

【專題】

公開收購相關法規修正簡介

許秀惠（證期局稽核）

壹、前言

百尺竿頭數位娛樂有限公司（下稱百尺竿頭公司）於 105 年 5 月 31 日公告並申報以每股 128 元公開收購上櫃公司樂陞科技股份有限公司（下稱樂陞公司）股票，收購期間自 105 年 6 月 1 日至 7 月 20 日，嗣尚未取得經濟部投資審議委員會（下稱投審會）核准而延長收購期間至 8 月 19 日。因收購資金涉及外國人之投資，本收購案並經投審會於 105 年 7 月 22 日核准。8 月 17 日公開收購應賣數量已達預訂收購數量，公開收購條件成就，8 月 19 日公開收購期間屆滿，依公開收購說明書，百尺竿頭公司應於 8 月 26 日支付收購對價予應賣人。嗣百尺竿頭公司於 8 月 22 日上午公告，因增資款項結匯等作業，延後至 8 月 31 日以前完成交割。百尺竿頭公司於 105 年 8 月 30 日下午公告，無法完成本收購案之交割，股票於 8 月 31 日開盤前退還所有應賣人。

公開收購制度自 91 年 2 月 6 日修正證券交易法以後，由「核准制」改為「申報制」，截至 105 年 11 月底止，公開收購案件累計共有 109 件，完成者 100 件、未完成者 9 件¹，申報制度行之多年，百尺竿頭公司公開收購樂陞公司案於公開收購條件成就

1 未成就原因為投審會、公平交易委員會未核准或未達最低收購數量等。

後卻不履行支付收購對價義務，為首宗案例。為健全公開收購制度，金融監督管理委員會（下簡稱金管會）參考英國「公開收購規則」及香港「公司收購合併及股份購回守則」相關規定，於 105 年 11 月 18 日發布修正「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」及「公開收購說明書應行記載事項準則」等二項法規。另證券交易法於 105 年 12 月 7 日經總統華總一義字第 10500150281 號令修正公布第 43 條之 1 條文，增訂公開收購人應提出具有履行支付收購對價能力之證明，將上開證明提升至法律位階，更有助於完備公開收購制度，為有助於瞭解公開收購制度最近修法方向，茲簡介予以說明。

貳、公開收購修正緣由

一、百尺竿頭公司公開收購樂陞公司股票，最後收購人以「因市場各種謠言與投機行為等影響，導致樂陞公司股價波動與後期大幅下跌」為由，單方面宣布公開收購案破局，創下我國史上第一起公開收購人不履行支付收購對價義務案件，影響參與應賣約 3.8 萬張樂陞股票投資人權益甚鉅，進而引發下列公開收購法規規範之爭議事項，包括（一）如何防範公開收購人不履行支付收購對價義務、（二）有無必要對公開收購人及其資力條件進行審查、（三）在公開收購條件均已成就後，支付收購對價支付之時間點可否再為變更、（四）在交割日期已變更延後的情況下，應賣人可否撤銷應賣等爭議。

二、為釐清上開爭議事項，金管會請財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心（下稱投保中心）於 105 年 9 月 9 日召開「關於公開收購人未履行交割義務所衍生法制面問題之探討」座談會，蒐集學者及業者等外界意見，以供修法參考。上開座談會針對如何防範公開收購人不履行支付收購對價義務、公開收購交割日期之變更原則，及公開收購資訊揭露強化等議題進行討論，獲致下列結論：

- （一）有關如何防範公開收購人不履行交割義務之措施部分，要求收購人提供保證金部分，多數先進國家未採此方式，基於與國際接軌以利經濟發展，不建議採之；各國所採由第三方出具資金來源之確認或說明文件，應屬可行。
- （二）有關強化獨立董事之審查責任部分，基於被收購公司應由獨立董事組成審議委員會，惟因現行法制下審議委員會與國外特別委員會之權限仍有不同，關於如何強化或衡平其責任（例如查證收購方資金來源）可再研議。
- （三）有關公開收購交割日期之變更部分，與會者多認為公開收購交割日期原則上應不可變更，除非有極特殊不可抗力之情事發生方可變更。

(四) 有關公開收購資訊強化揭露部分，可就公開收購條件成就並達預定收購上限時之應賣股數資訊予以揭露，至收購條件成就前相關主管機關之核准資訊（例如投審會）亦可揭露提供投資人參考。

