

# 「借殼上市」財務及法規範之研究

洪秀芬\*、黃君葆\*\*

## 目 次

一、研究動機與目的	五、借殼上市行為所涉及之相關法令的探討
二、借殼上市的興起	(一)股票申請上市之規範
(一)上市優點	(二)委託書制度
(二)上市條件及流程	(三)股權變動之規範
(三)借殼上市形成因素	(四)現金增資案的管理
(四)借殼上市後之重要措施及可能引發之弊端	(五)交叉持股的弊端與改善之道
三、借殼上市的方式	(六)股票設質融資的規範
(一)取得借殼目標公司之股東會委託書	(七)利益輸送之責任規範
(二)取得借殼目標公司原經營階層的支持	(八)人頭戶的法律問題
(三)取得借殼目標公司之股權	(九)落實並加強公司內部制衡機制
四、借殼上市前後財務變動狀況之分析	(十)落實並加強會計師的責任
(一)財務比率之選定及分析目的	(十一)其他
(二)財務比率比較方法	六、結論
(三)比較結果分析	
(四)小結	

\* 朝陽科技大學財務金融系專任副教授、東海大學法律學系兼任副教授。

\*\* 朝陽科技大學財務金融系講師。

## 一、研究動機與目的

借殼上市近來蔚為風潮，究其原因，乃企業透過收購上市公司股票，掌握上市公司經營權，以享上市後之優勢，比自己企業按部就班申請上市要來得迅速且容易。我們可以觀察到，大部份借殼上市者為營建業，這是因為證管會（已改名為證期會）對於營建業申請上市的要求條件相對於一般企業，較為嚴苛（註一），加上近幾年來，房地產不景氣，空屋率居高不下，營建業資金壓力龐大，為了快速募集資金，故轉以借殼上市的方式，期能藉由已上市公司的“殼”，順利辦理增資，取得大量低成本資金（註二）。而營運不佳、股價偏低的傳統工業如食品業、紡織業、造紙業等，通常容易成為被借殼的對象（註三），如此企業才可以用較少的成本，達到借殼的目的。

但八十七年下半年起，在亞洲金融風暴影響下，一連串大型借殼上市企業發生財務危機，如漢陽建設、新巨群、瑞聯建設、羅傑建設、廣三建設等，究其原因，乃部分借殼成功後之企業，在其所掌握之上市公司未辦理增資前，為疏解其為取得該上市公司已投注之資金壓力，往往質押其取得之股票，但若逢經濟不景氣，影響證券市場行情時，借殼企業為避免其質押之股票，因股價下跌，遭貸款銀行以擔保值不足，要求追繳擔保品，或甚至向其追索債權，會進而投入大量資金護盤，遂引起更大之資金壓力，在惡性循環下，終至引發接二連三的跳票、違約交割事件，證諸多起企業財務危機事件，即循此一模式發生。此外，有部份借殼成功後之企業，因募集資金管道增加，遂利用業績灌水、拉抬股價、擴充股本、股票質押的方式，得到大筆資金，再將取得之資金放在炒作股票之金錢遊戲上，而非用來擴展公司之業務規模，在遇經濟不景氣時，亦如上述，形成惡性循環，

---

（註一）參見「台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」。

（註二）參見李明榮，淺談營建業「借殼上市風」，實用稅務，民國八十七年十一月，頁六八至七一；余尚武/楊政麟，台灣企業借殼上市之經濟行為與股價報酬之關係，經濟情勢暨評論，民國八十六年十一月，第三卷第三期，頁二〇七至二〇八；吳克昌，集中交易市場「借殼上市」之探討，證交資料，民國八十八年十二月，第四五二期，頁十一。

（註三）同上註。

導致公司財務發生危機（註四）。

有鑑於借殼上市之相關企業接連發生財務危機，引起社會各界對借殼上市之策略運用及政府事先有無把關機制的熱烈討論，連帶也使存在多時之企業資訊揭露、股票質押、企業交叉持股、內線交易、不法操縱市場等問題一一浮現，並引起矚目，是故乃思對此一現象深入研究。

本研究從財務及法律層面來觀察此種購併行動。在財務方面，針對借殼公司及被借殼公司的財務狀況、經營績效以及股價變動等方面，來分析借殼上市所造成的影響；在法律層面，分析現行法令規範之利弊得失，並參考其他國家之相關法令。透過此研究，期能對政府未來之修法提出建議，並使此一附有特殊目的之企業併購現象能有合適之規範機制，以維護投資人之權益。

## 二、借殼上市的興起

為何近幾年來在未上市公司間，尤其是營建業類公司，吹起一股「借殼上市風」（註五）？要追究其興起之原因，則首先要了解企業上市後之優勢及探究企業不尋正常管道申請上市之因素，之後方能掌握此行為興起之緣由及可能產生之弊端。

### （一）上市優點

公司股票上市之目的，不但可提高公司知名度，增加公司籌資管道，而且可以促進股票流動性，提高公司股東投資之變現性。歸納股票上市優點，可從公司層面、股東層面、社會層面等三方面來加以說明：

---

（註 四） 參見吳克昌，前引註 2，頁十三；高禎祥/陳永明，董事、監察人持股與經營權影響之研究（上），證券公會雙月刊，民國八十九年九月二十五日，第二十八期，頁三七至三八、五八至五九之附表。

（註 五） 參見李明英，前引註 2。

## 1.公司層面

公司股票上市後，可提高公司知名度與形象，使投資人知道該公司之存在，有如免費的宣傳廣告；上市公司透過發行證券來籌資，會較未上市公司來的容易順利，而且面對銀行融資時，有較佳的議價能力；上市公司較容易取得長期資金，所以財務結構會較健全，而且也較具有競爭力（註六）。

## 2.股東層面

股東持股轉讓容易，易實現資本利得；公司財務、業務資訊公開，對股東有保障；上市公司股權分散，可避免少數大股東對公司之過度干預；股東可質押上市公司股票，融資方便（註七）。

## 3.社會層面

公司股票上市後，知名度提高，長期資金取得容易，可增加公司國際競爭力，又因上市後，股權分散，企業發展之利可讓更多人共享，是故國民經濟得以發展（註八）；公司上市後，企業資訊透明化，相關主管機關及市場自律組織可對其進行較周密之監督管理，避免公司產生弊端（註九）；上市公司可配合政府產業政策需要，進行改造；公司股票上市後，促使資本大眾化，可因此結合大眾投資人、專業法人投資機構及工商媒體之投資研究，促進證券市場達到完全效率市場之目標（註一〇）。

## (二)上市條件及流程

依「台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」規定，股票上市

---

（註六）參見葉匡時/黃振聰/劉韻僖/彭信衡，公司上市的原因與上市過程的組織變革，管理評論，民國八十五年七月，第十五卷第一期，頁二一至二四；陳春山，證券交易法論，民國八十九年九月五版，頁二八一。

（註七）同上註。

（註八）參見高禎祥/陳永明，前引註4，頁三五。

（註九）例如台灣證券交易所即訂定有對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序的規定。

（註一〇）參見高禎祥/陳永明，前引註4，頁三六。

條件，乃從公司設立年限、公司實收資本額、公司獲利能力、公司股權分散等方面來加以規範（註一一），除此之外，尚須無不宜上市之情事（註一二）。至於公司上市流程，依證交所之上市作業程序規定，公司申請上市前，原則上應經二年輔導期，及嚴格的審議過程（註一三）。故公司股票欲上市，須歷經漫長時間及繁瑣程序後方能達成。

### （三）借殼上市形成因素

所謂「借殼上市」，是指還未具股票上市資格的公司，藉由取得上市公司經營權，再將自己公司業務陸續移轉給該上市公司，以達到實質上市目的，亦即借用上市公司之「殼」來達成上市，以便能享有上市後之好處。

企業為何不按部就班來申請上市，而要借用其他上市公司之殼來達成上市？究其原因，在於股票上市，如前述，除須符合相關基本條件外，尚須歷經漫長繁瑣程序方能達成，公司為能迅速上市，以享有上市後之優勢，因而藉此方式來達到目的。

