

# 非公開發行股份有限公司 閉鎖化初探

陳連順\*

2018年11月1日施行的新公司法大量引進英美法制度，與我國自1929年立法至新法施行前，以「民商合一制」為基礎的歐陸法系，兩者參混是否能夠融合，學界、業界都有很大疑慮。2018年大幅度修法的主軸是將一般的股份有限公司（非公開發行公司）閉鎖化，讓許多施行成效尚待評估的閉鎖性股份有限公司制度擴大適用到非公開發行公司，此種修法是否妥當，未來幾年便可見其端倪。本文整理新法閉鎖化的相關規定，並嘗試以案例探討說明，算是對於新法的初步整理。新法勢必引發許多問題，值得國內學界、實務界持續關注討論。

## 壹、公司得擇一採行票面金額股或無票面金額股

閉鎖性股份有限公司，舊法第356條之5規定：「公司發行股份，應擇一採行票面金額股或無票面金額股。公司發行無票面金額股者，應於章程載明之；其所得之股款應全數撥充資本，不適用第二百四十一條第一項第一款之規定。」2018年修法時刪除本條規定，修法說明表示：「依修正條文第一百二十九條及

第一百五十六條規定，所有股份有限公司均得採行無票面金額股制度，閉鎖性股份有限公司亦屬股份有限公司，是以，閉鎖性股份有限公司應以第一百二十九條及第一百五十六條為適用之依據，爰予刪除。」

新修正的公司法第156條第1、2項規定：「股份有限公司之資本，應分為股份，擇一採行票面金額股或無票面金額股。公司採行票面金額股者，每股金額應歸一律；採行無票面金額股者，其所得之股款應全數撥充資本。」修正理由為：「本法於一百零四年七月一日修正時引進國外無票面金額股制度，允許閉鎖性股份有限公司得發行無票面金額股。現擴大適用範圍讓所有股份有限公司均得發行無票面金額股。爰修正第一項，明定公司應選擇票面金額股或無票面金額股中一種制度發行之，惟不允許公司發行之股票有票面金額股與無票面金額股併存之情形。」

新公司法第129條第3款所規定的絕對必要記載事項規定：「採行票面金額股者，章程應記載股份總數及每股金額；採行無票面金額股者，章程應記載股份總數。」舊法第130條第2款規定公司章程應記載設立時之發行股份數，2018年修法時予以刪除。但依修正條文

\* 本文作者係文字工作者兼法學教育工作者，著作有公司法精義、新公司法、考試用民法總則等書

第393條第2項第7款及第3項規定，任何人得至主管機關之資訊網站查閱公司之「資本總額或實收資本額」，由此可知，採行無票面金額股者，雖章程僅記載股份總數，仍可經由主管機關之資訊網站查知公司之實收資本額，維護投資人知的權利及保障交易之安全<sup>1</sup>。

#### 【章程記載案例】

公司發行無票面金額股，章程記載範例如下：

**本公司採無票面金額股，資本分為一億股，股份得分次發行。**

#### 【案例說明】

A投資公司負責人甲判斷乙的某一創意商業模式值得投資，雙方達成共識，新設B股份有限公司，B公司章程記載：本公司資本為一億股，得分次發行。主管機關公開的資訊，B公司的已發行資本，法人股東A持有500萬複數表決權特別股，每股有二表決權，股東乙持有1000萬股普通股，每股有一表決權。換言之，A及乙雙方都有50%有表決權股。設若B公司成立時，法人股東A以每股新台幣20元認購，自然人股東乙以每股新台幣1角認購，可算出B公司成立時發行的1500萬股無票面金額股，實收資本新台幣1億100萬元。

## 貳、公司得發行複數表決權股、黃金否決權股

修法前，經濟部曾解釋，在我國不得發行

有複數表決權的特別股，但2018年修法，於第157條第1項第4款肯定公司得於章程明定得發行具有複數表決權，或特定事項具有否決權的特別股。修正說明表示：依公司法第356條之7規定，閉鎖性股份有限公司為追求符合其企業特質之權利義務規劃與安排，已可於章程中設計相關類型之特別股，以應需要。為提供非公開發行股票公司之特別股更多樣化及允許企業充足之自治空間，爰參酌上開第356條之7第3款後段、第4款予以增訂。依新法第157條第1項第4款規定，非公開發行公司應於公司章程明定發行複數表決權特別股或對於特定事項具否決權特別股。在美國允許不同種類股份存在的前提下，美國公司可發行所謂的「黃金股」，使握有黃金股的股東，對於特定的重大事項，如解任董事、公司併購等擁有否決權，使其得以對抗未經其同意的敵意併購<sup>2</sup>。我國修法後，亦應做相同解釋。