(五) 有關公開收購期限一節，公開收購期限最長 80 日，與公平交易法規定審查期限有不同部分，與會者建議調整一致。

參、本次修法參考之外國立法例

一、歐盟

歐盟 2004 年通過「公開收購指令 (Directive on Takeover Bids)」，該號指令主要適用於有價證券已在歐盟會員國內之合法證券市場交易之公司，其中指令第 3 條「一般原則」(General Principles)²，規範收購者應在確保有能力履行支付收購對價責任後，才能宣佈進行公開收購。歐盟「公開收購指令」僅訂定基本原則要求會員國遵守，至於具體實踐之規定，則授權各會員國依其國內實務訂定之。另該指令第 4 條要求各會員國應有適當機構負責管理國內公開收購業務並落實該指令相關規定。

二、英國

(一) 英國於 2006 年 11 月通過公司法 Company Act，賦予民間自律組織「公開收購暨合併委員會 (The Panel on Takeovers and Mergers)」(委員會由倫敦證交所，英格蘭銀行及產業聯盟組成) 管理英國公開收購活動之職權，並授權其訂定相關規定，爰賦予該委員會所訂「公開收購規則 (The Takeover Code)」之法源依據。

(二) 依「公開收購規則」24.8 規定³，公開收購要約如以現金為對價，公開收購說明書應檢具由適格第三者 (Appropriate Third Party)，如財務顧問或收購人往來銀行等，出具之確認書 (Confirmation) 以確認收購人有足夠資源（如現金或銀行借款承諾等）完成公開收購。受託財務顧問有責任且須採行合理程序 (Reasonable Steps) 確認收購人財力得以支付價款。該規則未明

2 Article 3 General principles (e) an offeror must announce a bid only after ensuring that he/she can fulfil in full any cash consideration, if such is offered, and after taking all reasonable measures to secure the implementation of any other type of consideration.

3 24.8 CASH CONFIRMATION : When the offer is for cash or includes an element of cash, the offer document must include confirmation by an appropriate third party (eg the offeror's bank or financial adviser) that resources are available to the offeror sufficient to satisfy full acceptance of the offer. (The party confirming that resources are available will not be expected to produce the cash itself if, in giving the confirmation, it acted responsibly and took all reasonable steps to assure itself that the cash was available.)

定何謂合理程序，爰由委員會於事後根據個案情況評估。

三、香港

- (一) 香港公開收購相關規定，主要師法英國，以自律守則的方式，由「香港證券及期貨事務監察委員會（Securities and Futures Commission）」發佈「公司收購、合併及股份購回守則（The Codes on Takeovers and Mergers and Share Buy-backs）」，以監管對香港公眾公司及以香港作為主要上市地（第一上市）公司的收購等交易活動。
- (二) 根據「公司收購、合併及股份購回守則」規則 3.5⁴，只有當要約人完全有理由認為其有能力和持續有能力落實有關要約時，才可公布作出有關要約的確實意圖。這方面的責任亦落在該要約人的財務顧問身上。另依 3.5 注釋，財務顧問履行有關確認財務資源的職務時，包括進行審慎查證，以令其信任要約人的資源是充裕的。凡財務顧問確認要約人在該項確認作出時和其後將繼續具備資源，如果該顧問在給予該項確認的過程中，以負責任的方式行事，並且已採取所有合理步驟以確保要約人備有該筆現金，則該財務顧問將無須出示該筆現金。

肆、公開收購法規修正重點

一、修正「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」（下稱管理辦法）：

- (一) 支付收購對價時間、方法或地點原則上不可變更（管理辦法第 7 條之 1）：為避免影響應賣人權利，公開收購人應按公開收購說明書所載原預定日程進行支付收購對價，原則上不得變更支付收購對價之時間，除天然災害（如颱風、地震、洪水等）、或緊急事故（如動亂、戰爭、核子事故等）情事發生，始得變更支付收購對價之時間、方法或地點，上開情事之發生與消滅，由各相關主管機關依相關法令認定發布之。
- (二) 律師法律意見書（管理辦法第 9 條第 2 項）：為強化律師於公開收購案之查核義務及責任，明定公開收購申報書件須經律師審核申報書件，並出具律師法律意見書，以取信社會大眾。公開收購如需經金管會或其他主管機關核准或事前申報生效，應併同出具法律意見。

4 3.5 The announcement of a firm intention to make an offer should be made only when an offeror has every reason to believe that it can and will continue to be able to implement the offer. Responsibility in this connection also rests on the financial adviser to the offeror.

