

## 【專題二】



# 有關強化借殼上市（櫃）及股權流通性偏低之監理機制相關措施

鍾怡如 （證券期貨局）  
（科 長）

## 壹、前言

公司為能擴大資金來源，增加知名度及降低資金成本，常考慮將其股票申請掛牌上市（櫃），以從資本市場獲取資金，惟申請初次上市（櫃）需依循臺灣證券交易所股份有限公司（以下稱證券交易所）及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下稱櫃買中心）相關上市或上櫃規章之規定，除須滿足上市（櫃）相關規模、獲利條件、設立年限之條件外，尚需歷經上市（櫃）嚴格之審查流程，遂有部分未符上市（櫃）條件之未上市（櫃）公司另覓途徑，尋找本業前景不佳、經營困難、財務窘困或原經營者無心經營之上市（櫃）公司，藉由取得渠等公司之經營權，再將未上市（櫃）公司所營業務陸續移轉予該上市（櫃）公司，無須經由一般上市（櫃）申請流程，而達到實質上市（櫃）目的。

借殼上市（櫃）屬股票亟欲上市（櫃）公司達其目的之捷徑，若能良善經營且兼顧股東權益，對經營困難公司或可提供更生之機會，手段實屬中性，惟若借殼上市（櫃）動機係為規避上市（櫃）審查，藉以掏空公司資產、操縱股價，則其負面影響應加強監理；另易遭借殼之公司多經營不善，倘辦理多次私募、減資後，致流通在外股數或比率偏低，恐因籌碼較少而易成炒作標的，金融監督管理委員會（以下稱金管會）為強化監理，爰請證交所及櫃買中心參酌國外作法，研擬借殼上市（櫃）（反向併購）及股權流

通性偏低之相關機制。

本文擬先介紹國際主要證券交易所之相關退場機制，暨近年來國際上因應借殼上市弊端所訂之相關規範，並針對我國近年來借殼態樣及監理機制之調整過程與規範內容予以進一步說明。

## 貳、國際作法

### 一、退場機制

按退場機制之目的，主係透過獲利能力、公司規模、股權分散等持續上市要求，以確保上市公司可持續符合市場及投資者之利益，各國證券交易所爰訂定適當之下市標準，以健全資本市場、保障投資人權益。

經蒐集國際主要證券交易所所訂之下市標準項目，大致可分類如次：

- (一) 財務或營運狀況：包括營收、主觀認定之財務狀況或營運能力標準（如資產未足抵償債務、連續三年稅前損失、過多負債等）。
- (二) 公司規模：包括總資產、股東權益（淨值）、市值等。
- (三) 股權流通性：包括在外流通股數、在外流通比率、公眾持股比例、在外流通市值、股東人數等。
- (四) 其他：如未符合相關管理規定、暫停交易後達一定期間、暫停交易後公司並無改善意願或符合下市條款情事等量化或非量化標準。

我國股權流通性監理機制，即係參酌前開國際間「股權流通性」之下市標準予以訂定；關於「股權流通性」之下市標準，以倫敦、泛歐、東京、韓國、香港、上海等 22 家證券交易所採用之「在外流通比率」為主要之通用指標。

### 二、反向併購

近年來國際間為因應多起借殼上市產生之弊端，爰訂定相關規範或修訂既有規定藉以防堵，茲介紹如次：

#### (一) 英國金融服務管理局 (FSA)

1. 規範背景：為避免私人公司藉由反向併購上市公司而繞過複雜的上市審核程序，輕易上市，英國爰於 2011 年修訂其上市規則，禁止反向收購管道，並強化公司治理標準，以達到更能保護投資人之目的。

## 2. 相關規定：

- (1) 「反向併購」定義：上市公司、其子公司或其控股公司取得一項營業、公司或資產的交易，且該項交易達公司規模（例如總資產、獲利等）一定比例（100%）以上，或已導致上市公司營業根本上的改變<sup>1</sup>（fundamental change）或董事會控制權的改變。
- (2) 豁免適用反向併購之範圍：限縮上市公司僅於取得同一類股之上市公司股份時，始能排除適用反向併購之相關規定。

