

以
債
作
股
論

目次

頁次

(甲) 前言	1.
(乙) 以債作股之意義	2.
(丙) 以債作股之性質	3.
(丁) 以債作股之種類及範圍	8.
(戊) 以債作股之不同功能及其比較	17.
(己) 以債作股之外國立法例及其實例	25.
甲、一般債權的以債作股外國立法例及實例	25.
乙、重整債權之以債作股外國立法例及實例	32.
丙、轉換公司債之以債作股外國立法例	34.
(庚) 吾國重整公司以債作股之實例	36.
(辛) 就立法政策析以債作股之可行性	41.
甲、以債作股，唐榮首開其端，乃促使重整制度誕生	41.
乙、于實務上以債作股迭見先例；然各級機關與學術界則各談各調	41.
丙、其他各種商業組織之以債作股之合法性探討	41.
丁、公司重整時，以債作股合法性探討	44.
一、重整公司股票公開發行之原則，有無例外之探討	45.
二、重整公司股票如例外為不公開發行是否違法之探討	48.

三、經濟部經(73)商字第一五八二六號函示是否合法之探討	50.
四、行政院台(74)財字第二〇三號函是否合法之探討	52.
五、司法院秘書長(73)秘台廳(一)字第五〇七號函是否合法性之探討	53.
六、對中信公司重整不准以債作股之確定裁定之合法性之探討	55.
七、學術界學理解釋以債作股合法性及是否需公開發行之正反見解之探討	56.
八、公開發行公司重整時，如得為不公開發行，是否得以現金以外之財產；或公司事業所需之財產為出資問題之探討	59.
九、以債作股，得否發生抵銷問題之探討	61.
(壬)以債作股之利弊比較	64.
甲、主張以債作股有利重整理由	64.
乙、主張以債作股不利重整理由	65.
丙、對以債作股利或不利於重整之利弊得失之探討	66.
(癸)結論及修正之建議 附：建議修正公司法條文對照表	72.

(甲) 前言

台灣，在地理環境言，屬於島國；先天上資源缺乏，地狹人稠。在經濟言，必須向外發展。因此自政府遷台，先總統蔣公復行視事後，軍民一心，發奮圖強、安定政治、發展經濟，四十年來，乃有今日之局面。拼出了台灣經濟奇蹟，以外匯存底龐大之力量，領先先進各強國而昂然屹立於國際舞台；不爲對岸大陸政權處處孤立包圍之所困；仍以法治民生爲本，經濟實力爲盾，開拓彈性經濟外交，廣續活躍于世界。惟經濟之發展，于正面言固能培養民生國力；然也發生了種種負面之影響，致快速之經濟脚步由于原有之法制典章之疏簡缺失甚至不備而徒勞無功，難以配合，無從調適，問題叢生。其中尤以與工商企業息息相關之公司法爲然。是以自政府遷台後，于五十五年大幅修改公司法以還，歷六次之修正增刪，爲他法所無。但仍如千孔待補之漁網，補不勝補，甚至防不勝防。然前事不忘，後事之師，尤其是公司法中有關重整一節之法條規定，于各重整公司、於各個案實務中（如中信重整——註一；和信興重整案——註二；寶隆紙業公司重整案——註三），能否以債作股？迭起爭議，莫衷一是，合法性究如何？就立法政策觀點言，宜如何修改法條？補正欠缺？加以改進以適應需要，自有全盤研討之必要。爰撰本文，以期拋磚引玉，就教于高明。

(註一) 中信股份有限公司重整案已經各組可決重整計劃，其中有以債作股之約定。最高法院七十四年台抗字第三七九號裁定駁回抗告之理由爲以債作股，有違公司法第二七二條前段規定。致其重整程序爲之受阻。此項不得以債作股，亦爲行政院、司法院、經濟部、財政部之一致見解。見該裁定書。

(註二) 一、和信興股份有限公司重整案台灣高雄地院七十年整字第一號裁定認可其有以債作股爲內容之重整計劃，經濟部不反對于前，且爲行政院于裁定認可後核准（見行政院七十四年一月四日台(74)財字第二〇三號函）。二、然：「因證券主管機關之認定，與公司法第二七二條規定不符，而經濟部則有不同意見，故仍有波折，致未如期完成」（參李建榮碩士公司重整立法之研究第六十頁）。

三、截止八十年年底止，該公司重整案仍擱淺中。能否善其後？均在未定之天。

(註三) 寶隆紙業公司之重整案，重整計劃中以債權作爲股本爲內容，因受和信興案影響，致因此被迫修正（見同上著第一九七頁）。

(四) 以債作股之意義：

以債作股者，簡言之，謂債權人以其對債務人之債權為標的，而抵作出資之股本之具有商業性之法律行為。茲分析之：

(一) 稱債權人，及債務人；謂特定之權利人，對特定之義務人，得請求及受領（民法第一九九條、三〇九條—註一）該義務人為一定給付之二個權利義務主體，其所為之不論為單方行為或雙方行為，因之構成債之關係。

