



淺談我國借殼上市櫃監理之展望 ——兼論實質受益人 揭露制度變革之影響*

■ 第 58 期學習司法官 方楷烽

目次

壹、前言——借殼上市櫃是否等同華爾街之狼？	二、陸資來台借殼上市櫃之額外限制
貳、美國借殼上市櫃監理規範	肆、實質受益人制度之改變—以香港法及我國公司法修正草案為例
一、RULE419之立法背景及法規介紹	一、香港備存重要控制人登記冊
二、美國三大交易所額外之上市條件（additional listing requirements）	二、我國新修正公司法第22條之1之立法沿革及介紹
參、我國借殼上市櫃監理規範	（一）現行法令下有關於實質受益人之介紹
一、現行監理規範立法沿革及法規簡介	（二）公司法第22條之1之立法介紹
（一）規範主體	（三）小結-實質受益人揭露制度對借殼上市櫃監理之影響
（二）規範要件	伍、修法建議及代結論
（三）法律效果	參考文獻
（四）現行監理規範制度漏洞疑雲	

壹、前言——借殼上市櫃是否等同華爾街之狼？

借殼上市櫃在台灣行之有年，以

借殼方式上市櫃，其目的通常是想透過資本市場的集資管道優勢，募集大量且較低廉的資金¹，另外與未上市公司比較，因公司的形象能藉上市櫃而提昇，

* 本文改寫自本人於 2017 年 7 月國立臺北大學法律研究所碩士論文〈借殼上市櫃監理規範之研究-以美國與我國法制及實務案例之比較為中心〉。

¹ 林惠卿，借殼上市法律問題之研究，東吳大學法律學系研究所碩士論文，2000 年，13 頁。

向銀行貸款時的額度因而能增加，也較易以發行商業本票從貨幣市場取得資金。但由於上市櫃的門檻高，手續和審查等各項上市櫃基本標準亦嚴格而繁瑣，甚至須有合格證券商二年以上的輔導，對某些尚未達上市櫃標準，又急於達到上市櫃公司目的企業主而言，以借殼方式上市櫃最為省時省力²，尤其對於新創產業，其具有高度籌資需求來發展公司的產業技術及規模，但礙於上市櫃對於設立年限、資本額、獲利能力皆有高度標準下，要符合這些標準實有難度，尤其如生技產業，公司草創時期即是持續投入資金的時期，技術的發展不是朝夕之事，要符合上市櫃的獲利條件實在有難度，從上市的條件來看，除了要取得目的事業主管機關之評估意見外，要一間新創文創或科技事業取得資本額 3 億元的條件外，還須募集發行普通股股數達兩千萬且記名股東人數 1000 人之股權分散規定，試問有多少投資人對於一間新創科技事業及文創事業在還沒開始獲利時會參與投資，姑且不論投資大眾是否買帳，較具專業性的證券承銷商也不一定會冒險出具書面推薦，如此規定似仍強人所難。

借殼上市櫃雖有別於傳統 IPO 上

市而有其便利性，然也可能成為有心人士利用此制度取得上市目的而掏空公司，也可能因為取得上市目的後但公司營運不如預期而造成投資大眾之損害，從早期的漢陽建設借殼國揚建設、大漢建設併龍巖集團，以及 2013 年非常知名的胖達人事件，由基因國際入主亞荃科技，我國與美國關於借殼上市之負面案例之弊端多來自證券詐欺、財報不實以及股價炒作，這也是主管機關欲將借殼上市櫃加以規範之目的，因此臺灣證券交易所股份有限公司（證交所）及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（櫃買中心）分別於民國 102 年 12 月 4 日，以函令修正其各自之臺灣證券交易所股份有限公司營業細則（以下簡稱營業細則）或證券商營業處所買賣有價證券業務規則（以下簡稱業務規則）等相關規定，以訂立借殼上市公司之相關交易規則，然而借殼上市真的有如此可怕嗎？在許多例子中借殼上市也救活了許多夕陽公司，許多投資大眾還因此解套，借殼上市並非皆為負面評價，反而可能成為經營困難公司解套找尋合作夥伴的方式。

筆者前些年於擔任指導教授林國彬教授助理時，有幸參與過民間公司法

² 吳克昌，集中交易市場「借殼上市」之探討，證交資料，1999 年 12 月，第 452 期，9-17 頁。



修正小組關於公司法全盤修正之討論，而於碩士論文口試時，接受曾宛如教授及朱德芳副教授之建議，可將實質受益人揭露制度與借殼上市櫃監理做結合，而關於實質受益人揭露制度，近年來於開曼、英國、香港等法制皆有變化，而我國公司法修正草案亦有對此部分有做討論，並且於本期司法新聲截稿日 2018/7/6 時，公司法全盤修正草案三讀通過，能在截稿時將新三讀通過之法案列入討論實在是很幸運，因此本文擬簡單介紹美國法上借殼上市之介紹及分析，並從近年國內外對於實質受益人規範制度之轉變，探討我國目前借殼上市櫃監理規範之妥適性。

貳、美國借殼上市櫃監理規範

在進入本文前，應先說明美國法對於借殼上市櫃監理規範之法規層出不窮，除了本文欲討論的 RULE 419 以及三大交易所所頒發的額外上市標準外，證管會亦發布如 Footnote 32/172 shells、Form 8-K 以及 Form 10 申報制度、Self-Filing 等制度，惟礙於篇幅關係，本文僅針對 RULE 419 及額外上市

標準作介紹，合先敘明。

一、RULE 419 之立法背景及法規介紹

在 1970-1980 年代間，許多投機者進入借殼上市的市場，透過新設立殼公司將殼公司 IPO 後募集到的資金挪為自己所用，而其他濫用的方式也包含將這些殼公司的股票進行非常氾濫的交易，其他詐欺行為的濫用也普遍存在於低價格的股票中，這也導致 1990 年通過「便士股改革法案」(penny stock reform act of 1990)，除此之外，這也只是證管會要去特別區分殼公司所提交的申報申明（包含 IPO 的相關資料申報），進而證管會在 1992 時通過了 RULE 419 的規範³。

RULE 419 是 1992 年美國證管會為了保障股東及投資人避免受到詐欺，以及區分殼公司和有在營運的公司兩者的註冊申明，而在 1933 年的證券 (Securities Act of 1933) 下所訂立。RULE 419 設立也讓借殼上市此種公司取得上市之方式具有合法性且變得更為安全，RULE 419 亦致力於消除四大主要濫用「空頭公司」(Blank-Check Company) 的因素，包含發起人創立殼公司換取現金；濫用交易行為；對於

³ David N. Feldman, comments on seasoning of reverse merger companies before Uplisting to National Securities Exchanges, Harvard Business Law Review, 2012, 143.

尋找借殼上市對象沒有時間限制；投資人通常沒有機會去審查合併協議或者具有投票權等四大因素⁴。

在進行 RULE 419 詳細法規內容介紹時，吾人先簡單敘述 RULE 419 的規範內容，RULE 419 主要有三大規範所組成的，首先，他規定空頭公司再透過 IPO 上市後所募集到的所有資金（扣除最多百分之十的募集資金作為承銷費用和佣金）以及所發行的股票，將這些資金和股票交付託管帳戶，直到合併完成，如此一來有心人士不能夠運用這些資金進行非法的交易，再來是，空頭公司必須在首次公開發行後 18 個月內找到合併對象並且完成合併，否則所有的資金都必須退還給投資者，在這段期間後，公司可以繼續維持公開發行殼公司的狀態並且在沒有當初 IPO 時投資人下獲得第二個生命，最後，這些於空頭公司 IPO 時的投資人假設不喜歡空頭公司的合併交易，可以選擇退出投資並且在扣除必要費用後取回他們所投

資的資金，這種選擇權要求空頭公司準備並且向證管會提交招股說明書，申報相關欲與空頭公司合併的公司資訊細節（包含該公司經審計過的財務報告）並且獲得證管會的批准同意，然要注意的是，RULE 419 對於首次公開發行之前擁有 500 萬美元或資產的空頭公司並不適用，這些公司豁免 RULE 419 規範，而這種豁免規定也讓 SPACs 公司有發展的機會⁵，關於 RULE 419 法規內容細項，如下所述。

（一）空頭公司之定義及標準

RULE 419a (1) 用「空頭公司」（Blank - Check Company）此術語去描述適用 RULE 419 規範的公司⁶，而空頭公司的定義是指須符合下列標準⁷：

- 1、該公司是處於發展中階段。
- 2、該公司所發行的股票是「便士股」（penny stock）⁸。
- 3、該公司並沒有實際的商業計畫或目的，而該公司的商業計畫是與不特定的公司進行合併或收購。

⁴ David N.Feldman ,Reverse Mergers and Other Alternatives To Tradtional Ipos ,2009 , 51.

⁵ David N.Feldman ,Reverse Mergers + Pipes: The New Small-Cap Ipo Reprinted and Updated From Pipes: Revised and Updated Edition--A Guide To Private Investments In Public Equity , Business Law Brief (Am.U.) ,2007,35.