## 3. 處置措施：

- (1) 暫停交易：若擬進行反向併購之上市公司未充分揭露相關資訊；或反向併購之細節經洩漏時。
- (2) 下市規定：當上市公司完成反向併購後，如係併購與其不同類股之上市公司，應符合原上市類別所屬掛牌標準方可繼續上市，否則即須下市；若因反向併購導致須改變原上市掛牌類股者，則須符合欲變更之類股掛牌標準始可繼續上市。

## （二）美國證管會（SEC）：

1. 規範背景：為因應多起外國公司藉反向併購方式於美國上市而產生會計財報舞弊，2011 年提出該等公司申請於 NYSE 或 NASDAQ 繼續上市時，除原上市條件外，尚應適用額外的上市條件。

## 2. 相關規定：

- (1) 「借殼公司」定義：藉由合併空殼公司 (shell company) 而使該營運公司 (operating company) 成為申報公司者。
- (2) 額外上市條件包括：
  - ① 需在美國店頭市場、其他美國國家級交易所或其他外國交易所交易至少 1 年。
  - ② 在上市前，應向 SEC 申報財務報表，其中應包含至少 1 個會計年度經會計師查核之財務報告（該年報應包含借殼上市相關資訊）。
  - ③ 在申請上市前及正式掛牌前之最近 60 個交易日，應有 30 個交易日

<sup>1</sup> 所謂「營業根本上的改變」，係指該項交易會改變公司營業的策略方向或本質，或公司所屬產業變更營業將會變成不同產業，或公司營業之供應商及銷售對象將發生改變。

收盤價在 4 美元以上。

### (三) 香港聯交所 (HKEx)

1. 規範背景：為避免私人公司藉由特意安排的資產收購交易，規避有關上市審核程序之規定。

2. 相關規定：

「反收購行動」定義：

(1) 上市發行人的某項資產收購或一連串資產收購，經香港交易所認定構成或屬於一項交易或安排，而該等交易的安排具有把擬收購的資產上市的意圖，同時亦構成規避有關新申請人申請上市規定的一種方法。

(2) 上市公司進行構成「非常重大的收購事項<sup>2</sup>」的一項資產收購或一連串資產收購，同時導致其控制權發生改變；或上市公司在控制權轉手後的 24 個月內，向取得公司控制權的人收購資產，構成「非常重大的收購事項」。

3、處置措施：

(1) 暫停交易：當上市公司擬進行反收購行動，直至其已充分公布有關資料前，必須暫停買賣。

(2) 重新申請上市：香港交易所會將擬進行反收購行動的上市公司，當作新的上市申請人處理，經擴大後的集團或將被收購的資產必須符合上市相關資格條件之規定，該上市公司並應遵守有關新上市申請的程序及規定。

(四) 綜上，英國及香港係經確認並完成屬藉反向併購而借殼上市者，即取消上市資格，並須再依上市審查規範重行申請上市；美國則無論採反向併購、股權交換或其他方式進行借殼而成為交易公司者，應至少在原屬交易所觀察一年始符合掛牌資格條件，且 NYSE 及 NSDAQ 另訂有額外上市條件；是以渠等國家對於反向併購採行之措施，主係宜再次審核該等公司是否符合上市資格，以確保渠等公司後續之股價穩定性、資產品質及是否規避上市審查條件。

