

國立臺灣大學法律學院法律學系



碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master's Thesis

特殊目的併購公司制度之引進研究——以新加坡與香港為核心

The Study of Introducing Special Purpose Acquisition Company- Focus on

Singapore and Hong Kong

劉儒翰

Ju-Han Liu

指導教授：王文宇 博士

Advisor: Wen-Yeu Wang J.S.D

中華民國 113 年 9 月

September 2024

謝辭



回首撰寫的整段歷程，壓力終於釋放之餘，亦有所體悟與欲表達之感謝。從論文所得的不止學識亦有人生的體悟，拙作的產生其實來自於漫長的學問鑽研與不眠不休的寫作，一方面體認到學問深似海，研究所四年並不算長，學術上僅有畫地自限而不存在無法深掘的問題；另一方面是學位考試後經過的休養，深刻體悟到彼時過於忽略生理狀態、破壞作息，在兼顧生活品質與工作的社會人道路上有待努力。

相較於從論文所學，協助拙作誕生的感謝才是值得更多篇幅。學術上，首要感謝的是指導教授王文字老師，擔任研究助理時給予研究能力的訓練，撰寫時則提供與主題相關的資料與意見，有您的教誨與協助才有拙作的完成；其次是口試委員賴英照老師與楊岳平老師，能獲得賴老師的指點是不可多得的機會，而楊老師則分別自企業暨金融法專題課與口試中給予許多關於大綱與全文的建議，必須向兩位老師致上萬分謝意對於拙作的用心閱覽與指點，有您們的指教拙作才得以修正圓滿。

在學術之外，椰林一回的四年過程與體驗，在親友的陪伴與支持下才得以享受。雖然拙作只能稱上用心而距離佳作甚遠，但仍想將其獻給父母，唯有不計付出與無怨無悔的栽培，尤其是決定再次挑戰時的支持，謝謝您們的養育與包容，希望未來能盡我所能地回報。未因閉關而失去聯繫的摯友們則必須致歉與奉上感謝之情，儘管來自不同時期與地方甚至年紀亦不同，不過你們是我在北漂生活中安定心理狀態的力量，謝謝你們的體諒與不計閉關之前嫌而樂於與我交往，願彼此間情誼長久。

最後，在研究所求學過程中，我曾經感到人生停滯不前而焦慮不已，直到拙作的完成，自那一刻起終於可以前往下一階段與體驗感興趣的事物。因此，看到這篇論文的你一方面致上感謝，也祝福你能早日完成學問的鑽研，體驗何謂的生活。

2023.02.17 謹誌于 Komeda's Café 華山杭南店

摘要

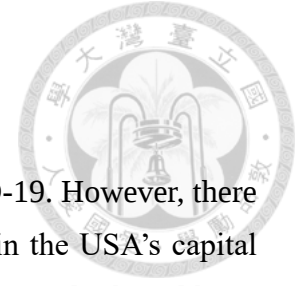


在 2020 年，全世界與各產業皆受到新型冠狀病毒疫情的影響，不過美國資本市場卻出現了特殊目的併購公司（special purpose acquisition company, SPAC）之熱潮，而 SPAC 熱潮帶動了龐大之資金流與商機，更使 SPAC 制度迅速成為各國證券交易所關注之重點項目，因此紛紛投入引進研究，其中亞洲的新加坡與香港分別在 2021 年底與 2022 年初引進。對此，不禁令人好奇的是 SPAC 與其制度究竟為何？為什麼能吸引投資人的關注？關於第一個問題，SPAC 是沒有實際營業業務並純粹只為完成企業併購的公司，而其制度則是指此種公司如何進行首次公開發行程序（initial public offering, IPO）上市與企業併購之規範。至於第二個問題則是牽涉 SPAC 制度其中的機制設計，以大眾印象而言，一方面因贖回權之設計使投資人得以將股份返還公司並取回當初所投入的資金，另一方面則是因 IPO 所發行之證券為普通股與認股權所組成之可分離權益組合，而此二機制降低了投資人所承受的投資風險，不過最重要的是 SPAC 成為一般投資人能夠參與私人股權投資的管道。然而，美國 SEC 在 2021 年陸續發出多項關於 SPAC 制度之修正與提醒，這是否暗示 SPAC 制度並非如大眾印象般地美好，甚至是更為複雜與高風險的「金融遊戲」？本文將透過文獻整理以釐清 SPAC 制度的全貌。

將焦點回到我國，面對國外相當火熱的 SPAC 制度，我國政府不得不開始評估關於引進的問題。對此，儘管政府在 2021 年已表達拒絕引進，不過並非完全禁止，在疑慮之處解決後仍有引進可能，因此關於引進工作上仍有研究價值。首先，本文以我國商事法制與立法政策為標的進行政策分析，以探討政府未來可能採取之態度與 SPAC 是否有存在我國的可能，而在我國法制中沒有 SPAC 明文的情況下，確實存有修法之必要；其後則是關於引進時需要特別注意的事項，此部分將身處亞洲的新加坡與香港進行比較法研究，以探討如何立法、重視投資人保護之政策能否與 SPAC 制度共存、一般投資人是否有參與的可能等問題，最後給予一個大方向之立法建議。惟需要特別澄清的是，本文並不是以「是否應該引進」為主題，本文所研究的主題為「如何引進」，因此關注重點在如何使 SPAC 制度得以運作。

關鍵字：特殊目的併購公司、企業併購、投資人保護、贖回權、猛犬條款

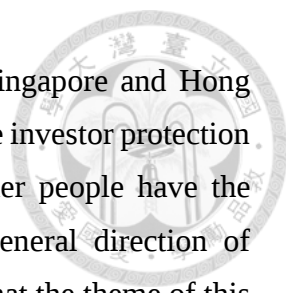
ABSTRACT



In 2020, the world and every industries were affected by COVID-19. However, there was an upsurge of special purpose acquisition companies (SPAC) in the USA's capital market, and it was known as "the SPAC Boom". The SPAC Boom not only drove huge capital flows and business opportunities, but also made the framework of SPAC become the main issue of every stock exchanges. As the main issue, stock exchanges started to research of introducing the framework of SPAC, and among them, Singapore and Hong Kong introduced at the end of 2021 and early 2022 respectively.

To the SPAC Boom, we can't help but wonder what is SPAC and its framework? Why can SPACs attract the attention of investors? For the first question, SPAC is a company that has no actual business activities and is purely for the completion of acquisition, and its framework refers to how does SPAC list by initial public offering (IPO) and the acquisitions after IPO. The next is for the second question, it involves the design of the mechanism of the SPAC framework. In the public impression about SPAC, the design of the redemption right enables investors to get back their money by returning SPACs' share, also the unit issued by SPACs is combined with a share and warrant, and these two mechanism decrease investors' risk, but the most important reason is SPAC allow general investors to participate in private equity investments. However, SEC of the USA had successively issued a number of amendments and reminders about the SPAC system in 2021. Did this imply that the SPAC framework is not as good as the public impression, or even a more complicated and high-risk "financial game" ? This thesis will analyze the literature to clarify the overall of the SPAC framework.

Turning the focus back to Taiwan, facing the hot issue as SPAC, Taiwan's government must has to start evaluating for its introduction. Although the government had expressed refusing of introduction in 2021, it wasn't completely prohibited. It is still possible to introduce after the doubts are resolved, so there is still research value on the introduction work. First of all, this thesis starts with the policy analysis which is based on Taiwan's commercial law and legislative policies to explore the possibility of the attitude that the government may adopt in the future and the existence of SPACs. However, in the absence of SPAC express provisions in Taiwan's law, it is indeed the necessary to amend the law. Followed by matters is the issues which should pay special attention of



introducing, this part will conduct a comparative study between Singapore and Hong Kong to explore that how to legislate, whether policies that emphasize investor protection can coexist with the SPAC system, and general investment whether people have the possibility to participate etc., after that, the thesis will give a general direction of legislative suggestions in the end. However, it needs to be clarified that the theme of this thesis is not about“whether should be introduced”, this thesis is focus on “how to introduce it”and how to make the SPAC system work.

Key words: Special Purpose Acquisition Company, Merger and Acquisition, Investors Protection, Redemption, Bulldog Provision

目次



謝辭	i
摘要	ii
ABSTRACT	iii
目次	v
圖次	vii
表次	vii
第一章 緒論	1
第一節 前言與研究動機	1
第二節 研究範圍	4
第三節 研究方法	5
第四節 論文架構	6
第二章 組織法觀點下的特殊目的併購公司與制度	7
第一節 起源、內部構成與運作	7
第一項 特殊目的併購公司之起源	8
第二項 組織之內部構成	14
第三項 生命週期之運作流程	25
第二節 特殊目的併購公司之意義與機制設計	31
第一項 特殊目的併購公司制度之意義與優勢	31
第二項 特殊目的併購公司之機制設計	39
第三節 特殊目的併購公司制度之制度化風險	50
第四節 本章結論	55
第三章 引進特殊目的併購公司制度對我國商事法之挑戰	57
第一節 我國商事法之特色與立法政策	58

第一項 我國商事法之特色	58
第一款 民商合一制下的商法	59
第二款 契約自由之不自由——我國章程自治之界限	64
第二項 我國經濟政策之取向	70
第一款 投資人保障與金融市場穩定之重視	71
第二款 個人財產權 vs. 企業合併：釋字第 770 號解釋	74
第三款 債權人保護 vs. 企業合併：AMC 制度之立廢	79
第四款 小結	81
第二節 主管機關與專家之意見整理與觀點	82
第三節 引進之潛在問題探討	89
第四節 本章結論	99
第四章 各國制度架構之比較法研究	102
第一節 基本架構之種類	103
第一項 美國型 SPAC 制度之演進	103
第二項 英國型 SPAC 架構與修正	105
第三項 韓國型之在地化 SPAC 架構	107
第四項 小結	111
第二節 比較法之選擇	112
第三節 各國架構之建立	117
第一項 美國之 2021 年實務問題暨監管政策	118
第一款 實務運作之問題	118
第二款 2021 年 SEC 監管政策之收緊	122
第三款 代小結—2022 年之 SPAC 制度全面改革	125
第二項 香港法之立法沿革	125
第一款 重要項目之草擬與修正	126

第二款 政策分析	137
第三項 新加坡法之立法沿革	139
第一款 重要項目之草擬與修正	140
第二款 政策分析	150
第四節 本章結論—架構制度化之重要議題	151
第五章 結論與立法建議	156
參考資料	159

圖次

【圖 1 SPAC 生命週期流程圖】	30
--------------------------	----

表次

【表 1 香港 SPAC 之獨立第三人投資人估值標準】	131
【表 2 香港 SPAC 法制主要項目之立法修正】	135
【表 3 新加坡 SPAC 制度之創始股東持股要求】	143
【表 4 新加坡 SPAC 法制重要項目之立法修正】	148

第一章 緒論



第一節 前言與研究動機

對於全世界各國來說，2020 年無疑是在帶來巨大衝擊與轉變的一年。面對新型冠狀病毒 COVID-19 之疫情爆發，各國政府在國境邊界之管理轉為收束而採取較為嚴格之管制手段，同時亦基於病毒傳染途徑而限制人民的社交模式如須戴口罩與保持社交距離等，使得人民之民生起居受到相當程度之限制；然而，疫情與因應政策所影響的不只是一般市井小民，對各產業界而言亦是迎來嚴峻之考驗，縱然工業革命與科技技術之革新使產業不再受物理距離所拘束，但也相對在市場國際化之時代下各國國境管制政策反而成為企業經營之阻礙，原先符合比較利益之國際供需鏈強迫轉向較為限縮且不經濟之國內供需鏈。產業鏈之轉變再加上疫情使公司營運狀況陷入不穩定等諸多不利因素下，造就了在該年上半年各產業時有所聞經營慘澹之情事，而大環境之經濟低迷與疫情肆虐之前途茫茫也影響了投資人之信心而紛紛自證券市場退場並轉向較為穩健之投資管道。

面對各產業之慘澹經營，各國政府在疫情逐漸獲得控制後便著手研擬並提出一系列之經濟振興與紓困政策。以 2020 年之美國為例，川普政府提出規模達 2.2 兆美元之經濟振興方案，同時通過以勞工與弱勢族群為目標族群之兩階段緊急紓困法案，目的都是在於對抗疫情對人民與產業之衝擊；而金融方面則是在美國聯邦準備系統（Federal Reserve System，Fed）之主導下推出無上限寬鬆量化計畫與降息等政策，一方面緩解疫情對金融市場所造成之動盪，另一方面則是藉由國家資金之投入以帶動投資人之投資活動。因此，各國政府祭出經濟振興政策後，但投資人与分析師評估產業之復甦進度並沒有如此快速而不適合作為投資標的之情況下，

在金融市場中充斥著急欲尋找投資管道之龐大資金，最終投資人相中了特殊目的併購公司（Special Purpose Acquisition Company，SPAC）制度並帶來了極具規模的投資活動，在美國證券市場掀起了 2020 年 SPAC 熱潮。



然而，彼時之我國對於 SPAC 制度之法學研究可謂是寥寥無幾。儘管 SPAC 公司在美國已歷經數十年之發展，歐洲與部分亞洲國家在進入 21 世紀後亦引進此制度，然而綜觀我國使用率較高之法學資料庫中，我國法律學者對於 SPAC 制度之研究與產出之文獻數量均不及於同時期一樣未引進之中國，且不少提及之文獻其研究主軸為特殊目的機構之探討而非專注以 SPAC 制度為題。當 2020 年網路與平面新聞媒體相繼報導 SPAC 制度在美國市場取得豐碩成果時，縱使金融實務界人士希望能將 SPAC 制度引進我國以複製美國市場之成果，但我國法律學界可謂是仍停留在認識階段，對於引進與否之討論相對亦止於淺談之力道。因此，有鑑於 SPAC 制度作為當代金融市場之熱門主題，但我國學術研究相對落後之情況下，不論是否最終能否引進，筆者皆認為 SPAC 公司與制度是值得且有必要深究之議題。

不過待筆者正式確定以 SPAC 制度之引進研究為題時，主要之研究動機為我國證券交易所開放盤中零股交易與 Gogoro 在美國掛牌上市。首先，2020 年 10 月，為了使大眾便利參與投資且滿足投資人在普通交易時段之需求，證券交易所實行盤中零股交易新制，開放散戶投資人自上午 9 點至下午 1 點 30 分以電子交易之形式委託進行搓合，而同年 12 月更將競價時間間隔自 3 分鐘下調至 1 分鐘。推出盤中零股交易新制後，筆者時能聽聞周遭友人與同儕開始股市投資之討論，雖不至於相當廣泛但也不在少數；除此之外，不僅在我國最為著名之網路論壇 PTT 能見以股市討論為主之 Stock 版經常為瀏覽人數前五名之主題版，在以大學生為主要族群之網路論壇 Dcard 也能看見關於股市投資之討論日漸增加。對此，雖然不能因此便認定盤中零股交易之開放式直接促使年輕族群投入股市之原因，但可以說明的是

因新制之推出使股市投資成為學生與所謂的小資族等散戶投資人更積極投入市場，並連帶影響近期許多人採取定期定額之小額投資方法。



其次則是 2021 年國內新聞媒體極為關注之 Gogoro 在美國上市。Gogoro 是一家以電動機車銷售商，該公司以永續能源為核心思想並結合新興科技，開發出「買機車但電池能源須另外租賃」之營運模式，短短十年即在我國機車市場爭取到一定比例之市場。然而，儘管 Gogoro 在我國取得顯著成績，不過根據主管機關所公布之國家發展基金轉投資報告顯示，實際上至 2020 年度公司整體財務狀況仍舊處於虧損階段，而不論是礙於法規限制或長期經營計畫，公司管理層遲遲沒有也無法選擇在我國證券交易所申請上市；直到 2021 年下半年，Gogoro 宣布將與美國 SPAC 公司 Poema Global Holdings Corp. 進行合併，並以 SPAC 制度之管道將在美國 NASDAQ 交易所上市，而當時揭露之市值為 23.5 億美元，最終在 2022 年 4 月 6 日在美國掛牌上市，成為我國第一家以 SPAC 制度上市之公司。

面對 Gogoro 在美國上市，所代表的是我國證券市場錯過了一家所謂的獨角獸企業，即市值達 10 億美元而極具發展潛力之未上市公司。不論 Gogoro 本意為何，我國證券交易所之傳統 IPO 上市法規與多層次籌資市場政策似乎無法滿足獨角獸企業乃至於新創公司之需求，否則無須轉而投入他國交易所；與新創公司對資金之渴望相對的，我國證券市場在開放盤中零股交易後，一般投資人如魚群般競相投身股市以尋求更多之獲利，也帶動我國股市指數持續上漲直到 2022 年達到 18619.61 點之歷史新高，顯見在一般投資人之參與下擁有足夠之量能使我國上市櫃公司能雨露均霑。

對此，筆者不禁產生一個疑問：「相較於需要無時無刻關注市場消息的股市證券買賣，SPAC 制度因贖回機制得以保全資本而被視為風險較低之投資管道，且由專業經理人與經營團隊操作下能有效降低投資決策失誤，更基於併購之目標公司



多為新創公司而具有相當大之獲利空間，亦能促進我國新創公司之發展。眾多好處之下，是否藉由 SPAC 制度將一般投資人之資金導向有資金需求之新創公司？」縱使我國在證券市場管制之一般印象為保守而嚴謹，不過一般大眾認為 SPAC 制度是重視投資人保護與風險較低之印象，如此對投資人友善之制度且在美國獲得巨大之成果，甚至能夠帶動我國較為冷清的企業併購市場，以任何面向觀之似乎沒有拒絕引進之理由。因此，最終筆者選擇以選擇 SPAC 制度之引進為研究主題，透過深入探討 SPAC 制度，不只是驗證 SPAC 是否如大眾印象般地美好，也是希望能夠尋求一個兼顧產業需求與投資保障而使各方均能獲利之管道。

第二節 研究範圍

關於本文之研究範圍，儘管在筆者擇定研究主題時，我國法律學界隨著主管機關著手評估引進可能之趨勢，而陸續有相關學術研究與文獻之產出，但似乎多數皆圍繞在美國法與 SPAC 制度作為上市管道進行研究，對於 SPAC 公司作為商業組織之著墨甚少，因此筆者在研究範圍之劃定上將 SPAC 制度擴大至 SPAC 公司之探討，不僅與其他研究有所區別也能使無人能更正確認識 SPAC 公司之內部構成。

不過必須說明的是制度方面之研究範圍，由於筆者缺乏足夠之數據解讀能力，為了避免錯誤解讀數據所代表之意涵，因此經常作為佐證 SPAC 制度優勢與風險之實務數據分析將不會在本文大量引用；取而代之，本文盡可能專注在法律層面之探討，優勢與風險之部分則會以理論推導之方式進行分析。又制度方面亦涉及證券交易法如內線交易、證券詐欺等議題，但本文無意於觸及我國證券交易法應如何修正之問題，而是聚焦在 SPAC 制度之引進工作研究，因此研究範圍限縮在與 SPAC 制度相關規範之範疇。



除此之外，研究範圍在時間上也有所侷限。由於 SPAC 制度是當代最為熱門之議題，各國立法例與實務慣例亦處於隨時修正之狀態；然而，因筆者開始進行 SPAC 制度之研究是自 2021 年開始，撰寫初期多是引用該年以前之文獻，從而影響到本文第二章關於 SPAC 公司與 SPAC 制度之介紹是以 2021 年美國主管機關政策轉變前之架構，而原先預定 2021 年政策轉變之內容則定在第四章，不過待筆者完成寫作時已是 2022 年下半年而未能達成 SPAC 制度最新研究。因此，本文研究之時間範圍為 2020 年至 2021 年年底，不過實務運作上仍有參酌 2022 年之表現與數據。

第三節 研究方法

有鑑於前述提及筆者相對缺乏數據判讀能力，因此本文在研究方法之選擇為文獻分析法、政策分析與比較法研究。關於文獻分析法，本文將歸納過往關於 SPAC 制度發展沿革與法學議題之學術文獻並結合國內外學者之見解，並以美國法之制度為基礎，梳理 SPAC 制度是如何自起源發展至當代之架構；而政策分析則是用於檢視我國商事法與他國立法例之立法過程，前者為衡量我國是否有容納 SPAC 制度之空間，後者則探討他國主管機關所擬定之草案與參考實務意見後所作成之立法結果，用以摸索 SPAC 制度之核心考量事項與不同政策下會導向何種結果；最後則是比較法研究，除了身為發源地與掀起熱潮之美國是必然參考之比較法對象外，本文另外選擇同樣身處在亞洲市場且 2021 年始引進國內證券交易所之香港與新加坡，不過在架構分析上亦有加入英國與韓國之研究。總結而言，本文期望自他國立法例與實務運作有所汲取，待我國未來有朝一日引進時能作為指南針與前車之鑑。

第四節 論文架構



本文全篇共有五個章節：第一章為緒論，說明本文之研究動機、研究範圍與研究方法，不僅能與其他文獻有所區別，也使讀者能對本文後續之內容有概略之認識；第二章為 SPAC 公司與制度之介紹，由於多數文獻普遍忽略 SPAC 作為商業組織之內部研究，而在各國引進工作上也確實發生概念混淆誤認之情事，因此在第二章將說明 2020 年時期之 SPAC 制度與組織法觀點下之 SPAC 公司；第三章則是探求我國商事法於引進 SPAC 制度時可能面臨問題，先是探討我國商事法之特色與立法政策，前者聚焦在規範公司與股東間法律關係之公司章程，而後者則是圍繞在投資人保護、企業併購、債權人保護等三種立法目的以相關事例進行比較優先列後順序，藉以摸索我國主管機關立法政策之取向偏好，在此之後則是我國主管機關與學術界對於引進之立場與分析，最後提出四個可能需要面對之問題；第四章為比較法研究，先後探討制度之架構種類與立法之政策分析，前者包含英國舊制與韓國，而後者則是以香港與新加坡為核心，並以各國立法例所觀察到之事項作結；最後，第五章為本文之全篇結論，由於筆者在第三章與第四章分別有該章結論，因此該章將綜合前述所有討論並提出筆者對於引進工作上大方向之立法建議，期望能在未來我國引進 SPAC 制度時本文能發揮價值而有所助益。

第二章 組織法觀點下的特殊目的併購公司與制度



特殊目的併購公司（Special Purpose Acquisition Company，以下簡稱 SPAC 公司），有別於傳統公司之經營業務並由此營利為目的，是一種不以實際經營而以完成企業併購為目標而上市公開發行之股份有限公司，按一般社會通念則理解為「殼公司」。不過對於商業金融業人士而言，SPAC 公司實質上更趨近於上市之私募股權基金，是一種資本市場中的創新金融工具；除此之外，若以資產證券化的角度觀之，SPAC 公司之性質亦當然屬於特殊目的公司（Special Purpose Vehicle, SPV）之一類，並因此出現在 SPV 為命題的討論與文獻中，而上述之不同看法則代表 SPAC 公司之特殊性。

對此，基於前述乃至未提及之更多面向，本章將透過組織法觀點認識 SPAC 公司作為新興商業組織之起源、解構其內部構成角色與運作生命週期、剖析其意義與組織中機制設計、研究其優勢與面臨之風險，並藉以取代多數文獻將其視為上市制度之一般簡要概述。

第一節 起源、內部構成與運作

SPAC 公司作為商業組織，其起源與運作之生命週期多為學者所探討，可謂是研究 SPAC 制度之起手點，不過鮮少有關於其內部構成之論述。對此，本文認為認識一個組織型態必然是需要了解其內部機關之構成，而內部機關之定性亦牽涉其職責，對於後續之運作研究更有實益。因此，以下將以現有學術文獻為基礎，先後介紹與探討 SPAC 公司之起源、當代制度下之內部構成與運作之生命週期。

第一項 特殊目的併購公司之起源



誠如前述，特殊目的併購公司具有多種面向。以傳統商業組織類型而言，其本質固然屬於商業組織中之股份有限公司；又以商業金融業人士之觀點則認為是較趨近於私募股權基金之金融工具，不過無論是股份有限公司或是私募股權基金，二者皆為資產分割之產物。對此，根據學者之研究，資產分割中的合夥組織得以溯源至羅馬法時代中以家族血緣為基礎構成之組織「Societas」¹，並持續發展至十四世紀時臻於成熟。又 SPAC 公司亦為資產證券化之一類，而關於資產證券化之起源則有認為是美國 1970 年代之住宅抵押貸款證券化為其濫觴，其後在美國資本市場持續發展出由特殊目的信託與特殊目的公司（SPV）所構成之金融資產證券法制。然而，以前者之資產分割討論 SPAC 公司之起源則過於遙遠，猶如以血緣始祖論自身血統；以後者之資產證券化論之仍稍嫌過遠，彷彿以三代之外談論家庭背景。換言之，二者與 SPAC 公司起源之關係並非相當直接。

因此，吾人應將焦點回歸到 SPAC 公司本身之發展歷程。有文獻指出 SPAC 公司作為融資管道最早發源於加拿大與澳洲²，並首次實際出現於證券交易市場是在 1990 年代的多倫多證券交易所³，以資本庫公司（Capital Pool Company, CPC）之型態出現⁴，其目的為收購礦業公司。然而，縱使 SPAC 公司首見於加拿大之資本市場，根據法律學界多數學者探討其起源與法制脈絡時，依然均指向是由美國 1980

¹ 王文字，探索商業智慧——契約與組織，元照，頁 203。

² 林永青，新經濟·新投資：特殊目的收購公司興起，金融博覽，2020 年第 3 期，頁 44，2020 年。

³ 林永青，新經濟·新投資：特殊目的收購公司的優勢，金融博覽，2020 年第 4 期，頁 42，2020 年。

⁴ 衛以諾、彭麗芳，全球 SPAC 上市模式的研究與探尋，金融市場研究，116 期，頁 98，2022 年 1 月。

年代之廉價股票（penny stock）及衍生之空白支票公司（Blank Check Company）所產生詐欺問題，主管機關將該等納入監管而演變而來。



壹、 起源：廉價股票與空白支票公司

股票，不僅是表彰享有分配公司盈餘（含現金紅利與股息）等專屬於股東權利之有價證券，更具有二價值：一為票面價值，即公司發行股票票面上所標示之金額，利於會計上股本之計算與股東出資額之呈現，通常為固定金額；另一為交易價值，是受到該公司於市場中根據經營狀況、盈虧表現等因素影響而浮動，能夠即時反應市場看待公司之價值。然而，「廉價股票」之界定門檻為何？廉價者為票面價值亦或交易價值？究竟是如何「廉價」而被稱之為廉價股票？對此，依據美國證券交易委員會（United States Securities and Exchange Commission, SEC）所制定的 Rule 3a51-1 之規定，廉價股票之定義為交易價格低於 4 美元之股票⁵。

不過，此一定義簡短之股票卻潛藏諸多問題。首先，廉價股票之發行無任何上市條件而未受到太多限制，因此不需要任何登記或核准；其次，多數廉價股票皆不符合公開發行之條件，因此無法在證券交易所掛牌交易，其交易僅能透過櫃檯買賣完成，市場流動性低；最後，廉價股票之資訊僅書面記載於股票上，公司亦無須提出任何財務報告與進行資訊揭露工作，導致無論是發行公司或股票本身之資訊在市場上皆難以取得。是此，關於廉價股票之特性，前兩者說明其較未受主管機關即美國 SEC 之金融監管，後者則是直指其資訊之不透明性，容易形成不法行為之操作空間。易言之，廉價股票對有心人士而言，是一個方便獲利之「生財」工具。

又空白支票公司與廉價股票關係相當密切。所謂之空白支票公司，關於其定義最早可以發見於美國《1933 年證券法》（The Securities Act of 1933）。根據該法第

⁵ 17 CFR § 240.3a51-1。

77 條明文定義，任何發行廉價股票之發展中公司具備以下兩項特徵即可歸類為空白支票公司：一為「沒有特定之經營計畫或目的」，另一則為「其經營計畫是與一個或多個不明確（unidentified）之公司進行企業合併」。因此，空白支票公司幾乎沒有營業收入或實體資產如設備廠房或不動產等，且僅有極少數之員工配置，並透過廉價股票募集公司營運所需要之資金。

綜上所述，空白支票公司之特徵與現今 SPAC 公司極為相似，二者之差異在於空白支票公司所發行之股票為廉價股票，而 SPAC 公司則是發行合乎公開發行要件之股票。因此在特徵相似之前提下，空白支票公司作為 SPAC 公司之起源較為密切且合理，更有學者稱空白支票公司為 SPAC 公司之前身⁶。

貳、形塑：廉價股票改革法案與 Rule 419

透過前述，吾人確立廉價股票與空白支票公司之定義與特徵，不過如何從空白支票公司演進成 SPAC 公司勢必有一推力促使其改變，此一推力正是美國國會訂定廉價股票改革法案（Penny Stock Reform Act of 1990）與美國 SEC 制定 Rule 419，將二者納入法律規範與金融監管之範疇內。

法律之制定往往在問題發生之後，因此在探討二法律之內容前，吾人應先認識其欲解決之問題——廉價股票詐欺。1980 年代，美國證券市場快速成長⁷，但同時證券詐欺案件亦頻頻發生，自 20 世紀後不到 90 年即增加 260% 以上之案件量⁸，其

⁶ 朱翔宇，從空白支票公司到 SPAC：美國的市場演進、監管變革與啟示，北方金融，2021 年 11 期，頁 56，2021 年 11 月。

⁷ 根據 1990 年美國參議院所提出的報告，1980~1989 年間，美國證券公司與投資公司之數量分別增長 90% 與 145%，投資顧問之數量亦是增加 2 倍以上，向 SEC 提交公開收購文件之數量更是增加 6.7 倍以上，可謂證券市場相當熱絡且各方面皆呈現倍數成長。資料來源為：Daniel S. Riemer, Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and Span, or Blank Check Redux, 85 Wash.U.L.REV. 931. 934 (2007)。

⁸ *Id.*



中涉及廉價股票之案件更是讓投資人損失慘重。基於廉價股票較未受監管與資訊之不透明性，其詐欺類型相當多變，空白支票公司僅是其中一類。關於空白支票公司類型之詐欺，根據學者之考究⁹，主要是利用市場上鮮少有其股票之交易而容易為少數人操作股價之特性，而操控者多為證券經銷商，其手法如下：經銷商先以低價取得空白支票公司之股票，並在市場上拉抬價格，再運用侵略性行銷手法如鍋爐室（boiler room）¹⁰，隨機向資訊不足且幾無取得管道之投資人傳遞公司前景大好等虛偽資訊並強力推銷，使其以高價買入實際廉價之空白支票公司股票。因此，空白支票公司類型之廉價股票詐欺實際上不法獲利者為發行公司與證券經銷商，而需要辨明的是後者所賺取之利益並非佣金而是低買高賣之價差¹¹；投資人難以脫手而慘遭套牢，僅能靜靜等待空白支票公司完成併購的一絲希望，否則公司清算亦是因公司價值不符買進價格而慘賠。

對此，關於廉價股票所衍生之詐欺問題，美國國會在 1990 年訂定並通過廉價股票改革法案予以回應。根據當局之調查，廉價股票詐欺發生之肇因有二：一為缺乏廉價股票之公開資訊，另一則為其發行人或經銷商多為證券法等經濟刑法下之累犯。因此，改革法案之主要內容如下：（1）修正《1934 年證券交易法》（The Securities Exchange Act of 1934），將廉價股票之定義予以確立；（2）擴大監管對象至從事廉價股票發行者，並規範經銷商與自營商對於廉價股票交易之相關事務如強制性風險披露聲明；（3）授予美國 SEC 關於執行面如排除經濟刑法累犯者參與廉價股票

⁹ 黃朝琮（2021），特殊目的併購公司（SPAC）之發展與規範，公司法論文集Ⅱ：特殊交易型態與資訊揭露，頁 166，新學林。

¹⁰ Derek K. Heyman, From Blank Check to SPAC: The Regulator's Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation, 2(1) ENTREPRENEURIAL BUS. L.J. 531, 535 (2007).

¹¹ 黃朝琮，同註 9，頁 166。

發行活動等權限，並建立自動化廉價股票報價系統；(4) 修正《1933 年證券法》之內容。自此之後，美國透過修法正式將廉價股票納入金融監管之範疇內。

至於空白支票公司之監管，美國國會藉由上述廉價股票改革法案中對《證券法》之修正內容，授權美國 SEC 為空白支票公司訂定一套特殊規範且授權範圍及於股東之撤銷 (shareholder rescission)。基於此項授權，美國 SEC 針對空白支票公司之首次公開發行 (Initial Public Offering, 簡稱 IPO) 程序加以約束，因此訂定對 SPAC 公司之形塑有重要意義的 Rule 419。Rule 419 之具體約束內容得區分為以下三面向：

一、資金運用之限制：首先，公司所發行之股票與 IPO 所募集之 90% 資金¹²皆須存入獨立銀行之託管帳戶或存保機構之信託帳戶，以確保公司有資金得以進行後續併購交易，使公司之唯一目的不至於淪為空談。其次，股票與資金之處分亦受到限制，前者不得交易但衍生有價證券如認股權證、可轉換證券等仍得以行使與轉換；而後者則是併購交易之價值至少須達募集資金之 80%，且不得用於其他項目之投資。最後，限制公司須於募資後之 18 個月內完成併購交易。透過此等限制以確保公司會致力於達到企業併購之經營計畫，且約束公司進行合乎商業判斷之交易而非恣意選擇目標公司，不僅維護投資人利益更是促進市場之發展。

二、資訊揭露之確保：廉價股票之所以被利用為詐欺之工具正是因為其不透明性，因此明文規定公司於鎖定目標公司時負有公開說明書 (prospectus) 之修正義務；完成併購後，對股東須提供第一個完整會計年度之財務報表，對主管機關

¹² 根據 17 CFR § 230.419(b)(2)(vi)，IPO 所募集之資金在扣除相關承銷、交易費用後，發行人最多可以獲得剩餘金額之 10% 作為收益，因此原則上須存入剩餘金額之 90%。

即美國 SEC 負有提交 8-K 表格之義務。資訊揭露之要求，使空白支票公司回歸公權力之監控與市場之自然汰換的正常循環。



三、投資人保障之實現：投資人保障與資訊揭露息息相關，因此要求公司於鎖定目標公司時與併購契約締結後之二時間點皆需要修正公開說明書並通知投資人，以確保投資人對於公司資訊之取得管道；此外，賦予投資人對併購交易表達意見之權利，即投資人於併購交易締結後有 20 至 45 天之考慮期間，若是決定退出而不再繼續作為公司之投資人，公司須返還資金與產生之利息。透過保障投資人資訊權與取回資金之權利，空白支票公司之投資人不再是坐以待斃的待宰羔羊，而是擁有主動權得以自主判斷去留。

除了上述約束之形成外，美國 SEC 對 Rule 419 所限制主體之設定亦有所變動。先是擴大監管對象，透過移除廉價股票定義中交易價格 4 美元之門檻以擴大至所有空白支票公司，以免遭人利用定義所生之漏洞從而規避監管；然而，過度監管將導致反效果而完全扼殺空白支票公司作為上市與募資工具之功能與其發展可能性，因此針對符合特定條件之公司增定豁免事由而無須適用 Rule 419：以經營年數 3 年為分界，以上者僅需擁有 200 萬美元以上之資產，以下者則須擁有 500 萬美元以上之資產，惟二者皆須提出經查核之財務報表。簡言之，Rule 419 採取「以經營狀態換取經營自由」之策略，體質較好之公司得以透過豁免條款擁有經營活動之自主權，而體質較差之公司則須遵守 Rule 419 之約束。

參、 小結

吾人能將 Rule 419 視為形塑此一制度之原始樣板，可謂是 SPAC 制度之雛形，而透過法律脈絡亦說明空白支票公司與 SPAC 公司之關聯非常密切，稱空白支票公司為 SPAC 公司之前身確實有理。惟當代 SPAC 架構並非一朝一夕便轉變完成，除了本身因其契約性質濃厚而容易調整之外，任何制度皆是需要時間逐步完善且

受各時空背景與問題之影響。對此，學者將 1990 年修正廉價股票改革法案至 2020 年 SPAC 大爆發之間約 30 年的發展歷程切割成誕生、興起、蛻變與再變化等四個時期¹³，以章程或認股契約逐步應對各時期所面臨之問題，並以此形成金融市場中各方所接受之當代制度與商業習慣。

對此，面對空白支票公司與 SPAC 公司之關係，吾人需要注意之處有二：一為美國於條文上關於持有股票者之用語並非股東(shareholder)而是投資人(investor)¹⁴，或許窺見立法政策是以投資人保護為本位而非少數股東保護為建制導向，而 SPAC 公司延續了此一導向；另一則為「SPAC 公司是一種『自願』接受 Rule 419 之約束且契約性質濃厚之商業組織」，即 SPAC 公司與空白支票公司於本質上有別。雖然 SPAC 公司於性質上固然符合《1933 年證券法》對空白支票公司之定義，但與 Rule 419 所限制之空白支票公司有所不同，即因經營年數、資產等條件而被認定為體質較差之空白支票公司須強制遵守 Rule 419 所設定之約束內容，而 SPAC 公司為符合豁免條款而被視為體質較佳之空白支票公司，本應無須遵守卻自願將 Rule 419 之內容載入公司章程或認股契約之條款，是一種契約性質濃厚的新興商業組織。

第二項 組織之內部構成

自 SPAC 公司與其起源空白支票公司之發展與特徵而言，除了無實際經營活動與經營目的為進行企業併購之外，二者皆是藉由發售股份以籌措資金，自然將其歸入股份有限公司之類型。然而，多數學術文獻僅限於 SPAC 制度之特色與面臨之

¹³ 詳見黃朝琮，同註 9，頁 168-174。

¹⁴ 17 CFR § 230.419(e)(2)(ii)。

問題加以研究，卻忽略作為新興商業組織之性質與其獨特之生命週期而有獨樹一幟之內部構成。

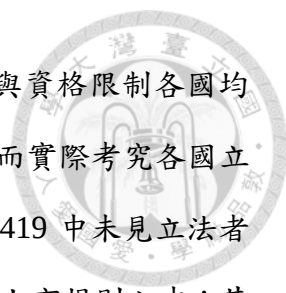


有別於一般股份有限公司中董事會、監察人、股東會之結構，SPAC 公司因其特殊之運作機制與投資保障之落實而有不同之內部構成。為了避免投資人蒙受最後所有之損失，透過普通股與特別股之安排，調整由具資力與專業知識並領導公司經營方向之團體承擔風險，亦強化領導團隊與 SPAC 公司利益之連結，而經營團隊所持有之特別股即稱為創始人股份 (founder share)。對此，依據創始人股份與普通股之持有者，可以區分為源自公司內部由公司設立即存在且實際執行業務之創始股東 (founding shareholder)，以及來自公開市場因投入資金而加入之投資人，以下將參考他國立法例與學術文獻之定義並說明分析之。

壹、 創始股東 (founding shareholder)

傳統股份有限公司之設立有賴發起人於資金與心力之付出，SPAC 公司作為商業組織亦是如此，不過有別於傳統之公司發起人，SPAC 公司是由創始股東所設立。然而，二者並不能因此劃上等號，創始股東之於 SPAC 公司之重要性是遠勝於發起人之於股份有限公司，原則上各國對公司發起人之資格幾無設有消極規範或限制，只要具有行為能力即可做為公司之發起人；不過創始股東之經驗、過往實績、聲譽乃至於有無專業知識皆列入 SPAC 公司能否上市之評估¹⁵。是此，對 SPAC 公司如此具有影響力之角色，所謂之創始股東究竟為何？

¹⁵ 各交易所皆有不同之規範，如美國紐約交易所與新加坡交易所審核 SPAC 公司上市之准否時，須對創始股東進行適當性評估；香港交易所則規定公司設立時與存續期間，發起人須持有香港證監會所發行之特定類別牌照；反之，英國倫敦交易所似乎因企業併購之監管體制而對創始股東並無設有限制或評估。



基於各地商事法體系與立法政策之不同，創始股東之名稱與資格限制各國均呈現不同樣貌，不過若是起源相同則其意義與內涵應為一致，然而實際考究各國立法例卻並沒有一致之定義。首先，作為起源之美國法，在 Rule 419 中未見立法者賦予任何明文化之定義或字詞使用¹⁶，而是出現在各證券交易所上市規則之中；其次，綜觀香港交易所（Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, HKEX）之徵詢文件與法規，僅見發起人（Promoter）而未見創始股東之稱謂；反而，相較於前二者，繼受自美國法制之新加坡有賦予其明確之定義。根據新加坡交易所（Singapore Exchange Limited, SGX）之研究，最初之定義為「關於 SPAC 公司之設立，為創立、最先出資或贊助之人」，相當簡短；然而在收集各方意見後，SGX 最終確定定義為「關於 SPAC 公司之成立，為創設或贊助之人」。雖然拍板定案之明文定義更為簡要且 SGX 亦對其意旨作出澄清¹⁷，不過僅能得知其範疇包含贊助人，而似乎仍無法明確界定何謂創始股東。