⁶ 17 C.F.R. § 230.419 (a) (1) : 「 For purposes of this section, the term “blank check company” shall mean a company that: 」。

⁷ David N.Feldman ,Reverse Mergers and Other Alternatives To Tradtional Ipos ,2009 , 52.

⁸ Penny stock 是一間公司其所發行的股票沒有在 NASDAQ 或者其他美國國家級證券交易所中交易或者其是由那些達不到交易所關於淨資產或收益標準要求的公司所發行的股票。



要說明的是，從上面對於空頭公司的定義標準來看，一家合法有商業目的的新設立公司並不會被認定為是空頭公司進而受到 RULE419 之規範，同樣的，任何一家公司如果可以達到主要市場或交易所上市標準基本上也是豁免受到 RULE419 之規範的，最後，擁有一定具體資產或收益的公司也同樣的會豁免 RULE419 的規範（通常公司有 500 萬美金的資產或者所募集的資金至少達 500 萬，是可以豁免 Rule419 的規範的），再來，RULE419 對於借殼上市的操作已經具有重要的影響力，舉例來說，一家特殊目的設立公司通常會籌到至少 2000 萬美金且許多特殊目的設立公司所籌得資金多達上億美金，這些公司因為所籌到的資金超出 500 萬美元，理論上來說是不用受到 RULE419 之規範，然而多數的特殊目的併購公司（SPACs）會採取自願受到 RULE419 規範限制的做法，因為他們認為這樣子對投資人更有吸引力且可以避免受到證管會不必要的關切⁹。

RULE 419 (b) 中提到¹⁰，除非本章節另有規定或者有其他法律適用禁止，否則所有與空頭公司有關的證券發行以及發行後所得之款項應該存入由聯邦存款保險法第 3 (c) (2) 條所定義的保險存款機構所維護的託管帳戶或者存入由經紀人或經銷商所建立的獨立銀行帳戶，而由經紀人或經銷商擔任該帳戶具有實質利益的受託人，根據 RULE419 之規定，空頭公司在沒有股東會同意通過併購業務前，公司不得領取該帳後之存款資金，此外，證交法第 15g-8 條與 RULE419 一起通過，禁止在有價證券託管期間內交易空頭公司之證券¹¹。

另外要補充的是，根據 RULE 419 (a) (3)¹² 關於應買人 (purchaser) 的定義是，「利用現金或者其他對價方式，直接或間接取得有價證券的任何人，包含公司發行人或者其他接受有價證券作為與股票發行有對價關係之任何人」，應予以敘明。

（二）RULE 419 的基本規範內涵¹³

⁹ David N.Feldman , Reverse Mergers and Other Alternatives To Traditional Ipos , at 52 (2d ed.2009) .

¹⁰ 17 C.F.R. § 230.419 (b) .

¹¹ Aden R.Pavkov ,Ghouls And Godsend's? A Critique Of Reverse Merger Policy , Berkeley Business Law Journal Fall ,2006,498.

¹² 17 C.F.R § 230.419 (a) (3) 。

¹³ David N.Feldman ,Reverse Mergers and Other Alternatives To Traditional Ipos ,2009 , 52-54.

RULE 419 是一個企圖去解決當空頭公司創始人或發起人想要先利用該公司在公開發行中募集資金，而後再去找尋那些想要完成借殼上市的公司，在空頭公司註冊申報（比方透過 IPO 方式）便士股的情況下，該規則要求所募集的所有資金在扣除一些必要費用後，皆必須要交付「託管或信託（escrow or trust account）」，RULE 419 (b) 規定¹⁴，除非 RULE 419 另有規定或者其他法律適用有禁止外，否則所有與空頭公司有關所發行的「有價證券以及發行後所得的款項均應存入」：

- 1、由聯邦存款保險法第 3 (c) (2) 條所定義的存款保險機構所管理託管帳戶。
- 2、存入由經紀人或經銷商所建立的個別獨立銀行帳戶，其中經紀人或經銷商擔任該帳戶具有實質利益的受託人。

RULE 419 (b) (3) 亦就上述「應存入託管或信託帳戶的存款證券」有所定義，包含無論是否有對價或者其他與該有價證券發行相等的其他有價證券（包含股票分割的有價證券、股票股利或類似權利），皆應該要在發行後立即存入上述所說的託管或信託帳戶，而關於認股權證之部分，可轉換有價證券或者與託管或信託帳戶中所持有的有價證券相關之其他可行使或轉換的衍生證券，在其行使或轉換後所收到的有價證券連同和行使或轉換有關的現金或其他對價，都應該立即存入該託管或信託帳戶，並且應參照 CFR240.15G-8 關於禁止銷售那些已經存入託管或信託帳戶的有價證券，不得轉讓或用其他方式處理該託管或信託帳戶中所持有的有價證券或者任何與該證券有關的利益，除非是依據遺囑或者其他法律¹⁵。

RULE 419 的增訂防止許多證券

¹⁴ 17 C.F.R. § 230.419 (b)，其原文為：**Deposit of securities and proceeds in escrow or trust account**— (1) General. (i) Except as otherwise provided in this section or prohibited by other applicable law, all securities issued in connection with an offering by a blank check company and the gross proceeds from the offering shall be deposited promptly into:

(A) An escrow account maintained by an “insured depository institution,” as that term is defined in section 3 (c) (2) of the Federal Deposit Insurance Act (12 U.S.C. 1813 (C) (2)); or

(B) A separate bank account established by a broker or dealer registered under the Exchange Act maintaining net capital equal to or exceeding \$25,000 (as calculated pursuant to Exchange Act Rule 15c3-1 (17 C.F.R. 240.15c3-1)), in which the broker or dealer acts as trustee for persons having the beneficial interests in the account.

¹⁵ 17 C.F.R. § 230.419 (b)(1) (i)(ii)。



詐欺事件產生，因為上述規則訂立後，公司公開發行所籌得的資金因為受到託管而不會再被公司發起人輕易的使用，且空頭公司透過 IPO 發行的股票依照 RULE 419 (b) 也必須交付託管，直到借殼上市交易完成前是不能移轉的¹⁶，因此，當空頭公司在等待去操作借殼上市時，公司在 IPO 當時公開發行股票的應買人是不能將其持有的股票轉售給他人，此規範並非企圖去懲罰這些應買人，而是防範另一個非法行為的發生，因為許多交易濫用的情況常發生在這些空頭公司在完成 IPO 上市後以及完成借殼上市交易前這段期間的次級市場，因此，RULE 419 致力於消滅這些短線交易者和造謠資訊之人。

然而上述資金和股票雖屬於受到強制託管或信託的監理方式，然也不是完全沒有發回 (released) 的機會，如果要讓上面所述的資金和股票從託管或信託帳戶中發回，在 RULE 419 下有三個必要條件必須符合，如下述¹⁷：

- 1、該空頭公司同意收購的業務至少其公允價值要達到公司最大公開發行所募集的資金中至少達百分之八十，而此百分之八十包含提供任何有價證券行使或轉換所收取到的資金利益，但不包含應給付的承銷佣金、費用或經銷商津貼等。
- 2、那些在首次 IPO 公開發行的投資人必須在收到有關要收購其他公司或業務的相關文件後，對其投資有重新確認之必要。
- 3、該收購合併必須在首次公開發行後 18 個月內完成，否則所有的資金應該退還給所有的投資人。假設資金都退還給投資人後，該殼公司仍然維持公開發行公司的地位，但是其公司之股東會只剩下那些在殼公司 IPO 公開發行之前持有股票的原始股東。

(三) 關於資訊揭露義務

關於資訊揭露義務，RULE 419 (c) 規定，首次申報聲明時應揭露有

¹⁶ 17 C.F.R. § 230.419 (b)(3)(ii)，原文如下：Securities held in the escrow or trust account are to remain as issued and deposited and shall be held for the sole benefit of the purchasers, who shall have voting rights, if any, with respect to securities held in their names, as provided by applicable state law. **No transfer or other disposition of securities held in the escrow or trust account or any interest related to such securities shall be permitted other than by will or the laws of descent and distribution, or pursuant to a qualified domestic relations order as defined by the Internal Revenue Code of 1986 as amended (26 U.S.C. 1 et seq.)**, or Title 1 of the Employee Retirement Income Security Act (29 U.S.C. 1001 et seq.) , or the rules thereunder.

¹⁷ David N.Feldman ,Reverse Mergers and Other Alternatives To Traditional Ipos ,2009 , 53-54.

