

## 我国台湾地区董事、监察人及大股东 持股转让的特别限制

汤欣\*

转让持股原属股东的自由,故截至2015年7月1日的最新修订版本,我国台湾地区“公司法”明文规定:“公司股份之转让,不得以章程禁止或限制之”(第163条第1项前段,下文引用法律条文将沿用该地区的行文习惯,以“条”“项”“款”为序)。但在实践中,我国台湾地区现行法制由于各种原因仍对公开发行公司股东转让持股有所规制,具体可划分为“董监事的最低持股比例”和“董监事、大股东持股转让的限制性规定”两大类,详述如下。

### 一、公开发行公司董监事的最低持股比例

首先,我国台湾地区“公司法”上就公司股东转让股份所设的限制性规定计有:(1)须于公司设立登记后方可转让(第163条第1项);(2)发起人须待公司设立登记满1年后方可转让,但公司因合并或分割,新设公司发起人股份之转让不在此限(第

---

\* 清华大学法学院教授。

163 条第 2 项);(3)公司若对员工参与现金增资设有不得转让之期间,则员工须待期间届满后才能转让(最多不得超过 2 年)(第 267 条第 6 项);(4)公司以库藏股转让给员工,最长可限制其 2 年内不得转让该股份(第 167 条之 3);(5)限制员工权利新股,于公司规定的条件达成前,得限制其转让(第 267 条第 8 项)。至于对上市、上柜、兴柜及其他公开发行公司的董事及监察人[下文简称董监事],该地区公司法并未限制转让持股,而是规定:董监事若任期内转让持股超过选任当时所持有股数 1/2 时,当然解任;董监事当选后,于就任前转让超过选任当时所持有之公司股份数额 1/2 时,或于股东会召开前之停止股票过户期间内,转让持股超过 1/2 时,其当选失其效力(第 197 条、227 条)。〔1〕

其次,对于公开发行公司的董监事,我国台湾地区“证券交易法”还规定(截至 2016 年 12 月 7 日的最新修订版本,下文简称“证交法”),“全体董事及监察人二者所持有记名股票之股份总额,各不得少于公司已发行股份总额一定之成数。前项董事、监察人股权成数及查核实施规则,由主管机关以命令定之”。其立法目的系为加强董、监事经营信念、健全公司资本结构,并防止其对股票做投机性买卖,致使影响证券交易及投资人利益。〔2〕违反主管机关所定“有关股权成数、通知及查核之规定者”,处以罚鍰,并责令限制补足(“证交法”第 178 条第 1 项第 6 款及第 2 项)。而主管机关则制定发布了“公开发行公司董事、监察人股权成数及查核实施准则”。值得注意的是,上述最低持股的规定系适用于全体董监事,但对个别董监事并无最低持股比例的要求;对包括总经理在内的经理人,也无最低持股的规定。

经营者持有较多股份,是否随之导致公司业绩提高,学界并无一致见解。有主张“利益合一假说”(convergence - of - interest hypothesis)的学者认为,经营者持股增加,与公司利害关系趋于一致,可以降低代理成本,并使持股回报随之增加。也有学者持有反对见解,认为经营者的持股比例与公司经营业绩之间并无明显关联;管理者持股虽然不高,

〔1〕 曾宛如:《证券交易法原理》,作者自版,2005 年版,第 154 页。

〔2〕 我国台湾地区“立法院”编印:《证券交易法案》(上册),第 32 页、202 页。转引自赖英照:《最新证券交易法解析》,元照出版公司 2009 年版,第 201 页。

但或者因为客观的市场环境,或者辅以适当的兴利除弊措施,包括敌意收购的威胁、产品市场的竞争、股权激励机制以及法律责任及监管措施等,仍可以促使管理者善尽职守。持有此种“股权结构无关假说”的学者认为,企业发展的成败,在于管理者的理念与专业水平,并非增加董事持股即可奏效;管理者控制的公司,其绩效未必低于所有者控制的公司。还有学者提出“巩固职位假说”(entrenchment hypothesis),主张管理者持股比例如果足以确保其自身职位不受威胁,则公司内部监督机制将逐渐失灵,腐化诱因增加,反而不利于公司的经营。<sup>[3]</sup>