對此，在梳理 SPAC 制度後，學者對其定義為「泛指該等於 SPAC 公司自設立公司開始至 IPO 程序前的 Pre-IPO 階段投入資金與勞力，並其後因此取得創始人股份之人」¹⁸；除此之外，學者亦歸納創始股東之組成。概念上，創始股東得區分為二群體，一為投入部分資金以供設立公司所用之贊助人（Sponsor），另一則為執行經營計畫之經營團隊（management team，又譯為管理團隊），不過實務未必能明

¹⁶ Rule 419 所規範之概念仍是以傳統股份有限公司為本位，且規範之範疇為 IPO 程序而與公司之內部構成相關性低，因此條文中關於名詞之運用仍以出資者（Promoter）、發行人（Registrant）為主。當代 SPAC 之內部構成用語如創始股東、贊助人、經營團隊乃至於創始人股份等則是主要見於 SPAC 公司章程或投資契約之中，由契約之形式加以定義；紐約交易所（NYSE）、納史達克（NASDAQ）交易所開放上市後，此等用語方見於上市規則之中。

¹⁷ SGX 所收受之意見有二，一為「出資」所包含之意義可能涵蓋第三方出資人如放款人或 Pre-IPO 投資人，另一為創始股東應改為公開說明書中所認定之贊助人。針對此二意見，SGX 澄清其立場為：除了創始股東、經營團隊與其關係人之外，任何在 IPO 程序前投入資金者皆為 Pre-IPO 投資人，因此創始股東應為設立 SPAC 之人，其中包含贊助人而排除 Pre-IPO 投資人。

¹⁸ 林聖傑，美國新創事業上市熱潮興起淺談「特殊目的收購公司」（SPAC）制度，集保結算所月刊，257 期，頁 11，2021 年 8 月。

確劃分二者之界線，尤其是贊助人通常會透過成立經營團隊以參與 SPAC 公司之後續經營，鮮少僅出資而完全不參與併購目的實現之純粹贊助人。



一、 贊助人 (Sponsor)

在證券市場中，「Sponsor」一詞可以指稱為保薦人制度，即一種為他公司之上市申請進行上市條件實質評估與監督資訊揭露工作之證券公司；然而，在 SPAC 制度之中，「Sponsor」所指稱的是提供資金與資源使公司能順利設立之人，不過該詞自中文立法例中尚未見任何正式翻譯，學術文獻中有稱贊助人亦有稱發起人，本文為求敘述方便且與一般發起人有所區別，故以下稱其為贊助人。

對於贊助人於 SPAC 制度中所扮演的角色，各國立法例有明文之敘述非常稀少。關於贊助人，美國法上並不見於 Rule 419；新加坡則是廣泛運用於意見徵詢書與總結回覆書之敘述但從未加以定義；而香港於諮詢總結文件中指出「SPAC 公司之發起人即稱為創始股東或贊助人但不一定會參與日常管理」且英國之上市規則亦採取此立場，但是其內涵仍難以具體說明，故應自實務運作中觀察。根據學者對實務之觀察，贊助人通常為天使投資人、私募股權基金或避險基金，而其挹注資金與資源之誘因在於獲取 SPAC 公司在完成企業併購後所帶來之股權利益；關於其權限，贊助人因其作為發起人且有實際出資而得參與 SPAC 公司董事會，進而對公司重大事項之決策如目標公司之選擇等展現影響力，但不一定會介入一般日常業務之執行。因此，即使其角色定位之使命在於公司設立之完成，贊助人於 SPAC 公司中亦為參與經營之人，先透過提供有形與無形之資源從而參與公司之設立行為，其後促使 SPAC 公司經營目的之實現，以獲得最初出資動機所著眼之利益。

以完成公司之設立行為而言，與傳統股份有限公司之發起人似乎類似甚至有所對應，不過贊助人仍與一般發起人有所不同，且不單是一般發起人出資與否，而是根本上即不同。以我國法為例，一般發起人乃是股份有限公司於設立階段作為設立

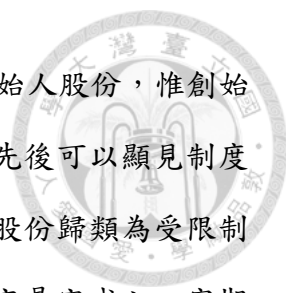
中公司之機關¹⁹，即負責處理公司自訂立章程至設立登記完成前之相關業務；然而，為避免發起人濫權，發起人並非所有業務皆得為之，我國通說與實務明確區分「開業準備行為」與「設立之必要行為」²⁰，前者是指公司成立後開始營業所為之準備行為，後者則為法律上及經濟上屬於公司設立所必要之行為，並認為發起人之權限僅及於後者²¹。縱使實務對設立中公司與公司之態度採同一體說，法律行為效力之發生與歸屬未必困難，但仍對發起人是採取較為嚴謹之觀點，僅存在於公司尚未具備法人格時期之外，權限亦止於設立之必要行為而不得涉及公司營業之範疇，其對於公司日後經營方針之影響力可謂相當有限。

相較之下，贊助人之於 SPAC 公司的影響力與地位完全有別於一般發起人，本文認為贊助人近似於一般發起人與實質董事之集合體。首先，身為公司設立者之贊助人，其權限不限於設立之必要行為而是擴及並影響成立後之公司事務。一般而言，SPAC 公司業務多是由經營團隊負責，下至日常業務如託管帳戶之資金管理、財務報表之出具等，上至主要經營目的之實現如目標公司之找尋、併購交易之協商等；而贊助人則有內部與外部之影響，內部即以直接或間接指派代表人之方式參與公司董事會，從而對重大事項發揮影響力；而外部影響則體現在 IPO 之募資，實務顯示贊助人對 IPO 程序的募資狀況有一定程度之影響，即公開說明書上須載明贊助人，而贊助人之聲譽與過往經驗是投資人評估 SPAC 公司是否具備投資潛力之因素，甚至有認為衍生出過度信賴知名人士而忽略評估風險之問題，故贊助人之權限與影響力非一般發起人所能比擬。其次，贊助人自 SPAC 公司設立前之時點直至 SPAC 週期之結束皆居於內部人士之地位，且不受併購交易成敗之影響。贊助人因

¹⁹ 劉連煜，現代公司法，2016 年 9 月，頁 247。

²⁰ 台灣高等法院台南分院 92 年度重上字第 88 號判決。

²¹ 劉連煜，同註 19，頁 250-251。



參與 SPAC 公司之設立行為與參與經營以促成併購案而受有創始人股份，惟創始人股份具有投資人保障之意義，自併購失敗後清算程序順位之先後可以顯見制度上將其定位為最終損失之承擔方，因而各國與交易所將創始人股份歸類為受限制證券並對其轉讓加以限制，原則上不得於市場上轉售直到併購交易完成之一定期間後；除此之外，新加坡與香港更是針對贊助人之重大變更如控制權變動、退出與加入等皆設有股東會特別決議之高門檻，故有別於一般發起人在發起後即可能與公司喪失關聯性。據此，以權限、影響力與存在期間等面向觀之，實難謂贊助人與一般發起人得以畫上等號而無須區分。

儘管自上述即可得知贊助人與一般發起人之區別，香港立法上依然將 SPAC 公司之設立者稱為發起人，且定義似乎與贊助人有所出入。關於定義之疑義，由於牽涉創始股東內部中贊助人與經營團隊之分野，因此留待經營團隊之部分再行說明。至於稱謂之部分，有別於他國所使用之創始股東或贊助人，HKEX 將設立者稱為發起人（Promoter），但相關文件並未就此有任何說明為何不同於他國之稱謂，不過能在徵詢文件之詞彙釋義中說明與美國之贊助人相同，而在稱謂以為設定之情況下，實務界自然會聚焦在體制與定義能否與國際接軌而非稱謂上。本文認為香港應是著眼於用語之區別，由於「Sponsor」可以譯為保薦人亦得為贊助人，若是在公司設立與 IPO 程序處皆有該字詞之出現，可能會影響條文之解讀；而自徵詢文件觀之，可以發現香港試圖將英國法制獨有之 IPO 保薦人制度融入 SPAC 制度之中，作為存續公司後續上市申請之協助者與內部監控中盡職調查之負責人，而其考量應是避免於香港境內其他上市制度有過大差距。因此，最後自英文版徵詢文件中得以看出「Sponsor」所指稱的是保薦人，而公司設立者只能取其核心內涵而另尋他詞並稱為發起人；不過收受來自實務界之意見與反饋之後，HKEX 最終選擇保留稱

謂為發起人，但修正其定義為「建立特殊目的收購公司及／或實益持有特殊目的收購公司發行的發起人股份之人士」²²，符合學界與實務對「創始股東」之概念。

綜上所述，若是以設立公司此一行為而言，SPAC 公司之贊助人與一般公司之發起人是相似的；然而，細究實務對於發起人之見解時，無論是存在於公司之期間與公司事務之權限，贊助人與一般發起人自根本上即有所不同，尤其是以發起為業之專業發起人比較時更為迥異。惟需要注意的是創始股東與贊助人之關係，透過各交易所之研究與意見，公司設立者之稱謂時以創始股東時以贊助人，但實際關係為「贊助人是創始股東，但創始股東不一定是贊助人」，即 SGX 澄清之內容。雖然我國證券交易實務並無保薦人制度而沒有用語混淆之虞，本文仍認為以「贊助人」為稱謂較為恰當，因本質上仍與一般公司發起人不同而應加以區別，不過正式譯名仍待立法者引進時方能確定。

二、經營團隊（management team）

相較於贊助人，經營團隊之意義與地位相對明確許多。學者將其定義為 SPAC 公司成立時負責營運管理公司事務，而團隊多由 3 位以上且具有私募股權、併購、營運經驗之專業經理人所組成；²³ 實務上，SGX 之認定則更為簡要，在意見徵詢書即明文泛指 SPAC 公司之執行董事與執行人，而總結回覆書之內容與最終之上市規則並無提及任何意見或修改，顯見實務界對於此定義具有一致之共識。

以管理公司事務之觀點，經營團隊於 SPAC 公司之地位對應於傳統股份有限公司，似乎難以常務董事或經理人等單一機關論斷。當代企業所有與經營分離之潮流下，一般股份有限公司內部機關之分工亦日漸細緻。以我國法為例，董事長為公

²² 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》1.01。

²³ 林聖傑，同註 18，頁 10-11。



司之唯一代表（公司法第 208 條第 3 項），董事會為業務決策執行機關（公司法第 202 條），常務董事則是節省董事會召集成本所設之常設性業務執行編制（公司法第 208 條第 4 項），經理人則是業務執行之輔助機關（公司法 31 條）；然而，實務上不僅有經理與董事認定方法之爭，關於職權與公司事務之分野亦各有討論，經理人部分有第三人信賴簽名之傳統爭點²⁴，常務董事則有法定職權說與授權說之爭²⁵，但此等議題並非本文所關注之重點，對於 SPAC 公司經營團隊之定位關鍵問題應為「日常業務執行權之職權歸屬」。對此，學者根據我國實務之觀察而提出「日常業務執行權多屬於董事長或總經理」之現象，認為是公司法第 202 條忽略決策與執行分離之必要所導致實務不區分決策權與執行權之結果，應考量美國模範商業公司法與公司治理之精神，故董事會行使決策權並將決策事項授權交由經理人執行，常務董事則視為美國董事會下之委員會而擔當過濾決策事項之門檻，日常業務事項由常務董事決策即可。²⁶ 是此，關於經營團隊之定位應考量其作為創始股東之構成且享有 SPAC 公司事務之決策權，但 SPAC 公司幾無員工之特徵而同時對日常業務事項負責執行，故本文認為經營團隊之於 SPAC 公司應與常務董事之於傳統股份公司較為接近，惟因需負責日常業務之執行而為董事與經理人之複合體。

然而，正是學術與實務均認為贊助人與經營團隊之定位有所不同，因此 HKEX 之徵詢文件內容則有所疑義與扞格。根據徵詢文件之內容，香港將「建立和管理 SPAC 的專業管理人，通常有私募股權、企業融資及／或行業經驗」稱為 SPAC 公司發起人，並提出主要建議含設有適合性審查、資格要求如機構投資諮詢或資產管

²⁴ 劉連煜，現代公司法，2016 年 9 月，頁 221-223。即第三人對經理人簽名之信賴保護問題，多數說認為除公司法第 31 條第 1 項之法定限制外地三人之信賴皆應保護，少數說則認為相對人負有查證義務，另有學者認為原則保護例外金額龐大時負有查證義務。

²⁵ 劉連煜，現代公司法，2016 年 9 月，頁 547-548。

²⁶ 王文宇，〈論董事會、常董會與委員會之權責劃分〉，《現代公司法制之新課題——賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集》，元照，頁 359-363，2005 年 8 月。



理之牌照等，並提及之職權包含併購目標之物色與併購交易之磋商等敘述。簡言之，HKEX 之理解似乎有意將 SPAC 公司之管理與營運業務均納入發起人之職權，不過此等理解實質上較接近經營團隊而與創始股東或贊助人之概念相差甚遠，似乎將贊助人與經營團隊之概念混為一談。對此，必須澄清的是：儘管贊助人在實務上多為擁有資金源之天使投資人或基金，但並未限制個人不得作為贊助人設立 SPAC 公司，因此一位專業經理人可以擔任贊助人並作為經營團隊之一員，香港於此之理解並無錯誤；不過香港似將 SPAC 公司之決策與執行均歸於發起人，然而實際上贊助人不一定參與公司所有事務之決策，但可以肯定的是事務之管理並非屬於贊助人而是經營團隊之職責，這部分即是香港有所誤解之處。

收受來自實務界之疑問與反饋後，HKEX 於諮詢總結文件表示刪除「管理事務」之相關語句，最終香港法制選擇不區分贊助人與經營團隊而改以公司設立者與持有發起人股份者說明之，此時發起人之概念趨向創始股東所代表之綜合概念而解決疑義。另外，香港法制中尚有其他名詞即特殊目的併購公司董事（SPAC Director），其定義相當直觀即 SPAC 公司之董事，徵詢文件進一步解釋為發起人於董事會之代表人以執行業務，不過實際上美國法中 SPAC 公司設有與創始股東無關聯之獨立董事，而在收受實務界意見並考量獨立董事之存在與其意見對投資人之重要性，因此 HKEX 將董事與發起人之關係自定義上予以切斷而純粹指 SPAC 公司之董事，此時概念上則能與美國法之經營團隊畫上等號。

整體觀之，縱使 SPAC 公司經營階層之構成有別於傳統股份有限公司，不過依然能看見公司治理架構的影子，即創始股東中具決策權之贊助人與具日常業務決策權兼執行權之經營團隊，其地位大致對應於傳統架構之發起人與常任董事，但因其新興商業組織之特色使贊助人與經營團隊之職權不限於傳統公司法觀念之發起人與常任董事。至於其稱謂上，新加坡與香港則以不同之方式為之，並無制式之限

定，因此如何呈現 SPAC 公司經營階層之架構則端視各國對 SPAC 制度之理解與立法選擇。



貳、 公開市場投資人 (Public Investors)

不論是前身之空白支票公司或 SPAC 公司，其經營目的皆是為了完成企業併購而設立之特殊目的公司，而併購所需要之資金除了創始股東與設立時所挹注之外，其餘部分理論上是透過公開市場上募集資金以填補滿足需求，以制度而言投資人是不可或缺之角色，故 SPAC 公司必須以更大之誘因吸引投資人之目光。對此，有別於創始股東所受之創始人股份，SPAC 公司對投資人所發行並非單純之普通股，而是由一普通股與一定數量之認股權（或可轉換證券）所構成之權益組合（Unit）²⁷，且在閉鎖期間過後股份與認股權得以拆開交易，透過認股權之額外誘因使投資人願意將資金投入乃至於留置於公司之託管帳戶。

受 SPAC 制度之誘因而被吸引之市場投資人可謂形形色色，可能是一般投資人即俗稱散戶，亦可能是較為專業之機構投資人，但並非所有參與公開市場認購、取得權益組合乃至於只取得股票或認股權之投資人皆能被稱為「公開市場投資人」。凡是在公開市場進行交易之制度勢必面臨內線交易之風險，尤其是找尋目標公司並商談併購交易之階段，不難想像公司內部有心人士會利用此一階段之資訊不平等謀取利益進而破壞市場之穩定；且基於 SPAC 公司並無實際營業活動而股價之變動全憑公開之資訊，HKEX 更進一步指出 SPAC 上市制度所面臨之風險是高於一般上市管道。為了維護投資人對市場之信任與降低對市場之疑慮，與公司具利害

²⁷ 此處所稱之認股權為 Warrant。關於認股權證之數量與比例未有一致之見解，學者認為每一單位包含一至兩個認股權證，如黃朝琮（註 9）；新加坡交易所於意見徵詢書中關於權證之敘述則是以複數表達；香港交易所之徵詢文件則認為可能不足一份或完整一份購買一股之認股權。即便如此，仍不影響「SPAC 所發行之權益組合（Unit）為普通股與認股權證所組成」此一特別之處。

關係或可能取得內部資訊之人士必須排除於「公開市場投資人」之外，因此劃定內外部界線是一項重要工作。

關於公開市場投資人或「公眾」之界線劃定，各國大多採取明文排除之手段，不過劃定之範疇則因政策不同而不完全一致。首先，香港明確揭示將核心關連人士排除於公眾之外²⁸，而 SPAC 公司之發起人、董事與二者之關係人定義為 SPAC 公司之關連人士²⁹，應可以推論上述三類為內部人士而其餘皆為外部人士；另外關於發行人，HKEX 在徵詢文件中則是註釋發行人不屬於核心關連人士但持有之股份亦不會納入公眾持有之計算。次之，新加坡採取與香港相同之手段，SGX 於意見徵詢書中將公開市場投資人定義為「對一個 SPAC 而言，除創始股東、管理團隊與其關係人外之人」，且於託管帳戶部分之敘述明確指出上述三者不被視為獨立，此時所涵蓋之範圍與香港之明文規範大致重合；然而，在總結回覆書中卻予以重新定義為「以下三者外之人稱為公開市場投資人：(1) 發行人與其子公司之董事、行政總裁、主要股東或控制股東；(2) 前段之關係人；(3) SPAC 公司之創始股東、經營團隊與其關係人」。相較於最初版本，顯然增加發行人 (issuer) 一集團，但所謂發行人究竟是何人？是否與創始股東集團之範疇重複規範？對此，為解讀發行人一詞而需要思考二面向，一是詞彙之區辨，對於 SPAC 公司於完成併購後之存續商業組織稱為最終發行人 (resulting issuer)³⁰，又後續涉及之規範於敘述上皆不會省略而有所簡稱，因此發行人與最終發行人應屬二事而不是名稱之省略；二為詞彙之使用，發行人時常與創始股東、經營團隊一併出現，尤其是在申請主板上市之篇章，

²⁸ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》8.24。

²⁹ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.01。

³⁰ SGX 對於最終發行人有收受許多意見回覆並作出澄清，主要內容如下：公司合併型態並不限於企業合併，企業合併一詞之使用並非限制而是指廣義之企業合併，換股、資產收購、股份購買、重組等方式皆可；面對 SPAC 制度中主體擴大與否之意見，即是否允許公開發行之信託，不過 SGX 予以否定並無意擴大至商業信託 (BT) 與不動產投資信託 (REIT) 等金融證券化信託。



而創始股東會作為發行人身分之時點為 IPO 階段，因此發行人應解讀為申請上市階段之 IPO 發行人。正確解讀之後，至於有無重複規範之疑問，本文認為 SGX 區分為二款並予以增訂之目的應理解為進一步防止風險而擴大內部人之範圍，若是發行人與創始股東並非屬於同一陣營則需要分別排除內線交易之風險，排除之範圍甚至穿透至主要股東與控制股東，故沒有重複規範之疑慮。是此，總結兩國之定義得以確認新加坡對 SPAC 制度中公開市場投資人所排除之範圍較香港寬廣。

以 SPAC 制度之引進工作而言，公開市場投資人之界線劃分與定義只是涉及投資人部分之第一步，主管機關與證券交易所後續尚需要處理之議題包含：受公開市場投資人定義之影響而著眼於確保足夠證券數量得以流通之公眾流通持股（public float）之標準設定，以及最為關鍵且 Rule 419 所強調的保護機制之建立，惟再次強調的是此保護機制所圍繞之核心並非股東而是以投資人為中心。

第三項 生命週期之運作流程

SPAC 公司依其公司之性質而承襲前身空白支票公司之兩大特徵——沒有特定之經營目的或計畫、經營目的為進行一個或多個企業合併，如此有別於以營利為目的之傳統商業組織，SPAC 公司作為當代新興之商業組織類型因而在各方面皆有其特殊之處，不僅體現在職權劃分上呈現複合之內部結構組成，更為重要的是其運作與生命週期。

對於 SPAC 制度而言，在創始股東設立公司之後，為了完成資金之募集並達成企業併購之經營目的，公司必須完成之階段性目標有二：一為滿足證券交易所之上市條件並完成 IPO 程序，另一則為經營目的之實現即企業合併之推進。然而，經營目的之實現期間並不是無限期，為了避免重蹈空白支票公司中極度缺乏投資人

保護之問題，對於無法實現目的之 SPAC 公司必須安排適當的退場機制。是此，SPAC 公司誕生了有別於傳統股份有限公司乃至於公開發行股份有限公司之特殊生命週期，本文將依其階段性目標區分為 IPO 階段與併購交易階段介紹並輔以圖像說明之。

壹、 前階段—IPO 階段

對一間股份有限公司而言，欲在證券交易所進行 IPO 程序，所需要完成的事前工作除了設立公司之外，亦須符合主管機關 SEC 與各證券交易所要求之條件，而尋求上市以公開募集資金的 SPAC 公司也不例外；又在完成 IPO 程序之前，公司內部機關原則上僅有創始股東存在，因此前階段係以創始股東為中心進行操作。

解構 IPO 階段之前，必須先認識此一階段之目的。SPAC 制度經常與借殼上市制度比較甚至有外國法將其劃入借殼上市制度下屬之一類，不過 SPAC 與借殼上市有許多不同之處，其中一點即是殼公司之產生過程：SPAC 制度是由合併發動者即創始股東製造一個符合上市條件但無實際營業活動之全新殼公司；而借殼上市之殼公司大多是有實際營運歷史但經營績效不佳甚至是面臨經營危機之上市公司。簡言之，SPAC 制度之殼公司為「全新乾淨的殼」，借殼上市之殼公司為「體質不佳之二手殼」。為此，SPAC 制度中 IPO 階段欲達成之目的則為「創造一個乾淨的殼公司」以供後續企業併購所用。

確立此一階段之目的後，便進入正題即殼公司之製造方法。若要單純製造一間公司，完成公司設立之當地登記註冊即可；然而，若是要製造能用於 SPAC 制度的殼公司，則需要完成主管機關所要求之流程，始得於證交所公開發行其證券。對此，運作流程如下：首先是證券之註冊程序，創始股東在各州完成公司之設立後，依《1934 年證券交易法》向美國 SEC 進行註冊，而 SPAC 公司發行之證券所需要提

交之文件為 8-A 表格 (Form 8-A)³¹，內容包含證券類型、發行事項、配息日期、其他條款如股份交換與贖回權等，註冊後方能在全國性證券交易所申請上市、公開發行此類證券，使 SPAC 制度所發行之權益組合得以納入監管；其後則是較關鍵之 IPO 程序，SPAC 公司申請 IPO 時需要向 SEC 提交 S-1 表格 (Form S-1)³²，其內容包含發行人、經營團隊報酬、投資人保護措施、風險等事項與提交公開說明書等文件，此表格之目的為揭露公司資訊，通過 SEC 之審查後始能於全國性證券交易所如紐約證交所 (NYSE) 與納史達克證交所 (NASDAQ) 申請上市。惟值得注意的是 SEC 對於併購標的之說明另有約束，一般會要求在公開說明書載明「尚未有目標公司，且尚未開啟企業合併談判」之聲明，若在前階段已有特定目標公司則需要附上該目標公司之財務報表，進而有認為過早設定目標公司反而會耽誤 SEC 之審查進程³³。

通過證券註冊與公司資訊揭露之二程序後，便得向全國性證券交易所提出 IPO 申請。有別於傳統 IPO 程序，SPAC 公司不需要安排路演 (Roadshow) 程序³⁴，而是由承銷商以不同於傳統 IPO 之方式處理後續承銷事務³⁵，最後 SPAC 制度中所需要之殼公司終於完成。不過，創始股東尚需要處理 SPAC 公司生命週期外之事務，

³¹ 林聖傑，同註 18，頁 12。

³² 關於此 S-1 表格之詳細內容，參見：張景儒，我國引入特殊目的併購公司 (SPAC) 之芻議——以 2020 年之發展與新興議題為中心，財產法暨經濟法，62 期，頁 169-170，2020 年 12 月。

³³ Ramey Layne & Brenda Lenahan, Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (July 6, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companiesan-introduction/#8> (last visited: Aug.20, 2022).

³⁴ 林聖傑，同註 18，頁 12。

³⁵ SPAC 公司之 IPO 在承銷上亦有別於傳統 IPO：一為費率較低，傳統 IPO 之價格是由承銷商決定，但 SPAC 公司之 IPO 因定價標準化而僅需要決定發行之股數，因此費率約固定在為募集金額之 5.5%（傳統 IPO 為 5%~7%）；另外尚有兩階段（IPO 後與企業合併完成後）之支付方式、超額配售權 (greenshoe) 之行使期間較長等，前者著眼於吸引投資人，而後者則是增加承銷商參與 SPAC 公司之誘因。關於費率，詳見：Michael Kausner & Michael Ohlrogge, A Sober Look at SPACs (Nov. 16, 2020), at 6, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3720919 (last visited: Sep.20, 2022).

例如為了確保公司可使用之資金不因投資人行使贖回權而不足之情況，創始股東會在此一階段尋找對象如基金甚至親自投入資金，藉由後續進行上市後私募投資（Private Investment in Public Equity，簡稱 PIPE）以填補因贖回而產生之資金缺口等，使 SPAC 公司得以順利推進至下一階段。

貳、 後階段一併購交易階段

公司設立之後，下一步即是展開營業活動以追求經營目的之實現；而對 SPAC 公司來說，因其空白支票公司之特徵並無實際之營業活動，是為了實現完成企業合併之經營目的而存在；然而，現實並非如理想中順利進行，對於無法實現經營目的之公司亦須安排適當之退場機制。因此，本階段之目標即是推動 SPAC 公司進行企業合併，若是無法完成時將階段目標轉為公司之終結，而此階段之參與者除了創始股東之外，自 IPO 程序所加入之投資人亦以股東身分參與其中。

學者一般將此一階段區分為尋找標的（Pre-acquisition）階段與併購（De-SPAC）階段³⁶，不過關於尋找標的階段之拆分大多是聚焦於資金置於託管帳戶之投資人保護機制，對於 SPAC 公司之生命週期並沒有較為特殊之意義，尋找目標階段只是為了推進企業合併之進行，兩階段中仍以 De-SPAC 階段為要。因此，本文將完成 IPO 程序至順利完成併購或無法完成併購而清算退場之階段一併稱為併購交易階段，惟需要澄清的是雖然稱其為併購交易階段，但指稱的是廣義之任何形態企業合併。

以公司生命週期之角度觀之，本階段之流程如下：首先，為了避免過去空白支票公司造成投資人慘遭套牢之窘境並促使公司管理層積極推動企業合併，限制經營團隊需要於一定期間內尋找合併之目標公司並開啟協商談判，美國法將期間定

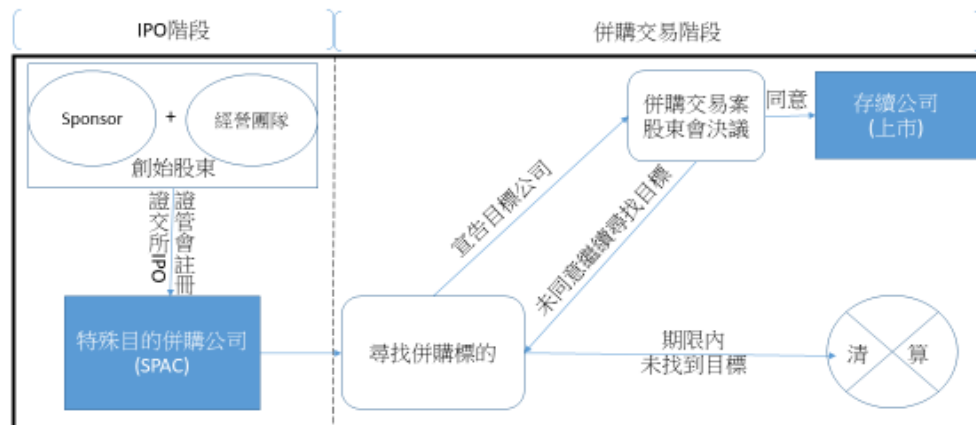
³⁶ 如林永青(前揭註 2)、朱翔宇(前揭註 6)與林聖傑(前揭註 18)。

於 IPO 後之 36 個月內亦可約定更短³⁷，此外尚需要對外宣告目標公司。次之，經營團隊經過對目標公司之協商談判、實地查核等流程，兩間公司達成合併架構之共識並擬定合併協議後，一些外國法需要先經獨立董事之審查與過半同意始能進入股東會議程。再次，合併案進入股東會進行決議時，所面臨之決議門檻得拆成表決權與金額兩部分，前者之門檻一般採取簡單多數決，後者則對應投資人贖回權之行使，即公司於章程中會約定募集金額比例之門檻，若是超過一定比例之異議股東行使贖回權將強制中止企業合併之進行；然而，有鑑於實務時有避險基金利用其持股狙擊 SPAC 公司與金額比例之強力門檻，在交易所規則設有公開收購時須提供與股東會決議相同之資訊的前提下³⁸，SEC 同意於 NASDAQ 等交易所上市之 SPAC 公司得以透過公開收購程序取代股東會決議程序。

最後，視股東會決議結果則會導向不同路線。若是股東會同意合併案，在與目標公司進行業務合併等 De-SPAC 程序完成之後，需要於完成之 4 天內向 SEC 提交 8-K 表格 (Form 8-K) 以揭露自身 SPAC 公司與目標公司之財務報表與公司相關資訊，交易所方面則以 SPAC 公司作為存續公司繼續在市場中交易其證券，而其後之金融監理亦回歸一般上市公司之常態。若是股東會否決或合併案撤回，期限未逾時經營團隊將繼續物色並搓合新的合併案，直到合併完成或期限屆至；然而，期限屆至時為了保障投資人得以全身而退，公司則進入較為特別之 SPAC 清算程序：託管帳戶之資金在扣除公司必要之營運支出、稅款後，除了創始股東與持有創始人股份者如 Pre-IPO 投資人與私人配股者之外，剩餘資金將由投資人分配之，交易所方面則是予以除牌下市即取消 SPAC 公司於市場中繼續交易之權利。

³⁷ 根據香港證交所之研究，美國上市 SPAC 公司一般將期限約定於 24 個月，不過亦有文章指出為 18 個月（詳見張景儒，同註 32，頁 171）。

³⁸ 黃朝琮，同註 9，頁 187。



【圖 1 SPAC 生命週期流程圖】

參、 小結

空白支票公司之所以成為證券詐欺工具甚至成為類型之一，不僅是因為公司資訊之不透明，更主要之原因在於投資人一旦投入資金後並沒有足夠之保障確保公司將會努力實現企業合併之經營目的，且公司亦不會主動清算終結，往往最後淪為被套牢之待宰羔羊；在導入投資人保障機制後，不僅將 SPAC 公司納入監管體系中，更是將 SPAC 公司賦予適當之退場機制而得以形成完整的生命週期。

是此，確立了當代 SPAC 制度是由 IPO 階段與企業合併階段所組成之週期架構，然而有學者認為應當解釋為是由 SPAC 公司與存續公司之兩個 IPO 階段所構成的交易組合並據此延伸出前後 IPO 程序之討論³⁹。對此，本文認為此一說法並不可採，理由在於：其一，固然股東之表決是對於目標公司未來發展性之信任投票，

³⁹ 陳若英，祛魅 SPAC——兼論我國上市公司公眾投資者保護法律制度，清華金融評論，92 期，頁 33，2021 年 7 月。

但不應忽略其特殊之公司經營目標與合併案屬於公司內部事務之性質，將股東始有權表決之合併案解釋為面向不特定投資人之 IPO 似乎有所偏頗；其二，該論點對於 IPO 階段為初級市場而合併階段為次級市場有所混淆，不應將二市場之投資人等同視之；其三則是錯誤理解 De-SPAC 程序之費用計算，併購費用究竟如何方能與 IPO 程序費用相提並論；況且借殼上市制度之運作實質上才更為貼近兩個 IPO 程序構成。基此，本文仍會將 SPAC 公司之生命週期理解為「由一個 IPO 程序與一個企業合併」所構成，而不同階段之區分將體現在事物之看法並影響價值評估。

第二節 特殊目的併購公司之意義與機制設計

任何商業組織之誕生都有其原因背景與考量之意義，而 SPAC 公司當然亦不例外。關於前身與誕生之部分已於本章第一節有所說明，不過自誕生至當代制度乃是經過數十年之發展與修正，彼時所代表之意義與機制設計已是今非昔比。因此，若是要考究當代 SPAC 制度之意義，吾人自然須以當代 SPAC 之機制設計為標的，而意義則需要圍繞之中心應為 2020 年所掀起之 SPAC 熱潮與其起因，以下將以 SPAC 制度之參與者分析其與熱潮起因之連結推論所代表之意義並剖析當代制度之機制設計。

第一項 特殊目的併購公司制度之意義與優勢

2020 年，正是新型冠狀病毒開始撲向人類的一年，各國紛紛宣布人與物之國境出入管制等防疫政策，無疑是對各產業帶來巨大之衝擊，因此各國政府陸續推出各產業之紓困政策，而受政策刺激之資金流需要一個適當之投資標的作為宣洩管



道，最後相中之標的即是 SPAC 制度。根據學者之研究⁴⁰，疫情成為 SPAC 熱潮之肇因有三：因經濟刺激政策如極寬鬆量化貨幣政策使市場上的資金供過於求、SPAC 設有贖回機制而被視為低風險之投資管道、SPAC 不需要經過 Roadshow 程序得以減少人際間之接觸，前者作為時代背景而後兩者則是凸顯 SPAC 制度之優勢，尤其是最後一點完美契合防疫政策之核心；又對於商業而言，面臨國境管制之阻礙卻收到紓困政策之刺激，冷熱交加之下亦改變了企業合併生態如民族資本主義之再興起，其中最為重要的莫過於帶起企業產生了產業鏈境內整併之需求。對此，資金供給與企業將目光投向 SPAC 制度之原因正是對應其所具備之意義，以下將以創始股東、目標公司與投資人三種角度說明 SPAC 制度對其所代表之意義。

壹、 創始股東

不論是外部之性質乃至於內部之構成與運作，SPAC 公司皆展現其作為新興商業組織的特殊性與複合型態，而不同類型的創始股東被 SPAC 制度所吸引而著眼之意義亦有所不同。根據創始股東之類型，主要分為籌資工具與合併工具二種意義。

一、 籌資工具

對於以投資獲利為導向之創始股東，SPAC 之意義為籌資工具。對於金融業而言，SPAC 被視為一種創新之金融工具，學者將其稱為「盲殼公司」⁴¹，此一稱謂是因近似於盲池基金 (blind pool fund) 之運作而來。詳言之，SPAC 公司與盲池基金，相同之處在於運作模式皆為特定發起者之名譽向投資人募集所需資金，利用市場中的公眾資本進行投資以獲取利益；又二者之所以為「盲」是因為盲池基金有別於傳統基金大多在發起時便會鎖定特定產業或資產為投資標的，於募集資金時並沒

⁴⁰ 王勇，解析 SPAC 上市熱潮，中國外匯，2021 年第 10 期，頁 37，2021 年 5 月 15 日。

⁴¹ 林永青，同註 2，頁 44-45。



有設定明確之投資標的，而 SPAC 公司一般不會在 IPO 程序之前設定特定目標，因此 SPAC 公司謂之「盲」不無道理；不過相對來說，兩者之差別則是出於組織法上的不同，盲池基金是私募基金之一類，應屬於有限合夥的運用⁴²，而 SPAC 公司則是作為公開發行之股份有限公司，非典型之有限合夥與典型之股份有限公司形成二者根本架構上的不同，但此一差異不影響二者對於向公眾募集之意義。因此，對於天使投資人、各類型基金乃至於個人經理人等金融市場參與者而言，籌措資金以供自身投資專業之實現與獲利是必然面對之問題，而 SPAC 制度無疑是提供了一個比私募基金更向公眾開放的籌資管道。

二、 合併工具

對於有企業合併需求之創始機構而言，SPAC 之意義為各方面較節省之合併工具。學理上，SPAC 公司歸納為特殊目的機構（下稱 SPV）之一種類型，亦是金融資產證券化所生之產物，不過何謂 SPV 與功能為何？所謂 SPV 係指創始機構基於特殊目的所設立之獨立組織並以此進行與該目的相關之交易與活動⁴³，利用架構式融資享受資產分割所帶來之利益如隔離破產風險、維持財務風險、降低稅賦、控制有限責任之風險等財務管理效益；又面對企業併購上，經營團隊於擬定併購策略時需要嚴格管控各種風險與有效利用公司資源以達到利益最大化⁴⁴，為了併購資訊之保密、併購成本與風險之控制，企業將選擇利用 SPV 進行多階段併購或三角併購。然而，SPV 因受到創始機構之實質控制而衍生操縱市場行為、資訊不透明等問

⁴² 王文字，同註 1，頁 220。

⁴³ 吳盈德，新型態企業併購模式——以特殊目的公司為例，台灣法學雜誌，320 期，頁 14-15，2017 年 5 月 28 日。

⁴⁴ 王志誠，企業併購佈局與特殊目的個體之運用，台灣法學雜誌，254 期，頁 156，2014 年 8 月 15 日。

題⁴⁵，但 SPAC 制度基於主管機關之監管與公眾資本之參與使創始股東之控制力淡化而與一般 SPV 有不小的差異。

對此，相當重視資訊隱密性之併購策略有何理由選擇 SPAC 模式而非 SPV 模式呢？本文認為主要原因有二：一是併購成本之降低，面對疫情之衝擊，企業或許需要將可動用資金用於因應收入減少但成本不變之窘境，國境管制政策亦使企業不得不在資金不餘裕的情況下考慮是否要在境內尋找產業鏈之替代廠商乃至於整併一條境內產業鏈；而 SPAC 作為金融市場中的籌資工具，只要願意接受主管機關之監管與公司資訊之揭露即可享受公眾資本之挹注，將可以利用無形之商譽吸引投資人，對於有資金壓力之企業可謂是大幅降低併購成本。二是併購程序之節省，SPAC 制度不若一般併購之繁文縟節，一方面法規上利用期限促使經營團隊致力於完成企業合併，另一方面則是增加制度之吸引力而給予方便，其中以「合併後即可繼續交易」之時間利益最為關鍵，以台灣為例，上市公司之合併需要經過為期八日之停止交易日⁴⁶，若是與未上市櫃公司合併更需要後者符合一定條件⁴⁷，對公司利益難謂是最大化之選擇，而 SPAC 制度不僅將程序簡化且完成 De-SPAC 程序後即可繼續於證券市場交易。因此，考量資金壓力之舒緩與時間利益之最大化，SPAC 制度納入疫情時代下企業進行併購中的一個新選項。

貳、 目標公司

對於未公開發行之傳統產業來說，持續營業至一定規模與營利結果後必然會面臨未來發展方向之抉擇，保持小而穩定的保守路線或是拓展並尋求更大獲利的

⁴⁵ 王文字，同註 1，頁 172。

⁴⁶ 臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第五十三條之一。

⁴⁷ 臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第五十三條之二。



積極路線；又以新興科技或文化創意為導向之新創公司而言，一般因為擁有無形之知識科技但缺乏資金卻又有經營權控制需求等因素而選擇閉鎖性公司作為公司組織型態，不過成立公司並不是新創公司之終點，吸引「伯樂」將自家知識科技發揚光大才是最終目標。是此，拓展經營規模之管道除了創投基金等投入外，尚有與上市公司合併藉此取得向公眾募集資金資格之方法，故對於企業合併架構中扮演目標公司的新創公司與傳統產業企業而言，SPAC 制度是一種上市工具。

SPAC 制度以上市工具之角度而言，時常與傳統 IPO 程序、借殼上市制度有所比較，以下將逐一分析之。首先是傳統 IPO 程序，美國法上一般公司進行 IPO 需要 12 至 18 個月，而證券之定價權是由承銷商計算，且公司架構較為制式固定，此時公司需要承擔窗口（window）所生之風險。所謂 IPO 窗口是指證券市場當下對於 IPO 之接受程度，即進行 IPO 之時機點，若市場熱絡則窗口開放，反之則是窗口關閉，因此窗口可謂是左右 IPO 能否成功之關鍵。而窗口所生之風險則有市場與價格二面向，前者是指預見並確保 IPO 期間皆是處於窗口開放實屬難事，而後者則是證券價值之評估，一般需要經由承銷商、詢價圈購（book-building）程序之投資人參與，價值評估上不無高估或低估之可能。相較之下，業界認為 SPAC 制度之窗口風險較傳統 IPO 程序低而具有優勢⁴⁸，理由如下：市場風險方面，SPAC 制度是市場景氣不佳時非公開發行公司尋求上市之管道且 SPAC 市場普遍活絡，而所需期間之部分雖然原因不同但均同意較傳統 IPO 程序短⁴⁹，故並不受窗口太多影響；而價格風險方面，股份定價是由目標公司能與 SPAC 公司直接交涉而較具控制權，且交涉對象是具經驗之經理人而更能正確看待自身公司之潛力價值，故市場對

