規範者對遵守法律的認知可能不若英美等國，過度放任公司自治可能導致公司之濫用，使得所謂的「彈性」在我國將與「沒有限制」劃上等號。

然可確定者，如同本文在第二章之討論，法定資本制對公司各項行為有嚴格且明確之要件與效果，本質上為「規則」的規範模式，相較於董事義務等以「標準」為主的規範模式，必然較為缺乏彈性，對公司而言也較無法因應瞬息萬變的商場環境。今後我國之公司法規定，在不妨礙債權人保護目的達成之範圍內（此為最重要之前提），仍宜盡量往「標準」的規範模式移動，提供市場參與者更大的彈性，進而提升市場效率。

## 第六章 我國資本三原則具體規定之檢討

於第五章中，本文係就法定資本制與有限責任此二制度提出討論，並認為此二制度有其問題，尤其是法定資本制近來透過歐盟與美國學者間的辯論，已遭受相當嚴厲的批判。然而，有限責任與法定資本制畢竟在我國存在已久，縱使此二制度有其問題，欲加以改變或改採任何替代方案，均可能導致相當大的改革成本。且前兩節中所提出的許多分析，多係建立在外國之經驗與背景上，未必能適用於我國，就我國之情形仍有待國內的實證研究或討論。

既然認為如同美國捨棄法定資本制可能對我國衝擊太大，另一種比較法上可供我國參考者為，比較同採法定資本制的歐盟第二號公司法指令與英國公司法，在具體規定上與我國之不同。如同第四章所述，同樣採取法定資本制的立法例中，各國之具體規定仍有出入，例如英國公司法分派的概念、股份買回限制之放寬、財務援助、減資之程序等規定，部分為我國所無，部分則與我國規定不同。此等差異究竟孰優孰劣，值得進一步討論。以財務援助為例，若認為其係股份買回之脫法行為，則我國並無相對應的規定，是否可能產生法律上的漏洞？但另一方面，從英國法逐漸放棄財務援助之規定觀之，我國法似乎反倒有先見之明，一開始就不針對財務援助有所規定。此等問題，一方面凸顯法定資本制下各種規定的複雜性，另一方面也顯示出我國法定資本制中的各項規定仍有再檢視的必要。

由於我國學者或實務習慣以資本三原則作為我國法定資本制的描述或行為態樣的分類基礎，故以下亦以此為基礎，分別比較我國資本三原則之具體規定與歐盟指令或英國公司法之具體規定，以檢視我國在規範上可能有不足之處。

### 第一節 資本確定原則



## 第一項 授權資本制與最低資本額

觀察我國公司法修正之沿革，從最早的法定資本制<sup>1</sup>到折衷式授權資本制到現今的授權資本制，可謂往提高公司財務彈性之方向移動。如本文於第三章關於英國公司法之討論，授權資本與公司之實際資產無任何關係，例如公司之授權資本一億元，在公司實際發行達一億元之前，授權資本均不會變動。對於公司債權人而言，若謂公司資本對其有保障意義，該資本也應為公司的實收資本。且從資本維持原則的各項規定例如股利分派、股份買回等觀察，亦均係以公司之實收資本做為參考依據。至此，授權資本可謂與債權人保障已無任何關連，其所剩下之功能僅為規範公司內部股東間之關係，亦即，授權資本構成董事會可發行股份之限制，使得股東得預測其股權稀釋的上限。

既然授權資本已與債權人保障無任何關連，是否仍有必要強制公司設定授權資本即有疑問。若授權資本制所剩下者，僅係公司內部股東間的事項，則設定授權資本與否應留待公司股東自行決定，而無以法律加以介入之必要。故本文認為，將來可參考英國公司法的規定，認為是否設定授權資本宜留待公司股東會決定，若公司股東欲對董事會發行股份之權限設有限制，自得於股東大會決議將此限制訂於公司章程中。

此外，我國公司法於 2009 年 4 月之修正，參考各國立法趨勢，廢除公司之最低資本額。雖然最低實收資本額並不屬於資本三原則之概念，但仍蘊含以資本作為債權人保障之概念，而屬法定資本制之一環。因此，最低資本額之揚棄，也意味著資本三原則在我國之功能更為減低。另外，學者指出，考諸我國實務狀況，臺灣中小型公司於設立後將股份發還者並非罕見，與其以最低資本額係為保障債權人而設，引發債權人錯覺，廢除最低資本額可使債權人回歸重視公司實質財

---

<sup>1</sup> 本處的法定資本制係指相對於授權資本制的章定資本，而非英美法上的 legal capital rules 概念。

產，更能節省規範成本<sup>2</sup>。至於就特殊事業例如銀行、保險等，仍有必要由目的事業主管機關保有最低資本額之要求以作為許可之依據，惟此已與公司法之規範較無關連。

## 第二項 面額股與無面額股

向來各國公司法採用面額股的理由，主要有三：確保股東平等、保障債權人與潛在投資人以及使股票容易出售。蓋公司採用面額股，並搭配折價發行之禁止原則，可牽制董事會，限制其不得用低於面額之價格發行股票，確保公司發行股票至少可收受一定之對價，而充實公司之資本，同時避免稀釋原股東之權益。且公司股票之面額，亦可作為投資人購買股份時的參考，可促進股票之發行。然而，進一步檢視此三個理由，可發現其並無法正當化股票必須有面額。

首先，就確保股東平等，重點應在於股票發行之對價，至於禁止股票折價發行，充其量只是限制股東購買股票的最低價額，與確保股東平等仍未能劃上等號。蓋股票係有價證券之一種，有價證券本身並無價值，其所表彰的是對系爭發行公司之一定權利，亦即有價證券的價值係反映發行有價證券之公司財務。股票之面額既然與其實際價值無關，公司以股票的實際價值發行股票時，縱使其實際價值低於股票面額，亦無稀釋其他股東權益的問題。

其次，關於債權人與潛在投資人之保障。除非採取美國多數公司法的制度，認為公司資本對債權人之保障限於面額的部分，而不及於資本公積。否則，若認為資本維持原則之內涵，在確保股東為取得股票所投入之對價（包含資本與資本公積）均應留存於公司而不得分派，透過面額股將股東出資區分為資本與資本公積，並無太大的區別實益。此外，縱認為公司資本具有傳遞公司資產訊息之功能，姑且不論公司資本是否能夠真正表彰公司的財務狀況，無論對於公司之授權發行

---

<sup>2</sup> 曾宛如，公司法最低資本額之變革-論有限公司與股份有限公司最低實收資本額規定之廢除，月旦法學雜誌，第 171 期，頁 137，2009 年 8 月。

股份或實際發行股份，股票面額的本質均非投入資本或股份價值之公示手段。亦即，折價發行本身並無誤導的問題，真正發生誤導者係公司未如實記載股份折價發行，而於財務報表（即資產負債表）高估股東權益項目。

職此，股票面額之所以存在，剩下的理由僅為使股票易於出售。依學者對美國公司之觀察，認為在美國迄今面額股仍一直存在的最重要因素為，面額股較為傳統且為投資人所熟悉，甚至對投資人較具有吸引力。典型之情形為優先股通常具有較高之面額，而以高價購買優先股之投資人於看到其優先股面額較普通股面額高時，會認為其投資之對價獲得一定的保證。縱使公司法已修正允許發行無面額股，公司通常不願意放棄此種吸引投資人之手段<sup>3</sup>。另一原因則為仍有某些債權人將公司之資產負債表視為其債權之保證，亦即公司若具有相當高的認定資本（stated capital），通常能使債權人較為安心，而公司同樣也希望能繼續維持此一表徵。又面額股使股票易於發行固然有利於公司之籌資，惟面額股若僅係建立在一些不實的表徵以吸引投資，亦未必有利於整體經濟。此外，若面額股的使用僅為公司用以吸引投資之手段，則並非所有公司均有此需求，立法上亦無法正當化將其作為強制規定。

然而，面額股的採用必然伴隨股份之禁止折價發行，此將使公司於開始營運後若欲自投資市場籌資，除非公司能持續維持其股份之價值，否則可能遭遇籌資困難的問題。在美國採用股份面額之公司法雖禁止公司折價發行，但最高法院於 *Handley v. Stutz*<sup>4</sup> 一案則創設了例外，該案法院認為公司若為了持續經營（going concern）之考量，只要公司以公平市場價格發行股份且無不公平交易之情事，縱使股份係折價發行，認購之股東亦無須就該差額部分對債權人或其他股東負責。在本案之後，若公司已盡最大善意以符合對價之價格發行股份，該股東無須負任何責任。要之，當公司發生財務困難而其股份之市場價值已低於面額時，並

<sup>3</sup> Robert C. Art, *Corporate Shares and Distributions in a System Beyond Par: Financial Provisions of Oregon's New Corporation Act*, 24 WILLAMETTE L. REV. 203, 230 (1988).

<sup>4</sup> 139 U.S. 417 (1891).

無理由禁止公司為持續營運之目的以股份之市場價值發行股份<sup>5</sup>。美國之公司為避免嗣後折價發行之困難以及面對法院容許折價發行之範圍的不確定性，多半以低面額股或無面額股解決此一問題。

禁止折價發行之問題，在我國更為嚴重。此係因我國規定公開發行公司之股票面額一律 10 元，使公開發行公司無法自行決定股票之價額。而非公開發行公司雖無此限制，通常亦將股票之面額訂為 10 元。當公開發行公司財務狀況不佳使其股票市價低於 10 元時，幾乎無可能再從市場上募集資本。我國立法者面對實務上對於折價發行的需求，於 2001 年就公司法第 140 條新增但書「證券管理機關令有規定者，不在此限」。而主管機關亦修正發行人募集與發行有價證券處理準則（下稱處理準則），於第 19 條規定：「發行人申報以低於票面金額發行股票，應敘明未採用其他籌資方式之原因與其合理性、發行價格訂定方式及對股東權益之影響，並依公司法或證券相關法令規定提股東會或董事會決議通過。發行人申報以低於票面金額發行股票，經本會申報生效後，應於公開說明書及認股書中以顯著字體載明公司折價發行新股之必要性與合理性、未採用其他籌資方式之原因及其合理性。」

透過主管機關之個案核准允許公司折價發行股票，固然可於一定範圍內解決實務之需求，然而具體適用上仍有其問題<sup>6</sup>。例如主管機關於決定是否核准時依有價證券處理準則之規定，主要係以公司有無其他籌資方式、發行價格訂定方式以及對股東權益之影響作綜合判斷。然而，自資本市場上募集資本既為公司籌資方式之一種，將其列為公司最後手段，似過度限制資本市場的發展<sup>7</sup>。而發行價

<sup>5</sup> JAMES D. COX, COX & HAZEN ON CORPORATIONS 1063 (2nd ed. 2003).

<sup>6</sup> 甚至有學者認為，若採面額股制度則應堅持不得折價發行之原則，以避免資本制度遭受澈底破壞。參王文宇、林仁光，公司資本制度與股票面額之研究，收於王文宇著，民商法理論與經濟分析（二），頁 546，元照出版社，2003 年 4 月。

<sup>7</sup> 類似的問題亦存在於日本。日本於 1950 年之前亦有最低面額之限制，惟該國學者研究指出，個人持股比率與股份投資單位大致呈逆相關之關係，若股份投資單位過高將造成個人持股比率滴下，進而減低市場之流動性。該國立法者為因應企業廢除股份分隔時淨資產額之需求，及對於股份單位大小傾向於由企業自由決定，於 1950 年修法廢除股份之最低面額。參邱秋芳，廢除最低及固定面額限制之探討，證交資料第 478 期，頁 6-10，2002 年 2 月。

格訂定方式，應為公司經營者之經營判斷法則之範疇，讓主管機關有過大的干涉權限，亦未必合理。另外，公司法、證券交易法或處理準則均未對折價之程度有任何限制，僅籠統規定發行人折價發行時應經證期會申報生效或核准。有學者認為，若公開發行公司利用此種折價發行將極大折扣之股份優先給予特定人或吸引特定投資人，事實上效果可能相當於美國的無面額股票，且亦可能發生低價股詐欺（penny stock）之情事<sup>8</sup>。

雖然理論上股票之折價發行之問題可透過加強對價衡平原則之確保與資訊揭露加以解決，為何立法者仍認為公司折價發行必須經主管機關許可？本文認為，此應係反應立法者對於公司經營者的不信任所致。蓋公司股票如須折價發行，多半意味著公司經營者經營不善或有其他原因，此際若再任由經營者折價發行股票，對公司股東或潛在投資人即有潛在的風險，而有由主管機關介入的必要。

因此，若有朝一日隨著我國市場或立法者對公司經營者或專家之信賴提升，則由公司自行決定其股票之面額應非不可行<sup>9</sup>。應注意者，雖然我國公司法對資本公積的使用設有嚴格的限制，惟資本公積相較於公司資本，並非絕對不可分派。典型者為公司若有虧損，在使用資本公積填補虧損後，因公司法並未規定公司必須保持發行資本時所獲得資本公積之數額，公司嗣後獲得之盈餘即可用於分派。此等結果，無異於允許公司以資本公積分派。因此現行法強制規定公開發行公司股票面額，對債權人言最大的意義係公司狹義的資本（發行面額乘以已發行

---

<sup>8</sup> 馮震宇，論公司法修正對公司資本三原則的影響，收於氏著，公司證券重要爭議問題研究，頁274，元照出版社，2005年5月。另值得注意者，若低價股詐欺係發生於我國，折價發行既需主管機關核准，公司經營者可能得以主管機關核准作為抗辯事由，而增加究責之難度。

<sup>9</sup> 有學者認為，過去股票禁止折價發行之所以於我國引起相當反彈聲浪，即導因於主管機關訂定統一票面額。倘主管機關揚棄對統一票面額之迷思，一切問題均可迎刃而解。參曾宛如，曾宛如，有限責任與債權人之保護，臺大法學論叢，第35卷第5期，頁150，2006年9月。至於統一票面額之優點，大抵上有：便於公司各種帳簿之記載、便於調查、便於盈餘分派、便於剩餘財產分派、便於表決權計算及便於證券市場之交易等，參邱秋芳，化解股價低於面額公司籌資之困境—面額股與無面額股，證交資料第471期，2001年7月。

股份數) 未經減資, 不能分派<sup>10</sup>。

於允許公司自行決定股票面額後, 折價發行的問題應可減低。此際, 股票面額之功能僅在於決定公司之資本, 此或許為向來採取法定資本制的公司法無法放棄面額股之原因之一。然而, 採用無面額股不必然代表捨棄法定資本制。例如依德拉瓦州公司法, 若公司發行之股票無面額, 則由董事會決定在何範圍內將股東之出資指定為公司資本, 其餘部分為資本公積。或有認為, 由董事會指定公司資本不足以保障債權人, 而應限制所有股東出資均不得返還股東。縱使如此, 亦與股票面額無必然關連, 加拿大公司法即為一例。該國公司法規定, 公司股票必須沒有面額、必須全額繳付、公司股東得以任何董事會認為適合之對價出資(惟董事會有義務確保該出資符合對價相當), 最重要者, 係所有股東之出資均需列入「資本帳目」(stated capital amount), 而構成公司分派(包含股利分配與股份買回)之限制<sup>11</sup>。加拿大公司法之規定, 一方面採用無面額股, 一方面又提供債權人接近我國現行分派限制之保障, 可供我國將來立法之參考。

簡而言之, 本文認為我國之票面金額股制度存有若干問題。首先, 於公開發行公司強制規定公司之面額數額, 並依票面金額將股東之出資區分為資本與資本公積, 不僅區別標準過於恣意, 且既然資本與資本公積均需受到資本維持原則之規範, 其區別實益並不明顯。其次, 折價發行之禁止雖有一定的法理基礎, 但欲達成其立法目的(保障股東、債權人等), 重點應在於如何確保股東出資與取得之股份具有相當對價, 與股票面額無必然關係。第三、將來改革之方向可朝兩方向移動, 近程可考慮由公司自行決定其面額, 使公司得決定資本與資本公積之數額, 而提升公司財務之彈性。遠程則可考慮無面額股的採用, 至於此時究竟應否

<sup>10</sup> 惟資本公積之使用限制, 近來已遭受國內實務批判, 主管機關亦已提出修正草案。參本節第二項第二款。

<sup>11</sup> Canada Business Corporation Act (R.S., 1985, c. C-44), sec. 24-26, 34 & 42. 惟應注意者, 雖然加拿大公司法所規定的資本範圍甚廣, 涵蓋我國或英國之資本與資本公積, 惟其對於公司之減資, 係規定公司若有合理基礎相信期能支付即將到期之債務, 以及公司之減資(若為實質減資)不會導致公司可實現資產低於總債務。

保留法定資本制，或是如何決定公司之資本，則為另一考量。惟必須注意者，面額股制度、股利制度與會計準則等，需彼此配合方能形成完整的面額股資本制度，且股份之面額亦涉及資本結構、股東權益及稅務等問題，因此股票面額或無面額股之推動，自須一併將所有相關制度納入考量<sup>12</sup>。另參考加拿大公司法可知，廢除面額股制度不必然對我國現行資本三原則造成過大的衝擊，而須視廢除後的其他配套措施加以決定。

## 第二節 資本維持原則

### 第一項 出資種類之限制

依我國公司法第 156 條第 5 項，股東之出資僅限於現金、公司所需之技術、商譽等。同條第 6 項則規定公司設立後，得發行新股作為受讓他公司股份之對價。復依同法第 272 條但書，公司發行新股時若係由原有股東認購或由特定人協議認購而不公開發行者，得以公司事業所需之財產為出資。依此等規定可知，我國與歐盟之法定資本制相同，均僅允許股東以出資時具有現金價值之標的出資。

國內已有學者指出，此等規定具有以下問題<sup>13</sup>：一、本條規定可能動搖資本維持原則與資本不變原則，對債權人或股東之保障可能不周全；二、若立法上將股東之出資標的放寬，為何仍限於上述幾種類型？三、董事會以一般決議決定抵充之價值，是否妥當？又董事會所通過得抵充之數額過高而致公司蒙受損害時，董事之責任為何？

<sup>12</sup> 王文宇、林仁光，前揭註 6 文，頁 546。此外，日本公司法早期亦採用面額股制度，惟於 1950 年代為使公司便利籌資，引進無面額股制度，使面額股與無面額股同時並存。該國為防止無面額股遭受濫用，同時設置許多嚴密的措施以為防範，該等經驗對我國亦有相當參考價值。關於日本無面額股制度之介紹，參邱秋芳，前揭註 9 文。

<sup>13</sup> 王文宇，公司法論，頁 237，元照出版社，2006 年 8 月；林仁光，資本維持原則之重新檢視，頁 55，臺灣本土法學雜誌，第 33 期，2002 年 4 月；馮震宇，公司證券重要爭議問題研究，頁 289，元照出版社，2005 年 5 月。

換言之，在法定資本制下，將公司資本與債權人之保障連結，為強調公司資本確實代表相當之資產，使公司資本得作為衡量公司信用與償債能力的標準，必須就股東之出资方式設有嚴格的規定，例如限制股東出資之標的以及現物出資之鑑價等，此為歐盟與英國公司法目前採取之方式。反之，若捨棄法定資本制的規定，則股東出資僅涉及公司股東間的公平性，可給予董事會較大的彈性<sup>14</sup>。而觀察我國公司法，既係採取法定資本制的立法例，限制股東之出資標的，則公司之籌資自由已受到一定的限制。惟另一方面，我國僅要求非現金出資需經會計師之查核報告，並未如歐盟指令要求須經獨立鑑價。且美國公司法允許董事會決定現物出資之對價，係因該國公司法對於董事會的責任規定較為周詳，若我國未能落實董事會權責追究的機制，可能有出資冒濫的風險<sup>15</sup>。換言之，現行法未規定現物出資須經專家鑑價，雖可免除公司專家費用之負擔，然而也將使得法定資本制的目的打了折扣。

雖同為採取法定資本制的立法例，我國與英國及歐盟顯著不同者在於責任追究之規定，尤其是專家鑑價之責任。我國對於股東出資不實之責任，主要係以公司法第9條作為制裁，並輔以民法上侵權行為之規定。因此，當公司高估股東出資價值而超額核發股份時，即該當於「公司應收之股款，股東並未實際繳納，而以申請文件表明收足」之情形，而需負有民事或刑事責任<sup>16</sup>。至於英國則強調鑑價者之角色與報告，而明文加諸民刑責任<sup>17</sup>。

本文認為，是否放寬出資標的，與是否採取法定資本制無必然關連。向來採取法定資本制之立法例之所以限制股東出資之標的，係為強調資本對債權人之資訊的正確性。對於某些出資標的不易鑑價或是該標的之價值未必能實現者（例如

<sup>14</sup> 之所以如此，係因公司與債權人之間具有較高的代理成本問題，因此有以法律介入的必要性。反之，若僅係股東間公平性的問題，因董事會原則上與此無利害關係，較宜由董事會決定。

<sup>15</sup> 王文宇，新公司法對股份有限公司資產進出之規範，收於氏著，新公司與企業法，頁218，元照出版社，2003年1月。

<sup>16</sup> 曾宛如，有限責任與債權人之保護，臺大法學論叢，第35卷第5期，頁149，2006年9月。

<sup>17</sup> Companies Act 2006, s. 599.