價證券發行的具體條款，包括但不限於以下所列¹⁸：

- 1、託管或信託協議中的條款及規定，以及對於申報人所獲得的資金權利的影響以及託管或信託協議中要求存入託管或信託帳戶中有價證券應買人資金和有價證券之影響。
- 2、有價證券應買人有接受併購資訊的權利，且申報人亦有提供之義務，這些資訊包含根據本章節的要求，應買人以書面形式之方式確認應買人對於本章節 E 段所述經申報的有價證券的投資。

而當收購完成後，申報事項會有修改之必要，RULE 419 (d) 規定指出¹⁹，在任何有價證券發行和銷售期間皆有可能發生重大併購事件，申報人在該事件

發行後應該立即提交一份收購後有何相關影響的修改報告，應透過申報聲明的方式去揭露相關併購資訊以及行業指引，內容應包含申報人和被收購公司兩者的財務報告以及依照所適用的法規和監理規定所要求的相關財務資訊。

(四) 關於發放託管或信託帳戶中有價證券及資金之規定

關於前述第二點中有提到 RULE 419 中有就受到託管和信託帳戶中有價證券以及資金發放有基本的三要件，在本文此處要討論 RULE 419 (e) 中關於資金以及有價證券發放的相關規定做整理。

首先是必須針對收購協議後進行有效的修正，RULE 419 (e) (1)²⁰ 提到，在執行一項或多項商業或資產收購

¹⁸ 17 C.F.R. § 230.419 (c)。

¹⁹ 17 C.F.R. § 230.419 (d)，原文如下：Probable acquisition post-effective amendment requirement. If, during any period in which offers or sales are being made, a significant acquisition becomes probable, the registrant shall file promptly a post-effective amendment disclosing the information specified by the applicable registration statement form and Industry Guides, including financial statements of the registrant and the company to be acquired as well as pro forma financial information required by the form and applicable rules and regulations. Where warrants, rights or other derivative securities issued in the initial offering are exercisable, there is a continuous offering of the underlying security.

²⁰ 17 C.F.R. § 230.419 (e) (1)，原文如下：Post-effective amendment for acquisition agreement. Upon execution of an agreement (s) for the acquisition (s) of a business (es) or assets that will constitute the business (or a line of business) of the registrant and for which the fair value of the business (es) or net assets to be acquired represents at least 80 percent of the maximum offering proceeds, including proceeds received or to be received upon the exercise or conversion of any securities offered, but excluding amounts payable to non-affiliates for underwriting commissions, underwriting expenses, and dealer allowances, the registrant shall file a post-effective amendment that:



協議，此時若構成屬於申報人的業務且被收購的業務或其淨資產的公允價值至少達到申報人公司公開發行所募集資金最大值的百分之八十時（包含提供任何有價證券行使或轉換所收到的資金收益但不包含應給付給非關係企業的承銷佣金、費用或者經銷商津貼），在上述的情況下有價證券申報人應提交有效的修正案，該修正案應包含：

- 1、透過申報聲明的表格去揭露具體資訊和商業指南，包含申報人和被收購公司的財務報告以及所依照適用法規和監理規定所要求的財務資訊。
- 2、揭露首次發行的結果，包括但不限於：
 - (1) 到目前為止所募集到的所有股本，並具體表示承銷商佣金數額、費用和經銷商津貼，以及支付給申報人的津貼金額，和具體表示託管或信託帳戶中所剩下的金額。
 - (2) 表示到目前為止撥付給申報人的具體金額，包括但不限於直接或間接支付給公司董事、發起人、高階經理人、控制股東等，並說明這些付款金額的數量以及目的。
 - (3) 必須揭露 RULE 419 (e) (2) 所述的發行條款。

關於 RULE 419 (e) (2) 的規定是，發行條款必須提供且申報人必須滿

足以下條件之要求：

- 1、在修正案生效後的五個營業日內，申報人應透過最快速的方式將包含有效修正案的招股說明書以及任何補充或修改資訊，通知每一個以託管或信託方式持有有價證券的應買人。
- 2、每一個應買人應在修正案有效生效後至少 20 個營業日但不超過 45 個營業日中，以書面方式通知申報人是否選擇繼續投資，如果申報人在期限過後沒有收到此類書面通知，則託管或信託帳戶中的資金以及股息應透過最速件或其他類似方式在 5 個營業日內發還給應買人。
- 3、若符合 RULE 419 (e) (1) 的標準關於假設有足夠數量的應買人確認他們的投資時，該收購會完成，且若首次申報聲明生效後 18 個月內並無發生任何收購情事時，託管或信託帳戶中所持有的資金也應該在 5 個營業日內用最速件或相同方式退還給應買人。

二、美國三大交易所額外之上市條件 (additional listing requirements)

美國交易市場中因為有許多來自中國的借殼上市公司且產生許多弊端，因此 NASDAQ、紐約證交所 (NYSE) 以及美國證交所 (NYSE



AMEX) 三大美國證券交易所分別於 2011 年 5 月 26 日以及 2011 年 7 月 22 日對於美國證管會提出關於無論採取借殼上市、股權交換或其他方式進行借殼而成為公開發行公司者，當這類公司申請上市時，應適用「額外之上市條件」

(Additional Listing Requirements)，並且當這些公司申請上市時，針對該公司財報申報資料、交易面等進行防堵措施，以達到減少此類公司財報不實等潛在弊端發生²¹，筆者三大交易所額外上市條件整理如下表：

表一²²

額外上市條件	NASDAQ	NYSE	NYSE AMEX
最終適用提案	1 號修正案	2 號修正案	2 號修正案
賞味期間要求	應於美國 OTC 店頭市場、其他美國國家及交易所或者受外國政府監理下的交易所中交易達至少一年的交易時間。	同 NASDAQ	同 NASDAQ
股票價格要求	在初次申請上市前，必須在申請上市前 60 個交易日中至少 30 個交易日中維持至少達最低每股 4 美元的收盤價格。	在初次申請上市前，必須在申請上市前 60 個交易日中至少 30 個交易日中維持至少達最低每股 4 美元的收盤價格。	在申請上市前最近的 60 個交易日中至少 30 個交易日中必須維持與初次申請上市要求的每股收盤價格相同。
資訊揭露義務	申請上市前必須提交至少一個會計年度中所有的定期財務報告，且該定期報告要包含於借殼上市交易完成後經審計過的財務報	2 號修正案並無變更 1 號修正案關於必須提交至少 1 個會計年度之定期報告，2 號修正案特別澄清其所要求借殼上市公司提	2 號修正案並無變更 1 號修正案中要求有關借殼上市交易的所有資訊，以及提交至少 1 個會計年度之定期報告，包含關於借殼

²¹ 王美齡，借殼公司申請上市規範 - 針對借殼公司申請 NASDAQ 及 NYSE 上市適用之額外上市條件，證交資料，2010 年 8 月，第 604 期，32 頁。

²² SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Release No. 34-65708; File No. SR-NASDAQ-2011-073)，1-16，2011，available at；<https://www.sec.gov/rules/sro/nasdaq/2011/34-65708.pdf>；SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Release No. 34-65709; File No. SR-NYSE-2011-38)，1-18，2011，available at；<https://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2011/34-65709.pdf>；SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Release No. 34-65710; File No. SR-NYSEAmex-2011-55)，1-17，2011，available at；<https://www.sec.gov/rules/sro/nyseamex/2011/34-65710.pdf>。



	告以及有關於借殼上市的相關資訊。	出的所有定期報告是必須包含所有經審計過的財務報告。	上市完成後的所有即時消息及資訊，而 2 號修正案澄清這些報告必須包含經審計過的財務報告。
額外上市規則的豁免條件一	借殼上市完成後採用包銷的方式進行有價證券公開發行，且所募集的資金至少達 4000 萬美金。	借殼上市完成後採用包銷的方式進行有價證券公開發行，且所募集的資金中符合 NYSE 上市手冊中公眾持股條件之要求以達到股權分散目的。	借殼上市完成後採用包銷的方式進行有價證券公開發行，且所募集的資金至少達 4000 萬美金。
額外上市規則的豁免條件二	借殼上市公司於滿足上述賞味期間要求滿一年後，需向證管會申報提交至少 4 個會計年度的經審計過財務報告，即可獲免上述股票價格要求之規定。	同 NASDAQ	同 NASDAQ
一般上市規則之要求	一併適用	一併適用，所應適用的規則包含上市手冊中之股價要求、市場要求以及公司治理準則之規範。	一併適用
論者之反對建議	有論者認為不應該把借殼上市的情況單獨列出制定額外的標準；而有論者擔心借殼上市額外上市標準可能僅會規範到資本額較小的公司，如此可能會抑制資本較小的公司進入市場交易的負面影響。	論者支持當借殼上市公司在承諾包銷公開發行時可以豁免額外上市規則的要求，但認為該項籌資規模要求應該從提案中刪除或者調降；亦有認為要求借殼上市公司在申請上市前需要再另一個交易市場交易滿一年的「賞味期間」條件限制是沒有必要的。	認為交易所對於借殼上市公司的提案沒辦法提供投資人有實質上的保護且認為交易所有能力去斟酌是否要適用其他更嚴格的標準；另外有評論者支持對於借殼上市公司額外上市標準要有豁免規定但認為關於籌資規模的要求應該刪除或者將低標準；亦有認為賞味期間是不必要的要求。
證管會之意見	證管會基本上認為 NASDAQ 的提案是合理且可以有效避免借殼上市公司所產生證券詐欺等監理問題的提案方式。	證管會認為 NYSE 的提案是合理且可以有效避免借殼上市公司所產生證券詐欺等監理問題的提案方式。而證管會亦期盼交易所能夠監控任何一個取得豁免額外上市標準要求的公司發行人，並適時做出適當的修改。	證管會基本上認為 NYSE AMEX 的提案是合理且可以有效避免借殼上市公司所產生證券詐欺等監理問題。