我国台湾地区“证交法”在有关公开发行公司董监事持股的规定上持有利益合致假说的观点,强制全体董监事持有一定比例的公司股票。有学者认为此一立法政策值得商榷,具体检讨如下:(1)利益合致假说本身容有争议,美国、日本、欧盟均无类似规定;(2)即便依据上述假说,立法对于诸多并未实际参与经营的外部董事科以持股义务,但对于身负经营重任的管理者(包括总经理)却无持股的要求,逻辑上不够周延;(3)主管机关所定最低持股标准,系以公司的实收资本为准,与公司净资产及市值往往相差甚远,在此基础上要求全体董监事仅仅持有实收资本1%~15%的股票,即希望达到“利益合致”的目的,并希望提升公司业绩、降低投资人风险,欠缺实证研究的支持;(4)经营者持股比例偏低,固然可能有代理问题,但大股东与小股东之间的利害关系也未必一致,甚至还有冲突之处,如强制经营者成为大股东,并相信因此可以降低代理成本,而缺乏适当的监督配对机制,对小股东权益的保护及公司的健全经营,未必有利。<sup>[4]</sup>

---

[3] 刘连煜:《强制公开发行公司董事、监察人持股规定之检讨》,载刘连煜:《公司法理论与判决研究(五)》,2009年版,第243页;郭大维:《论公开发行公司董监最低持股之规范——兼评大法官释字第638号解释》,载李模务实法学基金会编印:《第十三届法学论文征选优胜作品集,判解研究汇编(十三)》,2009年版,第84页。转引自赖英照:《最新证券交易法解析》,元照出版公司2009年版,第207页。

[4] 赖英照:《最新证券交易法解析》,元照出版公司2009年版,第207页。

## 二、公开发行公司董监事、大股东持股转让的限制性规定

我国台湾地区“证交法”第22条之2对持股转让另设有较为严格的规定,要求具有特定身份的股东在持股转让时必须依照一定的方法。具体规范如下:<sup>[5]</sup>

1. 规范对象:公开发行公司之董事、监察人、经理人及持有公司股份超过股份总额10%之大股东;上述者持有股份包括及配偶、未成年子女及利用他人名义持有者。<sup>[6]</sup>

2. 转让方法。规范对象转让股份,应依下列方式之一为之:

(1)依“证交法”第22条第2项第1款规定之方式转让其持股者,应准用台湾地区“金管会”发布之“发行人募集与发行有价证券处理准则”有关公开招募之规定,于向“金管会”申报生效后为之(再次公开发行)。依“发行人募集与发行海外有价证券处理准则”申请(或申报)以所持有股份供发行海外存托凭证者,应于经“金管会”核准发行海外存托凭证或申报生效后为之。

(2)前揭人员依“证交法”上述第22条第1项第2款规定之方式在集中交易市场或证券商营业处所转让其持股者,其持有期间、每一交易日得转让数量比例应依下列规定办理:

1)持有期间为各该人员自取得其身份之日起6个月,于期间届满后始得转让;且据“证交法”第3项及(77)台财证(二)第08954号函等规定,其配偶、未成年子女、利用他人名义持有者及法人代表人(含代表人之配偶、未成年子女及利用他人名义持有者)亦适用之。

2)每一交易日得转让之数量比例,除依以下3)之规定转让,其转让数量比例不受此限外,应依下列两种方式择一为之:

---

[5] 曾宛如:《证券交易法原理》,作者自版,2005年版,第155页。

[6] 我国台湾地区“证交法”第22条之2第3项所定利用他人名义持有股票,系指具备下列要件:(1)直接或间接提供股票与他人或提供资金与他人购买股票。(2)对该他人所持有之股票,具有管理、使用或处分之权益。(3)该他人所持有股票之利益或损失全部或部分归属于本人(“证交法施行细则”第2条)。