(三) 公開收購人履約能力之證明（管理辦法第 9 條第 3 項至第 5 項）：

1. 為確認公開收購人有足夠資力或財產完成公開收購，明定公開收購人應提出具有履行支付收購對價能力之證明。另參考英國「公開收購規則」24.8 規定及香港「公司收購、合併及股份購回守則」3.5 規定，公開收購如以現金為收購對價者，公開收購人具有履行支付收購對價能力之證明，包括下列之一：
 - (1) 由金融機構出具，指定受委任機構為受益人之履約保證，且授權受委任機構為支付本次收購對價得逕行請求行使並指示撥款。
 - (2) 由具證券承銷商資格之財務顧問或辦理公開發行公司財務報告查核簽證業務之會計師，經充分知悉公開收購人，並採行合理程序評估資金來源後（例如 KYC，查證資金安排及最終資金來源等），所出具公開收購人具有履行支付收購對價能力之確認書。
2. 依 105 年 11 月 21 日金管證交字第 10500450202 號令釋，具證券承銷商資格之財務顧問或會計師執行出具確認書業務時，應遵循中華民國證券商業同業公會或社團法人中華民國會計師公會全國聯合會所訂之相關自律規範（例如：「中華民國證券商業同業公會具證券承銷商資格之財務顧問出具公開收購人具有履行支付收購對價能力確認書之評估作業程序」、「會計師出具公開收購人具有履行支付收購對價能力確認書服務之自律規範」及確認書範本等）。
3. 另依前揭 105 年 11 月 21 日令釋，財務顧問與公開收購人或被收購有價證券之公開發行公司間，不得有證券商管理規則第 26 條第 1 項各款規定之情事；擔任公開收購人或被收購有價證券之公開發行公司之簽證會計師不得接受委任出具確認書。會計師承接公開收購人委任出具確認書案件時，應確實遵循會計師法、中華民國會計師職業道德規範第一號與第十號公報等規範。

(四) 強化被收購公司董事會及審議委員會查證責任（管理辦法第 14 條、第 14 條之 1）：

1. 為加強被收購公司董事會及審議委員會責任，董事會及審議委員會應針對公開收購下列重要資訊進行查證，據以作成建議以提供股東參考，如無法查證亦應說明具體之原因：
 - (1) 收購人身分（例如：自然人姓名或法人名稱、住居所或地址、法人之

董事、監察人及大股東等）。

(2) 財務狀況（信用、資產等狀況）。

(3) 收購條件（價格或換股比例）公平性。

(4) 收購資金來源合理性。

2. 為利被收購公司董事會及審議委員會查證情形作業，有關提出回應期間修正為 15 日（修正前為 10 日）。

3. 董事會或審議委員會進行之查證，為瞭解其如何踐行查證程序，須完整揭露已採行之查證措施及相關程序，如委託專家出具意見書亦應併同公告。

4. 考量審議委員會之查證及審議結果對董事會之決議具重大資訊參考價值，且應為董事會之先行程序，明定應提報董事會。

（五）強化審議委員會運作及資訊公開（管理辦法第 14 條之 1）

1. 明定董事會遴選獨立董事外之審議委員，其符合獨立性及專業性之資格條件證明，亦應一併公告，以強化資訊公開。

2. 參酌實務運作及強化資訊透明，明定審議委員出席方式、審議委員會之開會過程、會議紀錄之保存期限與及保管方式，準用公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法第 7 條第 2 項及第 10 條規定。

（六）強化受委任機構辦理公開收購股務事務之管理（管理辦法第 15 條）：

1. 依管理辦法第 15 條第 1 項規定，公開收購人應委任符合公開發行公司股票股務處理準則第 3 條第 1 項規定資格條件之機構辦理公開收購股務事務，且受委任機構最近一年內不得有因公開收購業務經金管會處糾正以上處分（消極資格條件），但違規情事已具體改善，並經金管會認可者，得不受其限制。