⁴⁸ 新加坡交易所與香港交易所於意見徵詢文件中的研究均指向此一結論。

⁴⁹ 一說是以併購期間而言大多落在 3~6 個月，顯然是短於傳統 IPO 程序；另一說則認為兩者之法定期限並不會差距太多，但由於 SPAC 制度只需要與目標公司協商而容易取得共識，勢必較市場互動更多的傳統 IPO 程序耗時更少。兩說理由不同但皆指向同意之立場。

於目標公司股份之價格影響有限。是此，相較於傳統 IPO，SPAC 制度對目標公司而言具有縮短上市時間與價格控制權之優勢，此外亦享有交易架構自主權與合併後專業經理人之協助。



次之則是經常與 SPAC 制度進行比較之借殼上市制度。借殼上市，即一般認知中的反向併購，是指不具上市資格之公司透過取得已上市公司之經營權或控制權後，藉由以前者為存續公司之合併架構，將其所經營之業務併入該上市公司，從而達成上市之最終目的。乍聽之下，借殼上市似乎與 SPAC 制度有些相似之處，如「一方之未上市公司與一方之已上市公司」、「透過企業合併實現」與「使未上市公司完成上市為最終結果」等，然而實際上兩者並不相同，最主要體現於發動者為何方。借殼上市中，發動企業合併者為不具上市資格之一方，所相中之標的則是經營狀況不良或無意繼續經營之已上市公司，並非著眼於後者之資產或經營成果而是其上市資格一僅存之正資產，作為合併案中之需求方則需要負擔資金與合併架構等程序事項之準備工作，此外尚有一些不利條件如在台灣需要先行下市並符合一定條件方能於一年內再次申請上市⁵⁰與「二手殼」之負面形象⁵¹；相較之下，SPAC 制度中合併之發動者為具上市資格之一方即 SPAC 公司方，而合併案之決策權在 SPAC 公司之股東，因此資金與合併架構等事項之準備工作是由 SPAC 公司負責，對於目標公司僅需要回應其需求即可，而合併後目標公司不僅使用的是沒有經營歷史之「全新乾淨的殼」，並能享受 SPAC 公司中專業經理人所提供之知識與建議等額外福利。是此，基於二者各面向之差異，美國方面的紐約交易所與 NASDAQ

⁵⁰ 臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第五十三條之八。

⁵¹ 二手殼一詞見前節生命週期處；負面形象則是來自於已上市公司對外之經營不善印象與借殼上市之殼公司時常淪為股價炒作之標的等，參見：郭大維，SPAC 借殼上市，月旦法學教室，233 期，頁 24-26，2022 年 3 月。

交易所將 SPAC 制度排除在借殼上市的定義之外⁵²，但英國在金融監理上仍將 SPAC 制度定性為反向併購之一類⁵³，不過並不因此影響 SPAC 相較於借殼上市較為優勢之肯定。

參、 投資人

自運作與架構觀之，SPAC 制度與私募股權基金（Private Equity Fund）作為私人股權投資（Private Equity）之管道，兩者存有許多相似之處亦經常互為比較。不過，兩者之間仍有不同之處，其中最為明顯之處在於目標族群，前者是面向證券市場之所有投資人，而後者則是面向特定具有資力與風險承擔能力之少數投資人。因此，SPAC 是公募投資人投資私募股權之管道而有被稱為「窮人的私募基金」⁵⁴，在一般投資人眼中為一種新興投資項目。

詳言之，所謂私人股權投資是指以未在證券市場交易的公司之股份作為項目之投資，而私募股權基金（以下為稱呼方便簡稱為私募基金）則是透過非公開之形式向特定投資人募集資金並以此進行私人股權投資。私募基金通常進行高風險高報酬之投資方式如槓桿收購，通常以有限合夥為組織型態，而根據投資標的有長期與短期兩類，共同點在於投資人無法於約定期限屆至前贖回其資金；操作上，由具專業知識之基金發起人作為普通合夥人並具有基金之管理控制權，投資人則作為有限合夥人提供資金與支付管理費用等；而其募集之目標群體是較具資力、有取得資訊與風險承擔能力之專業群體如機構投資人因此不會受到法制與金融監理上過多限制，在資金募集與議價上享有較多契約自由之空間；然而，非公開之募資形式

⁵² 黃朝琮，同註 9，頁 185。

⁵³ 張景儒，同註 32，頁 186。

⁵⁴ 張景儒，同註 32，頁 175。

衍生出私募基金所面臨的問題為透明度與資訊揭露不足之問題，二者皆是嚴重影響投資人保護之問題。⁵⁵



相較之下，SPAC 制度則是彌補私募基金所缺乏之投資人保護機制，甚至有更勝於私募基金之獲利空間。首先，在 Rule 419 之精神下，主管機關 SEC 將 SPAC 公司納入金融監管後，SPAC 公司在公開市場募資之同時，投資人則享有資訊揭露之保障；其次，Rule 419 所設計之投資人保護機制包含進退場機制與託管帳戶之設立，大幅減低了投資人在合併完成前可能面臨之下行風險，尤其在權益組合交易之開放與贖回權之設計，使投資人享有多階段之退場機制；再次，一般投資人獲得與專業經理人共同投資之機會，具有專業知識之創始股東完成合併前之準備工作後，一般投資人透過行使表決權與贖回權得以左右公司之決策，即 SPAC 之成敗有賴於雙方之合作與互信，而非如私募基金中僅有支付管理費之單向互動模式；最後，SPAC 公司發行特有之權證組合，其中之認股權使投資人獲得一個額外再獲利與分散風險之機會。因此，對於欲進場私人股權投資之投資人而言，相較於私募基金，SPAC 制度具有多階段退場機制、資訊揭露等投資人保障，又費用低廉且風險低但獲利高之管道。

肆、 小結—SPAC 制度之優勢

總結來說，SPAC 制度因其複合性而產生之各面向優勢，而此等優勢對制度之各方參與者是存有不同意義。創始股東方面，以投資利益為目標之金融市場參與者而言，SPAC 是一種向公開市場投資人募集資金之籌資工具，與私募基金相比具有廣泛之目標群體；以有併購需求之企業集團而言，SPAC 是一種犧牲部分控制權與資訊隱密性以換取併購成本之降低與省時之合併工具，在疫情時代下或許比一般

⁵⁵ 王文字，同註 1，頁 220-224。



SPV 更有優勢。目標公司方面，相較於傳統 IPO 程序之耗費時間人力且受窗口影響、借殼上市所帶來之負面形象與等待期間，SPAC 制度顯然是更為快速且風險較低之上市管道。投資人方面，私募基金經常為人詬病之資訊揭露不足、透明度所形成之投資人保障不足，SPAC 制度則是以 Rule 419 為核心形成投資人保護機制，且不同於私募股權基金之間接投資，是一般投資人直接進入股權投資之投資管道。因此，對於各方均有誘因時，2020 年疫情時代成為 SPAC 制度之專屬舞台。

第二項 特殊目的併購公司之機制設計

從 SPAC 公司與空白支票公司間千絲萬縷之關係，自證券詐欺工具脫胎換骨為炙手可熱的金融工具，最為重要的轉捩點即是廉價股票改革法案中 Rule 419 之制定，確立了以投資人保護為中心之核心精神。對此，不僅為了實踐投資人保護更為了吸引投資人，如何形塑投資人保護機制是一項關鍵；又上市櫃公司一般在股權分散之情況下追求經營效率，股東僅能將經營決策權交由專業經理人負責⁵⁶，如何有效解決利益衝突與安排內部治理即是所謂的代理問題，而 SPAC 公司作為在證券市場交易之公司法人且設有公眾流通持股之標準，創始股東之代理機制亦是重要課題；最後，不論是因主管機關面對空白支票公司資訊揭露不足之金融監理問題，抑或是投資人保護建立於資訊揭露之上，資訊揭露機制之於 SPAC 制度具相當程度之重要性。

因此，SPAC 制度如何以契約自由為根基，將設計代理、投資人保護與資訊揭露等三項機制構築並形成強力之投資人保護，以下將逐一剖析之。

⁵⁶ 王文字，公司治理與法令遵循，2021 年 6 月，頁 18。



壹、 強烈之契約性與契約自由

前段章節中，本文數次強調 SPAC 公司是「自願接受 Rule 419 內容之約束」與契約性質濃厚之組織，但契約對商業組織之意義為何？SPAC 制度又如何實現自願接受約束？

以法律經濟學之觀點，法人組織是由基於共同目標形成共識基礎之資金或人群集合所成立，而各利害關係人藉由契約與法人組織建立法律關係，因此法人組織實質上是由數個存於利害關係人間之契約所構成即所謂之「契約之束」；而此處之「共識基礎」作為合意面向，加上財產面向之資產分割與治理面向之代理分權，三者共同構成企業選擇組織型態時所需要以經濟觀點所考慮之要素。⁵⁷ 了解法人組織後，作為商業要素之商事契約，在人人都是商人的思維下享有私法自治原則與契約自由，前者是指當事人得依照個人之意思，創造、決定與形成私法權利義務關係，並排除國家與法律之干預，後者則是契約法之基本理念亦是前者之重要內涵，在不違反公序良俗、法律強制規定或沒有公益審酌之情況下，只要雙方當事人相互意思表示一致且受其拘束時，契約即為成立並承認其效力；⁵⁸ 相對而言，也正是商事契約之當事人皆具有專業知識與風險承擔能力，私法自治原則與契約自由方能最大程度之實踐。因此，契約與商業組織之間相輔相成，數個契約構成了一個商業組織，而商業組織亦成為契約法基本理念實踐之舞台。

共識基礎於商業組織內通常藉由公司章程與各式契約加以實現，但章程可能影響對「契約」於解釋上應採取廣義解釋。所謂章程是指規定公司組織及活動之根本規則，以釐清涉及公司之基本權利義務關係與內部之組織架構，進而對公司員工、

⁵⁷ 王文字，同註 1，頁 19-20。

⁵⁸ 王文字，同註 1，頁 13-14。

股東、債權人甚或社會大眾產生規制作用，但關於章程之性質迄今仍有爭論。⁵⁹ 比較法上，英國法認為組織內部成員間透過類似契約之關係相互連結，美國法則認為具有組織憲章之作用而規範內部成員間之權利義務並認定具有類似契約之效力，許多州法更是明文定性為契約。⁶⁰ 學理上，法律行為按成立所需要之意思表示區分單方行為與多方行為，而多方行為則包含契約行為與共同行為，前者是因當事人互相意思表示一致而成立⁶¹，後者則大體上是由同一內容之多數意思表示所合致而成立，並有意思表示向社團為之、多數決、協商後之單一方向性、共同促進利益之目的等不同焦點⁶²；而關於兩者之區別，傳統學說無法有效歸納非典型之共同行為⁶³，應以「利益一致與否」予以劃分⁶⁴，契約行為是立場對立之雙方尋求交集點，共同行為則是具組織性之當事人所為。按學理分類之脈絡，章程似應歸為共同行為，但仍有前述之契約說與依法律授權之自治法說等不同意見，有學者更是獨立於契約行為與決議（共同行為）之外之組織契約說⁶⁵。對此，有認為強將公司章程定性只是淪為概念法學之探討而意義不大⁶⁶，本文同意此一說法，縱使我國通說基於法人之社團性而採自治法說，不過聚焦於內容以規範內部成員間權利義務關係而視

⁵⁹ 王文宇，公司法論，元照，四版，2008年9月，頁94。

⁶⁰ 金鼎，公司章程之效力與界限—以英美法制為借鏡，元照，2014年2月，頁14、19。

⁶¹ 王澤鑑，民法總則，2014年2月，頁285。

⁶² 邵慶平，公司法：從契約看組織：第一講 公司的設立與共同行為、契約行為（上），月旦法學教室，92期，頁47-48，2010年5月。

⁶³ 陳自強，契約之成立與生效，新學林，2002年3月，頁43。

⁶⁴ 王文宇，決議、協議與契約之辨—評析臺灣高等法院108年度重上更一字第4號民事判決，月旦裁判時報，第111期，頁46，2021年9月。

⁶⁵ 將多方行為區分為契約、決議、章程（組織契約）三類，而分野上，契約與通說相同；決議係指法人組織用於形成內部對外之意思表示，原則上僅規範內部法律關係且不因單一意思表示瑕疵而影響決議之效力；章程則是承認其具契約之色彩之下，因合意之當事人並非意思表示方向對立而將其獨立於契約之外。詳見黃笠，民法總則，元照，2005年9月，頁196-197。

⁶⁶ 金鼎，同註60，頁25。

為廣義之契約並無不可，此時公司自治亦有私法自治原則作為依憑，強硬性反而使公司章程失去彈性。



回歸 SPAC 公司之本質，SPAC 公司是符合 Rule 419 豁免條款之空白支票公司，得不受 Rule 419 之限制而享有私法自治與契約自由，不過發起人逆向思考而利用公司章程、各類契約與公開說明書將 Rule 419 之內容作為誘因吸引投資人，因此認為自願接受拘束；又不論是私法自治與契約自由體現於制度在各發展階段之屢次調整⁶⁷，抑或是收束各利害關係人之間的法律關係，皆顯示 SPAC 制度與 SPAC 公司之契約性質濃厚。

貳、代理問題之利益調和——創始股東獎酬機制

商業組織在當代經營與所有分離之風潮下，組織內部產生了管理層與股東、控制股東與非控制股東、股東與其他契約當事人等三種利益衝突問題之組合，而利益衝突問題正是經濟學之代理問題。⁶⁸ 簡言之，當一方仰賴他方從事特定行為而他方掌握更為全面之資訊時，資訊不對稱形成投機取巧之空間，進而影響此行為對於本人之利益。⁶⁹ 對於 SPAC 公司而言，即便天使投資人與基金發起 SPAC 項目之目的在於獲取合併利益而看似與投資人利益一致，但創始股東於管理事務時尤其企業合併階段，將與身為股東的投資人出現極大之資訊落差而有利益衝突之空間，

⁶⁷ 詳見黃朝琮，註 9。

⁶⁸ John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, 神田秀樹, Reinier Kraakman, Mariana Pargendler, Wolf-Georg Ringe, Edward Rock (著)，林建中(譯) (2019)，解構公司法：比較與功能取徑，新學林，頁 2-3。

⁶⁹ 王文字，同註 56，頁 18。

因此 SPAC 公司仍存在代理問題，且學者更進一步認為制約管理層從事利益衝突交易也是最大程度保障投資人利益，因而視為投資人保障之一環⁷⁰。

SPAC 公司與私募基金之不同，除了有無投資人保護機制亦體現在代理問題之處理手法。理論上，面對代理問題一般將法律作為工具降低損害，大體上分為具命令性質之監管策略與強化本人控制力之治理策略二類，利用兩者之配合發展出十種法律策略。⁷¹ 對此，私募基金與 SPAC 公司皆採取誘因調校(Incentive Alignment)之法律策略，不過前者選擇事前之權責調和，而後者則選擇事後之獎酬。私募基金方面，內部分為具管理控制權之專業經理人與擁有資金之投資人，專業經理人之報酬則主要來自投資人支付之管理費與基金獲利之抽成，而代理問題即自專業經理人與基金連結度低、專業知識所生之資訊不對稱所產生。因此，私募基金自組織型態之選擇調和權責，即在有限合夥制下，專業經理人享有投資決策權同時擔任無限責任之普通合夥人，而投資人則擔任有限責任之有限合夥人，達到權責相符與利益上立場一致。⁷²

SPAC 方面，雙方主角為具有專業知識與事務執行權之創始股東與投入資金之投資人，而策略上則是對創始股東之報酬設計獨特之機制。在討論報酬機制之前，需要注意的是 SPAC 公司仍有受託人義務之適用，由於 SPAC 公司之組織型態為股份有限公司使創始股東負有受託人義務，美國主要交易所上市規則甚至要求 IPO 後多數董事須由獨立董事擔任⁷³，兩者皆是受託人地位策略之運用，而合併期限之限制則是控制投資人之機會成本與促使創始股東積極完成其任務。不過最為重要

⁷⁰ 湯欣、陳思含，SPAC 制度中投資者保護機制研究，證券市場導報，2021 年 9 月號，頁 75，2021 年 9 月。

⁷¹ John Armour 等人著，林建中譯，同註 68，頁 44-45。

⁷² 王文宇，同註 1，頁 222-223。

⁷³ 湯欣、陳思含，同註 70，頁 76。



仍是創始股東之報酬機制，創始股東取得合併利益之基礎是來自於象徵性對價（nominal consideration）所購買的 20% 股份⁷⁴，此外創始股東亦無其他報酬，而該 20% 股份則被稱為創始人股份。創始人股份在設計上，創始股東以近乎無償之對價取得 IPO 後已發行股份之 20%，不過若是期限屆至而未完成企業合併時則創始股東不會取得任何股份，在公司清算程序中亦無權參與清算而需要承擔最終損失，可謂是報酬之有無取決於合併完成與否。是此，一方面透過持有創始人股份將創始股東與公司之利益相互連結，而另一方面則進行權責調和，使創始股東需要負擔未能達成經營目的之終局損失。

整體而言，以公司連結性之觀點而言，SPAC 之創始人股份報酬制是較緊密於私募基金之管理費報酬制。然而，創始人股份報酬仍存有待解決之問題，由於該 20% 股份之報酬是取決於合併之完成而非合併產生獲利後取得⁷⁵，恐面臨經營團隊不關心合併後結果之情況，是為受託人地位與獎酬機制二策略間之潛在緊張關係⁷⁶，惟值得注意的是近期不少國家在引進時亦會要求創始股東須持有一定比例之持股以強化與公司之連結，亦出現以併購效益為目標之提成機制。

參、 投資人保護機制

SPAC 公司能在股權投資領域掀起熱潮並能夠面向公開市場，最主要之誘因即是其投資人保護機制。誠如前述，SPAC 公司是自願接受 Rule 419 之內容而以投資人保護為核心精神，但並非所有機制皆全盤接受，且在各時代背景之影響下細節內容亦有所調整，以下將逐一說明當代 SPAC 制度所設計之投資人保護機制。

⁷⁴ 又譯為名義對價、名義代價，創始人股份是由創始股東以無償或象徵性對價（通常為 25000 美元）所取得。

⁷⁵ 湯欣、陳思含，同註 70，頁 76。

⁷⁶ 王文字，同註 56，頁 21。



一、獨立託管帳戶與價值

對於財產面之投資人保護策略，SPAC 制度選擇利用獨立託管帳戶，藉由信託法制中資產分割之功能形成財產面之保障，確保投資人所投入之資金在完成 De-SPAC 程序前之安全，也因此生命週期之尋找標的階段中獨立託管帳戶具有重要意義。

此一機制下有二內涵，分別為「自 IPO 所募集之資金須存入由獨立機構所開立之託管帳戶」與「另一則為目標公司之公平價值須達募集資金之一定比例」。首先，前者之設計是自 Rule 419 承襲後迄今仍未改變，並有認為是最為特別且最可靠之保護機制⁷⁷。具體而言，此一設計是為了避免募集而來之資金被經營團隊任意挪用，導致陷入企業合併時苦無資金甚至清算前即遭掏空等不利於投資人之窘境，而存入託管帳戶則是有效控制資金之運用，一般要求存入之比例為募集金額之 90%，且託管之資金僅能用於支付日常營運費用與法規所許可之高信用評級短期證券。其次，後者之設計同樣承襲自 Rule 419，其目的不僅約束經營團隊需要物色具有一定規模或發展潛力之目標公司，更確保企業合併後 SPAC 公司能擁有多數所有權或控制權。具體而言，多數立法例將公平價值之比例設定在募集金額之 80%，而此一標準在容許同時發動多項合併之情況下，仍限制至少一項合併須滿足標準而非以多項之總額計算，不過由於事涉公平價值之評估，對於創始股東而言存有利益衝突之風險，因此延伸出獨立估價師之設置與獨立第三方投資之討論。

⁷⁷ 湯欣、陳思含，同註 70，頁 72。



二、 股東表決權

投資人在應募取得股份後即取得股東之身分，而股東之價值則體現於股東權，又其中以股東會表決權最為重要，作為參與公司管理與營運之權利，不僅是自身立場之表達管道亦是少數股東保護之一種策略⁷⁸。

在 SPAC 制度中，表決權最主要行使之處是在企業合併議案。關於企業合併議案之流程已於生命週期處有所說明不再贅述，而表決權作為投資人保護則關鍵在於門檻之高低，一般採取多數決但實則與贖回權有所關聯，即 SPAC 公司章程於約定門檻時除了表決權多數決尚有行使贖回權比例之門檻，此時若是贖回權比例設定較低，縱使取得過半同意仍無法有效推動企業合併程序之進行。舉例來說，公司章程將贖回權比例設定為 20% 時，縱使表決權結果為 79% 同意，只要有 20% 以上之募集金額被贖回，該企業合併案仍會強行中止。惟在部分立法例中表決權之同意或反對會影響贖回權得否行使，或許得以調和兩門檻之落差。

是此，對 SPAC 制度而言，考量表決權與贖回權之間無論是在公司事務之影響力與權利之行使皆有所關聯，對於表決權之意義於參與公司事務及投資人保護之間在解釋上應視為後者之一環。

三、 投資人之贖回權

贖回權，在 SPAC 制度之所有機制中可謂是對投資人最具吸引力之誘因，也是 SPAC 被評估為風險最低之投資管道時最關鍵之要素，但也因此衍生出相關股權問題。關於贖回權，與部分文獻所指稱之取回權為同一權利，而學者將其與表決權共

⁷⁸ John Armour 等人著，林建中譯，同註 68，頁 119。

稱為投資人話語權⁷⁹，且多數學者自其行使方式而稱其為「二次否決權」。如此重要之權利，究竟其內涵與行使方式為何？

有別於之出資返還請求權，所謂贖回權係指 SPAC 公司須賦予股東享有繼續持股或取回出資之選擇權，其權利性質與我國之股份收買請求權較為相近⁸⁰，應屬形成權而毋須經由公司同意。具體而言，贖回權之內涵體現於學者對其之稱呼，「投資人話語權」是指投資人透過贖回權之行使以對企業合併議案之立場與對公司經營團隊之信任為財產面向之表達，因此與合意面向之表決權共稱為投資人話語權；「二次否決權」則是指贖回權對於企業合併案之影響力，承表決權處所述，經營團隊於股東會提出企業合併議案時，不僅需要通過表決權多數決且行使贖回權而返還之金額不得超過一定比例，若是贖回比例過高將強制中止合併之進行，因此對投資人而言表決權是為第一次表達意見之管道，而贖回權則是賦予第二次杯葛之機會。行使方式方面，則隨時間之推移而有所改變。以 Rule 419 之原始設計而言，由於空白支票公司並未強制規定併購案須經股東會之同意而將時點設定在簽署併購合約後，公司須通知股東併購事項並給予 20 至 45 天之考慮期間決定是否退出，若股東選擇退出則得取回其出資；不過隨著 SPAC 制度之發展，確立了企業合併議案需要經由股東會多數決之門檻與行使贖回權比例之門檻，而此一轉變亦連帶影響贖回權之內容，變更為「行使時點自股東會召集通知公布後至併購交易完成前」與「表決權之同意或反對可能會影響行使之能否」。

是此，贖回權成為 SPAC 制度中最關鍵且最強力之機制，雖然本意是由投資人得以表達對於併購案之立場，若有不滿則得以作為退場機制，另外有立法例則解讀為是衡量併購目標價值之方法；然而，不同於股份收買請求權之收買後便關係兩清，

⁷⁹ 湯欣、陳思含，同註 70，頁 76。

⁸⁰ 關於股份收買請求權，詳見：劉連煜，同註 19，頁 164。

贖回權在行使後仍持續左右公司事務之進行，是否應賦予贖回權如此強大之效果不無疑義。惟需要注意的是贖回權所牽涉的是公司股份，並未及於權益組合中之認股權，一般情況行使贖回權僅須繳回股份而得以保留認股權。

四、 權益組合之分別流通

SPAC 公司與傳統上市公司存有許多差異，市場觀點下最具特色之處莫過於 SPAC 公司 IPO 程序所發行之有價證券為由一普通股與數量不定之認股權所組成的權益組合（Unit），其理由為提高投資人之誘因。對於投資人而言，不同投資管道之間是具有競爭關係，投資人會盡可能選擇風險低而獲利高之管道，而 SPAC 公司因併購所需資金相當依賴於投資人之投入，單純發行普通股則可能使投資人傾向於併購協議時之 PIPE 投資，而認股權之加入則是對投資人在併購確定前之機會成本補償，使投資人願意於 IPO 程序即投入資金，因此權益組合之發行是為提高投資人之投資意願。

除此之外，權益組合亦投資人保護之一環，原因在於允許普通股與認股權得分別流通之特性。詳言之，雖然 Rule 419 是允許認股權等衍生有價證券之發行但與普通股皆受轉讓之限制，不過 SPAC 制度不僅開放權益組合得在次級市場交易，更是允許在上市 52 日後以不同交易代碼分開交易，是當代 SPAC 制度所創新之機制。對於投資人而言，分別流通交易之特性使投資人在 SPAC 公司合併完成前得以分散風險與控制機會成本，進而形成一種投資人保護；又分別流通不僅在交易上亦體現在贖回權之行使，即贖回時僅須交還普通股並保留認股權，使投資人在退出公司之餘仍有享受合併利益之機會。是此，權益組合之分別流通在交易與贖回形成多階段之退場機制而形成投資人保護之一環，不過也因此衍生出股權稀釋等後續問題。

肆、 資訊揭露機制



「Sunlight is said to be the best of disinfectants, electric light the most efficient policeman」，是出自美國大法官 Louis Brandeis 之名言，其說明資訊公開之重要性。美國 SEC 對於證券監管之策略則奉行並採取公開原則，任何有價證券只要滿足資訊揭露之要求便無需禁止其發行，具體上即是發行人透過所發行之註冊報表（registration statement）與公開說明書向投資人提供能被理解之公司資訊，並因此被認為資訊揭露亦是貫徹投資人保護理念之一環。

面對空白支票公司與衍生之證券詐欺案件，美國當局為了將其納入金融監理之範疇內，除了改革廉價股票法案與制定 Rule 419 之外亦有資訊揭露之要求。關於 SPAC 公司之資訊揭露，主要規範於《1933 年證券法》、《1934 年證券交易法》與 2020 年美國 SEC 所公佈之 SPAC 資訊揭露指南（SPAC Disclosure Guidance）；而具體內容則可見於其生命週期所需提交之文件表格，按階段切分如下：IPO 階段所需要提交的是 S-1 表格，而主要揭露的內容則是公司資訊、創始股東報酬機制與投資人保護之條款，不過因公司尚無實際營運，使 SEC 即使謹慎審查通常也不會有實質意見；尋找目標公司階段則有委託投票說明書（proxy statement）即 14A 表格、要約收購（tender offer）之資訊、季度/年度財務報表，而前兩者則是涉及併購階段之事項，14A 表格是章程約定合併議案須經股東會決議通過時始須為之，揭露內容為合併之所有細節事項且 SEC 將嚴格審查之，要約收購則是與贖回權有關；併購階段則是 8-K 表格，需要完成合併後之 4 天內提交且內容包含 SPAC 公司與目標公司之所有公開說明書內容與財務報表；若有違反之情事則屬於證券詐欺而依前述之二法承擔民事與刑事責任。對此，學者認為 SEC 監管之審查力度為前期

寬鬆而中後期嚴格，尤其是後期併購後之 8-K 表格相當於二次 IPO 程序之申請⁸¹，顯示資訊揭露義務之重點在於併購交易，引進上則需要多加留意。

有學者則是透過與其他融資管道關於資訊揭露程度之比較分析 SPAC 制度之優勢，由於 IPO 階段 SPAC 公司資訊甚少，因此係以併購之 De-SPAC 階段進行比較。⁸² 與傳統 IPO 程序相比，SPAC 之優勢在於得向一般投資人提供未來財務預測，而發展潛力是新創公司最為重視之處，財務預測之提供能使一般投資人了解並吸引其目光；與新創公司之 Pre-IPO 投資相比，Pre-IPO 為私募性質之募資管道而資訊較為封閉，不過 SPAC 制度提供一個同樣以新創公司為投資標的但資訊相對公開之管道；最後則是與借殼上市之比較，兩者同以完成企業併購為目標使併購消息極為重要，不過在資訊揭露之範疇上仍有所不同，基於發動方之不同與機制之設計，SPAC 公司須揭露創始股東之背景資訊與自願提供未來之財務預測報告，而借殼上市則由未上市方發動而無法獲得發動方之資訊。因此，以資訊揭露而言，SPAC 制度較有利於投資人並成為投資人保護之一環。

第三節 特殊目的併購公司制度之制度化風險

在剖析並解構 SPAC 制度後，其後藉由與其他相似之金融工具或組織之比較下釐清其優勢之處與掀起投資熱潮之原因。然而，無風險之投資管道是幾乎不存在的，差異僅在於風險之孰高孰低，而內部之機制本身與外部之市場投資人皆是風險之來源。因此，本節將探討 SPAC 機制制度化時可能面臨之風險，參酌新加坡交易

⁸¹ 湯欣、陳思含，同註 70，頁 72。

⁸² 袁嘉逸，關於 SPAC 信息披露優勢的分析與思考，清華金融評論，92 期，頁 60-62，2021 年 7 月。

所、香港交易所與學術文獻等資料，整理並區分為來自機制運作產生之制度面風險與市場流通之交易面風險。



壹、 制度面風險

一、 企業合併之不確定性風險

在 SPAC 制度之中，企業合併牽涉經營團隊（創始股東）、投資人（股東）與目標公司三方，前二者尋求合併所帶來之龐大合併利益而後者則是以上市為其目的，其中作為上市工具享有價格與交易確定性已於前述，不過細觀企業合併之過程將發現其中存在許多不確定性。具體而言，作為進程推動者的經營團隊固然透過參與公司所有事務而擁有充分之資訊並做出最有利之決策，但投資人與目標公司相形之下則有資訊不足之問題，導致需要分別承擔執行風險與否決風險所形成之不確定性風險。

對投資人而言，需要承擔經營團隊能否完成企業合併之執行風險。在投資人投入資金後，雖然存在受託人義務、報酬機制等代理問題調和機制促使經營團隊盡力為之，但尚有其他因素使 SPAC 公司最終無法完成企業合併；此時，即使其後之清算機制得以幾乎無損失之狀態下回收資金，不過仍受到約 2 至 3 年併購期限之機會成本損失，是為投資人之執行風險。對此，本文認為應將 IPO 完成之一定期間後（美國法為 52 天）即分別流通交易權益組合納入此風險之評估，而在權益組合得以流通以分散投資風險下，或許投資人所面對之執行風險並無想像中如此巨大。

以目標公司之角度，則是需要承受 SPAC 公司股東會決議結果之否決風險。在一般企業併購架構下，區分為擬定策略、選擇對象、價值風險評估、實地查核（Due Diligence）、談判、簽署併購協議等流程，而股東會決議則有異議股東股份收買請求權使公司處於立場一致之狀態；而 SPAC 機制同樣需要經過上述流程，但有所差

異的是對於異議股東之處理機制，誠如贖回權處所述，縱使合併案取得表決權同意仍會受到贖回權行使比例之影響而強行中止，是為目標公司之否決風險。



二、認股權與股權稀釋風險

在資本確定原則之要求下，公司設立時應在公司章程中載明公司資本額並募集足夠之資本以確保公司穩定之財產基礎，而授權資本制則賦予董事會資本運用之彈性，發行新股原則上不會受到太多限制。然而原有股東未認足比例時，發行新股則可能導致股份價值與持股比例之稀釋，其主要肇因於低於真實價格之發行價格與發行對象之增加，進而使原有股東受到股權與利益之影響，不過學者認為開放型公司之股東應關注的是股份價值而非持股比例之稀釋。⁸³ 又發行新股之諸多管道中，認股權為一定期間內（通常為一年）有權向公司依約定價格請求購買一定數量股票之權利，其行使亦令公司需要發行新股以實現之，因此發行新股與認股權皆產生股權稀釋之風險。

在 SPAC 機制中，有兩項機制將產生股權稀釋風險且有衝擊資本三原則之情況，一為創始股東報酬機制，另一則為權益組合中的認股權。具體而言，前者由於創始股東取得 20% 股份是因企業合併之完成而以幾近無償之價格支付象徵性對價，象徵性對價牽涉發行價格而創始股東取得股份則是發行人數之增加，對於 IPO 程序中認購股份之股東尤其持股比例無疑是受到相當程度之稀釋，且多達 20% 股份之資本未有實際資產加以填補，是否會對於資本確定原則與資本充實原則有所影響不無疑義。後者則是肇因於權益組合之分別流通性，認股權得以獨立交易且行使贖回權時股東得以保留，而認股權實現時則產生行使之原股東持股比例上升或是

⁸³ 朱德芳，論公司法董事會發行新股之權限與責任－以公司法第一五六條第五項股份交換制度為核心，兼論股東優先認股權之存廢，政大法學評論，115 期，頁 159，2010 年 6 月。

交易取得之新股東加入持股等情況，對於未行使贖回權之股東無疑是產生持股比例下降之股權稀釋影響。

然而，實際來自投資人認股權所帶來之影響遠在股權稀釋之上，根據學者之研究，因權益組合中認股權之行使價格高於普通股，使投資人傾向行使贖回權，但實際贖回情況則是來到平均 58%且極端情況則可達 95%之投資人皆贖回，因此使 SPAC 制度轉為依賴 PIPE 之投入，而依賴程度則體現於進行 PIPE 之 SPAC 公司達 83%且投入金額占全部募集之 40%。⁸⁴ 面對此一實務現況，再考量投資人於市場上交易普通股之因素，學者認為 IPO 完成後與合併完成後之股東結構已截然不同⁸⁵，對於股權延伸至利益稀釋之問題或許比想像中更為嚴峻。

據此，認股權在實務運作上成為 SPAC 一項重要議題，不過各交易所關注之焦點似有所不同，香港交易所著眼於經濟利益之稀釋並稱其為攤薄風險，新加坡交易所則是以贖回後未對企業合併有任何經濟貢獻進而質疑投資人享有合併利益之權利基礎。

三、 監理管制之不公平性風險

以金融監理之角度而言，SPAC 機制被關注之重點在於其作為上市工具之意義，而不公平性風險則出現在 SPAC 制度與傳統 IPO 程序之間，若是 SPAC 制度之約束過於寬鬆則可能形成 IPO 程序之監管漏洞，導致欲納入監管卻增生更多問題。

SGX 於意見徵詢書則更為詳細說明，SPAC 制度相較於傳統 IPO 程序具有省時與自主控制權之優勢，但省時並不意味監理與程序之省略，若是制度化時令 SPAC 公司過於便宜行事，對於傳統 IPO 程序則有 SPAC 無須接受 IPO 審查與專業

⁸⁴ 數據來自香港交易所諮詢文件之研究內容。

⁸⁵ 黃朝琮，同註 9，頁 174。

人士之盡職調查等相關評估程序之監管不公平之問題。此外，資訊揭露方面亦有所疑義，雖然美國 SEC 確保了投資人取得合併議案中等同傳統 IPO 程序之資訊，但實務仍屢次出現目標公司之資訊不實、財務預測誇大之情事，或許歸根究底仍是監管不公平之問題。

因此，為了避免 SPAC 制度成為金融監理之管理漏洞，制度化時應衡量 SPAC 之優勢與義務是否平衡，而本文認為在當代制度已然固定之前提下，解答應是在資訊揭露義務上尺度之嚴謹與否，以及是否與當地法制加以融合。

貳、 交易面風險

一、 市場操縱與內線交易風險

市場操縱與內線交易為證券市場進行交易時必然面對之風險，不過 SPAC 制度或許使風險有所增加，而 HKEX 在評估上市認為 SPAC 制度所承受之不法風險是較高於一般交易制度。市場操縱方面，由於 SPAC 公司沒有過往營運歷史亦無實際經營業務，但投資人之決策大多仰賴歷史數據與過往表現之評估，在無所依憑的情況下便容易受到小道消息甚至流言之影響，且 SPAC 公司股價偏低居多，因此容易成為不當買賣與流言操作之標的；內線交易方面，在允許 SPAC 公司於全國性交易所上市之同時亦負有資訊揭露義務，然而並非事事皆須公告，潛在合併對象之尋找與談判仍具有隱密性，而隱密性將形成內部人居於資訊優勢地位，此時便存在內線交易之風險。因此，SPAC 機制仍存有市場操縱與內線交易等風險，將仰賴證券交易法規之納入並受其規範。

二、 管理素質風險

對於投資人而言，一間 SPAC 公司在沒有營運歷史、財務報表僅有少量數據而幾乎空白之公司資訊，除了公開說明書所記載之風險評估與相關機制之設計，投入資金與否之唯一判斷依據即是創始股東之聲譽與過往經驗。若是投資人因市場熱潮而相對不理性的時候，聽聞知名人士參與 SPAC 公司之發起，則可能出現迷信聲譽與盲從之情況；此外，SPAC 制度是由 IPO 程序與企業合併程序所組成，若是由不具金融相關專業知識與經驗者擔任創始股東或經營團隊成員，即便機制設有相對充分投資人保護機制，仍是將投資人置於高風險。因此，創始股東是否具備一定能力成為 SPAC 制度必然面對之投資人保護兼代理問題，而香港將此風險稱為管理素質風險。

第四節 本章結論

承第一章所言，SPAC 制度因贖回權與權益組合的設計而被投資大眾認為其風險較低於一般投資管道，且能參與潛在投資利益更大的私人股權投資，因此有稱為「窮人的私募基金」。綜觀本章內容，上述二優勢確實存在於 SPAC 制度尤其贖回權更是被視為制度之核心機制，不過當吾人繼續深究制度之全貌時，可以發現並非如投資大眾之印象般美好，內部存有不少引進上法制面與運作上交易面之風險。

SPAC 公司與其法制是為解決空白支票公司所衍生之證券詐欺等問題而生，藉由相關機制之強制訂定與資訊揭露義務之實踐以達成投資人保護之目的。然而，吾人都知曉「賠本生意沒有人會做」的道理，身為創始股東之贊助人與經營團隊必定是利令智昏方投入其中，併購交易階段中之目標公司亦是如此，不過三方皆能從中獲利的美好結果只存在於理論中，實際上各方無不盡可能透過章程、認股說明書等

契約進行如併購成敗與股份稀釋等相關風險之分擔與轉嫁，而香港交易所與新加坡交易所則各自在其意見徵詢文件明確記載並分析之，因此投資人風險低之大眾印象或許是出自於片面認識或陷入制度之宣傳迷思。

是此，在 SPAC 制度引進之議題上，如何在投資自由與投資人保護之間取得平衡是主管機關必須慎重看待之，且不僅限於投資人保護之研究上，尚需要擴及金融監理、企業併購與證券交易等法制；而投資大眾亦須更為認識之，並學習相關專業知識如契約等書面與資訊之判讀能力，Rule 419 乃至於衍生之 SPAC 制度所強制設定之投資人保護機制與資訊揭露始能發揮其作用。

第三章 引進特殊目的併購公司制度對 我國商事法之挑戰



對於外國法制之引進工作而言，需要研究之課題除了所能帶來之效益評估與我國是否有需求之必要性評估之外，尚須考量該新制是否能融入我國現行法制與如何引進等問題，否則縱使立意良好但凡錯誤引進只會造成新制之不適與實務爭議之衍生。在商法領域中，因錯誤引進而衍生爭議之具體事案則以獨立董事與委員會最為知名，公司治理課題對於公司發展具有相當重要，而我國主管機關能有所關注並積極引進確實立意良好，但引進時並未顧及美國法實務中業務執行與監督之權責分配機制，而將獨立董事與審計委員會置於監察之角色、薪酬委員會對於薪酬之決策似乎並未擁有最終決定權等不少令人生疑之立法設計，學說上產生不少疑義；而主管機關訂於證券交易法且發布行政函令強制上市櫃公司定期內改行獨立董事與委員會制⁸⁶，但相對亦形成我國監察人制與委員會制之兩制並立現象。即使明白其立意是約束大型企業以完善公司治理乃至於間接達成股東保護等目的，不過錯誤引進之成效只會事倍功半甚至於成效不佳。

因此，在第二章剖析 SPAC 制度後，為了避免錯誤引進之情況，本章以我國商事法是否具有足夠條件以引進 SPAC 制度為研究主題，第一節將以我國商事法為標的分析其特色與立法政策之取向，藉以摸索足以左右立法方向之關鍵因素；第二節則整理自 SPAC 熱潮後迄今由主管機關與學者所提出之意見，並以個人意見分析是否有理與提出淺見；第三節則是以第一節之分析作為基礎並提出本文認為當