須注意的是，新法第157條第3項第1款仍不許公開發行公司發行複數表決權特別股及黃金特別股。修正理由有所說明：「考量放寬特別股限制，少數持有複數表決權或否決權之股東，可能凌駕或否決多數股東之意思，公開發行股票之公司股東眾多，為保障所有股東權益，並避免濫用特別股衍生萬年董事或監察人之情形，導致不良之公司治理及代理問題，且亞洲大多數國家對於發行複數表決權或否決權之特別股仍採較嚴謹之規範。」

新法第157條1項4款固然明文肯定非公開發行公司得發行複數表決權股與黃金特別股，但同條第2項規定：「前項第四款複數表決權

註1：公司法第129條修法說明。

註2：劉連煜，《現代公司法》，2018年9月版，頁319。

特別股股東，於監察人之選舉與普通股股東之表決權同。」修法理由表示：為避免具複數表決權特別股股東掌控董事及監察人席次，有違公司治理之精神。對於具有複數表決權特別股之股東，應限制其於選舉監察人時，回復為一股一權，始屬妥適。但閉鎖性股份有限公司，新法第356條之7第2項規定不適用第157條第2項規定，修正說明解釋：為貫徹閉鎖性股份有限公司擁有較大自治空間之精神，閉鎖性股份有限公司具複數表決權特別股之股東，於選舉監察人時，仍享有複數表決權。

又公司法第356條之7第5款至第7款，容許閉鎖性股份有限公司於章程中訂定下列事項：（一）特別股轉換成普通股之轉換股數、方法或轉換公式。（二）特別股轉讓之限制。（三）特別股權利、義務之其他事項。在一般的非公開發行公司，新法第157條第1項第6至第8款，亦有相同規定。

### 【案例】

某股份有限公司欲發行下列幾種特別股，是否反公司法的規定？

- 一、有盈餘分派的權利，且每股有二表決權。
- 二、享有優於於普通股先分派盈餘之權利，且股息訂為年利率5%，依面額計算，每年以現金一次發放，但無表決權。
- 三、對於公司合併的決議事項享有否決權。

本例涉及公司欲發行與盈餘分派及表決權行使有關的特別股，在修法前，經濟部曾經依舊法解釋，應不能容許每股享有複數表決權的特別股發行（經濟部72.3.23商11159號），學界通說亦與經濟部持相同見解<sup>3</sup>。但2018年修法，於新法第157條第1項第3款明規定，非公開發行股票之公司得於章程明定得發行具有複數表決權；同條項第4款亦容許非公開發行股票之公司得於章程明定得發行對特定事項享有否決權，依據修法後的新規定，上開案例，公司若是非公開發行股份之公司，欲發行以上第一及第三種特別股，只要記載於公司章程後，其所發行的特別股，均屬合法，但若公司是公開發行股票之公司，依新法第157條第3項第1款規定，不得發行具有複數表決權或對特定事項享有否決權之特別股。

至於公司發行上開第二種特別股，於公司章程記載發行享有優於於普通股先分派盈餘之權利，且股息訂為年利率5%，依面額計算，每年以現金一次發放，但無表決權。依公司法第157條第1項第1款及第3款規定，公開發行股票之公司及非公開發行股票之公司，發行此種特別股，均屬合法。

新法第157條第1項第5款規定，非公開發行股票之公司就「特別股股東被選舉為董事、監察人之禁止、限制或當選一定名額董事之權利」等事項，應於章程中記載。應特別強調的是，容許公司發行當選一定名額董事之特別股，為確保特別股的股東當選一定名額董事，在持股多的大股東與特別股股東之

註3：柯芳枝，《公司法論（上）》，2009年8月版，頁172。

間，可能訂立「表決權拘束契約」，約定大股東必須於行使董事選舉權時，以保障特別股股東足以當選一定名額董事之選舉權數支持其當選。

應注意的是公司法第157第3項規定，公開發行股票之公司不適用前開第1項第5款之規定。修法理由如下：「特別股股東被選舉為董事、監察人之禁止、限制或當選一定名額董事之權利，有違股東平等原則；至一特別股轉換複數普通股者，其效果形同複數表決權；基此，考量公開發行股票之公司，股東人數眾多，為保障所有股東權益，不宜放寬限制。」所以，上舉案例之股份有限公司為如為公開發行公司，不得於公司章程賦與複數表決權或黃金否決權，亦不得於章程中禁止或保障其當選為董監事。