①发行股数在 3000 万股以下部分,为千分之二;发行股数超过 3000 万股者,其超过部分为千分之一。

②申报日之前 10 个营业日该股票市场平均每日交易量(股数)之 5%。

3)不受每一交易日得转让数量比例限制之情形:

①依“台湾证券交易所股份有限公司受托办理上市证券拍卖办法”办理者。

②依“台湾证券交易所股份有限公司办理上市证券标购办法”“财团法人‘中华民国’证券柜台买卖中办理上柜证券标购办法”委托证券经纪商参与竞卖者。

③依“台湾证券交易所股份有限公司盘后定价交易买卖办法”“财团法人‘中华民国’证券柜台买卖中心盘后定价交易买卖办法”进行交易者。

4)申报之转让期间不得超过一个月,超过者应重新申报。

5)每一交易日转让股数未超过 10000 股者,免于申报。<sup>[7]</sup>

(3)于向主管机关申报之日起 3 日内,向符合主管机关所定条件之特定人为之,所谓特定人系指:<sup>[8]</sup>

①公开发行公司之股票未在证券交易所上市且未于证券商营业处所买卖者,其受让特定人限定为对公司财务、业务有充分了解,具有资力,且非应公开招募而认购者。

②公开发行公司之股票已于证券商营业处所买卖者,其受让特定人限定为证券自营商及以同一价格受让之该发行股票公司全体员工。

③公开发行公司之股票已在证券交易所上市者,其受让特定人限定为以同一价格受让之该发行股票公司全体员工。

④公开发行公司依公营事业移转民营条例规定移转股权者,其受让特定人除适用前三款外,并包括该条例第 5 条及其施行细则第 7 条所订之特定对象。

---

[7] 我国台湾地区财政主管部门 2001 年 6 月 5 日(90)台财证(三)字第 001585 号函。

[8] 我国台湾地区财政主管部门 2000 年 4 月 11 日台财证(三)字第 112118 号函。此外,依照我国台湾地区财政主管部门 2001 年台财证(三)字第 163991 号函,特定人还包括“证交法”第 43 条之 1 第 2 项及第 3 项进行公开收购的“公开收购人”。

⑤华侨或非台湾人转让公开发行公司之股票,其受让特定人除适用前一至三款外,并包括经依华侨回国投资条例或非台湾人投资条例报经“经济部”或所授权或委托之机关、机构核准转让予其他华侨或非台湾人者。

除董、监、经理人(简称内部人)外,其关系人之转让也受同一限制。所称“关系人”系包括:①内部人之配偶、未成年子女及内部人利用他人名义持有者;②法人董事(监察人)代表人、代表人之配偶、未成年子女及利用他人名义持有者。<sup>[9]</sup>

转让予特定人时,受让人在1年内欲转让其股份时,仍须以上述三种方式之一转让。

对于上市公司之股票原则上禁止场外交易,但上述之第一种以公开招募之方式对不特定多数人所为之转让及第三种经申报后转让与特定人之情形,依主管机关所发布之命令为准许场外交易之例外。<sup>[10]</sup>

若公开发行公司申请上市,则股权转让将另有限制,依“台湾证券交易所股份有限公司有价证券上市审查准则”(2017年3月17日修正公布)第10条:

初次申请股票上市之发行公司,其下列人员应将其于上市申请书件上所记载之各人个别持股总额之全部且总计不低于本条第2项规定比例之股票,扣除供上市公开销售股数,提交经主管机关核准设立之证券集中保管事业办理集中保管后,方同意其股票上市。但提交之股数不足第2项所规定之比例者,应协调其他股东补足之:

1. 依第4条、6条、16条、20条第1项、第20条之1或第20条之2规定申请上市者,其董事、监察人及持股超过已发行股份总额10%之股东。

2. 依第5条、第20条第3项规定或以资讯软体业申请上市者,其应办理股票集中保管人员如下列各目规定。但于其登人为兴柜股票期间之推荐证券商因认购或于兴柜股票交易期间买卖营业证券,致持股超过该发行公司已发行股份总额5%以上者,不在此限:

[9] 我国台湾地区财政主管部门2000年4月11日台财政(三)字第112118号函。

[10] 我国台湾地区财政主管部门1988年9月19日台财政(二)字第09067号函。

(1)以文创事业或资讯软体业申请上市者,其董事、监察人、持股超过已发行股份总额5%之股东、以专利权或专门技术出资而在公司任有职务,并持有公司申请上市时之已发行股份总数千分之五以上股份或10万股以上之股东。

(2)以科技事业申请上市者,其总经理及研发主管及前目所订人员。前项所规定发行公司应提交集中保管股票之股份总额,系指其上市申请书件所记载已募集发行之普通股股份总额依下列方式计算其应提交集中保管股票之总计比例:

①股份总额在3000万股以下者,应提交股份总额25%。

②股份总额超过3000万股至1亿股以下者,除依前款规定办理外,超过3000万股部分,应提交股份总额20%。

③股份总额超过1亿股至2亿股以下者,除依前款规定办理外,超过1亿股部分,应提交股份总额10%。

④股份总额超过2亿股者,除依前款规定办理外,超过2亿股部分,应提交股份总额5%。发行公司之董事、监察人及股东依第1项规定提交集中保管之股票,自上市买卖开始日起届满6个月后始得领回1/2,自上市买卖开始日起届满1年后始得全数领回。但依第5条、第20条第3项申请上市之科技事业,自上市买卖开始日起届满1年后始得领回1/2,自上市买卖开始日起届满2年后始得全数领回。发行公司之董事、监察人及股东于保管期间不得中途解约,所保管之股票及凭证不得转让或质押,保管之效力不因持有人身份变更而受影响。若公开发行人公司申请上柜交易,依“财团法人‘中华民国’证券柜台买卖中心证券商营业处所买卖有价证券审查准则”(2017年4月21日修正公布),对于上柜标准中的集中保管,另有类似的规定(第3条第1项第4款等)。

可见,为平衡企业内部人的优势地位,我国台湾地区“证券交易法”对企业内部人出售股票的方式进行了限定,主要规定了三种方式转让股份:一是公开招募(存量发行);二是按照数量限制通过公开交易卖出(安全港制度);三是向特定人转让(非公开转让)。特别是对于通过集中市场卖出的“安全港”制度,主管机关作出了较为详细的规定。但实际上,我国台湾地区上市、上柜公司的内部人大量减持本公司

股份的情况并不多见。一是由于台湾地区市场的估值较为合理,内部人减持上市、上柜公司股份的超额回报有限,减持动力不足。二是因为台湾地区企业内部人士大额减持会引发股价下跌,不利于企业形象的维护与进一步的融资行为。三是由于台湾地区企业较为重视分红(据台湾地区证券行业资深人士介绍,不少企业的现金股息率可达到5%~7%),且基本对外资没有管制,故吸引了不少境外投资者长期持有台湾企业的股份。

另外,我国台湾地区“证交法”上述第22条之2对持股转让的严格规定,“立法”理由表示系参考美国证监会 Rule 144 及 Regulation D 等规定,但学者认为两者间差异甚大。事实上,台湾地区证券市场的主管机关曾经表示:“发行公司董监内部人之股票交易,不但影响交易秩序及公司之经营,且如利用公司内幕信息,更影响到股东之权益及交易之公平。有关发行公司董监内部人股权变动之管理,证券交易法原规定由董监事持股合集需达一定比例,并要求发行公司将董监事大股东股权异动情形,按月向主管机关申报并公告,以及短线交易利益归入公司等。本次‘证券交易法’修正,更为落实其管理,特增订第22条之2,对于发行公司董监事大股东持股之转让方式,予以明确规定;并授权主管机关作必要之补充规定”。因此,本条规定系着眼于交易市场的管理,其目的则在于以致内部人转让持股,可谓与最低持股比例的规定互相呼应。美国法的再次发行(secondary distribution)主要系属发行管理的规定,无论基本观念或管理原则均有不同。<sup>[11]</sup>

---

[11] 赖英照:《最新证券交易法解析》,元照出版公司2009年版,第212页。