⁸⁶ 行政院金融監督管理委員會金管證發字第 10200531121 號。

代 SPAC 制度與我國現行法制上可能出現之扞格，尤其是組織與實體法層面，討論引進前需先行調整或開放之處。



第一節 我國商事法之特色與立法政策

一部法律之制定，自立法過程與其後之施行可以知道受各方因素之影響。在遵循憲法之精神之下，行政權藉由擬定草案、發布函令以達成目的與實現政策，立法權則透過三讀程序展現立法體例與價值觀之選擇，而司法權則是自審判與統一解釋形塑正確之樣貌，另外尚有歷史沿革亦有所影響。我國商事法亦是如此，在行政權政策面、立法權立法技術面、司法裁判面之合作與角力之影響下，依循自民國初年迄今之歷史脈絡，最後形成獨具本土特色之商事法。

是此，本節將探討 SPAC 制度之核心要素如契約性與投資人保護等在我國商事法之現況，首先探討我國商事法、商事契約與公司章程之法制，其後則是以事例比較我國主管機關對於投資人保護、利害關係人保護如債權人與企業合併等三項立法目的之優先劣後順位，以觀察我國是否適合 SPAC 制度之生存。

第一項 我國商事法之特色

儘管吾人在學習法律之過程都知道我國商事法在立法體例上採取民商合一制，但除了「民法為普通法而商法為特別法」較為人知曉外似乎難以說出立法體例對於商事法有無其他影響；又商法與商事契約是較為宏觀之概念，應與公司章程分別討論。因此，本文先以立法體例探討民事法與商事法間之關係以及說明我國商法與商事契約之實踐，其後則探討我國之章程自治與其界限。

第一款 民商合一制下的商法



壹、民商法關係之分立與合一

民法與商法之間，儘管兩者自起源乃至於發展皆呈現不同之面貌，不過因為皆以私法關係為規範對象而被劃入私法體系之下，使兩者千絲萬縷之關係可謂是剪不斷理還亂。對此，各國在思考商法於私法體系定位之問題時，在審酌立法效能與該國歷史背景後，在立法政策之選擇上走向民商合一或民商分立。

探討民商法關係之前，吾人必須先認識何謂商法。關於起源，是商人階級在經濟力量之推進過程中，欠缺彈性之固有法律對商業交易不僅無益反而形成障礙，因此透過行會等自治組織形成約束成員之自治規則，其後隨著商人影響力之提升，自治規則也成為國家法律。在此起源之下，所謂之商法，具有形式意義與實質意義二層面。形式意義上，是指以商法典為名之法律並以商人與商行為之規範為內容，而商人泛指商事營利事業之經營者⁸⁷，商行為則指商人以營利為目的所從事之行為。實質意義則是以核心精神為斷，不過判斷上則有不同觀點：有以立法核心之探究，區分為以商人為核心之主觀主義與以商行為判斷之客觀主義，而前者為當代歐洲所青睞；另有自經濟觀點之探討；亦有以法律事實之商法特殊性為標準，而日本主流之企業說即認為商法是因企業關係之特殊性而發展之特殊規定。⁸⁸ 而基於上述意義得以衍生出商法之特色，包含日本企業說之營利性、集團性等性格，德國法中私法自治空間之擴大、交易安全與信賴保護之要求提高、特別注意義務之明文化等

⁸⁷ 王文宇，民商合一下的商法與商事契約，月旦民商法，73期，頁72，2021年9月。

⁸⁸ 陳自強，民商合一與民商分立，月旦民商法，10期，頁76-77，2005年12月。

89，此等特色則體現了商法之歷史發展脈絡。因此，儘管在理論方面具有各種意義或不同觀點，但皆指向出商法是不同於民法且獨具特色之一套私法規範。

商法之別具特色與不同已於前述，但商法是獨立於民法之外而具獨立性嗎？面對此一問題，本文認為應自商法之形成過程觀察，即自法律事實形成商業慣例至最後訂為法律之過程。詳言之，當交易雙方皆為具專業知識之商人時，將選擇揚棄缺乏彈性之民法而改由合意以便利性、降低成本為優先之交易模式並形成定型化契約，是為單一法律事實之形成；此定型化契約在廣為商人所用，並經過長期且反覆進行後，此法律事實將不再是個案而是形成商業習慣；又商業習慣在法庭之審判中運用，透過判決之積累逐漸形成一般社會通念，最後為立法者所接受而予以明文化，成為國家法律。然而，被忽略的是法律事實前之基礎與明文化後之融合，前者是指商法所調整的是以營利目的之特殊性規則，其餘規範原則終究與民法無法脫離關係，學者並以德國法之代理為例⁹⁰；而後者，學者將兩者比喻為冰川，即具主觀特殊性之商業習慣在時間推移下，被廣泛運用而被大眾所接受成為一般社會通念時，是為商法之民法化，概念上猶如冰川般上層不斷形成新的商業慣例而下層亦逐漸融入民法概念。⁹¹ 總結來說，商法固然有其特色並有其獨立性，但不能否認的是商法之形成是立基於民法而受經濟考量所推展；而在長時間之推移下，商法之概念與原則會逐漸為大眾所採納而民法化，兩者之間可謂是獨立但難以分開，也因此商法有稱為是法律（民法）發展之開拓者⁹²。

⁸⁹ 陳自強，同註 88，頁 78-79。

⁹⁰ 關於代理與商業代理之分野，詳見：陳自強，從商業代理談民商合一與民商分立，月旦民商法，14 期，頁 118-136。

⁹¹ 劉宗榮，採用民商合一制度或民商分立制度，月旦法學，184 期，頁 61，2010 年 9 月。

⁹² 王文宇，從商法特色論民法典編纂——兼論台灣地區民商合一法制，清華法學，2015 年 6 期，頁 63，2015 年。



面對難分難捨之民法與商法，各國大致在分立與合一之二路線為選擇，以下按出現之先後順序說明。先出現者為民商分立制，自 19 世紀法國制定商法典為起點，開展出主觀主義與客觀主義兩路線，而選擇之理由則側重在商法是由商業習慣積累而形成有別於民法之發展歷程、商業交易更重視交易安全而在法律效力上盡量避免無效撤銷等云云⁹³，簡言之即是重視商法之特色與商業慣例之形成；在後者則是民商合一制，乃於 19 世紀末由瑞士首創，其主要考量是基於商行為與一般契約難以區分而選擇揚棄商行為之概念⁹⁴，不過在避免流於概念法學之定義探討之際則必須妥當安排民法與商法之關係，最終仍倉促以前兩編為通則與契約、後三編與商業相關之結構可謂是合而不一，但立法技術上選擇以商人身分作為特別法適用之判斷，足以反映出民商法共享同一基礎並保留商法之特色。是此，兩者之間並沒有對錯而僅是關注之重點不同，惟需要注意的是民商分立與合一之討論主要是在大陸法系，在普通法系如英國美國則基於遵循判例法而幾無符合形式意義之民商法，大多以具實質意義之個別法律存在，因此分立與合一之討論對普通法系實益不大。

商法自其發展歷程發展成為具有特色與獨立性之一部私法，不過商人前為人、商業交易前為一般交易，商法在形成商業慣例以前仍是出於民事法律關係；又商法在廣為運用下亦產生民法化之現象，兩者可謂是難以分開之關係。至於民商法之立法體例，分立與合一僅是重視之面向不同，並不存在對錯只是價值選擇而已。

貳、民商合一形塑之台灣商法與契約

我國民商法立法政策上採取民商合一制，以形式觀之，我國有統合民事法律關係而居於民法典地位之民法，但不存在以商法典為名或統合商人與商行為之商法

⁹³ 劉宗榮，同註 91，頁 61-64。

⁹⁴ 陳自強，同註 88，頁 82-83。

典，實難認為分立制；歷史脈絡上，民國初年民法起草時即明確採取「以民法為本，不能合併者則單獨立法」之民商合一體例⁹⁵。然而，成為變因的是近代修正之方向，在最初版本之商法是自大陸法系所繼受而來為前提下，後續修正卻是大量引進普通法系之概念並以美國為之最，最後形成今日獨樹一幟之台灣商法。對於頗具在地性之台灣商法如何展現在法制與契約層面，以下將分別說明之。

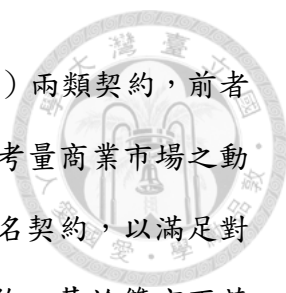
法制之訂定方面，我國商法呈現出管制面與強行規定（Mandatory Rules）居於多數之現象。根據學者之研究，商法之構成是由交易面與管制面交織而成的，前者是指私法面向之法律行為與關係，而後者則是指公權力基於金融秩序、經濟貿易政策等所安排公法面向之限制手段，因此商法之制定上在以民法之私法自治原則為基礎的同時，尚需要考量立法密度與立法目的等公法因素，學者稱為商法之雙層結構並認為是商法不同於民法之處。⁹⁶ 而管制面與交易面之明文化則透過強行規定與預設規定（Default Rules）之安排，前者是基於締約失靈所生而具強制性並不存在當事人選擇空間，後者則以節省成本為考量而提供範本之概念但當事人得以選擇另為合意約定，惟需要注意的是強行規定並非限於命令性質，亦有類似任意規定之促進性質。⁹⁷ 據此，管制面多為強行規定並授權主管機關訂定相關細則辦法以達成立法目的與管制，交易面則為預設規定以保留私法自治空間，而公司、保險、票據、證券交易等四部實質意義之商法均具體上可見，並在大陸法系強調管制面之背景下，使我國商法成為管制面與強行規定居多而私法彈性較小之法制。

契約則分為應用與紛爭解決二方面，前者說明商業契約之特性，而後者則是我國司法對於契約紛爭之處理。應用方面，商業中可能涉及之契約類型按當事人之身

⁹⁵ 陳自強，同註 88，頁 85-86。

⁹⁶ 王文宇，同註 92，頁 63-66。

⁹⁷ John Armour 等人著，林建中譯，詳見註 68，頁 25-27。



分有 B2B (Business To Business)、B2C (Business To Customer) 兩類契約，前者由於雙方皆為具專業知識、資訊地位、風險承擔等能力之商人，考量商業市場之動態性與風險分配之合意性，B2B 商業契約多為不完整契約與無名契約，以滿足對於私法自治原則與契約自由之需求⁹⁸；而後者則涉及定型化契約，基於雙方不若 B2B 類型之地位平等，為了避免商人方利用專業知識與資訊之落差訂定不利於一般人民（消費者）之條款而有管制之必要，我國面對定型化契約則以民法第 247 條之 1 與消費者保護法予以限縮私法自治空間，此時則回歸民法之範疇內。然而紛爭解決方面，我國司法審判處理契約紛爭之方法不甚理想，商業契約因不完整契約之性質而容易因契約漏洞產生紛爭，在司法實務將「民法為普通法而商法為特別法」之概念奉為主臬下，面對無名契約之契約漏洞時，一般先尋找具有類似特性之有名契約予以定性後類推適用該有名契約之任意規定，但此種處理方法嚴重忽略私法自治原則之精神。對此，學者指出契約漏洞之填補方法有任意規定與契約解釋二方法，在無名契約無任意規定之情況下，正確之處理方法應是探求當事人真意之契約解釋，而非藉由類推適用強加合理方法於合意之上。⁹⁹ 總結而言，我國之商業契約於應用上得以正常進行，但於紛爭解決上無法為其營造有利發展之環境。

參、 小結—未必有利於商法實踐之台灣

對於我國商法，立法體例選擇民商分立與民商合一之影響並不大，差別僅在於重視面向之不同而不會因此抹去商法之特色與獨立性。然而，基於商法之雙層結構包含具公法色彩之管制面，使公權力得以透過強行規定加以限縮私法自治領域，而強行規定之多寡亦影響章程自治之範圍；而商業契約一方面受制於定型化契約之

⁹⁸ 關於不完整契約理論，詳見：王文宇，同註 1，頁 86-88。

⁹⁹ 王文宇，契約法任意規定面面觀—Ayes 教授的演講與評論，台灣法學，344 期，頁 5-6，2018 年 6 月 14 日。

民法約束，另一方面在司法實務錯誤操作「民法為普通法而商法為特別法」所形成之雙重困境，因此商法之實踐在我國未必享有足夠之私法自治原則與契約自由，而此一結論亦不利於解釋股份認購契約與公開說明書之發揮空間。



第二款 契約自由之不自由——我國章程自治之界限

對於公司而言，公司章程是規範內部成員間權利義務關係與組織事務之根本規則，而有謂居於憲章性之地位¹⁰⁰，亦成為實現公司自治之管道。然而，公司章程並非完全沒有界限，享有自治空間的同時仍受制於國家法律等商法管制面之約束，即公司法制是足以牽動公司章程之制訂與修改，因此公司章程界限之探討仍需要回歸公司法制之研究，又學者認為自治效果之範圍需要自章程之定性、效力為起點¹⁰¹。對此，本文已於第二章第三節第二項之處已將公司章程之定性視為廣義之契約，故以下論述將承接此一立場並先後討論章程之定義範圍、效力、界限與評估方法。

壹、章程之定義與效力

關於章程之定義已於前述多次提及，不過章程之定義範疇並不限於名為「公司章程」之章程，而是包含形式意義與實質意義兩類，前者為記載以規範內部權利義務關係與組織事務之根本規章為內容之書面，而後者則是任何規範內部組織與活動之規則即為實質意義之章程，兩者似乎指稱同一事物而僅差異在紀錄於書面之時點¹⁰²。不過，在章程之外尚有辦事細則之存在，在我國公司法制下對於實質意義

¹⁰⁰ 金鼎，同註 60，頁 13。

¹⁰¹ 曾宛如，〈章程自治與少數股東保護間之平衡設計〉，《當前公司與證券法制新趨勢：賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集》，元照，頁 416，2016 年 8 月。

¹⁰² 胡韶雯，公司自治：章程與辦事細則，月旦法學教室，145 期，頁 66，2014 年 11 月。

之章程並未有太多著墨¹⁰³，至少鮮見於公司法中；相較之下，比較法上則有明文化類型，以美國法為例，模範商業公司法中可見一般辦事細則（Bylaws）、緊急辦事細則（Emergency Bylaws）等類型，其功能亦是規範業務經營與公司業務等內部組織事務，應符合章程之定義而為形式意義外之實質意義章程，學者逕以章程與辦事細則之制定修正程序不同而認為非屬於實質意義章程之見解¹⁰⁴似乎有所誤解。因此，章程之定義範疇並不限於公司章程，而是及於辦事細則等實質意義之章程。

定義範疇之後則是章程之效力，而章程具有之效力則有章程之整體效力與記載事項之個別效力二層面。所謂章程之整體效力是指「章程」對其他自然人或法人所產生之效力，由於是以章程為主體探討其效力，性質之定性成為必然需要討論之議題，並據此延伸出依法律授權制定組織內部自治規則之自治法說、規範利害關係人間權利義務關係之契約說、基於法人之社團性而強調利益與意思表示方向一致之共同行為等三種理論，進而產生出契約效力、對抗效力與代位訴訟等效力，本文稱為章程之整體效力；而記載事項之個別效力則是指個別記載事項所產生之效力，並分為絕對必要記載事項、相對必要記載事項、任意記載事項，而記載事項則是個別檢視，因此本文為了與章程效力區別而稱為記載事項之個別效力。關於章程之整體效力，除了部分學者認為強硬性只是淪為概念法學探討之外，吾人總能在章程效力之討論發現如契約效力¹⁰⁵與契約中債之相對性¹⁰⁶等延伸議題，即涉及定性問題則無法與契約完全脫鉤，不過本文是基於經濟觀點上之組織構成與 SPAC 制度之發展脈絡而視為廣義之契約，故不再贅述。

¹⁰³ 具體舉例詳見：王志誠，公司法第二講 公司之章程與自治，月旦法學教室，23期，頁64-65，2004年9月。

¹⁰⁴ 胡韶雯，同註102，頁66。

¹⁰⁵ 王志誠，同註103，頁65-67。

¹⁰⁶ 曾宛如，同註101，頁418-419。



記載事項之個別效力則是值得關注之處，在商事法具有管制面與交易面之雙重結構為前提下，章程之個別效力正是公司自治與公權力管制之主戰場。承雙重結構所述，管制面多為強行規定而交易面則為預設規定，公司法對於記載事項之效力亦是如此分類：絕對必要記載事項為公司章程必須記載之項目，若是違反或未記載則可能導致章程無效甚至公司無法設立；相對必要記載事項則是公司法列舉之事項，若有記載則依公司法發生效力，若違反或未記載並不會影響章程與公司之效力；最後，任意記載事項則是公司法為明文規定之事項，公司得在不違反國家法律之前提下，將約定事項載入章程之中。儘管有文獻整理外國學者對記載事項效力於學理上之其他區分方式¹⁰⁷，終究回歸到強行規定與預設規定之判斷，惟強行或預設之判斷不是固定標準，許多因素如公司規模大小亦有產生不同效力，不過正是商法有強行規定與預設規定之存在，吾人能以此為摸索章程界限範圍之起點，而無須如民法自習慣與法理等抽象概念起手。

貳、章程自治之界限

商事法具有管制面與交易面之雙重結構是討論章程之界限與範圍之立論基礎，不論基於強行規定與預設規定衍生之記載事項個別效力，抑或是凸顯政府態度與國家法律對於公司自治之影響力，兩者皆是構成章程自治界限之重要依據。由強行規定與預設規定所構成之絕對必要記載事項、相對必要記載事項與任意記載事項已於前述，為學者討論章程界限之通常起點而具有重要性；而界限則以任意記載事項為中心，探討主管機關接受之「任意性」程度。

政府干涉公司自治之管道有二，一為公司法等商事法之立法，另一則是主管機關之解釋。對於公司法制，學者有謂制定上應以「兼顧利害關係人之權益保障」與

¹⁰⁷ 詳見：王雲澤，閉鎖性股份有限公司章程自治界限—兼論 107 年公司法修訂之相關內容，真理法學，22 期，頁 71-74，2019 年 3 月。

「便利企業使用組織」為核心理念¹⁰⁸，但我國公司法與主管機關對兩者之重視程度似乎相當懸殊，出於公益目的而以前者為立論基礎之條文不勝枚舉，反觀後者則容易被政策所遺忘，直到 2015 年公司法增訂閉鎖性公司專章與 2018 年公司法全盤修正所提倡之大小分流始獲得關注。因此，吾人可見公司法等商事法以股東與債權人保護、股東平等原則等一般原則為核心精神之立法，但相對亦形成章程自治空間之限縮。

章程自治因公司法制基於公益目的而退讓尚屬合理，畢竟組織內部利害關係之平衡本身即是另一項龐大課題；然而，學者有所疑問的是主管機關之解釋。根據實務之觀察，以涉及股東會、董事會、盈餘分配等相關函令觀之，乍看沒有解釋標準之解釋函令中，學者認為是以保護股東權益與貫徹立法意旨為主要邏輯¹⁰⁹，不過主管機關似乎在立法意旨之理解上有疑義，具體案例如本意為鬆綁董事資格而誤解為強制規定、公司法不見獨立董事之規定誤解為禁止之意等，縱使法規本身有疑義亦會傾向限縮之保守解釋；而面臨法條之阻礙時，企業往往會尋求替代方案以迂迴手段達成目的，不過效果往往無法完美實現反而徒增交易成本。因此，關於公司自治與章程自治之議題，學者認為不應以「生命自會找到出路」作為解決之道¹¹⁰，尋求法制上之鬆綁方為章程自治之正確解答。

總結而言，章程自治界限之設定主要來自政府與主管機關。除了公司法制含有公益考量而應有所退讓之外，尚受制於主管機關之解釋函令，但主管機關多有誤解立法目的或採取保守態度之立場，非強行規定解為強行規定，使本應鬆綁之修正反而成為章程彈性之束縛。對此，法制與解釋函令確實呼應我國商事法管制面較多之

¹⁰⁸ 曾宛如，同註 101，頁 415。

¹⁰⁹ 曾宛如，同註 101，頁 422-427，後述具體事例亦出於此處。

¹¹⁰ 邵慶平，章程自治之界限－特別股類型限定之反省，月旦法學，247 期，頁 85-86，2015 年 12 月。

特色，卻也使任意記載事項難有發揮空間，最終章程自治過於限縮進而不利於公司自治之實現。



參、章程合法性評估方法¹¹¹

綜觀我國學者對於章程自治之文獻，大多聚焦於個別事項進行探討，例如特別股類型¹¹²、少數股東保護¹¹³、忠實義務之免除與董事會與股東會權責分配¹¹⁴等主題，似乎無法有效自個別事項之歸納出固定之判斷標準，即便能歸納出結果仍是按抽象之一般原則予以分類，仍有賴於一般原則之解釋。在我國主管機關管制較為嚴謹之環境下，縱使企業富有想像力所設計之章程，也無法自我檢視其合法性遑論推廣形成商業習慣，章程之發展呈現被動而如死水一般。因此，除了擬定模範章程之外，或許應建構一套適當之評估方法以供適用與自我檢視。

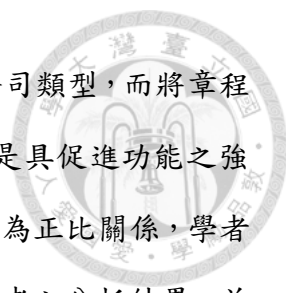
面對本應展現公司自治之章程，學者則提出一套合法性評估方法，藉由公司法制之整體地位分析與個別條款之分析等二階段，判斷章程記載事項之性質與個別效力。首先，針對公司法制之整體地位分析區分為歷史沿革到路徑依賴、行政機關之執法態度、法典架構、政策衡量等四個面向，而學者於分析後認為我國公司法傾向為強行規定。詳言之，自歷史沿革觀之，公司從特許轉為登記之去管制化過程，除非明文取消管制或授權公司得排除，否則仍被視為具強行性；而執法態度上，機關在審查不同於公司法設計之具原創性章程因牽涉性質之判斷而通常接受程度低，又各商事法之主管機關不同亦形成設計章程之障礙；法典架構則以公司類型化為

¹¹¹ 方嘉麟、朱德芳，公司章程自治之界限—以章程置入反併購條款之可行性為核心，政大法學評論，143期，頁244-270，2015年12月。

¹¹² 詳見邵慶平，註110。

¹¹³ 詳見曾宛如，註101。

¹¹⁴ 二主題均詳見金鼎，註60，頁183-189。



例，藉由賦予各商業組織不同之制度設計使企業按其需求選擇公司類型，而將章程之設計限制在類型之邊界內，故此種模式被視為不具命令性而是具促進功能之強行規定¹¹⁵；最後則是政策考量，國際化與市場化之程度與任意性為正比關係，學者係自新創公司於境外設立公司之情況推論之。對此，本文同意學者之分析結果，並認為在 SPAC 制度之引進上可能必須將焦點放在執法態度、公司類型化與政策考量等三個面向之評估。

其次，為判斷個別條款之屬性分析，分為有無明文、國家經濟政策、矯正市場失靈、公司法基本原則、制式化要求程度、保障弱勢者、比較法之觀察等七個面向，但可於各面向發現國家政策之身影。詳言之，有無明文則如字面所言，而在明文之外尚須參酌立法目的，以避免故意迂迴規避禁止事項之情況；國家經濟政策則是視政策之強度而影響強行或任意之屬性，而在法規界線不明時政策之走向亦帶來影響如董事會或股東會中心主義之爭；而矯正市場失靈是強行規定之主要功能，具體如股東有限責任與資訊揭露為例；公司法基本原則是自發展脈絡所生，如股東平等原則與受託人義務等，不過面對國家政策時會因政策強度而有所消長；制式化程度需求則視交易成本與公益目的之平衡，程度低時偏向交易成本為預設規定而容許私人另外約定之，但程度高時則偏向公益目的而轉為強行規定；而保障弱勢者亦字面所述，多以強行規定保護如少數股東、債權人、員工等，除了基於組織權力平衡外亦含有國家政策之價值選擇；最後則是比較法之觀察，但學者提醒需要考慮各國法治與市場運作之差異。是此，相較於將強行規則歸納於一般原則之整理工作，此個別條款之屬性分析更能顧及較全面之因素，亦能觀察出公權力對於商事法管制面之影響力。

¹¹⁵ John Armour 等人著，林建中譯，同註 68，頁 26-27。



回歸我國現況，由於主管機關未能如他國擬定模範公司章程等預設規則供企業作為參考範本，僅能透過強行規定為主之公司法制予以規範，而學者所提出之章程合法性評估方法對於主管機關審查與民間自我檢視時，或許能填補部分模範公司章程之功能，並能在我國較為限縮之章程自治界限中找尋突破或拓展之可能。

肆、小結—囿於強行規定之章程自治

我國章程自治界限之探討結果能與我國商事法之特色有所呼應，即客觀上不利於章程自治之發揮。面對公司法制之核心理念，主管機關選擇傾向利害關係人權益保障使整體公司法制趨向強行規定，並另外透過解釋函令致力於實踐其選擇且無論正確解讀立法目的與否，可謂「汲汲營營」於利害關係人權益保障之達成；而透過學者所提出之章程合法性評估方法，整體法制面有章程原創性之接受度低、公司類型化反成框架等現象，個別條款面則幾乎各面向均受到國家政策之影響，使得章程自治有所受限。因此，雖然章程記載事項有絕對必要、相對必要與任意之分，但公司法制與解釋函令深受國家政策之影響及主管機關之保守態度，限縮了與章程界限極為相關的任意記載事項範圍，故認為是困於強行規定。

第二項 我國經濟政策之取向

自前項關於我國商事法之特色與章程自治界線之探討，便能發現政府與公權力對於商事法具有相當大之影響力，而政府所重視之議題能從其經濟政策與施行作為中窺知一二，惟一法制無法滿足各議題之需求而有先後順位之別。對此，本文挑選對於 SPAC 制度較為重要之投資人（股東）保護、企業合併、債權人保護等三個核心目的進行探討，不過企業合併相較於其他兩者難以得知其定位，因此企業合併之部分將以釋字 770 號與 AMC 制度沿革探討與其他兩者之順位高低。

第一款投資人保障與金融市場穩定之重視



投資人之保護與證券市場之健全運作具有密切關係¹¹⁶，又證券市場之運作與國家整體經濟發展有所關聯，因此投資人保護之議題必然受到政府之重視。關於三者間之關係則是源自於投資人保護理論，根據美國法之理論，為了使投資人免於詐欺、操縱與內線交易等不法行為之侵害，透過公開原則（Principle of Disclosure）之實踐以維持市場交易秩序與市場公平性，藉此建立投資人對證券市場之信心並使投資人積極參與其中，而證券市場能有效發揮企業募資與大眾投資選擇之功能，最後對國家整體經濟發展有所提升；反之，若是投資人保護制度無法有效建立，可能使投資人消極參與市場並連帶影響企業籌資狀況，導致國家整體經濟之停滯。¹¹⁷是此，基於全體人民福祉與國家長期發展，尤其在當代趨向市場化與國際化之風潮下，如何建立投資人保護制度方能提供公平且健全之交易環境，此一問題成為政府擬定政策時須考量之重要因素。

關於投資人保護之法制，我國係證券交易法與證券投資人及期貨交易人保護法（下稱投保法）為核心，分別對應的是事前預防機制與事後紛爭解決機制。詳言之，一般認為投資人之保護分為事前與事後二階段，事前之重點在於不法行為預防而包含資訊揭露、規範市場參與者之法律關係等，使投資人得以在資訊不對稱之證券市場中立於同一起跑點；事後則是需要向投資人提供適當之紛爭解決、訴訟、賠償等機制，使投資人能尋求公平且有效之救濟。¹¹⁸我國證券交易法被學者評價為

¹¹⁶ 王文宇，同註 56，頁 246。

¹¹⁷ 陳俊仁，證券投資信託事業經營危機之處理與因應機制—從美國證券投資人保護理論與「二〇〇八年緊急經濟穩定法案」觀察，月旦法學，165 期，頁 86，2009 年 2 月。

¹¹⁸ 郭大維，我國證券投資人保護機制之省思（上），台灣法學雜誌，124 期，頁 2，2009 年 3 月 15 日。



圍繞投資人保護為中心所設計¹¹⁹，內容上包含公司治理之獨立董事與審計／薪酬委員會規定與資訊揭露義務，並規範不法行為如財務報告／公開說明書虛偽不實之證券詐欺、違約交割、操縱市場行為、短線交易、內線交易、非常規交易等構成要件與法律責任，確實如學者所言並皆屬於事前預防之範疇。事後紛爭解決則見於投保法，最初制定之目的為投資人保護機構、保護基金、調處委員會之設置與團體訴訟制度之引進¹²⁰，前兩者是為成立專責機構與應對系統性風險所設；調處委員會之部分，雖然不具程序之強制性但與民事確定判決同一效力，而使投保機構有其實質意義並適度紓解訴訟壓力；最為重要的則是團體訴訟制度，因證券市場之不法行為為所侵害之受害投資人群體通常不為少數，且散戶投資人多不具相關知識而有訴訟困難，故自美國法引進團體訴訟制度期望以達訴訟經濟、避免判決歧異與發揮保護機構等目的，而對不法行為之嚇阻則在實證研究下證明有所作用¹²¹。惟紛爭解決機制並非限於投保法，尚有散見於其他法律與授權辦法之機制如民事和解、行政和解契約、刑事賠償金等¹²²。對此，雖然學者時有批評投資人保護仍不足云云，但上述法制均說明政府與立法者持續嘗試致力於我國證券市場投資人保護制度之完善。

不過，若是要觀察政府對於投資人保護之重視程度，討論止於維護證券市場之投資人保護法制是不夠的，而是需要探討作為安全網功能之金融穩定基金。對於建立公平與健全之證券市場涉及投資人與證券市場間之關係，此一部分為投資人保護法制之範疇；而穩定之金融市場方能吸引企業與資金之投入進而有效提升國家

¹¹⁹ 吳光明，證券市場投資人保護立法評價體系之探討——以團體訴訟文化為中心，存款保險資訊季刊，24卷3期，頁1，2011年9月。

¹²⁰ 郭大維，我國證券投資人保護機制之省思（下），台灣法學雜誌，125期，頁23-30，2009年4月1日。

¹²¹ 詳見：林郁馨，投資人的諾亞方舟——投資人保護中心與證券團體訴訟之實證研究，月旦法學，229期，頁75-97，2014年6月。

¹²² 曾宛如，有關證券投資人保護之未來發展，月旦財經法，2期，頁202-205，2005年9月。

經濟之發展，若無法穩定則可能使資金流動之停滯最後導致動搖國本，因此政府需要藉由金融防護措施之設計與金融穩定基金之建置，使金融市場能因應各種風險與危機衝擊。關於我國現有設置之金融穩定基金，依功能區分為國家金融安定基金、存款保險之保險賠款特別準備金、證券市場安全網之四項基金¹²³、保險之保險安定基金，而其中與投資人相關且影響最為直接為國家金融安定基金(下稱國安基金)。

國安基金，係為了避免我國金融市場因不正常之非經濟因素如國內外重大事件造成異常波動，依國家金融安定基金設置及管理條例所設置之金融穩定基金，性質上為常態性機制，但其功能之發揮則限定於國內外重大事件或國際資金大幅移動之情況，若有因該等情況導致金融市場失序甚至損及國家安全時，國安基金將投入市場透過買賣交易達到護盤之作用以維持投資人對於市場之信心。根據財政部之新聞稿，我國已歷經七次紀錄並正在進行第八次安定任務，分別為民國 89 年 3 月第一次政黨輪替、同年 10 月國外之網路泡沫化與以巴衝突及國內之核四停建、93 年三一九槍擊案、97 年雷曼兄弟破產引發之金融海嘯、100 年歐債風暴與北韓領導人金正日過世、104 年全球股災、109 年新冠疫情爆發與當前 111 年俄烏戰爭與全球通膨升息。然而，學者認為國安基金完全用於市場之護盤而未能解決其他金融市場之危機，並對運作欠缺機密性、專業性、機動性與效益均有所質疑；¹²⁴而實證研究結果則認為我國證券市場面對重大事件時短期存在價格調整之脆弱性，進

¹²³ 四種基金為交割結算基金、賠償準備金、營業保證金及投資人保護基金，詳見：劉連煜，證券安全網——交割結算基金、賠償準備金、營業保證金及投資人保護基金，月旦法學教室，111 期，頁 33-35，2012 年 1 月。

¹²⁴ 王志誠，金融穩定基金之定位及監控制度：從補破網到滅火器？，法學新論，16 期，頁 5，2009 年 11 月。

而導致護盤具體效果有限¹²⁵。即使如此，效果有限亦不能完全否認國安基金對於金融市場穩定之貢獻，且自國安基金之運作可以投資人保護對於國本之重要性。

綜上所述，基於投資人、證券市場與國家整體經濟發展間之三者密切關聯，不論是出於政治目的或經濟目的，政府均需要重視投資人保護與金融市場穩定之政策與立法，除了證券交易法之濃厚投保色彩與投保法之制定，國安基金亦可以說明投資人保護是國本之一環；然而，也正是政府對於投資人保護與金融市場穩定之重視，使得我國在面對新興投資管道或衍生性金融商品如創業投資基金之引進等議題時，政府往往態度保守並多以投資人保護為由而卻步。

第二款個人財產權 vs. 企業合併：釋字第 770 號解釋

壹、 案件事實與解釋文概述

一、案件事實¹²⁶¹²⁷

玉禮實業股份有限公司（下稱玉禮公司）為一間台灣市占率超過 50%之陶瓷原料供應商，但以實收資本額而言仍為中小型企業。玉禮公司在民國 89 年間因業務往來需求而向富邦商業銀行（下稱富邦銀行）申請進口開狀，為供信用狀之擔保而將持有之台灣固網股份有限公司（下稱台固公司）100 萬股全數設定質權；其後，

¹²⁵ 王麗薰，國際政經情勢對台灣股市影響之研究：以政府國安基金處理機制為例，全球政治評論，42 期，頁 129-130，2013 年。

¹²⁶ 王文字，評釋字 770 號解釋現金逐出合併案，月旦法學，289 期，頁 5-17，2019 年 5 月。

¹²⁷ 劉連煜，大法官釋字第 770 號併購正當程序與權利救濟解釋的檢討—以資訊揭露、利害迴避、現金逐出門檻與股份收買請求權為中心，月旦法學，306 期，頁 86-110，2020 年 11 月。

該 100 萬股因台固公司於民國 93 年間進行減資而減少為 70 萬股，不過仍全數重新設質於富邦銀行。

至民國 96 年 3 月，台固公司之關係企業台信國際電信股份有限公司（下稱台信公司）宣布以每股 8.3 元之價格公開收購台固公司股份，而富邦銀行探詢玉禮公司之意願時後者以拒絕出售回應之；該年 12 月底，台信公司完成以台固公司為消滅公司、台信公司為存續公司之合併案並更名為台灣固網股份有限公司（下稱新台固公司）。可是在民國 98 年 9 月間，玉禮公司向富邦銀行還清前述信用狀之金額後申請解除股份質押與返還時，富邦銀行所返還的是因新台固公司合併案而轉換為一張金額 581 萬之現金股利領取單而非台固公司之股份。

對此，玉禮公司基於未出席台固公司股東會亦未對合併案進行異議程序，在不希望合併亦不願意放棄持股之意思下，向新台固公司提起返還股票之訴。歷經三審皆為敗訴確定後，以企業併購法中第 4 條第 3 款與第 22 條第 1 項第 3 款之現金逐出合併制度、第 18 條之利益迴避規定侵害個人財產權而有違憲之虞為由聲請釋憲，而大法官會議於民國 107 年 11 月 30 日作成釋字 770 號解釋予以回應。

二、 解釋文與理由書摘要

解釋文之部分，大法官會議對本案作出違憲之決議，認為現金逐出合併制度與利益迴避規定在民國 104 年修正以前對現金逐出之股東並未賦予及時獲取合併利弊影響、股東與董事利益衝突等資訊，亦未就股份對價之公平性設有權利救濟制度。因此，基於上述二點而認為違反憲法第 15 條之意旨。

理由書則是先揭示憲法 15 條所保障之財產權範疇，其後方討論財產權與企業合併之平衡取捨。首先，憲法 15 條所保障人民於公司法上之權利包含股份之固有价值、股息與現金紅利之盈餘分配權、參與公司經營之表決權、清算之賸餘財產分

配權，大致與學理上股東權之範疇相符，應可認股東保障符合憲法價值；相較於股東權，大法官會議肯定企業合併是尋求發展與促進經營效率之正當手段，不過如何實現則由立法者擁有裁量權限而有賴於其價值選擇，惟需要考慮未贊成合併股東之利益。換言之，在說明定義之部分似乎說明企業合併不如股東保障一般有憲法作為支持，亦隱約透露出兩者有優先劣後之分。

其次，進入現金逐出合併與利益迴避之審查。大法官會議認為兩者皆是為了有利企業進行併購而發揮經營效率、提升公司體質、強化競爭力所設計之制度，使企業合併確實存在正面效益，不過也造成股東喪失股份而限制其投資方式與剝奪因參與經營而享有控制權議價之權利，因此有保障股東權益之必要；而利益迴避則涉及目的討論，利益迴避是基於公司治理目的為解決利益衝突所設，面對同為提升經營效率之企業合併時，難以想像有損害公司利益之情況。因此，企業合併之現金逐出與無須利益迴避是被允許的，不過企業在享有操作彈性空間時，相對需要賦予股東相當程度之保護。

大法官將焦點置於充分保護股東利益之有無，並分為充分資訊與公平價格之救濟管道。在肯認併購實務上先購後併模式之前提下，前者將確保合併是符合公司之最大利益，方有合理基礎使股東喪失持股；而後者則是對應無須利益迴避之規定，避免藉由多數決恣意訂定價格，使未贊成之股東在被剝奪持股之餘仍能保有股份之財產價值，因此法院裁定之救濟機制是必要的，惟需要注意的是大法官會議特別將後者之適用情況限定在行使股份收買請求權。

貳、大法官意見書之分析

本號解釋中共有七位大法官出具意見書，分別有協同意見者3位、部分協同2位、部分不同1位、部分協同部分不同1位。綜觀意見書之內容，多數大法官就公司股份屬於憲法所保護之財產權之部分均無意見，不過對於是否牽涉其他權利與



企業合併之觀點則有所不同，進而衍生出違憲審查機制與密度之不同意見，又企業合併之不同觀點亦影響後續補償之結果。首先，部分大法官認為公司股份除了股東權所代表之財產權外，是否涉及處分、行使等交易上自由權不無疑問，若是牽涉自由權則違憲審查不應僅以寬鬆審查標準檢視；另外，有大法官將個人財產權延伸至人性尊嚴之保障，即資本主義不應落入金錢支配自然人之情況，進而有法人享有憲法權保障之討論。其次，企業合併之觀點對於釋憲之結果則有相當程度之影響，雖然多數大法官均肯定企業合併之目的具有正面經濟效益，不過部分大法官將重點置於企業合併法制是經由立法者裁量後所制定而具有促進整體社會經濟發展之公益目的，權衡時則以公益目的與藉由立法之國家間接侵害為出發點考量是否對財產權侵害過當，並在此之上討論企業合併法制是否應以徵收法理看待之，並連帶影響對於利益迴避與資訊揭露之看法。對此，羅昌發大法官則採取偏向私法之立場，企業合併為立法者允許公司為之而土地徵收則是公權力之展現；又企業合併以「法制」之角度看待固然有其公共目的，但個別企業合併案所涉及的是個別公司之競爭力而對於公共目的之影響不大，若是將徵收法理套用在企業合併顯不合理，正確方向應該是確保現金逐出合併之合理性與符合公司最大利益之適當機制。總結而言，大法官意見書大多支持企業合併法制帶有公益目的與公權力之色彩，進而影響解釋結果是偏向財產權即股東權之保護，而企業合併法制則有所退讓而需要設有事前資訊提供與事後權利救濟。

對於本號解釋，本文認為是對企業合併法制之缺失歪打正著，雖然審查與論證過程係以公法角度審視，但可能是因企業合併法制目的之肯定與國內外併購實務之承認，又少數股東保護屬於商法管制面而管制強度由立法者得以裁量，因此最後所得出之結果與現行法制上既存之少數股東保護不足問題不謀而合，尤其是公平



價格救濟管道之設置。現金逐出合併是美國法之產物¹²⁸，是為了簡化股權結構所發展出最直接驅逐少數股東之方法，他國立法例基於合理性而一般將門檻設置 90%，但合理性與否與門檻之高低並無直接關聯，不能僅因門檻低即認為違憲，所幸有大法官於意見書明確澄清，門檻低則需要強化對少數股東之保護，而自資訊揭露之部分著手實為一個可行之方向；而公平價格救濟管道則為我國舊法所缺乏而有待修正之處，股東在與公司協商不成時應得向法院尋求救濟，而學者認為我國法僅設有異議股東股份收買請求權之情況下核心問題為公平價格如何裁定¹²⁹，不過參酌民國 111 年之企業併購新制似乎未有著墨，又學者所期望之商業法院對公平價格裁定方面建立審查標準與交易規範之願景¹³⁰也似未見於明文。簡言之，當學者接受了大法官對於少數股東保護優先於企業併購之態度並提出相關意見討論時，但立法者似乎未積極採納。