未來勞務之提供)，若允許此類型的出資，除可能使公司的資本誤導債權人，亦可能使公司作出不當分派。而在不採法定資本制的立法例，雖然高估股東之出資也可能誤導債權人，但於此情形因債權人知悉其本無法直接信賴公司之資本，而必須實際檢視公司之資產負債表，被誤導之可能性較低。例如公司允許股東以未來之勞務出資，因公司債權人知悉不能僅憑公司資本即信賴其有該資產，通常會進一步檢視公司資產負債表而了解此項資訊，並進而評估該勞務可能之價值。換言之，債權人雖可能需花費較高的調查成本，但被誤導的可能性也較低。

惟此不代表捨棄法定資本制即代表不注重出資價值的正確性。若捨棄法定資本制，例如美國之 RMBCA 或歐盟學者間提出的新替代標準，係以公司之總資產與總負債之關係作為分派限制之一。論諸實際，即便不採法定資本制，仍有出資灌水或資訊錯誤的問題。例如捨棄法定資本制後，重要者為公司總資產之判斷，若公司高估股東之出資價值而生灌水之情事，信賴公司淨資產之債權人仍有可能遭受損害。然可確定者，至少在捨棄法定資本制之情形，債權人欲了解公司資產無法直接以資本作為信賴對象，較不易被公司資本誤導。且既然公司無法以資本獲取債權人之信賴，公司發行灌水股的誘因也會因此降低，此時透過股東平等原則或董事義務之規定，應能於相當程度內減低出資灌水的風險。此外，隨著會計的發展，過去許多難以鑑價之出資如今可能已慢慢有一定的鑑價標準，似無必要自始即將某些出資種類排除於出資標的外。

要之，不論是否採取法定資本制，均會存在出資灌水的問題。僅不採法定資本制時，因資本不再具有資訊傳遞的意義，此問題之嚴重性較低。然而，縱認為放棄法定資本制此問題仍然一樣嚴重，亦不必然足以正當化公司法限制股東出資標的。蓋於此際，仍有利益衡量或價值判斷之問題，亦即公司資訊正確性與財務彈性二者間的取捨，限制股東出資標的者著重於前者，反之則著重於後者。從歷來之修法趨勢可知我國公司法對此部分之限制係逐漸放寬。儘管專家鑑價之效用在外國屢遭質疑，在我國尚未能如同美國完全仰賴公司經營者責任前，專家鑑價

仍有其必要性。現行法除應強化揭露義務、明定估價時點以利釐清責任外，並應就鑑價者在何種情形下應為其過失負責予以明文規定，以避免鑑價流於形式或無法發揮功能<sup>18</sup>。最後，鑑於出資種類的限制會對公司財務彈性有負面影響，將來仍應隨時檢視公司需求、會計發展與其他債權人保障機制，以作出最符合市場需求之立法。

## 第二項 股利分派

### 第一款 股利分派之要件

我國之股利分派可分為現金分派與股票股利，前者主要規定於公司法第 232 條，後者則規定於公司法第 240 條與 241 條。

依我國公司法第 232 條，公司非彌補虧損及依法提出法定盈餘公積後，不得分派股息及紅利。且公司無盈餘時，不得分派股息及紅利。但法定盈餘公積已超過實收資本額百分之五十時，得以其超過部分派充股息及紅利。本條相較於外國立法例，具有如下特色：一、本條對於分派之財源，除禁止公司以資本與資本公積分派外，尚強制要求公司每次分派時須先提出百分之十的法定盈餘公積（公司法第 237 條）；二、公司上一年度無盈餘時，不得分派，若欲以法定盈餘公積分派時，法定盈餘公積必須超過實收資本額之百分之五十始得為之；三、我國未採所謂靈敏股息標準（nimble dividend），完全禁止公司在有虧損的情況下為股利分派；四、公司分派股利是否合法全憑上一年度的財務報表是否有盈餘為判斷，公司法未明文要求董事會將對未來現金流量之預測納入考慮。

前述一到三之特色，均與公司得分派之財源有關。若與英國公司法或美國採取法定資本制之立法例比較，可知我國公司法之規定相對嚴格。其中限制公司僅

---

<sup>18</sup> 曾宛如，前揭註 9 文，頁 149。

得以盈餘分派、禁止靈敏股息標準等，均為標準採取法定資本制之規範方式，並無問題。惟關於法定盈餘公積之提撥，則為近來實務所批評，認為其限制過於嚴格。依 2009 年 3 月之新聞報導，近幾年許多企業受景氣衝擊，台灣積體電路製造股份有限公司擔心今年無法維持與過去相當的現金股利，恐對股價造成衝擊，因此建議經濟部等單位放寬法令限制<sup>19</sup>。而就資本公積之規定，有學者於比較德國、法國及日本等大陸法系國家之規定後，認為我國資本公積之提列範圍比該等國家更為廣泛，但就資本公積之用途則採取大陸法系的資本制度，嚴格限制將資本公積分配給股東，造成我國資本公積制度比起先進國家更嚴格限制股東的盈餘分配請求權，然而此等規定是否為我國立法者有意提高公司債權人之保障，或有無此必要，均有疑問<sup>20</sup>。

有鑑於此，經濟部商業司、行政院金融監督管理委員會證券期貨局、台積電為此組成專案小組研議。主管機關表示，經濟部將修正公司法，資本公積的部分將完全鬆綁，可用以發新股或現金。至於法定盈餘公積的部分，由於一般公司與公開發行公司的資本額差距太大，公開發行公司法定盈餘公積達實收資本額的門檻，以及發放新股或現金的比例，將由金管會訂定<sup>21</sup>。隨後，行政院於 2009 年 7 月 10 日提出公司法部分條文修正草案，並於該草案總說明謂：「鑒於部分公司於過去年度已累積大量法定盈餘公積及資本公積，如能讓公司彈性運用，除發行新股外，亦得以現金發放與股東，當有助於吸引投資，爰明定公司無虧損者，得將法定盈餘公積及資本公積之全部或一部，按股東原有股份之比例發給新股或現金。（修正條文第二百四十一條）」<sup>22</sup>。

<sup>19</sup> 經濟日報，2009 年 3 月 7 日，A3 版。實務之所以如此強調股利發放的重要性，在於公開發行公司的股利政策通常會反應公司經營者對未來的預測，具有一定的指標作用。若公司能穩定的發放股利，通常可提升股票價格。 See William H. Ralston, *The 1980 Amendments to the Financial Provision of the Model Business Corporation Act: A Positive Alternative to the New York Statutory Approach*, 47 ALB. L. REV. 1019, 1029 (1982).

<sup>20</sup> 邱秋芳，我國公司法法定公積制度之檢討，月旦法學雜誌，頁 193，2003 年 5 月。

<sup>21</sup> 經濟日報新聞，前揭註 19。

<sup>22</sup> 資料來源，法源法律網，法律新聞，2009 年 7 月 17 日（網路資料）。

該公司法修正草案第 241 條規定「公司無虧損者，得依前條規定股東會決議之方法，將法定盈餘公積及下列資本公積之全部或一部，按股東原有股份之比例發給新股或現金：一、超過票面金額發行股票所得之溢額。二、受領贈與之所得（第一項）。前條第五項、第六項規定，於前項準用之（第二項）。以法定盈餘公積發給新股或現金者，以該項公積超過實收資本額百分之二十五之部分為限（第三項）。」依此規定，公司將得以資本公積分派現金股利，可謂大大放寬我國現行法對資本公積之限制，使得我國資本維持原則的「資本」將限於票面金額乘以發行股數的狹義資本。此外，本條亦將法定盈餘公積的分派限制從實收資本額的百分之五十降到百分之二十五，同樣放寬公司分派之限制。

對於此次的修正草案，大致上符合近來各國對法定資本制過於嚴格之反省，本文也相當贊同。首先，如同本文第四章之討論，英國與美國並無法定盈餘公積制度，公司得自行決定是否提列盈餘公積。日本於 2001 年 6 月亦修法放寬法定盈餘公積的提列限度，將原來的法定盈餘公積須達資本的四分之一，放寬為法定盈餘公積合併資本公積達資本的四分之一<sup>23</sup>。我國公司法本次修正降低法定盈餘公積之提列，與其他先進國家之立法趨勢一致，有助於提高公司資產運用的自由度。

然而必須注意者，修正草案第 241 條允許公司將資本公積作為現金分派的對象，使資本維持原則的資本限於票面金額之部分，與過去將所有股東為取得股份之投入均認為構成債權人保障之資本不同，已比英國公司法更為寬鬆，而往美國德拉瓦州公司法之方向移動。此外，公司法雖規定公司發行之股票必須有面額，但並未強迫非公開發行公司之面額大小。在允許公司以資本公積作為現金分派之財源後，可預見未來可能有許多非公開發行公司發行低面額股，降低公司資本額以提高公司財務彈性。如此一來，過去美國公司法中法定資本制所面臨之問題，亦可能發生於我國。亦即，若採用此修正草案，將來法定資本制對於債權人之保

<sup>23</sup> 邱秋芳，前揭註 20 文，頁 196。

障的意義也將隨之減低，而有另外思考其他配套措施之必要。

最後，係關於股利分派的現金流量考量。參考英美等外國立法例，多半要求董事會必須確保公司於股利分派後仍可償還已到期之債務或一年內將到期之債務，以確保公司之繼續營運與債權人之權利。反觀我國公司法，係以公司上一年度之財務報表作為分派基礎，如此可能引發下列問題：一、若公司之財務狀況於財務報表作成後至股利分派決定前發生重大改變，導致公司之財務狀況已與財務報表作成時不同，公司是否仍可分派，即有疑問。亦即，公司法並未明定董事會應否將公司於財務報表作成後之狀況納入考慮；二、公司之資產負債表未必能完全反應公司之償債能力或現金流量，即便在資產負債表上公司並無虧損，然若公司係無法清償債務而遭強制執行時，通常公司資產拍賣之價格會較市價為低，而損害公司債權人之利益。要之，以上一年度的財務報表作為分派合法性之基準，未必能確保公司之償債能力，尤其是公司的現金流量或資金調度之問題。

然而，現金償債能力事涉公司經營者對未來之預測，難以法律明定其具體要件。對此問題，現行法下或可透過法院課予公司經營者注意義務或忠實義務加以解決。惟此又涉及一根本問題，即公司經營者究竟是否對債權人負有義務。蓋依公司法第 23 條第 1 項，公司負責人之忠實義務與注意義務之對象僅限於公司，當公司負責人發放股利係經股東會決議同意時，縱使事後公司無足夠現金而被迫解散，亦難謂公司負責人侵害公司股東之利益。尤其是現行法下公司發放股利須經股東會決議，除非董事會明確違反公司法對股利分派之限制，否則公司董事通常能主張公司法第 202 條、第 231 條而免責。換言之，公司得否繼續經營，除與公司股東有關外，通常也會影響債權人之利益，惟現行法並未賦予債權人太多參與之機會。雖然關於公司之營運行為不宜由債權人過度涉入，然股利分派直接涉及公司股東與債權人之利益衝突，此時應課予公司經營者將債權人利益納入考慮之義務。惟現行法目前就此並無規定，致生債權人保障不足。

對此，本文認為英國公司法的償債能力聲明可供我國參考。蓋我國屬於大陸法系，法院或實務從事者仍習慣有明確構成要件及法律效果之法律，法官造法並不多見。故立法者得於法律中明訂關於償債能力聲明應考慮之事項與違法作出償債聲明之法律效果，將原本屬於抽象的忠實義務或注意義務盡量予以具體化，而達到保障債權人之效果。惟就償債能力聲明應考慮之事項，則仍應由立法者審酌該要求對公司造成之成本與成效並作進一步研究。至於是否應建構或如何建構公司經營者對債權人之義務，同樣有待學說與實務之發展。

至於股份股利，由於實質上不涉及公司資產分派，對公司債權人較無影響。惟在資本三原則下，公司資本係表彰公司財產，而股份股利的發放將提高公司之資本，對於資本增加部分公司若無相對應之資產，易對債權人造成誤解。我國公司法關於股份股利之規定，限制公司僅能以盈餘發放股份股利（第 240 條），或僅能以資本公積為之（第 241 條），均能確保公司增加之資本有相對應之資產，應屬妥適。

## 第二款 違法分派與受領股東之退還義務

若公司違法分派股利，其法律效果係規定於公司法第 233 條，該條規定「公司違反前條規定分派股息及紅利時，公司之債權人，得請求退還，並得請求賠償因此所受之損害。」本條規定，直接賦予公司債權人對於股東請求權，屬於股東有限責任之例外。然而，本條在適用上仍有以下之問題。

首先，本條並未規定受分派股東之主觀要件是否限於惡意，因此在解釋上，善意但受領違法分派之股東是否仍應負退還義務，即有疑問。若從比較法的觀點，本條規定應係參酌 1897 年德國商法典第 217 條所為之立法，惟其後修訂的德國股份法為符合歐盟第二號公司法指令第 16 條，於該法 62 條增訂但書之規定，凡公司股東受領者如為股息紅利，僅於其明知或因過失不知其無權受領該給

付時始負返還責任<sup>24</sup>。再參考英國公司法甚至美國公司法，此二國公司法均規定善意受領違法分派之股東原則上均不負返還義務。查其立法意旨，應在於確保善意股東既得利益之保障。尤其是在公開發行公司或股東人數眾多的大型公司，當公司未依照資產負債表或其他財務報表分派股利時，小股東通常無能力知悉系爭分派為違法，因而有加以保障之必要，即信賴保護原則的適用。換言之，在決定公司違法分派是否應命股東負返還義務時，事涉股東之既得利益與債權人保障之平衡，德、美、英等國公司法係以股東是否善意作為考量之基準，若股東為善意則可保留其受領之利益，債權人僅得對公司經營者求償。

相同的問題於我國，並非單純僅是股東與債權人之間的利益衝突與取捨的問題，尚須考量民法上的基本規範。蓋公司係違法分派股利，除有公司法第 233 條公司債權人得請求受違法分派的股東退還之適用外，另有股東會決議違法的問題。而依經濟部 90 年經商字第 0900024807-0 號函，謂「按公司非彌補虧損及依本法規定提出法定盈餘公積後，不得分派股息及紅利，公司法第二百三十二條第一項定有明文。復按公司法第二十條第一項規定，公司每屆營業年度終了，應將盈餘分派或虧損撥補之議案，提請股東同意或股東會承認。又同法第一百九十一條規定，股東會決議之內容，違反法令或章程者無效。準此，如公司未依公司法第二百三十二條第一項規定先行彌補虧損及提列法定盈餘公積即逕予分派股息及紅利者，事涉股東會決議內容違反法令而無效之問題。」依此見解，由於公司分派股利須經股東會同意，若公司違法分派，該股東會決議之內容即為違法，依公司法第 191 條該決議內容無效。進一步推論，若公司股東會決議無效而股東仍受領分派，股東就該利益之取得並無法律上原因，公司自得依民法不當得利之規定向其請求返還。而民法不當得利之立法意旨在於調整無法律上原因的利益移動，與當事人主觀要素無涉，縱使受領人（股東）係善意，仍須依不當得利之規

---

<sup>24</sup> 施建州，論資本維持原則對於債權人之保護，玄奘法律學報第 1 期，頁 15、51，2004 年 6 月。由德國股份法之規定可知，股東自公司受領給付者不限於股息紅利，若為股息紅利以外之給付，則不須考量受領人之主觀要素。至於何謂股息紅利以外之給付，涉及隱藏性的盈餘分配，詳下述。

定返還違法分派，至多僅有民法第 182 條不當得利返還範圍之問題<sup>25</sup>。

因此，當公司違法分派時，縱無公司法第 233 條之規定，無論股東是否為善意，公司對於受領違法分派之股東均有不當得利返還請求權，則公司債權人於符合法定要件下，本得依民法第 242 條代位公司行使返還請求權。依此，公司法第 233 條賦予債權人退還請求權，使債權人於違法分派發生時直接請求股東退還予公司，應係民法第 242 條之特別規定。若欲符合民法一貫性之解釋，應認為公司法第 233 條的退還請求權不以受領股東係惡意者為限。否則對於善意受領之股東，債權人不得依本條為請求退還，公司反得依不當得利之規定請求返還，似不合理。惟另一方面，若參考外國立法例，可知我國公司法並未將信賴保護的問題納入考慮，此究竟是立法者漏未考慮，抑或立法者認為本無須區分善惡意或有無過失等主觀要素，不得而知。鑑於信賴保護原則為現代法治國的重要基本原則，尤其是財產權取得的信賴保障，在立法者未明白表示意見前，將來實務在本條的運用上仍宜詳加檢視個案中債權人與善意股東間的利害關係，綜合考量股東是否善意、有無重大過失、公司債權人保障之必要性等問題，以求得債權人與善意股東間的平衡<sup>26</sup>。

其次，除受領人之主觀要素外，公司法第 233 條的另一問題為退還之範圍。德國多數學說認為，該國股份法第 62 條係對於公司資產與股東資產發生違法之「逾境（限）移動」所為之制裁規範，為提高當事人面臨之風險以遏阻公司股東為違法分派，返還之範圍應為全額返還，而不限於溢額部分<sup>27</sup>。然而，英國與美國之公司法，均規定公司股東僅需就溢額部分負返還責任。對此，本文認為，從

<sup>25</sup> 曾宛如，論董事與監察人對公司債權人之責任：以公司面臨財務困難為核心，臺大法學論叢第 37 卷第 1 期，頁 85-86，2008 年 3 月。惟曾教授另指出，以受領人知情與否之主觀要件決定返還範圍，在訴訟上將十分複雜，尤其是關於舉證責任方面。

<sup>26</sup> 本條在立法上的一個困難在於，若股東會決議違法而無效，即會有不當得利的問題，而不當得利並未考量當事人的主觀要素。對此，德國股份法第 62 條規定若公司之盈餘運用決議經撤銷而溯及既往無效者，只要股東能舉證其非因明知或因過失不知該事實而受領股息紅利者，即得受保護。參施建州，前揭註 24 文，頁 54。此種方式突破不當得利的成立要件，可供我國立法之參考。

<sup>27</sup> 施建州，同前註，頁 55。



資本維持原則的角度，公司違法分派時，於可分派數額的範圍內本來就屬於公司得分派之客體，超過此部分的分派才有侵害債權人保障的問題。因此就債權人保障的必要性而言，股東退還的範圍應以溢額部分為限較為合理。惟若根據前述違法分派時股東會決議無效以及股東與公司間成立不當得利之論述，該退還之範圍似應及於全部給付，致生解釋上的困難。

總結而言，公司股東受領違法分派時，參酌外國立法例，均對於股東之主觀要件以及退還之範圍有所規定，而我國公司法第 233 條則僅規定債權人得向股東請求退還，規定似乎過於簡略。然而，依向來實務認為違法分派之股東會決議為無效之見解，公司與股東間既成立不當得利，則主觀要件與退還範圍均須依限於不當得利之規定，亦即不考慮主觀要件且股東必須全額退還，而無其他解釋空間。因此，將來若欲對股東退還義務訂立特別規範，必須先解決公司法第 233 條與民法不當得利之關係，以避免不同法律間的規範衝突。

### 第三項 股份買回

在比較同樣屬於法定資本制之英美立法例後，可發現我國公司法關於股份買回之規定與英美仍有不同，此主要表現在股份買回之目的、財源與程序等方面。從整體觀察，應可認為我國公司法之規定較為嚴格。探求其背後之立法意旨，應係立法者上認為股份買回一般而言對公司或市場而言弊多於利，因此在立法上亦從防弊的角度出發，嚴格限制股份回籠禁止之例外，僅允許公司於特定情形買回股份。然而，參照外國立法例可知，股份買回之利益或功能絕非如我國公司法規定之狹隘，尚有許多情形是我國立法者漏未考量者。惟另一方面，我國公司法對於買回之財源或程序，反倒較無嚴格的規定，可能引發利害關係人之保護不足。因此，以下擬先重新探討股份買回之功能，再檢視我國公司法關於股份買回之規定是否合理。

## 第一款 股份買回之功能

根據學說的整理，公司買回自己股份可能具有下列功能<sup>28</sup>：

### 一、公司剩餘資金之返還與企業資本結構的調整

當公司現時無適當投資計畫時，股份買回可作為返還多餘資金給股東的管道。就公開發行公司而言，股份買回相較於股利分派，對於許多分析師或投資者所使用的公司財務比率指標有更正面的影響，而可能導致股價上漲<sup>29</sup>。某些公司例如投資公司，通常係以每股資產淨值（net assets per share）作為評量方法，股份買回也具有提升該數字的功能。對非公開發行公司而言，因其股份無公開交易市場，股東投資時須承擔無法退出的風險。在某些小型公司中，若公司之獲利主要用以繼續投資或支付董事之報酬時，則股利分派可能並不常見或數額不高。此等均會影響投資人之投資意願。若允許公司買回自己股份，股份買回可提供現存股東的退場機制，同時確保小型公司的閉鎖性。而對於潛在投資人，因投資人無法取回對公司之投資的風險將會降低，亦可提升潛在投資人的投資意願，有助於小型公司的籌資<sup>30</sup>。

### 二、異議股東的股份買回

若少數股東對於公司之重大決定持反對意見，該等重大決定可能違背股東當初投資之期待，賦予該少數股東股份收買請求權除可提供其適當的救濟管道外，亦可使公司得順利的繼續從事其決定。至於在小型公司中，可能股東人數不多，而每個股東對於公司之營運均有一定的影響力，若股東間對公司將來之營運方向

<sup>28</sup> 柯菊，禁止公司取得自己股份緩和論之研究，臺大法學論叢，第 24 卷第 2 期，1995；林德瑞，論證交法第二十八條之二的適用與法律爭議，東海大學法學研究第 17 期，頁 233-234，2002 年 12 月。

<sup>29</sup> EILIS FERRAN, COMPANY LAW AND CORPORATE FINANCE 432 (1999). 例如投資人經常以每股盈餘作為評價上市公司之標準，若公司因買回股份減少資本的正面效果未小於用以買回股份之現金的利息損失，即可提高每股盈餘。

<sup>30</sup> *Id.* at 431.

意見不一致時，由公司對特定股東為股份買回某程度上亦可解決其僵局。

### 三、公開發行公司之股價調整

依歐盟第二號公司法指令第 19 條第 2 項，會員國之法律得允許公司買回自己股份以避免緊急危難（serious and imminent harm）。在此情形，公司經營者必須於下一次股東會告知買回之原因與性質、買回股份之數量與面額、其所代表的資本的比例與對該股份的對價等事項。所謂「避免緊急危難」，具體情況包含防免公司股價持續下跌<sup>31</sup>、取得麻煩股東（trouble shareholder）所持有之股份、償還公司之債務等<sup>32</sup>。

### 四、防止併購之手段

當公司面臨敵意併購時，公司經營者得藉由股份買回之方式防衛之。此處與前面討論股東公平性相同，經營者可透過公司之股份買回增加其控制力。然而防止敵意併購對公司而言究竟是否有利難以一概而論，一方面維持現任經營者的地位可能有助於公司的正當營業政策，但另一方面則有可能阻礙市場對於公司經營的功能<sup>33</sup>。或謂公司現任經營者自身為經營權爭奪之當事人，難以期待其客觀判斷經營權之變更對於公司是否有利，對此疑慮，可考慮要求公司以股東會決議決定是否同意為此目的而買回<sup>34</sup>。

### 五、員工持股計畫

---

<sup>31</sup> 若公開發行公司之股價被市場過度低估，則公司為促使市場注意而藉由買回自己股份，向市場傳達其股價被過度低估的訊息，使公司股價回復其真正價值，即所謂信號理論（signal）。關於信號理論的批評，參林麗香，企業取回自己股份之法律問題，台北大學法學論叢，頁 79，2001 年 6 月。

<sup>32</sup> 詳參本文第四章第一節關於歐盟指令之討論。

<sup>33</sup> 併購對於公司治理向來扮演重要的角色，其理由在於，若公司經營者表現不佳，則競爭者欲取得該公司經營權時，其購買股份之價格（併購前價格）雖然高於當時市價，但低於若公司經營良好之價格，因此併購者有誘因取得其控制權。EILIS FERRAN, *supra* note 29, at 119.