在評析眾多借殼上市案，可發現借殼投資公司一般以營建業類居多，例如宏國建設、百年建設、廣三建設、僑泰建設、林肯建設、瑞聯集團、漢陽建設、羅傑建設、三功集團、新巨群建設等（註一四），而被借殼上市之目標公司則多為食品類及紡織類，例如達永興實業、新燕紡織、民興紡織、皇帝龍纖維、大魯閣紡織、台芳食品、聯成食品、順大裕食品、尚德食品等（註一五）。為何借殼投資者多為營建類公司？此乃因為國內近幾年來房地產不景氣，建商仰賴銀行融資程度越來越高，為了避免被利息拖垮，「資本大眾化」遂成為取得低成本資金的最佳選擇（註一六），而營建公司為能迅速上市以方便其企業籌資、擴大投資規模並利

（註一一） 「台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」第四條。

（註一二） 「台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」第九、十八、十九條。

（註一三） 參見「台灣證券交易所股份有限公司審查有價證券上市作業程序」。

（註一四） 參見洪裕勝/蔡佳容，被未上市營建業購併之上市目標公司其購併宣告對股價影響之研究，台灣土地金融季刊，民國八十八年九月，第三十六卷第三期，頁一四二；李明榮，前引註二，頁七一。

（註一五） 參見吳克昌，余尚武/楊政麟，前引註2。

（註一六） 建商經營不善時有所聞，加上其產品風險之特殊性，台灣證券交易所乃於民國八十

於公司財務操作，乃透過借殼上市方式來達到目的（註一七）。而被借殼之目標公司通常鎖定為股本小、有土地資產（註一八）、董監事持股不高，或經營狀況不佳（註一九），原經營階層無意繼續經營者（註二〇），具有此些特性，以食品類及紡織類公司較多（註二一），故成為被借殼之主要對象。

#### （四）借殼上市後之重要措施及可能引發之弊端（註二二）

企業借殼上市後，若其所借殼目標公司的章程中未包括新經營者之原營業項目，例如瑞聯集團借殼皇帝龍纖維，此時基於公司法第十五條第一項規定，就必須先修改上市公司章程，變更或增加營業項目，以便借殼者能利用新身分繼續原營業項目。

此外，從眾多案例中可知，很多借殼案在成功後，新經營者隨即辦理現金增資以便取得大眾資金，但在募集資金後，其資金之利用卻和原先申報之資金用途不符，增資取得之資金常有被用來迂迴買賣被借殼上市公司之股票。通常做法，先讓資金流入該被借殼上市公司的子公司，再透過子公司買進母公司股票，產生所謂「母子公司交叉持股」現象，以便炒高母公司股價，新經營者再用該上市公司股票向金融機構質押借款，便可取得較高貸款額度，取得之貸款便可繼續投入買賣該公司股票，但此種高槓桿的融資方式，在經濟繁榮時，極易形成股市泡沫，而在景氣不好股市退燒時，高股價維持困難，則易造成公司財務危機，因為一旦

---

七年修改有價證券上市審查準則，對營建公司訂定比一般企業更嚴格的上市標準，除了須符合一般上市審查準則外，還必須符合超過八個會計年度之設立時間，五億元以上之實收資本額，盈餘淨值須達資產總額 30%以上等條件。比較「台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」第四條及第十六條規定中一般公司與營建類公司上市條件之差異性。

（註一七） 參見洪裕勝/蔡佳容，前引註 14，頁一四二至一四四。

（註一八） 例如民國八十五年被借殼之民興紡織、順大裕食品。

（註一九） 例如民國八十四年被借殼之國揚實業，八十五年被借殼之麗正電子、順大裕食品、新燕紡織，八十六年被借殼之裕豐紗廠。

（註二〇） 例如民國八十三年被借殼之廣宇科技，八十五年被借殼之寶祥實業。

（註二一） 參見余尚武/楊政麟，吳克昌，前引註 2。

（註二二） 參見吳克昌，前引註 2，頁十一至十三。

股價下跌，當事人為避免質押股票被金融機構斷頭賣出，只好繼續投入資金買股以維持股價，也因而容易引發挪用公司資產來買股護盤之情事。再者，資金流入子公司後，新經營者也可將取得之被借殼公司股票陸續用高價轉售予子公司來套取該被借殼公司之現金，而子公司所買進之母公司股票又可用來穩固經營權。

有些財務危機則是出現在借殼成功後，但所掌握之借殼目標公司還未能辦理現金增資時。借殼投資公司常會為了疏解其為取得借殼目標公司股票已投注之資金壓力，而去質押所取得之股票，一旦遇到經濟不景氣，影響證券市場行情時，借殼企業為避免其質押之股票被斷頭，亦如前段所述，會進而投入大量資金護盤維持股價，而引起更大之資金壓力，在惡性循環下，終至引發接二連三的跳票、違約交割事件。

借殼上市後容易引發之另一弊端為，新經營者和其關係人與被借殼目標公司從事非常規交易來圖利新經營者，而損害到借殼目標公司債權人及其他股東之權益，例如營建公司借殼上市後，將其套牢之營建案高價出售給被借殼之目標公司，或將被借殼公司的資產賤賣給自己或關係人，而掏空被借殼公司的資產。此外，許多借殼上市案，借殼公司並非看上被借殼公司的業務與績效，因而對原被借殼公司所經營之業務不熟稔而造成傷害，也影響到借殼目標公司員工工作權，即使對被借殼公司的原有業務有興趣經營，亦有可能因借殼之投資公司的高槓桿財務操作方式，而使被借殼之目標公司陷入財務危機。

### 三、借殼上市的方式

為達成借殼上市，須先取得借殼目標公司之經營權，而經營權之取得大致可透過下列方式達成：

#### (一)取得借殼目標公司之股東會委託書

股東會委託書（註二三）乃受託人有權代理出席股東會行使表決權之證明文

---

（註二三）依照公司法第一七七條第一項規定，委託書有以下特點：由授權股東所出具之書面；由公司所印發；載明授權範圍；授權期間限於一會期。

書，在近幾年來，委託書常成為公司經營權爭奪之工具（註二四）。公司經營權之爭奪，傳統上是以持股多寡來決定董、監席次多寡，但收購股權須較多資金，從成本上考量，若改以收購委託書來取得表決權之支持，成為董事入主經營，則花費低廉許多（註二五）。故在資金不夠充裕的情況下，借殼者可透過股東會委託書之取得，在借殼目標公司之股東會上，藉由董事改選而取得經營權。但在「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」（註二六）明確禁止委託書收購行為後（註二七），股東已失去誘因交出委託書讓徵求人代為行使表決權，所以委託書之徵求日益困難（註二八），因此純粹想用委託書來取得經營權之方式已較不可能達到目的。

## （二）取得借殼目標公司原經營階層的支持

欲借殼之投資企業，在和借殼目標公司原經營階層協商後，取得對方支持而成為新經營者。但此方式，因新經營者一開始持股有限，在入主後仍須陸續補進持股，以免將來經營權生變（註二九）。

## （三）取得借殼目標公司之股權

以取得借殼目標公司股權來達成借殼上市者，又可分為直接取得及間接取得

---

（註二四） 高企銀行在民國八十四年所改選之董監事，即係以收購委託書方式來取得經營權，相關發展，參見陳美玲，從外場派到內場派－處理高企銀行個案經驗談，月旦法學雜誌，一九九七年七月，第二十六期，頁五七至五九。

（註二五） 參見陳春山，前引註六，頁九四。

（註二六） 證券交易法第二十五條之一第一項授權予證期會所制定之規則。

（註二七） 由於有心人士以收購委託書來爭奪公司經營權，嚴重扭曲委託書之功能，造成股東會機能不彰及公司無法穩定經營，為此，證期會在聽取學者專家意見並參酌外國立法例後，於民國八十五年大幅修正「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」，增訂禁止收購委託書，以匡投資大眾對委託書之不正確觀念，參見賴源河，證券管理法規，民國八十七年九月增修訂二版，頁一一九至一二〇。