本號解釋推出當下我國商法學者有批評過於忽略私法色彩，不過少數股東保護本為公權力所得介入之管制面領域，而大法官對於個人財產權與企業合併之態度即企業併購法制須有所退讓而重視少數股東保障之思維也並非全無道理。藉由確保資訊之取得，從而說明資訊揭露、公開原則與股東保護有所關連；又公平價格之救濟制度本為我國所缺乏。因此，最後學者逐漸接受本號解釋之內容，並陸續提出企業併購法制之修正朝向完善少數股東保護之意見，但自新制觀之似乎並未獲得具立法裁量權之立法者的青睞。

¹²⁸ 王文宇，註 56，頁 100-102。

¹²⁹ 王文宇，同註 126。

¹³⁰ 楊岳平，論商業法院的商事法制再造功能—釋字第 770 號解釋、企業併購法修正草案及商業法院的股份收買價格裁定，月旦法學，310 期，頁 116，2021 年 3 月。

第三款 債權人保護 vs. 企業合併：AMC 制度之立廢



理論上，債權人對於公司而言具有雙重角色，一般情況下僅為契約之相對人，但在公司債務不履行時因債權人有權扣押公司資產而成為公司資產之所有權人；而角色之不同意味著面臨之代理成本有所不同，一般情況需承擔公司為股東利益而從事投機行為之風險，債務不履行時則可能面對來自如股東等其他利害關係人之侵害，若是落入破產之窘境更可能演變成債權人集團間之利益爭奪。因此，公司法制會納入債權人保護，藉由降低代理成本使債務融資與交易成本連帶降低以有效促進商業交易，對於公司與債權人雙方皆有好處。¹³¹

面對陷入財務困難之公司，不論公司選擇重整或清算，公司法制皆需要妥善處理股東與債權人、債權人與債權人等利害關係人間之安排，引進資產管理公司（Asset Management Corporation，下稱 AMC）制度是其中一種解決不良債權之手段。所謂資產管理公司係指承受金融機構之債權後，利用債權讓與或設定信託等方式取代金融機構而取得債權人地位，並進行金融風險之控制、銀行呆帳壓力之紓解與事權統一以促進公司重整等工作。¹³² 而 AMC 制度是基於經濟學家觀察金融危機爆發前之共同點在於有銀行身負龐大之不良資產，為了應對金融危機所生，而各國確實有效大規模重整其銀行體系；基於目的而生之業務則有二面向，一是提供個人企業帳戶分立、單位信託等服務之「優良」資產管理服務，另一則是對銀行或金融機構所剝離之不良債權加以處理之「不良」資產管理服務。¹³³ 其中又以不良資產管理服務為要，藉由不良債權之集中管理、重新包裝後銷售，或是立法允許聲請

¹³¹ John Armour 等人著，林建中譯，同註 68，頁 155-156。

¹³² 林誠二，資產管理公司（AMC）法制初探，輔仁法學，21 期，頁 58-59，2001 年 6 月。

¹³³ 王文宇，同註 64，頁 53。

強制執行等手段處理不良債權，使金融機構乃至於整體金融體系得以持續運作；而債權人亦可透過將債權讓與資產管理公司取得應受償之款項，尤其公司破產或重整而債權僅可能獲得部分清償之際，AMC 制度成為強而有力之債權人保護機制。

乍看之下，AMC 制度僅涉及債權人保護無涉企業合併之領域，不過我國在引進時巧妙地將兩者加以連結。我國引進 AMC 制度之時代背景是在民國 86 年亞洲金融風暴之後，雖然我國金融體系並未受到太大之衝擊，不過學界與實務皆有防範未然之想法，因此在民國 89 年制定金融機構合併法時將 AMC 制度引入我國法制。以立法沿革觀之，根據立法院之會議紀錄，立法者所預設之引進目的有二：一是必然提及之金融危機衝擊，透過立法使國內外資金用於解決基層金融機構逾放比例偏高及債權不良之問題，而此目的是 AMC 制度之核心存在目的；另一則是提高金融機構合併之誘因，對於企業合併而言，合併發動方會希望有債務之目標公司盡可能在合併前終結所有權利義務關係而以「乾淨之身」收入麾下，而 AMC 制度則能透過聲請強制執行妥善整理公司之債權債務關係，確實存在促進企業合併之誘因。因此，基於上述二目的，立法者制定金融機構合併法第 15 條第 1 項第 6 款正式引進 AMC 制度。

儘管 AMC 制度立意良好，然而實務多次發生濫用於公司破產與重整事件之情事，即債權人地位之銀行將其對財務困難公司之債權讓與所屬同一金控集團之資產管理公司，而後者搶先在公司聲請重整或清算之前依法向法院聲請強制執行，使此一債權讓與行為嚴重侵害該公司之股東與其他債權人之受償比例與順位，導致重整程序與清算程序無法有效進行。因此，立法院在民國 104 年之修正中將 AMC 制度刪除，理由則直指此一制度有破壞重整與破產制度之虞且違反債權公平性而認為應刪除回歸重整與破產之一般程序，顯然立法者在債權人保護與企業合併中選擇以債權人保護為優先。



對此，雖然有學者說明 AMC 制度之廢除是因為階段性任務之完成即金融危機之解除而予以刪除，不過本文依舊認為逕予刪除似乎過於武斷。金融危機之潛在爆發因素並非如天花病毒一樣在一段期間內解決即宣告滅絕而不再發生，AMC 制度對於不良債權處理之功能有其存在之必要性；縱使金融體系健全之維護有其他機制取代 AMC 制度，尚有提高企業合併誘因之目的，倘若是為遏止於重整與破產程序之濫用應有其他方法得將 AMC 制度保留在企業併購法制中，不過立法者最終選擇直接刪除，將此舉解讀為政策考量上債權人保護優先於企業合併應尚屬有據。

第四款 小結

自我國現有之法律制度與其立法沿革觀之，得以發現政府與主管機關制定經濟政策之立場傾向。自投資人保護法制與金融穩定基金認識我國政策上投資人保護為國本之一環，故政府極度重視。企業合併之探討則為其他立法目的之比較，先是因經營所有分離之代理問題所生之股東保護，現行法制中已有合併前之守門員條款即特別委員會（企業併購法第 6 條）與合併後之股份收買請求權（企業併購法第 12 條）等兩階段保護下¹³⁴，釋字 770 號仍認為股東保護不足而企業合併須有所退讓，並影響企業併購法之後續修正；其後則是因企業合併使權利義務關係隨組織變更亦變動而生之債權人保護，現行則有企業併購法第 23 條之異議權，而本文引述 AMC 制度之引進與廢除，在 AMC 制度仍具提高企業合併誘因之立法目的下，立法者依然選擇傾向債權人保護而以破壞債權公平性為由予以刪除。

¹³⁴ 王文宇，從公司之合併與分割論股東與債權人的保護——以股份收買請求權為中心，月旦民商法，71 期，頁 66-69，2021 年 3 月。

因此，面對 SPAC 制度較可能左右制度化鬆緊程度之投資人保護與企業合併等二核心目的，本文認為我國在立場選擇上會以投資人保護為最優先，持有股份之股東與持有認股權之債權人等公司利害關係人則被投資人保護機制所吸收，而企業合併則可能在引進上被我國主管機關與立法者置於最末位考量。

第二節 主管機關與專家之意見整理與觀點

雖然 SPAC 制度在美國證券市場已發展數十餘年，世界各國亦在 2000 年代相繼引進，不過真正掀起熱潮的時間點是 2020 年在美國 SPAC 大爆發。根據市場相關數據與報告¹³⁵，2020 年度即有 248 間公司上市與 IPO 募資金額達 830 億美元，而 2021 年度更上升至 613 間公司上市且 IPO 募資狀況則幾乎翻倍超過 1620 億美元，SPAC 制度儼然成為最具吸引力與發展潛力之投資管道。對於如此龐大之投資商機，各國政府與投資人均相當關注其發展並加以評估，希望能透過引進國內證券市場搭上順風車。

相較之下，我國是民間比政府更為積極，2020 年掀起熱潮後即開始有相關新聞報導，其後是學術界逐漸以 2020 年度之數據提出相關研究報告與論文，而主管機關終於在 2021 年進行評估與回應。對此，基於本文係以我國引進 SPAC 制度為主題，故本節將整理我國主管機關與專家學者於期刊提出之意見，並對上述意見以個人對 SPAC 制度之理解提出淺見與觀點。

¹³⁵ Underwriter League, SPAC RES., <https://www.spacresearch.com/underwriter> (last visited: Oct.28, 2022).



壹、主管機關之意見

面對 2020 年在美國證券市場掀起之 SPAC 熱潮，亞洲國家普遍較慢起步，新加坡與香港分別在 2021 年 3 月與 9 月由該國證券交易所提出草案並徵詢意見。不過相較於新加坡與香港，我國則是反應更慢一拍，直到 2021 年 3 月左右方有消息指出行政院金融監督管理委員會（下稱金管會）正在 SPAC 制度之評估工作。

然而，我國並未等到如新加坡與香港一樣之結果，金管會之評估結果為「在台灣不適合」。根據新聞報導¹³⁶，金管會主任委員是以美國 SEC 認為 SPAC 制度存有顧慮、我國證券市場投資人之七成為自然人投資人而與美國以機構投資人為主有所不同等二理由對外說明；金管會下轄之證券期貨局副局長則具體指出三個理由，其一為 SPAC 公司之性質與我國上市規定不符，即 SPAC 公司因無實際營業歷史與項目而僅以完成企業合併為經營目的，此特徵無法通過我國證券交易所之上市審查標準；其二為審核問題，SPAC 制度之企業合併階段基本是由經營團隊操作而缺乏證券承銷商之把關，因此 SPAC 並不利於保護我國之投資人；其三則是著眼於美國實務中誇大併購標的之情事，仍待美國 SEC 如何強化投資人保護以解決證券詐欺之問題，因此決定暫不引進並視其他亞洲市場之運作情況後再行考慮。

總結來說，主管機關主要是以我國證券市場投資人之結構、現行上市規則、投資人保護之疑慮為考量，暫時拒絕 SPAC 制度之引進並選擇再觀望他國施行狀況。

¹³⁶ 彭禎伶、魏喬怡（9/28/2021），SPAC 借殼上市成風潮？金管會：在台不適合，工商時報，<https://ctee.com.tw/news/finance/523578.html>（最後瀏覽日：2022 年 10 月 28 日）。



貳、專家學者之建議

有別於主管機關拒絕與保守之態度，我國專家學者對於引進與否之問題均偏向支持之態度，不過細究個別之立場後能發現即使皆為支持但仍有積極與保守兩派，積極派主要是以 2020 年 SPAC 熱潮之龐大經濟利益為前言並著重在 SPAC 制度優勢之論述，進而導出重視投資人保護與風險較低等正面印象；而保守派則是以制度本身出發並結合美國實務狀況之討論，最後以支持引進為前提指出值得留意之處。是此，以下不會以正反論作為區分，而是以討論主題為分類說明。

首先，多數學者均有指出 SPAC 制度與我國上市櫃規定不符之問題¹³⁷，亦是主管機關拒絕理由之一。根據我國證券交易所之相關規定¹³⁸，申請上市或櫃買中心之公司須滿足設立年限、實收資本額、獲利能力、股權分散等條件，不過這些條件對於本質為空白支票公司之 SPAC 公司而言均難以達成。詳言之，實務中贊助人設立 SPAC 公司時之出資僅為總資本之 3 至 4% 作為風險資本¹³⁹，而大部分之資本則仰賴申請上市後 IPO 程序由公開市場投資人之認購，因此在申請上市時 SPAC 公司是無法滿足實收資本額之條件；而設立年限與獲利能力則與 SPAC 公司之特徵有關，空白支票公司並無實際營業活動且因經營目的在於公司合併而幾無員工，SPAC 公司則是繼承空白支票公司之特徵並因設立後即須上市而亦無營運歷史，故無法滿足設立年限亦無評估獲利能力之相關營運資料；最後則是股權分散，雖然 SPAC 制度設有公眾流通持股之標準而能達到股權分散，但達成之時點是在 IPO 程序，而申請上市之時點顯然是無法滿足。有學者更進一步指出即使是登錄於興櫃仍取

¹³⁷ 如黃朝琮(前揭註 9)、張景儒(前揭註 32)、郭大維(前揭註 51)。

¹³⁸ 臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第 4 條、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審查準則第 3 條。

¹³⁹ 袁嘉逸，同註 82，頁 62。

決於主管機關是否願意給予同意函¹⁴⁰，未必一定可行。因此，SPAC 公司與我國上市櫃制度存有根本上之衝突，不過學者仍以我國證券交易法中關於募集、發行、發行人之定義與資格未有過多限制而認為我國是存在引進之空間¹⁴¹。

其次，學者以 SPAC 制度之籌資功能進行討論，並聚焦在具上市與籌資需求之新創公司。我國當前所推行之政策為多層次資本市場，即基於投資人保護之考量而將企業依規模之大小導向不同層次之資本市場，由大至小主要有類別：公開發行之台灣證券交易所、櫃買中心之上櫃與興櫃、非公開發行之創櫃版與群眾募資平台等。然而，對於以新興科技或文化創意為主之新型態公司而言，固有分類之市場並無法滿足其資金需求，主要原因為營運初期通常無穩定之獲利能力而無法達成上市櫃之條件，而面臨空有無形技術而沒有資金得以實現之困境；直到近年逐漸重視知識科技與新創經濟之風氣且國外大量出現成功案例，主管機關在 2021 年對特定產業或符合特定目的之公司於台灣證券交易所與櫃買中心分別增設台灣創新板與戰略新版，藉由鬆綁上市櫃之條件以供新創公司所用，但成效似乎僅在預期之內。¹⁴² 對此，學者在是否需要再引進 SPAC 制度之問題則有所歧異，肯定方認為 SPAC 制度為提供企業簡便之上市管道而更能迅速取得資金¹⁴³、興櫃版並不能滿足科技業新創公司之需求¹⁴⁴等為由，若是要營造有利新創公司與獨角獸企業之環境仍有引進

¹⁴⁰ 黃朝琮，同註 9，頁 189。

¹⁴¹ 如張景儒(前揭註 32)、郭大維(前揭註 51)。

¹⁴² 周振鋒，資本市場之籌資功能－兼談台灣創新板與戰略新版，月旦會計實務研究，49 期，頁 22，2022 年 1 月。

¹⁴³ 郭大維，同註 51，頁 26。

¹⁴⁴ 張景儒，同註 32，頁 193-194。

之需求；而反對方則以投資人之信任為出發點，認為新制未必能獲得信賴而應以當前政策為主，且企業之募資管道除了上市櫃之外尚有政府提供之企業融資貸款。¹⁴⁵

最後則是 SPAC 制度之利弊與疑慮衡量，主要圍繞在投資人保護之議題。學者多以我國散戶投資人無法接觸但運作相近之私募股權基金(PE Fund)為比較對象，SPAC 之優勢在於價格相對低、在主要資本市場交易而資金流動性高、一般投資人亦有獲取高額獲益之機會¹⁴⁶；相對之下，面臨之疑慮亦不在少數，機制方面以過於仰賴經營團隊而需要更完善之投資人保護或資訊揭露以降低風險，監理方面則有學者指出 SPAC 為上市之方便管道而是否造成管制漏洞、傳統證券交易法問題之防範即關係人交易、交易風險、利益衝突與證券詐欺等，與身為 SPAC 制度最大受益者之非公開發行企業通常存在內稽內控之問題。¹⁴⁷ 因此，部分學者雖然支持引進但仍舊認為引進工作以謹慎為宜。

參、 本文觀點

我國對於 SPAC 制度之法學研究相對較少且起步較慢，主要研究之時點是在 2020 年 SPAC 熱潮之後。對於此一現象，本文認為有好處亦有壞處，好處為研究時點在制度已發展較為成熟而更能正確且全面認識之，而壞處則是研究背景多在 SPAC 熱潮期間即 2020 年至 2021 年，不禁令人質疑對於引進之評估是否受到熱潮期數據美觀之影響並因而導向同一立場，若是能結合當前 2022 年市場數據即僅 78

¹⁴⁵ 林聖傑，同註 18，頁 20-24。

¹⁴⁶ 林聖傑，同註 18，頁 19-20。

¹⁴⁷ 王文字（4/1/2021），【名家觀點】引進 SPAC 模式 先訂遊戲規則，經濟日報，<http://www.cppl.ntu.edu.tw/newsfile/2021newsfile/event62.html>（最後瀏覽日：2022 年 10 月 28 日）。

間公司上市與 IPO 金額跌至 127 億美元之退潮情況¹⁴⁸，或許會因而產生不同之結論，不過也只是臆測而已。

撇除引進之立場外，關於學術之內容與建議部分，學者之研究皆有達到澄清疑惑並指出重點之目的。以投資人保護機制為例，SPAC 制度內部即設有獨立託管帳戶、贖回權、併購階段期限等設計，此等機制被視為 SPAC 制度之投資誘因與關鍵要素，一般人會直觀地以此推論 SPAC 公司所面臨之風險較小，不過投資人是否行使權利等投資判斷均需要足夠之資訊。因此，學者正確地指出引進工作上投資人保障之關鍵在於資訊揭露義務，唯有確保投資人得以獲取充分資訊，投資人保護機制始能有效發揮作用。

然而，亦存有本文不能理解之處，即學者以多層次資本市場之政策考量為由而對於 SPAC 之引進有所卻步。本文認為多層次資本市場並不能成為拒絕引進之理由，雖然二制度皆為未公開發行公司得以進入資本市場募資之管道，不過新創公司潛心開發之無形資產相當重視商機引燃之時機，若是引燃之際新創公司仍困於低層次市場反而形成發展之阻礙，且我國當前新設之台灣創新板與戰略新版皆對投資人設有「合格投資人」之標準，亦是限縮了新創公司「伯樂」之範疇；又自他國實務也能得知二者是得以共存之關係，英國之倫敦交易所在主板市場與 AIM（Alternative Investment Market）市場皆有 SPAC 之上市，新加坡交易所設有主板市場與凱利版（Catalist）之餘仍引進 SPAC 制度，而中國則是採行多層次資本市場之外亦持續觀察香港交易所之 SPAC 發展。因此，本文不認為以多層次資本市場得作為拒絕引進 SPAC 制度之理由，但在評估引進之預期效益時應適當參考台灣創新板與戰略新版之上市表現，藉以觀察我國新創公司在市場機制下之生存能力。

¹⁴⁸ 數據來源同註 135，截至 2022 年 10 月。



相較於學術研究之論述完整，金管會所拒絕之理由則相當簡略，甚至需要學術文獻之輔助方能理解，而本文對金管會之說法未能全盤接受並有所質疑。關於 SPAC 公司與現行我國上市櫃規則不符之問題，由於是公司性質上之根本問題而僅能靜待規則之修訂。其次，本文無法苟同以承銷商審核為由，承銷商在 SPAC 制度中影響力甚小，與投資人關係更為密切者應為創始股東，重點應在於創始股東與經營團隊之審查；他國立法例上，美國與新加坡將創始股東納入公司申請上市前之評估，而香港則是直接限制專業經理人之資格，由交易所承擔審查把關之責任，因此以缺乏承銷商之把關使投資人保護不足為由似乎誤解了 SPAC 制度中應重點監管之對象。再次，對於財務預測之證券詐欺應訴諸於證券交易相關法規，且任何在公開市場運作之制度均有機會發生證券詐欺而應調整的是監管策略，SPAC 制度上之調整未必能根本性解決問題，不過美國等其他國家已著手擬定並提出相關應對之政策，我國等待法制完善為由尚可接受。

最後則是以投資人構成為由，金管會與部分學者皆以我國證券市場以散戶為大宗為由而卻步，本文對此則有些疑惑：SPAC 制度被詡為窮人之私募基金，相較於未引進即能參與私人股權投資之機構投資人與專業投資人，開放一般投資人得以接觸直接接觸私人股權之投資意義更具重要性，理應是散戶結構比例越高越具引進之意義卻反而成為拒絕引進之理由，似有自相矛盾之感；若是基於投資人保護為考量，或許應思考的是如何使 SPAC 制度透過立法與監管策略有效降低價格波動等風險與維持制度穩定方為正確方向，不過此一理由不僅主管機關且亦有學者之支持，筆者亦僅能以相當重視投資人保護與證券市場穩定為由接受之。

是此，對於政府機關之回應，本文除了承銷商把關之理由無法接受之外，上市標準之衝突為根本性之問題確實有理，不實之財務預測固然為引進之疑慮且我國

目前並沒有強制性財務預測揭露之要求¹⁴⁹，但靜待相關立法例之擬定即可，而散戶為主之投資人結構則可能出自於保守傾向之政策考量使然，因此並非全無道理。



第三節 引進之潛在問題探討

以組織或監管之角度觀之，SPAC 制度能譬喻為一隻相當自由之白鳥，大多數之運作機制均交由市場與隨後形成之商業習慣決定之。反觀我國商事法之環境，自第一節之商事法特色、契約自由與章程界線均顯示我國深受大陸法系中管制面較多之影響，而再更深入探討國家經濟政策之方向，或許是出於證券市場散戶投資人比例人之高，我國政府對於投資人保護之重視程度堪稱國本之等級，立法目的之順位比較中投資人保護乃是高於企業併購之絕對存在，將我國法稱之為籠牢並非誇大言之。

面對我國商事法之「籠牢」是否適合名為 SPAC 制度之白鳥在其中生活則成為一大課題。在第二節中，不少專家學者皆有撰文討論其觀點，不過我國主管機關金管會經過長達半年之評估後仍決定暫時不引進，吾人僅有新聞報導能窺知一二並深究短短數字之理由，或許是出自於政策考量而難以對外明說，但其餘細節僅能待有興趣之士自行摸索箇中道理。

對此，筆者深知法學與經濟學等方面實力不及已撰文研究之專家學者，無法自數據分析對於我國證券市場之利與弊或自理論深究對我國公司法制與證券法制之衝擊，故本文僅就當前美國 SPAC 制度之具體設計予以討論是否能為我國法制接

¹⁴⁹ 張心悌，財務預測重大性之判斷－兼論財務預測安全港制度，臺北大學法學論叢，84 期，頁 210，2012 年 12 月。

受，將分別討論 SPAC 制度融入我國法之方法、允許創始股東報酬象徵性對價與否、如何發行權益組合等三個問題。



壹、 SPAC 制度融入我國法制之方法

對於 SPAC 制度之引進，各國之作法通常係參考美國證券交易所之規則而將其視為上市管道之一類，而我國日後在引進時或許也會以此方法為之。然而，此時將面臨我國於法律位階之法律規範中並沒有所謂「空白支票公司」或「特殊目的併購公司」之存在，若是直接由主管機關或交易所制定 SPAC 制度之相關規範，不免有立法授權之問題。因此，本文認為對於引進 SPAC 制度之第一步應考慮的是我國現行法制是否容許其存在，其次才是 SPAC 制度之建構。

自第二章 SPAC 制度之介紹中，吾人認識到 SPAC 公司繼承了空白支票公司所具備之特徵，而制度則是汲取了 Rule 419 之精神與沿用了部分內容，似乎僅是涉及股份有限公司、有價證券之公開發行與上市制度等法律規範，因此學術研究大多聚焦在如何修正我國證券交易所之上市制度並有許多建言，遠超於筆者撰寫本文之貢獻。然而，誠如第二章序言所述，SPAC 公司作為商業組織是特殊目的公司之一種，且功能上有別於一般以財務管理為目的之特殊目的公司，在學者認為特殊目的公司不宜與一般股份有限公司混入公司法制之前提下¹⁵⁰，引進 SPAC 制度前應先檢視我國相關法制是否有容 SPAC 公司之空間。

對此，相關文獻認為特殊目的公司得作為 SPAC 公司之依據¹⁵¹，而我國特殊目的公司規範於金融資產證券化條例。俯瞰該條例並與 SPAC 制度加以比較，得以發現 SPAC 制度一部分之機制是符合我國之規範，如第 81 條將投資人置於優先受益

¹⁵⁰ 王志誠，金融資產證券化：立法原理與比較法，五南，頁 29，2005 年。

¹⁵¹ 如吳盈德（同註 43，頁 15）、張景儒（同註 32，頁 192）。



順位、第 98 條之創始股東承擔終局之損失、第 101 條準用第 17 條之要求公開說明書之提供¹⁵²等處，亦說明 SPAC 公司與特殊目的公司具有關聯。然而，現行法制存有窒礙難行之處，主要有以下部分：首先，股東之構成係依第 54 條之規定，特殊目的公司之發起人身為股東須為金融機構與人數限制為 1 人，雖然發起 SPAC 公司之贊助人普遍為投資銀行或基金而在金融機構之範疇內，但自然人身分之天使投資人、個人經理人、專業經理團隊亦可能擔任贊助人，身分與人數之限制可能限縮了 SPAC 制度之發展空間；其次，允許之業務則涉及第 85 條與第 86 條，特殊目的公司僅能從事資產證券化相關之業務如受讓資產、發行資產基礎證券、特定資產之管理處分與分派收益等¹⁵³，若是以完成企業併購為目的並進行相關業務，可能僅能透過第 85 條之概括規定期待以另行規定允許之；再次，第 57 條之發起人須認足章程記載之股份總額，顯然與 SPAC 制度仰賴 IPO 程序募集資金之運作有所牴觸；最後則是第 60 條與第 61 條之設計，是否會影響創始人股份之發行不無疑義，且第 61 條之條文尚未隨 107 年公司法全盤修正而一併修正。是此，倘若欲使 SPAC 公司得以在證券市場較為自由之發展，在討論如何引進上市規則之前應先對 SPAC 公司此一商業組織納入我國商事法與公司法制之中。

關於法律位階之選擇，或許是各外國立法例普遍以證券交易所規則規範之，使此一問題並未受到關注，然而問題之解答必然是證券交易所規則嗎？有認為以證券交易所為營利事業而有公私益衝突為由並參酌他國立法例後，建議由金管會主導重要事項之制定，而其他事項則交易所予以規範。¹⁵⁴ 對此，本文則有不同看法，並非全數他國立法例皆將 SPAC 制度定位為交易所規則，尚有如韓國係自該國法

¹⁵² 特殊目的公司於文義上似乎無須針對向投資人發行之資產基礎證券提供公開說明書，惟依第 104 條之內容得推論特殊目的公司有提供資產基礎證券公開說明書之義務。

¹⁵³ 王志誠，同註 150，頁 113。

¹⁵⁴ 張景儒，同註 32，頁 196。



律位階之規範作為起手；倘若我國將 SPAC 公司理解為特殊類型之股份有限公司，一方面是組織法需要在法律位階有所依據外，另一方面作為章程絕對必要記載事項之投資人保護機制等事項可能因強化投資人保護之目的而有歸於法律階級之必要，而上市標準與交易等運作事項則授權證券交易所辦法規範之。因此，關於 SPAC 公司乃至於其制度之立法位階問題，SPAC 公司固然需要適當之章程自治彈性空間，不過考量我國立法政策取向與當前於法無據的情況下，在法律位階之規範予以專章之制定如閉鎖性公司一般，方能容納 SPAC 公司之特殊性。

總結而言，我國在引進 SPAC 制度應先注意的是我國法制能否容許 SPAC 公司此一制度主體之存在，否則引進後其作為商業組織卻依舊困於金融資產證券化條例涉及特殊目的公司之規範亦是枉然，而修正之法律可能為公司法、證券交易法；確保 SPAC 公司之存在空間後方進入 SPAC 制度法制化之工作，而立法目的之選擇則會影響法制之鬆緊程度，從而影響其法律位階，至於以法律或授權子法作為皆有可能，不能因世界各國多數以證券交易所規則予以規範而一概而論，必須注意 SPAC 公司作為組織與 SPAC 制度作為上市管道皆有其獨特性，惟本文認為投資人保護機制之重視程度或許是左右位階選擇之關鍵，而在法律位階之規範制定專章是筆者傾向之立場。

貳、 創始人股份與公司法之衝突

SPAC 制度之創始股東報酬機制作為代理問題之解決策略，以股份為報酬之設計不僅使其與公司產生連結更令其致力於追求企業併購之完成。然而，創始股東倘若不細分為贊助人與經營團隊則指稱為設立 SPAC 公司之發起人，創始股東在 IPO 程序之後即以象徵性對價取得 IPO 已發行股份總數之 20% 股份，並因完成併購轉換為 SPAC 公司之股份為其報酬。對此，創始股東以近乎無償之象徵性對價取得創始人股份是否符合我國公司法之規定？



在回答上述問題之前，必須先探究之問題是何謂創始人股份與其評價與獎酬之部分為何。所謂之創始人股份，根據香港交易所上市規則之定義與 SGX 意見徵詢書之內容，是指 SPAC 公司以象徵性對價只向贊助人所發行之股份，為贊助人之獎酬機制，不過實際上經營團隊之獎酬亦是以此管道取得，因此創始人股份應是指「創始股東以象徵性對價所取得之股權報酬」，而不應解讀為「表彰創始股東之出資」。在澄清定義之後，接下來所需要釐清的是其所評價與獎酬之標的，而此問題有賴於前述之創始股東權責與事務分配。本文在於第二章第一節第二項之處曾說明贊助人與經營團隊之定位，贊助人主要負責公司之設立與重大事項之決策，而經營團隊則是日常公司業務之決策與企業合併之推動，以此劃分為準，創始人股份所獎酬之事物分別為：經營團隊所評價的是公司成立後以管理公司業務之付出，應為董事報酬；贊助人則因公司設立與參與公司業務皆有其影響力，尤其實務中贊助人通常會提供一定比例之資金作為設立公司之風險資本¹⁵⁵，使評價上未能一言斷定，可能是作為發起人報酬兼董事報酬。

對我國公司法制而言，單純之股權報酬固然不會加以限制，但是否容許象徵性對價之取得則不無疑義。象徵性對價，本文在創始股東報酬機制之說明中曾有提及，即合意以與契約標的物實際價值無關之對價並締結契約，而此概念所牽涉之理論為英美契約法之對價原則。根據學者之研究，對價原則之主要理論有二，一為英國法之獲益受損理論即權利利益之增加與損害責任之承擔皆為法律意義之對價¹⁵⁶，另一為美國法之交易理論即當事人自允諾所獲得之法律利益或損害¹⁵⁷，不過對價原則在誠信義務與信賴利益於契約法之確立下逐漸式微，而象徵性對價則是對價

¹⁵⁵ 袁嘉逸，同註 82，頁 62。

¹⁵⁶ 劉承燧，英美法對價原則與中國大陸法——一個比較法視角下的觀察，月旦民商，14 期，頁 163，2006 年 12 月。

¹⁵⁷ 陳融，對價原則在英美合同法的未來，華東政法大學學報，55 期，頁 83，2007 年 6 月。

原則內在調整後所生，基於契約自由所生而重視當事人意思與約定，此時對價僅需要法律上之充分而不需要經濟價值上之等價，相對亦衍生出公平交易之問題。¹⁵⁸

對此，若將象徵性對價置於商事交易中，商事法之重視私法自治原則與契約自由中應是象徵性對價得以有效發揮之領域，但涉及公權力管制之證券市場時，能否在維持證券市場穩定之餘容許象徵性對價之存在，所需討論的是資本充實原則之放寬與否。資本充實原則所代表之意涵為公司須維持相當於資本額之財產並以具體財產抵充抽象資本¹⁵⁹，並與股票發行價格、入股等問題有關，不過我國公司法在 107 年之全盤修正對於股票方面進行大幅度之放寬，諸如第 156 條之允許無面額股、第 157 條之增加特別股種類等皆是資本充實原則是退讓；然而，在入股方面則僅有些微調整，在 107 年修法之前，發起人僅得以現金與財產入股，股東則得以現金、債權或技術抵充，而閉鎖性公司則開放現金、財產、技術、勞務、信用以利相對缺乏資金之高科技人才設立公司，但 107 年之修正一方面開放發起人得以技術、股東得以債權，另一方面刪除閉鎖性公司之信用出資，保留並擴大得以會計量化之技術與勞務出資而刪除不易處理之信用出資¹⁶⁰，故入股方面似乎以能否由會計處理判斷。是此，創始人股份之象徵性對價以無償或極低之價格取得，在我國已有放寬資本充實原則之背景下，低價仍屬現金出資而無償得以歸於勞務所生之債權¹⁶¹。

乍看之下，我國公司法制是有容許象徵性對價之空間，然而創始人股份之問題或許是在特別股之設計上。創始人股份之特性係以無清算分配參與權、無贖回權、限定一定期間後始能轉讓等，其中限制轉讓之部分以牴觸我國公司法第 157 條第 3

¹⁵⁸ 陳融，同註 157，頁 88。

¹⁵⁹ 劉連煜，同註 19，頁 231。

¹⁶⁰ 經濟部 104 年 6 月 1 日經商字第 10402411780 號函。

¹⁶¹ 袁義昕，〈技術出資之再思：以釐清『技術』內涵為中心〉，《施茂林教授七秩華誕祝壽論文集（上冊）》，五南，頁 698，2020 年 7 月。



項第 1 款，導致 SPAC 公司無法向創始股東發行限制轉讓之特別股，不過創始人股份設有轉讓限制之目的在於解決代理問題與投資人保護，是具限制股權轉讓自由之實益。對此，如何發行創始人股份是引進 SPAC 制度前所需解決之問題，在民間「山不轉路轉」反而徒增成本之下，訴諸於法律修正方為正道，而本文認為此處或許能自「SPAC 制度之兩階段」解之，即 IPO 階段為特殊目的公司而併購階段則為一般股份有限公司，若是將前階段即存在之創始股東自出資與獎酬所得之股份視為特殊目的公司之股份，其轉讓限制則有金融資產證券化條例第 60 條得以憑依而能合理限制之，而無須破壞公司法第 157 條對公開發行公司所顧忌之處。

參、 權益組合之發行方法

所謂認股權（Warrants）係指持有人得在約定期間內以約定之價格認購發行公司所發行股份之權利，為選擇權（options）之衍生性金融商品，得獨立發行但一般常見附隨於特別股或公司債，而認股權憑證則是表彰認股權之有價證券。¹⁶² 以我國公司法制觀之，我國現行之認股權項目僅有公司法第 167 條之 2 員工認股權契約、第 248 條 1 項之附認股權公司債、第 268 條 1 項之附認股權特別股與單獨發行之認股權憑證，不過除了員工認股權憑證得公司自主發行之外，後三者皆須經由證券主管機關辦理或申請。對此，有別於一般公開發行公司，SPAC 公司向投資人所發行之權益組合則由普通股與認股權構成，其中認股權所代表之意義為何？我國法制能否發行此種權益組合？此等問題亦是引進時需要加以審酌的。

在 SPAC 制度中，SPAC 公司所發行之有價證券為「普通股＋認股權」之權益組合，而權益組合之設計是吸引投資人將資金投入 SPAC 市場的一大誘因。對於投資人而言，權益組合所代表之意義有二，一是其分別流通性使投資人得以控制投資

¹⁶² 劉連煜，同註 19，頁 616。



風險，在 IPO 程序後取得權益組合後得透過證券市場之交易在投資決策上具有主動性，而本文亦基於此意義將權益組合歸入投資人保護機制之一環；另一則為贖回權之設計，SPAC 制度允許僅交還普通股而保留認股權，縱使對合併案有所反對而退出公司之經營，仍在取回資金之餘尚能藉由認股權之行使享受合併所帶來之合併紅利，使投資人得以幾乎無損投入下享受合併帶來之高獲利。因此，基於上述二意義，權益組合與認股權之存在是引進 SPAC 制度時必然重視之關鍵項目。

以我國當前之證券交易法制，SPAC 制度之權益組合是有出現在我國證券市場之可能，即以分離型附認股權特別股之方式為之。以定義觀之，附認股權特別股之部分應無需贅述，而分離型與非分離型則是依能否與特別股分離流通加以區分¹⁶³，以 SPAC 權益組合具分別流通性之特徵應屬於分離型。對此，根據發行人募集與發行有價證券處理準則第 14 條第 1 項之規定，我國上市櫃公司得以發行分離型附認股權特別股；而其交易方式則按其市場分別依臺灣證券交易所股份有限公司營業細則、臺灣證券交易所股份有限公司附認股權有價證券買賣辦法、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心附認股權有價證券買賣辦法等規則為之，雖然認股權需在認股權之交易平台進行，但不失其流通性，故若是以「普通股＋認股權」結構之要求，我國得以分離型附認股權特別股因應之。然而，我國法制下之分離型附認股權特別股能否滿足權益組合卻不無疑問，如分別流通限制期間之設置。美國 SEC 特別強調權益組合之分別流通並非 IPO 程序後即可為之，須待 52 日後始能分別流通；雖然他國立法例亦有 IPO 程序後即開放交易之選擇，限制期間並非一定需要設計，不過考量股價與權證波動彼此影響有損及市場秩序之可能，為有效穩定價格而有設置限制期間之必要。惟我國公司法第 157 條則明文禁止公開發行公司發行設有轉讓限制之特別股，轉讓自由乃是資本市場流通之基本原則，除非涉及交易安全等

¹⁶³ 蕭巧玲，分離型附認股權公司債及分離型附認股權特別股之重點規範，證券暨期貨月刊，第二十八卷第三期，頁 22，2010 年 3 月 16 日。

公益目的否則法律不允許多加限制，投資人得在轉讓自由下依自身之投資判斷獲利止損，而因有效穩定價格所設分別流通限制期間應屬於轉讓限制，因此有不合我國公司法第 157 條之疑慮。

總結而言，在我國公司與證券交易法制容許認股權之存在與流通下，SPAC 制度所發行之權益組合似有直接引入之可能，透過分離型附認股權特別股之結構能構成類似 SPAC 制度之權益組合，惟美國法設有拆分交易之限制期間而與我國公司法之特別股種類可能存有衝突。不過，即使帶有認股權之權益組合得以在我國發行，主管機關在引進時即需要面對認股權所帶來之衍生問題，如第二章第三節所提及之股份稀釋問題，甚至是當前實務中因贖回比例過高而過度仰賴 PIPE 之投資人利益稀釋問題。

肆、 贖回權行使門檻之設定與章程

贖回權作為 SPAC 制度中最核心與最具代表性之機制，儘管部分立法例認為表決反對之股東方得行使贖回權，但以向投資人提供退場主動權而言，仍被視為投資人保障機制之一環，並與表決權共同稱為投資人話語權。然而，欲發揮投資人保障之功能一般而言不應設有限制，不過美國法上卻設有贖回權行使之比例門檻，一旦贖回權行使超過章程設定之比例門檻，縱使股東會決議通過決議仍會強制中止併購程序之進行。究竟贖回權為何需要設定行使門檻？我國法應如何解讀？惟需要說明的是，此一討論是立基於贖回權之行使與表決權有所關聯，且此討論並沒有涉及後續比較法之探討中關於贖回權與表決權脫鉤、贖回權為估值方法等面向。

美國證券交易所規則中，允許 SPAC 公司設定贖回權行使之比例上限，惟不得低於已發行股數之 10%。此一規則被稱之為猛犬條款 (Bulldog Provision)，主要功能是為了防止 SPAC 公司受到避險基金之狙擊，而此條款之誕生是來自於 TM Entertainment and Media Inc. (TMI 公司)所遭遇之情況。TMI 公司是一間 SPAC 公



司，其併購期限為 2009 年 10 月 17 日，若是期限屆至仍未完成則須進入清算程序，至此皆與吾人對於 SPAC 公司之認知相符。然而，持有 TMI 公司 18.52% 股份之機構投資股東 Bulldog Investors 基金的 Phil Goldstein 認為資金將受限於期限過久，因此 Bulldog Investors 基金開始向其他股東徵求委託書以達 50% 表決權同意，試圖取得公司董事會之主導權以提前進入清算程序並釋放資金；即便最終 Bulldog Investors 基金的行動宣告失敗，但這也讓 TMI 公司意識應設置更高之門檻以平衡避險基金之狙擊。¹⁶⁴ 對此，美國實務上衍生出保護創始股東之主導權以對抗避險基金之防禦條款並以該基金為名，而當代 SPAC 制度則是以贖回權行使比例不額低於 10%，即創始股東得在多數決 50% 外設有更高之門檻，而最高可達 90%。換言之，猛犬條款之目的並非限制投資人保護而是在於保護創始股東之主導地位。

對此，我國是否能夠正確解讀此一條款乃至於將自治權限下放公司由章程定之，此二問題不無疑問。首先是解讀之疑慮，有鑑於本章第一節第一項探討公司章程界限時，主管機關誤會立法目的而錯誤解釋法條真義之事例偶有發生；而贖回權行使門檻僅能高不能低之設計，恐衍生出兩種解讀方式：一種為保護創始股東主導地位之猛犬條款真義，另一種則是與表決權連結後之高於多數決門檻而視為保護股東話語權的一環，不過在參考我國政策立場之傾向後，不無解讀為後者之可能性。其次則是門檻制定權下放章程自治之探討，以我國企業併購法制之設計而言，我國企業併購案之股東會決議門檻為特別決議即以發行之總數 2/3 出席並須得出席過半同一之門檻，即理論上須得表決權總數之 1/3 同意，在合併為重大事項而表決門檻屬於法定強制規定之立場下，倘若我國對於贖回權行使門檻可能會因而設有一個區間如 10% 至 30% 而非完全任由公司自行設計，至於是否能夠如當前美國實

¹⁶⁴ Andrew Tuch, Hedge Fund Activism Extends to SPACs, <https://corpgov.law.harvard.edu/2009/02/01/hedge-fund-activism-extends-to-spacs/> (last visited: Nov.20, 2022).