### 參、視訊股東會、語音股東會

在閉鎖性股份有限公司，公司法第356條之8第1、2項規定：「公司章程得訂明股東會開會時，以視訊會議或其他經中央主管機關公告之方式為之。股東會開會時，如以視訊會議為之，其股東以視訊參與會議者，視為親自出席。」

非公開發行公司，傳統的股東會召集方式，乃是指定特定的時間、地點通知股東實際參加集會，若股東不能親自出席股東會，得委他人代理出席股東會。但2018年修法，新增訂的公司法172條之2規定：「公司章程得訂明股東會開會時，以視訊會議或其他經中央主管機關公告之方式為之（第1項）。股

東會開會時，如以視訊會議為之，其股東以視訊參與會議者，視為親自出席（第2項）。前二項規定，於公開發行股票之公司，不適用之（第3項）。」

上開規定的增訂理由表示：「……二、依現行第三百五十六條之八第一項及第二項規定，僅閉鎖性股份有限公司股東會得以視訊會議或其他經中央主管機關公告之方式為之。鑒於科技發達，以視訊會議或其他經中央主管機關公告之方式（例如視公司規模大小公告可採行語音會議）開會，亦可達到相互討論之會議效果，與親自出席無異，爰參酌上開規定，放寬閉鎖性股份有限公司以外之非公開發行股票之公司，其股東會亦得以視訊會議或其他經中央主管機關公告之方式召開並規定其效果，爰增訂第一項及第二項。三、考量公開發行股票之公司股東人數眾多，且視訊會議尚有股東身分認證、視訊斷訊之處理、同步計票技術之可行性等相關疑慮，執行面尚有困難，爰於第三項排除公開發行股票公司之適用。」

依上開說明可知，新法針對非公開發行公司，容許以章程明訂引進視訊或語音方式召開股東會而不實際集會。但應注意的是，公司法第356條之8第3項規定閉鎖性股份有限公司股東會得經全體股東同意，以書面行使表決權（學說上稱為無實體股東會），非公開發行公司並未引進此一制度。

#### 【案例】

A股份有限公司股東甲收到公司股東會開會通知，得知公司將以視訊股東會的方式召開，應視A公司是否為公開發行股票之公司，

而有不同效果。

若A公司是非公開發行股票之公司或為閉鎖性股份有限公司，公司章程並已訂明，公司得以視訊股東會的方式取代傳統在一定時間地點實際召集的股東會，此際，股東甲收到公司視訊股東會的開會通知，乃屬合法、有效之召集通知。若甲以視訊參與會議者，視為甲親自出席股東會。反之，A公司若是公開發行股票之公司，通知公司股東會公司將以視訊股東會的方式召開，乃是召集程序違反法令，縱使股東會作成決議，反對之股東，得依公司法第189條規定，訴請法院撤銷其決議。

#### 【章程記載範例】

第〇〇條：本公司股東會開會時，得以視訊會議或其他經中央主管機關公告之方式（例如語音）為之。

股東會開會時，如以視訊會議或以語音方式為之，其股東以視訊或語音參與會議者，視為親自出席。

#### 肆、表決權拘束契約與表決權信託

閉鎖性股份有限公司，新修正的公司法第356條之9規定：「股東得以書面契約約定共同行使股東表決權之方式，亦得成立股東表決權信託，由受託人依書面信託契約之約定行使其股東表決權。前項受託人，除章程另有規定者外，以股東為限。股東非將第一項書面信託契約、股東姓名或名稱、事務所、住所或居所與移轉股東表決權信託之股份總

數、種類及數量於股東常會開會三十日前，或股東臨時會開會十五日前送交公司辦理登記，不得以其成立股東表決權信託對抗公司。」

新增訂的公司法定第175條之1規定：「股東得以書面契約約定共同行使股東表決權之方式，亦得成立股東表決權信託，由受託人依書面信託契約之約定行使其股東表決權。股東非將前項書面信託契約、股東姓名或名稱、事務所、住所或居所與移轉股東表決權信託之股份總數、種類及數量於股東常會開會三十日前，或股東臨時會開會十五日前送交公司辦理登記，不得以其成立股東表決權信託對抗公司。前二項規定，於公開發行股票之公司，不適用之。」