2 所謂「非常重大的收購事項」係指其有關交易所涉及之資產、盈利、收益或股本等相關百分比率達到 100% 或以上。

## 參、我國上市（櫃）公司借殼態樣

- （一）經統計近年來上市（櫃）公司發生借殼入主之案例，最常交叉運用下列各種方式，取得上市（櫃）公司之經營權：
1. 取得法人股東之控制權：上市（櫃）公司之法人董事將其股權出讓予新經營者，再改派法人董事代表人，或進行董監改選，以取得上市（櫃）公司之經營權。
  2. 私募：上市（櫃）公司透過私募方式，引進新股東，再藉由董監改選方式，由新股東取得經營權。
  3. 公開收購或場外鉅額交易。
- （二）復經檢視借殼入主案例，無論採用上開何種態樣借殼，最終均伴隨公司董事會成員或總經理改變，且常引進新業務，造成公司營業策略方向或主要業務本質發生改變，是以金管會爰以我國前開借殼態樣，據以研擬本文監理新制之相關措施。

## 肆、我國監理機制之介紹

### 一、原有監理機制及處置措施

- （一）事前審查機制：為避免挾帶上市櫃，對於未上市（櫃）公司透過反併購上市（櫃）公司者，依證交所「營業細則」第 53 條之 2 及櫃買中心「業務規則」第 15-2 條規定，此合併需經事先審查其獲利能力，且末有不宜上市（櫃）情事等，始發給同意函供其辦理後續併購發行新股事宜。
- （二）變更交易方法：依證交所營業細則第 49 條第 1 項第 7 款及櫃買中心業務規則第 12 條第 1 項第 9 款規定，上市（櫃）公司發生全體董事變動達二分之一以上，且有股權過度集中致未達上市櫃股權分散標準，或新任董事、監察人、總經理有違反誠信原則之行為者，對其上市（櫃）之有價證券得列為變更交易方法。
- （三）終止上市（櫃）：依證交所營業細則第 50 條之 1 第 1 項第 5 款及櫃買中心業務規則第 12 條之 2 第 1 項第 6 款規定，上市（櫃）公司有營業範圍重大變更情事（該規章已於 102 年 12 月 4 日配合監理新制規範予以廢止），經證交所或櫃買中心認為不宜繼續上市（櫃）者，得終止其有價證券上市（櫃）。
- （四）其他監理機制

1. 私募審查：上市（櫃）公司辦理私募時，應依「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」相關規定，事前於公開資訊觀測站揭露相關資訊，事後該私募股票限制轉讓期滿擬申請上市（櫃）時，需經證交所及櫃買中心審查其獲利能力、有無不宜上市（櫃）事由及資金運用等條件後，始得核發同意函。
2. 平時及例外管理：證交所及櫃買中心依據其上市（櫃）公司財務業務平時及例外管理處理程序規定，如發生經營權或主要營業項目有重大變更情事者，將列入選案標準進行查核。
3. 取得或處分資產：證交所及櫃買中心每日檢視上市（櫃）公司發布之重大訊息，如發現公司有取得或處分資產情事，即分析發生原因、合理性及對股東權益之影響，必要時進一步查核或進行例外管理查核。
4. 關係人交易監理：公司應依相關規定辦理關係人重要交易資訊之揭露，證交所及櫃買中心對於關係人交易亦定期進行彙整分析。
5. 交易面監理及不法交易查核：證交所及櫃買中心每月均檢核經營權異常之觀察指標，並分析各上市（櫃）公司經營權異動情形，且訂有交易面異常處置措施，必要時將要求公司召開重大訊息記者會說明；另公司股票交易若疑有炒作或內線交易之虞者，證交所及櫃買中心將依監視作業標準作業流程進行選案分析，如發現異常將依規定辦理或移送檢調偵辦。

## 二、監理新制之形成背景及規範內容

### （一）形成背景：

1. 公開收購制度於 91 年間由核准制調整為申報制後，實務收購案件明顯增加，使得公開收購成為借殼上市（櫃）之管道之一。
2. 又我國於 91 年修正證券交易法引進私募制度後，企業可透過私募引進策略投資人，部分人士即透過此管道取得上市（櫃）公司經營權並引進新業務，此種態樣因未涉上市（櫃）公司新股之發行，尚難藉由證交所及櫃買中心原有之「事先審查」監理機制相繩，恐有損及股東權益之虞；另該等公司多為經營不善之上市（櫃）公司，嗣又辦理多次減資、私募後，致在外流通股數或比率偏低，恐因籌碼較少易成炒作標的，原有監理機制宜有調整之必要。
3. 另鑑於英國金融管理局、美國證管會及香港證監會均有針對反向收購（借殼上市）採行相關措施，且國際主要證券交易所對於股權流通性亦訂有