（註二八） 參見高禎祥/陳永明，前引註4，頁四五。

（註二九） 通常當上市公司經營狀況不佳，造成原經營階層無意繼續經營時，借殼企業可透過此方式，迅速達到目的。參見吳克昌，前引註2，頁十一。

股權兩種方式：

### 1.直接取得股權方式

所謂直接取得股權，是指借殼者直接在集中市場或者透過公開收購（註三〇）方式購買該借殼目標公司股票，以便取得公司經營權，其中之公開收購方式，實務上並不多見，直接從集中市場取得股權，則為最普遍傳統的方式。借殼者在集中市場買進持股時，若已事先和借殼目標公司原經營者取得協議，則借殼者可在短時間內密集的從市場上買進借殼目標公司股票，而且股權取得過程中股價不致上漲太多（註三一），但是如果未事先獲得協議，則可能需要長時間慢慢買進，以避免股價急遽上漲（註三二）。此外，若事先雙方未取得協議時，還可能面臨借殼目標公司原經營者之強烈抵抗（註三三）。

### 2.間接取得股權方式

間接取得公司股權，則是指欲借殼之投資企業並未直接取得借殼目標公司股權，而是透過取得持有該目標公司股份之公司的股權，來間接達到控制目標公司的目的。此種方式，因無須在集中市場買進目標公司股票，所以成本低且容易控制，也比較不會引人注意（註三四），是頗常被使用的方式。而持有借殼目標公司股份者，可能是借殼目標公司的控股公司，但也可能是借殼目標公司的子公司。

---

（註三〇）所謂公開收購是指不經由集中市場、店頭市場，對不特定人以公告、廣告、廣播、電傳資訊、信函、電話、發表會、說明會或其他方式購買有價證券之行為，其須依證期會制定之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」先申請核准後方能進行。在國外此方式之應用頗為常見，但在國內目前僅有一個收購案完成，乃中華開發在民國九十年五月間公開收購大華證券股票。

（註三一）參見余尚武/楊政麟，前引註2，頁二〇八。

（註三二）參見吳克昌，前引註2，頁十。

（註三三）例如僑泰建設民國八十五年借殼民興紡織一案，即引起民興紡織原經營者激烈的對抗。相關內容，參見陳志雄，公司經營權爭奪之相關法律問題，月旦法學雜誌，一九九七年七月，第二十六期，頁五一至五二。

（註三四）直接在集中市場買進上市公司股票者，依證券交易法第四十三條之一第一項規定有申報公告之義務，會造成計畫提早曝光，相關問題見後述。

目前企業界基於節稅或財務槓桿原因，上市公司董監事或大股東大多傾向於將個人持有股票轉移到自己所能完全控制的投資公司中，由該投資公司取得上市公司大部份股權，並以投資公司名義取得上市公司董事監察人席位，再由投資公司指派自己或關係人為法人代表人，來實際掌握上市公司經營權，所以若能取得該投資公司的控制權，再以改派法人代表人方式，由借殼者之成員擔任代表人，則亦能取得上市公司經營權（註三五）。

另外，為了鞏固公司經營權，公司董監事常利用公司轉投資，成立子公司，由子公司取得母公司股份，形成所謂母子公司「交叉持股」現象，而子公司取得母公司股份所增加之表決權，董監事得藉以控制母公司股東會，來確保其經營權（註三六），所以借殼者亦能透過取得目標公司之子公司的控制權，進而藉由子公司所持有之目標公司股份，來獲取相當席次的目標公司董監事席位，而達成入主目標公司之目的（註三七）。

## 四、借殼上市前後財務變動狀況之分析

### （一）財務比率之選定及分析目的

本研究針對借殼上市案例中目標公司之財務比率進行觀察分析，觀察目標公司被借殼前、後、至今（89年6月）之財務績效變化，進而分析其原因，財務資料取自臺灣經濟新報資料庫（註三八）。

在財務比率的選擇上，本研究針對目標公司在借殼事件前後及最近一期之短期週轉能力及經營能力、償債能力、獲利能力、及財務結構進行分析，由於本研究對象多屬傳統產業，其資產投資報酬率及成長率已非關注重點，故未列入。各項財務比率之公式及說明請詳下表（表一）。

（註三五） 參見吳克昌，前引註2，頁十。

（註三六） 參見廖大穎，論交叉持股制度—另類的財務操作與企業結合，月旦法學雜誌，一九九九年二月，第四十五期，頁九二至九四；高禎祥/陳永明，前引註4，頁四三。

（註三七） 參見吳克昌，前引註2，頁十。

（註三八） 參見台灣經濟新報資料庫。

表一、財務比率說明表

觀察重點	比率名稱	計算公式	說明
短期週轉能力	1.流動比率 2.存貨週轉率	1.流動資產／流動負債 2.銷貨成本／平均存貨	1.觀察公司之短期資金週轉能力 2.觀察公司存貨之流動性及資金滯留於存貨上之壓力
償債能力	3.利息費用率 4.利息保障倍數	3.利息費用／銷貨淨額 4.稅後淨利／稅後利息費用	觀察公司之債務壓力及其償債能力
獲利能力	5.營業利潤率 6.稅後淨利率	5.未計入營業外收支之營業利潤／銷貨淨額 6.稅後淨利／銷貨淨額	5.觀察公司之本業獲利能力 6.觀察公司計入業外收支及所得稅後之獲利能力
財務結構	7.負債比率 8.流動負債	7.總負債／總資產 8.流動負債／總資產	觀察公司財務結構，7、8 比率合併觀察可見負債中，流動負債之比重，進而知其資金需求之迫切性。

## (二)財務比率比較方法：

以借殼上市前 3 年、後 3 年及最近一期目標公司之財務比率作比較，以前 3 年之財務比率平均值作為基數，再比較後 3 年（含借殼當年度）平均值及最近期之財務比率。在計算比率以前，為降低財務比率因產業或經濟因素造成之影響，先利用同業財務比率平均值調整各公司之財務比率，同業比率以相同產業內所有公司之財務比率去除異常值後平均而得。Vander Venet (1996) (註三九) 在其比較銀行購併前後營運績效之研究中，將樣本公司之財務比率扣除同業比率作為調整後之財務比率，然而，本研究認為二數相減，僅能求得一絕對數值，非相對比例，在比較不同年度之績效時易誤導分析結果。例如：A 產業中之產業平均流動

(註三九) Vander Venet, R. 1996, The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions, Journal of Banking & Finance 20, P. 1531-1558.

比率於 X1 及 X2 年分別為 120%、180%，而 A 產業中之 b 公司 X1、X2 年之流動比率為 150%、210%，如果以 Vander Venet 的方法計算，則 X1 及 X2 年下 b 公司調整後之流動比率為 30%、30% 未有改善或惡化；然而如採本文所建議之相對比例法，將 b 公司之比率除以產業平均，則 X1、X2 年下 b 公司之調整後流動比率則由 1.25 降為 1.166 屬於惡化，可見相對比例所反映出來才是 b 公司在無產業經濟因素影響下之實際績效，故採用之。然而，對於利息保障倍數、稅後淨利率及未加計營業外收支之營業利潤率，本研究則利用扣除法來調整產業經濟因素，因為該項比率常有負數值出現，如以比例法易有正負值之矛盾或負負抵銷之結果，為方便比較，故採扣除同業平均方式作為調整產業因素後之財務比率。

### (三)比較結果分析

如表二及表三所示，大多數目標公司之各項財務比率在借殼上市事件後均呈現惡化，其原因將於稍後配合投資公司借殼上市後之行為觀察一併分析；首先針對在借殼事件後之財務績效稍有改善之少數公司，分析其原因如下：

- 1、大魯閣、三晃及大業在借殼上市後改善了流動比率，但同時卻惡化了負債比率，可見公司有以債養債，就是以長期負債交換短期負債，暫時延緩短期資金之迫切需求。
- 2、順大裕於事件後，流動比率及負債比率皆改善了，但利息費用及利息保障倍數皆惡化，可見其借殼事件後之增資行為確實疏解了財務壓力，但由於被轉入之建案銷售不佳，造成存貨週轉率及獲利能力下降。
- 3、林三號及達永興二者皆屬較早期之被借殼案例，其事件發生於民國八十三年，雖然近十年來房地產漸走下坡，但民國八十三至八十五年間，營建業者仍有巨大的獲利空間，而一般民眾存有置產保值之觀念，直至近幾年受到空屋率過高及房價持續下跌，建商及社會大眾才漸漸警覺到這個供過於求市場存在的危機。因此林三號及達永興在借款上市後財務績效明顯改善，可見借殼時機亦是影響目標公司財務績效的因素之一。但至近期有些財務比率顯出惡化情形，尤其林三號受宏國集團財務困難拖累，股價及形象皆受到嚴重影響。
- 4、民興紡織在被僑泰建設入主之前，於六年內已有三次易主經驗，亦因多次易主，造成歷年嚴重虧損，僑泰入主後即申請辦理增資，並移轉銷售率佳之建案給民興紡織，因此民興在借殼事件後三年之間，財務及營運績效有較佳