(二) 以債權為標的抵作股本之內容及種類，不以金錢之給付為限，其他之債之各種給付均包括在內（註二），故以各該債權為出資之股本之債權亦同。如：

一、公司法無限公司章程第四十四條規定：「股東以債權抵作股本，而其債權到期不得受清償者，應由該股東補繳；如公司因之受有損害者，並應負賠償之責」。

二、所謂「債權」，自指一切債權而言。民法第六六七條第二項規定：「前項二人之互約出資，得為金錢或他物，或以勞務代之。」均屬之。

(三) 稱：「以債權抵作出資之股本」者，謂債權人與債務人（不論在合夥或公司）間，以債權即他種給付代原定之給付，即出資義務之給付，於双意合意授受時，代物清償即成立，不以他種給付與原定給付之價值是否相當，原有債之關係，即為消滅。

（註三）如僅約定將來應為某種（債權）之他種給付，以代原定給付時，則屬債之

標的之變更（註四）。

（四）所謂：「抵作出資之股本」之「抵作」，意指合乎民法第三三四條因抵銷而生債之關係消滅之抵銷之單方行為或雙方行為言。

一、依判例所示，如屬「約定抵銷」，即不必受該條所定要件之限制，即給付種類縱有不同，亦得抵銷之（註五）。

二、故以債作股之「抵作」股本之行為，即得以抵銷或合致意思表示使債權人成股東，原有債權消滅（註六）。

（五）以債作股之「行為」為具有商業性之法律行為：

一、具有商業性之行為係指：

1. 在獨資之債權人，經獨資人同意以債作股而成立合夥；
 2. 或合夥之債權人與合夥人同意之以債作股；
 3. 在無限公司之以債作股；
 4. 在公司重整之以債作股；
 5. 或在公司破產和解或調協認可之以債作股；均屬私法上之法律行為，而具商業性。
- 二、蓋依商業登記法第二條明定本法所稱商業，謂以營利為目的，以獨資或合夥方式經營之事業。又依公司法第一條規定：本法所稱公司，謂以營利為目的依照本法

組織登記成立之社團法人。

1. 所謂營利事業，依所得稅法第十一條第二項規定：「指公營私營，或公私合營，以營利爲目的具備營業牌號或場所之獨資、合夥、公司，及其他組織方式工、商、農、林、漁、牧、礦冶等營利事業」言。

2. 可見以債作股之行爲爲具有商業性之交易行爲，即私法上之法律行爲。

（註一）債之關係，不限於債權人僅得「請求」債務人爲一定給付之關係（民法第一九九條）；主要者厥在「受領」給付，斯爲債權人之目的，因受領給付而債權始能滿足，債之關係始因受領給付而消滅（民法第三〇九條）。故債之關係指特定權利人、義務人間之請求受領與給付之關係（見拙著民法總則第七十四頁）。

（註二）民法債篇各種有名之債中，不以金錢爲標的之財產權，均屬之，如互易、贈與、租賃、借貸等等是。

（註三）參最高法院五十二年台上字第三六九六號判例。

（註四）參最高法院六十五年台上字第一三〇〇號判例。

（註五）參最高法院五十年台上字第一八五二號判例。

（註六）以債作股之抵銷之適法性之探討，見賴英照博士公司法論文集第二四八頁之

肯定說引上判例以實其說。

(丙)以債作股之性質：

以債作股既屬以債權抵作股本之法律行爲，則該行爲之法律性質究如何？茲試析之：

(一)以債作股之契約性及代物清償性：

一、爲契約行爲；故具契約性：

必須債權人先對債務人（包括獨資、合夥、公司組織）有債權存在，然而經由双方承諾（註一），而爲代物清償之法律行爲。故依民法第一五三條規定，双方當事人意思表示一致，其契約成立之明文，可見以債作股爲一種契約行爲。

二、爲代物清償之行爲；故具代物清償性：

1. 稱代物清償者，依民法第三百十九條規定：「債權人受領他種給付以代原定之給付者，其債之關係消滅」。

2. 以債作股者，就其于認股前，對被投資之獨資、合夥或公司，有債權言，固屬債權人；然就其認股之意思表示言，則認股而對被投資者負有繳納股款之義務，則爲債務人。

3. 茲被投資者願意受領他種給付（認股人對其享有之債權），以代原定給付（即股款之繳納），以其債權抵作股款，使其債之關係因此消滅。故具代物清償性

質・（參註一判例）

（二）以債作股之抵銷性及要物性：一

一、以債作股具法定抵銷性質：

按債權人對債務人爲認股行爲，而負有交付股款之債務；然此債務，與該被投資者負有對認股人之債務，其給付種類可能屬金錢債務，亦可能非屬金錢爲標的之債權債務。如二者互負債務，而其給付種類相同，并均屆清償期者，依民法第三三四條規定，任何一方均得以其債務，與他方之債務，互相抵銷。是爲法定抵銷。