參、我國借殼上市櫃監理規範

一、現行監理規範立法沿革及法規簡介

臺灣證券交易所考量「藉由經營權移轉入主上市公司」（另稱借殼上市）如能兼顧股東權益，對經營困難公司或有助益，惟該等公司因組織重新調整及營業範圍變動，尚須建置完善之公司治理、會計及內部控制制度以符合相關法令規章之要求，為強化借殼上市之監理及兼顧股東權益，證交所參考國際證券市場監理發展動態，蒐集英國金融管理局、美國證管會及香港證監會針對反向收購（借殼上市）採行之相關措施，研議相關監理機制，與主管機關及

櫃買中心多次討論，並共同召集學者專家及證券承銷商研討後²³，於2013年12月4日以函令²⁴修正營業細則增訂營業細則第50條第1項第14款之借殼上市監理規範²⁵，並於2014年9月30日修正，另外為配合借殼上市監理規範，臺灣證券交易所股份有限公司「審閱上市公司財務報告作業程序」（下稱財報作業程序）第4條有配合修正²⁶，因我國借殼上櫃監理規範與借殼上市監理規範相似²⁷，因此於借殼上櫃監理規範部分，則不於本文贅述，合先敘明，關於借殼上市監理規範要件如下所述：

（一）規範主體

於證券交易所交易之上市公司。

（二）規範要件

1、經營權異動

²³ 臺灣證券交易所網站新聞稿 http://www.twse.com.tw/ch/about/press_room/tsec_news_detail.php?id=13180，最後瀏覽日，2018年6月29日。

²⁴ 臺灣證交所臺證上一字 1020025278 號函令：修正本公司「營業細則」第 49、49 條之 1、50 條、50 條之 1、50 條之 3、53 條之 10 及第 53 條之 36……，暨增訂「營業細則第 50 條第 1 項第 14 款及第 50 條之 3 第 1 項第 11 款規定之認定標準」並廢止「營業細則第 50 條之 1 第 1 項第 5 款規定之認定標準」如附件，自發布日起實施，請查照。

²⁵ 營業細則第 50 條第 1 項：上市公司有下列情事之一者，對其上市之有價證券應由本公司依證券交易法第一百四十七條規定停止其買賣，並報請主管機關備查；或得由該上市

公司依第五十條之一第五項規定申請終止上市。

十四、經營權異動且異動前後一定期間有營業範圍重大變更之情事者。但上市公司與上市（櫃）公司、第一上市（櫃）公司依企業併購法或其他法令進行併購、私募或公開收購者，不在此限。

²⁶ 臺灣證券交易所臺證上一字第 1020025278 號函。

²⁷ 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第 12 條之 1 第 1 項第 17 款及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第十二條之一第一項第十七款規定之認定標準。



依照營業細則第 50 條第 1 項第 14 款及第 50 條之 3 第 1 項第 11 款規定之認定標準（下稱經營權變動認定標準）第 2 條之規定，關於經營權變動係指下列情事：

- (1) 任何人單獨或與他人共同取得上市公司已發行有表決權股份總數超過百分之五十致有控制權移轉情事者。
- (2) 任何人單獨或與他人掌握董事會過半表決權致有上市公司原經營階層喪失控制權者。
- (3) 其他特殊情況經本公司認有經營權異動者。

借殼上市監理規範於初次增訂時，關於經營權異動原本包含「全體董事變動 2 分之 1 以上」，然於 2014 年 9 月 30 日刪除，其修正刪除之理由為考量於上市公司股權結構並未發生重大變動之前提下，縱使該等公司全體董事變動達二分之一，其公司之經營權並未異動，故將「全體董事變動二分之一」單獨列為判斷經營權是否異動之標準，恐有經營權並未實質異動之公司被視為經營權異動之情事，爰刪除之。

2、一定期間

依照經營權變動認定標準第 3 條之規定，關於「經營權異動前後一定期間」指的是上市公司「經營權異動前最

近一個會計年度及最近期至經營權異動後檢送八期財務報告之期間。」

本要件於增訂時原僅規定檢送 4 期財務報告即可，為考量訂定借殼上市管理措施之目的，係為規範市場人士為規避一般上市審核程序需審查最近兩年度經營實績之相關要求，透過收購股權方式控制公司而帶入其原在外經營之業務，故參酌本公司「有價證券上市審查準則」對申請公司獲利能力之審查期間至少包含兩年度之規定，爰延長經營權異動後之觀察期間，用以加強借殼上市監理²⁸。

3、營業範圍重大變更

依照經營權變動認定標準第 3 條之規定，關於「營業範圍重大變更」係指上市公司有下列各款情事之一者：

- (1) 新增主要經營業務（係指該等業務產生之營業收入占上市公司營業收入百分之二十以上）且本期來自該等業務之營業收入合計占本期營業收入達百分之五十以上。
- (2) 將上一會計年度占營業收入達百分之五十以上之經營業務變更，導致本期來自該業務之營業收入占本期營業收入低於百分之二十。
- (3) 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、

²⁸ 臺灣證券交易所股份有限公司臺證上一字第 1051801569 號公告。

- 廠房及設備帳面淨額達百分之百者。
- (4) 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百分之三十以上者，但如上市公司於經營權異動前後皆為建材營造業者，得不適用之。
- (5) 其他因經營事業項目、性質或特殊狀況經本公司認有營業範圍重大變更者。

(三) 法律效果

1、停止買賣交易

該上市公司之上市有價證券依照營業細則第五十條第 2 項第 13 款之規定，應依照證券交易法第 147 條規定停止買賣 6 個月並報請主管機關備查，若該上市公司欲恢復其有價證券之買賣，應出具承銷商評估報告並符合下列情事者，才可恢復買賣：

- (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百分之二以上者。

- (2) 上市普通股股本達新臺幣三億元以上者。
- (3) 出具無保留意見之會計師內部控制制度專案審查報告者。
- (4) 未有本公司有價證券上市審查準則第九條第一項第一、三、四、六、八、九及十二款所定情事者。
- (5) 符合本公司有價證券上市審查準則第四條第一項第四及五款規定者²⁹。
- (6) 該公司之董事、監察人及持股超過已發行股份總額百分之十之股東，就其持有該公司普通股之全部提交集中保管（募集發行股份）或出具書面承諾不予轉讓（私募股份）且於承諾限制轉讓期間，經核准補辦公開發行者，應將該等股份提交集中保管。自符合本款規定經本公司恢復其有價證券之普通交易方法之日起一年後，始得領回或轉讓。

²⁹ 有價證券上市審查準則第 4 條第 1 項第 4、5 款之規定：

四、股權分散：記名股東人數在一千人以上，公司內部人及該等內部人持股逾百分之五十之法人以外之記名股東人數不少於五百人，且其所持股份合計占發行股份總額百分之二十以上或滿一千萬股者。

五、上市產業類別係屬食品工業或最近一個會計年度餐飲收入占其全部營業收入百分之五十以上之發行公司，應符合下列各目規定：

- (一) 設置實驗室，從事自主檢驗。
- (二) 產品原材料、半成品或成品委外辦理檢驗者，應送交經衛生福利部、財團法人全國認證基金會或衛生福利部委託之機構認證或認可之實驗室或檢驗機構檢驗。
- (三) 洽獨立專家就其食品安全監測計畫、檢驗週期、檢驗項目等出具合理性意見書。



2、變更交易

依照營業細則第 49 條第 1 項第 16 款之規定，當上市公司符合前述營業細則第 50 條第 1 項第 14 款之借殼上市監理規定停止買賣後 6 個月內仍無法符合上述營業細則第 50 條第 2 項第 13 款規定恢復交易時，證券交易所將該上市之有價證券依照「臺灣證券交易所股份有限公司變更交易方法有價證券作業辦法」（下稱變更交易辦法）變更交易方法³⁰，亦即列為「全額交割股」。

當上市有價證券列為變更交易方法時，於符合營業細則第 49 條第 2 項第 15 款之規定，當「有價證券後二年內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百分之三以上且符合第五十條第二項第十三款第二至六目規定者。」時，證券交易所可以恢復該有價證券之交易方法，若持續無法恢復交易標準，將再次停止買賣 6 個月，如無法改善將終止上市。

（四）現行監理規範制度漏洞疑雲

- 1、首先，關於經營權變動標準第 2 條第 2 款規定之，任何人單獨或與他人掌握董事會過半表決權致有上市公司原經營階層喪失控制權者。然而此舉有認定上之困難，舉例而言，若甲公司於 2016 年 7 月共有 7 名董事，但是在 2017 年 4 月時，甲公司之股權結構又重大變化，但為了避免觸碰到經營權變動標準第 2 條第 2 款之規定，僅改選 1 名董事長，其餘董事皆不變，如此即可輕易規避本款規定。
- 2、經營權變動標準第 2 條第 1 款之規定，所謂單獨或與他人共同取得上市公司已發行股份總數超過 50% 且須有控制權移轉之要件認定尚有疑義，首先，「與他人共同取得」認定上有困難，蓋若公司利用許多人頭甚至於境外設立多間境外公司，在共同取得之認定上恐有難度，縱使認定成功，仍須符合取得超過