<sup>34</sup> 林麗香，前揭註 31 文，頁 83。

現代企業為延攬及培植優秀人才，使公司提供優秀員工根留公司與公司休戚與共之誘因，而發展出所謂「員工庫藏股」制度，使公司有便於取得自己股份之管道，用以激勵員工。此際員工庫藏股具有節省股票取得成本及避免股權稀釋等優點<sup>35</sup>。而在外國，除有員工庫藏股外，公司買回股份亦經常作為確保公司買回即將離職員工股份的手段<sup>36</sup>。

## 第二款 我國股份買回規定之分析

### 一、股份買回目的限制之合理性

依公司法第 167 條之規定，公司僅得於該條第 1 項所列舉之例外情形始得買回自己股份。其立法目的固然係為維持公司資本、避免股份買回之濫用等，然而此等限制是否妥適，則有疑問。

股份買回具有諸多目的，已如前述，例如公司剩餘資金的返還、避免緊急危難、員工持股計畫、異議股東的股份買回等。此外，股份買回之效益並非僅止於此，尚須考慮允許公司為股份買回後對整體投資環境的影響。以公司剩餘資金返還為例，其對於閉鎖性的小型公司而言，可提供股東取回投資的管道，進一步所帶來的效益為提高投資人投資之誘因，而加強公司自社會大眾集資之管道。然而在我國公司法對於股份買回之目的係採列舉式的規定，公司僅得於法有明文的情形下買回自己股份，因此例如公司剩餘資金返還、員工持股計畫中買回離職員工股份等目的，在我國法中均無法透過股份買回達成。更有甚者，實務上則多發生公司以法條允許之目的為理由買回股份，而實際上係為追求其他目的等情事<sup>37</sup>。

<sup>35</sup> 王文宇，前揭註 13 書，頁 259。

<sup>36</sup> EILIS FERRAN, *supra* note 29, at 433 (1999).

<sup>37</sup> 例如公開發行公司近來多以員工庫藏股或穩定股價為理由買回股份，並於買回後隨即銷除，而達到實質上減資的效果。至於在非公開發行公司，多發生於公司經營者「退股」之情形。然而，實務上若經營者以退股方式受讓公司之財產並返還股份，其法律行為通常會被法院認為違反股份回籠禁止之規定而無效。參最高法院 96 年度台上字第 252 號判決。

或有謂若允許公司任意買回自己股份，易生上述流弊<sup>38</sup>。然而現行法既非全面禁止公司買回自己股份，即意味股份買回並非本質上應禁止之事項，而是涉及利益衡量的與流弊防止的問題。理論上，若能有效防止股份買回可能產生的流弊，則賦予公司越大的股份買回權限，公司之資金運用更自由，也越能達成股份買回所產生的各種效益。要之，我國公司法嚴格限制公司買回自己股份之目的，是否為防止股份買回流弊的必要手段，以及嚴格規定買回目的所生對公司資產配置的限制與防止流弊所生之效益間是否符合比例原則等，均有疑問。

## 二、股份買回之財源（額度）

公司買回自己股份，就經濟效果而言，為公司資產對於股東之分派（distribution），形同對股東的股息分配。其與股利分派唯一之不同，在於股利分派係公司無償的將資產分派予股東，而股份買回則為股東以手中對公司持有的股份作為對價換取公司的資產。惟對於公司而言，其所持有自己的股份實際上並無價值可言。因此美國 1980 年修正之模範公司法（RMBCA），直接將股份買回定義為分派的一種，而與股利分派受到相同的規範。另參考英國公司法之規定，除私人公司得例外以資本買回自己股份外，大致上係將股利分派與股份買回之財源作相同的限制，規定公司僅能以可分派盈餘買回。

我國公司法關於股份買回之財源，於自願性買回例如員工庫藏股（公司法第 167 條）或證券交易法第 28 條之 2 所規定的三種情形等，均規定公司僅得以未分派之累積盈餘（保留盈餘）及已實現之資本公積作為買回之財源。所謂保留盈

---

<sup>38</sup> 例如學者劉連煜教授認為，證券交易法第 28 條之 2 第 1 項第 3 款護盤式之庫藏股制度，在未有充分配套前即貿然粗糙立法，似為不妥。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 44-47，1998 年 8 月。另外學者馮震宇亦認為，政府或大股東若要護盤，現行法下已可透過轉投資的子公司買回母公司的股份，且護盤性庫藏股之規範內容相當抽象，又無整體支配套設計，對投資人不見得有利。參馮震宇，庫藏股制度是利多？還是利空？，收於氏著，企業管理的法律策略及風險，頁 215 以下，元照出版社，2003 年 4 月。

餘，與決定公司得否分派股息之保留盈餘相同<sup>39</sup>。而所謂已實現的資本公積，包括（一）尚未轉列為保留盈餘之處分資產之溢價收入；（二）公司法第 241 條所列之超過票面金額發行股票所得之溢價及受領贈與之所得。但受領者為本公司股票，於未再出售前不予計入（上市上櫃公司買回本公司股份辦法第 8 條）。至於在被動買回例如股東行使股份收買請求權，公司法或企業併購法則未針對財源設有規定。

我國係採大陸法系法定資本制之國家，就公司資產對於股東的分派設有嚴格規定。於股利分派公司僅得以保留盈餘作為分派之財源（公司法第 232 條），而股份買回既與股利分派具有相同的經濟效果，則何以股份買回除保留盈餘外，尚得以已實現的資本公積作為買回之財源。其買回財源大於股利分派，二者之間的規範不一致的理由何在，即有探討之必要。且資本公積本質上為股東出資之一部分，係從造成資本增減變化交易的財源中提列，不具有盈餘性，以其作為買回之財源，事實上成為股東出資之返還，是否適當也不無疑問<sup>40</sup>。此外，公司法容許公司以盈餘作為員工分紅入股之財源，係因員工於此等盈餘的獲取上曾有一定貢獻，然而，股份發行溢價等資本公積，多為股東本身繳納之股款或因此衍生之利益，與員工難謂有直接關連，將其作為員工入股之財源，亦有背於資本公積之本質<sup>41</sup>。

然而，若前述公司法第 241 條修正草案通過，允許公司以資本公積作為股利分配之財源，使股利分配與股份買回之財源規範一致，則此問題即獲得解決。換言之，此處之重點不在於資本公積究竟得否分派，而在於股利分派與股份買回在

<sup>39</sup> 保留盈餘包括法定盈餘公積、特別盈餘公積與未分配盈餘，但應減除：（一）公司董事會或股東會已決議分派的盈餘；（二）公司依證交法第 41 條第 1 項提列的特別盈餘公積；但證券商依證券商管理規則第 14 條第 1 項規定所提列者，不在此限。

<sup>40</sup> 林麗香，前揭註 31 文，頁 165。相同見解，林德瑞，前揭註 28 文，頁 261。

<sup>41</sup> 黃銘傑，自己股份買回與公司法—財政部「庫藏股」制度草案的問題與盲點，臺大法學論叢第 28 卷第 1 期，頁 240-241，1998 年 10 月。

經濟上效果既然相同，均會造成公司資產減少而影響債權人之權益，若著眼於資本對債權人之保障功能，在財源上的限制亦應一致，方為合理。

### 三、股份買回之方式

我國公司法目前對於股份買回之方式，如同本文前述之討論，僅對於公開發行公司依證券交易法第 28 條之 2 為股份買回時，依上市上櫃公司買回本公司股份辦法而訂有詳細規定<sup>42</sup>。

然而對於非上市上櫃公司，公司法並無規定買回之方式及買回之條件等，此時可能發生公司經營者任意使公司向特定股東買回股份之情事。且公司法並無如同證券交易法第 28 條之 2 第 6 項禁止關係人賣出之規定，公司董事透過迂迴手段使公司買回自己之股份亦不違法。例如當公司經營不善時，公司經營者可能假藉員工庫藏股之名義，使公司購買自己或親友手中之股份，以圖自己或親友之私利。又例如當公司遇到有不同意見的股東，經營者可能為維護自己的經營權，而使公司購買該等股東之股份等。要之，縱使公司法就股份買回之財源、目的設有規範，然對於買回之條件、對象等則漏未規定，可能發生違反股東平等原則的危險。

論諸實際，公司買回自己股份其實等同於將公司資產分派給股東，惟在此情形，因非全面為之，且公司多半是從市場上買進，因此在我國法並不將之視為資產分派之典型態樣<sup>43</sup>。惟既然其為分派之一種，公司為股份買回即應注意股東公平性的問題，以避免侵害少數股東之權益。

### 四、英國公司法之參考

我國公司法就股份買回之規定的問題，已如上述。就此等問題，本文認為英

---

<sup>42</sup> 參本文第三章第二節。

<sup>43</sup> 曾宛如，前揭註 9 文，頁 50。

國公司法之規定可供我國將來修法方向的參考。

就股份買回之整體規範，英國公司法並不限制股份買回之事由，而係從買回之財源與程序加以規範。此係清楚認知，股份買回有其功能而非完全有害於公司，縱使有時股份買回可能會對公司有害，亦不得無限上綱而自始限制公司之股份買回。從此角度觀之，股份買回可能產生之危害有三：一、買回目的不正當，例如買回目的為操縱市場、鞏固經營權等；二、股份買回構成不當資產分派，而侵害債權人之利益；三、僅對特定股東為買回，而生違反股東平等原則之情事。

首先就股份買回之目的或事由，若欲對此加以規範，應著重於買回目的之規範，而非買回行為本身。例如公司買回股份係為操縱市場，則此應為證券交易法關於市場操縱之規範範圍，不宜也不須於股份買回中規定。或有認為，公司應僅能於具有正當目的時始可買回股份。惟關於正當目的之解釋，依前述討論，公司買回自己股份之正當目的甚多，且有時該目的是否正當尚須進一步檢視其具體內容方可得知（例如鞏固經營權）。若限制過嚴，將使公司無法以股份買回追求其他目的；若限制過寬，則股份買回之正當目的甚多，將等同於沒有限制。英國公司法之作法，明確界定股份買回本身並無好壞，再透過其他法律規範股份買回之目的，使公司在合法的範圍內有最大的彈性，應屬可行之作法。當然，英國公司法之假設係該國其他規定足以因應買回目的之放寬，我國若欲放寬股份買回目的之限制，仍須檢視其他法規範之密度是否足夠。否則放寬買回目的之限制後，市場上即充斥著以股份買回進行市場操縱、爭奪經營權...等，反倒有害於整體商業環境<sup>44</sup>。

其次關於股份買回之財源，主要影響者為公司的債權人。英國公司法僅允許公司以可分派盈餘或為股份買回所發行新股之股款作為財源。就可分派盈餘，係將股份買回與分派作同等限制，較符合股份買回之本質。而使用為買回股份之目

---

<sup>44</sup> 參劉連煜，前揭註 38 文。



的所發行新股之股款買回股份，並不會影響公司現時之財務狀況。對於公司債權人之保障應屬充足。

最後關於股份買回之程序，主要涉及股東平等原則之維護。英國公司法對此之規定，係區分公司買回股份係在公開交易市場內買回或市場外買回。若係在交易市場上買回，所有股東均有出售其股份之機會，且買回之價格會受到市場機制之規範，較無圖利少數人之機會，而無特別規範之必要。至於在市場外買回，則公司股東人數眾多，應向何人買回，以及以何種條件買回，均會影響公司或其他股東之利益，英國公司法規定系爭買回條件與買回對象須經股東會同意，且出賣股份之股東並無投票權。反觀我國公司法，僅於公開發行公司有規定，且限制公開發行公司僅能在集中交易市場上買回。然則，假使公司與少數股東直接締約若可獲得更好的締約條件，且系爭契約之內容業經其他股東同意，應無理由完全禁止公司為此種買回。至於非公開發行公司之股份並無公開交易市場，我國公司法對其買回程序之規定反倒付之闕如。本文認為，宜參考英國公司法之規定，要求公司與出賣股份股東之契約須經股東會之同意（出賣股東並無表決權），始能保護少數股東之利益。

## **第四項 財務援助於我國公司法之定位**

### **第一款 財務援助之流弊與防免—英國法之經驗**

財務援助之規定主要源於英國，在探討財務援助在我國公司法之定位前，有必要先瞭解英國公司法針對財務援助特別禁止之理由。

#### **第一目 財務援助與股份買回相同之問題**

主張禁止財務援助者首先認為，財務援助視為股份買回的脫法行為，因而認為禁止股份買回之理由均可適用於財務援助。以下分別檢討股份買回可能產生之

流弊與公司法的因應之道。

首先，公司可能利用股份買回操縱市場。惟操縱市場應係證券交易法所規範之客體，不宜由公司法直接禁止股份買回。且有時公司股份之價格受到低估，公司適度的買回自己股份可調整股份的供給關係，從而具有穩定市場的作用。其次，公司可能僅向少數股東為股份買回，從而侵害少數股東利益。惟少數股東歧視之防止應屬於公司董事之注意義務的範疇，而非根本性的禁止財務援助之行為<sup>45</sup>。第三，公司經營者可能藉由買回反對派股東之股份以維持經營權。此問題則可透過董事之忠實義務或要求公司為股份買回須經股東會決議而防免，且在某些小型公司，賦予公司對於反對股東股份買回請求權，反而具有穩定公司經營或解決僵局之作用。

另從資本維持原則之面向分析。與股份買回不同，財務援助不必然導致公司的淨資產減少。例如當公司提供借款予第三人購買其股份，若第三人事後完全清償該筆借款時，公司之資產不但未受到減損，反可能獲得較高之獲利（利息）。且在英國，公司法並無禁止公司改變其資產的風險特徵，亦有許多公司行為均潛在的可能損及債權人之利益，例如公司得將其資產貸與他人等，惟此等行為均未被禁止。因此該國有學者認為在財務援助應無予以差別對待之理<sup>46</sup>。

既然並非所有的財務援助行為均將損及公司之資產，若財務援助之目的僅在維持公司資產，則財務援助之規定的禁止範圍顯然已超過其立法目的。然而自英國法官 Arden 於 *Chatsen v. SWP Group Plc*<sup>47</sup> 案所表示之意見，認為縱使財務援助之行為未違反資本維持原則，仍有避免公司資產遭到濫用而有保護股東與債權人

<sup>45</sup> Eilis Ferran, *Corporate Transactions and Financial Assistance: Shifting Policy Perceptions But Static Law*, 63(1) CAMBRIDGE L.J. 225 (2004). 至於日本公司法則係規定公司若欲自股東有償取得股份，須經股東會決議同意。而為確保所有股東有相同機會，在與股東合意取得時，必須給其他股東申請出售的機會（日本公司法第 159 條）。

<sup>46</sup> PAUL L. DAVIES, *GOWER AND DAVIES' PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW* 342 (8th ed. 2008); EILIS FERRAN, *PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE LAW* 273 (2008).

<sup>47</sup> [2003] 1 B.C.L.C. 655.

之必要。至此，資本維持原則已非保留財務援助之正當理由。

## 第二目 財務援助與槓桿併購

早期英國 Greene 公司法委員會認為應禁止財務援助，除資本維持原則之疑慮外，另一理由則係為避免實務濫用此制度以資助公司併購。例如一公司透過高額的貸款併購另一公司，隨即以被合併公司之現金或流動資產清償債務，可能有害於公司或債權人之利益。惟學者對此提出以下反駁：

首先，高比例的槓桿併購在目前以甚為普遍，因此 Greene 委員會對於此種型態商業活動可能抱持過度的疑慮。現今對於槓桿併購的看法，已從過去將其視為經營者運用他人金錢爭奪經營權的不當交易，轉為槓桿併購雖然不可避免的產生代理成本，但同時亦可能有助於社會經濟之行為。此外，財務援助與其他法定資本制的規則相同，均遭受其無助於立法目的之達成的批評。從實證數據觀察，儘管歐盟亦有財務援助禁止的規定，惟實務上的槓桿併購並未因此減少，因此財務援助之規定對此等併購而言顯然不構成障礙<sup>48</sup>。

從英國立法之趨勢而言，亦可知悉英國政府對於槓桿併購之立場的轉變。其於 1981 年公司法修正時開始引進「漂白」程序，允許私人公司於特定情形下進行財務援助。此亦反應英國政府於 1980 年代起即鼓勵經營層收購（management buyout），使那些想要成為公司所有人但欠缺足夠資金之經營者透過財務援助達成其目標<sup>49</sup>。而財務援助禁止之規定，無疑將大幅提昇公司之併購成本<sup>50</sup>。

縱認為槓桿併購可能有害於少數股東或債權人之利益，鑑於槓桿併購之複雜

<sup>48</sup> Luca Enriques, *EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial are They?*, 27 U. PA. J. INT'L ECON. L. 1, 39-40 (2006). 根據該文所引用之資料，雖然歐盟指令第 23 條禁止財務援助，近年來歐洲的併購數額高出美國百分之七十。其認為原因主要有二：一、某些會員國（例如英國）對於財務援助涉有例外規定；二、於各會員國，聰明的律師均能想出規避的方法，使其法院認為公司之行為並無違反財務援助之規定。

<sup>49</sup> CATHERINE ROBERTS M.A., *FINANCIAL ASSISTANCE FOR THE ACQUISITION OF SHARES* 6 (2005).

<sup>50</sup> Eilis Ferran, *Regulation of Private Equity – Backed Leveraged Buyout Activity in Europe* 26 (, ECGI, Law Working Paper No. 84/2007, 2007).

性，英國學者認為在規範上亦不適合以該國現行法之財務援助加以規定。在某些情形，財務援助的規定可能被濫用而阻礙原本合理的交易。例如投機的當事人可能為逃避其給付義務或交易結果，而主張財務援助使系爭交易無效。於敵意併購中，目標公司亦可能基於商業策略之考量，主張併購公司之行為構成財務援助，其目標未必在於贏得官司，而僅係拖延交易時間而獲取利益。且財務援助的複雜規定與諸多不確定性，於訴訟中法院勢必須花費相當時間進行審理，更加强當事人濫用此制度之誘因<sup>51</sup>。從歐盟各國之實踐結果觀之，儘管範圍不同，各國均對於歐盟指令之規範有相當之鬆綁，有些國家係規定私人公司不適用財務援助之規定，有些國家則對於槓桿併購設有「安全港」(safe harbor)條款<sup>52</sup>。

其次，禁止財務援助在槓桿併購的效果，係禁止合併後子公司對母公司為現金之給付。而在英國公司法中，並未禁止子公司基於合法分派對母公司為給付。而此意味著，財務援助的目的亦非完全禁止子公司對母公司給付，而是避免子公司對母公司為過度之給付，從而損及子公司債權人與其他股東的利益（因股利分配必須基於股東的持股比例）。換言之，財務援助的規定本身對於企業併購係採取中立的態度，其所關心者為股東與債權人之利益，惟因其適用範圍過於廣泛，以致於時常適用於企業併購之情形。

最後，從公司法之角度，代理成本係槓桿併購之本質。對此問題之處理策略與管制範圍向來為公司法之難題，英國公司法廢止私人公司財務援助之規範，並非基於財務援助所追求之立法目的不重要，而是將此問題交由公司法中關於董事義務、少數股東之保護、併購規則等規定與破產法等加以處理，義大利則是透過揭露義務與獨立的第三人（gatekeeper）處理代理成本。儘管各種替代手段之效率高低仍有討論空間，惟均比財務援助之規定更有效率，蓋財務援助所禁止之範圍太過僵硬而無法應付複雜的併購交易。因此，財務援助的規定可能不當吸引立

<sup>51</sup> EILIS FERRAN, *supra* note 46, at 275.

<sup>52</sup> Eilis Ferran, *supra* note 50, at 20-23.

法者的注意而將重點置於財務援助的規範，從而扭曲其政策形成過程<sup>53</sup>。

## 第二款 財務援助在我國法之檢討

### 第一目 財務援助與現行法之解釋

#### 一、股份買回之意義無法涵蓋財務援助之行為

由於財務援助之效果類似於股份買回，因此學說上有將財務援助歸類於公司買回自己股份的脫法行為<sup>54</sup>。至於我國關於股份買回之規範，公司法第 167 條僅規定公司原則上不得買回自己之股份，學說與實務咸認為其適用範圍應及於公司以他人名義（人頭）買回自己之股份<sup>55</sup>，惟公司以人頭購買自己之股份，得否及於財務援助之態樣，則有疑問。基於以下之理由，本文認為現行法之解釋無法涵蓋財務援助之行為。

#### 1. 我國法令與學說解釋

依目前多數學說對股份買回之解釋，多僅認為可及於公司以人頭為公司之計算而買入股份，而未討論是否及於財務援助此一類型之行為。另依證券交易法施行細則第 2 條，就如何認定利用他人名義持有股票，列舉下列要件：一、直接或間接提供股票與他人或提供資金與他人購買股票。二、對該他人所持有之股票，具有管理、使用或處分之權益。三、該他人所持有股票之利益或損失全部或一部歸屬於本人。從以上三要件觀之，所謂利用他人持有股票，係指本人對該他人或股票具有一定的支配力與經濟上利益。另有學者認為，公司將資金交予人頭，可能構成信託、委任甚至無名契約，亦均說明所謂人頭係受到公司所支配者<sup>56</sup>。

<sup>53</sup> *Id.* at 30.