2. 受委任機構應設立專戶辦理款券收付且專款專用，並對於公開收購交易應負有善良管理人之注意義務，忠實履行職責。

3. 受委任機構負責接受應賣人有價證券之交存、公開收購說明書之交付及公開收購款券之收付等事宜，除應符合管理辦法第 9 條、第 15 條、第 15 條之 1、第 19 條、第 21 條、第 23 條、第 26 條規定外，並應依證券

集中保管事業相關規定辦理（如：「臺灣集中保管結算所股份有限公司參加人辦理收購有價證券帳簿劃撥作業配合事項」、「臺灣集中保管結算所股份有限公司帳簿劃撥業務處理手冊」、「股務單位內部控制制度標準規範（有價證券公開收購作業）」等）。

- （七）開放應賣人得透過保管銀行辦理公開收購交存作業（管理辦法第 15 條第 5 項）：考量提升應賣人辦理有價證券交存之便利性，及增進市場作業效率，除現行受委任機構接受應賣人透過證券商以帳簿劃撥方式交存有價證券外，增訂應賣人亦得透過保管銀行辦理公開收購交存作業。
- （八）延長收購期間至 50 日（管理辦法第 18 條）：考量公開收購如涉及須經投審會及公平交易委員會等主管機關核准或申報生效之事項者，是否取得核准或已生效，攸關公開收購成功與否，考量其他主管機關遇複雜案件審議期間較長，並考量換匯等實務作業需求，調整公開收購延長期間為不得超過 50 日（修正前為 30 日）。
- （九）強化公開收購資訊揭露（管理辦法第 19 條）：為提供股東應賣決策參考，除原規定公開收購條件成就之時點外，增訂下列三項公開收購人應公告及申報事項：
 - 1. 條件成就前公開收購人取得其他主管機關准駁文件（例如投審會、公平交易委員會同意或不反對文件等）。
 - 2. 收購對價已匯入受委任機構名下之公開收購專戶。
 - 3. 如係非百分之百全數收購之案件，條件成就後應賣數量達到預定收購最高數量公告及申報義務。
- （十）明確規範有價證券退還予應賣人之時間（管理辦法第 19 條第 3 項、第 4 項）：
 - 1. 參考實務退券作業，明定公開收購條件未成就或應賣有價證券數量超過預定收購之最高數量時，已交存未成交之有價證券，公開收購人應於公開收購期間屆滿日次一營業日辦理退券。
 - 2. 公開收購條件成就（契約成立）後，公開收購人未於公開收購說明書記載之支付收購對價時間完成支付者：
 - （1）考量公開收購人不履行支付收購對價義務在先，公開收購案件應賣人

眾多（多為一般散戶投資人），如仍責每一位應賣人應依民法第 254 條規定，需逐一定期催告履約後始得解約，對應賣人甚為不便，對其保護亦有不足，明定應賣人得不經催告，逕行解約。至應賣人解除契約後，得依民法相關規定，請求原契約履行利益之損害賠償。

- (2) 考量有價證券交存於公開收購專戶之法律性質，似可解釋屬「附停止條件」之所有權移轉；另關於受委任機構之角色及定位，除與公開收購人間有委任關係外，可能尚有為第三人（應賣人）利益之附隨義務（即資金未到位之退券義務），明定公開收購人未於公開收購說明書記載之支付收購對價時間完成支付者，受委任機構應於支付收購對價時間之次一營業日，將應賣人交存之有價證券退還原應賣人。但考量公開收購說明書如有載明資金匯入時間較支付收購對價時間更早之情形，受委任機構退券時間依公開收購說明書載明資金匯入時間之次一營業日退還原應賣人。

- （十一）增訂向金管會申請豁免不受一年限制之正當理由（管理辦法第 24 條）：
考量其他主管機關未作成審議決議，導致前次收購失敗之情形，係屬非可歸責於公開收購人之情形，屬正當理由，增訂公開收購人依證券易法第 43 條之 5 第 3 項向金管會申請豁免不受一年限制之正當理由，包括前次未完成公開收購係因國內其他主管機關尚未作成審議結果，事後取得其他主管機關同意之決定之情形。