二、亦具約定抵銷性質：

但如爲「約定抵銷」者，自無須受民法第三三四條所定抵銷要件之限制。即給付種類縱不相同，亦得主張抵銷，有判例可據（註二）。

以債作股，既經双方同意，則爲同屬金錢給付，自具法定抵銷性質；如給付縱不相同，亦得爲約定抵銷而具此約定抵銷之性質。

三、以債作股，具要物契約性質：

至稱其爲要物契約者，蓋代物清償之成立，僅當事人之合意，尚有未足。實例上認：必需現實爲他種給付始能成立有效也（註三）。

(三)以債作股具有債之消滅性及選擇性：

一、以債作股，爲代物清償；代物清償，爲清償方法之一；而「清償」，則爲債之獨立消滅之五種原因之一（民法第三〇九條），依前引最高法院五十二年台上字第三六九號判例所示，以債作股之代物清償，即屬債之消滅之方法之一，因其實現以他種給付代原定給付，致生債之關係消滅之結果。

二、以債作股如被投資者允諾賦予債權人以選擇權時，則其行使以債作股之意思表示時，具有形成權性質如前述之津津重整計劃中，由債權人自由認擇之者。具有選擇之債之性質。

(四)以債作股之投資性及投機性：

一、一般之以債作股之投資性：

投資人以債權抵繳股款，成爲股東，自屬商業上將本求利之投資行爲，不論以任何一種方法之以債作股，均具此投資性，殆無疑義。

二、得轉換公司債之以債作股，對持有人言，兼具投資安全性及投機性；對立法制度上言，具有獎勵投資性：

1. 對債券持有人賦與投資安全性及投機性：

①按轉換公司債係一種賦與債權人兼有投資安全性（堅實性）使其收益，不因

經營盈虧影響；以及投機（期待）性，得於股價昇時，水漲船高，以遂短線獲利之效之投資證券。

②按在證券投資中普遍存在着關心于安全性及投機性之二種投資人；故發行轉換公司債，可藉「附和股份」之特質，俾可拓展新投資人層面，促進各該投資人之資本之集中，而利企業之經營（註四）。對投資人及發行公司，二蒙其利。

2. 從立法制度上言，具有獎勵投資性：

發行轉換公司債得以募集所需資金，達到吸收資金之長期性調度融資目的；且具獎勵投資之意味（註五）。

（五）以債作股之債權實存性：

一、就獨資改組合夥及參加合夥之以債作股言：

早年最高法院廿八年上字第一九七七號、六十五年台上字第一三〇〇號判例均以有債權存在為前提而立論許以債作股，可見其債權作股，必須有債權實存性。

二、就無限公司股東以債作股言：

1. 依公司法第四十四條之規定：「股東以債權抵作股本，而其債權到期不得受清償者，應由該股東補繳；如公司因之受有損害，並應負賠償之責。」

2. 可見得以債作股之「標的」必須限于到期得受清償之確實存在之「債權」為限，而且附以未受償時，由股東負補繳責任。立法意旨甚為明確，顯示以債作股之債權實存性。

三、就有限公司股東以現金以外財產抵繳股款言：

公司法第四一二條明文，如該財產為債權時，以法理為論量點，自應就上引同法第四十四條之立法本旨，應先有債權之實存性為必要。

四、在股份有限公司之發起設立，不開發行新股，股利配股，轉換公司債之轉換股份，甚至公司破產和解及調協認可，公司重整計劃中之以債作股經裁定認可等等，均以先有「債權之確實存在」為前提，故曰：以債作股須具實存性。

(六) 以債作股之即時可償性：

一、條文上之明定：如上引公司法第四十四條。

二、學理上之探討：如已故陳顧遠老師商事法中冊第一四八頁所認：「即時或短期可收回之債權，例外可予承認，即以債作股。」可見以債作股債權之必具「即時可償性」，始得為出資之標的。

(七) 轉換公司債之以債作股，具有多樣化的特殊性：

一、具有潛在股份化性：

轉換公司債，因賦以轉換權，將來有轉換為股份而變股東之可能性；於轉換前，已有「股份化」之趨勢，可謂：「潛在之股份」（註六）。

二、具有有價證券性：

1. 屬於有價性之指示證券：

①按股份有限公司發行得轉換之公司債，必須報請證券管理機關核准後為公開之募集發行（公司法第二四八條），依證券交易法第六條之規定，為有價證券之一種。是屬於民法第七一〇條第一項所稱之：指示證券。