<sup>54</sup> 柯菊，前揭註 28 文，頁 19。

<sup>55</sup> 方嘉麟，公司回收自己股份法律效果之研究，政大法學評論，第 75 期，頁 130，2003 年 9 月。

<sup>56</sup> 同前註，頁 196。

相對於此，財務援助中公司對於被援助人或其所取得之股份，可能根本並無任何支配力或經濟上利益，且被援助人通常係為自己之計算而持有該等股份。此外財務援助可能出於借款、買賣、保證等行為，設若公司提供貸款予被援助人，被援助人對該筆借款仍負返還義務，因此難謂公司係資金提供者。

另外，學說上有認為，在規範制度的設計上，本應防範公司藉由關係人等之取得規避公司法之財源與數量限制，若未對此等關係人以取得自己股份之行為有所規範，易滋生脫法行為，從而應嚴禁公司以任何形式財務援助關係人取得股份，並應將關係人取得之股份合併算入公司本身取得之股份<sup>57</sup>。依此解釋，似認為現行法之適用範圍並不及於財務援助此一類型。

## 2. 比較法之參考

若依歐盟第二號指令或英國公司法之規範，顯係認為公司買回自己股份（包含以公司名義或以第三人名義而為公司之計算）與財務援助有相當區別。依歐盟第二號公司法指令第 18 條第 2 項，凡是為公司之計算而購入自己公司之股份，其結果都將視為認募人以自己之名義購入；而依英國公司法之規定，若公司股份之發行對象為公司之被指定人（nominee），該股份應視為被指定人以自己名義承購，且公司與該等股份並無任何經濟上的利害關係<sup>58</sup>。若該被指定人嗣後無法繳付該股份之股款，公司之董事原則上須負連帶責任<sup>59</sup>。惟其適用範圍並不及於被指定人自第三人處取得股份，縱使該被指定人購買股份之財源係來自於公司。歐盟其他國家例如法國或德國，亦均將公司使他人為公司之計算而取得股份與財務援助分開規定，足見此二者之不同<sup>60</sup>。

另以日本公司法為參考對象。日本公司法之規範類似於我國，同樣均只有股

<sup>57</sup> 黃銘傑，前揭註 41 文，頁 252。

<sup>58</sup> Companies Act 2006, s. 660.

<sup>59</sup> Companies Act 2006, s. 661.

<sup>60</sup> 柯菊，前揭註 28 文，頁 13-16。

份回籠禁止之規定，而無另外規定財務援助之行為。依該國學者與實務之解釋，認為若公司以他人名義而為公司之計算為股份買回，同樣須受到股份回籠禁止之規範。然而，何種行為屬於為公司之計算而取得股份，或為公司計算之取得股份與財務援助之差異為何，均無定論<sup>61</sup>。雖然公司單純的借貸或保證並不違法，然而若只有借貸或保證的形式，實質上該等股份之股息或其經濟利益係歸屬於公司時，會被解釋為為公司之計算而取得股份。此外，儘管日本實務上有諸多關於為公司之計算而取得股份之判決，但並未見適用或類推適用股份回籠之規定者<sup>62</sup>。

日本有學者認為，從英國法之觀點，為了取得公司控制權而濫用公司財產等產生諸多弊害的行為，在日本亦應將其評價為違法。蓋此行為不僅涉及公司資產的浪費，尚與公司控制權有關。從解釋論上，類似財務援助行為之相關規定雖然有買回自己股份與利益供與之禁止，但從英國法之觀點財務援助相當複雜，單純日本公司法並不足以規範該行為，因此有必要就日本關於財務援助之相關問題為全盤的檢討<sup>63</sup>。要之，其認為英國法中的財務援助對於日本而言，不僅為解釋論之問題，亦為立法論上的問題。

亦即，無論從設有財務援助規定的英國公司法，或與我國規範類似的日本公司法之解釋，縱認為財務援助為股份買回之脫法行為，此二者仍為不同事項而有以法律分別規定之必要。

### 3. 論理解釋

<sup>61</sup> 三島徹也，イギリス会社法における株式の取得に対する会社の金融援助について，近畿大学法学，第48卷第3・4号，2001年3月。

<sup>62</sup> 日本實務常見者例如第三人於向銀行借錢購買公司之股份時，該公司為第三人提供擔保之情形；或公司將資金直接貸予第三人使其購買公司之股份等。惟股份取得之際單純公司提供信用此一事實，並不足以認為係為公司之計算而取得股份，尚應考量該等股份的盈餘分派與買賣損益之歸屬而定。江頭憲治郎、門口正人，会社法大系2，第157頁，青林書院。

<sup>63</sup> 所謂利益供與，係日本公司法於1981年（昭和56年）修正時，鑑於當時公開發行公司經常存在所謂的擾亂股東（在股東會上擾亂議事程序者），而公司為解決此等擾亂股東遂給予其特別利益。為杜絕此種情形，因而明文禁止股份公司對於任何人就股東權利之行使提供財產上之利益，違反者該公司之董事或負責人應負刑事責任（日本公司法第970條）。江頭憲治郎，株式会社法，2006年，第320頁。

最後，若將財務援助解釋為與股份買回相同，則所有財務援助之行為均將被解釋為無效，而可能對於公司之行為造成過度的限制。以英國公司法為例，其在 2006 年修法前，考慮到公司提供財務援助可能僅為整體計畫中的一部份，該財務援助係為追求公司之更大利益，因此有所謂目的例外的規定。亦即不能將所有財務援助均視為以脫法為目的，而應視該財務援助之目的決定。

況且，若將財務援助直接解釋為股份買回的脫法行為，應如何適用股份買回之效果，則有疑問。蓋於違法的股份買回，雖然實務上有認為此係違反禁止規定，依民法第 113 條之規定該股份買回為無效<sup>64</sup>。惟違法的股份買回，除有違反資本維持原則與股東平等原則之疑慮外，尚須考慮相對人(股份出賣人)之交易安全，因此多數學說認為在相對人為善意的情形下，交易安全應優先於債權人與小股東之保護，該股份買回有效。至於人頭與公司之間的協議，既無附加價值，又以脫法為目的，應使其為無效<sup>65</sup>。然而公司與被援助者間的法律關係既不能一概而論，縱使被援助者之承購股份為無效，公司與被援助者間的借貸契約，或是如同前述的其他附屬契約，是否亦應一併解釋為無效，則有疑問。此係因公司與被援助者間的援助行為不必然構成脫法行為，且未必有害於公司或債權人。

要之，除非引進財務援助之概念或行為類型，否則單純以股份買回之規定，難以規範各種複雜之財務援助行為。且以英國公司法為例，是否構成財務援助與財務援助是否合法等問題，本身即難以判斷，於我國縱使在解釋上參考英國公司法的規定，並以類推適用股份買回的方式規範財務援助，對於當事人而言仍將產生高度的不確定性，而有害於法之安定並影響交易安全。換言之，類推適用通常係針對條文之間的規範漏洞，當該漏洞係一套複雜的制度時，允許類推適用將使法官必須自行創設構成要件與法律效果，有相當大的造法空間。可能與採用大陸法系的我國法體系不符。

<sup>64</sup> 最高法院 96 年台上字第 252 號判決。

<sup>65</sup> 方嘉麟，前揭註 55 文，頁 207。



## 二、其他規定與財務援助

如前所述，我國法對於財務援助並無特別規定，惟我國屬於採取法定資本制之國家，對於公司資產之運用設有相當限制，其中部分規定可能與財務援助之行為態樣重疊，甚至更為嚴格。英國公司法在歐盟第二號指令的限制下，雖亦採取法定資本制，然而其規範大致上較我國寬鬆許多，例如其並未禁止公司為資金之借貸（惟貸與之對象若為董事則有額外之限制）或保證之行為。因此在財務援助之規定上，英國公司法所著重者並非公司提供援助的行為態樣（例如借貸、保證等），而是提供援助之目的是否在於幫助第三人取得自己之股份。

反觀我國公司法，對於公司資產之運用設有諸多限制。例如公司法第 15 條規定除非公司間或與行號間有業務往來或有短期融通資金之必要者，公司不得將資金貸與股東或其他人。惟本條既非完全禁止公司為資金之借貸，亦無限制資金借貸之目的，則顯然無法達到財務禁止之效果。至於第 16 條則規定公司除依其他法律或公司章程規定得為保證者外，不得為任何保證人。本條與公司資金借貸相同，公司仍得以章程排除保證之限制，且本條亦未規定公司所保證債務之目的，因此也無法達到財務禁止之效果。

至於其他類型之交易行為，從資本維持原則之面向來看，公司法並無統一之規範。以公司與股東之交易為例，公司若欲利用此交易將其資產分派予該股東（此通常發生與控制公司與子公司之間），在英國法下須受到「分派」的限制，亦即原則上公司僅能自可分派利潤為之<sup>66</sup>。反之，在我國公司與股東間的交易，除公司董事之注意義務與忠實義務外，現行法的規範僅有關係人交易與非常規交易等

---

<sup>66</sup> Companies Act 829. 此外，類似的規範亦存在於奧地利公司法中，根據該國股份公司法（Austrian Stock Corporation Act）第 52 條，公司所有之資產均須受到資本維持原則之規範。除股利分配與股份買回外，任何其他直接或間接將資產移轉於股東之交易均會構成違法分派而為無效。因此所有公司與股東之交易均須為符合常規之交易。除此之外，奧地利公司法亦有財務援助之規定。然而若標的公司對併購公司提供系爭財務援助之行為不符合營業常規時，亦有可能直接構成違法分派而為無效。 See Marc Schutt & Markus Heidinger, *Financial Assistance and Leveraged Acquisitions under Austrian Corporate Law*, 15(7) J. INT'L BANKING L. 167 (2000).

規定。惟此等規定所著重者在於利害衝突之防免或公司利益之維護，均與資本維持原則無必然之關係，顯然也無法涵蓋財務援助之行為。

## 第二目 有無引進財務援助規定的必要性

### 一、自我國股份買回之規範觀察

我國公司法或證券交易法關於股份買回之規範，相較於英美或是日本等其他立法例，可謂相當嚴格。尤其是關於股份買回之事由，我國公司法為避免公司濫用股份買回，依該法第 167 條之規定，公司僅能於法定事由所列舉之情形買回自己股份。相對於此，美國對於股份買回之要件則甚少限制，亦無財務援助禁止之規定。英國公司法同樣未限制公司買回股份之事由，雖然該法僅允許公司於法定例外情形下買回自己股份，但因例外太過寬鬆，幾乎可謂原則上容許公司買回自己股份<sup>67</sup>；至於日本公司法於 2001 年修正後，完全摘除買回事由之限制，只要經股東會決議不拘任何事由皆可實施買回<sup>68</sup>。

既然我國公司法嚴格限制股份買回之事由，理論上亦應將財務援助之行為納入規範，惟公司法中並無財務援助的相關規定，實務上亦無法院對此表示見解。此外，若與我國公司法對於公司資金之借貸與保證之沿革限制合併觀察，本文認為除非立法者刻意對於財務援助行為不予規範，否則欠缺財務援助的規定將無法貫徹公司法嚴格規範股份買回之立法目的。

### 二、財務援助與槓桿併購

財務援助的另一功能，在於防免融資性收購因此對少數股東或債權人造成損害。例如 A 公司欲併購 B 公司，A 公司向銀行貸款後取得 B 公司之經營權，再以 B 公司之財產償還原債務，或是以 B 公司之財產擔保新借款以償還舊債務等，

<sup>67</sup> JANET DINE & MARIOS KOUTSIAS, COMPANY LAW 129 (6th ed. 2007).

<sup>68</sup> 林麗香，企業庫藏股之解禁－日本商法之修正，政大法學評論，第 75 期，2003 年 9 月。

均可能對 B 公司股東或債權人產生一定的危害。此種情形，在私募基金進行併購時尤其嚴重。蓋私募基金普遍之特色，係仰賴高比例的融資進行併購，有時甚至借錢到百分之一百，當取得目標公司之經營權或合併目標公司後，再將龐大的債務移轉到目標公司，此一過程即為「債務堆放」(debt push down)之行為。

實務上主要的併購方式，可分為購買股份或購買資產，基於稅務上與手續簡便的考量，國內的併購以購買股份較為常見<sup>69</sup>。以前述 A 公司併購 B 公司為例。首先，A 公司通常會成立一家以併購 B 公司為唯一目的的完全控股之特殊目的公司 (special purpose vehicle，下稱 SPV)，將 SPV 作為併購公司，由 SPV 向銀行貸款與進行併購，以免併購失敗或因此所發生的債務影響到 A 公司本身。接著 SPV 透過私下交易或在市場上進行公開收購取得目標公司股份，在取得目標公司一定比例的股份後，進一步再以企業併購法所規定的股份轉換或簡易合併，以現金逐出 (cash out) 的方式消滅所有目標公司的股東，或使目標公司的股東成為 SPV 之股東，以達到取得目標公司百分之一百股權之目標<sup>70</sup>。最後，再以目標公司之資金清償 SPV 之貸款，或透過向投資審議委員會申請股東貸款作為收購目標公司股份之金額，將目標公司之現金回流至母公司。

SPV 之所以必須完全取得目標公司之股權，主要考量係如何運用目標公司資金償還債務之問題。蓋目標公司以自己之資金償還 SPV 之債務，是否屬於目標公司之正常業務，實有疑問。因此若目標公司尚存有少數股東，則目標公司對 SPV 進行財務援助，除可能被目標公司之少數股東主張違反忠實義務外，尚可能涉及刑法上背信罪的問題。而透過股份轉換或簡易合併，澈底驅逐目標公司之原有股東，使目標公司完全私有化，即可免除這些困擾。且對目標公司的少數股東，雖然係被迫喪失其手中原有的股份，至少仍可取得現金或併購公司之股票，對其

<sup>69</sup> 此係因購買股份僅需課千分之三的證交稅，而購買資產則必須繳納營業稅、印花稅，或購買資產時所支付之價金若高於資產之價值時尚有贈與稅的問題，均可能遠高於證交稅。

<sup>70</sup> 企業併購法第 19 條、第 29 條。依此二條文規定，無論目標公司少數股東是否同意，併購公司均得自該少數股東取得其所持有的目標公司股份。

損失並不大。

然而，對於目標公司之債權人，公司法或企業併購法似未賦予特別之保障。面對目標公司對併購公司的財務援助，目標公司之債權人至多僅能主張民法第 244 條之撤銷詐害債權。對此，若目標公司將其財務援助透過有償行為的方式為之，債權人須舉證證明目標公司於行為時知有損害於債權人之權利，且受益人(即併購公司)於受益時亦知其情事，方得聲請法院撤銷之(民法第 244 條第 3 項)，除非目標公司於財務援助後不久即破產，否則債權人欲舉證證明並非易事。更有甚者，若目標公司係以保證的方式提供財務援助，將更加提高債權人主張第 244 條撤銷詐害債權的難度。

因此，在我國現行法下，目標公司之債權人在面對併購公司之債務堆放的行為時，公司法或企業併購法並無法提供有效的保障機制，僅能回歸民法第 244 條加以解決。惟民法第 244 條又有其適用上的侷限性，對目標公司之債權人可能有保護不足的問題。復將企業併購與關係人交易、非常規交易之規範一起比較，可發現我國法制在規範上多僅著重於少數股東之保障或程序參與，而未賦予債權人太多異議的機會。惟此等立法，似又與資本三原則特別強調債權人保障之意旨有違。由此面向觀之，應有引進財務援助之規定以保障融資性併購下目標公司之債權人之必要。

### 三、歐盟與英國法立法趨勢的參考

在立法論上，從英國法的經驗可知，關於財務援助之立法規範相當困難。而再觀察其立法趨勢，無論在英國或歐盟之層次，均往緩和其限制之方向發展，於英國公司法甚至廢止財務援助在私人公司之規定，而將此問題留待其他債權人保護之手段例如忠實義務或破產法加以解決。此意味著，其並非認為財務援助在今日已非有害於公司或債權人之行為，而是財務援助所可能產生之問題相當複雜，

不宜透過硬性的規則（rule）加以規範。相對的，忠實義務或破產法中的不法交易，均屬於標準（standard）的規範方式，可賦予董事會於個案中較大的決定權限，相較於硬性規則可提高公司之效率。若此種規範方式已足以防免財務援助的弊端，在公司法追求公司效率的考量下，應優先採用此種規範方式。

然而，此並不代表我國當然得與英國為同一解釋。英國之修正理由係該國其他規定相較於財務援助之規定，更能有效率的保護公司債權人或少數股東。將此思維套用至我國公司法，在決定我國是否應採取財務援助之規定時，必須連帶檢討現行法課予董事之忠實義務或其他債權人保護機制得否涵蓋財務援助，而有進一步檢視之必要<sup>71</sup>。本文礙於篇幅，無法於此詳細討論<sup>72</sup>。此外，財務援助之規定亦反應各國對於槓桿併購之政策立場，英國廢止私人公司財務援助的規定亦表示其已不再認為槓桿併購必然有害於公司。我國面臨此問題時亦須同時檢討對於槓桿併購應採取之態度。

此外，我國法主要繼受德國法與日本法，屬於大陸法系之規範模式。表現在公司法中為公司法對於公司之行為設有嚴格且具體之要件規範，例如公司何時得為股利之分派、股份買回之要件等，而實務上之法官亦習慣仰賴明確之規定裁判。相較於此，英美法制在法律中對於公司行為之管制則多透過抽象之規定或不確定法律概念，例如注意義務與忠實義務等，使公司經營者就公司之經營有較大之彈性，再透過法院於個案中解釋法律以尋求個案之衡平。在美國法不僅關於公司之財務行為規定甚為寬鬆，亦無財務援助之規定。因此，是否完全捨棄財務援助之規定而將其留待諸多不確定法律概念，也需考量我國之經營者與法院之接受

<sup>71</sup> 類似的質疑亦存在於英國，有學者認為英國公司法雖然廢止財務援助在私人公司之規定，然而公司法關於董事義務的規定並未納入財務援助，且公司法修正委員會亦未提供任何用以取代舊法規定的方針。See Aparna Viswanathan, *The New God of Small Things: Analysis of the Proposed Company Law Reform on Financial Assistance*, 16(10) INT'L COMP. & COM. L. REV. 377 (2005).

<sup>72</sup> 我國與英國公司法就債權人保護之規定仍有諸多不同。例如英國公司法修正理由中認為董事之忠實義務或其 1986 年破產法第 214 條的不法交易均可作為財務援助規定的替代手段；惟我國公司法中董事對於債權人之義務的本質並不清楚，具體規定亦與不法交易不盡相同，而董事忠實義務之內涵亦有待實務見解之累積與建構。參曾宛如，前揭註 25 文。

程度。

#### 四、小結

財務援助之規定，不論於歐盟或英國法均為立法者在制度設計上所面臨的難題。其雖然可歸為股份買回之脫法行為，具有與股份買回相同之流弊，然而財務援助尚涉及槓桿併購等事項，所衍生之問題顯然更為複雜。

首先，與股份買回不同，財務援助多以交易之型態存在。在制度設計上如何避免將財務援助的適用範圍及於公司正常之交易，該劃分的界線甚為重要與困難。從英國公司法的立法趨勢可知，英國過去曾試圖藉由諸多豁免規定區分合法與非法的財務援助，然而其運作之結果不但無法達到原立法目的，僅徒增公司之交易成本。嗣後英國公司法修正委員會認為，財務援助之立法目的固然甚為重要，惟應透過其他以「標準」作為規範方式的手段加以達成，例如董事之忠實義務或破產法中的不法交易等，更能達成其目的。

其次，關於以防免槓桿併購作為財務援助的立法理由亦遭到質疑。蓋槓桿併購本身未必均有害於公司利益，在健全的經濟體系下，有時甚至可促進整體經濟發展。且財務援助之規定往往因過於僵硬，以致於無法因應實務上所發生之交易，除可能阻礙正常的公司交易外，亦無法有效阻止槓桿併購的發生。因此英國於 2006 年公司法修正時將私人公司排除於財務援助規定的適用範圍外，惟大眾公司受限於歐盟指令，並無法作大幅度的修正。

反觀我國公司法，並無財務援助之規定。現行法雖禁止公司買回自己股份，惟此等規定的適用範圍在解釋上應無法及於財務援助之行為態樣，且類推適用股份買回之規定並無法完全規範財務援助之行為，可能有立法漏洞之疑慮。若考量我國關於股份買回之規定的嚴格性，立法上亦應將財務援助納入規範。然而，從英國之經驗可知，財務援助的規定並非最有效率之立法模式。此際應檢討我國公

司法之其他規定得否有效規範財務援助之行為，以決定應如何規範財務援助。

另外對比我國公司法第 15、16 條，該等條文雖對於公司保障或資金貸放設有嚴格限制，惟公司保證可因章程而鬆綁，貸放資金則只要公司間有業務往來或短期融通資金即不受限制，然此等規定均無法防免財務援助的發生。因此有學者明確指出，我國只針對保證及貸放資金的「行為類型」作出嚴格規定，卻忽略「造成保證或貸放資金之原因關係」，以致從違反層面觀察，將此等問題不必要的提升至公司權利能力之位階，卻未能防堵真正弊端之所在<sup>73</sup>。

## 第五項 「分派」概念的建立

### 第一款 我國法律對於分派行為之規範

如同第四章所述，英國公司法中或美國 RMBCA 有所謂「分派」的概念，將所有公司返還資產予股東的行為納入規範。公司與股東間的交易行為，若實質上會發生資產返還之效果時，即須受到分派規則的限制。反觀我國公司法雖亦有資本維持原則之設計，但其適用範圍僅限於公司法明文規定公司得返還資產予股東之類型，例如每年一度的股利分配、股份買回、減資等，並無如同英國公司法設有「分派」此一抽象的概念。然而，公司與股東間藉由形式上交易達成實質返還資產目的的態樣甚多，典型者例如公司將資產低價轉讓予股東、公司給付具股東身分之董事、員工過高或不合理之酬勞等。既然我國無分派的概念，則有必要檢視我國法制係如何規範此等行為。

於我國公司法，具有最類似「分派」此一概念者應為公司法第 9 條。依該條規定，公司於設立登記後，將股款發還股東，或任由股東收回者，公司負責人須負民刑事責任。本條規定雖然同樣具有禁止公司將資產返還股東之意義，惟終究

<sup>73</sup> 論公司之轉投資、保證與資金貸放—兼論公司章程之角色，頁 5，兩岸法學交流 20 年回顧與展望學術研討會論文，韓忠謨教授法學基金會主辦，2009 年 10 月 1 日。