表現，然民興董事長在民國八十九年因私交為地雷股護盤之動作，造成公司業外損失過大，是淨利率惡化及最近期財務困難的主要原因。

除了上述公司以外，大多數的目標公司在借殼上市之後不論在短期週轉能力及經營能力、償債能力、獲利能力、或財務結構上，皆呈下滑趨勢，足見營建業之入主的確對目標公司造成負面影響，我們可以透過表四將其原因分類為二：

#### 1、營建業不景氣拖垮目標公司經營績效

從表四可見幾乎所有投資公司在借殼之後都將營建業注入目標公司，其中有的目的是為了炒作股價，將業績佳的建案轉至目標公司；有些則是為了為本公司解套，將建案賣給目標公司，由目標公司承擔其業務及資金的壓力。根據營建署的統計資料，自民國八十年至八十六年之間營造廠商家數由近三千家增至近八千家，成長幅度 167%；同時營建業的總營業收入僅由 91,026 千萬元增至 131,200 千萬元，成長幅度為 44%，競爭激烈且利潤大幅被稀釋，加上房價在此時段之間呈不景氣狀態，營建業的經營如雪上加霜，而被注入建案的目標公司自然難逃此劫。

#### 2、投資公司借殼動機不良

從表四我們彙整出投資公司趨於一致的行為模式，大部分的目標公司在借殼事件後皆在一至二年之間即辦理增資，經查少數未辦理增資的公司不是因為提出申請被拒絕，就是因為經濟不景氣股價太低而撤回增資案。可見投資公司明顯的財務動機，如同前述，增資確實暫時疏解了目標公司的財務結構，然而長年的房地產不景氣仍造成龐大資金壓力，投資公司只好經由質押股票融資，護盤動作隨之而起，在股票市場表現不佳的時後，即爆發一連串的公司資產被掏空、跳票、違約交割的財務危機事件。

表二、借殼上市前、後 3 年目標公司之財務比率比較

	流動比率	存貨週轉率	營業活動現金流量／銷售淨額	利息費用／銷售淨額	利息保障倍數	營業利潤率	稅後淨利率	負債比率	流動負債／總資產
順大裕	+	-	-	-	-	-	-	+	+
台芳	-	-	-	-	-	-	-	-	-
聯成食品	-	-	+	-	-	-	-	-	-
普大	-	-	+	+	-	-	-	+	+
民興	+	-	-	+	+	+	+	+	-
新燕		-	-	-	+	+	-	-	-
太魯閣	+	-	-	-	+	+	+	-	-
達永興	+	-	-	+	+	+	+	+	+
瑞圓	-	+	+	-	+	-	-	-	-
三晃	+	-	-	-	-	-	-	-	-
國寶磁	-	-	-	-	+	-	-	-	-
亞瑟	-	-	+	-	-	-	-	-	-
廣宇	-	-	-	-	-	-	-	-	-
國揚	-	+	-	-	-	-	-	-	-
全坤興	-	-	-	-	-	-	-	+	+
寶祥	-	+	+	-	-	+	-	-	-
林三號	+	-	-	+	+	+	+	+	+
大業	+	-	-	-	-	-	-	-	-
改善家數	7	3	5	4	7	6	4	6	5
惡化家數	11	15	13	14	11	12	14	12	13

註：“+”表後 3 年之表現優於前 3 年，“-”表後 3 年之表現遜於前 3 年。

表三、借殼上市前 3 年及最近一期目標公司之財務比率比較

	流動比率	存貨週轉率	營業活動現金流量/銷售淨額	利息費用/銷售淨額	利息保障倍數	營業利潤率	稅後淨利率	負債比率	流動負債/總資產
順大裕	+	-	-	-	-	-	-	+	+
台芳	-	-	+	-	-	-	-	-	-
聯成食品	-	-	-	-	-	-	-	-	-
普大	+	-	+	+	+	+	-	-	-
民興	-	-	+	-	-	+	-	-	-
新燕	-	-	+	-	-	-	-	-	-
太魯閣	+	-	+	-	+	+	+	-	-
達永興	+	-	+	-	+	+	-	-	-
瑞圓	-	+	+	-	+	-	-	-	-
三晃	-	-	+	-	-	-	-	-	-
國賓磁	+	-	-	-	+	-	-	-	-
亞瑟	-	-	-	-	-	-	-	-	-
廣宇	+	-	+	-	-	-	-	+	-
國揚	-	+	+	-	-	-	+	-	-
全坤興	-	-	-	-	+	+	+	-	-
寶祥	-	-	+	-	-	-	+	-	-
林三號	+	+	+	-	+	-	-	+	+
大業	+	-	+	+	-	+	-	-	-
改善家數	8	3	13	2	7	6	4	3	2
惡化家數	10	15	5	16	11	12	14	15	16

註：“+”表最近期（89.06）之表現優於前 3 年，

“-”表最近期之表現遜於前 3 年。

表四、投資公司對於目標公司之行為觀察（註四〇）

借殼公司	被借殼公司	入主日期	入主後二年內辦理現金增資日期	是否注入營建業收入	備註
廣三	順大裕	85.11	86.7.2	是	
新巨群	台芳	86.12	87.6	是	
羅傑	聯成食品	87.3	無	是	
新巨群	普大	86.12	86.10	是	轉投資營建業 85,86 年
僑泰	民興	85.6	86.9	是	
百年	新燕	85.11	86.5	是	
三功	太魯閣	86.3	無	是	
海山	達永興	83	84.10	是	轉投資海山 86 年
瑞聯	瑞圓	86.4	無	是	
鄉林	三晃	86.11	86 下半年	是	
擎碧	國賓磁	86.7	無	是	87 年易主，百年建設接手。
新巨群	亞瑟	86.2	86.4	是	
漢陽	廣宇	83	83.1	否	
漢陽	國揚	84.1	85.7	是	
林肯	全坤興	83.6	86.11	是	
富隆	寶祥	85.9	86.3	是	與東企交叉持股，88 變更現增用途於償債
宏國	林三號	83.9	84.5	是	
宏福	大業	85.6	86.9	是	

資料來源：證期會館內所提供之公開說明書，證期會線上整合資料庫。

#### (四)小結

觀察營建業借殼上市之投資公司的行為模式及目標公司於借殼前後之財務

（註四〇） 資料整理自證期會線上資料庫及各公司之公開說明書。

績效，可以得到以下結論：

- 1、借殼上市大多數目標公司之財務績效趨於惡化。
- 2、雖然許多投資公司美其借殼動機為多角化經營、或改善目標公司之經營績效，但觀其行為模式及其對目標公司造成的之財務結構影響，可推論投資公司的借殼動機主要仍為財務目的。
- 3、從少數較早被借殼之目標公司財務績效稍有改善可見，借殼時機可能影響目標公司之財務績效，景氣好時借殼上市，增資行為能使目標公司之財務結構改善。
- 4、投資公司的借殼動機嚴重影響目標公司之財務績效及股價，投資公司投機式的護盤、掏空公司資產、利用目標公司的資產圖利私人或投資公司等行為，實質上拖累目標公司之財務結構，而在行為曝光後，亦嚴重衝擊目標公司之營運績效及股價。

## 五、借殼上市行為所涉及之相關法令的探討

### (一)股票申請上市之規範

股票上市係指依證券交易法公開發行股票公司（註四一），向證券交易所（以下簡稱證交所）申請其股票得在證交所所開設之集中交易市場掛牌買賣之審核程序。依證券交易法第一百三十九條第一項規定，股票發行公司得自由決定是否申請股票上市，一旦公司決定股票申請上市買賣，則須先通過證交所之審核程序後，方能與證交所訂立上市契約，在上市契約報經財政部證期會核准後，股票即可在集中交易市場掛牌買賣（證券交易法第一百四十一條、一百四十二條）。而證交所應訂定有價證券上市審查準則及上市契約準則以供審核有價證券上市之依據。