³⁰ 變更交易辦法第 3 條之規定：

列為變更交易方法之有價證券，證券經紀商於接受委託買賣時，應先收足款券，始得辦理買賣申報。

有保管機構代理之機構投資人或政府基金，申報賣出單一變更交易方法之有價證券，當日累計金額未達新臺幣伍仟萬元以上者，得不適用前項之規定。

第一項有價證券之交易方式得經本公司公告採行分盤集合競價方式，約每三十分鐘以人工管制之撮合終端機執行撮合作業一次為原則，並得視交易情形因應公告調整撮合時間。

第一項應先收足有價證券措施不適用於證券商以違約專戶買賣變更交易方法有價證券者，另第一項及第三項措施不適用於零股交易。

50% 股份致有控制權移轉之情事，然而有疑義的是，殼公司為上市公司，其股權可能大量分散，或許不用取得超過 50% 即可發生控制權移轉之情事，現行經營權變動認定標準規定取得百分之五十之合適性有其疑義，此種共同取得的認定可以透過於境外公司成立許多人頭公司來規避或模糊共同取得之要件。

- 3、現行監理規範如前述，依照經營權變動標準第 3 條之規定，亦有將「營業範圍重大變更」列入考量，惟若借殼方入主成功後，被借殼方因借殼方之獲利能力而讓每月營收大幅提升，但被借殼方本身並沒有新增主要業務，且並無相關經營業務變更，也無本條第 3、4 款之情事時，其僅係將被借殼方之獲利列為轉投資之項目，即可在不新增也不變更經營業務的情況下，規避掉「營業範圍重大變更」此要件。
- 4、特殊行業³¹較難符合一般 IPO 上市櫃之條件，若就借殼上市做額外限制，如此只有讓特殊行業公司在面臨籌資或於有擴大經營規模意圖

時，走上鑽法律漏洞一途，對資本市場而言並無益處。

二、陸資來台借殼上市櫃之額外限制

陸資來台申請第一上市櫃的條件十分嚴苛，近來金管會對於 F 股的監理態度也轉為嚴格，而台灣買殼的成本近年來約為新台幣兩億元，對於陸資企業家來說是非常便宜的，且相較於走正規路線上市而言，陸資企業家在投資台灣仍處於試水溫的階段，選擇買殼以備未來之需，不但較隱密且進可攻退可守，最後，以前美國是中國企業偏好上市的地點，但是近年來許多陸資企業財務出現造假問題，造成美國投資人全面封殺中國企業，連帶影響到在美國上市之中資企業股價，著名的互聯網遊戲龍頭盛大因此在美國下市，新加坡以往為陸資中小企業上市的大本營，近 200 家企業形成「龍籌股」版塊，但因近期數家陸資企業發生簽證會計師對財報表達無法表示意見之情事，亦已重創新加坡投資人對於陸資股票之信心，至於香港的一般上市規模約在 1 億美元以上，已非陸資中小企業所能及，基於上述理由，想

³¹ 建設產業公司，相較於一般事業公司，依照台灣證券交易所股份有限公司價證券上市審查準則第 16 條之規定，有額外之上市標準；科技事業或文創事業，依照台灣證券交易所股份有限公司價證券上市審查準則第 5 條雖有較一般事業公司寬鬆之標準，惟仍難以達標。



在海外上市的中國民營企業家開始對台灣資本市場有高度興趣³²。

陸資企業透過借殼上市櫃之方式來台進行投資，除了不用透過繁瑣的上市櫃要件以及程序外，亦可規避掉主管機關對於陸資企業來台申請第一上市櫃之要件要求，然而應注意的是，陸資來台借殼上市櫃雖有上述之優點，但我國現行制度下對於借殼上市櫃監理規範亦須一併遵守，除此之外，陸資企業借殼上市櫃之前提是該陸資企業持有我國非上市櫃公司之股份或是先來台灣設立一間新公司，才有可能進行接下來的借殼上市櫃，簡言之，陸資企業必須先在台灣有一間持有股份的非上市櫃公司，否則借殼上市櫃之過程即屬空談。

既然陸資企業必須先在台灣有一間持有股份的非上市櫃公司，亦即該陸

資企業必須對台灣的非上市櫃進行投資或者是設立公司，這就涉及到陸資來台投資的相關法令要求，經濟部依據「兩岸人民關係條例」擬定「大陸地區人民來台投資許可辦法」（下稱陸資投資許可辦法）以及「大陸地區之營利事業在台設立分公司或辦事處許可辦法」，關於陸資來台投資之法令介紹，如下所述：

（一）陸資之定義

依照陸資投資許可辦法第 3 條以及第 5 條之規定³³，關於陸資來台投資分為兩類，一類為直接投資，另一類為間接投資，關於兩者之定義如下所述³⁴：

1、直接投資：

由大陸地區人民、法人、團體或其他機構以其自己的名義直接於台灣進行投資，如大陸地區個人或者是大陸地區公司。

³² 藍濤亞洲，台灣借殼上市之探討，投資台灣 - 陸資來台面面觀，台灣併購與私募股權協會出版，2012 年 7 月，頁 304-305。

³³ 陸資投資許可辦法第 3 條：本辦法所稱投資人，指大陸地區人民、法人、團體、其他機構或其於第三地區投資之公司，依本辦法規定在臺灣地區從事投資行為者。

前項所稱第三地區投資之公司，指大陸地區人民、法人、團體或其他機構投資第三地區之公司，且有下列情形之一者：

一、直接或間接持有該第三地區公司股份或出資總額逾百分之三十。

二、對該第三地區公司具有控制能力。

前項第三地區投資之公司在臺灣地區之投資，不適用外國人投資條例之規定。

陸資投資許可辦法第 5 條：投資人持有所投資事業之股份或出資額，合計超過該事業之股份總數或資本總額三分之一以上者，稱為陸資投資事業，該陸資投資事業之轉投資，應適用本辦法之規定。

³⁴ 林秀玲、宋天祥，陸資來台投資相關法令介紹，投資台灣 - 陸資來台面面觀，台灣併購與私募股權協會出版，2012 年 7 月，頁 42-43。

2、間接投資：

係指大陸地區人民、法人、團體或其他機構先投資於第三地區（如開曼群島）的公司，再由該第三地區公司於台灣進行投資，且大陸地區人民、法人、團體或其他機構持有該第三地區公司百分之三十以上股權，或對該第三地區公司有控制力³⁵。

（二）主管機關之許可（投審會）³⁶

因陸資來台投資並非僅是將資金匯入台灣，而是涉及到其他眾多行為，下列若干行為，依照陸資來台投資許可辦法第3條之規定，應事先申請主管機關許可，轉投資依照陸資來台投資許可辦法第5條之規定，亦應向投審會申請許可：

- 1、持有台灣地區公司或事業之股份或出資額，但不包括單次且累計投資

均未達百分之十之上市櫃、興櫃公司股份。

- 2、在台灣地區設立分公司、獨資或合夥事業。
- 3、對前兩款所投資事業提供一年期以上貸款。
- 4、若投資人依照台灣地區與大陸地區金融業務往來 / 證券期貨業務往來 / 保險業務往來及投資許可管理辦法之規定來台投資金融保險證券期貨機構，不適用第1款但書之規定。

（三）陸資投資之限制³⁷

1、絕對限制事項

依照陸資投資許可辦法第6條及第8條之規定，下列兩種情形，投審會應限制或得禁止來台投資：

- (1) 大陸地區軍方投資或具有軍事目的之投資人，應限制其來台投資。

³⁵ 經濟部 99 年 8 月 18 日經審字第 09904605070 號函令：

係指大陸地區人民、法人、團體或其他機構對第三地區公司具有下列情形之一者：

- 1、與其他投資人約定下，具超過半數有表決權股份之能力。
- 2、依法令或契約約定，可控制公司之財務、營運及人事方針。
- 3、有權任免董事會（或約當組織）超過半數之主要成員，且公司之控制操控於該董事會（或約當組織）。
- 4、有權主導董事會（或約當組織）超過半數之投票權，且公司之控制操控於該董事會（或約當組織）。
- 5、依據財團法人中華民國會計研究發展基金會公布之財務會計準則公報第五號、第七號所規定之其他具有控制能力。

³⁶ 林秀玲、宋天祥，陸資來台投資相關法令介紹，投資台灣 - 陸資來台面面觀，台灣併購與私募股權協會出版，2012 年 7 月，頁 46。

³⁷ 程守貞，陸資來台投資之沿革及特色，投資台灣 - 陸資來台面面觀，台灣併購與私募股權協會出版，2012 年 7 月，頁 58-61。



(2) 大陸投資人之投資申請案，若有下列情形之一，得禁止其投資：

- (a) 在經濟上具有獨佔、寡占或壟斷性地位。
- (b) 在政治、社會、文化上具有敏感性或影響國家安全。
- (c) 對國內經濟發展或金融穩定有不利影響。

2、其他限制以及義務

(1) 出資種類

陸資來台出資之種類應包含陸資投資許可辦法第 7 條規定³⁸之現金、實物或權利。

(2) 資訊申報及揭露義務

依照陸資投資許可辦法第 11 條之規定，當陸資投資事業實收資本額達新台幣 8000 萬以上，應於每會計年度終了 6 個月內檢具經會計師簽證之財務報表併同股東名簿，報請經濟部備查。