二、修正「公開收購說明書應行記載事項準則」（下稱應行記載事項準則）：

- （一）強化公開收購案件委託外部專家資訊揭露及責任（應行記載事項準則第 4 條、第 5 條、第 13 條之 1）：

1. 公開收購進行，公開收購人如委託律師、會計師、財務顧問、金融機構及其他外部專家進行收購專業評估或提供意見，明定公開收購人須於公開收購說明書揭露上開外部專家基本資料（姓名或名稱、地址、電話）及詳細委任事項。
2. 為使公開收購說明書之編製更臻明確，藉由資訊公開，提供投資人參考，明定公開收購說明書編製內容應包括特別記載事項，應記載所引用之外部專家意見，包括：
 - (1) 律師法律意見書。
 - (2) 依管理辦法第 9 條第 3 項規定，由金融機構出具之履約保證，或由具

承銷商資格之財務顧問或會計師所出具公開收購人具有履行支付收購對價能力之確認書。

(3) 其他專家出具評估報告或意見書。

3. 明定出具上開意見書、證明或評估報告之有關專家應於公開說明書就其所負責之部分簽名或蓋章。

4. 依證券交易法第 43 條之 4 第 3 項準用第 32 條規定，公開收購說明書之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，公開收購人及曾於公開說明書就其所負責之部分出具意見之外部專家，須負相關法律責任。至分擔責任比例及如何認定等技術性問題，係由法官依個案情節審酌認定之。

(二) 強化揭露最終資金提供者之身分及相關資金安排等重要資訊（應行記載事項準則第 7 條）：

1. 考量公開收購案件，收購人常透過旗下之控制公司、從屬公司名義取得被收購公司之股份，或先由各買方共同出資成立一家合資公司，再以該合資公司為 SPV（Special Purpose Vehicle，SPV 特殊目的公司）作為發動公開收購之機構，此為國際間併購案之常見模式。鑑於以多層次投資架構之收購形態有漸增之趨勢，為使最終收購人資訊透明化，明定公開收購人以現金為收購對價者，應揭露本次收購是否為多層次投資架構之收購，如是，須揭露其計劃內容，包括：

(1) 投資架構。

(2) 各層次投資人背景（含股東與董事資料、各層公司資本及資金最終提供者之身分等）。

(3) 資金之具體來源及明細。

(4) 相關資金安排計畫。

2. 收購人為公司且以公司帳上之流動資產所產生之資金（例如現金、銀行存款、應收帳款、應收票據等所產生之資金）支付收購對價者，應以本次公開收購公告前最近二年度之財務報告為準，按償債能力、現金流量及獲利能力等分析說明本次收購資金來源之合理性。

3. 明定公開收購人應出具承諾書（承諾依公開收購要約履行支付收購對價義務並願負違約賠償責任）併同公告。另公開收購人之資金如係多層次投資架構取得，或向金融機構等第三人融資取得，公開收購人與任何

人有任何協議（如：框架協議書、股份認購協議書、融資合約）或約定者，應將所有協議或約定之文件作為附件，併同公開說明書內公告，以強化資訊揭露俾保障投資人。

（三）強化揭露收購完成後重大取得資產之計畫內容（應行記載事項準則第 12 條）：配合強化藉由經營權移轉入主上市（櫃）公司之監理措施，公開收購人於收購完成後，對被收購公司「營業範圍重大變更」，除處分資產之計畫外，尚有必要揭露取得資產計畫內容，明定應揭露收購完成後重大取得資產之計畫內容，俾供投資人瞭解。