相關下市標準，故為使相關監理措施更具完整性，爰參酌各國規定，就各類型借殼態樣及股權流通性偏低情形研提強化監理機制，俾利發揮監理之有效性。

## (二) 研議之方向

### 1. 股權流通性監理機制

#### (1) 處置措施：

按國際間主要證券交易所針對股權流通性之下市標準，主係採行「在外流通比率」指標，復參酌亞洲地區鄰近證券交易所採用之在外流通比率下市標準介於 5%~25%。考量我國證券市場投資結構係以散戶投資人為主，為避免影響層面過大，爰研擬規範上市（櫃）公司在外流通比率未達 25% 且股數未達上市（櫃）標準者，先予以變更交易之警示措施，以提醒投資人注意，並促其改善股權之流通性。

#### (2) 恢復交易標準：

考量上市（櫃）公司辦理私募籌措資金時，通常伴隨經營權異動或主要經營業務變更，為確保新經營團隊進入或營業轉型後已產生合理效益，恢復交易之標準除應符合股權流通性最低標準外，另參酌私募有價證券限制轉讓期滿申請上市（櫃）買賣同意函之獲利能力條件，以強化恢復交易之審查標準。

#### (3) 改善觀察期間之審酌

考量因私募致股權流通比率偏低者，須待發行期滿 3 年後及符合獲利能力規定，始得補辦公開發行以具體改善其股權流通性，監理機制實施初期，爰研擬變更交易後給予 3 年之改善觀察期，倘改善期滿仍無法改善，則續行停止買賣及終止上市（櫃）之處置。

### 2. 借殼上市（櫃）監理機制

#### (1) 擬具借殼上市（櫃）處置措施之啟動時點

考量上市（櫃）公司與他公司合併、分割已有證交所營業細則第四章之一及櫃買中心業務規則第二章之一之相關規範，爰擬具監理新制處置措施之啟動時點，係以經營權異動且營業範圍重大變更「同時」成立為前提。

#### (2) 借殼上市（櫃）後即暫停交易，俾利資訊充分公開

考量上市（櫃）公司發生經營權異動且營業範圍重大變更時，股

價常有劇烈波動情事，除造成投資人處於資訊不對稱地位外，公司亦須調整建立完善之公司治理、會計及內部控制制度以符合相關要求，為增進股東權益保障，暨避免未上市（櫃）公司藉由借殼管道以規避正常上市（櫃）程序，爰研擬公司發生符合借殼上市（櫃）條件之情事者，宜採行停止買賣措施，並給予一定期間之調整改善期，且加強相關監理措施。

### (3) 參酌上市櫃條件訂定恢復交易標準

基於借殼上市（櫃）者主係規避初次上市（櫃）相關審查程序，且參酌英國及香港規定，需依上市審查規範重新申請上市精神，爰擬參酌上市（櫃）條件、私募有價證券限制轉讓期滿申請上市（櫃）買賣同意函之審查標準，暨確保公司營業範圍變更後內部控制制度符合相關規定等精神，並衡酌改善期間之長短，據以研訂恢復交易之相關條件。

### 3. 強化資訊揭露，降低資訊不對稱

為利投資人了解經營權異動公司之財務業務變化，暨提醒投資人注意相關風險，爰研擬於公開資訊觀測站建置資訊揭露「經營權異動專區」，要求渠等公司應申報相關事項；另在外流通股數已低於發行股數 50% 且最近期財務報告每股淨值低於 10 元時，亦將列入財務重點專區，俾利提醒投資人。