(3) 投資業別

關於陸資來台許可投資之業別，係採取「正面表列」之規定，在正面表列之項目方為陸資的投資之項目，目前經過三階段過程逐步開放，範圍以製造

業、服務業及公共建設為主。

肆、實質受益人制度之改變－以香港法及我國公司法修正草案為例

一、香港備存重要控制人登記冊

為了因應 2018 年 10 月接受亞太防制洗錢組織（APG）實地查訪，香港針對導入實質受益人（Beneficial Owner）制度，於 2018 年 1 月通過重要控制人登記冊（Significant Controllers Register）規範，並於 2018 年 3 月 1 日正式施行，且為了落實重要控制人登記冊備存，香港也同時實施「信託或公司服務提供者」（TCSP）制度，此與境外公司註冊代理人（Registered Agent）制度相似。上述登記冊若備存於 TCSP，則其有責任查證重要控制人的資料，否則一樣受罰。本文擬就與我國同屬亞州金融指標之香港為比較，就香港針對實質受益人（Beneficial Owner）制度所制定新的制度，簡單介紹如下：

³⁸ 依本辦法投資，其出資之種類，以下列各款為限：

- 一、現金。
- 二、自用機器設備或原料。
- 三、專利權、商標權、著作財產權、專門技術或其他智慧財產權。
- 四、其他經主管機關認可投資之財產。



(一) 備存重要控制人登記冊新規定：

於 2018 年公司（修訂）條例中訂明，在香港成立之公司需要：

- 1、識別對其有重大控制權的人（重要控制人）；及。
- 2、備存重要控制人登記冊（下稱登記冊），供執法人員查閱。

(二) 重要控制人之定義：

- 1、須登記法律實體³⁹：某法律實體如為某公司的成員，並對該公司有「重大控制權」，則該實體即屬於該公司的須登記法律實體。
- 2、須登記人士：指對公司有「重大控制權」的自然人或指名實體。

(三) 重大控制權之定義⁴⁰（如符合下述條件中之 1 個或以上，即屬之）：

- 1、該人直接或間接持有該公司 25% 以上的已發行股份；或如該公司沒有

股本，該人直接或間接持有分攤該公司 25% 以上的資本或分享該公司 25% 以上的利潤的權利。

- 2、該人直接或間接持有該公司 25% 以上的表決權。
- 3、該人直接或間接持有委任或罷免該公司董事局的過半數董事的權利。
- 4、該人有權利或實際上對該公司發揮或行使重大影響力或控制權利⁴¹。
- 5、該人有權利或實際上對某信託或商號的活動發揮或行使重大影響力或控制，而該信託或商號並不是法人，但該信託的受託人或商號的成員（以其作為信託受託人或商號成員的身分），就該公司而言符合首 4 個條件中的任何 1 個條件。

(四) 登記冊中主要內容：公司須以中文或英文備存登記冊，登記冊需載明之內容如下⁴²：

³⁹ 香港公司條例第 653A 條，法律實體（legal entity）係指：(a) 指符合以下說明的團體：該團體（不論是否法人團體）根據管限該團體的法律，是一名法人；但 (b) 不包括指明實體；而指明實體（specified entity）係指：(a) 單一法團；(b) 國家或地區的政府，或國家或地區的某部分的政府；(c) 成員包括 2 個或以上國家或地區（或其政府）的國際組織；或 (d) 國家或地區的地方當局或地方政府。

⁴⁰ 香港公司條例第 653E 條。

⁴¹ 如對公司管理有重大參與程度，雖董事會成員，但卻經常被董事會諮詢，其意見亦影響董事欵決定，如香港公司條例第 2 條所稱之幕後董事（shadow director）：指該法人團體的一眾董事或過半數董事慣於按照其指示或指令（不包括以專業身分提供的意見）行事的人

⁴² 香港公司條例第 653I 條；參公司備存重要控制人登記冊指引第 11 頁，https://www.cr.gov.hk/sc/publications/docs/Guidelines_scr_c.pdf。



- 1、公司每名重要控制人之「所需詳情」⁴³。
- 2、公司每名重要控制人的須登記更改詳情⁴⁴。
- 3、最少一名指定代表之姓名或名稱及聯絡資料，以提供與該公司的登記冊有關的協助予執法人員。公司的指定代表須由以下任何一類人士擔任：該公司的股東、董事或僱員，而且必須是居於香港的自然人；或會計專業人士、法律專業人士或信託或公司服務持牌人。

(五) 如何就重要控制人進行調查及取得資料；應採取合理步驟去識別重要控制人，步驟如下⁴⁵：

- 1、檢視所有可供查閱的文件及資料，例如公司的成員登記冊、組織章程細則、股本說明、股東協議或其他相關契諾或協議。
- 2、審視個人、法律實體及信託 或商號在公司持有的利益。
- 3、審視是否有證據顯示存在共同安排，或是否有證據顯示 有不同方式持有而最終由同 一人控制的權利。
- 4、視乎個別公司情況而須採取的其他行動。
- 5、如於進行上述合理步驟檢視後，若公司知道或有合理理由去相信某人為該公司之重要控制人，公司須在「知道或相信」此事之時點後 7 日內，向該具有重要控制人身分之人發出通知。
- 6、豁免通知之條件：
公司已經獲該具有重要控制人身分之人（須登記人士或須登記法律實體）告知更改，有關資料已由該具重要控制人身分之人提供或其知悉之情況下提供給公司。

⁴³ 所需詳情包含：

1. 姓名 / 名稱。
2. 若為須登記人士：應詳載通訊地址、身分證號碼或該人所持有護照號碼和簽發國家。
3. 如為須登記法律實體：應詳載性質、註冊編號、成立為法團的地方（管限該實體的法律）及註冊辦事處地址。
4. 成為重要控制人之日期。
5. 對公司控制的性質。

⁴⁴ 指某人不再是重要控制人或者某項更改讓登記於重要控制人登記冊中關於重要控制人所需詳情資料不正確或不完整。

⁴⁵ 參公司備存重要控制人登記冊指引第 17-18 頁，https://www.cr.gov.hk/sc/publications/docs/Guidelines_scr_c.pdf

(六) 主要責任及罪責⁴⁶**1、公司的主要責任：**

- (1) 在公司的註冊辦事處或某明確地點備存重要控制人登記冊。
- (2) 採取合理步驟用以識別公司的每名重要控制人，包括發出通知並取得關於他們的所需詳情。
- (3) 將重要控制人所需詳情計入重要控制人登記冊。
- (4) 保持重要控制人登記冊內所需詳情更新。
- (5) 提供重要控制人登記冊給予執法人員查閱並複製或複印該登記冊。

2、未履行上述責任，即屬於刑事罪刑，公司及每名負責人可處第4級罰款（港幣25,000元）。如情況適用，另每日各處700元。

3、通知收件人之責任：

任何人接獲公司重要控制人登記冊發出之通知後，須在該通知日期起計1個月內遵從該通知所述明之規定；如未在前開日期內通知所載之任何規定，即屬刑事罪刑，通知的收件人及每名有關聯人士⁴⁷，可各處第4級罰款（即港幣2,500元）

4、關於虛假陳述之罪刑⁴⁸：

⁴⁶ 公司備存重要控制人登記冊指引第31-33頁，https://www.cr.gov.hk/sc/publications/docs/Guidelines_scr_c.pdf

⁴⁷ 香港公司條例第653G條：

(1) 在以下情況下，本條適用：

(a) 本分部的某條文規定如下：如發出予某法律實體的通知所規定事宜不獲遵從（不遵從），該實體的有關連人士即屬犯罪；或 (b) 根據第653ZG條訂立的規例中的某條文規定如下：如某條文遭違反（違反），某法律實體的有關連人士即屬犯罪。

(2) 就有關條文而言，符合以下條件的人，即屬某屬法人團體的法律實體（甲實體）的有關連人士：

(a) 該人是甲實體的高級人員或幕後董事；及第622章-《公司條例》253；(b) 該人授權、准許或參與該項不遵從或違反。

(3) 符合以下條件的人，亦屬甲實體的有關連人士：

(a) 該人是另一個法人團體的高級人員或幕後董事，而該另一個法人團體是甲實體的高級人員或幕後董事；(b) 該另一個法人團體授權、准許或參與該項不遵從或違反；及 (c) 該人授權、准許或參與該項不遵從或違反。

(4) 就有關條文而言，符合以下條件的人，即屬某並非法人團體的法律實體（乙實體）的有關連人士：(a) 該人是乙實體中類似法人團體的高級人員或幕後董事的人員（乙實體的相類人員）；及 (b) 該人授權、准許或參與該項不遵從或違反。

(5) 符合以下條件的人，亦屬乙實體的有關連人士：

(a) 該人是某法人團體的高級人員或幕後董事；(b) 該法人團體屬乙實體的相類人員，並授權、准許或參與該項不遵從或違反；及 (c) 該人授權、准許或參與該項不遵從或違反。