---

（註四一）依證券交易法第四十二條第一項規定，從未辦理公開發行之公司，須先補辦公開發行後，始得申請上市或於店頭市場買賣。

依「台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」規定，申請股票上市之發行公司，須在公司設立年限、公司實收資本額、公司獲利能力、公司股權分散等條件符合規定，且無不宜上市情形者，方有可能通過證交所之審核而使股票上市買賣。至於申請上市的流程，依證交所之上市作業程序規定，公司申請上市前，原則上應經二年輔導期，及嚴格的審議過程。有鑒於股票上市之門檻要求，及上市須歷經漫長時間及繁瑣程序後方能達成，一些急欲上市公司因時間因素、上市門檻因素，在短期內顯然又不易達成上市目的，乃另闢途徑，藉已上市公司之殼來迅速達到實質之上市，以便能享有上市後的好處，而利用此途徑者，以營建類之公司居多。在分析借殼上市原因時（註四二），發現營建類公司之所以採用「借殼上市」方式，乃為能迅速上市以實現其財務目的，民國八十七年以後，對營建公司的上市條件進一步要求更嚴格，依證券交易所上市審查規定，營建公司上市條件比一般公司要有較長的設立年限、較高的資本額、較好的獲利能力、較佳的財務結構，換言之，營建類公司之股票欲上市買賣比一般公司更困難，在比較上市時間及成本後，借殼上市似乎比正常管道上市較為容易，因此更可能造就未來借殼上市風潮，並可能引發附帶而來的高槓桿財務操作，而造成公司的財務危機。因此，對有價證券的上市法令及審核程序，似乎有必要加以檢討，讓各類公司皆願循正常管道上市。隨著公司經營型態及交易方式之日見複雜，上市條件及審查似乎可逐步放寬，改採資訊充分公開原則，由投資者自負對上市公司之評估，證交所則負責監督要求相關資訊應完全公開，使投資人可充分得到必要資訊以為投資判斷之依據，不但可將欲上市之公司導入正常管道來申請上市，且在縮短上市審查時程後，可讓審查人力做更有效之應用。因此，建議證期會與證交所對各產業之上市條件及輔導時間，按各產業特性加以重新分類制定，並隨時調整，以符合實際需求。至於對投資人的保障，則可從強制股票集中保管、上市公司的加強管理、降低下市困難度等方面來著手。

## （二）委託書制度

所謂委託書，乃公司股東不克出席股東大會，委託代理人出席股東會並代為行使股東表決權之證明文件。有關委託書之管理，原本只規範在公司法第一七七條，後來為了能對委託書之使用加強管理，遂於民國七十二年修改證券交易法時

---

（註四二） 見上述「借殼上市形成因素」之說明。

增訂第二十五條之一，授權證期會對公開發行股票公司委託書之使用予以限制、取締或管理（註四三），違反規定者，其表決權不予計算。證期會基此授權，制定了「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」，此規則已歷經多次修改。

委託書之使用，對現代大眾化公司之管理有其重要意義，尤其巨型企業股東人數眾多，股權分散，召集股東齊聚一堂開股東會並不容易，藉由委託書之徵求（註四四），由徵求人代理出席股東會行使表決權，可使股東會順利召開，達成對公司之管理（註四五）。但在實務運作上卻發生諸多問題，常見在委託書徵求使用過程中，徵求人藉收購委託書方式來爭奪公司經營權之案例，因此證期會在民國八十五年十二月修改委託書的使用規則，明文禁止委託書之收購行為，以防止有心人士利用收購委託書來介入公司經營（註四六）。

在借殼上市時所採用的以收購委託書方式來達成經營階層替換的方式，因委託書的使用規則業已修改，現在明文禁止收購委託書行為，所以民國八十六年之後，想要僅以使用委託書方式來達成入主公司取得經營權之情形，應不復多見。但證期會及證券市場相關自律組織仍應對投資人多加宣導委託書之重要性及其使用規範，以避免委託書被有心人士不當利用。

### （三）股權變動之規範

按為使股票發行公司、投資大眾及證券市場主管機關對公司股權變動及其對經營權可能之影響預作準備，故證券管理相關法規對公司股權變動情形之公開、公司董監事之持股數、董監事經理人等之持股轉讓方式、公開收購股權等方面均有規範，藉以落實股權變動之管理。在進行借殼上市行為時，因不論在事前或事後，借殼之投資公司都必須取得借殼目標公司相當數量的股權，所以與股權變動有關之規範在此有討論必要。以下即是對相關規範在借殼上市行為時之適用情形加以分析：

---

（註四三） 非屬公開發行股票公司之委託書則不受此條文之規範。

（註四四） 委託書之徵求，是指以公告、廣告、牌示、廣播、電視傳訊、信函、電話、發表會、說明會、拜訪、詢問等方式取得委託書之行為，參見「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」第三條第一項規定。

（註四五） 參見陳春山，前引註 6，頁九四。

（註四六） 參見前引註 27。

## 1. 公司股權變動情形之公開

為達成借殼上市，未上市之借殼企業須先取得目標公司經營權，而取得經營權之最主要方式即是取得目標公司相當數量之股份，以便能控制該目標公司，也因此常造成目標公司股權大量變動情形。為使公司股權變動情形能透明化，相關證券管理法規要求公開發行股票公司之股份取得人、轉讓人及公司本身對股權變動情形負有公開的義務。

### (1) 股份取得人之公開義務

依證券交易法第四十三條之一第一項規定：「任何人單獨或與他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過百分之十之股份者，應於取得後十日內，向主管機關申報其取得股份之目的，資金來源及主管機關所規定應行申報之事項；申報事項如有變動時，並隨時補正之。」，則公開發行股票公司之股份取得人在單獨或與他人共同取得超過百分之十之股份時，即有向證期會申報的義務。此規定目的在於使取得公司相當比例股份之人，負公開相關資訊之義務，使發行該股份之公司對股權變動所可能導致之經營權變動預作準備，並使投資大眾及證券主管機關知悉該股份取得事實，以了解公司經營權及股價可能產生的變化，來作為投資判斷及市場管理的參考（註四七）。就取得人應公開及申報之事項，證期會訂有「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報事項要點」，若有違反，依證券交易法第一七八條第一項第一款規定，即應科處行政罰鍰。是故，借殼上市之企業，在單獨或與他人共同取得目標公司超過百分之十之股份時，應依規定公告及向證期會申報（註四八）。

### (2) 股份轉讓人之公開義務

證券交易法對公開發行股票公司董事、監察人、經理人或持有公司股份超過股份總額百分之十之股東（以下簡稱此些人為公司內部人）的持股轉讓方式及持股變動公開訂有管理規範，此乃因公司內部人轉讓股權，會影響公司經營之穩

---

（註四七）參見賴英照，證券交易法逐條釋義第四冊，民國八十一年八月，頁二八九；王志成，我國企業併購法制之檢討與展望，集保月刊，民國八十八年七月，第六十八期，頁十三。