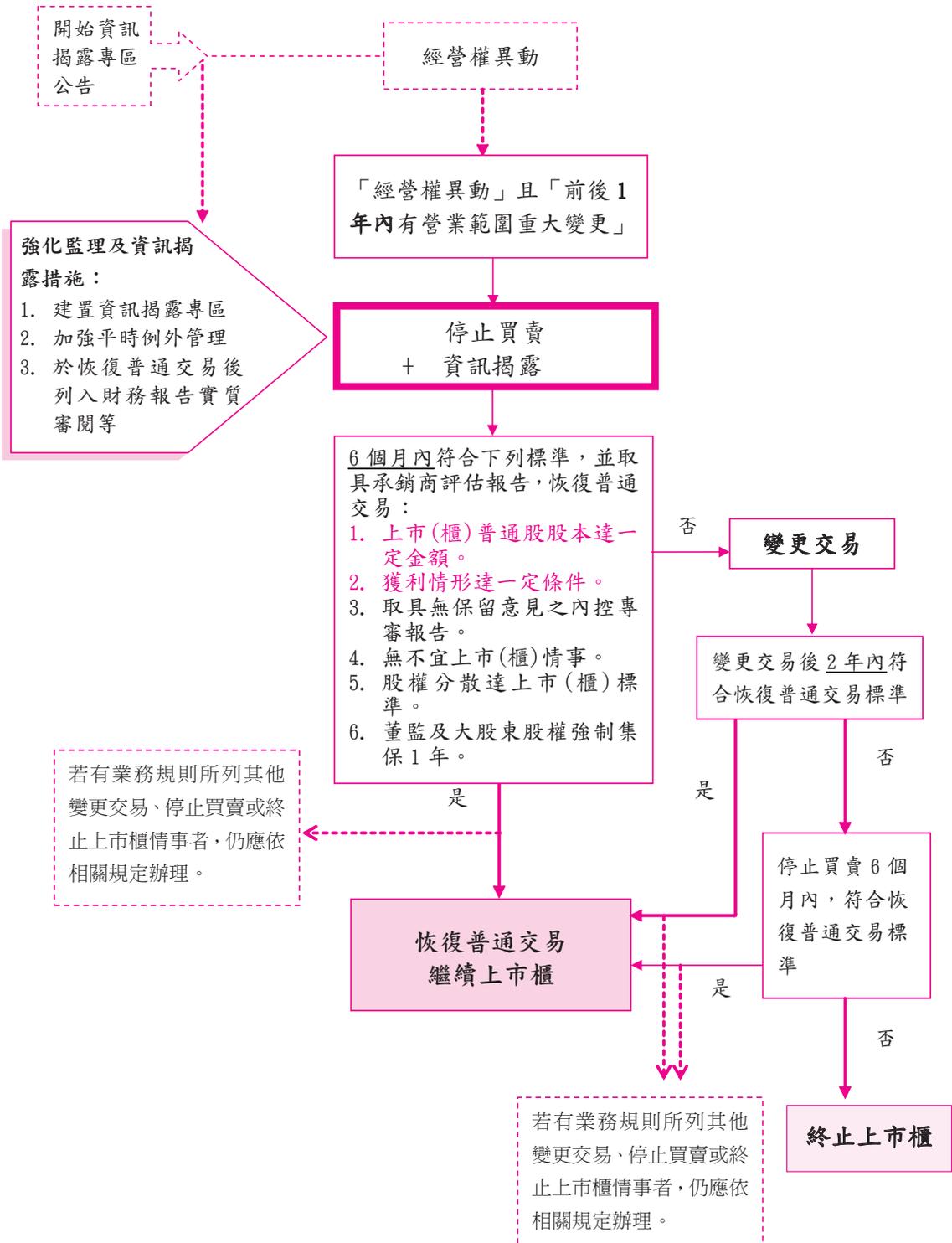
## (三) 規範重點

### 1. 股權流通監理機制

- (1) 股權流通性處置標準及延續性處置措施：上市（櫃）公司掛牌普通股股數未達已發行股數 25%，且上市公司普通股股本未達 6 億元或股數未達 3,000 萬股、上櫃公司普通股股本未達 5 千萬元或股數未達 500 萬股者，即「變更交易」，並給予 3 年改善觀察期，若未改善者，則對其上市（櫃）有價證券予以「停止買賣」，停止買賣滿 6 個月仍未恢復買賣者，即「終止上市（櫃）」。
- (2) 納入財務重點專區：公司最近期財務報告每股淨值低於 10 元，且上市（櫃）股數未達已發行股數 50% 者，即符合警示指標，於財務重點專區中揭示。
- (3) 施行日期：為利上市（櫃）公司及投資人因應，證交所及櫃買中心修正後相關規章爰給予緩衝期，財務重點專區係於 102 年 4 月 1 日起施行，股權流通性處置標準則於 102 年 7 月 1 日起施行。

### 2. 借殼上市（櫃）監理機制

(1) 流程圖



(2) 監理機制之說明

甲、處置措施

(A) 停止買賣：上市（櫃）公司發生「經營權異動」且「前後 1 年內有營業範圍重大變更」者，將對其股票停止買賣。

(B) 恢復普通交易或變更交易

i. 停止買賣後 6 個月內符合下列標準，並經承銷商出具評估報告者，即得恢復普通交易：

① 最近四期已公告申報之財務報告歸屬於母公司業主之稅前淨利合計數占最近期財務報告所列示股本比率達 2%（上櫃 1%）以上者。