未與英國公司法之「分派」的概念完全相同。理由如下：第一、「分派」概念的建立，並非完全禁止公司將資產返還股東，其目的在於將所有與此生同一效果之行為納入相同規範；而公司法第九條之目的則在於防免公司資本不實，至於公司應如何分派仍須留待其他法條規定。第二、公司若未直接將股款返還股東，而以間接方式例如提供股東無息貸款，使股東取得公司之資產上利益，是否構成公司法第九條的「發還」，則有爭議。有學者認為本條之「發還」為物權關係之所有權移轉，且本條既係課予公司負責人刑事責任，不宜過度擴張，而採否定見解<sup>74</sup>。第三、所謂「股款」，係指公司於設立或增資時應收之「股東出資」，未必與用以限制股利分配的「資本」同義，故本條未能取代分派限制之功能。

儘管依公司法之規定，公司欲合法將資產分派予股東，原則上僅能透過股利分配、股份買回與減資等三種方式。然而實務上，尤其是小型公司，公司與股東間的金錢流通，經常可能透過前述三種方式以外的手段為之。例如臺灣高等法院 97 年度上易字第 862 號判決謂「公司非彌補虧損及依公司法規定提出法定盈餘公積後，不得分派股息及紅利。此為遵守資本維持原則，保護公司債權人而設，為禁止規定。系爭協議書約定該公司總收入減總費用若有盈餘時，按比例給付金錢，應屬股東間為公司盈餘分配之協議，核與前開公司法第 232 條第 1 項得分派紅利之規定相抵觸，則依民法第 71 條規定，系爭協議書之約定為無效，而無效之法律行為，係自始當然的不生效力<sup>75</sup>。」依此判決，公司應不得以股利分配以外的方式給付金錢予股東，否則股東間的約定無效。復依經濟部之函示，認為「參酌公司法第十五條第二項第一百八十五條第一項第二款規定之立法意旨，以及股份有限公司有關股東平等、資本充實等原則，並為兼顧債權人之合法權益，公司法雖無明文規定，但股份有限公司將部分資產贈與股東（全部或部分）

<sup>74</sup> 林國全，資本不實，台灣本土法學雜誌，第 53 期，頁 199，2003 年 12 月。

<sup>75</sup> 類似見解，參臺灣高等法院 91 年度上易字第 348 號判決。



或他人似有違背公司法之精神<sup>76</sup>。」

綜上所述，目前可確定者，僅為公司無償將資產贈與股東必然違反資本維持原則而構成違法，至於其他透過交易方式迂迴移轉資產或進行分派之行為與資本維持原則之關係，似乎並無相關實務見解<sup>77</sup>。換言之，當股東以形式上合法的方式例如發票、背書、債務承擔等規避公司法規定違法取回出資，此種違反權限分配原則之資產運用的法律行為，依目前實務通說認為係屬有效，且債權人對於此種行為之形式層面毫無置喙餘地<sup>78</sup>。

然而，不能因此謂我國法令對此部分全無規範。既然公司法第 9 條並無法涵蓋所有公司返還資產予股東的行為，向來對於公司透過交易將資產返還股東之行為，多以關係人交易或非常規交易解決。職此，我國法關於關係人交易或非常規交易之規定，能否替代資本維持保障債權人之功能，即甚為重要。以下分別討論關係人交易與非常規交易中債權人之保護。

## 一、關係人交易

### 1. 關係人交易之內涵

所謂關係人交易，主要規範公司與關係人交易，屬於公司所有權與控制權分離所產生之代理成本問題下的一環。鑑於公司與關係人之交易行為未必均有害於公司利益，例如關係人對於公司內部資訊較為了解，可能與公司締結較有利於公司之交易，使集團公司內將市場交易內部化而降低交易成本的優點<sup>79</sup>。因此關係

<sup>76</sup> 經濟部 92 年 10 月 20 日經商字第 092006005180 號函。

<sup>77</sup> 實務上用到公司法第 9 條者，多半係使用該條第 1 項前段「公司應收之股款，股東並未實際繳納，而以申請文件表明收足」，常見之情形為公司負責人於公司設立或增資時，明知股款並未收足，以暫時借資及人頭股東之方式虛偽表示股東已繳足股款，使銀行製作不實之存款餘額證明，提出於主管機關，以充作股款收足證明，而以申請文件表明收足。例如最高法院 98 年度台上字第 4967 號、96 年度台上字第 6356 號、96 年度台上字第 4037 號、93 年度台上字第 6644 號等判決。

<sup>78</sup> 施建州，前揭註 24 文，頁 48。

<sup>79</sup> 張心悌，控制股東與關係人交易，台灣本土法學雜誌，第 101 期，頁 84，2007 年 12 月。

人交易並無完全禁止之必要，而應將重點置於關係人交易的管制。我國法就公司交易對象之規範主要在公司法第 223 條、證券交易法與若干行政規則。

依公司法第 223 條規定：「董事為自己或他人與公司為買賣、借貸或其他法律行為時，由監察人為公司之代表。」其立法意指在於避免利害衝突而損害公司利益<sup>80</sup>。又學者認為本條所謂「由監察人代表公司」，係指不論就系爭交易之內部決策或對外交涉均應由監察人代表公司，方能貫徹本條避免董事犧牲公司利益而成全自己或他人之立法意旨<sup>81</sup>。

於公開發行公司方面，證券交易法第 14 條之 3 與第 14 條之 5 均規定「涉及董事或監察人利害關係事項」，應經董事會或審計委員會及董事會同意通過，規範上類似於公司法第 223 條，均係為避免利害衝突，惟本條規定「涉及董事或監察人利害關係事項」，解釋上並不限於董事或監察人與公司之交易，適用範圍應較公司法第 223 條為廣。

另外依公開發行公司取得或處分資產處理準則（下稱處理準則）第 13 條以下之規定，公開發行公司若向關係人取得不動產，應將相關資訊揭露予董事會與監察人，並經其承認後始得為之；若公司尚須設有獨立董事者，並應參考獨立董事之意見（處理準則第 14 條）。處理準則雖未對「關係人」定義，然依處理準則第 13 條第 2 項，特別強調判斷交易對象是否為關係人時，除注意其法律形式外，並應考慮實質關係。依此規定，可認為本條關係人之判斷係實質判斷，並不限於公司之董事或監察人等。

現行法令規則中對關係人之定義較為清楚者，應為會計研究發展基金會所頒佈財務會計準則公報第六號「關係人交易之揭露」準則。依該準則之規定，所謂關係人，係指「凡企業與其他個體之間，若一方對他方具有控制能力或在經營、

<sup>80</sup> 經濟部民國 91 年 11 月 16 日經商字第 09702287590 號。

<sup>81</sup> 王文宇，前揭註 13 書，頁 328。

理財政策上具有重大影響力者，該雙方即互為關係人；受同一個人或企業控制之各企業，亦互為關係人。」此外，其亦明示具有下列情形之一者，通常即為企業之關係人（但能證明不具有控制能力或重大影響力者，不在此限）：（1）企業採權益法評價之被投資公司。（2）對公司之投資採權益法評價之投資者。（3）公司董事長或總經理與他公司之董事長或總經理為同一人，或具有配偶或二親等以內關係之他公司。（4）受企業捐贈之金額達其實收基金總額三分之一以上之財團法人。（5）公司之董事、監察人、總經理、副總經理、協理及直屬總經理之部門主管。（6）公司之董事、監察人、總經理之配偶。（7）公司之董事長、總經理之二親等以內親屬。此外，於判斷是否為關係人時，除注意其法律形式外，仍須考慮其實質關係。故企業以他人名義（不論為法人或自然人）持有之股份，應依其實質判斷是否為該號公報所稱之關係人<sup>82</sup>。

## 2. 關係人交易與債權人保護

歸納上述規定可知，關係人交易的規範主要是針對公司與關係人進行交易時的程序加以規定，惟其關於債權人保護可能有下列二問題：

一、關係人範圍的侷限性：此為關係人交易規範本身之問題。由於關係人交易係針對事前程序加以規範，若關係人交易範圍過廣，將有礙於公司從事交易的效率，因此並非所有利害關係人均會納入關係人交易之適用範圍。此外，我國法律中關係人之範圍多半限於公司之董事或監察人等形式上關係人，當交易相對人不具備此身分時，適用上可能發生困難。例如控制股東在我國公司法與證券交易法下均未被納入規範，若其從事對於公司不利的行為時，至多僅能以證券交易法第 171 條之共犯或教唆犯的概念加以制裁，而無法直接將其納入該法條之適用對象<sup>83</sup>。至於前述第六號會計公報，雖然其從實質利害關係界定關係人之範圍，可避免關係人範圍侷限性的問題。然而，一來該公報僅要求公司必須揭露，二來該

<sup>82</sup> 財團法人中華民國會計研究發展基金會，(92)基秘字第 141 號函。

<sup>83</sup> 張心悌，前揭註 79 文，頁 98。

公報規定之關係人範圍亦未必能適用至公司法與證券交易法，至多僅能作為解釋上的參考，仍有其適用範圍的限制。

二、未賦予債權人參與程序之機會：公司之資產不僅係為股東之利益存在，尚具有保障債權人權利之意義。然而我國關係人交易的規定中，經常未將債權人之利益納入考慮。例如公司董事領取報酬之限制，我國公司法係以股東會決議作為控制手段，避免董事領取過高之報酬（公司法第 196 條）。惟若公司決議給予董事過高之報酬時，債權人似無表達意見之機會<sup>84</sup>。又例如公司法第 223 條董事與公司交易時須以監察人為公司代表人，此規定在家族企業盛行與少數股東控制的我國公司環境中<sup>85</sup>，於防免公司資產的不當減少究竟能發揮多少實效，亦令人懷疑。

## 二、非常規交易

### 1. 非常規交易之意義

我國法關於營業常規之規定係散落於所得稅法、公司法與證券交易法等不同領域中，而各法條之規範目的各不相同，是否符合營業常規，應探討個別法規之目的而有不同解釋，因此就營業常規之目的並無統一之解釋標準。

依所得稅法第 43 條之 1 的規定「營利事業與國內外其他營利事業具有從屬關係，或直接間接為另一事業所有或控制，其相互間有關收益、成本、費用與損益之攤計，如有以不合營業常規之安排，規避或減少納稅義務者，稽徵機關為正確計算該事業之所得額，得報經財政部核准按營業常規予以調整。」實務上於解釋本條之不合營業常規時，主要係以公司是否有規避或減少納稅義務判斷。例如最高行政法院九十六年判字第一三六九號判決謂「所得稅法第四十三條之一，

<sup>84</sup> 惟我國公司法第 196 條規定董事之報酬應由股東會決議，復依公司法第 178 條，董事對決定其報酬之股東會決議有自身利害關係，故不得加入表決，亦不得代理其他股東行使其表決權。因此就防免董事不當領取過高報酬，股東會仍可發揮一定的控制力。

<sup>85</sup> 王文宇，公司與企業法制（二），頁 26，元照出版社，2007 年 1 月。

固亦屬防杜租稅規避之規範；然其立法目的係重在防堵關係企業利用移轉訂價或操控交易訂價之方式，逃漏應納稅額，規避國家租稅權之行使，破壞租稅之公平正義。」於具體各案中則多以行為人之處分價格與標的物之市場價值比較<sup>86</sup>。

而公司法對於非常規交易主要規定於第 369 條之 4 與第 369 條之 5，第 369 條之 4 第 1 項規定「控制公司直接或間接使從屬公司為不合營業常規或其他不利益之經營，而未於會計年度終了時為適當補償，致從屬公司受有損害者，應負賠償責任。」本條之不合常規的解釋，學說上多認為係依一般商業交易慣例，交易條件顯不相當<sup>87</sup>。於實務上主管機關並無任何解釋，僅能留待司法機關於個案判斷。

於公開發行公司方面，依證券交易法第 171 條第 1 項第 2 款「已依本法發行之有價證券公司之董事、監察人、經理人或受僱人，以直接或間接方式，使公司為不利益之交易，且不合營業常規，致公司遭受重大損害者。」對行為人課以刑事責任。本條之「不合常規」於解釋上與公司法第 369 條之 4 並非完全相同，蓋公司法係以民事責任處理相關問題，證券交易法則規定刑事責任；其次，基於整體營運的需要，控制公司與從屬公司間，或從屬公司相互間，其交易常有異於非關係企業者。若將關係企業之非常規交易均認為構成證券交易法第 171 條之刑事犯罪，將使關係企業的營運遭遇困難<sup>88</sup>。

## 2. 非常規交易與債權人保護

與關係人交易之問題相同，非常規交易的規範並未將債權人之利益納入考慮。首先，大部分非常規交易之規定並未賦予債權人損害賠償請求權。例如此等條文中，所得稅法第 43 條之 1 係保護國家之稅收，證券交易法第 171 條則僅有

<sup>86</sup> 關於本條在實務上發生之具體案例研究，參王志誠，非常規交易法則之實務發展，財稅研究，第 40 卷 1 期，2008 年 1 月。

<sup>87</sup> 王文宇，前揭註 13 書，頁 639。

<sup>88</sup> 台北地方法院 96 年度矚重訴字第 3 號刑事裁定。

刑事責任之規定，此二者均與公司資產之維持無必然關連性，亦未賦予公司債權人民事上的請求權<sup>89</sup>。至於公司法第 369 條之 4 及第 369 條之 5 的規定，賦予從屬公司對於使其為不合常規行為之控制公司及其負責人或其他從屬公司賠償責任，雖可間接保護從屬公司債權人之利益，惟其適用範圍僅限於具有控制從屬關係之公司間，對債權人之保障仍屬有限。

其次，我國法關於非常規交易之規定係散落分佈於公司法、證券交易法甚至所得稅法中，從其具體規定觀之，不僅保護客體與規範目的均不相同，尚有民事責任與刑事責任之差異，導致非常規交易的解釋並不一致<sup>90</sup>。既然非常規交易所處理者為公司交易之實質內容，所謂「低價」轉讓資產的標準，從債權人利益保護之角度，未必與公司股東或稅捐機關有同一標準。此係因資本維持原則下，構成債權人保障的公司資產係以帳面價值為參考，而與多數非常規交易以市價為標準者不同。惟我國非常規交易之規定並未處理此問題。

### 三、小結

綜上所述，我國法中關係人交易雖係處理利害衝突之問題，但通常並未將債權人納入利益衝突的潛在被害人內，使得關係人通常只要取得股東會之同意，即可為合法交易。至於非常規交易，同樣未賦予債權人任何請求權可資行使。更重要者，縱使關係人交易與非常規交易涉及公司對股東之資產返還，其行為之合法性判斷亦非以我國資本三原則作為標準，而可能使公司股東透過此類型的交易規避資本三原則之規範，尤其是資本維持原則。

---

<sup>89</sup> 依學者對於現行法中非常規交易的分析，認為對於公司資金運用有所限制且會發生民事責任者僅公司法第 369 條之 4、第 369 條之 5 與存款保險條例第 38 條。王志誠，前揭註 5 文，頁 37。

<sup>90</sup> 例如有學者認為，依所得稅法第 43 條之 1 的解釋，不合營業常規係指買高賣低之情形，而公司法第 369 條之 4 第 1 項的解釋，應當寬於所得稅法的解釋，而不限於買高賣低。參姚志明，控制公司與其負責人之責任-公司法第 369 條之 4 之詮釋，月旦法學雜誌，第 46 期，頁 87，1999 年 2 月。

## 第二款 分派概念的建構

英國公司法則將「公司資產分派於股東」此一行為定義為「分派」，並設有統一之規範，即公司僅得自可分派盈餘進行分派<sup>91</sup>。此規定的適用範圍不僅包含公司每年一度的股利分配，亦可及於其他公司將資產返還股東之行為。反映在此規定背後的理由為，資本維持原則所著重者係實質上公司資產是否返還股東，而非形式上的名稱。蓋從債權人之角度，公司係以何種名義返還資產予股東並非債權人所關心，債權人所關心者為公司之財產究竟「有無」返還股東。既然公司返還資產的態樣並不限於股利分配、股份買回或減資等，資本維持原則的適用範圍自然不應限於此三種。分派概念的建立，應有助於資本維持原則的貫徹。

縱使於德國公司法，其實務同樣也以該國公司法關於股利分派之規定檢視公司與股東間涉及事實上資產發還的交易，例如對具股東身分之員工提供過高的報酬等。此與美國之詐欺移轉法最大的不同為，其標準並非在於公司與股東間的交易是否損及債權人對公司資產之主張，而係系爭交易是否侵害公司的資本。因此，依德國公司法的資本維持條款，並不要求公司在分派後公司資產之公平價值變為負值，而將重點置於公司資本是否受到侵蝕<sup>92</sup>。

雖然我國法就公司與股東間的交易已有關係人交易與非常規交易等規定，然由於關係人交易與非常規交易對債權人之保障尚有不足，建立分派的概念仍有其實益。就關係人交易而言，若公司與股東之行為構成違法分派，則公司債權人得向受分派者請求退還，此事後救濟可彌補關係人交易未事先賦予債權人程序保障之不足<sup>93</sup>。且分派的定義可涵蓋所有公司與股東間之交易，提供法院或債權人事

<sup>91</sup> 此一規定類似於我國公司法第 232 條股利分配的財源限制。

<sup>92</sup> Gehard Wager, *Distributions to Shareholders and Fraudulent Law*, in *THE LAW AND ECONOMICS OF CREDITOR PROTECTION: A TRANSATLANTIC PERSPECTIVE*, *supra* note 63, at 217, 222.

<sup>93</sup> 以公司法第 169 條董事報酬為例，依我國法縱使股東會同意給予董事過高之報酬，債權人亦無救濟管道。惟依英國判例法對於分派的解釋，認為若公司對具有股東身分之董事的薪資報酬高於一般行情，且系爭僱傭契約之目的係在規避公司法對於分派的限制時，則該報酬之給付即有可能構成分派而必須受到限制。See *Re Halt Garage (1964) Ltd* [1982] 3 All E.R. 1016.

後介入或審查的機會，亦可避免關係人範圍侷限性的問題。而就非常規交易，由於非常規交易的規定均未賦予公司債權人請求權，亦有以分派之規定賦予債權人退還請求權之必要。

分派概念的建立，雖可能引發「公司資產分派於股東」此一定義過於廣泛之質疑，若要求所有的分派都僅能以公司的可分派盈餘為之，將嚴重限縮公司的營運彈性。然而，並非所有公司與股東間的交易均構成分派。分派概念所強調者為，無論公司與股東間以何種名義交易，該交易有無發生實質上資產返還股東的效果。若公司與股東係真正進行交易，並不會落入分派的定義範圍內，自然無須進一步檢視公司有無可分派盈餘的問題，而不至於妨礙到公司的正常營運。

應注意者，「分派」的概念雖僅限於公司將資產返還股東，而不及於其他不具股東身分之相對人。惟依英國實務的解釋，縱使公司資產分派的對象並非形式上的股東，只要分派的利益最終由股東享有時，亦可構成分派<sup>94</sup>。依此認定方式，得於個案中進行實質認定，於適用上有一定的彈性<sup>95</sup>。其次，若公司資產給予的相對人與公司股東無任何關係，因不涉及公司資產返還之問題，與資本維持原則無關而僅為公司之正常營運行為，此際透過董事的忠實義務或要求股東會決議確保公司利益的同時，即可間接保障公司債權人的利益，而無特別規定的必要。且在我國公司法中，債權人是否為董事忠實義務的保護對象非無爭議，因而引進分派的概念可適度避免公司資產的不當減損，至於政策上是否應將債權人納入忠實義務的考量範圍，則為另一問題<sup>96</sup>。

簡言之，我國公司法雖採取法定資本制，以資本作為債權人保護之根據。但

<sup>94</sup> *Aveling Barford Ltd v. Perison Ltd*, [1989] BCLC 626.