（註四八）但如此一來，可能會使借殼上市計畫案提早曝光，而造成當事人間的困擾。

定，並對投資人之權益造成影響，所以有必要加以管理。

關於持股轉讓方式，依照第二十二條之二第一項所列三款方式之一為之。第一款方式是向非特定人轉讓持股，即所謂「公開招募」的方式，依此方式轉讓持股時，應依照證期會所制定的「發行人募集與發行有價證券處理準則」當中的公開招募規定來進行，亦即在申報生效後方能向非特定人公開轉讓持股（註四九），若未經申報生效即進行公開招募者，依證券交易法第一七五條及第一七八條第一項第一款規定，分別有刑事及行政責任。此方式程序上較為繁瑣，實際上選擇依此方式出售持股者並不多見。第二款方式是透過交易市場轉讓持股，若每一交易日轉讓股數未超過一萬股者，不用申報，超過者須事先申報後方能轉讓，且有持股期間、每一交易日轉讓數量比例及轉讓期間的限制，違反規定未申報即轉讓者，依證券交易法第一七八條第一項第一款規定處以行政罰鍰。借殼上市案的目標公司為上市公司，當目標公司之經營者與借殼投資企業取得協議，將股權移轉與借殼者，其轉讓持股通常是依此款方式在集中交易市場進行，若內部人轉讓持股不想事先申報，以防交易計畫外洩，則其每一交易日轉讓股數不能超過一萬股，但借殼上市案所須轉讓股數通常有相當之數量，須大量轉讓股份，則交易時間可能耗時多日，若要速戰速決，則須注意此申報義務的規定，以免違法受罰。第三款方式是向證期會申報後，向符合資格之特定人轉讓，依照證期會規定，上市公司內部人轉讓股份予特定人時，其受讓特定人限定為以同一價格受讓之該發行股票公司全體員、工（註五〇），則在借殼上市案應無適用此方式之餘地。

關於內部人持股變動之公開，乃規定在證券交易法第二十五條，藉此使投資大眾及證券市場主管機關知悉公司重要人員之持股變動情形。依據第二十五條規定，內部人應於每月五日以前將上月份之持有股數變動情形向公司申報，股票有設質情形時，則應立即通知公司，違反規定者，依證券交易法第一七八條第一項第一款規定處以行政罰鍰。在借殼上市案，目標公司內部人之轉讓持股，亦如平常，有向公司申報義務，自不待言。此外，公司法第一九七條第二項亦規定，公司董事在任期中其股份有增減時，公司應向經濟部申報並公告。

（註四九）參照「發行人募集與發行有價證券處理準則」第五十二條以下條文。

（註五〇）89.4.11 台財證（三）第一一二一一八號函。

### (3)公司本身之公開義務

依據證券交易法第二十五條規定，公開發行股票公司應在每月十五日以前，將公司內部人上月份持有股數變動情形彙總後向證期會申報，必要時並須公告，若公司內部人股票有設質情形時，則公司於質權設定後五日內，將出質情形，向證期會申報並公告之。公司違反相關申報公告義務者，依證券交易法第一七八條第一項第一款規定處罰。

## 2.公司董事、監察人持股成數之規範

依證券交易法第二十六條規定，公開發行公司之全體董事及監察人二者所持有記名股票之股份總額，各不得少於公司已發行股份總額一定成數，而相關成數及查核規定則依照證期會被授權所制定的「公開發行公司董事、監察人股權成數及查核實施規則」辦理。本規定目的，在於使董事監察人持有一定之股份，使之對公司產生休戚相關，利害與共之觀念，以增進經營績效（註五一）。若持股成數不符合規定者，則依證券交易法第一七八條第一項第四款、第二項規定可連續處罰。

在借殼上市案，若借殼投資公司是藉由委託書或目標公司原經營階層之支持而取得經營權時，通常持有較少之目標公司股份，則應留意是否有違反第二十六條規定，以免持股過低遭受處罰，並可能造成經營權不穩定而引發糾紛。

此外，依公司法第一九七條第一項規定：「董事經選任後，應向主管機關申報其選任當時所持有之公司股份數額。在任期中不得轉讓其二分之一以上，超過二分之一時，其董事當然解任。」，因此，若借殼目標公司之董事轉讓持股超過二分之一時，其董事職位當然解任，而當董事缺額達三分之一時，依公司法第二百零一條規定，應即召集股東臨時會補選董事。通常，若借殼目標公司董事大量轉讓持股來讓借殼投資企業承接後，接續進行的即為召集股東臨時會改選董事，使借殼投資企業能接掌目標公司經營權，因而即使未達須補選董事程度，也會有召集股東臨時會來替換經營階層之舉動。

## 3.公開收購股權之規範

借殼投資企業可藉由公開收購股權方式來取得目標公司股權，而所謂公開收

---

（註五一）參見賴英照，前引註 47，第二冊，頁一六七。

購股權，係指不經由集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人以公告、廣告、廣播、電傳資訊、信函、電話、發表會、說明會或其他方式來購買股票之行為，依證券交易法第四十三條第二、三項規定，此收購方式須事先經證期會核准後，方得為之，但國內對此規範尚屬陌生。公開收購股權行為為各國法規所認許，在國外常被當作企業併購之手段，以此手段來取得或強化對某公司支配權，或使公司合併計畫能順利實施（註五二）。因其對公司經營權及股東權益影響重大，所以必須將公開收購相關資訊對目標公司及其股東揭露，依證期會制定之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」，收購人在進行收購行為時，須將收購價格、數量、期間及目的等予以公開，並通知股份欲被公開收購之發行公司，而被通知之公司則應通知其股東，並對股東提出此收購行為之建議。雖然國內此種行為尚不多見，但有鑒於國外企業併購經驗可能逐漸移植到台灣，對於公開收購股權行為之相關運作，主管當局應借鏡國外，訂定更周延之規範（註五三）。

#### 4.公平交易法之結合規範

公平交易法第六條第一項規定，當一事業持有或取得他事業之股份，達到他事業有表決權股份三分之一以上者，或能直接或間接控制他事業之業務經營或人事任免者，即為公平交易法所稱之「結合」。原則上事業可自由結合，但有公平交易法第十一條第一項規定情形時，則事業結合應先得到行政院公平交易委員會之許可，違反者，公平交易委員會得禁止其結合、限期命其分設事業、處分全部或部份股份、轉讓部份營業、免除擔任職務或為其他必要處分，而當事業違反公平交易委員會所作之處分者，公平交易委員會得命令事業解散、停止營業或勒令歇業。

借殼投資企業若預定在收購借殼目標公司股份後，持股達目標公司有表決權股份三分之一以上，且有公平交易法第十一條第一項規定情形時，即應先向公平交易委員會申請許可，若是透過公開收購股權方式來進行，則解釋上應先取得公平交易委員會之結合許可後，證期會方可核准其公開收購行為（註五四）。若借殼投資企業持有目標公司股份雖未達到三分之一以上，但預計其仍可在目標公司股

（註五二）參見陳春山，前引註 6，頁一〇三至一〇六。

（註五三）參見吳克昌，前引註 2，頁十四。

（註五四）參見王志成，前引註 47，頁十。

東會改選董監事時，掌握半數以上席次，則在改選後仍是符合「直接或間接控制他事業之業務經營或人事任免」的結合情形，然而此種狀況，借殼投資企業在股東會改選前實不能確定是否能掌控半數以上席次，則是否應在改選前就貿然向公平交易委員會提出結合申請，實有疑義，此仍須相關單位研究克服（註五五）。

#### 四)現金增資案的管理

借殼案成功後，新經營者通常隨即辦理現金增資以便取得大眾資金，此為企業取得資金最簡單且成本最低的方法，也是借殼上市的主因之一（註五六）。但許多案例顯示，在募集資金後其資金之利用卻和原先申報之資金用途不符，現金增資取得之資金常有被用來迂迴買賣被借殼上市公司股票，一方面可替新經營者為取得經營權所買入的股票解套，一方面可維護公司股價，以免股票質押借款因股價下跌而被「斷頭」（註五七）。有鑑於此，證期會對現金增資案之審核應嚴加管理，以保障投資人權益，因而證期會在「發行人募集與發行有價證券處理準則」第十二條第一項第三款第九目中特別規定，現金增資案申請年度及前二年度經營權發生重大變動，且在財務報告或財務預測上顯示有所列舉特定事項者，現金增資案應經證期會核准後，始得為之。該準則第八條第一項第一款亦規定，當現金增資案申報（請）年度及前二年度公司董事變動達二分之一，且其股東取得股份有違反證券交易法第四十三條之一者，證期會得退回或不核准該案。此外，證期會並要求現金增資公司對募集資金計畫、資金運用情形、預計可能產生效益及後續執行進度都必須確實揭露（註五八），以監控公司募集資金後資金之使用情形。對現金增資後資金之不當使用，有違反證券交易法第二十條第一、二項規定之虞，而有刑事責任，當事人不可不慎。