增訂說明表示：為使非公開發行股票公司之股東，得以協議或信託之方式，匯聚具有相同理念之少數股東，以共同行使表決權方式，達到所需要之表決權數，爰參酌修正條文第三百五十六條之九第一項有關閉鎖性股份有限公司之規定，於第一項明定公司股東得訂立表決權拘束契約及表決權信託契約。參酌修正條文第三百五十六條之九第三項規定，於第二項明定股東應將相關資料送交公司辦理登記，否則不得以其成立股東表決權信託對抗公司。按證券交易法第二十五條之一及公開發行公司出席股東會使用委託書規則第十一條規定，明文禁止價購公開發行股票公司股東會委託書，故公開發行股票之公司表決權不得以有償方式移轉，為避免股東透過協議或信託方式私下有償轉讓表決權，且考量股務作業亦有執行面之疑義，爰排除公開發行股票公司之適用，明定於第三項。

**【案例】**

A公司為非公開發行股份有限公司，股東甲與乙約定，選舉董事時，互相投票選舉對方當選為A公司董事，依公司法第175條1規定，雙方約定應屬有效，且屬債權契約，當事人應受契約拘束，雙方均得請求彼此依約履行，於董事選舉時，相互以一定選舉權數選舉對方（民法第199條4）。若甲違反約定，改選丙當董事，而乙遵守約定投票選舉甲，致甲、丙當選而乙落選，乙可依民法債務不履行之規定向甲請求損害賠償，但債權契約，僅能對契約當事人主張，乙不可主張股東會選舉無效，要求股東會重新選舉董事。

**伍、每季或每半會計年度終了分配盈餘（股王條款）**

閉鎖性股份有限公司，舊法第356條之10規定：「公司章程得訂明盈餘分派或虧損撥補於每半會計年度終了後為之。公司每半會計年度盈餘分派或虧損撥補之議案，應連同營業報告書及財務報表交監察人查核後，提董事會決議之。公司依第一項規定分派盈餘時，應先預估並保留應納稅捐、彌補虧損及依法提列法定盈餘公積。但法定盈餘公積，已達實收資本額時，不在此限。公司違反前項規定者，股東於受盈餘分派之範圍內，對公司負返還責任。」本條於2018年修法時刪除，理由是：「依修正條文第二百二十八條

之一規定，所有股份有限公司均得於每季或每半會計年度終了後為盈餘分派或虧損撥補，閉鎖性股份有限公司亦屬股份有限公司，是以，閉鎖性股份有限公司應以第二百二十八條之一為適用之依據，爰予刪除。」

2018年增訂的228條之1規定：「公司章程得訂明盈餘分派或虧損撥補於每季或每半會計年度終了後為之（第1項）。公司前三季或前半會計年度盈餘分派或虧損撥補之議案，應連同營業報告書及財務報表交監察人查核後，提董事會決議之（第2項）。公司依前項規定分派盈餘時，應先預估並保留應納稅捐、依法彌補虧損及提列法定盈餘公積。但法定盈餘公積，已達實收資本額時，不在此限（第3項）。公司依第二項規定分派盈餘而以發行新股方式為之時，應依第二百四十條規定辦理；發放現金者，應經董事會決議（第4項）。公開發行股票之公司，依前四項規定分派盈餘或撥補虧損時，應依經會計師查核或核閱之財務報表為之（第5項）。」本條增訂，媒體稱之為股王條款，在大型績優公司，例如台積電，被投資人寄予厚望。新法第228條之1的增訂說明如下：

- 一、為強化股東投資效益，公司得於每季或每半會計年度終了後為盈餘分派或虧損撥補。惟應於章程訂明，爰增訂第一項。
- 二、公司前三季或前半會計年度分派盈餘或撥補虧損者，該議案須連同營業報告書及財務報表交監察人查核後，提

註4：民法第199條第1項規定：「債權人基於債之關係，得向債務人請求給付。」

董事會決議之，爰增訂第二項。本項既已明定提董事會決議，自不適用股東會相關規定，例如第一百八十四條、第二百三十條、第二百四十條等，併予敘明。

三、公司前三季或前半會計年度分派盈餘時，應先預估並保留應納稅捐、依法彌補虧損及提列法定盈餘公積。但法定盈餘公積，已達實收資本額時，不在此限，爰增訂第三項。

四、公司前三季或前半會計年度分派盈餘，如以發行新股方式為之時，因涉及股權變動而影響股東權益較大，因此，該議案除應依第二項提董事會決議外，並應依第二百四十條規定辦理，即須經股東會特別決議；至於發放現金者，則毋庸經股東會決議而僅須經董事會決議，爰增訂第四項。