<sup>95</sup> 類似的觀點已存在於學者對於董事與公司交易之解釋，其認為，第三人為董事之計算，類似所謂的隱名代理人，其與公司間的交易行為，外觀上雖非董事與公司之直接交易，但因其交易的經濟上效果直接歸屬於董事，而相對侵蝕公司之利益時，在解釋上亦應肯定此落入董事與公司交易之範疇。參廖大穎，論公司法與保護債權人之機制，頁 189，收錄於，方嘉麟等，現代公司法制之新課題－賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集，元照出版社，2005 年 8 月。

<sup>96</sup> 相關討論，參曾宛如，前揭註 25 文，頁 150 以下。



在具體規定上，於公司以間接方式將資產返還予股東時，欠缺債權人保護之相關規範，使得資本維持原則之效用大打折扣。對此，宜參考英國公司法之規定，於我國公司法建立「分派」的概念，從實質的角度檢視公司將資產返還股東之行為，以保障債權人之權利。

### 第三款 現物分派

#### 一、現物分派的可行性

若於我國引進類似英國公司法分派的概念與限制，則等於允許公司以非現金資產作為分派標之現物分派。惟我國公司法與實務對於公司資產分派的標的，大抵上僅允許公司以現金或股份為之，而禁止現物分派<sup>97</sup>。故對於實務禁止現物分派的理由是否正當，亦有說明之必要。

依我國實務見解，公司分派股息及紅利僅得以現金為之，而不得為現物分派。如經濟部 90 年 7 月 13 日經商字第 09002150810 號函謂：「公司法第一項及第四項規定：「公司得由有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之決議，將應分派股息及紅利之全部或一部，以發行新股之方式為之；其不滿一股之金額，以現金分派之」、「依前三項決議以紅利轉作資本時，依章程員、工應分配之紅利，得發給新股或以現金支付之」。是以，股息紅利之發放應以股票或現金為限。」此函釋禁止現物分派的理由，主要係基於公司法條文之文義解釋，並無進一步的實質說理，而必須自他處探求實務對於現物分派的態度。

類似的規範在存於公司實質減資向股東發還出資的限制，雖然法律並無明文規定公司減資之方式，過去實務上基於以下三理由，認為公司僅得為現金減資

---

<sup>97</sup> 惟仍有少數例外，例如公司依公司法第 317 條分割時，原公司股東得自原公司取得新設分割公司所發行之股份。

<sup>98</sup>：一、公司法於 2001 年 12 月修正前，規定股東之出資種類以現金為原則（修正前公司法第 156 條第 5 項、第 272 條前段），因此在減資時亦應以發還現金為限；二、倘以現金以外之財產抵付，則因估價難以精確，極易損及公司及債權人之權益，將與公司法所採公司資本維持之原則之精神相違；三、基於股東平等原則之法理，避免財產於給付股東時，除有鑑價問題外，尚容易發生該等財產無法依持股比例現實分割之情形，而違反股東平等原則。

此等實務見解著眼於之現物減資實際上可能之流弊，確實有一定之說服力。惟公司法於 2001 年 12 月修正後，已放寬股東之出資種類，規定股東之出資除現金外，得以對公司所有之貨幣債權，或公司所需之技術、商譽或其他公司之股份作為出資標的（公司法第 156 條）。因此在現行法下，過去實務的「現金入，則現金出」已喪失依據。其次，關於鑑價困難，若參考公司法 2001 年修正時放寬出資標的之立法理由，正確的態度應為加強鑑價機制，而非完全禁止現物減資。至於股東平等原則的問題，以不動產為例，其雖無法現實分割交付，亦得依股東持股比例以持分方式為移轉交易，並無違反股東平等原則之問題。

或許基於前述理由，經濟部於 2008 年頒佈經商字第 09700511280 號函「一、法務部 97 年 1 月 22 日法律字第 0960045528 號函略以：「現行公司法未見公司以現金以外之財產退還股款減資之配套措施，為保障股東權益，減少爭議，貴部本於權責認為『解釋內容並要求須經股東會決議，會計師查核簽證及該收受財產股東之同意，並敘明會計師查核不實之責任及負責人如有利益輸送或掏空情事應負之法律責任』一節，應屬可行。」準此，公司減資退還股款，以現金以外財產為之，尚無不可。惟所退還之財產及抵充之數額，須經股東會決議，並經該收受財產股東之同意。該財產之價值及抵充之數額，董事會應於股東會前，送交會計師查核簽證。會計師查核如有不實及負責人如有利益輸送或掏空情事，均應負法律責任。」至此，經濟部已允許公司為現物減資，惟為避免利益輸送等弊端，所退

<sup>98</sup> 經濟部 90 年 8 月 20 日商字第 0902177720 號函、94 年 6 月 14 日經商字第 09402316770 號函。

還之財產及抵充之數額須經會計師查核簽證與股東會同意<sup>99</sup>。

實則，類似的問題早已存在公司依企業併購法第 39 條第 1 項、公司法第 185 條讓與全部或主要部分之營業或財產所得股份之分派。企業併購法第 39 條第 1 項規定「公司讓與全部或主要之營業或財產予他公司，取得有表決權之股份達全部交易對價百分之八十以上，並將取得之股份全數轉予股東者，其因讓與營業或財產而產生之所得，免徵營利事業所得稅；其因而產生之損失，亦不得自所得額中減除。」關於本條所謂「轉予」，依經濟部之解釋，公司將取得之股份，如全數無償轉予股東，而涉及資本減少時應辦理減資，並依公司法第一百六十八條規定，按股東持股比例銷除股份<sup>100</sup>。換言之，公司必須透過減資之方式始得依本條將股份移轉予股東。然而，此等解釋，允許公司以股份作為減資時返還之客體，已與過去實務認為公司僅能以現金減資之見解不符。

然對此，有學者指出，經濟部之所以將減資發還之方式限縮於現金，主要理由除了函令中提及之公司及債權人權益外，事實上股東利益恐怕才是經濟部之主要考量<sup>101</sup>。因公司法既未就現物減資有類似於公司法第 156 條現物出資之規範，可能產生多數股東將實際上價值較低之財產分派給少數股東之不當後果。理論上，當公司可以形成一致決時，既然無股東平等原則之問題，除違法行為外，任何行為均可為之，然而此在實務上甚為困難。其並進一步指出，倘若發還之財產具有同質性，且數量上為可分，其與現金之差異，從受分配者之觀點便不復存在。簡言之，公司以同一家公司之股份及公司債等在性質上完全相同之財產分派給股東時，不會發生前述不當分派之結果。是以，解釋上，現金是一種例示，凡可達

<sup>99</sup> 然有學者認為，此經濟部函釋之內容仍過於簡單，易生實際適用之疑義。例如現物減資雖須經股東會決議，惟股東會決議為多數決，對不同意之股東應如何處理，此函釋並未處理。參林國全，現物減資，月旦法學教室，第 73 期，頁 27，2008 年 11 月。

<sup>100</sup> 經濟部 91 年 6 月 27 日經商字第 09102132990 號函。

<sup>101</sup> 曾宛如，「讓與全部或主要部分營業或財產」之探討，台大法學論叢，第 35 卷第 1 期，頁 16，2006 年 1 月。

到與現金相同之結果者，應無禁止之必要<sup>102</sup>。

綜上所述，過去實務見解認為現物減資可能損及債權人、公司、股東之利益禁止現物減資，已受到實務與學說的檢討與批判。就現物減資的客觀價值判斷，可透過會計師查核簽證加以確定；而關於股東間公平性的問題，若公司現物減資之標的具有同質性且數量上為可分，亦無侵害股東公平性之問題<sup>103</sup>。而現物分派與現物減資，實質上均為公司將資產返還股東之態樣，既然現行實務認為現物減資之流弊得透過一定程序加以防免，而允許公司為現物減資，基於相同的理由，立法上應無禁止公司為現物分派的必要<sup>104</sup>。且禁止公司為現物分派或現物減資，亦有礙於同一集團中各公司資產的分配，例如一公司手中有閒置的廠房器具等，不但必須承擔折舊，且無法藉由分派移轉至同一集團其他有需要的其他公司，或者迫使其透過迂迴的手段達成相同目的，均將構成關係企業營運自由的限制。惟應注意者，放寬限制的同時，仍應隨時注意其他配套措施是否已能完全防止

## 二、現物分派的數額判斷

若認為公司得以非現金資產作為分派標的，進一步須討論者為分派數額的決定。如同前面經濟部之函釋，為避免公司與股東之利益輸送或淘空情事，現物減資時該財產之價值須經會計師查核簽證。依此見解，公司為現物分派時，亦應受到相同之規範，須經會計師查核簽證。依前述對於「分派」的定義，公司之現物分派可能為經股東會決議所為之無償的分派，亦可能為公司與股東間進行低價轉讓資產的交易。而於現物分派中，其分派數額之參考基準，究竟為該財產的市價，抑或其於資產負債表上的帳面價值，即有疑問。

<sup>102</sup> 同前註，頁 17。

<sup>103</sup> 惟應注意者，此處討論的現物減資限於所有股東皆受領相同性質之標的物而言。若股東間取得之標的並不相同，例如部分股東取得現金，部分股東取得股份時，仍有股東間公平性的問題。

<sup>104</sup> 學者王文宇教授亦認為，我國公司法係強調股利分派之公平性，亦即股利分派須依股東持股比例平均分派，就股東間公平性而言，並無圖利特定人之疑慮。參王文宇，論公司法對股份有限公司資產進出之規範，收於氏著，新公司與企業法，頁 229，元照出版社，2003 年 1 月。

雖然我國公司法並未就「分派」有統一的定義與限制，然而觀察公司法第 232 條股利分配與第 167 條之 1 股份買回之限制可知，我國公司法的資本維持原則與英國公司法類似，均規定公司僅得以盈餘作為合法返還資產的標的。對於債權人之保障界線，係要求留存相當於資本之財產於公司，若超過此界線則可能侵害到股東請求盈餘分派的權利<sup>105</sup>。本文認為，既然我國對於債權人的保護係建立在以資產負債表為判斷依據的資本維持原則上，超過帳面價值之利益本與債權人保障較無關連，若公司以帳面價值進行分派時，對於債權人並無影響<sup>106</sup>。職此，從我國資本維持原則的規範，公司資產的市場價值與債權人之保護無關。

反之，若公司以低於帳面價值的價格出售資產予股東時，其差額在會計上係列為損失，將減少公司的保留盈餘，直接影響者為股東盈餘分派的範圍。若公司已無可分派盈餘時，仍為分派之目的將資產低價轉讓予股東，有規避公司法分派規則之嫌，而應加以限制。或謂有時因市場環境的變動，致公司資產有行無市，資產之市場價值低於帳面價值，而無法以帳面價值出售。惟此際應認為公司與股東間的交易並無實質上資產返還之效果，自始不構成分派。此在股東與公司無任何關係時，更無使其構成分派予以處理的必要，而應回歸公司經營者之商業判斷法則。

然則以帳面價值判斷可能引發受分派股東之公平性的問題，此尤其在於部分股東為現金分派部分股東為現物分派之情形。例如公司有甲乙二股東，於公司分派時，公司將市價一千萬元但帳面價值僅五百萬元之財產分派予甲，對乙則直接分派五百萬元之現金。若自公司之資產負債表觀察，甲乙所受分派數額並無分別，惟實際上乙所受分派數額顯然較低。對此問題，鑑於債權人保護與股東平等

<sup>105</sup> 此處的資本係採廣義的解釋，所有公司股東為取得股份所投入之對價均屬之，範圍相當於會計項目中的投入資本，包括股本與資本公積。惟依證券交易法第 41 條第 1 項，授權主管機關認為有必要時，得對公開發行公司以命令規定於分派盈餘時，除依法提出法定盈餘公積外，並應另提一定比例之特別盈餘公積。係對於公司盈餘分派的額外限制。

<sup>106</sup> 依商業會計處理準則第 32 條第 2 項，若公司以高於帳面價值出售其資產，超過帳面價值的部分構成出售資產利得（若係土地尚須扣除土地增值稅），而成為保留盈餘得加以分派。另參經濟部 91 年 3 月 26 日，經商字第 09102057680 號函。

原則本係不同範疇之問題，縱使資本維持原則係以公司資產的帳面價值為債權人保護之依據，以帳面價值決定分派數額。於決定股東是否受到相同之對待時，仍應以分派標的的客觀經濟價值（市場價值）是否相同作為判斷。

## 第三節 資本不變原則—公司之減資

### 第一項 減資之現狀

我國現行公司法對於減資之程序主要係以是否變更章程為區分（惟亦有學者認為減資必然須變更章程）。故以下以是否變更章程之減資討論實務上之狀況：

#### 一、變更章程之減資

##### 1. 變更章程之形式減資

變更章程之形式減資，係指依公司法第 279 條之規定，修改公司章程以減少每股票面金額，或降低章程所定股份總數。惟公開發行公司依公開發行公司股務處理準則，每股票面金額被限制為 10 元，無法以降低公司股票面金額進行減資。至於以修改章程降低章程所定股份總數，一來修改章程必須經股東會特別決議，程序上較為麻煩，二來與公司財務狀況較為相關者為實收資本額，調整章程所定之授權資本，於公司發生虧損時並無助於改善公司之財務狀況，實務上較為少見。

變更章程之形式減資，在授權資本制下其效果為減低公司之授權資本，進而限縮董事會之權限。學說上有認為，此舉可使董事會欲增資發行新股時，須得股東會之同意，而加強股東會對經營團隊之監控。且授權資本額之限縮，亦可能促使董事會尋求外部資金例如發行公司債或向金融機構借款，而發行公司債有其數額及條件之限制，向金融機構借款則可使金融機構藉由授信契約之簽訂對公司之

財務狀況及經營進行監控。因此限縮授權資本額對於公司治理有正面之助益<sup>107</sup>。然而在家族企業盛行、股權結構集中的我國<sup>108</sup>，因所有與經營有相當程度之結合，要求經營者搬石頭砸自己的腳之可能性不高。

## 2. 變更章程之實質減資

變更章程的實質減資，為我國公司法關於減資規範最初設想的情形。亦即，公司減資時將減少之資本發還股東。然而在實務運作上，以變更章程之方式減資甚為少見，論其可能原因，除變更章程須經股東會同意較為麻煩外，與變更章程之形式減資相同，此將降低授權資本額而導致限縮董事會權限之效果，不易獲得董事會同意。此外，現今實務尚有諸多無須變更章程之實質減資手段，亦使得變更章程之實質減資的誘因減低。

## 二、不變更章程之減資

### 1. 不變更章程之形式減資

不變更章程之形式減資，係藉由減少公司已發行股份以減少虧損數額（因虧損為股東權益項下之減項），為一單純地公司資產負債表上科目之調整。若公司虧損嚴重，因其無法發放現金股利，將難以吸引新的投資人投入資金，而銀行往往也不願意放款。此際公司以減資方式銷除虧損，一來可調整公司財務結構；二來因實收資本額降低，新加入之股東所持有之股份相對於減資前比例亦會提升，有助於新股東的投資。

### 2. 不變更章程之實質減資

<sup>107</sup> 朱德芳，論公開發行公司之資本結構重組與公司治理：以形式減資與私募增資為核心，台大法學論叢，第37卷2期，頁94，2008年6月。

<sup>108</sup> 關於我國之股權結構介紹，參王文宇，從股權結構論公司治理法制，頁25，收於氏著，公司與企業法制（二），元照出版社，2007年1月。

相較於形式上減資僅係公司資產負債表之調整，實質上減資則發生公司將資產返還股東之效果。不變更章程之實質減資，例如公司法第 168 條第 1 項以有償之方式銷除以發行股份。至於公司依法買回庫藏股後逾期未轉讓而被視為公司未發行股份者，應辦理變更登記，也可能造成實質上減資。

實質減資之目的在於將公司多餘之資金返還股東。公司有閒置之資金，一般多發生於雖然公司財務健全但無擴廠計畫之情形。惟公司法對於公司之轉投資設有數額的限制（第 13 條），且轉投資本身即有一定之風險，此際公司若透過減資將資產返還於股東，可促使公司與股東間較有效率的資產配置。另對於公開發行公司而言，因每股之票面金額固定為十元，故僅能透過減少發行股份總數進行減資。此時公司之發行股份總數與總資產均降低，故其總資產報酬率（Return of Assets, ROA）與每股盈餘（Earnings per share, EPS）均會提高，有助於股價之提升。此外，公司名下固定資產之不動產出售取得溢價收入，本應列入資本公積，然實務上亦不乏有公司藉先行轉增資再行減資程序，並發放減資款給股東，用以規避本應課股東個人所得稅<sup>109</sup>。

又不變更章程之實質減資，其效果與發放現金股利類似，均使股東取得現金。故實務上也越來越多上市櫃公司以辦理減資或實施庫藏股並辦理註銷之實質上減資取代現金股利之發放<sup>110</sup>。惟庫藏股銷除與減資仍有以下不同：一、公司買進庫藏股時，一般均以市價買進，而實質減資公司減少之實收資本額仍係以票面金額計算，於公開發行時統一為十元；二、庫藏股之買回係針對少數股東，而減資則係針對所有股東；三、買回庫藏股時，僅須董事會決議即可。減資則須股東會之決議。

<sup>109</sup> 最高行政法院 95 年判字第 1249 號、96 年判字第 180 號判決。相關討論詳見葛克昌，稅法避稅與法律補充，月旦法學教室，第 76 期，頁 114，2009 年 2 月。

<sup>110</sup> 例如台積電於 2007~2008 年間，三度實施庫藏股，耗資近 700 億元，買回百萬張的自家股票，且買回的庫藏股後全數註銷，為證券史上最大規模的庫藏股減資案。值得注意者，因台積電當時之股價約為 60 元，因此其耗資 700 億元，僅減資一百多萬張股票。資料來源，聯合報，2009 年 2 月 13 日，B2 版（網路資料）。



## 第二項 我國法減資規定之分析

### 一、債權人保護規定適用範圍過於狹隘

現行法關於不變更章程之實質減資的一個問題，在於公司得否僅減少實收資本額而不變動章定資本。過去在未採取授權資本制前，公司之實收資本即為章定資本，股份必須全額發行，無任何預留增資之空間。因此，股份無論基於何種原因收回，最終皆須銷除。然而在授權資本制下，股份回收可採銷除方式，永久不可再發行；亦可採還原途徑，使回收股份成為庫藏股。關於公司法第 168 條所定的股份銷除，其銷除之股份得否還原為未發行股，學說上之爭論業如前述<sup>111</sup>。此問題的困難在於，公司法就減資之債權人保護規定仍係以變更章程作為前提，若認為回收之股份得還原為庫藏股而不變更章程，是否需踐行債權人保障程序即有疑問，可能導致債權人保障不週的問題。但另一方面，過去減資之規定係針對法定資本制所設，現行法既採授權資本制，減資方式是否仍僅限於股份銷除一途仍有待進一步研究<sup>112</sup>。

換言之，我國公司法中減資於條文之安排之所以置於變更章程，係基於過去公司法未採授權資本制，章定資本額即為實收資本額。惟現行法已改採授權資本制，甚至已無最低資本額的要求，公司之實收資本可謂與公司章程並無關連。則公司單純減少實收資本額，與變更章程無關，而不適用第 281 條減資之保護債權人程序，可能產生規範漏洞。或謂此時應透過解釋，認為公司依公司法第 168 條所銷除之股份均應變為不得再發行之股份，從而使公司不得單純減少實收資本額而不變更章程。惟此等解釋，一來於法無據，二來似乎有悖於近來修法使章定資本與實收資本脫勾的立法趨勢。而有另外謀求解決之道的必要。

<sup>111</sup> 參本文第三章第三節第二款。

<sup>112</sup> 方嘉麟方嘉麟，論資本三原則理論體系之內在矛盾，政大法學評論，第 59 期，頁 176，1998 年 6 月。

## 二、未區分實質減資與形式減資

減資依公司是否將資產發還股東可分為實質減資與形式減資，此二者依公司法減資之規定均應踐行保護債權人之程序。實質減資涉及公司資產減少，保護債權人固然有其必要，然而在形式減資的情形，公司之資產並未減少，僅係調整公司資產負債表上的數字，使實收資本額更接近於公司實際資產，理論上對於現存債權人並無影響。或謂在形式減資中，縱未涉及資產返還，亦將減少應保留公司之財產額，同時意味著公司發放股利機會的增加，若公司將來有盈餘時，即有可能得以之作為分派股利之財源，故有保護之必要<sup>113</sup>。

惟縱認為形式減資將導致公司減少應保留公司之財產額，是否足以正當化賦予債權人與實質減資相同程度之保障，則有疑問。首先形式減資並未涉及資產返還，其對債權人債權實現的侵害程度與實質減資不同。其次，形式減資於實務上多發生在公司有嚴重虧損時，藉由降低實收資本增加股利分派的機會，並吸引潛在投資人的投資，若仍要求公司須履踐保護債權人之程序，對公司財務將更加不利，而增加破產或週轉不靈的風險。因而於形式減資時，縱認為有保護債權人之必要，亦應思考有無其他更妥適的替代手段。對此，英國立法例或許可供我國參考。英國 2006 年公司法雖規定私人公司之減資未必須經法院核准，惟公司仍得主動請求法院核准，並由法院決定減資之條件，例如限制公司將來之分派等，使公司之減資可兼顧債權人之保障與避免某些債權人不合理之要求。某程度可解決我國之問題。

## 三、債權人保護手段的妥適性

若比較股利發放、股份買回與減資此三種資產分派型態對於債權人之保護，股利發放、股份買回在法定資本制下均係以財源之限制（例如盈餘或已實現之資

---

<sup>113</sup> 王文宇，前揭註 13 書，頁 459。

本公積)作為手段，而減資因係直接改變資本數額，無法適用股利發放、股份買回之方式。公司法於減資對於債權人之保護，依公司法第 281 條準用同法第 73、74 條規定，公司減資時應即向各債權人分別通知及公告，並指定三十日以上之期限，聲明債權人得於期限內提出異議(第 73 條)。若公司不為前條之通知及公告，或對於在指定期限內提出異議之債權人不為清償，或不提供相當擔保者，不得以其減資對抗債權人(第 74 條)。

公司法首先要求公司應向各債權人分別通知及公告，惟公司之債權並不限於透過融資而生之債權，尚包含正常營運中有業務往來而生之債權。此際公司可能之債權人數目眾多，若仍要求公司分別通知及公告，一來可能有事實上的困難，二來所生之程序費用也相當可觀。其次，一旦公司債權人有異議，公司即須對該債權人為清償或提供相當擔保，否則不得以其減資對抗債權人。可能引發公司債權人藉由其異議權與公司談判，要求公司提供較原本債權更好的條件或其他利益，以換取其同意。此對於財務狀況不佳欲藉由減資調整財務結構的公司甚為不利，且可能影響到股東或其他債權人之利益。甚至在實質減資之情形，縱使公司於減資後仍有償債能力，若其於減資時手中現金不足無法為清償或提供擔保，也會面臨相同問題。要之，雖然肯認債權人於公司減資時有保護之必要，然現行法於減資中債權人保護的程序，對於公司而言可能負擔過重，宜探討有無其他可達到相同目的的替代手段。

#### 四、可透過其他方式規避

退步言之，縱認為現行法無論在減資之方式或債權人保護方面均無不妥，然實務上仍有諸多規避方式，典型者即為前述不變更章程之實質減資，其中實務最常見者為股份買回後銷除。例如實務認為「依證券交易法第二十八條之二規定買回之庫藏股，因未於三年內轉讓予員工，應辦理減資之變更登記，係屬法定減資

之理由，無須召開股東會決議通過，亦毋庸向債權人通知及公告<sup>114</sup>。」或謂公司法已就關於買回庫藏股的債權人保護設有規範，例如買回之財源、目的等，因此無庸再適用減資之規定。惟此二行為在經濟上或法律上之效果相同，均為公司之章定資本、實收資本與資產同時減少，則何以在買回庫藏股時無須踐行公司法第73、74條債權人保護之程序，而在減資則須踐行？若非關於股份買回之債權人保護規範不足（僅有財源限制），即為公司法就減資程序過於嚴格（未通知則不得對抗）。現行實務認為不變更章程的實質減資無庸履踐債權人保障程序，此等看法某程度已弱化資本不變原則，將來可考慮與股利分派一體考量<sup>115</sup>。