---

（註五五） 同上註。

（註五六） 參見本文四（三）中之表四。

（註五七） 參見吳克昌，前引註 2，頁十二；許振明，企業交叉持股與改善之道，證交資料，民國八十八年十二月，第四五二期，頁三；商業周刊第六六九期（2000.9.18）報導，「大股東五鬼搬運－全民買單」。

（註五八） 86.3.15 台財證（一）第一七九四六號函。

## 伍)交叉持股的弊端與改善之道

借殼上市後現金增資所取得之資金常有被用來迂迴買賣被借殼上市公司之股票。通常做法，先讓資金流入該被借殼上市公司所轉投資的子公司，再透過子公司買進母公司股票，產生所謂「交叉持股」現象（註五九），一方面可維護母公司股價，另方面子公司所買進之母公司股票又可用來穩固經營權（註六〇）。如前段所述，子公司買母公司股票，可為新經營者所買入的股票解套或藉此將股票高價轉售以套取目標公司之現金，並且在有股票質押借款情形時，又能維護股價，以免質押借款之股票因股價下跌而被「斷頭」，但此種財務操作方式，在遭逢景氣不好股市退燒時，容易引發母子公司財務危機（註六一），及產生掏空公司資產行為。而子公司所持有之母公司股票，可用來增加表決權，鞏固新經營者對公司的支配性，有效排除股東對公司的監控制衡，造成選任董監事機制及監督功能喪失，使持股偏低之董監事亦能擔任董監事。此外，藉由子公司買回母公司股票之操作模式，也容易發生內線交易及不法操縱市場股票交易行為（註六二）。

針對企業利用子公司買回母公司股票而可能引發弊端，此種情況不單只是存在於借殼上市公司，即使非借殼上市公司亦普遍存在此種財務操作模式，應如何改善其弊端，長久以來一直廣被討論。具體提出之建議有：交叉持股資訊應充分揭露並加強監控，使投資人了解公司彼此間交叉持股情形，以利投資判斷之參考（註六三）；嚴審交叉持股公司之現金增資案及其資金流向（註六四）；加強董事監察人善良管理人注意義務（註六五），對有不法行為之董事監察人追訴其法律責任；落實執行證券交易法第一五七條歸入權之行使（註六六）；修訂公司法第十三條規

（註五九）參見吳桂茂，實用稅務，民國八十八年一月，第二八九期，頁七七。

（註六〇）參見廖大穎，前引註 36，頁九十。

（註六一）參見下述之「股票設質融資的規範」。

（註六二）參見吳桂茂，前引註 59，頁七八。

（註六三）參見吳克昌，前引註 2，頁十五；吳桂茂，前引註 59，頁八十。

（註六四）參見許振明，前引註 57，頁八；廖大穎，前引註 36，頁九六。

（註六五）馮震宇，庫藏股是解決交叉持股的良方？，能力雜誌，一九九九年一月，頁九三。

（註六六）參見陳峰富，「強化證券管理，確保關係企業債權人之利益—兼論近年來若干關係企業之弊端與檢討」，律師雜誌，民國八十九年三月，第二四六期，頁七二、七七。

定，禁止公司轉投資於證券買賣為主之投資公司，以避免母公司資金流入子公司來從事股票炒作之用（註六七）；規範子公司購買母公司股票的程序與限制（註六八）；修訂公司法第一六七條規定，公司不得自行或透過從屬公司或相互投資公司將股份收回、收買或收為質物（註六九）；對交叉持股表決權之限制應要更嚴格，以目前公司法關係企業章之規定，相互投資公司之表決權不得超過被投資公司有表決權股份之三分之一（公司法第三六九條之十第一項），建議將此降到四分之一（註七〇）或五分之一（註七一），甚至規定當母公司持有子公司股份過半數時，子公司所持有母公司股份應無表決權（註七二），以避免利用交叉持股長期控制董事會；加強內部、外部制衡機制，例如賦予證期會行政調查權、加入公益董事監察人制度、加強內部稽核人員權責等（註七三）。以上所提之建議仍有繼續深論探究之必要。

## 六 股票設質融資的規範

從一連串借殼上市企業發生財務危機之事件中，可觀察到當事者運用高槓桿財務操作方式，使企業資金大量擴張，形成資產泡沫，隨著資產泡沫破滅，公司陷入困境，不但損害公司及股東權益，亦危及金融機構之安全，對金融機構穩定造成威脅。在相關事件中，可發現借殼上市企業常利用交叉持股炒作股價套利及股票質押借款方式來從事財務操作。其做法通常是，借殼上市後隨即辦理現金增資，取得大眾資金後，讓資金流入該被借殼上市公司所轉投資的子公司，再透過子公司買進母公司股票炒高股價套利，而所買進之高價股票因有較高擔保值，可用好條件向金融機構質押借款，取得之資金便可再繼續投入買賣公司股票，或者

---

（註六七）參見許振明，前引註 57，頁八；高禎祥/陳永明，前引註 4，頁三九。

（註六八）參見馮震宇，前引註 65。

（註六九）參見許振明，前引註 57，頁八；柯芳枝，公司法論，民國八十五年八月，頁二二三。

（註七〇）德國股份法第三二八條第一項規定，以四分之一為限。

（註七一）參見許振明，前引註 57，頁八。

（註七二）例如美國對母子公司交叉持股之規範，參見劉連煜，關係企業中子公司取得母公司股份及其表決權行使問題之研究，公司法理論與判決研究（一），民國八十四年元月出版，頁一〇一至一一〇。

（註七三）參見吳桂茂，前引註 59，頁八十至八一；許振明，前引註 57，頁八。

借殼投資公司為了疏解其為取得借殼目標公司股權已投注之資金壓力，也會將其所持有之目標公司股票拿去質押融資，並為了維持高股價，而繼續在市場上買賣股票。此種透過「買進股票→股票質押借款→取得資金→買進股票」的融資循環方式，在經濟繁榮時，形成股市泡沫，但在景氣不好股市退燒時，高股價維持困難，則易造成公司財務危機，因為當股價下跌時，質押之股票擔保值下降，當事人為免質押股票被斷頭，只好繼續投入資金買股以維持股價，而繼續買股所需資金，則須再質借來取得，一旦無法再質借，則可能引發挪用公司資產來護盤或安排非常規交易來讓公司承受虧損之情事，在護盤維持股價的惡性循環下，終至引發借殼集團及子公司跳票、違約交割事件，並一併拖垮借殼目標公司，對整體社會投資人及公司員工生計產生莫大的傷害。更甚者，亦拖累銀行及票券金融公司，造成金融機構逾期放款節節攀升，形成信用擠壓及銀行惜貸現象，並引發金融信心不足，而造成經濟失序（註七四）。

有鑑於一連串之股票設質融資所引發之財務危機，引起各界對此種融資方式之討論，有學者主張應禁止股票質押借款，但依據民法第九百條規定，只要是可讓與之債權及其他權利，都可以成為質權的標的物，是故股票設質融資應屬合法可容許之融資方式。但為避免股價波動影響擔保值而引發斷頭賣壓，形成上述之連鎖不良反應，因此對股票設質融資，金融機構應建立起健全的股票設質制度，對擔保品評價、股票質借成數、質借用途、持股設質上限、股票質押斷頭標準及銀行承作額度限制等定出規範。依學者建議（註七五），金融機構在承作股票質押貸款時，對股票擔保值不應純以股票市價作為評價依據，應將公司淨值同時列入參考，而承作之借款金額應不得超過淨值，以避免風險過高，此外，應限制整體金融體系對單一公司的股票質押股數不得超過該公司總發行股數一定比例，對於對股票質押之斷頭標準，當股票價格低於淨值時，不應只以股價作為斷頭依據，應對貸款人之償還債務能力或其他因素再評估，以免助長該股票之跌勢。若金融機構能建立完善合理之股票設質借貸標準，其才不會隨證券市場股價漲跌起舞，影響金融機構自身之穩定，而且也可使借款人較能從事長期的財務規劃，不會受到股價漲跌影響。