② 上市（櫃）普通股股本達 3 億元（上櫃 3 仟萬元）以上且上市（櫃）普通股股數達 3 仟萬股（上櫃 3 佰萬股）以上。

③ 取具無保留意見之會計師內部控制制度專案審查報告。

④ 無部分不宜上市（櫃）條款所定情事。

⑤ 股權分散達上市（櫃）標準。

⑥ 董事、監察人及持股 10% 以上之大股東股權自恢復普通交易日起提交強制集保 1 年，始得領回或轉讓。

ii. 停止買賣屆滿 6 個月未能符上開規定，即列為變更交易股票，並給予 2 年改善期，又因給予較長改善期，上開①獲利標準調整為 3%（上櫃 2%）以上，俟其符合上開②至⑥及較高獲利條件，並取具承銷商評估報告後，始得恢復普通交易。

(C) 經變更交易屆滿 2 年仍未符合規定者，將停止其股票買賣 6 個月，仍未能符合者，即終止上市（櫃）。

乙、認定標準

(A) 經營權異動：係指下列情事之一者

i. 全體董事變動 1/2 以上（變動比例之計算，係以公司董事變動席次數除以全體董事席次數）；或

ii. 任何人單獨或與他人共同取得上市（櫃）公司已發行有表決權

股份總數超過 50% 者；或

- iii. 未持有超過已發行有表決權股份總數 50%，但足以任免董事會過半董事或足以掌握董事會過半表決權者。

(B) 營業範圍重大變更

考量近期經營權異動公司，曾有經營權異動前已變更其營業範圍之情事，爰研擬規範經營權異動前後 1 年內（係指經營權異動前最近一會計年度及最近期，暨經營權異動後公告申報四期財務報告之期間），發生營業範圍重大變更情事者。復經參酌英國金融管理局（FSA）上市規則、國內上市櫃公司實際發生案例暨我國發行人募集與發行有價證券處理準則第 13 條規定，擬具營業範圍重大變更之認定標準如下：