務慣例得以自由調整在 20% 至 40% 之內不無疑問。因此，就本文對我國商事法之理解與立法政策取向之摸索，我國若是引進 SPAC 制度時一併引進此條款，可能存有錯誤解讀或錯誤延伸之可能，應多加謹慎為之。



第四節 本章結論

自第二章剖析 SPAC 制度以來，本文始終強調的是 SPAC 制度是自願接受 Rule 419 約束之商業組織。無論是從後續交易所規則之制定，或是構成 SPAC 公司之認購契約、公開說明書與公司章程均顯示其高自由度與對於商業習慣之依賴，而美國 SEC 作為主管機關所能做的則是監理政策之收束與向投資人呼籲注意事項，鮮少對於 SPAC 制度之規則有所干涉，僅在證券詐欺等不法行為發生時方以制裁者之身分現身。因此，美國 SEC 可謂是給予 SPAC 制度相當大之自由發揮空間，而民間之證券市場亦善加利用此一自由空間並發揚光大，終成為期兩年之 SPAC 熱潮。

相較之下，我國商事法繼受自大陸法系，不過其後持續引進美國法之概念使我國公司法制具有獨特之風采。然而，我國當前呈現與美國截然不同之情況，我國商事法之彈性空間可謂相當缺乏，公司法制與證券法制皆被政府與立法者施以一定力道以上之約束，一方面無法跳脫大陸法系重視管制面之特性而多數條文為強行規定，無形使本應以私法自治原則與契約自由至上之商事法囿於強行規定，體現公司自治之章程自治亦受到一定壓抑；另一方面，政府與立法者藉由法律之制定與行政函令之運用，將國家經濟政策之思維加諸於法制與法律之解釋，以投資人保護與維持證券市場穩定固然是牽動國家經濟發展之重要項目，但以經濟觀點政府對於市場交易若是過度介入，政府之「看不見的手」則可能反而阻撓國家整體之發展。惟需要澄清的是，縱使本文自文獻探討後認為我國法制不利於商事法與商事契約之長期發展，但從未因此否定我國迄今平穩之國家經濟發展成果。



對此，引進 SPAC 制度之議題則成為政府主管機關與民間專家學者表明觀點之戰場。面對 2020 年美國所掀起 SPAC 熱潮，專家學者率先以美國實務為研究對象並提出意見，即使存有上市條件有所扞格等法制面問題與美國實務陸續衍生之證券交易面問題，多數學者仍為支持引進或開放之態度，不過本文並不能接受以我國在籌資政策上已多層次資本市場為由拒絕 SPAC 制度之引進，自新加坡與英國等地之實務顯示二制度並非互斥之關係；而主管機關金管會經過半年以上之評估後，部分意見與專家學者之主張一致，不過基於投資人保護與制度本身仍存有美國法尚未解決之誤導性財務預測等疑慮，因此在 2021 年下半年時暫時不引進。

面對主管機關拒絕引進之結果，並不能成為放棄研究之理由，反而探討 SPAC 制度之內容與我國法制是否存有官方理由外之潛在扞格更具意義。是此，筆者先是探討 SPAC 制度之引進方法，並認為在引進為上市規則之前，面對金融資產證券化條例對於特殊目的公司之股東資格限制與經營業務之範疇，為使 SPAC 制度有足夠之發展空間應先行修正我國公司法或證券交易法以定義其存在，而引進之法律位階部分為筆者之假設，關鍵仍在於主管機關如何看待 SPAC 制度中投資人保護機制之協商空間；其次是創始股東獎酬機制相關之問題，雖然屬於發起人等內部人之報酬問題，但象徵性對價則牽涉對資本充實原則之影響，而 107 年公司法全盤修正後放寬出資標的則得以容許之，不過在如何發行創始人股份之問題則應慎重考慮，利益立場調和是 SPAC 制度中代理問題解決策略之一，因此轉讓限制有其必要性而需要訴諸於修法；再次則是權益組合之發行，在認股權為投資人投入 SPAC 制度一大誘因之前提下，我國法制上得以發行分離型附認股權特別股達到權益組合之發行，不過得以發行之同時亦須面對股份與利益稀釋之問題；最後則是贖回權行使上限之解讀，面對他國因特殊事件所發展之條款，我國立法者與主管機關乃至於民間企業在草擬法案與章程時，是否能正確認識此一條款從而決定是否納入其中，亦是我國須多加謹慎。



綜上所述，雖然我國商事法制之客觀背景因素並非如此有彈性，不過實際上經過制定專章的方式使 SPAC 公司無須強迫限縮在我國公司法對章程自治空間之界限，即可如閉鎖性公司，從而實現如創始股東身分、創始人股份之發行等一般公司法所禁止之事項，因此 SPAC 公司與實體法上透過制定專章是存有「引進空間」的；然而，縱使專家學者採取支持與開放之態度，主管機關仍出於投資人保護與證券市場穩定之考量暫時拒絕引進，惟值得注意的是學者與主管機關皆強調我國以散戶為主之投資人結構，是後續比較法研究時需要留心之要素。對此，下一章之比較法研究則會回歸到 SPAC 制度中作為上市管道之架構探討，冀以探求 SPAC 制度所需要之「運作空間」並學習各國如何因應 SPAC 制度所存有之各種風險問題。

第四章 各國制度架構之比較法研究



當吾人於探討外國一項新制度時，除了認識發源國或發展成果豐碩之國家外，尚需要更全面地深究此一新制在他國實行之情況，若是能尋找到客觀背景條件與我國相似之立法例，進而大膽假設我國引進時之效益。此外，一項新制在各國普遍會受到因地制宜之調整以融入當地之法律體系、風俗民情乃至於商業習慣，透過比較各國所調整之項目亦能區分此一新制中何部為重要不可變而何部可以容許調整，使我國主管機關與立法者能最有效發揮其立法裁量權並制定出適當之新制度。

對於特殊目的併購公司（以下簡稱 SPAC 公司）制度而言，由於發源地且發展成果最為豐碩之國家皆為美國，關於 SPAC 制度之研究各國普遍皆以美國法為基礎。本文亦不例外，第二章針對 SPAC 制度之介紹與剖析係以美國法與其實務為研究核心，並以新加坡與香港之意見輔助之；而第三章則是整理歸納並延伸探討我國商事法之特色，即「因地制宜」中關於「地」之研究，雖然我國商事法制對於私法自治原則之實現受到諸多限制，如投資人保護與金融市場穩定等國家經濟政策，不過在專家學者透過經濟效益、法學理論等面向之研究與筆者所提出之三個事實面問題，本文認為我國是存在 SPAC 制度之「引進空間」。

是此，在認識 SPAC 制度與探討我國商事法之特色後，本章將進行之探討主題為外國立法例之比較法研究。在分析各國立法例之前，本文首先在第一節將深入研究新加坡交易所關於架構區分之意見，分析美國型、英國型與韓國型之特色，藉以探討在地化路線之可行性；其次則是說明筆者選擇新加坡與香港為比較立法例之理由；再次則是正式進入各國立法例之分析，先以美國現行實務問題與監管政策為起點，後續分別探討新加坡與香港對於 SPAC 制度中重要項目之見解與制定過程中之立法選擇，冀以解析兩國之立法政策並得以作為日後參考之依據與指引方向；

最後則是整理各國架構中重要項目之制定方法作為本篇論文最後一章之結論。惟關於美國法之內容，由於本篇論文係以美國法之 SPAC 制度為研究起點，許多內容已於第二章有所論述，因此在本章探討美國法之立法例時會較為簡略帶過或是改以其他面向予以探討。

第一節 基本架構之種類

本節主要受新加坡交易所（Singapore Exchange Limited, SGX）於徵詢意見書內容之影響，即新交所於比較不同司法管轄區對於 SPAC 制度之設計時，將美國型定位為原始型，而英國與韓國則採取不同於美國型之設計故不列入比較對象。對此，本文認為對引進工作而言研究乃至於選擇參考對象是必要項目，而在審酌細節規定之前則是需要擇定基本架構，因此本文以下分別說明美國型、英國型與韓國型的特徵，惟美國型作為原始型已於第二章詳細介紹，而改以其發展沿革為核心並探討得以修正與調整之項目。

第一項 美國型 SPAC 制度之演進

自起源與發展歷程觀之，雖然 SPAC 公司是首見於加拿大但真正將其發揚光大則是在美國，因此美國型之架構被視為 SPAC 制度之原始架構，多數國家於引進時皆以美國型為基礎架構再進行少部分因地制宜之細節調整，如加拿大之多倫多交易所、馬來西亞交易所與本文研究重心之新加坡交易所皆是如此。

然而，當代 SPAC 制度乃是歷經數十年之發展而形成的，雖然 SPAC 公司基於其契約性並自願接受 Rule 419 之內容，不過並非全盤皆接受，最顯而易見的是證

券之可交易性與否；另外，SPAC 制度亦隨著上市市場之規模而逐漸衍生出新的機制。根據學者之研究¹⁶⁵，SPAC 制度當中，自始即接受至今之機制為獨立託管帳戶與贖回權，前者至今仍無改變且維持在 90%之比例，且併購價值須達募集金額之 80%¹⁶⁶，而贖回權之行使門檻則是由實務調整自 1990 年代之 20%至 200 年代 20%至 40%，但交易所規則僅設定不得低於 10%¹⁶⁷，而當代所面臨之高贖回權行使比率亦促使 SPAC 制度有所因應與改變如 PIPE 相關規則之出現；反之，證券之禁止流通性與併購期限則是最一開始即摒棄與修正之內容，SPAC 制度有賴於證券市場之籌資而在符合特定資本額門檻後即在證券市場上流通其證券，並逐步登上全國性證券交易所，而併購期限則是由實務所調整，交易所則限制在 36 個月內即可¹⁶⁸。至於其後所衍生的則是併購案之股東表決權，最初依循 Rule 419 之精神而在章程拉高門檻，不過在 2000 年代避險基金之狙擊下，SPAC 制度現今僅要求多數決，甚至得由公開收購取代股東會決議¹⁶⁹。最後，其他如權益組合（Unit）之出現、經營團隊參與私募或是尋找 PIPE 等各種機制與運作皆是因應個時代所面臨之背景而生。

綜上發展沿革之整理，可以得知美國型之所以能作為原始型的原因即是在於其法規之彈性，藉由法律位階之 Rule 419 所設之豁免規定，一方面汲取其內容作為投資人之誘因，另一方面調整相關數值與門檻賦予創始股東與投資人具有操作空間，而 SPAC 制度之規範位階又僅為證券交易所之規定，使得 SPAC 制度擁有足

¹⁶⁵ 黃朝琮，同註 9，頁 168-174。

¹⁶⁶ 《紐約交易所上市公司手冊》第 102.06 條、《美國證券交易所公司指引》第 119(b)條、《納斯達克規則》第 IM-5101-2(b) 條。

¹⁶⁷ 《紐約交易所上市公司手冊》第 102.06(b)條、《美國證券交易所公司指引》第 119(d)條。

¹⁶⁸ 《納斯達克規則》第 IM-5101-2(b)條、《紐約交易所上市公司手冊》第 102.06(e)條、《美國證券交易所公司指南》第 119(b)條。

¹⁶⁹ 黃朝琮，同註 9，頁 187。

夠彈性應對各種衝擊與調整。因此，除了美國作為制度之發源地與 2020 年 SPSC 熱潮吸引來自世界各地之商機與關注等客觀原因外，極具彈性空間之美國型 SPAC 制度使各國證券交易所依各國之需求因地制宜，並成為各國相繼引進時所選擇之原始型模板。

第二項 英國型 SPAC 架構與修正

相較於美國數十年之發展，歐洲在 2005 年才出現第一間 SPAC 公司並快速發展，2008 年之 IPO 總額更是超越美國達 60 億美元以上¹⁷⁰，而其中史上前二間 SPAC 公司皆是在英國倫敦交易所（London Stock Exchange, LSE）中標準較低之 AIM（Alternative Investment Market）掛牌上市¹⁷¹。然而，若是將範圍縮小至英國時得以發現當代 SPAC 在 LSE 之發展不甚理想，2017 年時仍總計有 14 間 SPAC 公司並達 90 億英鎊之 IPO 總額，但自 2018 年後公司數量近乎砍半而 IPO 總額亦呈現下滑之趨勢。¹⁷² 當美國在 2020 年掀起 SPAC 熱潮時，反觀 LSE 僅有 2 間之低迷表現令主管機關英國金融行為監管局（Financial Conduct Authority, FCA）開始思考 SPAC 制度之修正，因此在 2021 年 4 月 30 日發布修正徵詢文件，而同年 7 月 27 日總結意見並在 8 月 10 日改行新制。

英國 SPAC 制度之所以被 SGX 認定為屬於獨立於美國型之外，主要係以「企業合併案不需經由股東會決議」與「無贖回權」等二理由予以區別並被本文稱為英

¹⁷⁰ Elena Ignatyeva & Christian Rauch & Mark Wahrenburg, Analyzing European SPACs, 17(1) J. PRIVATE EQUITY, 64, 65 (2013).

¹⁷¹ *Id.* at 66.

¹⁷² Bobby V. Reddy, Warning the UK on Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): great for Wall Street but a nightmare on Main Street, 22 Journal of Corporate Law Studies, No.1, 1, 4 (2022).



國型，不過細觀整體英國型即能發現更多不同之處，尤其是投資人保護機制方面。首先，SPAC 公司之併購案無須經過股東會之決議，由於其證券監理之設計，當 SPAC 公司宣告進行企業併購時 FCA 於將審核其公開說明書，但直到核准前其證券將中止在市場上之交易並藉此取代股東會對併購案之決議，雖然 FCA 此舉是為了確保資訊揭露之充足，但學者認為審核保障了潛在投資人卻也因中止交易而困住了已投資人¹⁷³。其次，英國型並未有贖回權之設計使反對併購之股東無法退場，SPAC 公司也不會自願給予股東否則將面臨併購時資金短缺之窘境¹⁷⁴，最終兩者皆套牢在 SPAC 公司中直到併購完成。再次，英國型之併購期限為 18 個月，但未完成時之清算機制需要經由股東之絕對多數同意，且有別於美國型，創始股東得參與清算分配，最終損失則由全體共同承擔。¹⁷⁵ 更次，舊制下 SPAC 公司通常發行普通股而不包含認股權，並以此降低投資人贖回之動機。¹⁷⁶ 最後，英國並沒有獨立託管帳戶之要求亦無併購金額需達 80% 之限制。¹⁷⁷ 總結而言，英國型主要是因本國金融監理制度而影響其企業併購法制，結合其併購實務一起連帶影響了 SPAC 制度而與美國型分道揚鑣；然而，SPAC 制度融入本國金融監理與企業併購法制之同時，雖然一方面以公權力落實投資人保護，但相對限縮了投資人的決策自由，尤其贖回權之有無使投資人無法自由進退場，因此在既無贖回權且缺乏認股權之誘因下，投資人不願再投入英國之 SPAC 市場，最終導致 2020 年之 LSE 與彼岸之美國 SPAC 熱潮呈現兩樣情。

¹⁷³ *Id.* at 13.

¹⁷⁴ *Id.* at 14.

¹⁷⁵ *Id.* at 15.

¹⁷⁶ *Id.*

¹⁷⁷ 張景儒，同註 32，頁 186。



對此，FCA 在 2021 年決心對 SPAC 制度加以修正，而主要方向則是以增加投資人保護機制、放寬監理以降低證券交易之中止所帶來之影響，並希望以此提高 SPAC 公司上市之意願。具體修正內容則分為投資人保護機制與放寬監理之部分，投資人保護方面有併購期限由 18 個月延長至 2 年¹⁷⁸、企業併購案須經由股東會決議¹⁷⁹、賦予股東併購完成前之贖回權¹⁸⁰、限制募集資金之運用方式¹⁸¹等；FCA 之監理則修正為 SPAC 公司提出符合前述及相關規定之書面時即無須中止交易¹⁸²，即透過公司章程或公開說明書等書面契約約定投資人保護機制取代主管機關之管制。因此，2021 年之修正無疑是宣告英國型之失敗而向美國型靠攏，但仍與美國現行制度仍有所差異如託管帳戶之設置與部分交易所開放以公開收購取代股東會決議等，而學者則認為此等美國實務未來依舊牽動英國 SPAC 制度之走向¹⁸³，但也認為主管機關開放便利之 SPAC 外仍須完善傳統 IPO 之監管以保護散戶投資人¹⁸⁴。

第三項 韓國型之在地化 SPAC 架構

壹、 架構概述

當吾人討論 SPAC 制度於亞洲之發展時，通常都會將焦點關注在 2021 年與 2022 年先後施行之新加坡與香港並觀察其後勢表現，但實際上在亞洲證券市場中，

¹⁷⁸ LR 5.6.18AG (3).

¹⁷⁹ LR 5.6.18AG (5).

¹⁸⁰ LR 5.6.18AG (7).

¹⁸¹ LR 5.6.18AG (2).

¹⁸² LR 5.6.18DR (1).

¹⁸³ Reddy, *supra* note 172, at 24.

¹⁸⁴ *Id.* at 42.



韓國與馬來西亞早在 2009 年間即引進 SPAC 制度。然而，兩者在引進之策略上走向不同之路線，馬來西亞選擇引進美國型之架構，雖然因投資人投機心理與國內石油產業等因素並未有好的結果¹⁸⁵，不過 SGX 在草擬時亦有參考吉隆坡交易所之規則；與之相對，韓國在投資服務暨資本市場法（Financial Investment Services and Capital Markets Act）之修正中引進 SPAC 制度，雖然是選擇以美國型為基礎架構，但不少細節之處皆有所調整，因此整體上已與美國型差距甚多，而 SGX 將其予以區別之理由為「贊助人須為經相關法規核准之交易商，且併購之方式限定為企業合併之型態」，而這可能也是韓國鮮少進入亞洲 SPAC 制度討論之原因。

關於韓國 SPAC 制度之引進，乃是以美國型為架構並加以修正以因地制宜，不過究竟是進行什麼程度之調整才能被 SGX 排除在美國型之討論之外？對於此一問題，應自規則之內容與美國型比較相同與相異之處後能明白其道理。具體而言，與美國型相同之處如下：首先是投資人保護方面之機制如資金託管、異議股東贖回權、36 個月之併購期限均有所承襲；其次則是創始人股份相關之限制，如創始人股份於股東會之表決權與清算程序之參與均設有限制、報酬性質之創始人股份有轉讓期間之限制；最後則是運作方面，IPO 前不得鎖定特定目標與創始股東報酬機制等均與美國型相同。¹⁸⁶因此，韓國 SPAC 制度自代理機制、投資人保護機制乃至於運作皆與美國型相同，而「以美國型為基礎架構」應得以推論。

然而，有不少細節之處另有考量而與美國型相異，調整如下：首先是對創始股東增加相關法規之資格審核，贊助人僅有資本額超過 1000 億韓圓之交易商始能擔任，而經營團隊之成員亦限定具一般金融投資企業高級管理人員資格之人，以確保

¹⁸⁵ 張景儒，同註 32，頁 190。

¹⁸⁶ 韓國法規參照自 Enforcement Decree of the Financial Investment Services and Capital Markets Act, Article 6 (4) 14、KOSPI Market Listing Regulation、KOSDAQ Market Listing Regulation。



贊助人具有一定風險承擔能力與經營團隊具備專業能力；其次則是 IPO 程序中僅能發行普通股而非含認股權之權益組合；再次，贊助人於設立 SPAC 公司時須持有並維持超過 5% 之股份，使管理層與公司之連結並與股東之利益一致；更次，併購方式上僅能採取為合併之型態；最後則是股東會決議門檻之提高，需達出席股東會的三分之二以上同意且為已發行股份之三分之一以上同意之門檻。¹⁸⁷ 整體而言，韓國當局對於 SPAC 制度之調整係出於投資人（股東）保護之考量，而將美國型所擁有之彈性空間加以限縮，但也使其成為有別於原形而具在地化色彩且較為簡單之架構。

貳、 後續之發展情況

早年曾有論文探討韓國 SPAC 制度之發展狀況，對於 SPAC 制度之架構調整，其認為是韓國政府考量韓國併購市場之規模與發生借殼上市之可能性，而美國型之彈性可能衍生出法定資本制度與證券規則之問題，因此強化 SPAC 制度中之投資人保護制度。¹⁸⁸ 詳言之，立法者通過限制併購方式以試圖確保 SPAC 公司規模與資產之維持，而規定維持一定持股比例與創始人股份之轉讓限制則是試圖解決利益衝突，至於限制認股權之發行則避免了股份稀釋並侵害原股東利益之問題；不過，對於認股權其實亦有國家政策之考量，韓國資本市場在 2012 年始出現證股權相關之新型證券，在此之前縱使民間與學術多有所討論與建議，但或許是先後兩次之金融海嘯，韓國商法與資本市場相關法規在 2009 年引進 SPAC 制度時並未不考慮一併引入，然而自 2012 年後開放認股權後至今似未見韓國 SPAC 制度允許發行之修法。

¹⁸⁷ 法規內容來源同註 186。

¹⁸⁸ 張妍美，韓國對 SPAC 法律移植及其局限，北京大學法律學研究所，2012 年。



對此，文獻對於韓國 SPAC 制度在市場後續發展情況之解讀，不同時期有不同之見解。在 2012 年之時點，韓國市場上僅有 22 間 SPAC 公司上市而只有 2 間成功完成併購，其中有 8 間因上市審查未過或是股東否決而胎死腹中，成功率僅為 10%且合併後均有股價大幅下跌之趨勢，而論文之解讀為政府當局之過度金融管制使然，因為事先畏懼股價不合理上升之出現、2011 年之修正提高標準而限縮目標公司之選擇使當局之政策均成為 SPAC 制度發展之障礙；¹⁸⁹ 而在 2017 年之時點，則有 127 間公司在相當於創業板之 KOSDAQ 上市，而有 57 間完成併購、20 間清算並其餘皆在尋求目標階段，顯然與 2012 年之情況有所不同。¹⁹⁰ 針對 2017 年之情況，有文獻則是以 SPAC 制度與傳統 IPO 程序加以比較與分析，以實證分析兩者在一年後之表現相當，且被吸收之目標公司管理層亦會試圖維持公司之控制權，並指出由於韓國制度簡單使散戶投資人樂意參與，最後以韓國 SPAC 在其證券市場獲得一定結果之成功作為結論。¹⁹¹

如此相異之分析結論，在以國內經濟發展為取向之韓國證券市場，推出新制時多數投資人採取保守之心態是必然的，尤其韓國 SPAC 制度有增加一些在地化之限制，即使企業願意投入也未必能有良好之結果產生，而事實上韓國政府引進之目的是為了促進高科技產業之中小企業迅速上市，但成功之 2 間案例皆為不依靠 SPAC 制度亦能自行 IPO 上市之傳統產業企業，顯然與引進目的所預期之結果有不小之差距；不過在經過一定時間之發展下，當國內企業與投資人對於在地化之 SPAC 制度有所理解而接受後，供需相繼投入使 SPAC 市場隨之熱絡起來，發展至今不論是創業板或是主板皆允許 SPAC 公司之上市，顯見韓國 SPAC 制度之開放程

¹⁸⁹ 張妍美，同註 188。

¹⁹⁰ 張景儒，同註 32，頁 189。

¹⁹¹ Hyunseok Kim & Jayoung Ko & Chulhee Junn & Kyojik “Roy” Song, Going Public through Mergers with Special Purpose Acquisition Companies, INT’L REV. FIN. 2 (2020), <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/irfi.12297> (last visited: Nov.10, 2022).

度，而韓國政府當初預設之引進目的終有達成，因此本文認為韓國成為 SPAC 制度在地化之成功典範。



第四項 小結

以引進而言，最為簡單直接之想法即為引進發源國或成果最為豐碩之立法例，以期待能在國內市場複製相同之盛況。不過，當多數國家在選擇美國型之同時，英國與韓國則在起始點走向了與美國不同之道路；然而，英國在面臨國內市場之低迷表現後選擇回歸美國型並以投資人保護機制取代 FCA 之監理，捨棄了英國特有之企業併購法制；與英國相反，韓國則是一路堅持在地化之路線直至今日，持續以法制與主管機關施以更強力之投資人保護，而在長時間之發展終取得一定結果之成功。因此，原型沿用或在地化皆是可行之路線，而差別或許只在結果呈現之快慢，僅此而已。

令本文感到有趣的分析韓國 2012 年之論文，以其論點加以延伸能發現韓國與我國在政府對於資本市場中新事物之態度相當類似。詳言之，兩者是基於維護證券市場之穩定以確保投資人保護之充足為最主要之考量因素，而政策上之考量則直接反映至法規之制定，又可以期待我國引進之目的亦是促進新創科技中小企業之上市而不謀而合；而韓國亦是選擇美國型架構為引進模板，確實是我國目前極可能選擇之引進對象，再加上證券市場同為國內取向與散戶為主之投資人結構，以上諸多客觀背景之相似處彷彿是在暗示我國若有引進 SPAC 制度之一日應向韓國取經方為正確答案。對此，本文則是以開放之態度看待，無論引進上選擇在地化或原型引進後細微調整，唯有真正引進我國並運作始能發揮其經濟效益。

第二節 比較法之選擇



引進一項法律新制時，在選定基本架構後工作尚未完成，雖然原型架構固然完整，不過僅參酌一國之做法似乎不夠謹慎，應再選以該架構為立法之特定國家立法例，藉以學習他國是如何在細項規則加以審酌。換言之，立法正如人體一般，基本架構為骨架而細項規則為肌肉，兩者皆須有所研究方能成就一部有效之法律規範。

是此，在第一節介紹世界上主流之三種架構（修正後僅剩兩種）之後，本節所要說明的是本文選擇比較法之理由，美國法作為制度之發源國則必然選擇而無須贅述，不過在此之外需要注意的是自 2020 年 SPAC 熱潮後，我國已有企業通過 SPAC 制度而在美國掛牌上市，與我國交易所存有競爭關係之事實；而新加坡法與香港法之選擇理由有二，一是同為亞洲證券交易所之地域性競爭關係，另一則是過往選擇與新加坡法合作之促成因素，而以下將詳細說明。

壹、證券交易所間之潛在競爭關係

進入理由說明之前，吾人需要先認識何謂「獨角獸企業」。所謂獨角獸企業是指成立營運不到 10 年便估值已達 10 億美元以上之未上市科技公司，而正是因為達成此定義之企業極其稀有，2003 至 2013 年間僅有 39 家並為風險投資產業所投資之企業中僅占 0.07%，確實如同夢幻中的獨角獸般存在。¹⁹² 一般而言，獨角獸企業在上市之前僅能透過私募等非公開發行之管道募集資金，而應募者亦是相中獨角獸企業所擁有之新興科技具發展潛力之「伯樂」機構投資人。對此，獨角獸企業並非不願意上市，而是投入公開發行市場與否受到內部之影響，即機構投資人得透

¹⁹² Aileen Lee (2013), Welcome To The Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups, in: <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/> (last visited: Nov.13, 2022).

過私募所取得之股權左右上市時機與證券市場之選擇¹⁹³，不過公開發行也意味著面臨來自市場機制之考驗與主管機關之監管，可謂是成敗僅在一念之間，故獨角獸企業上市時便相當重視證券市場之規模與上市時機，尤其是後者。

人類在工業革命後迎來交通等物理層面之國際化，在突破物理邊界之限制後所帶動的是經濟上突破國界之全球化，而經濟全球化所影響的不僅有企業之跨國經營與競爭，更引起了證券交易所間之競爭關係。對於證券交易所而言，提升聲譽與競爭力之主要方法即是吸引優質企業在自家掛牌上市¹⁹⁴，而上述所提及尚未上市卻擁有高發展潛力之獨角獸企業則成為世界各交易所極力爭取與追逐之目標。惟獨角獸相當重視上市之時機，其上市管道必須選擇窗口風險最低者方能最大化兌現其發展潛力，而傳統 IPO 程序非但所需時間達一年又半載且一般初級市場容易受到宏觀經濟之影響，其面臨窗口風險之大已於第二章第二節有所詳述。對此，較為省時且較不易受宏觀經濟影響之 SPAC 上市制度與獨角獸企業一拍即合，且在機構投資人、專業經理人、投資人等多方參與下更能有效引導出獨角獸企業所蘊含之發展潛力，故證券交易所欲爭取獨角獸企業最直接之策略即是 SPAC 上市制度之導入，從而提升競爭力並自各交易所之競爭中脫穎而出。

然而，我國對於獨角獸企業似乎都任其輕易出走並在其他證券交易所掛牌上市。自 2021 年 3 月 Appier 沛星互動科技在日本東京交易所上市後，2022 年 4 月之 Gogoro、10 月之 Perfect 玩美移動、11 月之大猩猩科技相繼在美國 NASDAQ 掛牌上市。面對新創獨角獸企業紛紛拋下我國交易所並遠走高飛之情況，立法委員曾對主管機關金管會於備詢時提出質疑，不過金管會似乎優先以多層次資本市場為

¹⁹³ 王雪松、賈婧，SPAC 境外發展現狀及趨勢，多層次資本市場研究，總 9 輯，頁 53，2021 年。

¹⁹⁴ 王雪松、賈婧，同註 193。



優先而暫擱引進 SPAC 制度之想法。相較之下，同樣身在亞洲市場之新加坡與香港則是積極引入，兩者作為國際證券市場皆選擇正面迎擊來自美國證券市場之挑戰，新加坡選擇以亞太地區為戰場並爭取東南亞之新創企業，而香港則在諮詢文件中表明目標設定在大中華與東南亞地區。

是此，不論是基於亞洲市場共榮共好之夥伴或挽留我國新創企業之競爭對手，新加坡與香港之立法例與後續發展情勢皆是我國應當關注與研究之比較法對象；而美國作為發源國與掀起 SPAC 熱潮自不待言，再加上我國已經錯過 Gogoro 等三間獨角獸企業而任其在美國 NASDAQ 交易所上市，美國已然成為我國證券交易所之頭號競爭對手，當然成為我國引進 SPAC 制度時必須深究之比較法對象。因此，本文以證券交易所間之競爭關係選擇同屬亞洲市場之新加坡與香港，及已有三家我國獨角獸企業上市之美國為比較法對象。

貳、 過往合作經驗之促成因素——國際通證券（台星通）

我國證券交易所主要是以國內為取向之證券市場，但我國與新加坡交易所曾有過合作經驗，即是 2015 年所推動之跨境交易合作。乍看之下，跨境交易合作僅是簡化股權交易時交割等程序而二交易所仍然獨立運作，不過實際上應深究的是為何選擇新加坡為合作對象。本文認為是基於雙方證券市場之相似性，倘若合作雙方交易所在規模、市值、上市公司數量等相關數據差距過大，跨境交易合作可能形成資金大市場而小市場停滯不前之僅有一方獲利局勢，此應非有效之證券市場合作；若欲進行合作或市場整合，最佳組合應是兩個性質相近之市場，方能共享雙方市場之資金從而達到共利共生之效益。

根據財政部與政府資料開放平台所提供之數據，我國證券交易所在 2014 年至 2015 年之市值約 8510 億與 7540 億美元，並有約 850 家上市公司；新加坡同期市值約 7530 億與 6400 億美元，並有約 770 家上市公司，而兩者之差距相較於同時

期之韓國、香港、日本交易所已是較為接近之比較組合。又雖然新加坡係以國際為取向而我國以國內為主，看似目標有所不同，不過根據文獻指出我國與新加坡皆以散戶投資人為主之投資人結構，於規則之設計或許是有相同之考量，更是增添二交易所相似處。

因此，我國與新加坡不僅在市值與上市公司數等市場客觀要素相較於同期之其他亞洲市場較為相近，投資人結構亦有相似之處。儘管合作已是 7 年以前之往事，不過以上述些許相似之處而言，新加坡如何引進 SPAC 制度與數據之調整計算是值得我國加以參考，因此成為本文選擇新加坡為比較法之其一理由。惟文獻對此次合作著墨甚少，故以下將簡述背景並概略分析失敗之因。

一、 成立背景

行政院金融監督管理委員會（下稱金管會）基於營造與世界接軌且更強勢證券市場之目的，於 2015 年規劃一系列證券市場揚升計畫，包含暢通企業籌資管道、積極擴大資本市場、強化公司治理、提升證券期貨商服務效能、營造更有效率交易市場、建構多元化商品、強化周邊機構合作、研議合理交易成本等八項計畫，而「營造更有效率交易市場」之五項措施中，其一即為推動與新加坡之跨境交易（台星通）。

具體措施上，交易流程並非採取直接至對方之證券市場進行交易，而是投資人或證券商透過特殊目的證券子公司（Special Purpose Vehicle，SPV）之協助於對方之證券交易市場進行下單、結算交割等程序。據此，台灣證券交易所於 2016 年 6 月 20 日成立實收資本額新台幣三億元、百分之百持股之子公司「國際通證券公司」，作為專營我國與外國跨境交易證券經紀之中介機構。

二、合作結果與原因簡要分析

以結果而言，作為跨境證券交易之核心機構「國際通證券公司」於2016年12月29日正式解散，也代表合作之失敗。運作上，國際通僅有兩家國內證券商作為客戶，而新加坡以優先解決國內證券市場問題為由一再延宕，最後形成僅有我國向新加坡（南向）進行交易而不見新加坡向我國（北向）為投資之局面而被詬病為「南通北不通」，因此僅經過四個餘月即宣告失敗。在SPV模式失敗後，與新加坡交易所之交易模式則回歸過往ETF（指數型證券投資信託基金）模式。

關於台星通之失敗，學術與媒體幾無相關分析與評論，一方面可能與政府態度轉變有所關聯，另一方面雙方交易所之規模與市值相對較小而關注度低，不過回到合作項目本身，即使政策立意良好也存在因實行障礙過高而失敗之可能性。

推行跨界證券市場之政策立意在於跨界連結所帶來之資本市場全球化¹⁹⁵，此一觀點符合現代商業經營方針且理論上有利我國企業發展。除了一國（地域）所能支持之發展資源有限，自經濟成本之角度觀之，營業規模拓展至全球享受比較利益亦是現代大型企業經營潮流，因此為支持營業規模全球化所需要之資金，資本市場全球化所推動之跨界證券市場是無庸置疑且是必然之發展路徑。然而，跨境市場乃至於市場一體化所面臨之障礙與其利益形成正比關係，牽涉金融監管、匯率風險、投資人保護、稅務與等各方面之政策差異，進而需要做出交易成本、稅收、託管與結算、跨境監管等調整，實行上具有相當程度之障礙。¹⁹⁶ 對此，新加坡擱置台星

¹⁹⁵ 李述德，從國際通證券公司成立看國際合作發展，證券服務，637期，頁4-6，2015年5月。

¹⁹⁶ 廖士光，《拉美聯合交易所（MILA）研究》，2014年8月，
<http://www.sse.com.cn/aboutus/research/research/c/3996087.pdf>（最後瀏覽日2022年10月18日）。

通而先著手處理量能萎縮等問題可能僅是表面藉口，實際上可能是雙方政策對於實行障礙之難以協調才是失敗之主因。



據此，台星通之失敗是可以預見的。雖然兩者之市場規模與公司數量相近且事前主管機關之評估認為具可行性，不過新加坡與台灣在政策調整上未必協同。對新加坡而言，台星通與 ASEAN Trading Link 之發展期重疊，順位上不可能置台灣優先於經濟合作關係更為密切、市場量能更大之東協夥伴；貨幣、市場法制等證券市場政策，乃至於新加坡面向國際而台灣重視國內之本質差異，使協同工作上有許多障礙與問題；又陌生之證券市場與公司，對他國投資人也難以產生吸引力。因此，在諸多執行面之障礙下，台星通最終以失敗收場。

第三節 各國架構之建立

在第二節說明本文選擇比較法之理由後，理由或許有些有力而有些牽強，不過同樣作為以美國法為原型架構之立法例，對於極可能依循美國法之我國而言皆存有一定之研究價值。是此，繼第二章剖析美國 SPAC 制度與本章第一節之架構分析後，本節將先以整理美國自 2020 年 SPAC 熱潮後至今美國實務所面臨之問題與大幅打擊 SPSC 熱潮之 2021 年監管策略，說明制度所面臨之問題與 SEC 所提出之應對方法；其後則是聚焦在香港法與新加坡法中重要項目之立法過程，以 SGX 與 HKEX 之意見徵詢文件與諮詢總結文件分析政策考量與實務意見，包含本文認為 SPAC 制度中最值得關注的投資人之開放範圍與股權稀釋問題。

第一項 美國之 2021 年實務問題暨監管政策



2020 年美國掀起 SPAC 熱潮時，不少經濟學與法律學等領域之學術文獻透過美國市場中可謂是爆炸性之數據與成果而認為 SPAC 制度具有相當龐大之潛在利益，且以投資人保護為核心之機制則使投資人所面對之風險得以降低與控制，而此等文獻則成為筆者撰寫第二章介紹 SPAC 制度之立論基礎。然而，在 2020 年單一年份中，SPAC 熱潮所帶來的不僅有龐大之商業表現，相對亦將 SPAC 制度令人擔憂之問題與風險一併帶入市場中。面對因運作所衍生之問題與風險，美國 SEC 在監管之餘亦開始研擬相關之監管政策，並在 2021 年發布了關於認股權與財務預測之修正與澄清，而此一監管政策之轉變則極大程度影響 SPAC 市場之發展，呈現在 SPAC 公司成立數量自該年 3 月之 109 間至 4 月之 13 間，為不可忽視之影響因素。

對此，有鑑於主管機關監管態度對制度發展之影響程度極大，實務與主管機關之發展成為研究上不可忽略之項目，因此以下探討 2021 年美國實務所面臨之問題與 SEC 監管政策以捕捉 SPAC 制度之近期動向。

第一款 實務運作之問題

SPAC 制度可說是 2020 年金融市場之代名詞，也因此成為新聞媒體所關注之議題，而 SPAC 制度既存之光明面與黑暗面皆呈現在鎂光燈之下。縱觀 2020 年與 2022 年間之相關新聞報導，本文將 SPAC 目前所面臨之問題分為制度運作於市場之不適應與傳統證券交易不法行為之發生，以下按此分類說明之。



壹、 制度運作於市場之不適應

SPAC 制度對於參與者而言，其主要功能為投資人之投資管道與公司之替代上市管道。儘管第二章自理論而言應認為對兩者皆具有相當程度之利益與誘因，然而實際運作後卻產生兩者所不樂見之情況，一是影響 SPAC 公司之股東高贖回率，另一則是牽涉投資人與目標公司之上市後股價暴跌。

首先，商業界人士有云：「每筆 SPAC 公司併購交易都在擔心贖回，並且試圖釐清如何緩解這個情況」¹⁹⁷，而此言論所指的即是當前 SPAC 公司因股東之高贖回率成為無法完成併購交易之主要障礙。詳言之，贖回權作為最為強力之投資人保護機制，不只是作為投資人之退場機制，更重要的是權益組合之贖回僅須交還股份而得以保留認股權，使投資人取回資金外可謂無損取得認股權，且逾期未完成併購時清算之分配亦幾無損失。因此，投資操作上，投資人認購 SPAC 公司所發行之權益組合後，一般傾向在併購時選擇贖回股份並利用認股權享受合併利益，惟需要注意的是此問題並非近兩年才發生，而是在熱潮前即存在於 SPAC 制度。¹⁹⁸ 然而，由於美國 SEC 在 2021 年間推出一系列收緊監管尺度之新政策，使得市場投資人對 SPAC 公司之投資信心下降許多，從而在進退場判斷上採取更為保守之策略，使股東行使贖回之情況更為加劇，亦造成 SPAC 公司於併購交易時更依賴 PIPE 之支持。

其次，根據實務觀察，獨角獸企業或閉鎖公司透過 SPAC 制度上市後，多數面臨股價暴跌之問題。儘管部分公司得以持續維持其股價在一般發行價格(10 美元)之上，不過更多的是上市後即迎來一波負向之「校正回歸」；而在 2021 年 SEC 調

¹⁹⁷ Echo Wang, Anirban Sen (2022.03.16), ANALYSIS-SPACs splash the cash to salvage deals as market unravels, Reuters, <https://www.reuters.com/article/deals-spacs-redemptions-idCNL2N2VJ1GK> (last visited: Nov.13, 2022).