②具有要式性及流通性：且必須依公司法第二五七條規定制作之定式而簽證後發行之。既具投資證券性、要式性，當然亦具有證券之流通性。

三、尚有特殊之轉換性；為轉換證券之一種：

1. 得依債權人按發行公司轉換辦法以行使選擇權方式而轉換成股東，消滅了其對公司之原債權關係（公司法第二六二條）（註七）。

2. 故就其形式觀，是屬債權證券要式化；選擇轉換化；按其手續觀，必須發行募集公開化，證券流通化；就其本質觀，又屬兼具投資及投機双重性，有潛在股份化之稱。

3. 再就其功能言，轉換公司債具有提高公司債之商品性，及市場性（註八）：

①因轉換公司債兼具證券投資之安全性及投資性，爲一擁有轉換權之債權人，此對投資人言，大大提高了公司債的商品性。

②且轉換公司債之市場價固隨其所轉換之股價而上下，但不致降至投資值以下，故對公司債持有人有利，可見其具有提高公司債之市場性。

凡此均爲其法律上之特性，爲其他一般以債作股之所無。

(八) 重整公司以債作股之特殊性：

按公司重整，限於公開發行股票及公司債之股份有限公司；復須基於財務困難，但仍有經營價值者，始足申請重整。（公司法第二八二條、二八五條）。至重整縱經法院裁定許可，必待關係人會議各組通過重整計劃，再經法院認可後執行之。更必待執行無任何法律障礙，順利抵成，使公司再生。然在吾國尙乏成功先例，但在美國克萊斯勒公司，經美國政府及參衆兩院之大力支持，以及債權人之配合，以債作股爲消極方法，積極貸款，增資爲積極方法，双管齊下，始得反敗爲勝，重整成功。足見重整中之「以債作股」，誠爲重整之主要且有利之武器。其特性如何？試析如下：

一、具有其他一般以債作股之一般性質：

1. 即具有上述之一般以債作股之：契約性代物清償性、抵銷性、要物性、消滅性、選擇性，以及投資性，兼具投機性；但似未具有獎勵投資性。

2. 此外，必須着重於債權實存性，以防假債權之投機取巧，損及公益；與即時可償性，俾使重整任務，早日達成。在公司重整中，要均具有上述各項一般之通性，不贅。

二、具有一般以債作股不常有之「團體」、「強制」、「和解」之契約性：

1. 具有團體契約性：因在公司重整，財務困難，必是有多數之債權人，其債權未獲清償，分別訴追，迫使公司攤牌，非重整，即臨破產之命運。乃藉重整關係人會議之多方協調各組通過重整計劃，訂明以債作股各款時，自屬多數意見所贊同，故具團體契約性。

2. 具有強制契約性 再各組之可決，縱為特別多數決議，仍有少數不同意之債權人在，然不影響重整計劃之可決，則為貫徹重整之成功率，公司法第三〇五條明定認可之重整計劃，對公司、全體關係人，均有拘束力，足見其為團體契約具有強制性。

3. 具有和解契約性 上述重整計劃之可決，基于各組債權人互為讓步而促成，自具有民法第七三六條之以終止爭執而互讓步之和解契約性。

三、具有債權人無奈下之犧牲性及若干冒險性：

1. 公司既已在重整中，如股東、債權人，公司均不讓步，則重整無望，法院裁定終

止重整之後果即依公司法第三〇八條之規定，須依職權宣告公司破產。如此一來，對任何一方及整個社會企業經濟言，自屬有重大之打擊。

2. 因此債權人在求償已無望，破產更絕望之歧途中徘徊，依二害相權取其輕之理，而選擇寧可犧牲讓步，不如以債作股；在多少無奈之心理下，有了姑且再試一下之少許冒險性，但仍屬抱有一線希望，聊勝於破產之絕望，乃人性之當然耳。凡此在一般以債作股，自屬比較無此種情況之存在。

(九) 具有公力強度干涉性：

一、在一般以債作股，以當事人之合意為前提。主管機關少有干涉。惟在有限公司設立之以現金以外之財產抵繳股款，在股份有限公司之發起設立（公司法第一三一條），在發行新股之以公司事業所需之財產為出資（同法第二七二條）依同法第四一二條、第四一九條、第四二二條第三項，主管機關于受理申請後應予核估裁減而已。至無限公司、兩合公司設立時之以債權抵繳股本，無明文規定主管機關應予干涉檢查。

二、然在公司重整則不然，法院居於監督地位（公司法第二八九條），具有強大之公力干涉性：

諸如：准許裁定重整權（第二八二條）；駁回聲請權（第二八八條）；選任重