⁴⁸ 香港公司條例第653ZE條



- (1) 任何人如在重要控制人登記冊中，「明知或罔顧實情地」作出一項在要項上具誤導性、虛假或具欺騙性的陳述，或提供任何在要項上具誤導性、虛假或具欺騙性的資料，則即屬犯罪。
- (2) 一經循公訴程序定罪，可處罰款港幣 300,000 元及監禁 2 年；或
- (3) 一經循簡易程序定罪，可處第 6 級罰款（港幣 100,000 元）及監禁 6 個月。

二、我國新修正公司法第 22 條之 1 之立法沿革及介紹

為了因應新型態經濟發展模式之興起，創新事業之蓬勃發展與經濟轉型之挑戰需求，且站在欲打造友善經商環境之同時，在不大幅增加企業遵法成本下，持續提供友善創新及創業環境，建構我國成為適合全球投資之環境，促使我國商業環境更有利於各種產業之發展，並賦予中小型公司有較大經營彈性，上述因素都是近年我國公司法修法如火如荼進行的主因，另外為了因應國際洗錢防制體系在近年來逐漸著重打擊資助恐怖主義者，現行國際間關於洗錢

防制之標準，多以「防制洗錢金融行動工作組織」（FATF）於一百零一年提出的四十項建議內容為主。該等建議內容，旨在要求國家建構以風險為基礎之洗錢防制法令體系，其中第二十四項建議「法人之透明性及實質受益權」，要求各國政府應建立機制，有效掌握法人基本資訊、股東名簿與「實質受益人」，且得以讓執法機關及時取得該等資訊。鑒於實質受益人之備置或申報，參考其他國家之立法例，我國公司法修正草案亦把實質受益人申報制度列入，並於 2018/7/16 三讀通過，以下就我國公司法修正草案中關於實質受益人制度之介紹。

（一）現行法令下有關於實質受益人之介紹

我國現行法令下僅於證券交易法施行細則第 2 條⁴⁹中，仿美國「實質受益人 / 受益所有人」（beneficial owner）之觀念而定，美國法院對於「受益所有人」的意義，採取廣義且富有彈性之解釋，若股票為家屬名義上持有，法院會考量某人與家屬間之實質關係、其對股票之實際控制情、從該等股

⁴⁹ 本法第二十二條之二第三項所定利用他人名義持有股票，指具備下列要件：

- 一、直接或間接提供股票與他人或提供資金與他人購買股票。
- 二、對該他人所持有之股票，具有管理、使用或處分之權益。
- 三、該他人所持有股票之利益或損失全部或一部歸屬於本人。

票所獲得利益之因素來決定是否為受益所有人。因此美國法上是以「有無控制關係」及「是否實質受益」等因素為判定，較我國證交法施行細則之規定更有彈性⁵⁰。惟證交法施行細則僅針對實質受益人作定義性之解釋，並無說明有何申報及揭露義務，以及若未盡申報揭露義務時是否有相關責任。

（二）公司法第 22 條之 1 之立法介紹

紛紛擾擾的公司法全文修正草案於 2018 年 7 月 6 日三讀通過，而暫時告一段落，從行政院提出的版本大致上可了解到行政院對草案中關於 beneficial owner 之提出之理由係因落實建構以風險分析為基礎之跨國洗錢防制制度，並有助於我國通過西元二〇一八年亞太洗錢防制組織（Asia/Pacific Group on Money Laundering，以下簡稱 APG）第三輪相互評鑑，爰參照「防制洗錢金融行動工作組織」（Financial Action Task Force，以下簡稱 FATF）第二十四項關於實質受益權之建議，引進實質受益人之規定⁵¹，然最後三讀通過之版本卻把「實質受益人」之一詞給拿掉，就草案以及最終三讀通過之版本比較如下表：

甫三讀通過之公司法（下稱本法）與香港法中大致上之差異比較整理如表二：

（1）實質受益人定義之比較：

- (a) 本法並未納入實質受益人之名詞，惟草案中原有納入。
- (b) 香港備存重要控制人登記冊稱重要控制人（下稱香港法），係以是否具有「重大控制權」為判斷標準。
- (c) 本法以董事、監察人、經理人及持有已發行股份總數或資本總額超過百分之十之股東作為規範主體，且上市櫃公司股權多分散，要達到持有百分之十之股份實有難度，且不一定只有上開規範主體才能成為實質受益人，本法之規定甚至比證交法施行細則第 2 條之規定僵化，恐難以適用，況本法之立法理由係為配合洗錢防制政策，協助建置完善洗錢防制體制，強化洗錢防制作為，增加法人（公司）之透明度，而明定公司應配合申報相關資料，惟此次修法未將實質受益人制度

⁵⁰ 賴英照，股市遊戲規則 - 最新證券交易法解析，2014 年 2 月，533 頁。

⁵¹ 公司法部分條文修正草案 - 條文對照表，參 <https://www.ey.gov.tw/Page/AE106A22FAE592FD/bfb78389-fbc9-4c05-b8d6-e5a39c50020e>，最後瀏覽日 2018 年 7 月 4 日。



表二

行政院院會版本公司法 第 22 條之 1 修正草案	三讀通過之公司法 第 22 條之 1 ⁵²
<p>I. 公司應於每月十五日前，將<u>實質受益人資料</u>以電子方式申報至中央主管機關建置之資訊平臺。但符合一定條件之公司，不適用之。</p> <p>II. 前項資料，中央主管機關應定期查核。</p> <p>III. <u>第一項所稱實質受益人，指董事、監察人、經理人及持有已發行股份總數或資本總額超過百分之十之股東。</u></p> <p>IV. 第一項申報資料，應包含實質受益人姓名、國籍、出生年月日或設立登記之年月日、身分證明文件號碼、持股數或出資額及其他中央主管機關指定之事項。</p> <p>V. 第一項資訊平臺之建置、資料之申報格式、一定條件公司之範圍、資料之蒐集、處理及利用，第二項之查核程序、方式，第三項經理人之範圍，前項指定事項之內容及其他應遵行事項之辦法，由中央主管機關會同法務部定之。</p> <p>VI. 未依第一項規定申報 或申報之資料不實，經中央主管機關限期通知改正，屆期未改正者，處代表公司之董事新臺幣五萬元以上五十萬元以下罰鍰。經再限期通知改正仍未改正者，按次處新臺幣五十萬元以上五百萬元以下罰鍰。其情節重大者，得廢止公司登記。</p> <p>VII. 前項情形，應於第一項之資訊平臺依次註記載處情形。</p>	<p>I. 公司應每年定期將<u>董事、監察人、經理人及持有已發行股份總數或資本總額超過百分之十之股東</u>之姓名或名稱、國籍、出生年月日或設立登記之年月日、身分證明文件號碼、持股數或出資額及其他中央主管機關指定之事項，以電子方式申報至中央主管機關建制或指定之資訊平臺；其有變動者，並應於變動後十五日內為之。但符合一定條件之公司，不適用之。</p> <p>II. 前項資料，中央主管機關應定期查核。</p> <p>III. 第一項資訊平臺之建置或指定、資料之申報期間、格式、經理人之範圍、一定條件公司之範圍、資料之蒐集、處理、利用及費用、指定事項之內容，前項之查核程序、方式及其他應遵行事項之辦法，由中央主管機關會同法務部定之。</p> <p>IV. 未依第一項規定申報或申報之資料不實，經中央主管機關限期通知改正，屆期未改正者，處代表公司之董事新臺幣五萬元以上五十萬元以下罰鍰。經再限期通知改正仍未改正者，按次處新臺幣五十萬元以上五百萬元以下罰鍰。其情節重大者，得廢止公司登記。</p> <p>V. 前項情形，應於第一項之資訊平臺依次註記載處情形。</p>

⁵² 本文暫以 107 年 7 月 6 日立法院通過之公司法條文撰寫，正確修法全文仍應待總統公布。

列入，對於今年度 APG 評鑑亦可能會遭受影響。

(2) 申報資料之比較：

- (a) 本法第 1 項之申報資料包含實質受益人之姓名、國籍、出生年月日或設立登記之年月日、身分證明文件、持股數或出資額及其他主管機關指定事項。
- (b) 香港法中登記冊需載明主要內容。
- (c) 兩者差別在於香港法要求在登記冊載明至少一名指定代表姓名及聯絡資料，用以提供公司登記冊給執法人員，且指定代表必須有特定資格，亦即香港法要求載明一名指定代表履行實質受益人資料提供義務。

(3) 主要責任及罪責之比較：

- (a) 本法第 4 項明訂，未依規定申報或申報不實，屆期未改正，可處代表公司之董事新台幣 5 萬以上 50 萬以下之罰鍰，再限期通知未改正，則處 50 萬以上 500 萬以下罰鍰，且情節重大者，得廢止公司登記。
- (b) 香港法中，若未依規定申報，則每一家公司負責人處港幣 25000 元（折合台幣約 10 萬