¹⁹⁸ 見第二章第三節一(二)認股權與股份稀釋風險。



整會計處理與要求揭露財務預測等資訊後，以 SPAC 制度上市之公司中多達半數股價下跌 40%以上或是 4 美元以下，其中不乏知名獨角獸企業如 Dropbox 與 Uber，使 SPAC 制度反而不利於目標公司與投資人。對此，造成股價暴跌之理由則眾說紛紜，有認為創始股東因其報酬來自於合併之完成而非合併上市後之績效成果，使創始股東有作成非股東最佳利益併購案之誘因，故股價暴跌是創始人獎酬機制所衍生之問題；有認為是本屬非公開之獨角獸企業上市後必須將其財務結構與業務發展潛力一併攤在投資人與市場之檢視下，股價之校正回歸是市場機制下必然發生之結果，應檢討的或許是獨角獸企業之資訊揭露而非 SPAC 制度。不過，無論何者說法為真或是共同成為暴跌之因素，不能否認的是排除市場風險後股價暴跌意味著市場對於目標公司價值之不信任，各國交易所是否應繼續追逐獨角獸企業也應值得三思。

貳、 虛偽與誤導性陳述所生之不法行為

誠如本文於第二章所言，SPAC 公司之生命週期是由一個 IPO 程序與一個企業併購程序所構成，此一特色造就了 SPAC 公司在不同階段需要滿足不同之要求與義務，而資訊揭露義務亦受到兩階段之影響。在 IPO 程序時，SPAC 公司須就自身公司資訊、創始股東、投資人保護機制等項目進行已知資訊揭露，此時 SPAC 公司受有 1934 年證券交易法之拘束而不得為隱匿或不實陳述，否則將面臨證券詐欺之責任；在併購程序時，SPAC 公司除了針對自身公司與目標公司之已知資訊須為揭露之外，由於牽涉企業併購而應對合併後之預期經營效益提出財務預測報告，此時 SPAC 公司須遵守私人證券訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act, PSLRA）對於前瞻性財務預測之規定，即不得為虛偽或誤導性陳述。¹⁹⁹

¹⁹⁹ 相關說明於後段連同 SEC 之澄清一併說明。



然而，不論是已知資訊之虛偽不實與預知資訊之誤導在實務皆有案例發生。已知資訊之部分，為隱瞞資訊所生的 MultiPlan 公司非常規交易案，案件事實大致如下：Michael Klein 透過其控制之 Churchill Sponsor III, LLC（發起人）設立 Churchill Capital Corp. III（SPAC 公司）並進一步控制該 SPAC 公司之董事；其後與 MultiPlan 公司（目標公司）進行企業併購時，SPAC 公司所委任之財務顧問機構仍為 Klein 所控制 The Klein Group, LLC，導致向股東揭露企業併購案相關資訊時，不僅存有利益衝突且未揭露目標公司之最大客戶正在進行相關計畫以向目標公司競爭業務，造成多數股東誤判形勢而錯失行使贖回權之時點，最後使投資人困於合併後股價下跌之窘境。²⁰⁰ 而本案法院在審理過程中作成不少關於 SPAC 公司之見解，如贖回權為集團訴訟直接訴訟之請求權基礎、公司章程為贖回權之契約基礎、受託人義務在 SPAC 制度之適用等²⁰¹，對於 SPAC 制度救濟管道之形塑具有相當之價值。惟發生之案件類型並非限於非常規交易，亦有內線交易等類型。

未知資訊之誤導性陳述則是在 SEC 澄清 SPAC 公司如何適用 PSLRA 之疑義後，相關案例如雨後春筍般浮現，較為知名之案例則有二。一是 Nikola 公司案，Nikola 公司為氫燃料卡車製造公司，在 Trevor Milton 所發起之 SPAC 公司相中後雙方便展開企業併購之協議，然而 Trevor Milton 卻在併購階段屢次藉由社群網路與 podcast 向散戶投資傳遞 Nikola 公司有能力生產氫燃料電池卡車、股價將在一個月內增長 6 倍等說詞，不過實際上根據 Hindenburg Research 公司所提出報告指出實際上 Nikola 公司在合併之半年後仍未生產任何一輛卡車，因此美國 SEC 展開向 Trevor Milton 之訴訟，而 2022 年 9 月在曼哈頓聯邦法院審理中。另一則是 Momentus

²⁰⁰ In re MultiPlan Corp. S'holders Litig., C.A. No. 2021-0300-LWW (Del. Ch. Jan. 3, 2022) (Will, V.C.).

²⁰¹ 吳尊傑，從德拉瓦州首起 SPAC 股東集體訴訟案中「見微知著」，月旦會計實務研究，55 期，頁 51-63，2022 年 7 月。

公司案，Momentum 公司為太空運輸公司，該公司之領導人 Kokorich 不斷向投資人傳達自家公司之推進技術已成功通過太空測試，但實際上該公司唯一進行的太空測試並無法達成主要目標與證明商業可行性；然而，名為 Stable Road Acquisition Company 之 SPAC 公司在相中該公司後，儘管聲稱有進行實地查核但其實不然，且相關合併資訊文件仍重述 Kokorich 所說之誤導性內容，因此兩者皆受到 SEC 之行政處罰。²⁰² 總結來說，不論虛偽與誤導性陳述是自 SPAC 公司方或目標公司方所發出，SPAC 公司因負有盡職調查義務而須承擔相關之法律責任。

第二款 2021 年 SEC 監管政策之收緊

歷經 2020 年市場上 SPAC 制度所帶來之熱潮，SPAC 公司所衍生之實務問題也一一浮現，在 2021 年 3 月上市公司達到巔峰之 109 間後，美國 SEC 決定加強對於 SPAC 公司之監管力道。面對美國 SEC 在 2021 年公布一連串之政策，以下先以時間順序簡述，後將重點圍繞在財務預測之說明上。

當 SPAC 市場規模日漸擴大而散戶投資人接觸機會提高之情況下，首先在 3 月 10 日由投資人教育宣導辦公室提醒投資人切勿僅對知名人士之聲譽便信賴以其為招牌之 SPAC 公司²⁰³；其後 SEC 在 4 月 8 日發布關於 SPAC 制度之警示，主要內容包含利益衝突、創始股東獎酬機制、名人贊助人、不實消息之炒作等，而最為重要的是澄清 SPAC 公司所發布之前瞻性財務預測並沒有 PSLRA 之適用且 SEC 有

²⁰² United States Securities and Exchange Commission, SEC Charges SPAC, Sponsor, Merger Target, and CEOs for Misleading Disclosures Ahead of Proposed Business Combination (Jul.13, 2021), <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-124> (last visited: Nov.21, 2022).

²⁰³ United States Securities and Exchange Commission (Mar.10, 2021), <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alerts/celebrity> (last visited: Nov.21, 2022).

權提起相關訴訟；²⁰⁴ 4 月 18 日 SEC 繼續發布修正，將權證之會計處理歸於負債而非權益且所有公司須以此變動重新申報財務報表²⁰⁵，此一調整將使財務報表上更能一望即知 SPAC 公司發行之權證數量，以供投資人評估稀釋等方面之風險；5 月 25 日投資人教育宣導辦公室再次更新 SPAC 注意事項，內容包含公開說明書等資訊揭露、託管帳戶、贖回、併購期限等事項；隔日則是 SEC 發布關於創始人股份稀釋之應對；下次重要公告則至 7 月 13 日，內容即為前述 Momentus 公司案 SEC 所採取之行動。直到年底，值得關注的不再是 SEC 所發布之資訊或公告，而是國會通過了 H.R. 5913 號法案，該法案指出：除非證券商之報酬在 5% 以下或是 SPAC 公司有進行相當程度要求之資訊揭露，否則僅能向合格投資人推銷，不過實務上承銷商與 SPAC 公司所約定之報酬一般落在 5.5%（即註 35），因此可謂是有條件地將一般投資人排除在 SPAC 市場實務之外。

其中，最為需要說明的即是 SPAC 公司財務預測之規範。所謂公司財務預測（forward-looking statement）是指公司經營團隊在分析公司計畫與經營環境下，對未來之財務狀況、經營成果與現金流量所為之估計。²⁰⁶ 起初，美國 SEC 認為財務預測屬於軟性資訊為不可信賴而禁止企業為之，不過後續則開放企業自主為之；直到 1995 年，有鑑於市場對於公司預測訊息之需求大增但訴訟上亦出現預測未能實現時之法律責任追究，在此背景之下通過了 PSLRA 法案，以調和實務需求但相對面臨之訴追風險。對此，PSLRA 對於財務預測設有安全港條款，只要符合以下三

²⁰⁴ John Coates, SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws (Apr.8, 2021), <https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws> (last visited: Nov.21, 2022).

²⁰⁵ John Coates, Paul Munter, Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies (“SPACs”) (Apr.12, 2021), https://www.sec.gov/news/public-statement/accounting-reporting-warrants-issued-spacs?utm_medium=email&utm_source=govdelivery (last visited: Nov.21, 2022).

²⁰⁶ 莊永丞，財務預測與證券詐欺之交錯與平行時空，台大法學論叢，47 卷 4 期，頁 2240，2018 年 12 月。



項條件則無需承擔民事訴訟責任：該財務預測須確認為財務預測並附上有意義之警示語句，而該語句須指出可能造成實際結果與財務預測內容產生重大差異之重要因素；若該財務預測不具重大性亦不在訴追範圍內；原告未能證明該財務預測係基於實際知悉該預測之內容為不實或誤導。²⁰⁷ 惟須注意的是，PSLRA 排除了 IPO 程序、廉價股票之發行、公開收購等財務預測有安全港條款之適用。

回到 SPAC 制度本身，基於投資人保護而需要落實資訊揭露之要求，而企業併購中加入財務預測將有助於創始股東向投資人傳達併購交易之效益並使其理解背後之經濟性與公平性。然而，民間似乎認為 SPAC 公司之財務預測有 PSLRA 安全港條款而無法訴追，進而將 SPAC 制度之風險評估為更勝於 IPO 程序。對此，美國 SEC 澄清兩點，一是 PSLRA 之安全港條款並不能阻止 SEC 所發動之訴訟，另一則是 PSLRA 排除空白支票公司之證券發行與廉價股票發行人之適用，而這將使作為空白支票公司之 SPAC 公司一併在排除之列；澄清之餘，SEC 則是重申投資人應獲得資訊、財務預測需要有意義、SPAC 制度涵蓋初級市場與次級市場之投資人而應關注任何階段之資訊揭露。最後，為求任何一絲疑義之消除，2021 年 11 月 16 日修正 PSLRA 而明文排除 SPAC 於安全港之外。

綜上所述，SEC 在 2021 年之監管策略分為兩面向，一為面向投資人尤其是一般投資人，藉由持續宣傳 SPAC 注意事項以提高投資人對於 SPAC 市場之注意程度，乃至於年底國會甚至將其排除在證券商之推銷範圍；另一方面則是在致力於資訊揭露程度之提升，包含會計處理與 PSLRA 之澄清修正。不過整體而言，屢次之調整似乎沒有一個概括之核心思想，只是盡可能降低 SPAC 制度之風險與投資人疑慮。

²⁰⁷ 張心悌，同註 149，頁 212-213。

第三款 代小結—2022 年之 SPAC 制度全面改革



對於 2021 年一連串之監管調整，SEC 在 2022 年 3 月 30 日發布了多達 300 餘頁之 SPAC 制度全面性改革方案，以加強 IPO 程序與併購程序之投資人保護為核心目標，針對贊助人獎酬機制、利益衝突、股份稀釋、併購公平性、資訊揭露等項目進行修正，並擴大至 1933 年證券法與 1934 年證券交易法等相關法規之修正。其中，筆者注意到法案自概念上將贊助人與 SPAC 公司董事脫鉤，將其定義為「主要負責組織、指導或管理 SPAC 的業務和事務的實體和/或個人，並任命 SPAC 董事」；另外對公開說明書之揭露要求有相當程度之調整，將重點置於 De-SPAC 程序中贊助人、潛在利益衝突、股份稀釋等資訊揭露，而此等改革則將 SPAC 制度帶向下一個發展階段。惟令筆者質疑的是多達 300 頁卻隻字未提及 H.R. 5913 號法案所帶來之改變，筆者感到疑惑之餘但關於內容之研究實在力有未逮而未能詳盡閱覽，冀以後人能更深入研究之。

第二項 香港法之立法沿革

香港引進 SPAC 制度之進程較晚於新加坡，是在 2021 年 9 月公告徵詢文件並在同年 12 月提出總結文件，因此架構之草擬則參考美國法、修正後之英國法與新加坡交易所之意見。縱觀香港之立法過程，雖然原型架構是取自於美國型且大量引用美國實務之相關表現與數據，不過在徵詢文件即開宗明義表明將以「維護市場之聲譽與品質」為優先，並將立法與監管之尺度定調為嚴格於美國；除此之外，在不少細節之處亦能見英國法制之影子，如保薦人制度、上市條件採英國之募集金額而非美國之市值等。對此，以下將圍繞香港之草案與修正，先以重要項目為分類說明其內容，其後則是分析背後之政策與目的。

第一款 重要項目之草擬與修正



壹、 上市條件

關於公司規模之門檻設定，HKEX 認為相較於最低市值之設定，以最低 IPO 集資額為標準更為審慎，不僅將創始股東之聲譽交由市場機制評價並確保公司有足夠之資金得用於併購素質較高之目標公司；數值方面則是參考各國立法例，美國與新加坡之最低市值、英國之最低 IPO 集資額皆約落在 10 億元港幣左右，而各國在此標準仍能持續運作，因此即使高於傳統 IPO 之 5 億元港幣而有部分反對意見，HKEX 仍為最低 IPO 金額 10 億元為其門檻²⁰⁸。

至於最低股份價格，則是參酌美國以 10 美元為發行價格之慣例，且 SPAC 股價容易受到波動且具相當程度，因此在商業靈活性與減輕波動之間選擇後者而以 10 港幣為最低發行價格²⁰⁹。

貳、 市場參與人

一、 發起人（創始股東）

關於美國法之創始股東概念與香港法之發起人與董事定義問題已在第二章第二節處予以探討而不再贅述，即發起人為贊助人而董事為經營團隊。²¹⁰首先，為了確保創始股東具備 SPAC 制度所需要之能力與相關經驗，且作為操作 SPAC 程序之主導者而成為投資人是否投入之關鍵，因此香港對於發起人與董事設有資格限制

²⁰⁸ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.08。

²⁰⁹ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.07。

²¹⁰ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.01。

與「適合性評估」之審查²¹¹。資格限制係指須持有證監會所發行之相關牌照始具擔任 SPAC 公司發起人之資格，而董事則是在修正時一併納入限制²¹²，但有意見認為牌照之限制會成為海外發起人進入香港市場之阻礙，不過 HKEX 認為牌照限制為適當之投資人保障措施，因此仍維持限制但開放個案之豁免審查；而適合性審查則是參考美國法對創始股東之經驗與過往實績的審查，香港認為由於 SPAC 沒有營業歷史且投資人之投資決策相當仰賴發起人之資質，而主管機關之適合性審查則能篩選具投資眼光與專業能力之發起人，其審查方式則是提供過往相關 SPAC 公司之資料作為個性、經驗與誠信三個面向之審查，以確保發起人有能力為 SPAC 公司之表現負責並具備應有之技能與謹慎態度，進而提升 SPAC 公司之品質與效益。不過除了資格限制與審查之外，香港則增加了發起人須持有至少 10%發起人股份之要求²¹³，即使有意見以美國法並無限制且應由 SPAC 公司自由之範疇，若有持股限制反而降低香港市場之吸引力，但 HKEX 認為發起人持股將使其利益與投資人一致，因此維持發起人最低持股比例之要求。

除了資格與審查外，亦有針對發起人之獎酬機制與重大變更有相關規範，尤其獎酬機制納入當代之趨勢。獎酬機制上，在參考美國法之象徵性對價取得 20%之已發行股份、設有移轉限制禁售期且無贖回權與清算分配參與權等設計並觀察到實務將機制轉向提成之設計，HKEX 選擇沿用原始型中創始人股份之限制以維持利益衝突之調和，但在獎酬機制上額外增加提成機制。提成之部分，考量發起人若以存續公司之股價表現為階段獎勵之門檻會產生操縱股價之風險而起初採取經營成果之門檻，不過許多意見以 SPAC 公司對於併購目標並無法確定為由認為經營

²¹¹ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.10。

²¹² 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.13。關於獨立董事之部分，HKEX 明確揭示有上市規則之適用，且為確保其獨立性而不會受有發起人股份與發起人權證。

²¹³ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.11。

成果並非適當標準，應以股價為宜，因此 HKEX 以原始獎酬機制為基礎，增加以股價為門檻之提成機制並於併購時揭露。²¹⁴ 至於發起人之重大變更則參考各國立法例，須經股東會特別決議與 HKEX 之批准方得變更，不過在收受意見後將適用之發起人限制在控制權 50%以上，以調和成本與發起人結構之彈性。²¹⁵

二、 投資人之資格

關於如何劃定 SPAC 制度之投資人範疇，香港之意見討論相當值得參考。在香港擬定草案時，美國、英國與新加坡之立法例並未限制之背景下，HKEX 對於散戶之議題出現兩方意見，支持方認為 SPAC 制度為散戶接觸私募股權投資之管道，限制將剝奪其投資機會，且 SPAC 制度須要廣泛之投資人為基礎；而反對方則認為 SPAC 制度之成功要素為專業投資人之投入，散戶未必能清楚評估 SPAC 制度之風險。雖然 HKEX 致力於建立完善之保障措施，不過在權衡雙方之風險評估能力與 SPAC 公司股價容易受到謠言炒作之影響，再加上美國 H.R. 5913 法案限制了向一般投資人推銷 SPAC 股權，使得香港方面更堅定保守之立場。因此，最終選擇在 SPAC 併購交易前排除散戶而僅向專業投資人與機構投資人開放，而專業投資人之門檻則以認購額 100 萬港幣與相關程序認定。²¹⁶

在排除散戶之後，則是公開市場與公眾流通持股之安排。在各國立法例標準不一之情況下，香港回顧了自身對 IPO 程序要求股東 300 人是以建立廣泛股東基礎，而 SPAC 制度排除散戶之後則在數目上必然遠小於傳統 IPO 程序，應此草案以「75% 之股份須由 75 名專業投資人且其中至少含 30 名機構投資人，並前三大股東之總

²¹⁴ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18.B29(1)。

²¹⁵ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18.B32。

²¹⁶ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18.B03。



計持股不得超過 50%」為標準；不過此一標準卻引來實務界許多質疑，主要是關於機構投資人之要求過高，並提出亞洲 SPAC 市場僅有 25 至 50 名活躍機構投資人、每宗交易平均約 10 位機構投資人之參與，在與 30 名之要求有所差距之情況下認為最低限制反而使 SPAC 公司因投資人數無法達標而成為阻礙，且 IPO 程序未有相關之限制，因此 HKEX 將標準降低為「75%股份由 75 名專業投資人其中至少含 20 名機構投資人」²¹⁷，以確保吸引足夠機構投資人與足夠市場流通量。

參、獨立託管帳戶機制

本文在第二章第二節介紹 SPAC 制度之機制時，將涉及維護投資人之資金與價值相關設計統稱為獨立託管帳戶機制，而其中則包含託管帳戶之設置與併購目標之公平價值。

首先是託管帳戶之設置，儘管美國等立法例皆將應託管之募集金額設定為 IPO 總額之 90%，而剩餘之 10%則作為經營團隊之薪酬、管理費用、稅賦等公司營運支出；然而，香港認為 SPAC 公司之相關營運支出應由發起人負擔而不應由募集資金負擔，且實務運作中為了確保發起人具有承擔經營風險之能力，發起人通常會投入 IPO 總額約 3%之資金，並無將投資人資金用於公司營運之理由，因此 HKEX 規定募集資金須 100%全數存入封閉式信託²¹⁸，持有方式則開放為現金與高評級之短期債券等現金等價物²¹⁹，並限制其發放理由。

其次則是併購目標之公平價值，關於門檻之設定並沒有太多猶豫理由，各國立法例均設置在 IPO 總額之 80%而香港選擇跟進，雖然有認為門檻過高將導致靈活

²¹⁷ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.05。

²¹⁸ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.16。

²¹⁹ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.18。

不足與符合門檻之公司不需依靠 SPAC 制度即能自行循傳統 IPO 程序上市，但 HKEX 依舊認為高門檻之公平價值始能確保如空殼之 SPAC 公司在合併後有足夠之實質業務得以支撐其營運，因此併購目標須達 IPO 總額之 80%²²⁰。除此之外，對於併購目標公司之類型有所排除，基於投資公司另有上市管道，因此香港不允許投資公司成為 SPAC 制度之目標公司。

然而，香港對於公平價格之認定有獨特之設計，將獨立第三方如 PIPE 之投資比例與併購價值相互連結。詳言之，縱使在併購之過程中香港設有保薦人以進行盡職調查與協助併購程序，只要發起人獎酬所表彰的是併購成功與否，發起人即存有蓄意提高併購目標價值之風險，因此 HKEX 認為估價是重要之保障措施。一般而言，估價能自公布市場反應、贖回行使情況與外來資金投入等三個方式檢視，即藉由市場或獨立第三方之行為驗證其價值以降低前述風險，HKEX 起初是選擇以贖回行使之方式而將表決權與贖回權予以連結，反對合併者方能行使贖回權，此一設計與美國與英國有所不同；不過表決權與贖回權連結之設計引來許多不同意見，包含：連結將造成投資人為贖回退場而為不必要之拒絕、贖回權之行使受到公平性與合理性外之因素影響如宏觀經濟市場景氣而未必能正確驗證其價值、套利交易被迫反對與限制投資人投資自由等理由，因此 HKEX 以美國實務中八成以上皆有 PIPE 參與之事實，捨棄原先之方法而將估價之工作交由外來資金之投資比例判斷之，即依獨立第三方所投資之比例決定併購目標之估價²²¹，投資比例越高其價值則越低，其思維在價值越高則投資人越會積極投入而壓縮獨立第三方所占比例。是此，在估價交由獨立第三方之設定下，HKEX 要求 SPAC 公司併購交易條款須包含獨

²²⁰ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.39。

²²¹ 詳見《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.41。

立第三方之投資且第三方投資人則須符合獨立性之檢測²²²，而此一設計則成為香港 SPAC 制度之特色。



【表 1 香港 SPAC 之獨立第三人投資人估值標準】

併購標的之估值（單位：億港元）	獨立第三方投資 SPAC 之最低占比
$V \leq 20$	25%
$20 \leq V < 50$	15%
$50 \leq V < 70$	10%
$V \geq 70$	7.5%

肆、 權益組合、贖回權與股份稀釋（攤薄）上限

一、 權益組合

SPAC 公司所發行之標的為權益組合，香港與主流立法例一樣容許「股份+權證」之發行與分別流通，不過在分別流通上是否需要如美國法設有限制期間則有所討論。雖然香港肯定美國對於股價波動之疑慮並進一步認為認股權之波動幅度更大，不過考量以限定投資人為專業投資人應具有風險評估能力而有能力享受轉讓自由，另外對於穩定價格之策略須有香港上市規則所規定之情事方得為之，不應於

²²² 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.40。

立法之初即考慮價格波動之影響，因此香港允許 SPAC 公司之股份與權證於 IPO 程序後即可分別流通。



二、 贖回權

在有價證券之發行後，即是 SPAC 制度之核心機制：贖回權。關於贖回權之行使與表決權是否連結之問題已於公平價值處說明，即 HKEX 認為贖回權無法表彰投資人對於併購目標估值之公平性與合理性下，贖回權失去其作為話語權之功能而成為單純之退場機制，不過 HKEX 在經營穩定性與投資人保護之取捨依舊選擇後者，因此當 SPAC 公司面對重大變更時皆賦予贖回權之行使權利，而得於發起人重大變更時、併購決議時、延長併購期限時等三個時點行使之²²³；而行使之效果則是得取回 100% 之出資，主要與前述 HKEX 認為公司之營運須全由發起人承擔，不過容許託管所生利息用於公司營運之支出，因此贖回時得取回全部出資。

另外，HKEX 將贖回權理解為投資人保護之重要措施，在行使上盡可能不施加限制，而其中包含不引進猛犬條款。承第三章所述，由於美國實務上曾發生對沖基金藉由累積大量之股份並試圖利用股份贖回脅迫 SPAC 公司以不合理之條件購買該等股份，因此美國與部分立法例對股份贖回設有不得低於 10% 之限制，此亦是本文所稱之贖回權門檻。儘管有意見以美國 Greenmail 之大股東以溢價贖回股份為由而認為仍應施加贖回限制並提升至 15%，不過 HKEX 以 SPAC 制度有收購守則之適用而認為無須施加限制，即大量購買股票將觸發全面收購建議責任進而使 SPAC 公司無法也不必向股東支付溢價，因此 HKEX 並未對贖回設有限制且不允許 SPAC 公司以契約限制²²⁴。

²²³ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.57。

²²⁴ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.60。



三、 股份稀釋（攤薄）上限

HKEX 在徵詢文件中認為由於創始人股份之取得與認股權使 SPAC 制度較一般發行新股所面臨之股份稀釋更為嚴重，而 PIPE 所能彌補之作用有限。對此，香港則進入是否與如何控制之討論：首先是控制股份稀釋與否，美國與英國皆未設有上限，而新加坡則為已發行股份之 50% 為限且將發起人股份鎖定在已發行股份 20%，以外國立法例而言似乎未有定論；回到香港內部討論，儘管有認為認股權與創始人股份屬於商業決定之範疇或對創始人獎酬之提成設限即可，但多數仍同意稀釋問題之存在並參考現行規則對認股權設有上限，即發行數之 20% 與價值之 25%，因此香港對股份稀釋採取設置上限之控制手段。

具體限制策略之擬定上，HKEX 於草案中提出四項限制，分別限制是（1）創始人股份之比例為 20%、（2）行使後取得多於 1/3 股之認股權、（3）使股份總數大於發行時已發行數之 30% 的認股權、（4）使股份總數大於發行時已發行數之 10% 的發起人權證，並將創始人股份總數限制在 30% 內（含提成），另外則有發起人反稀釋權之討論。簡言之，HKEX 草擬之策略將創始人股份限制在 30% 之範圍內而認股權則控制總數在已發行時股份總數約 130%。然而，市場與實務界雖然認為應設有上限且同意創始人股份之上限，不過對於認股權之部分則有不少反對意見，主要以美國實務多數超越 30% 之稀釋比率、稀釋比率應由商業因素推動、商業問題應自行解決等為由，另外（2）與（3）有計算上限結果不一致之情況，因此 HKEX 在審酌商業誘因下將認股權之稀釋比例提高至 50% 以合乎美國實務現況，並刪除第（2）項限制與去除發起人反稀釋權之賦予。總結來說，香港分別對導致股份稀

釋之因素控制稀釋程度在一定範疇內，發起人自獎酬機制僅能取得 20%而加上提成不能超過 30%²²⁵，而認股權則僅設有發行時股份數之 50%為上限²²⁶。



伍、財務預測

財務預測所衍生之爭議在美國引起相當程度之關注，美國 SEC 先是予以澄清 PSLMA 法案安全港條款之適用問題，最後更是直接修法明文將 SPAC 公司排除在安全港條款之外。對此，香港亦是相當謹慎看待財務預測之立法。詳言之，由於 SPAC 制度為傳統 IPO 程序外之上市管道而有可能被利用為規避往年營業績效之審查並有高估價值之風險，因此財務預測是有提供之必要；在內容上則為降低無根據或誇大之敘述，要求須以合理基準陳述並需經獨立人士對待 IPO 之同一標準檢視，並禁止於上市文件中提及未來盈利與以前者假設之股息預測。

總結而言，上市文件之財務預測需要遵守：清晰明確表達並列明主要假設（含商業假設）、申報會計師審閱並出具報告、保薦人確認董事之謹慎周詳²²⁷，即以傳統 IPO 程序之規定約束之。

陸、併購相關程序

併購相關程序之設計上，所需要斟酌之問題為是否形成規避 IPO 程序之管道，而香港在此問題則是盡可能予以監管平等。由於 SPAC 制度含有併購交易之階段，而併購將帶來新業務與新資產則須謹慎看待之，考量英美兩國以反向併購程序對待之作法，因此 HKEX 選擇沿用本國法制特有之保薦人制度²²⁸，雖然可能因而降

²²⁵ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.29 (1)與同條註 1(a)。

²²⁶ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.23。

²²⁷ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.49 之註釋明文須符合 11.16 至 11.19 條。

²²⁸ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.37。

低成交之速度，不過為了確保併購資產與業務之水準，保薦人制度成為香港 SPAC 制度另一特色。不過，保薦人制度亦牽涉併購期限之設定，參酌美國實務運作之餘，不希望期限過於緊迫使發起人進行不符最佳利益之併購交易但保薦人亦需要運作時間，因此香港設定為 24 個月內須為併購公告、36 個月內須完成併購交易，雖然容許延長但須經股東會特別決議方得向交易所要求。²²⁹

其他併購程序之啟動則有兩道機制，前有股東會之特別決議且發起人等具利益關係人須迴避而與大型交易之規定一致，並且明文禁止書面批准取代股東會之召集；後於存續公司上市時須經交易所之批准，以防止發起人進行不合股東利益之併購交易。而其餘規定，大多選擇採取與 IPO 程序相同之標準，其中關係人交易亦是沿用相關規定，不完全禁止以造成不必要之限制，惟須經獨立股東之批准、獨立董事委員會與獨立財務顧問對併購案之意見提供等相關防止利益衝突之措施。

【表 2 香港 SPAC 法制主要項目之立法修正】

項目	草案	最終立法結果
上市條件	募集金額須達 10 億港元。 最低發行價格 10 港元。	與草案相同。
市場參與人	1.發起人： <u>適合性評估</u> +牌照+10% 持股、獎酬機制增加提成之設計 2.投資人：禁止散戶、機構與專業 投資人設人數門檻	1.董事亦納入牌照要求。 2. 參酌實務上投資人結構 後將人數門檻之下修。

²²⁹ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》18B.69 至 72 條。



託管帳戶 與 價值	1.託管帳戶：募集 100%之封閉式託管 2.標的價值：帳戶之 80%、PIPE 納入估值方法	與草案相同。
權益組合 與 贖回權	1.IPO 後即可分別流通 2.贖回權與表決權連結，僅反對股東能行使	連結帶來不合理之反對與退場，因此將兩者脫鉤並明文規定不得限制贖回權之行使。
股份稀釋	採取<u>設定上限</u>之策略： 1. 創始人股份設定在 30% 2. 總股數設定在 30% 3. 不得行使後取得多於 1/3 股之認股權	認股權與總股數之限制計算後有所出入而將 1/3 股該項刪除，並美國實務參考而保留創始人股份與總股數之限制並將後者上調至 50%。
財務預測	與傳統 IPO 程序相同。	與草案相同。

併購相關程序	1.融入本地之保薦人制度 2.24 個月發布公告、36 個月完成併購 3.股東會特別決議+HKEX 批准	與草案相同
--------	--	-------

第二款 政策分析

對於引進 SPAC 制度之政策，香港相當程度參考了美國實務，尤其發布徵詢文件之時點為美國 SEC 加強監管力道後，彼時美國 SPAC 市場出現可併購標的不足之供過於求情況。面對美國已發生與基於理論而尚未發生之疑慮，香港顯然在立法上採取較為保守之路線。雖然引進目的為增加上市管道與提升香港市場之競爭力，不過徵詢文件即開門見山宣示以維護香港金融市場之穩定與聲譽視為核心目標，而此核心目標則為合理化保守路線之選擇，並直指會較美國更為嚴謹。

在此核心目標下，結合美國實務表現之研究，HKEX 延伸出確保高品質 SPAC 公司之上市、重視投資人之保障、避免成為規避 IPO 程序之上市管道等三項主要考量，並運用於限制殼股活動、交易買賣、管理素質、維持市場穩定、股東保障等風險與問題之解決。前者影響了上市條件與發起人，使香港將上市門檻設定高出一般上市一倍之募集金額，發起人則除了牌照、適合性審查與持股比例之要求外，公司營運相關規則皆暗示發起人須具備一定之資本與風險承擔能力，而此考量肇因於美國實務顯示高品質之發起人則 SPAC 公司併購後有較高之回報率；其次，投資



人保護則是 SPAC 制度最為主要吸引投資人之處，此考量則呈現在 Rule 419 相關之機制如託管帳戶、贖回權等設計，多數標準與比例均沿用美國法，另外尚有少數因前者考量而提高至更高之標準如託管比例，不過也正是基於投資人保護而在衡量風險管理能力後排除散戶投資人在 SPAC 制度受益者之外；最後則是使香港 SPAC 制度成為在地化之主因，由於香港企業併購法制相當程度承襲自英國法，而 SPAC 制度則牽涉上市規則與企業併購法制，在英國法經歷併購法制退讓之修正下，香港對於如何將本地法制與 SPAC 制度結合則成為重要課題，最終香港選擇保留包含保薦人制度、收購守則、上市規定中財務預測等本地法制，且程序上盡可能與傳統 IPO 程序採取相同標準以顧及監管公平性，使 SPAC 制度之併購階段回歸香港法制。除此之外，香港亦有針對美國實務現況做出調整，即獨立第三方投資人之角色賦予，在已知 SPAC 公司之運作幾乎需要 PIPE 之參與下，選擇將其角色自單純資金救援者轉換為目標公司估值之方法，此部分則必須稱讚香港之創新能力，也為 SPAC 制度注入了一股活水。

不過，儘管 HKEX 採取較為嚴格之立法政策，但民間仍試圖爭取商業彈性，其中最重要之項目為股份稀釋上限之設定。雖然股份稀釋對其他股東產生股份價值與持股比例之影響，不過並非完全不能容許稀釋之發生，只要控制在一定程度則能使公司更具資本操作之彈性。在官方與民間對設定上限達成共識之前提，官方傾向採取過往上市規則所訂之比例，不過民間則引用實務運作之數據，最終成功爭取到商業決策之自主空間。惟整體而言，民間成功改變之項目僅有認股權之發行與贖回權自表決權脫鉤，實際仍傾向官方所訂之嚴謹路線。

綜上所述，香港確實圍繞「維護香港市場之聲譽與穩定」建立了高標準之 SPAC 制度，且在美國法上市制度與英國法企業併購法制之間尋求交集處與兼容之可能性，而參酌最新實務將獨立第三投資方加入制度則為 SPAC 制度帶來了進步。對我國而言，香港選擇以美國型為基礎並以證券市場穩定與投資人保護為優先考量之

路線，確實是我國日後若是引進時可能採取之立法政策；而排除散戶投資人於 SPAC 制度外之理由則說明 SPAC 制度所存在之風險並非如外界認為較低之印象，惟香港作為國際市場擁有較多機構投資人與專業投資人之關注，依然在立法時下修機構投資人數之要求，相較之下我國則以國內市場為主，僅憑機構投資人與專業投資人未必能提供 SPAC 市場足夠之量能，因此開放參與之範疇值得再思考。然而，若是單以亞洲地區 SPAC 市場之效益而言，香港實際運作狀況似乎不容如筆者對立法政策一樣之正面評價²³⁰。

第三項 新加坡法之立法沿革

新加坡與 SPAC 制度並非在 2020 年始締結緣分，SGX 早在 2010 年之上市規則修正草案（the “2010 Consultation”）中曾討論是否引進 SPAC 制度，但當時之反饋認為不合時宜因此作罷。不過，自從 2020 年掀起 SPAC 熱潮後，新加坡評估了美國市場所帶來之巨大效益與亞太地區潛在之併購機會，認為應引進 SPAC 制度作為傳統 IPO 上市之替代方案。是此，新加坡將立法目的定調為「推出新上市工具」，上市諮詢委員會（Listings Advisory Committee, LAC）²³¹亦允許 SPAC 制度作為主板上市工具但需設置適當之保障措施，故立法政策在「市場融資需求」與「投資人保護」尋求平衡點。

²³⁰ 詳見：Dow Jones Newswires（8/23/2022），三家 SPAC 在香港的上市申請已失效，The Wall Street Journal，<https://cn.wsj.com/articles/%E4%B8%89%E5%AE%B6spac%E5%9C%A8%E9%A6%99%E6%B8%AF%E7%9A%84%E4%B8%8A%E5%B8%82%E7%94%B3%E8%AB%8B%E5%B7%B2%E5%A4%B1%E6%95%88-121659483905>（最後瀏覽日：2022 年 11 月 15 日）。

²³¹ Listings Advisory Committee 為 SGX 成立之委員會，係由獨立且經驗豐富之市場專業人士所組成之小組，藉由利用小組之意見作為上市申請時預防衝突之措施，而其意見範疇則包含 SGX 上市政策與主板上市申請，不過其意見僅為建議性質，最終決定權仍在 SGX。

第一款 重要項目之草擬與修正



有別於香港，新加坡對於是否引進之問題有開放實務界人士表達意見。雖然部分意見以 SPAC 制度將使不合乎標準的閉鎖公司上市之疑慮與 SPAC 之公共投資風險並不適合散戶投資人為由持反對立場，但多數仍支持並認為 SPAC 制度為投資人提供新的投資選擇，尤其是散戶投資人得以接觸私人股權投資；不過 SGX 亦採納實務界所建議之應加強投資人教育以提高對於 SPAC 制度之理解，在肯認 SPAC 制度具複雜性而投資人需要面對相關風險與權利機制如贖回權為前提，SGX 將與證券投資人協會（Securities Investors Association (Singapore), SIAS）合作並提供相關之投資人教育，而非直接排除散戶投資人。

壹、 上市條件

首先是最低上市市值之門檻，由於 SGX 所參考之立法例皆以美國法為基礎架構，一般採取上市標準係以市值為標準，因此問題即在是否需要設定最低市值與市值之定奪。與香港相同，擬定草案時 SGX 認為高門檻得以確保素質較好之創始股東且足夠之市值能促使大規模企業併購之發生，因此將 SPAC 制度之最低市值設定為高於主板上市標準之 3 億新元並有更高 5 億新元之討論。然而，實務界相當反彈並多數認為門檻過高，主要理由為：以美國實務而言，目標公司之市值約為 SPAC 公司市值之 3 至 8 倍，若是以 3 億元市值為標準則併購目標極可能需要具備 10 億元以上之市值，但亞洲潛在併購目標實際上達 10 億元者相當稀少；此外，市值係作為目標公司規模與行業之決定功能，與 SPAC 公司與其創始股東之素質無

關，而 SGX 則採納意見並參酌美國立法例，因此將最低市值下修至 1.5 億新元²³²，不僅符合 SGX 現行最低標準且能確保目標公司之規模。

其次則是最低發行價格。有鑑於新加坡允許散戶投資人之參與，認為高於主板標準之價格得以阻止投資人盲目投資，而 LAC 亦同意散戶投資人不熟悉制度風險之情況下應提高發行價格使其投資前三思，因此草案將價格定在 10 新元；不過實務界僅有少數同意，多數仍認為 10 新元在 SGX 市場中是相當高且鮮少發行人會採取之價格從而會失去流動性，應參考美國之最低發行價格，因此 SGX 亦是將最低發行價格下修至 5 新元。

與香港不同的是，新加坡對於 SPAC 制度是否容許雙層股權結構進行討論。雖然美國法容許 SPAC 公司內部設有雙層股權結構，不過 SGX 考量 SPAC 公司沒有營業歷史且創始股東須迴避併購案等重大事件之表決，因此在草案中 SGX 不允許雙層股權結構²³³之存在；實務界則有兩派意見，贊成方以傳統 IPO 程序與 SPAC 應有一致之安排且能促進贊助人之業務進行，反對方則以美國實務將股份分為創始人股份與普通股，其重點在於轉讓等權利之限制而非表決權之有無。對此，SGX 則維持不允許之立場，不過不是基於反對方之理論，是考量採取雙層股權將使創始股東擁有更大之控制力而增加投資人所面臨之風險，且 SPAC 公司並沒有實際業務而沒有雙層股權之實益。

²³² SGX Rulebook, Mainboard Rules, Practice Note 6.4, 2.

²³³ SGX Rulebook, Mainboard Rules 210 (11) (a).



貳、市場參與人

一、創始股東

有鑑於美國法設有適合性評估以檢視贊助人與經營團隊之過往績效與經驗紀錄，而新加坡亦深知創始股東將極大程度影響投資人之投資決策與 SPAC 公司後續併購之進行，因此 SGX 亦沿用創始股東之適合性評估²³⁴，針對其背景如贊助人之過往實績與聲譽及經營團隊之經驗與專業能力、獎酬機制、持股、利益一致與否、併購期限、股份稀釋之緩解手段、託管帳戶比例等項目進行整體性評估，以確保贊助人之素質與保護股東利益之公平與合理因素。

不過有別於美國法，新加坡極為重視創始股東與股東利益之一致性。為了證明利益一致性，SGX 認為發起人需認購一定數量之股份而實際認股金額則依公司市值區分為 1000 至 2000 萬新元，不過在實務界意見反應下，SGX 將認股數額自金額改為比例制，即創始股東按公司市值需認購已發行股份總數之 2.5%至 3.5%且不限股份而得以權益組合與認股權證²³⁵；此外，SGX 亦基於利益一致性之考量限制創始人股份之轉讓，且此限制期間自 IPO 程序後至合併後 6 個月²³⁶，以確保併購階段與併購程序乃至於存續公司長期成功之承諾。惟值得注意的是 SGX 特別明文規定 SPAC 公司需設置獨立董事與相關董事委員會²³⁷，以維護投資人之利益。

最後則是創始股東獎酬機制與其重大變更，此二部份可謂直接沿用美國法之立法例。儘管 SGX 對於股份稀釋之議題於草案擬定時做成許多突破，且實務界有

²³⁴ SGX Rulebook, Mainboard Rules 210 (11) (e).