五、公開發行股票之公司期中盈餘分派或虧損撥補，應依經會計師查核或核閱之財務報表為之，爰增訂第五項。

新法第228條之1第4項規定，公司依第2項規定分派盈餘而以發行新股方式為之時，應依第240條規定辦理；發放現金者，應經董事會決議，因此，分派股票股利，仍須經股東會特別決議。

容許公司期中分派股息紅利，對高股息公司及投資者，在資金運用上較有彈性，但配股率低的公司可能籌資將更困難，對國內市場必產生資金往高股息公司公司移動的群聚

效應<sup>5</sup>。此外，新法並未規定非公開發行股票之公司，分派盈餘或撥補虧損時，應依經會計師查核或核閱之財務報表為之（公司第228條之1第5項參照），若公司高估上半年損益可能用現金股利分派方式吸引不知情的投資者購買老股或參與現金增資；或董事會藉由高估資產、低估負債手法，刻意將保留盈餘一次出脫，徒留空殼公司，造成銀行廠商等債權人求償無門；甚至未列稅款，聯國稅局也成為受害者；抑或非出於故意，某些會計品質不佳的中小企業，未正確核算財務報表，導致公司虛盈實虧等種種可能皆有。為杜絕弊端，應有相關配套措施，或者，股東提案在章程中訂明期中分派盈餘，必須委由會計師進行查核或核閱財務報表<sup>6</sup>。

#### 【案例】

A股份有限公司在新公司法生效施行後，董事長甲有意讓公司盈餘每季發放，是否召開董事會決定即可？法定程序如何？是否因公司為公開發行公司或非公開發行公司而有不同？如果公司已完成法定程序，並在新年度的上半年，兩季各發放每股4元，但第3季獲利下滑，第4季發生虧損，A公司應否對股東追還上半年發放的股利？

公司法第228條之1，被稱為「股王條款」，修法對上市櫃公司等公開發行公司有重大影響，盈餘分配從一年一次放寬為四次，如果每季發4元，相當於一年發16元，但仍然視公司實際獲利情形決定。其中現金股

註5：國富浩華聯合會計師事務所編著《最新公司法修正解析》，2018年9月初版，頁41-42。

註6：前揭註5，頁43。

利部分，上市櫃等公開發行公司，只要在公司章程授權下，提董事會通過即可，讓股利政策更有彈性。應注意的是：

有學者主張，盈餘分配從一年一次放寬為四次，每季分派宜視為獨立之決定，係屬獨立結算，而非全年度盈餘之一部分分派，否則，若發生先賺後虧時，上半年度或前一季所分派之盈餘即會有必須返還之問題<sup>7</sup>。

新法第228條之1第4項規定，公司依第2項規定分派盈餘而以發行新股方式為之時，應依第240條規定辦理；發放現金者，應經董事會決議，因此，分派股票股利，仍須經股東會特別決議。

新法第228條之1第1項規定，以公司章程記載為要件，而章程修訂屬於股東會職權（依公司法第227條須經特別決議），股王條款施行後，A股份有限公司董事長甲有意讓公司盈餘每季發放，A公司必須先經董事會召開股東會，股東會以特別決議修改章程（請參考後面的章程修改建議）。如果章程修改為盈餘得於每半年或每季分派，非公開發行公司，

得隨時召開股東臨時會修正章程，但在上市櫃公司，除非提前召開股東臨時會，否則，仍然只能召開股東常會，通過修改公司章程後，才能由董事會決議發放現金股利，至於發放股票股利，仍然必須先經股東會特別決議通過。

【經濟部所提供年中發放盈餘的章程記載範例】公司法第228條之1第1項規定，以公司章程記載為要件，公司若擬修改章程讓盈餘得於每半年或每季分派，可參考下列經濟部所擬範例修改：

第〇〇條：本公司每屆會計年度終了，董事會應編造營業報告書、財務報表及盈餘分派或虧損撥補之議案，並提請股東常會承認。

（本公司盈餘分派或虧損撥補得於每季終了後為之）

（本公司盈餘分派或虧損撥補得於每半會計年度終了後為之）

第〇〇條：本公司股息定為年息 分，但公司無盈餘時，不得以本作息。

註7：方嘉麟，〈公司法修正對會計實務之影響〉，《月旦會計實務研究》，2018年8月，第8期，頁26。