## 第四節 小結

我國之資本三原則雖為法定資本制之一種，惟法定資本制的具體規則各國仍有不同。本章在比較分析我國與英、美兩國之法定資本制之規定後，認為我國法可能存在如下問題：

一、在資本確定原則方面，若公司法已改採授權資本制，公司之授權資本既與其實際資產脫勾，不再具有保障債權人之意義，應認其僅為公司內部自制事項，是否仍有必要以法律強制規定公司之授權資本，實有疑問。而就公司股份之面額，股份面額搭配禁止折價發行原則雖有助於公司資本之確保，惟同時亦可能有礙於公司財務之彈性，已有諸多外國立法例或學說可供參考，且在我國公開發行公司強制公司股票面額一律為十元，更使公司無法自行決定其資本與資本公積之比例。此外，股份面額的另一意義在於區分資本與資本公積，確保公司資本原則上不得分派以保障債權人，然我國現行法既同等禁止資本公積分派，似無再區分資本與資本公積之必要。

二、關於資本維持原則，應區分股東之出資與公司資產之分派。就股東之出

<sup>114</sup> 經濟部92年6月16日經商字第09202120760號函。

<sup>115</sup> 曾宛如，前揭註9文，頁154。

資，相較於外國立法例，我國公司法所允許股東出資之種類相對狹隘，可能不利於一些新興公司之籌資。另關於股東現物出資之鑑價，我國公司法僅規定由董事會決議定之，規定過於簡陋，亦已招致國內相當學者之批評。而就公司資產之分派，現行法下主要有股利分派與股份買回兩種手段。在股利分派方面，公司法並未要求公司經營者考量公司之現金流量，可能導致公司於合法分派股利後隨即週轉不靈，從而損及債權人之利益。且我國公司法關於違法分配股利之效果，並未區分受領股東之主觀要件，對於善意股東可能保護不足。至於公司買回自己股份，參考英美等國法制，其係將股份買回視為分派公司資產的手段之一，原則上受到與股利分派相同之限制。惟我國現行公司法允許公司以資本公積買回自己股份，與股利分派之規定不一致，有違反資本維持原則之虞。此外，股份買回對公司而言具有諸多功能，我國現行法卻嚴格限制公司買回自己股份之事由，似不足以因應實務上之需求。

三、資本不變原則對債權人保護主要表現於公司減資必須踐行債權人保障程序。減資之所以可能侵害債權人之利益，在於公司減資導致公司資產減少的實質減資或將來可分派範圍增加的形式減資，因此英國公司法僅針對此二種情況要求公司需踐行債權人保障程序。惟我國公司法關於減資之規定並非以此為區分，而係以公司減資是否變更章程作為區分。然我國既已採行授權資本制，對債權人較有有意義者為公司的實收資本，而非章程上所載的授權資本，現行法關於減資之規定可能已經不符時宜。另一方面，當公司財務面臨困境而有減資銷除虧損之必要時，一律強制公司對債權人提出擔保，有時對公司無異於雪上加霜，加遽其財務惡化，反倒不利於整體經濟環境。是以，關於公司減資時債權人保障之手段，似仍有檢討之空間。

四、在同樣採取法定資本制的歐盟與英國法，由股份回籠禁止所導出的財務援助之規定，為我國公司法所無。雖然從立法趨勢觀之，英國公司法鑑於財務援助對公司所造成的成本，逐漸考慮放棄財務援助之規定，我國在結論上似乎站在

正確的位置。然英國放棄財務援助的規定，並非出於財務援助行為無規範之必要，而係因該國其他法制足以因應財務援助行為可能引發之弊端。本文探討我國其他法制關於財務援助行為之規定後，認為我國現行法制可能無因完全解決財務援助之問題，而有進一步檢視之必要。

五、關於公司將資產發還股東之行為，無論係經股東會決議之股利分配，或是透過形式上交易進行實質資產發還，英國公司法均將其納入「分派」的定義內，受到相同之規範。尤其是其 2006 年公司法針對公司現物分派作出明確規範，有助於關係企業之資產移轉。反觀我國公司法並無相對應之規定，對此種行為僅能以關係人交易或非常規交易等相關規定處理。惟此等規定多未將債權人利益納入考量，無法完全保障債權人。雖然我國實務亦不乏有禁止公司透過公司法第 232 條以外之方式分派公司資產的見解，然而在某些情形下公司分派並不致於損及債權人利益，完全禁止公司為之可能會對公司造成過度限制，不利公司與股東間的資產配置。

## 第七章 結論

### 一、有限責任與法定資本制之存廢

自十九世紀起，公司之有限責任被認為係公司法制中最偉大的發明之一，藉由切割公司與股東之責任，有效鼓勵人民以設立公司之形式從事商業活動，對國家經濟發展有相當正面之影響，而成為現代各國公司法中公司的重要特徵之一。

然而，有限責任適用的結果，實際上係於一定範圍內將公司破產的風險轉嫁予公司債權人承擔。因此，有限責任發展至今，於國內外實務上已引發諸多問題。首先，有限責任對整體經濟所造成的負面影響已逐漸受到重視。尤其在小型公司與公司之侵權行為兩個面向，適用有限責任的結果，往往不但無法達到有限責任促進投資之目的，反而造成無效率的風險分配。其次，公司法制為因應有限責任對債權人帶來的不利益，發展出諸多防弊措施，以免股東濫用有限責任。此等防弊措施對公司而言，亦為一種額外的成本。

儘管有限責任此一制度已遭受相當批評，目前尚無完美的替代制度，故有限責任仍有繼續存在的必要。在此前提下，如何在債權人保障與避免增加公司負擔間取得平衡，已成為各國公司法制的重要課題。公司法關於債權人保障的規定甚多，其中法律最能著力者，係公司對股東資產分派與發還的限制，此亦為本論文主要研究對象。

關於公司資產分派與發還的規定，以德國法為首的大陸法系發展出所謂的法定資本制（資本三原則），強調以公司之資本作為債權人的保障，並據此衍伸出諸多具體「規則」，規定公司必須符合何等要件始能分派股利。由於法定資本制強調公司資本與實際資產的關連性，其對於公司之資產進出均設有嚴格的規定。就資產取得方面，其通常對於公司之最低資本額、面額股與折價發行之禁止、股東出資之限制與現物出資之程序等設有規定，以確保公司取得相當於資本之資

產；在資產分派或發還方面，法定資本制之核心概念在於公司之分派不得損及公司資本，以確保公司不致於將代表公司資本之資產分派。因此，在法定資本制下，公司資本、盈餘、公積等會計上的概念，對於分派合法與否即甚為重要。又此等數額的判斷，通常僅需參考資產負債表即可得知，實際運用上具有相當的明確性，而廣受以成文法為主的大陸法系國家歡迎。

我國公司法係繼受歐陸法系，法定資本制（資本三原則）之規定亦為我國公司法的重要原則之一。然而，隨著時代的發展，法定資本制在我國已逐漸受到挑戰。我國公司法歷年來的修正也不斷放寬法定資本制的限制，例如授權資本制的採行、最低資本制的廢除、出資種類的放寬、庫藏股的允許、現物減資的核准等，近來主管機關除提案減低法定盈餘公積之上限外，同時也考慮將資本公積納入可分派之範圍內，均為適例。觀察此等修正背後的理由，主要在於法定資本制的規定過於僵化而欠缺彈性，以致於無法因應實務之需求。然此等修正，已逐漸背離傳統的法定資本制內涵，亦引發國內諸多學者相繼檢討我國資本三原則之規定。

無獨有偶，在法定資本制的發源地—歐盟，近年來關於法定資本制的辯論也成為歐盟學者間熱門的議題之一。歐盟第二號公司法指令受到德國公司法影響，自 1970 年代施行起即採取法定資本制之規範，並適用於各會員國之公開發行公司。然而，此一制度近來已遭受諸多學者或研究報告之批判。其對法定資本制之批評主要有二：無法保障債權人與欠缺效率。公司法之目的在於提供一有效率的規範，若一制度之存在不僅無法達到其立法目的，反倒對適用法律者增加過度負擔，該制度即應無存在之必要。

另參考美國公司法之發展，可發現其早已意識到此一問題並作出修正。美國各州公司法早期雖普遍採取法定資本制，至 1980 年代，自加州公司法率先放棄法定資本制後，隨著模範公司法（RMBCA）的修正，迄今法定資本制在美國已逐漸式微，而被其他替代制度或分派標準取代。RMBCA 主要特色在於，其對於



公司債權人之保障，並非以公司資本為基礎，而係以公司之償債能力作為限制。惟公司之償債能力涉及公司對未來狀況之預測，而須仰賴公司經營者之忠實義務或注意義務等抽象標準，因此 RMBCA 亦賦予公司經營者就公司之資產進出有一定的判斷空間，而不預先設定明確的要件與效果，此為其與法定資本制最大之不同。

若進一步檢視歐盟學者間對法定資本制的改革提案，係將公司債權人保護之界線從公司之資本轉移至公司之償債能力，並輔以其他規定以為配套。此一改革方案大抵上係往美國模範公司法之方向修正。由是可知，其等認為對公司債權人而言，債權得否實現之關鍵既為公司的償債能力，則公司法對公司所為超過此部分之限制，均屬多餘。更重要者，此處涉及本論文在第二章所提到的法律規範模式—規則與標準—的選擇，前者例如法定資本制，規定明確但欠缺彈性；後者例如董事之忠實義務或注意義務，具有彈性但內容有欠明確。倘認為公司法的目的係追求效率，採取「標準」的規範模式顯然更有助於達成公司法的目的。

惟正因「標準」之具體內涵多須仰賴法院事後在個案中判斷，對於習慣成文法的歐盟各國人民與法院而言，實為一大挑戰，此或許為歐盟迄今無法輕易放棄法定資本制的原因之一。再者，英美等國係自 18 世紀起開始發展出忠實義務與注意義務的概念，迄今就該概念的建構已有相當發展，該國公司負責人多半知悉其在法律上的義務與責任，並認為遵守法律係一切的基礎。在此前提下，由於經營者均知如何拿捏分寸，任何制度都可變得輕鬆而有彈性。惟我國法制環境目前似乎尚無相對應之背景，導致所謂的「彈性」淪為受規範者認為其行為不受到任何拘束，什麼都可以做。尤其是在採取契約自由原則下的我國，將債權人保護完全或過度委由公司自治，此等契約自由將變成為強凌弱所設計的契約自由。因此，設若未來我國採取類似英美法的規範模式（即放棄法定資本制），尚須就此研擬英美法中毋須思考的配套措施。而依我國目前法制環境，若完全放棄法定資本制此一債權人保護制度，可能尚無其他足夠之配套或替代措施，而落入與歐盟

相同之處境。

另應注意者，歐盟或美國關於法定資本制的檢討或經驗，雖可供我國參考，但不能直接移植至我國。蓋我國公司法與歐盟第二號公司法指令或英國公司法，雖均採取法定資本制，但具體內涵仍有部分不同，因此歐盟學者對於其法定資本制的批評未必亦適用於我國。此外，儘管歐盟學界或政府所做的實證研究多顯示出實務上並不仰賴法定資本制，惟此畢竟為彼邦之資訊。就我國實務上公司或債權人如何看待法定資本制，仍有待進一步的實證研究。

## 二、我國資本三原則具體規定之檢討

姑且不論我國應繼續採用法定資本制或改採其他替代標準，同樣在採取法定資本制的前提下，單純比較我國與歐盟的具體規定，亦可發現我國公司法可能仍有規範不足之處。

首先，就資本確定原則，公司之授權資本既僅係公司內部股東間權利義務之規範，與債權人保護無必然關連，公司法是否仍有必要強制公司設定授權資本，實有疑問。另關於面額股與無面額股之採行，同樣亦與債權人保障無關，且已有諸多學者主張無面額股更能提高公司財務彈性。惟我國現行法不僅仍採取面額股，於公開發行公司甚至統一規定公司之面額一律為十元，使公司無法根據自身需求決定股份之面額，更嚴重壓縮公司財務彈性。

其次關於資本維持原則。若與外國法比較，我國現行法對於股東出資種類之限制可謂相當嚴格。然若能對股東出資品質設有適當的鑑價與揭露機制，此等限制似無必要。在股利分派方面，我國公司法對於違法分派的規定過於簡陋，可能不足以保障善意受領分配的股東。又關於股份買回，股份買回在實務上之功能甚多，惟我國對於允許股份買回之事由係採列舉式規定，恐無法使股份買回之功能完全發揮。

另與英國公司法比較，可發現有兩個概念在我國並未被清楚規範，即公司之「分派」與「財務援助」。依英國公司法之規定，所謂分派係指所有公司將資產返還股東的行為。之所以有如此廣泛的定義，係為避免公司不當發還資產，以貫徹資本維持之功能。而我國公司法並無相對應的概念，類似的行為僅能透過關係人交易與非常規交易規範，惟此等規定可能無法充分考量債權人之利益。至於財務援助，學者通常將其解釋為股份買回之脫法行為，認為有加以規範的必要。觀察我國公司法，既未規範財務援助之行為，其他規定又無法完全防免財務援助可能產生之弊端，規範上似有不足。

最後，資本不變原則以有無變更章程區分應否發動債權人保障程序，在公司法改採授權資本制後，並未隨之修正，應係立法疏漏。其次，我國公司法並未區分實質減資或形式減資，均要求公司須踐行債權人保護程序，對於財務狀況不佳欲藉由減資打消虧損之公司，可能過於嚴苛。又減資之債權人保護程序，係規定公司必須對提出異議之債權人提供擔保，而不區分該債權人有無保護之必要，此等手段是否合乎比例原則，實有疑問。

資本三原則此一概念在我國實行已久，向來學說多將重點置於資本三原則究竟能否有效保障債權人。此次歐盟學界從「效率」的觀點分析法定資本制，正好可提供我國重新檢視資本三原則之契機。近程而言，應先針對現行資本三原則之具體規定不足之處進行修正；遠程而言，則宜澈底檢視此一原則在我國實際運用之成果。公司法制關於債權人保障之規定橫跨法律與會計兩大領域，且制度的設計亦需針對我國國情與商業環境進行通盤的考量，本文限於篇幅及所學，僅能指出現行制度下可能面臨之問題，並無法斷言何種制度最適合於我國。且法定資本制之修正必須一併考量會計原則、破產法與稅法等其他法領域，故今後資本三原則或其他公司債權人保護制度在我國之發展，仍有待學者專家為通盤之檢討與分析，以規劃出最符合我國企業需求及實務狀況之規範。

# 參考文獻

## 壹、中文文獻

### 一、專書

1. 方嘉麟等，現代公司法制之新課題—賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集，元照出版社，元照出版社，2005年8月。
2. 王文宇，公司法論，元照出版社，2006年8月。
3. 王文宇，公司與企業法制（二），元照出版社，2007年1月。
4. 王文宇，民商法理論與經濟分析（二），元照出版社，2003年4月。
5. 王文宇，新公司與企業法，元照出版社，2003年1月。
6. 王文宇主編，新金融法，元照出版社，2004年11月。
7. 王泰銓，公司法新論，三民書局，2002年10月。
8. 余雪明，證券交易法，中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2003年4月。
9. 柯芳枝，公司法專題研究，作者自版，1976年4月。
10. 柯芳枝，公司法論，三民書局，2004年5月。
11. 陳彥良，公司治理法制—公司內部機關組織職權論，台灣財產法暨經濟法研究協會，2007年1月。
12. 馮震宇，公司證券重要爭議問題研究，元照出版社，2005年5月。
13. 馮震宇，企業管理的法律策略及風險，元照出版社，2003年4月。
14. 劉連煜，美國標準商業公司法：一九八四年版，五南出版社，1994年2月。
15. 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，作者自版，2006年2月。
16. 賴源河，公司法問題研究（一），政大法律學系法學叢書編輯委員會，1982年6月。
17. 賴源河等，新修正公司法解析，元照出版公司，2002年3月。

### 二、期刊論文

1. 方嘉麟，公司回收自己股份法律效果之研究，政大法學評論，第75期，2003年9月。
2. 方嘉麟，論資本三原則理論體系之內在矛盾，政大法學評論，第59期，1998年6月。
3. 王志誠，股東之盈餘分派請求權，月旦法學教室第，41期，2006年3月。
4. 王志誠，非常規交易法則之實務發展，財稅研究，第40卷第1期，2008年1月。
5. 王泰銓，歐洲公司法導論，台大法學論叢，第25卷第1期，1995年10月。

6. 朱德芳，論公開發行公司之資本結構重組與公司治理：以形式減資與私募增資為核心，台大法學論叢，第 37 卷 2 期，2008 年 6 月。
7. 林仁光，資本維持原則之重新檢視，台灣本土法學雜誌，第 33 期，2002 年 4 月。
8. 林國全，現物減資，月旦法學教室，第 73 期，2008 年 11 月。
9. 林國全，資本不實，台灣本土法學雜誌，第 53 期，2003 年 12 月。
10. 林德瑞，論證交法第二十八條之二的適用與法律爭議，東海大學法學研究第 17 期，2002 年 12 月。
11. 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，92 年 9 月。
12. 林麗香，企業取回自己股份之法律問題，台北大學法學論叢，第 48 期，2001 年 6 月。
13. 邱秋芳，化解股價低於面額公司籌資之困境－面額股與無面額股，證交資料第 471 期，2001 年 7 月。
14. 邱秋芳，我國公司法法定公積制度之檢討，月旦法學雜誌，第 96 期，2003 年 5 月。
15. 邱秋芳，廢除最低及固定面額限制之探討，證交資料第 478 期，2002 年 2 月。
16. 邱秋芳，銷除股份、減資與未發行股份，月旦法學雜誌，第 73 期，2001 年 6 月。
17. 姚志明，控制公司與其負責人之責任-公司法第 369 條之 4 之詮釋，月旦法學雜誌，第 46 期，1999 年 2 月。
18. 施建州，論資本維持原則之原理，逢甲人文社會學報，第 4 期，2002 年 5 月。
19. 施建州，論資本維持原則對於債權人之保護，玄奘法律學報，第 1 期，2004 年 6 月。
20. 柯菊，禁止公司取得自己股份緩和論之研究，臺大法學論叢，第 24 卷第 2 期，1995 年 6 月。
21. 張心悌，控制股東與關係人交易，台灣本土法學雜誌，第 101 期，2007 年 12 月。
22. 曾宛如，「讓與全部或主要部分營業或財產」之探討，台大法學論叢第 35 卷第 1 期，2006 年 1 月。
23. 曾宛如，公司法最低資本額之變革－論有限公司與股份有限公司之最低實收資本額規定之廢除，月旦法學雜誌，第 171 期，2009 年 8 月。
24. 曾宛如，有限責任與債權人之保護，臺大法學論叢，第 35 卷第 5 期，2006 年 9 月。
25. 曾宛如，股東與股東會－公司法未來修正方向之芻議，月旦法學雜誌，第 95 期，2003 年 4 月。

26. 曾宛如，論董事與監察人對公司債權人責任：以公司面臨財務困難為核心，臺大法學論叢，第 37 卷第 1 期，2008 年 3 月。
27. 黃銘傑，自己股份買回與公司法—財政部「庫藏股」制度草案的問題與盲點，臺大法學論叢，第 28 卷第 1 期，1998 年 10 月。
28. 葛克昌，稅法避稅與法律補充，月旦法學教室，第 76 期，2009 年 2 月。
29. 趙德樞，一人公司法理上之爭議，政大法學評論，第 71 期，2002 年 9 月。
30. 劉公偉，股東有限責任之經濟分析，政大法學評論，第 64 期，2000 年 12 月。
31. 劉連煜，淘空公司資產之法律責任，月旦法學教室，第 56 期，2007 年 6 月。
32. 劉連煜，揭穿公司面紗原則及否認公司人格理論在我國實務之運用，台灣本土法學雜誌，第 67 期，2005 年 2 月。
33. 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。
34. 劉連煜，關係人交易與控制股東之義務，月旦法學雜誌，第 116 期，2005 年 11 月。
35. 劉渝生，公司登記後將股款發還或任由股東收回之意義與效力，法學講座，第 6 期，2002 年 6 月。
36. 劉渝生，公司資本與資本三原則，法學講座，第 13 期，2003 年 4 月。

### 三、研究報告及研討會論文

1. 王泰銓等，歐洲公司法之研究，行政院經濟建設委員會委託，國立台灣大學辦理，1991 年 6 月。
2. 曾宛如，論公司之轉投資、保證與資金貸放—兼論公司章程之角色，兩岸法學交流 20 年回顧與展望學術研討會論文，韓忠謨教授法學基金會主辦，2009 年 10 月 1 日。

### 四、學位論文

1. 邱秋芳，股份有限公司買回自己股份法律問題之研究，台北大學博士論文，劉連煜博士指導，2004 年。
2. 施建洲，法定資本制概念的檢驗-以資本維持原則為中心，私立輔仁大學法律學系博士論文，賴英照博士指導，2004 年。
3. 許昆皇，論股份有限公司資本制度—以具體規範之探討為中心，國立政治大學法律研究所碩士論文，林國全博士指導，2005 年。
4. 曾宛如，股份有限公司資本三原則之檢討，台灣大學法律學研究所碩士論文，王泰銓博士指導，1991 年。

## 貳、外文文獻

### 一、英文專書

1. ALCOCK, ALISTAIR *et al* (2007), COMPANIES ACT 2006: THE NEW LAW, Bristol: Jordan Publishing Limited.
2. AMERICAN BAR ASSOCIATION (2002), MODEL BUSINESS CORPORATION ACT: OFFICIAL TEXT WITH OFFICIAL COMMENTS AND STATUTORY CROSS-REFERENCES, REVISED THROUGH 2002, Chicago: Section of Business Law, American Bar Association.
3. ARMOUR, JOHN & JENNIFER, PAYNE (eds.) (2009), RATIONALITY IN COMPANY LAW: ESSAYS IN HONOUR OF D.D. PRENTICE, Oxford; Portland, Or.: Hart Pub.
4. BACKER, LARRY CATÁ (2002), COMPARATIVE CORPORATE LAW: UNITED STATES, EUROPEAN UNION, CHINA AND JAPAN: CASES AND MATERIALS, Durham, N.C.: Carolina Academic Press.
5. BAINBRIDGE, STEPHEN M. (2002), CORPORATION LAW AND ECONOMICS, New York: Foundation Press.
6. BIRDS, JOHN *et al* (eds.) (2007), BOYLE & BIRDS' COMPANY LAW, Bristol: Jordan Publishing Limited, 6th ed.
7. CHOPER, JESSE H. *et al* (2004), CASES AND MATERIALS ON CORPORATIONS, New York: Aspen Publisher, 6th ed.
8. COX, JAMES D. & LEE, HAZEN THOMAS (2003), CORPORATIONS, New York: Aspen Publishers, 2nd ed.
9. COX, JAMES D. & LEE, HAZEN THOMAS (2003), COX & HAZEN ON CORPORATIONS: INCLUDING UNINCORPORATED FORMS OF DOING BUSINESS, New York: Aspen Publishers, 2nd ed.
10. DAVIES, PAUL L. (2002), INTRODUCTION TO COMPANY LAW, Oxford; New York: Oxford University Press.
11. DAVIES, PAUL L. (2003), GOWER AND DAVIES' PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW, London: Sweet & Maxwell, 7th ed.
12. DAVIES, PAUL L. (2008), GOWER AND DAVIES' PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW, London: Sweet & Maxwell, 8th ed.
13. DIGNAM, ALAN & JOHN, LOWRY (2006), COMPANY LAW, New York: Oxford University Press, 4th ed.
14. DIGNAM, ALAN & JOHN, LOWRY (2009), COMPANY LAW, New York: Oxford University Press, 5th ed.
15. DINE, JANET & MARIOUS, KOUTSIAS (2007), COMPANY LAW, Basingstoke: Palgrave Macmillan, 6th ed.