伍、修訂後公開收購之作業流程

依據證券交易法及管理辦法內容，修訂後公開收購之作業流程詳流程圖如附錄一。

陸、結論

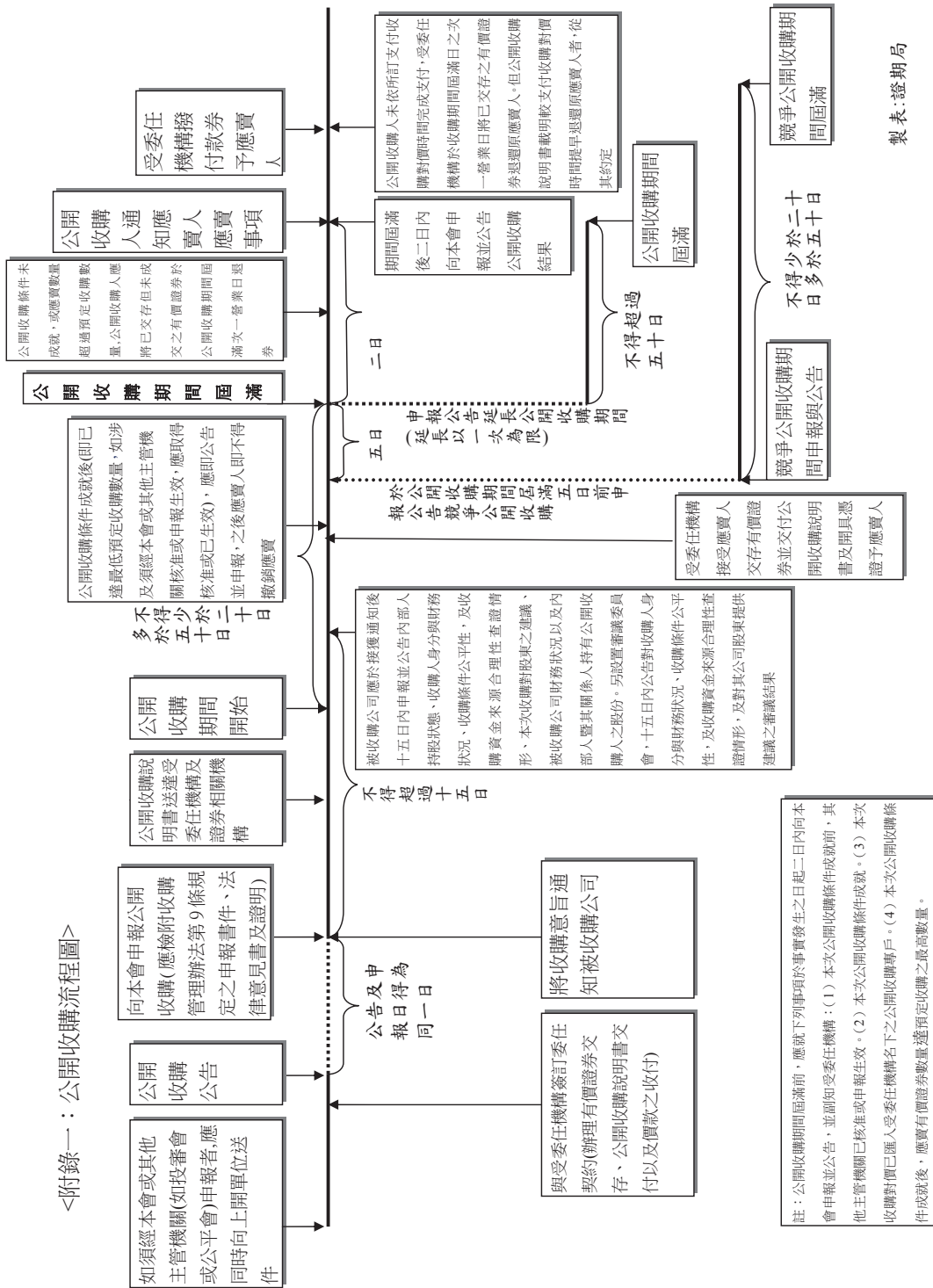
我國公開收購制度之目的，在於使股東獲得公開收購之相關資訊，以貫徹公開原則，並確保投資人公平出售有價證券之機會，促進股權收購之公平性。自樂陞案後，金管會已朝盡全力保障投資人權益、嚴辦相關涉及證券詐欺與不法交易追究相關人責任、並檢討公開收購制度等三大面向處理。有關檢討公開收購制度部分，金管會業於 105 年 11 月 18 日發布修正公開收購相關法規，朝獨立第三方出具公開收購人具有履行支付收購對價能力之證明、強化被收購公司董事會與審議委員會的責任、公開收購交割日期原則不可變更，及強化公開收購資訊揭露等方向修正，藉以提升公開收購對公司及股東權益之保障，並有助於促進我國資本市場之發展。

～ 投資外國有價證券小提醒 ～

投資人委託證券商買賣外國有價證券前，應先瞭解投資標的之商品特性及相關風險，以維護自身權益。

附錄

<附錄一：公開收購流程图>



製表: 證期局