元），若是虛偽陳述，則可能面臨港幣 30 萬元（折合台幣約 117 萬元）及監禁 2 年或者港幣 10 萬元（折合台幣約 39 萬）及監禁 6 個月。

- (c) 兩者責任歸屬之差異在於，本法只處罰代表公司之董事，依公司法第 208 條第 3 項前段⁵³之規定，應僅限處罰公司之董事長，香港法則處罰每一家公司負責人，亦即處罰每一家公司之董事；而在責任上，本法之罰鍰額度較香港法高，且情節重大可能會面臨公司遭廢止登記之結果，另外草案雖沒有如香港法有制定刑事責任，然此部分可透過回歸刑法來規範。

（三）小結—實質受益人揭露制度對借殼上市櫃監理之影響

依照經營權變動標準第 2 條第 1 款之規定，所謂單獨或與他人共同取得上市公司已發行股份總數超過 50% 且須有控制權移轉之要件認定尚有疑義，且「共同取得的認定」可以透過於境外公司成立許多人頭公司來規避或模糊共同取得之要件，為了避免公司利用設立許多人頭公司持有股份來主管機關查核之難度，筆者本期待公司法修正通過

⁵³ 公司法第 208 條第 3 項前段：董事長對內為股東會、董事會及常務董事會主席，對外代表公司。



後，能夠透過實質受益人揭露制度來找出這些借殼上市櫃公司背後之人頭，惟從前開比較來看，似乎達不到本文預期的效果，甚至就立法理由中為了配合洗錢防治政策之目的來看，效果亦會大打折扣。因此將來若要就借殼上市櫃監理立法政策上修正時，建議可香港備存重要證人登記冊之規定，好讓現行借殼上市櫃監理規範能夠確實落實，以達到保障投資大眾之目的。

伍、修法建議及代結論

借殼上市櫃之目的主要係為規避傳統 IPO 上市上櫃需經過冗長的過程以及花費鉅額的費用，而有些特殊行業甚至被主管機關要求要採用更嚴格的上市櫃標準，進而使公司難以達到上市櫃之目的，當公司有擴大規模或者尋求轉型之目的時，借殼上市櫃則是其手段之一，在我國實務案例中，許多經典借殼上市櫃案例皆讓原本已經上市櫃但績效很差的殼公司起死回生，許多小股東因此解套，而殼公司本身也不用面臨破產清算，對於殼公司債權人而言也有利多。

美國實務界也多有認為不應該特別針對借殼上市公司訂立額外的上市標準，認為證券詐欺事件並不僅發生在借殼上市公司，許多進行傳統 IPO 上市之公司也發生重大證券詐欺事件，就我

國現行監理規範下，最嚴重可能會面臨終止上市櫃之結果，如此嚴格的標準僅會拘束到有籌資需求的借殼業者，因此站在適宜的監理規範以及讓借殼上市櫃仍能成為彈性的籌資管下，本文之修法建議如下：

一、廢除現行業務規則關於借殼上櫃之監理規範

美國現行制度下僅有三大證券交易所針對借殼上市訂立額外上市標準，其他如 OTCBB、粉紅單市場等交易市場皆沒有相關規定，本文雖未對我國借殼上櫃監理規範做介紹，惟站在法規範移植的角度上，認為應可採肯定見解，蓋店頭市場相較於集中交易市場，流通性較低，對於有心人士操作證券詐欺事件之吸引力也較低，縱使發生證券詐欺事件，對投資人之影響也較低，如此嚴格限制借殼上櫃實無太大意義，廢除借殼上櫃之監理規範，也讓真正有籌資需求但卻無法達到上市櫃標準之新創公司能夠透過借殼上櫃達到籌資目的。

二、關於借殼上市監理規範之修正

當經營權異動且異動前後一定期間有營業範圍重大變更之情事者，公司將面臨停止買賣之法律效果，更嚴重則如本文前所述面臨轉為全額交割股甚至終止上市之情況，此規範過於嚴格且僵化無彈性，如本文前述，借殼上市櫃監理規範之核心價值在於證券市場機制之維

護以及資訊揭露義務之要求，從立法核心出發，再不扼殺借殼上市櫃又可以達到監理的目的下，建議可參考美國借殼上市櫃之監理規範，修正建議如下述：

（一）賞味期間之要求：

建議參考美國額外上市標準，借殼上市公司於合併交易完成後應先於櫃檯買賣中心上櫃交易至少一年的時間，有價證券先轉到流通性較小的市場試水溫，如此一來借殼上市公司之有價證券可以不用受到停止買賣至少 6 個月的限制，且亦可由櫃買中心負責掌握公司的相關財務報告及資訊揭露義務。

或有認為將全數合併交易完成後之借殼上市公司股份全數列入櫃買中心至少一年交易之賞味期間過於嚴格，另一種建議方式為將取得殼公司股份之大股東以及經營階層之股份列入禁止處分轉讓達一定期間，蓋借殼上市後之弊端許多來自炒作股價，若將取得殼公司股份之大股東以及經營層之股份禁止處分轉讓達一定之閉鎖期間，或可解決上述弊端之發生，待閉鎖期間經過後，公司提交借殼上市後相關財務報告給證交所審查，通過審查後才可以解除閉鎖期間。

（二）資訊揭露義務之要求：

當公司符合上述於櫃買市場交易的賞味期間後，公司向證交所申請上市時，應提交至少一個會計年度之所有定

期財務報告，且必須包含借殼上市交易完成後經審計過的財務報告以及所有借殼上市之相關資訊。

（三）現行制度之漏洞：

1、關於經營權變動標準第 2 條第 1 款之規定，所謂單獨或與他人共同取得上市公司已發行股份總數超過 50% 且須有控制權移轉之要件認定尚有疑義，首先，「與他人共同取得」認定上有困難，蓋若公司利用許多人頭甚至於境外設立多間境外公司，在共同取得之認定以及查核上恐有難度，縱使認定成功，仍須符合取得超過 50% 股份致有控制權移轉之情事，且若殼公司為上市公司，其股權可能大量分散，或許不用取得超過 50% 即可發生控制權「實質上移轉」之情事，現行經營權變動認定標準規定取得百分之五十之合適性有其疑義，建議修正為「任何人單獨或與他人共同取得上市公司之股份致有控制權移轉情事者。」之「實質認定」之方式較為妥適。

2、關於「任何人單獨或與他人共同取得上市公司之股份」之部分，將來在立法上亦可以參考本文前述關於「實質受益人 (beneficial owner)」揭露制度之介紹，希望現行借殼上市櫃監理規範能夠比赴



援引，將人頭公司背後取得殼公司股份之實質受益人納入共同取得的規範，可參考本文中關於香港重要控制人備存註冊制度，要求人頭公司必須負起真實申報義務，若公司違反申報義務，建議除參考香港法例之處罰責任外，另外建議可增訂若公司無達到實質受益人之揭露義務時，將限制該等實質受益人取得之殼公司股份之處分行為，如此一來，該公司縱使借殼上市後，縱使股價因此上漲，實質受益人亦無法於市場中出售其持股，此舉應有助於增加實質受益人資訊揭露之申報。

3、除了上述經營權異動之要件外，若要符合借殼上市監理之規範，亦須符合經營權變動認定標準第 3 條之規定，關於「營業範圍重大變更」之要件，惟公司可將大幅影響營收之業務在會計上列入轉投資之項目，如此即可在不新增也不變更經營業務的情況下，規避掉營業範圍重大變更之要件，本文建議應將現行第 5 款之概括規定變更為第 6 款，**新增第 5 款「上市公司因轉投資業務而該轉投資業務產生之營業收入占上市公司營業收入百分之二十以上」**，以杜法律爭議。

參考文獻

一、中文文獻

(一) 專書

1、賴英照，股市遊戲規則 - 最新證券交易法解析，2014 年 2 月。

(二) 期刊

1、王美齡，借殼公司申請上市規範 - 針對借殼公司申請 NASDAQ 及 NYSE 上市適用之額外上市條件，證交資料，2010 年 8 月，第 604 期。

2、吳克昌，集中交易市場「借殼上市」之探討，證交資料，1999 年 12 月，第 452 期。

3、林秀玲、宋天祥，陸資來台投資相關法令介紹，投資台灣 - 陸資來台面面觀，台灣併購與私募股權協會出版，2012 年 7 月。

4、林惠卿，借殼上市法律問題之研究，東吳大學法律學系研究所碩士論文，2000 年。

5、程守貞，陸資來台投資之沿革及特色，投資台灣 - 陸資來台面面觀，台灣併購與私募股權協會出版，2012 年 7 月。

6、藍濤亞洲，台灣借殼上市之探討，投資台灣 - 陸資來台面面觀，台灣併購與私募

股權協會出版，2012年7月。

二、英文文獻

(一) 專書

1、David N.Feldman，Reverse Mergers and Other Alternatives To Traditional Ipos，2009。

(二) 期刊

1、Aden R.Pavkov，Ghouls And Godsend's? A Critique Of Reverse Merger Policy，Berkeley Business Law Journal Fall，2006。

2、David N.Feldman，comments on seasoning of reverse merger companies before Uplisting to National Securities Exchanges，Harvard Business Law Review，2012。

3、David N.Feldman，Reverse Mergers + Pipes: The New Small-Cap Ipo Reprinted and Updated From Pipes: Revised and Updated Edition--A Guide To Private Investments In Public Equity，Business Law Brief (Am.U.)，2007。