---

（註七四）參見吳桂茂，前引註 59，頁七六至七八；許振明，前引註 57，頁三至五；高禎祥/陳永明，前引註 4，頁三七至三八、四四。

（註七五）參見高禎祥/陳永明，前引註 4，頁三八至三九；許振明，前引註 57，頁八。

## (七)利益輸送之責任規範

常見之利益輸送方式為，將公司自有資金或公司出售資產所得資金，挪至轉投資成立之子公司，再以子公司名義陸續炒高母公司股價後高價買回母公司內部人或其關係人之持股，而掏空公司資產，或者和其他企業協議，互相購買對方股票，藉此炒作股價，謀取利益。此外，被借殼上市公司通常擁有大筆土地資產，而借殼上市者則以營建業居多，因此透過借殼目標公司買賣不動產方式亦可達成將利益輸送給借殼集團成員或其關係人，或者將業績佳之建案「利益反輸送」給借殼目標公司，造成股價上漲效應，以利炒作股價，謀取利益（註七六）。為避免公司內部人安排非常規交易來進行利益輸送，應對公司取得或處分重大資產及對公司資金流向用途訂定規範加以控管（註七七）。

上述行為，在刑事責任上，可能觸及刑法背信、內線交易、不法操縱股票交易市場及不法利益輸送等規範。對於不法操縱股票交易市場行為，證券交易法第一七一條規定，可處七年以下有期徒刑。而為了減少內線交易，在最近一次證券交易法之修正案（註七八）當中，特別將其最高刑責由二年有期徒刑提高至七年，以期能收嚇阻之效。至於不法利益輸送行為，亦在該次修正案當中增加規定，「以直接或間接方式，使公司為不利益之交易，且不合營業常規，致公司遭受損害者，可處七年以下有期徒刑」。這些規定的刑責不可謂不輕，但徒法不足以自行，如果不能落實執行，則無法有效遏阻犯罪，因此主管機關若能加強查緝，速審速結，將能減少利益輸送行為之發生（註七八）。此外，相關行為當事人依據證券交易法及公司法關係企業規範亦有民事賠償責任，研擬中之「投資人保護法」，將納入集體訴訟規定，有利於投資人之求償。

（註七六） 參見吳克昌，前引註 2，頁十二；李明奘，前引註 2，頁六九。

（註七七） 例如證期會訂有「上市公司資金貸與他人應注意事項」、「公開發行公司取得或處分資產處理要點」等規定。

（註七八） 證券交易法最近一次修正是在民國八十九年七月。

（註七八） 若能賦予證期會行政調查權，設置經濟犯罪專案法庭，應當能有效提升市場之管理及打擊犯罪，參見吳桂茂，前引註 59，頁八十。

## (八)人頭戶的法律問題

在證券市場上，普遍存有以人頭戶取得股權來規避證券主管機關管理，或用人頭戶來炒作股票及掏空公司資產行為，在借殼上市行為當中也存有此一現象，因此人頭戶的法律問題，亦是應探討的重點。為防杜人頭戶的浮濫使用，應建立對人頭戶的管理規範，如設立個人信用資料中心、限制個人開戶數、融資總歸戶、公司股東權行使資料之建檔、加強宣傳人頭戶可能涉及之民刑事責任、落實證券商對客戶的徵信、參考他國制度來制定對人頭戶限制、禁止買賣的規定等，以減少人頭戶的使用（註八〇）。

## (九)落實並加強公司內部制衡機制

公司監察人與內部稽核人員為公司內部之監督制衡機制，但從近年來一連串掏空公司資產所引發之人為財務危機，似乎顯示出公司內部制衡機制未能有效發揮監督的力量，因此如何改善加強其功能，遂成為現今公司管理的重要課題。監察人為股份有限公司必設之機關，負責監督公司業務之執行，其得隨時調查公司業務及財務狀況，查核簿冊文件，並得請董事會提出報告，在董事會執行業務有違反法令章程時，應即通知董事會停止其行為，但是在實務上，這些監察人應盡之監督責任卻未能有效被履行，究其原因，乃監察人與董事往往是屬於同一家族成員或集團法人代表，因此無法以公正超然的立場來為全體股東監督公司的經營，為了督促監察人能善盡職守，應對違法或未盡責之監察人課以相關之民事、刑事責任。此外，應研究如何加強公司內部稽核人員權責，使其能以獨立超然的態度來檢查評估內部控制的情況，有關內部稽核作業，證期會已制定「公開發行公司建立內部控制制度實施要點」以供遵循。除了現行已規範的內部制衡機制外，許多學者（註八一）大力提倡「公益董事、監察人制度」的建立，以提高對公

（註八〇）此問題有必要再進一步加以探討，相關問題之討論參考陳峰富，前引註 66，頁六七至七一；劉弟勇/蘇鴻奇，借殼上櫃公司股票交易情形與不法交易關聯性之研究，財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心八十八年度研究報告；吳克昌，前引註 2，頁十五至十六。

（註八一）參見余雪明主持，投資人保護法研討會（1）－公益（或獨立）董事制度之探討，月旦法學雜誌，一九九八年十一月，第四十二期，頁八八至九六；陳文河，上市公司

司經營之事前及事後監督，此建議可供有關當局參考研議。

## (十)落實並加強會計師的責任

會計師負責公司帳務的查核簽證，影響公司未來的籌資、投資計畫，因此在借殼上市後，公司新經營者通常會換上配合度較高的會計師來幫助新經營者順利推展相關工作（註八二），卻也因此容易造成公司外部控制上的缺失。有鑑於此，證期會應在必要時，抽查會計師查帳之工作底稿，以加強督促，防止缺失產生。對於會計師的疏失，應依相關規定對會計師加以處罰追究，以強化外部稽核的功能。按會計師行為違反法令時，應負一定之民事、刑事及行政責任。在民事責任方面，有證券交易法第三十二條、會計師法第十八條之損害賠償責任，或者如果會計師就公司財務報告與發行人共謀，而故意為不實簽證，亦應與發行人共同依證券交易法第二十條規定負連帶賠償責任。在刑事責任方面，有證券交易法第一七一條、第一七四條處罰規定。在行政責任方面，證券交易法分別在第三十七條第二項、第一七四條第二項規定，可對會計師為警告、停止二年以內辦理簽證、撤銷簽證之核准、停止執行簽證等處分，另外可依會計師法第四十條規定，對會計師予以警告、申誡、停止執行業務二月以上、二年以下或除名等處分。此外，為了強化會計師查核報告的公信力，應對會計師職業道德規範公報第二號所定「誠實、公正及獨立性」多加以宣導，並思考如何賦予會計師在執行業務時能有獨立超然的立場，又能同時保障其工作權（註八三）。

## (十一)其他

對於如何避免借殼上市所可能引發之弊端，亦可從營造不利借殼上市公司股票之交易環境來著手，譬如若上市公司股權過度集中、有非常規交易情形、重大資訊未揭露、公司董監事經理人違反誠信原則等，經證交所限期改善未改善時，可將該上市公司股票改列為全額交割股，甚至終止上市，以保護廣大的善意投資

---

外部董事及監察人行使職權成效之研究，證交資料，民國八十九年四月，第四五六期，頁一至十四；許振明，前引註 57，頁八；吳桂茂，前引註 59，頁八一。

（註八二）參見吳克昌，前引註 2，頁十一。

（註八三）參見高禎祥/陳永明，前引註 4，頁六三。

人。

此外，可推動「不動產證券化」來改善營建業公司的困境。從過去借殼上市案例可知，建築業類公司因上市不易募集營運資金困難，乃透過借殼上市方式來解決其困境，若能推動不動產證券化，使建築業者可以募集「不動產開發信託基金」，向社會大眾募集資金，從事不動產開發計畫，或發行「土地信託證券」，取得開發計畫所需之土地，免除因購買土地而造成之資金積壓，則當能紓解當前建築業者之困境，減少建築業者利用借殼上市來籌資而引發弊端。

## 六、結 論

觀察國內近幾年來的借殼上市案，我們不能一味的對其抹殺否定，因為並非所有借殼上市案皆是負面的，對於營運前景欠佳或經營者無意繼續經營之上市公司，若能經由其他經營團隊接手，使營運狀況改善或繼續作長期經營打算，則對被借殼目標公司之股東、員工不但無害，反而有利，而對借殼者而言，其亦能以外部成長方式迅速擴大企業規模，因此只要事前規範得宜，事後加強相關行為的管理監督，則借殼上市案所可能引發之弊端應是可以避免的。