- i. 增加主要經營業務（指該業務所產生之營業收入占該公司營業收入 20% 以上）且來自該等增加業務之營業收入合計占本期營業收入達 50% 以上。
- ii. 將上一會計年度占營業收入達 50% 以上之經營業務變更，導致本期來自該業務之營業收入占該期營業收入低於 20%。
- iii. 本期前十大進貨廠商及銷貨客戶變動達下列標準之一者（經營權異動前後皆為建材營造業，得不適用）：
- ① 進貨廠商變動達二分之一，及銷貨客戶變動達二分之一者。
- ② 新增進貨廠商進貨淨額占當期進貨淨額達 50% 以上，及新增銷貨客戶銷貨淨額占當期銷貨淨額達 50% 以上者。
- iv. 本期處分不動產、廠房及設備帳面淨額占期末資產負債表日不動產、廠房及設備帳面淨額達 100% 者。
- v. 取得供營建用不動產、在建或已完工之營建個案，或非原經營業務之不動產、廠房及設備金額，占期末資產負債表日總資產 30% 以上（經營權異動前後皆為建材營造業，得不適用）。
- vi. 其他因經營事業項目、性質或特殊狀況經證交所或櫃買中心認有營業範圍重大變更者。

丙、資訊揭露

於公開資訊觀測站建置專區，揭露該等公司相關資訊，俾供投資人即

時瞭解該等公司財務業務變化，並做為未來買賣之參考：

- (A) 經營權異動時：即列入「經營權異動專區」，且要求公司每月底前申報營收、進銷貨客戶、取得或處分資產等營業範圍變更指標資訊。
- (B) 經營權異動且營業範圍重大變更時：應於證交所及櫃買中心公告其有價證券停止買賣日召開說明記者會說明有關未來營運計畫等，並發布重大訊息；另應於每月底前申報上月之自結稅前淨利占股本比例資訊。

丁、加強監理

- (A) 停止買賣期間：停止買賣後 1 個月內，董事、監察人及持股超過 10% 大股東之持股總額全部提交集保，私募股票以一定期間不得轉讓及質押之書面承諾取代集保（另恢復交易後，仍應再延長集保 1 年），未於期限內完成提交集保或書面承諾者即終止上市（櫃）。
- (B) 恢復交易後：為加強審查借殼上市（櫃）公司轉型後之營運獲利及財務業務情形，證交所及櫃買中心爰將經營權異動且營業範圍重大變更而停止買賣或變更交易方法，嗣恢復交易繼續掛牌之公司，亦列入平時管理及財務報告實質審閱之選案查核標準。

戊、施行日期：基於「實體從舊」原則，不溯及既往，爰於證交所及櫃買中心公告規章之日起（102 年 12 月 4 日）施行。

（四）另截至 103 年 7 月底止，經營權異動之上市公司計 9 家，上櫃公司計 15 家；至於經營權異動且營業範圍重大變更，致有價證券已停止買賣者，計有 1 家上櫃公司。

## 伍、結語

透過借殼上市（櫃）方式參與資本市場，若得以讓無心經營或經營困難公司得獲重生，永續經營，原屬好事一樁，惟倘借殼公司之經營階層不思正途，掏空公司資產、虛飾財報，或將爰所營事業獲利挹注至被借殼公司，藉由股價飆漲，取得股價增值利益而炒作股價或內線交易，為健全證券市場及保障原股東權益，實有監理之必要，金管會本次爰研議，於原有機制下再予強化相關監理措施，並已於 102 年度完成。

本次強化借殼上市（櫃）及股權流通性偏低之監理新制，除開啟經營權異動之風險

預警功能，股權流通比率過低者先予變更交易之警示措施外，符合借殼條件（經營權異動及前後1年營業範圍重大變更）之公司將先予停止買賣交易，待資訊充分揭露，且公司可完備相關公司治理、會計及內部控制制度機制，且達一定獲利、股權分散標準時，始予恢復交易，監理新制應可減少未上市（櫃）公司藉由借殼管道規避正常上市（櫃）程序之情形，亦有助於提升借殼公司資訊之透明度。

另股權流通性偏低及借殼上市（櫃）監理機制已分別於102年7月1日及12月4日開始施行，金管會亦將持續觀察相關運作情形，適時檢討修正相關措施。

### ~ 證券交易小提醒 ~

投資人可至『公開資訊觀測站』查詢公司最新財務業務情形及公布之重大訊息，以維護自身權益。(http://mops.twse.com.tw)