16. DUZER, PETER VAN (2007), COMPANIES ACT 2006: A GUIDE FOR PRIVATE COMPANIES, Bristol: Jordan Publishing Limited.
17. EASTERBROOK, FRANK H. & FISCHER DANIEL R. (1996), THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW, Mass.: Harvard University Press.
18. EDWARDS, VANESSA (1999), EC COMPANY LAW, Oxford: Clarendon Press; New York: Oxford University Press.
19. EIDENMULLER, HORST & WOLFGANG, SCHON (eds.) (2008), THE LAW AND ECONOMICS OF CREDITOR PROTECTION: A TRANSATLANTIC PERSPECTIVE, The Hague: T.M.C. Asser.
20. EISENBERG, MELVIN ARON (2005), CORPORATIONS AND OTHER BUSINESS ORGANIZATIONS: CASES AND MATERIALS, New York: Foundation Press, 9th ed.
21. FERRAN, EILIS (1999), COMPANY LAW AND CORPORATE FINANCE, Oxford; New York: Oxford University Press.
22. FERRAN, EILIS (2008), PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE LAW, New York: Oxford University Press.
23. FRENCH, DEREK *et al* (2009), FRENCH & RYAN ON COMPANY LAW, London: Blackstone.
24. GEVURTZ, FRANKLIN A. (2000), CORPORATION LAW, St. Paul, Minn.: West Group.
25. GRIFFIN, STEPHEN (2006), COMPANY LAW: FUNDAMENTAL PRINCIPLES, Harlow, England; New York: Pearson Longman, 4th ed.
26. HICKS, ANDREW & GOO S.H. (2004), CASES AND MATERIALS ON COMPANY LAW, Oxford: Oxford University Press, 5th ed.
27. HOPT, KLAUS J. & EDDY, WYMEERSCH (eds.) (2003), CAPITAL MARKETS AND COMPANY LAW, Oxford; New York: Oxford University Press.
28. KLEIN, WILLIAM A. & COFFEE JOHN C. (2004), BUSINESS ORGANIZATION AND FINANCE: LEGAL AND ECONOMIC PRINCIPLES, New York: Foundation Press, 9th ed.
29. KRAAKMAN, REINER *et al* (2007), THE ANATOMY OF CORPORATE LAW, Oxford; New York: Oxford University Press.
30. MORSE, GEOFFREY (2005), CHARLESWORTH'S COMPANY LAW, London: Sweet & Maxwell, 17th ed.
31. MORSE, GEOFFREY (2007), PALMER'S COMPANY LAW ANNOTATED GUIDE TO THE COMPANIES ACT 2006, London: Sweet & Maxwell.
32. PALMITER, ALAN R. (2006), CORPORATIONS: EXAMPLES AND EXPLANATIONS, New York: Aspen Publisher, 5th ed.
33. PATFIELD, FIONA MACMILLAN (ed.) (1995), PERSPECTIVES ON COMPANY LAW, London: Kluwer Law International.
34. ROBERTS, CATHERINE (2005), FINANCIAL ASSISTANCE FOR THE ACQUISITION OF



- SHARES, Oxford; New York: Oxford University Press.
35. SHEIKH, SALEEM (2008), *A GUIDE TO THE COMPANIES ACT 2006*, Abingdon, Oxon; New York: Routledge-Cavendish.
  36. SOLOMON, LEWIS D. & PALMITER ALAN R. (1994), *CORPORATIONS: EXAMPLES AND EXPLANATIONS*, Boston: Little, Brown, 2nd ed.
  37. WALMSLEY, KEITH (ed.) (2007), *THE ICSA COMPANIES ACT 2006 HANDBOOK*, London: ICSA publishing Ltd.

## 二、英文期刊論文

1. Ackerman, Thomas C., & Sterrett, James K. II (1975), *California's New Approach to Dividends and Reacquisitions of Shares*, 23 *UCLA LAW REVIEW* 1052.
2. Alexander, Janet Cooper (1992), *Unlimited Shareholder Liability Through a Procedural Lens*, 106 *HARVARD LAW REVIEW* 387.
3. Armour, John (2000), *Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for Modern Company Law*, 63 *MODERN LAW REVIEW* 355.
4. Art, Robert C. (1988), *Corporate Shares and Distributions in a System Beyond Par: Financial Provisions of Oregon's New Corporation Act*, 24 *WILLAMETTE LAW REVIEW* 203.
5. Bebchuk, Lucian Arye & Kahan, Marcel (1989), *Fairness Opinions: How Fair are They and What can be Done about it?*, 1989 *DUKE LAW JOURNAL* 27.
6. Ben-Dror, Yoav (1982), *An Empirical Study of Distribution Rules Under California Corporations Code § 500: Are Creditors Adequately Protected?*, 16 *UNIVERSITY OF CALIFORNIA AT DAVIS LAW REVIEW* 375.
7. Blumberg, Phillip I. (1986), *Limited Liability and Corporate Groups*, 11 *JOURNAL OF CORPORATION LAW* 573.
8. Bratton, William W. (2005), *The New Dividend Puzzle*, 93 *GEORGETOWN LAW JOURNAL* 845.
9. Cabrelli, David (2002), *In Dire Need of Assistance? Sections 151-158 of the Companies Act 1985 Revised*, 2002 *JOURNAL OF BUSINESS LAW* 272.
10. Cheong, Heng Loong (2007), *Aveling Barfold and Intra-Group Transfers at Book Value: The End of Uncertainty*, 18(1) *INTERNATIONAL COMPANY AND COMMERCIAL LAW REVIEW* 1.
11. Chiu, Hse-Yu (2003), *Can UK Small Business Obtain Growth Capital in the Public Equity Markets?—An Overview of the Shortcomings in UK and European Securities Regulation and Considerations for Reform*, 28 *DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW* 933.

12. Committee on Corporate Law (1979), American Bar Association, *Changes in the Model Business Corporation Act-Amendments to Financial Provisions*, 34 BUSINESS LAW 1867.
13. Cook, William W. (1921), “Water Stock”—Commissions – “Blue Skylaws” – Stock Without Par Value, 19 MICHIGAN LAW REVIEW 583.
14. Daehnert, Alexander (2009), *The Minimum Capital Requirement – An Anachronism Under Conservation: Part 1*, 30(1) COMPANY LAWYER 3.
15. Doran, Nigel J.L. (1991), *Transactions at an Undervalue and the Maintenance of Capital Principle*, 12(9) COMPANY LAWYER 169.
16. Downs, Robert C. (1985), *Piercing the Corporate Veil-Do Corporations Provide Limited Personal Liability*, 53 UMKC LAW REVIEW 174.
17. Dreyfuss, Gilbert (1975), *Distributions to Shareholders under the New California General Corporation Law*, 9 LOYOLA OF LOS ANGELES LAW REVIEW 841.
18. Easterbrook, Frank H. & Fischel, Daniel R. (1985), *Limited Liability and the Corporation*, 52 UNIVERSITY OF CHICAGO LAW REVIEW 89.
19. Eisenberg, Melvin Aron (1983), *The Modernization of Corporate Law: An Essay for Bill Cary*, 37 UNIVERSITY OF MIAMI LAW REVIEW 187.
20. Enriques, Luca & Gatti, Matteo (2007), *EC Reforms of Corporate Governance and Capital Market Law: Do They Tackle Insiders' Opportunism?*, 28 NORTHWESTERN JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW AND BUSINESS 1.
21. Enriques, Luca & Gelter, Martin (2007), *How the Old World Encountered the New One: Regulatory Competition and Cooperation in European Corporate and Bankruptcy Law*, 81 TULANE LAW REVIEW 577.
22. Enriques, Luca & Macey, Jonathan R. (2001), *Creditors versus Capital Formation: The Case against the European Legal Capital Rules*, 86 CORNELL LAW REVIEW 1165.
23. Enriques, Luca (2006), *EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial are they?*, 27 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA JOURNAL OF INTERNATIONAL ECONOMIC LAW 1.
24. Ferran, Eilis (1999), *Creditors' Interests and “Core” Company Law*, 20(10) COMPANY LAWYER 314.
25. Ferran, Eilis (2004), *Corporate Transactions and Financial Assistance: Shifting Policy Perceptions but Static Law*, 63(1) CAMBRIDGE LAW JOURNAL 225.
26. Ferran, Eilis (2005), *Simplification of European Law on Financial Assistance*, 6 BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 93.
27. Ferran, Eilis (2006), *The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union*, 3(2) EUROPEAN

- COMPANY AND FINANCIAL LAW REVIEW 178.
28. Fischel, Daniel R. (1981), *The Law and Economics of Dividend Policy*, 67 VIRGINIA LAW REVIEW 699.
  29. Freedman, Judith (2000), *Limited Liability: Large Company Theory and Small Firms*, 63 MODERN LAW REVIEW 317.
  30. Grier, Nicholas (2005), *The Challenges Ahead for Company Law*, 35 SCOTS LAW TIMES 193.
  31. Hackney, William P. (1957), *The Financial Provisions of the Model Business Corporation Act*, 70 HARVARD LAW REVIEW 1357.
  32. Hamilton, Robert W. (1985), *Reflection of a Reporter*, 63 TEXAS LAW REVIEW 1455.
  33. Hansmann, Henry & Kraakman (1991), Reinier, *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, 100 YALE LAW JOURNAL 1879.
  34. Hansmann, Henry & Kraakman, Reinier (1991), *Towards Unlimited Shareholder Liability For Corporate Torts*, 100 YALE LAW JOURNAL 1879.
  35. Herwitz, David R. (1965), *Installment Repurchase of Stock: Surplus Limitations*, 79 HARVARD LAW REVIEW 303.
  36. Hicks, Andrew (1995), *Reforming of Private Companies*, 16(6) COMPANY LAWYER 171.
  37. Hicks, Andrew (1995), *Reforming the Law of Private Companies*, 16(6) COMPANY LAWYER 171.
  38. Hirt, Hans C. (2004), *The Scope of Prohibited Financial Assistance after MT REALISATIONS LTD(IN LIQUIDATION) v DIGITAL EQUIPMENT CO LTD*, 25(1) COMPANY LAWYER 9.
  39. Jaehne, Christoph & Henning, Johan (2007), *The European Court of Justice and the Future of the German Private Company*, 28(2) COMPANY LAWYER 33.
  40. Kershaw, David (2009), *Involuntary Creditors and the Case for Accounting-based Distribution Regulation*, 2 JOURNAL OF BUSINESS LAW 140.
  41. Keustermans, Jeff (1985), *Countertrends in Financial Provisions for the Protection of Corporate Creditors: the Model Business Corporations Act and the E.E.C. Corporate Directives*, 14 DENVER JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW AND POLICY 275.
  42. Kluiver, Harm-Jan De (2006), *Towards a Simpler More Flexible Law on Private Companies- A New Approach and the Dutch Experience*, 3 EUROPEAN COMPANY AND FINANCIAL LAW REVIEW 45.
  43. Kübler, Friedrich (2004), *A comparative Approach to Capital Maintenance: Germany*, 2004 EUROPEAN BUSINESS LAW REVIEW 1031.
  44. Kummert, Richard O. (1984), *State Statutory Restrictions on Financial*

- Distribution by Corporations to Shareholders*, 59 WASHINGTON LAW REVIEW 185.
45. Leuz, Christian et al. (1998), *An International Comparison of Accounting-Based Payout Restrictions in the United States, United Kingdom and Germany*, 28(2) ACCOUNTING AND BUSINESS RESEARCH 111.
  46. Liss, Kevin J. (1987), *Fraudulent Conveyance Law and Leveraged Buyouts*, 87 COLUMBIA LAW REVIEW 1491.
  47. Manning, Bayless (1985), *Assets In and Assets Out: Chapter 6 of the Revised Model Business Corporation Act*, 63 TEXAS LAW REVIEW 1527.
  48. Merkt, Hanno (2004), *Creditor Protection and Capital Maintenance from a German Perspective*, 2004 EUROPEAN BUSINESS LAW REVIEW 1045.
  49. Millon, David (2007), *Piercing the Corporate Veil, Financial Responsibility, and the Limits of Limited Liability*, 56 EMORY LAW JOURNAL 1305.
  50. Miola, Massimo (2005), *Legal Capital and Limited Liability Companies: the European Perspective*, 2(4) EUROPEAN COMPANY AND FINANCIAL LAW REVIEW 413.
  51. Mitchell, Lawrence E. (1989), *Close Corporations Reconsidered*, 63 TULANE LAW REVIEW 1143.
  52. Morse, Geoffrey (2004), *The Introduction of Treasury Shares into English Law and Practice*, 2004 JOURNAL OF BUSINESS LAW 303.
  53. Niranjana, V. & Naravane, Shantanu (2009), *A Reassessment of Fundamental Dividend Principles*, 20(3) INTERNATIONAL COMPANY AND COMMERCIAL LAW REVIEW 88.
  54. Note, *Stock Repurchase Abuses and the No Prejudice Rule*, 59 YALE LAW JOURNAL 1177 (1949).
  55. Peterson, Craig A. & Hawker, Norman W. (1997), *Does Corporate Law Matter? Legal Capital Restrictions on Stock Distributions*, 31 AKRON LAW REVIEW 175.
  56. Porta, Rafael La et al. (1999), *Corporate Ownership around the World*, 54(2) THE JOURNAL OF FINANCE 471.
  57. Proctor, Charles (2007), *Financial Assistance: New Proposals and New Perspectives*, 28(1) COMPANY LAWYER 3.
  58. Ralston, William H. (1982), *The 1980 Amendments to the Financial Provision of the Model Business Corporation Act: A Positive Alternative to the New York Statutory Approach*, 47 ALBANY LAW REVIEW 1019.
  59. Ribstein, Larry E. (1991), *Limited Liability and Theories of the Corporation*, 50 MARYLAND LAW REVIEW 80.
  60. Rickford, Jonathan (2004), *Reforming Capital, Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, 2004 EUROPEAN BUSINESS LAW REVIEW 919.

61. Schön, Wolfgang (2004), *The Future of Legal Capital*, 5 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 429.
62. Schutt, Marc & Heidinger, Markus (2000), *Financial Assistance and Leveraged Acquisitions under Austrian Corporate Law*, 15(7) JOURNAL OF INTERNATIONAL BANKING LAW 167.
63. Sheikh, Saleem (2003), *A Modern Regulatory Framework for European Company Law*, 24(12) COMPANY LAWYER 362.
64. Ueda, Junko (2005), *A Comparative View of the Two Corporate Statutory Reforms: the UK and Japan*, 16(11) INTERNATIONAL COMPANY AND COMMERCIAL LAW REVIEW 421.
65. Viswanathan, Aparna (2005), *The New God of Small Things: Analysis of the Proposed Company Law Reform on Financial Assistance*, 16(10) INTERNATIONAL COMPANY AND COMMERCIAL LAW REVIEW 377.
66. Wood, Justin (2007), *Director Duties and Creditor Protections in the Zone of Insolvency: A Comparison of the Unlimited States, Germany, and Japan*, 26 PENN STATE INTERNATIONAL LAW REVIEW 139.

### 三、研究報告

1. Company Law Review Steering Group, *Modern Company Law for a Competitive Economy the Strategic Framework*, URN 99/654 (Feb. 1999).
2. Eilis Ferran, *Regulation of Private Equity – Backed Leveraged Buyout Activity in Europe* 26 (ECGI, Law Working Paper No. 84/2007, 2007).
3. European Commission, *Modernisation of Company Law and Enhancement Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward* (May 21, 2003).
4. High Level Group, *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* (Brussels, 4 November 2002).
5. John Armour, *Legal Capital: An outdated Concept?* (Centre for Business Research University of Cambridge, Working Paper No. 320, 2006).
6. KPMG, *KPMG Feasibility Study on Capital Maintenance– Main Report* (2006), *available* at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/capital/feasibility/study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/feasibility/study_en.pdf) (last visited Jan. 8, 2010).
7. *Simpler Legislation for the Internal Market*, Report from the Commission to the European Parliament and the Council – Results of the fourth phase of SLIM, 04.02.2000, COM (2000) 56 final and SLIM Group’s Final Proposals of 1999, COM XV/6037/99.
8. The Company Law Review Steering Group, *Capital Maintenance: Other Issues*,

URN 00/800 (June 2000).

9. The Company Law Review Steering Group, Developing the Framework, URN 00/656 (Mar. 2000).
10. The Company Law Review Steering Group, Modern Company Law for a Competitive Economy: Company Formation and Capital Maintenance, URN 99/1145 (Oct. 1999).

#### 四、英美判決

##### (一) 英國判決

1. Aveling Barford Ltd v. Perison Ltd, [1989] B.C.L.C 626.
2. Bairstow v. Queens Moat Houses plc, [2000] B.C.C. 1025.
3. Bannatyne v. Direct Spanish Telegraph Co, (1887) L.R. 34 Ch. D. 287.
4. Brady v. Brady, [1988] B.C.L.C. 20.
5. Burland v. Earle, [1092] A.C. 83.
6. Chaston v. SWP Group plc, [2003] B.C.C 140.
7. Chatsen v. SWP Group Plc, [2003] 1 B.C.L.C. 655.
8. Cleveland Trust Plc, [1991] B.C.C. 33.
9. Clydebank Football Club Ltd v. Steedman, [2002] S.L.T. 109.
10. Dovey v. Cory [1901] A.C. 477.
11. Forth Wines Ltd, Petitioners, [1993] S.L.T. 170.
12. Guinness v. Land Corporation of Ireland, (1883) L.R. 22 Ch. D. 349.
13. Hill v. Permanent Trustee Co of New South Wales Ltd, [1930] A.C. 720.
14. In re Exchange Banking Company, (1882) L.R. 21 Ch. D. 519.
15. It's a Wrap (UK) Ltd (in liquidation) v. Gula, [2006] B.C.C. 52.
16. Jupiter House Investment Ltd, [1985] 1 W.L.R. 975.
17. Moxham v. Grant, [1900] 1 Q.B. 88.
18. Plaut v. Stenier, (1989) 5 B.C.C. 352.
19. Poole v. National Bank of China, [1907] A.C. 229.
20. Precision Dippings Ltd v. Precision Dippings Marketing Ltd [1986] Ch. 447.
21. Re Chatterley-Whitfield Collieries Ltd, [1949] A.C. 512.
22. Re Grosvenor Press Plc., (1985) 1 B.C.C. 99412.
23. Re Halt Garage (1964) Ltd, [1982] 3 All E.R. 1016..
24. Re National Funds Assurance Company, (1878-79) L.R. 10 Ch. D. 118.
25. Re Northern Engineering Industries plc, [1994] 2 B.C.L.C 704.
26. Re Ransomes plc, [1999] 1 B.C.L.C. 775.
27. Re Ratners Group plc, (1988) 4 B.C.C. 293.
28. Re RW Peak (kings Lynn) Ltd, [1998] B.C.C 596.

29. Re VGM Holdings Ltd, [1942] Ch. 235.
30. Ridge Securities v. Inland Revenue Commissioners, [1964] 1 W.L.R. 479.
31. Salmon v. Salmon & Co Ltd, [1897] A.C. 22.
32. Tiessen v. Hendebson, [1899] 1 Ch. 861.
33. Trevor v. Whitworth, (1887) 12 App. Cas. 409.
34. Trust Company v. Irving Oil Ltd, [1980] 2 S.C.R. 29.
35. Westburn Sugar Refineries Ltd, Petitioners, [1951] A.C. 625.

## (二) 美國判決

1. Bennett v. Propp, 187 A.2d 405 (Del. 1962).
2. Cheff v. Mathes, 199 A.2d 548 (Del. 1964).
3. Covey v. Commercial Nat. Bank of Peoria, 960 F.2d 657 (7th Cir. 1992).
4. Donahue v. Rodd Electrotpe Co., 367 Mass. 578, 328 N.E.2d 505 (1975).
5. Handley v. Stutz, 139 U.S. 417 (1891).
6. In re Mathews Constr. Co., 120 F.Supp. 818 (S.D. Cal. 1954).
7. In re Reliable Mfg. Corp., 703 F.2d 996 (7th Cir. 1983).
8. Klang v. Smith's food and Drug Centers, 702 A.2d 150 (Del. 1997).
9. Mountain State Steel Foundry v. Commissioner, 284 F.2d 737 (4th Cir. 1960).
10. Robinson v. Wangemann, 75 F.2d 756 (5th Cir. 1935).
11. Strassburger v. Earley, 752 A.2d 557 (Del. Ch. 2000).
12. Williams v. Nevelow, 513 S.W.2d 535 (Tex. 1974).
13. Wolff v. Heidritter Lumber Co., 163 A. 140 (N.J. Ch. 1932).

## 五、日文文獻

1. 江頭憲治郎、門口正人，会社法大系 2，青林書院，2008 年。
2. 江頭憲治郎，株式会社・有限会社法，343 頁，有斐閣，2001 年。
3. 三島徹也，イギリス会社法における株式の取得に対する会社の金融援助について，近畿大学法学，第 48 卷第 3・4 号，2001 年 3 月。
4. 村小高鳥=瀬出田飼=孝一重=子郎剛和，非公開会社のための新会社法，商事法務，2006 年。