²³⁵ *Id.*

²³⁶ SGX Rulebook, Mainboard Rules 210 (11) (h).

²³⁷ SGX Rulebook, Mainboard Rules 210 (11) (g).

認為得將比例調整為 15%至 25%之彈性範圍，但創始股東獎酬機制是涉及股份稀釋卻少數沒有更動之項目，SGX 將比例上限設定為 20%²³⁸並澄清獎酬之事實為併購之成功而與合併成效無關。而創始股東之重大改變則與清算機制有所牽連，而類型包含創始人之控制權變化與經營團隊之更換，雖然實務有認為構成事件具主觀性，不過 SGX 仍認為創始股東對於公司之重要性與確保股東之話語權，因此創始股東之重大變更須經獨立股東之特別決議²³⁹。

【表 3 新加坡 SPAC 制度之創始股東持股要求】

SPAC 公司市值 (單位：百萬新元)	草案 (單位：百萬新元)	最終立法 (持股比例)
$300 \leq M < 500$ (修正後) $150 \leq M < 300$	10	3.5%
$500 \leq M < 1000$ (修正後) $300 \leq M < 500$	15	3%
$M \geq 1000$ (修正後) $M \geq 500$	20	2.5%

²³⁸ SGX Rulebook, Mainboard Rules 210 (11) (f).

²³⁹ SGX Rulebook, Mainboard Rules 210 (11) (n) (i).



二、投資人

SGX 延續彼時美國法之態度而容許所有投資人參與 SPAC 市場，雖然實務有不同意見認為應限制於專業投資人，不過 SGX 仍然相信 SPAC 作為散戶之新投資管道是有意義的，透過相關之投資人教育即可。

容許散戶投資人之參與下，亦影響 SGX 對於公眾流通持股標準之制定。為了防止股權過於集中所產生之風險，SGX 於草案中要求已發行股份總數之 25% 由 500 名投資人持有；然而，實務界以美國實務中 SPAC 公司多由機構投資人與專業投資人參與募資，以此為前提則 500 名成為難以達成之人數要求，且相當高之人數要求可能使 SPAC 公司之股份由散戶投資人廣泛持有而提高營運之不確定性。對此，SGX 下修人數要求而定為「已發行股份總數之 25% 須由 300 名投資人持有」²⁴⁰。

參、獨立託管帳戶機制

此機制包含託管帳戶之設置與併購目標之公允價值，理由則不再贅述。首先，託管帳戶為必然存在之機制而沿用之，惟關於比例之選擇上，實務界有意見援引美國市場慣例趨向採取 100% 全數託管之約定，但 SGX 認為維持美國交易所規定之 90% 即可並容許高評級之短期證券投資以作為現金等價物形式之持有²⁴¹。不過對於帳戶資金之提取則有所討論，除了明文規定之行使贖回權、清算與支付營運費用外，SGX 在草案中允許重大事件經獨立股東特別決議後得以提取而創始股東須迴避之，但收受實務界之意見後 SGX 則一改立場，認為面對資金提取之重大事件創始股東因法定持股而與其他股東立場一致，不應剝奪其話語權而無須迴避，因此資金提取事件上除法定事由外須經全體股東特別決議之。

²⁴⁰ SGX Rulebook, Mainboard Rules 210 (11) (c).

²⁴¹ SGX Rulebook, Mainboard Rules 210 (11) (i).

其次為併購價值之公平價值。關於價值之門檻上，SGX 沿用美國法 80%之規定以確保目標公司具備一定規模與業務，並允許多項併購項目同時進行但其中一項須滿足 80%²⁴²之標準。然而，公平價值之估值則與香港面臨相同之情況，SGX 於草案中將估值之工作交由獨立估價師以落實投資人保障與避免不利之合併條款，而獨立估值師之意見則附在併購案通函（Circular）中以提高透明度，此一作法符合新加坡法反向併購之上市規則；不過，實務界則以 PIPE 投資前會進行盡職調查為由，認為 PIPE 之存在即為市場價格發現機制。因此，SGX 選擇開放兩種估值方法，若有 PIPE 參與投資時 SPAC 公司董事會須揭露 PIPE 如何解決估值，若沒有 PIPE 參與則須為認獨立估值師進行草案所提及之程序。²⁴³

肆、 權益組合、贖回權、股份稀釋

新加坡基於美國實務現況之高贖回率現象認為 SPAC 制度所面臨之股份稀釋風險相當嚴重，因此對於容易衍生股份稀釋風險之機制進行大刀闊斧之變更與調整，不過終究招來實務界強烈之反彈而多數機制回歸美國法之立法例。惟由於草案變更與回應修正之幅度過大且機制間環環相扣，此處將不分點分項而統一以草案與修正分段說明之。

SGX 草案對於股份稀釋之處理手段相當全面，自權益組合之認股權至贖回權之行使皆有更動。由於美國發行帶有認股權之權益組合已為市場慣例，而 SGX 認為認股權轉換為股份將對原股東造成稀釋之影響，且投資人行使贖回權取回出資後對於 SPAC 公司之營運已無貢獻而不應享有合併所帶來之利益，因此 SGX 限制認股權之流通而發行非分離型附認股權特別股；惟 SGX 亦認知此項變動不合乎美

²⁴² SGX Rulebook, Mainboard Rules 210 (11) (m) (iii).

²⁴³ SGX Rulebook, Mainboard Rules 210 (11) (m) (vi).

國市場規範且投資人需要補償併購階段之機會成本，在認股權作為股份稀釋之根本性因素但限制後又生商業缺陷之情況下，SGX 亦有提出設定上限作為替代方案。又認股權之存在與否亦與贖回權有所關連，在考量美國高贖回率之情況後，SGX 認為股東利益應與表決權立場保持一致使為合理，因此 SGX 明定僅有併購案表決反對之股東方能行使贖回權，且贖回時認股權則作廢，期望能藉此降低贖回之比例從而減少 PIPE 所造成之額外稀釋。

面對草案大幅度變動但變動顯然與市場實務背道而馳，實務界提出一連串之理由反對 SGX 之草案。首先是股份稀釋之認識，當股份稀釋為 SPAC 制度固有且必然存在之問題，面對股份稀釋問題之重點在於投資人對風險之教育與充分揭露稀釋之資訊，應回歸市場之調節；其次則是認股權之釐清，認股權之功能在於機會成本之補償，亦是 SPAC 公司於 IPO 程序作為主要投資人之對沖基金所關注之標的，若是不賦予認股權分離性將嚴重影響 SPAC 制度之投資人基礎且不符合相關立法例而成為商業可行性之障礙，因此就權益組合之流通上應承認其分離性；最後則是贖回權與表決權之脫鉤，由於贖回權是 SPAC 制度之投資誘因亦是投資人保護之重要機制，將確保長期立一致之觀點帶入短期投資人之思維顯然有所矛盾，若是將贖回權受表決權牽連則導致投資人為行使贖回權使公司未能合併之可能性增加，因此贖回權必須與表決權脫鉤。

收受實務之意見後，SGX 則將股份稀釋之問題轉為資訊揭露與設定上限之制定，除了將權益組合之分離性及贖回權自表決權脫鉤²⁴⁴沿用美國法之外，規定稀釋資訊須於公開說明書與併購通函揭露，而稀釋上限則參考美國實務之比例而設定為發行股本之 50%且一併引進猛犬條款²⁴⁵。

²⁴⁴ SGX Rulebook, Mainboard Rules 210 (11) (x).

²⁴⁵ SGX Rulebook, Mainboard Rules 210 (11) (k).



伍、 併購相關程序

新加坡對於 SPAC 制度是否成為傳統 IPO 程序之規避管道亦有所顧慮，為了確保合併品與監管公平性，SGX 認為存續公司須符合 IPO 程序而有主板規則第二章之適用，且就特定類型公司之合併亦須回歸主板規則之適用。監管之公平性亦擴及財務顧問之委任，SPAC 公司之董事會須委任財務顧問進行盡職調查，以保證企業併購之水準。

而關於 SPAC 進行併購程序之相關規定，期限部分於草案時沿用美國法之 36 個月，不過實務界認為應鼓勵盡快完成以避免資金之長期託管，因此 SGX 最終將其限定為 24 個月並容許以所有股東特別決議延長之²⁴⁶。而在公司併購階段之期間，SGX 起初認為應提供季度財務報表，實務界亦支持以財務報表更新現金使用情況與合併進度，但亦有認為合併資訊多涉及財務預測與商業敏感性而應排除之，最終 SGX 以頻繁更新並無實益為由調整為 24 個月須更新 SGX 網站之公告。又關於併購案之表決，原先 SGX 認為應確保 SPAC 公司以最佳條件與股東利益進行而規定須經獨立董事簡單多數決與獨立股東普通決，而創始股東則需要迴避；不過在考量創始股東亦持有法定持股比例而利益一致，且股東未必理解併購案之價值需要創始股東之專業能力判斷，因此最終 SGX 確定併購表決須經獨立董事之簡單多數與所有股東之普通決議²⁴⁷。

陸、 財務預測與資訊揭露

關於資訊揭露與財務預測，SGX 將相關議題明訂為有主板規則之適用。資訊揭露方面，通函須遵守證券期貨監理法（Securities and Futures Regulations 2018）

²⁴⁶ SGX Rulebook, Mainboard Rules 210 (11) (m) (i) & (ii).

²⁴⁷ SGX Rulebook, Mainboard Rules 210 (11)(m)(viii).

之全面性與真實之要求，且需要提交 SGX；財務預測亦須遵守證券期貨監理法與主板規則之要求，即前者為盈利預測與估算需要完全遵守法定責任，後者則是規範內容須具備財務顧問之報告以確認審慎與周詳、預測時依據之主要假設（含商業假設）與存續公司之會計確認已審閱。

【表 4 新加坡 SPAC 法制重要項目之立法修正】

項目	草案	最終立法結果
上市條件	1. 市值 3 億或 5 億新元，以期待大規模企併之發生。 2. 最低發行價格為 10 新元，使投資人三思。 3 禁止雙重股權。	1. 考量併購價值後，市值下調為 1.5 億新元。 2. 最低價格下調至 5 新元，以提升市場競爭力。
市場參與人	創始股東：適合性評估與一定金額之認股 投資人：主管機關之投資人教育	將持股自金額轉為比例（2.5%~3.5%）。
託管帳戶與價值	1. 託管帳戶：募集之 90% 2. 價值：帳戶之 80%並容許多項併購 3. 須設有獨立估價師。	估值方法之放寬：除估價師之外，由於 PIPE 會進行盡職調查，故容許 PIPE 成為另一估值方法。

權益組合、贖回權 與股份稀釋	1.限制認股權之流通與贖回 2.贖回權僅有反對股東得以行使	1.與市場慣例背道而馳，股份稀釋為必然發生而重點應在於揭露。 2.回歸分別流通、贖回權與表決權脫鉤，並設定上限 50%與引進猛犬條款。
財務預測	遵守 Securities and Futures Regulations 2018 與主板規則之要求。	與草案相同。
併購相關程序	1.存續公司須符合 IPO 程序與主板規則 2.併購期限 36 個月 3.獨立董事簡單多數決與獨立股東普通決議。	1.為避免長期託管，期限下調至 24 個月。 2.因創始股東持有公司股份而利益立場一致，因此所有股東皆有表決權。

第二款 政策分析



整體而言，新加坡所選擇之路線與香港截然不同，倘若香港是立基於美國型而走向在地化之路線，新加坡即為盡可能沿用美國型與其立法例，但這僅是結果論之評價，細觀新加坡之立法過程則會有不同之看法。在推出意見徵詢文件時，或許是起初即將投資人範圍設定為所有投資人，得以發現其立法之核心思想圍繞在「投資人保護」與「調和創始股東與股東之利益立場一致」，再加上對於股份稀釋之大幅變動，顯然草案是有意積極解決實務問題而採取嚴謹於美國法之方向；然而，市場與實務界人士對於嚴謹之路線顯然非常感冒，意見上大量援引美國實務而試圖將草案內容導回「符合市場慣例」之方向，尤其是認股權、贖回與股份稀釋之部分幾乎將草案之錯用努力全數推倒，最後僅依自身併購程序之監管公平性而維持稍微嚴謹於美國法之尺度，但值得注意的是新加坡延續了美國 SEC 關於一般投資人之策略，皆認為 SPAC 制度對一般投資人為較為複雜之投資管道而需要加強相關之投資人教育，亦再次說明美國型之 SPAC 架構是一個複雜之制度。惟雖然新加坡並未如香港一樣對美國型之架構進行多處修改，不過單以施行後之表現而言，新加坡顯然較香港更有所成果²⁴⁸。

雖然最終立法結果與美國立法例相去不遠，但新加坡法對於 SPAC 制度之發展仍具有一定價值，體現在認股權與股份稀釋之正確定位。在新加坡提出草案之前，彼時各國立法例對於認股權在 SPAC 制度之應用相當制式，即開放發行並分別流通如美國型與僅發行普通股如英國型與韓國型，不存在發行但不得與普通股分離之設計；又美國型之基本架構對於認股權與創始股東獎酬機制所引發之股份稀釋

²⁴⁸ 詳見：Jing Yang, Singapore Kicks Off New Era of SPACs in Asia With String of Listings (1/21/2022), The Wall Street Journal, <https://www.wsj.com/articles/singapore-kicks-off-new-era-of-spacs-in-asia-with-string-of-listings-11642676640> (last visited : Nov.16, 2022) .



問題並未設有相關緩解或因應手段，因此新加坡草案試圖自認股權著手控制股份稀釋問題可謂是為 SPAC 制度開闢了新路線。然而，實務界澄清關於認股權與股份稀釋之迷思並證明草案所開闢之路線為死路，首先確立了認股權為彌補投資人 IPO 程序後至併購完成間資金無法自由運用之機會成本補償，倘若發行則不應與普通股之處分有所牽連，而其發行亦成為較其他投資管道更具吸引力之主因；其次則是股份稀釋之解決方法，實務認為股份稀釋是 SPAC 制度固有存在之問題，在允許發行認股權之下，股份稀釋之風險應交由市場判斷，而不應於贖回權、獨立第三方投資等項目多加約束。因此，最終僅參考傳統 IPO 程序之緩解手段而設有稀釋上限，以維護基本之股東保護與市場穩定。

至於新加坡對於我國法之啟示，本文認為由於內容為開放散戶投資人而顯與我國過去一貫之立法政策不合而失去一定價值，但值得思考的是對美國法之依存程度。雖然在認股權與股份稀釋之認知上 SGX 有所誤認，但草案與最終公告施行版本間差距之大，不單只是符合市場慣例與當代商業潮流便能解釋，或許存有維持市場穩定之考量。儘管我國商業法制相當程度承襲自美國法，倘若有引進 SPAC 制度之一日大概會選擇美國法作為引進之基礎架構，不過當主管機關與證券交易所別有用心地將大幅變動其中之機制而成為極具在地化色彩之 SPAC 制度時，我國民間企業是否有足夠之影響力能夠動搖主管機關以爭取合乎當代商業潮流與市場慣例之修正，又主管機關是否有足夠堅定之立場以維護其政策考量，而這兩項問題將影響我國引進新制時邁向彈性或限縮之分歧點。

第四節 本章結論—架構制度化之重要議題

如何引進起源於美國之 SPAC 制度，本文在比較法研究上先後探討制度之架構類型、香港與新加坡之立法沿革，從而觀察到英國、韓國、香港與新加坡等四國

之引進過程與立法策略。對此，儘管各國所採取之立法鬆緊尺度、修改調整之處乃至於最終立法結果皆有所不同，不過仍能摸索出將 SPAC 制度之架構制度化所需注意之重要事項，以下分點逐一說明。



壹、 確立美國型架構為引進標的之主流地位

各國在引進新的法制時勢必會參考作為發源國之立法例，而確實在 21 世紀初即引進 SPAC 制度之國家如韓國、馬來西亞、加拿大皆選擇美國型架構為引進之基礎，不過並不能據此即稱美國型為引進之主流，因為當時歐洲仍採行有別於美國之制度且成果斐然更不遜於美國。

在介紹英國型架構時，本文曾提到歐洲是在 21 世紀後始出現 SPAC 公司，而根據相關文獻之考究則指出當時歐洲所採行之 SPAC 制度規範是較美國寬鬆²⁴⁹，諸如上市前即得鎖定特定目標公司、無併購標的公平價值之限制等，使歐洲 SPAC 制度與美國型有所不同。英國則是在此一背景下，制定了符合本國企業併購法制而將部分投資人保護機制變更為主管機關之行政監督，進而成為有別於美國型之存在。然而，當 2020 年美國享受熱潮所帶來之龐大商機時，英國之 SPAC 市場則是相當冷清，兩者之落差無疑說明了英國型架構對投資人而言是不具吸引力的，最終英國在隔年放棄本國企業併購法制之特色而向美國型架構靠攏，而此一修正也為英國 SPAC 市場帶來一些復甦之跡象。

或許英國之修正不足以證明美國型架構取得主流之地位，但香港之引進選擇則能有力說明之。由於過去租借與殖民之關係，香港之商法與企業併購法制相當程度承襲了英國法而有別於美國法；而在香港研擬 SPAC 制度之草案時，考量英國對本國 SPAC 之修正，以英國法為本位建立 SPAC 制度之路線已成死路，因此香港於

²⁴⁹ 張景儒，同註 32，頁 185。

徵詢文件中便直言草案意見將參考美國法與修正後之英國新制，而不是選擇在英國法之架構下尋求路線之突破。



是此，儘管不能說不同於美國型架構即必然失敗，也或許有其他國家之立法例仍存有具本國法特色之 SPAC 制度，但英國型架構在市場競爭之失利與香港引進時之立法選擇皆說明了美國型架構方為當代商業潮流；又香港與新加坡皆作為國際金融市場卻不約而同選擇美國法為引進標的，更是確立美國型架構之主流地位。

貳、 投資人範疇之設定

自各國立法例與立法過程中，吾人可以一再觀察到 SPAC 制度其實是一種設計具複雜性之制度，對於投資人而言除了自身投資風險評估與投資決策能力外，尚需要考慮股份稀釋、利益衝突等來自制度面與市場面之風險，因此如香港則將目標族群設定為應具有一定專業與風險承擔能力之專業投資人，或是如美國與新加坡強調並實踐主管機關之下屬機關須負責相關投資人教育以認識 SPAC 制度。

然而，是否能因 SPAC 制度之複雜性即一概排除於一般投資人之參與？答案極可能是否定的。一方面是立法者不應任意剝奪人民之投資自由，縱然限制理由為維護金融市場之穩定與投資人保障之考量，立法者仍應以投資制度與環境之完善為上策，下策方為限縮人民之投資自由；另一方面則是需要考量該國證券市場之投資人構成，即應評估一般投資人、專業投資人與機構投資人在人數面與資金面之構成，若是該國市場後兩者人數過少或資金流不足，此時 SPAC 制度能否順利運作則有賴於一般投資人之參與，否則引進後無法籌得法定門檻之資金額仍是徒然。

對此，將一般投資人拒於 SPAC 制度外與否之問題可以自韓國與香港獲得啟發。韓國將 SPAC 制度簡化並強化投資人保護之色彩下，使一般投資人得以參與而能接觸私人股權投資，直至 2017 年已發展為將近半數之 SPAC 公司 IPO 募資總額



是來自一般投資人；反觀保守之香港，儘管在草擬上市規則時已對亞洲市場之投資人構成進行研究且下修人數門檻，然而根據新聞報導，雖然受到全球金融景氣之影響，但實際 12 家申請上市卻只有 4 家為可交易狀態，足以說明香港 SPAC 市場乃至於制度是相當低迷之事實。因此，有鑑於 SPAC 制度相當仰賴公開市場之投入，甚至可謂為企業向公開市場借用資金以完成企業併購，在此前提下一般投資人並沒有完全不能接觸之理由，不過限縮與排除一般投資人也可能造成制度無法順利運行，因此能開放參與但關鍵終究在於如何形塑 SPAC 制度之投資人保護機制。

參、 細節機制事項之自由與不自由

在美國法與商業環境下發展之 SPAC 制度，以原始架構而言是相當具由商業判斷之彈性空間，除了自 Rule 419 所承襲之獨立帳戶機制、贖回權、併購期限等不可移除僅能進行調整外，後續衍生之機制如調和代理問題之創始股東獎酬機制、權益組合之流通性等皆是隨時代演化而新增之面貌，不過機制之新增與主管機關之監管也帶了新的問題與變化，如近代對 PIPE 之依賴與財務預測之揭露。

面對 SPAC 制度如此彈性化與自由之架構化工作，在各國皆以美國型為基礎架構之情形下，首先要決定的是引進目的之選擇。以新加坡與香港之間便得以比較並觀察出「引進新的上市管道」與「維護市場之穩定與聲譽」對於後續細節之制定存在相當程度之差距；然而，並非因此即認定前者之目的等於開放路線，韓國於引進時亦是著眼於促進高科技產業之上市，不過不同的是韓國選擇將其架構限縮為相當簡單之制度，在不允許發行認股權、併購型態限定在合併等調整使韓國免去不少股份稀釋之疑慮。惟選擇後者則勢必是往較為嚴謹之方向，不過無論引進目的為何，投資人保護始終是存在於 SPAC 制度中相當優先之考量因素，甚至在認股權劃入會計之負債項目後是否應歸為債權人保護也是考量因素之一。



擇定立法目的後，接續思考的是 SPAC 制度所預設之投資人範圍，而投資族群之選擇將直接影響細節制定之權衡。設定投資人範圍後，便正式進入各項機制之制定。原則上，自 Rule 419 承襲或各國廣為通用之機制基本上不會任意移除，但得以因地制宜而予以數值上之調整，而歸於此類之項目有獨立託管帳戶機制、創始股東獎酬機制、贖回權、併購程序之股東表決等。其次，為了避免 SPAC 制度淪為規避 IPO 程序而產生臭名，基於監管公平性之考量，上市條件、併購程序、資訊揭露則牽涉本國法制之連結。最後，為當前實務所面臨之問題，此一項目包含股份稀釋（含認股權之討論）、創始股東獎酬機制之提成、獨立第三方投資人如 PIPE 之參與，由於美國市場本身正面臨此等議題之考驗，各國亦分別擬訂不同策略嘗試解決之，然而若是手法過於粗糙而顯然有悖於市場慣例如新加坡，引來實務界之反彈也是在預期中。

綜上所述，對於引進 SPAC 制度之架構化工作，首先為確立立法目的，為引進策略予以一個明確方向之定調並左右後續法制之制定立場。其次，應劃定預設之投資人範圍並建議事先進行數據分析，確實評估預設族群之量能是否足以支持制度之運作，若否則需要考慮一般投資人之開放。最後，方為細節事項之擬定，而細節事項按調整之彈性分為三個部分：一是自 Rule 419 所承襲之機制，可量其精神出於投資人保護且已為當代制度之主流，原則上不能任意割捨但容許在數值比例上調整；二為上市規則、併購程序、資訊揭露機制等涉及本國其他法律者應盡可能調和與傳統 IPO 程序之處理，以避免成為上市制度之漏洞與維持監管之公平性；三則是當前實務問題如股份稀釋與獨立第三方投資人之參與，由於作為引進模板主流之美國法亦受到實務問題之擾而持續進行相關因應策略之擬定，縱然歡迎各國尋求不同管道以嘗試解決但仍應回歸現實面考量，否則不受實務界青睞依舊枉然。

第五章 結論與立法建議



對於 SPAC 制度，一般大眾之認識即如緒論所言，大多因贖回權之機制與有賴於專業團隊之操作而得以保全資本並享有具專業知識之投資決策所帶來之利益，不過最為重要的是 SPAC 制度成為一般投資人得以直接接觸私人股權投資之管道並因而被稱為「窮人之私募基金」，因此當美國市場中 SPAC 制度獲得顯著成果時，不少投資人也逐漸有引進之呼聲。

儘管以理論觀之，SPAC 制度確實因獨特之創始股東獎酬機制、獨立託管帳戶與併購標的價值之要求、表決權與贖回權所構成之投資人話語權、權益組合之分別流通性與資訊揭露義務而擁有較為完善之投資人保護機制，且擁有籌資、合併、上市與投資之功能，對各方制度參與者皆而言皆能雨露均霑。然而，SPAC 公司本為無實際營運之空白支票公司，投資人如何判讀公司所揭露之資訊為一大先決問題；除此之外，實務運作上也相對衍生出許多複雜之議題，當代最主要之議題有三：因創始人股份與認股權之發行所生之股份稀釋問題、投資人贖回比例過高與併購後經常股價暴跌之運作障礙問題、企業併購階段所需揭露財務預測之誤導性陳述問題。上述問題則顯示 SPAC 制度並不如大眾印象中對投資人較為友善與低風險之印象，反而突顯其運作是相較於一般股市交易更具複雜性，且美國 SEC 監管政策收束與香港等國之立法政策皆指向「SPAC 制度為具複雜性之投資管道」，從而參與之投資人必須具備一定程度之專業能力方能有效控制投資風險與作成理性之投資決策，而此見解則破除了「窮人之私募基金」此一說法。

面對 SPAC 制度之複雜性與 SPAC 公司之契約性質濃厚，在我國主管機關極度重視投資人保護與證券市場穩定之前提下，我國似乎沒有引進 SPAC 制度之可能，且引進上可能與我國商事法中相對較多之強行規定存有扞格，SPAC 公司極可能無法藉由公司章程適當安排利益關係人間之法律關係。不過在考究學者與主管機關

對於是否引進之意見後，可以發現研究主軸仍是在於 SPAC 制度作為上市與投資管道，終究沒有觸及 SPAC 公司與一般商業組織有所不同之處；而拒絕引進理由之部分，本文認為多層次籌資市場之推行不應成為拒絕之理由，綜觀他國如英國與新加坡皆是二制度共存，且監管之重點角色應不再承銷商而是在贊助人與經營團隊，唯一較具有說服力的理由為我國散戶投資人人數占多數²⁵⁰，在 SPAC 制度相對複雜之考量下，確實在引進與否之議題上存有保留空間。

對此，本文先後在第三章與第四章對「SPAC 公司是否符合我國法規」與「SPAC 制度如何引進」等二問題，分別以我國法與比較法進行分析。關於前者，當前我國金融資產證券化條例中特殊目的公司之規範是相對限縮 SPAC 公司之發展空間，若欲符合當代商業潮流則應修正以放寬其發展空間；而創始股東獎酬機制之部分，象徵性對價在我國轉為授權資本制與放寬出資方法後得以勞力為對價滿足之，但關鍵問題則是在於創始人股份受轉讓期限限制、無清算參與權、無贖回權之特徵，而轉讓限制之部分無法符合我國公司法第 157 條之特別股種類，此部分僅能有賴於修法或立法時特別豁免；至於權益組合之發行則能在我國發行，即分離型附認股權特別股，其功能得以滿足股份與認股權分別流通之需求；最後則是涉及贖回權行使門檻之猛犬條款，在我國主管機關多次誤解立法目的之經驗下，或許會此一保護創始股東主導地位之條款誤解為保護股東之限制，此時將使我國引進 SPAC 制度時可能產生誤解之情事而造成運作時窒礙難行。面對與我國法存在之扞格與章程自治空間較為限縮之考量下，本文認為應比照閉鎖性公司之立法，在公司法或證券交易法中以制定專章之方式規範組織法與投資人保障機制等內容，以取得我國立法政策取向與 SPAC 制度間之平衡點。

²⁵⁰ 根據台灣證券交易所之統計數據，以自然人投資人而言，民國 110 年投資股數在 5000 股以下之投資人佔全體之 83%，數據來源：台灣證券交易所，

<https://www.twse.com.tw/zh/statistics/index/07>（最後瀏覽日：2022 年 12 月 17 日）。



而後者之如何引進，亦是本文對引進 SPAC 制度之大方向立法建議。首先，透過英國之修正與香港之立法選擇，可以說明美國型之 SPAC 架構成為當今引進之主要模板，若是與美國型過於迥異則可能無法受到市場之青睞；其次，儘管美國與新加坡等國並未直接限制一般投資人之參與，不過 SPAC 制度之複雜性在各國引進時皆有所留意，政策制定上也多以專業投資人與機構投資人為主，惟值得關注的是韓國之 SPAC 發展狀況，在主管機關簡化 SPAC 制度與加強投資人保護措施，且僅能發行普通股之情況下，長期發展後韓國 SPAC 制度有所成果，而散戶投資人也成為支持制度運作中一股不容忽視之構成，因此散戶投資人並非完全與 SPAC 制度無緣，尤其是我國股市中本國自然人之交易量（含買進與賣出）佔全體 60% 以上²⁵¹，開放散戶投資人參與對我國來說是有其必要性的，而關鍵仍在於制度如何形塑；最後則是關於細節機制之制定與調整，以美國型為基礎時則與 Rule 419 相關之機制多數不容許刪除而僅能進行調整，而本國擁有制定自由之部分則是在併購階段之機制，因達成監管公平性而需要與本國之傳統 IPO 程序、企業併購程序、資訊揭露義務等方面予以調和，這也是各國差異最大之處。

總結來說，儘管我國主管機關在 2021 年下半年決定暫不引進 SPAC 制度，不過 SPAC 制度背後蘊藏著對新創公司、企業併購市場、投資人新興投資管道等利益與誘因是值得我國日後持續留意的；而美國型之架構固然具複雜性而對我國以散戶投資人為主之人數結構相對不友善，但韓國則示範了如何將散戶投資人納入 SPAC 制度之運作。對此，在同為以美國型架構為基礎之二路線，相較於香港之嚴謹監管，韓國之制度簡化可能是我國未來引進時較為適當之選擇方向，惟須提醒的是我國目前似乎沒有 SPAC 公司具直接關聯之規範，引進時切勿僅修正證券交易所之上市規則，而是需要擴及公司法制中關於組織法之修正。

²⁵¹ 數據來源同註 249。

參考資料



壹、中文文獻

一、專書

1. John Armour, Paul Davies , Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, 神田秀樹, Reinier Kraakman, Mariana Pargendler, Wolf-Georg Ringe, Edward Rock 著，林建中譯，解構公司法：比較與功能取徑，新學林，2019 年。
2. 王文字著，公司法論，元照，四版，2008 年 9 月。
3. 王文字著，探索商業智慧——契約與組織，元照，2019 年 5 月 1 日。
4. 王文字著，公司治理與法令遵循，元照，2021 年 6 月。
5. 王志誠著，金融資產證券化：立法原理與比較法，五南，2005 年。
6. 王志誠、李書孝、彭惠筠、黃文昭、李宗哲、許苑著，企業併購法實戰守則，新學林，二版，2020 年 4 月。
7. 金鼎著，公司章程之效力與界限——以英美法制為借鏡，元照，2014 年 2 月。
8. 劉連煜著，現代公司法，新學林，2016 年 9 月。



二、專書論文

1. 王文字，〈論董事會、常董會與委員會之權責劃分〉，《現代公司法制之新課題——賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集》，元照，頁 355-370，2005 年 8 月。
2. 曾宛如，〈章程自治與少數股東保護間之平衡設計〉，《當前公司與證券法制新趨勢：賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集》，元照，頁 415-431，2016 年 8 月。
3. 黃朝琮，〈特殊目的併購公司（SPAC）之發展與規範〉，《公司法論文集 II：特殊交易型態與資訊揭露》，新學林，頁 163-190，2021 年 1 月。
4. 袁義昕，〈技術出資之再思：以釐清『技術』內涵為中心〉，《施茂林教授七秩華誕祝壽論文集（上冊）》，五南，頁 687-728，2020 年 7 月。

三、期刊論文

1. 王文字，從商法特色論民法典編纂——兼論台灣地區民商合一法制，清華法學，2015 年 6 期，頁 62-78，2015 年。
2. 王文字，契約法任意規定面面觀——Ayres 教授的演講與評論，台灣法學雜誌，344 期，頁 1-6，2018 年 6 月 14 日。
3. 王文字，評釋字 770 號解釋現金逐出合併案，月旦法學，289 期，頁 5-17，2019 年 5 月。
4. 王文字，從公司之合併與分割論股東與債權人的保護——以股份收買請求權為中心，月旦民商法，71 期，頁 62-80，2021 年 3 月。

- 
5. 王文字，決議、協議與契約之辨—評析臺灣高等法院 108 年度重上更一字第 4 號民事判決，月旦裁判時報，111 期，頁 42-53，2021 年 9 月。
 6. 王文字，民商合一下的商法與商事契約，月旦民商法，73 期，頁 68-83，2021 年 9 月。
 7. 王志誠，公司法第二講 公司之章程與自治，月旦法學教室，23 期，頁 64-73，2004 年 9 月。
 8. 王志誠，金融穩定基金之定位及監控制度：從補破網到滅火器？，法學新論，16 期，頁 1-29，2009 年 11 月。
 9. 王志誠，企業併購佈局與特殊目的個體之運用，台灣法學雜誌，254 期，頁 155-166，2014 年 8 月 15 日。
 10. 王雪松、賈婧，SPAC 境外發展現狀及趨勢，多層次資本市場研究，總 9 輯，頁 51-60，2021 年。
 11. 王雲澤，閉鎖性股份有限公司章程自治界限—兼論 107 年公司法修訂之相關內容，真理法學，22 期，頁 61-83，2019 年 3 月。
 12. 王勇，解析 SPAC 上市熱潮，中國外匯，2021 年第 10 期，頁 37-39，2021 年 5 月 15 日。
 13. 王麗薰，國際政經情勢對台灣股市影響之研究：以政府國安基金處理機制為例，全球政治評論，42 期，頁 113-132，2013 年。
 14. 方嘉麟、朱德芳，公司章程自治之界限—以章程置入反併購條款之可行性為核心，政大法學評論，143 期，頁 239-302，2015 年 12 月。



15. 朱德芳，〈論公司法董事會發行新股之權限與責任——以公司法第一五六條第五項股份交換制度為核心，兼論股東優先認股權之存廢〉，政大法學評論，115 期，頁 149-242，2010 年 6 月。
16. 朱翔宇，從空白支票公司到 SPAC：美國的市場演進、監管變革與啟示，北方金融，2021 年 11 期，頁 56-62，2021 年 11 月。
17. 宋哲、胡畔、李錫雯，SPAC 的崛起是盛宴還是泡沫，清華金融評論，92 期，頁 51-53，2021 年 7 月。
18. 吳光明，證券市場投資人保護立法評價體系之探討——以團體訴訟文化為中心，存款保險資訊季刊，24 卷 3 期，頁 1-34，2011 年 9 月。
19. 吳盈德，新型態企業併購模式——以特殊目的公司為例，台灣法學雜誌，320 期，頁 14-20，2017 年 5 月 28 日。
20. 吳尊傑，從德拉瓦州首起 SPAC 股東集體訴訟案中「見微知著」，月旦會計實務研究，55 期，頁 51-63，2022 年 7 月。
21. 李述德，從國際通證券公司成立看國際合作發展，證券服務，637 期，頁 4-6，2015 年 5 月。
22. 林永青，新經濟・新投資：特殊目的收購公司興起，金融博覽，2020 年第 3 期，頁 44-45，2020 年。
23. 林永青，新經濟・新投資：特殊目的收購公司的優勢，金融博覽，2020 年第 4 期，頁 42-43，2020 年。
24. 林聖傑，美國新創事業上市熱潮興起淺談「特殊目的收購公司」(SPAC) 制度，集保結算所月刊，257 期，頁 8-29，2021 年 8 月。

- 
25. 林誠二，資產管理公司（AMC）法制初探，輔仁法學，21 期，頁 55-78，2001 年 6 月。
26. 周振鋒，資本市場之籌資功能—兼談臺灣創新板與戰略新板，月旦會計實務研究，49 期，頁 19-26，2022 年 1 月。
27. 邵慶平，公司法：從契約看組織：第一講 公司的設立與共同行為、契約行為（上），月旦法學教室，92 期，頁 47-55，2010 年 5 月。
28. 邵慶平，章程自治之界限—特別股類型限定之反省，月旦法學，247 期，頁 78-87，2015 年 12 月。
29. 胡韶雯，公司自治：章程與辦事細則，月旦法學教室，145 期，頁 63-71，2014 年 11 月。
30. 姚輯、唐兆凡，SPAC：企業國際融資新路徑，中國外匯，20 期，頁 25-26，2019 年 10 月 15 日
31. 曾宛如，有關證券投資人保護之未來發展，月旦財經法，2 期，頁 191-207，2005 年 9 月。
32. 陳自強，民商合一與民商分立，月旦民商法，10 期，頁 71-101，2005 年 12 月。
33. 陳若英，祛魅 SPAC——兼論我國上市公司公眾投資者保護法律制度，清華金融評論，92 期，頁 33-38，2021 年 7 月。
34. 陳俊仁，證券投資信託事業經營危機之處理與因應機制—從美國證券投資人保護理論與「二〇〇八年緊急經濟穩定法案」觀察，月旦法學，165 期，頁 79-102，2009 年 2 月。

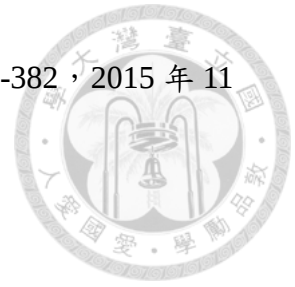
- 
35. 陳融，對價原則在英美合同法的未來，華東政法大學學報，55 期，頁 83-89，2007 年 6 月。
36. 莊永丞，財務預測與證券詐欺之交錯與平行時空，台大法學論叢，47 卷 4 期，頁 2239-2279，2018 年 12 月。
37. 郭大維，我國證券投資人保護機制之省思（上），台灣法學雜誌，124 期，頁 1-11，2009 年 3 月 15 日。
38. 郭大維，我國證券投資人保護機制之省思（下），台灣法學雜誌，125 期，頁 22-35，2009 年 4 月 1 日。
39. 郭大維，SPAC 借殼上市，月旦法學教室，233 期，頁 24-26，2022 年 3 月。
40. 張心悌，財務預測重大性之判斷—兼論財務預測安全港制度，臺北大學法學論叢，84 期，頁 185-230，2012 年 12 月。
41. 張景儒，我國引入特殊目的併購公司（SPAC）之芻議——以 2020 年之發展與新興議題為中心，財產法暨經濟法，62 期，頁 161-212，2020 年 12 月。
42. 張曜，新股認購優先權對新股發行稀釋效應的功能分析，法制博覽，2015 年 6 期，頁 5-9，2015 年 2 月。
43. 袁嘉逸，關於 SPAC 信息披露優勢的分析與思考，清華金融評論，92 期，頁 60-62，2021 年 7 月。
44. 湯欣、陳思含，SPAC 制度中投資者保護機制研究，證券市場導報，2021 年 9 月號，頁 70-79，2021 年 9 月。

- 
45. 楊岳平，論商業法院的商事法制再造功能－釋字第 770 號解釋、企業併購法修正草案及商業法院的股份收買價格裁定，月旦法學，310 期，頁 97-116，2021 年 3 月。
46. 劉宗榮，採用民商合一制度或民商分立制度，月旦法學，184 期，頁 60-77，2010 年 9 月。
47. 劉承燧，英美法對價原則與中國大陸法——一個比較法視角下的觀察，月旦民商，14 期，頁 162-181，2006 年 12 月。
48. 劉連煜，大法官釋字第 770 號併購正當程序與權利救濟解釋的檢討－以資訊揭露、利害迴避、現金逐出門檻與股份收買請求權為中心，月旦法學，306 期，頁 86-110，2020 年 11 月。
49. 蕭巧玲，分離型附認股權公司債及分離型附認股權特別股之重點規範，證券暨期貨月刊，第二十八卷第三期，頁 22-32，2010 年 3 月 16 日。
50. 衛以諾、彭麗芳，全球 SPAC 上市模式的研究與探尋，金融市場研究，116 期，頁 95-104，2022 年 1 月。

四、官方資料

1. 金融監督管理委員會金管證發字第 10200531121 號。
2. 經濟部 104 年 6 月 1 日經商字第 10402411780 號函。
3. 司法院大法官會議釋字第 770 號與各大法官提出之意見書。
4. 香港交易所，特殊目的收購公司諮詢文件，2021 年 9 月。
5. 香港交易所，特殊目的收購公司諮詢總結，2021 年 12 月。

6. 立法院公報處，立法院公報，第 104 卷第 85 期，頁 335-382，2015 年 11 月 24 日。

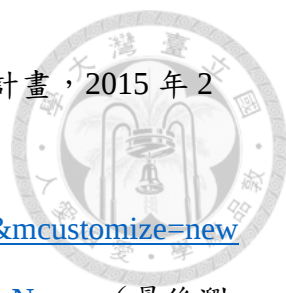


五、學位論文

1. 張妍美，韓國對 SPAC 法律移植及其局限，北京大學法律學研究所，2012 年。

六、新聞與網路資料

1. 彭禎伶、魏喬怡 (9/28/2021)，SPAC 借殼上市成風潮?金管會:在台不適合，工商時報，<https://ctee.com.tw/news/finance/523578.html> (最後瀏覽日：2022 年 10 月 28 日)。
2. 王文字 (4/1/2021)，【名家觀點】引進 SPAC 模式 先訂遊戲規則，經濟日報，<http://www.cppl.ntu.edu.tw/newsfile/2021newsfile/event62.html> (最後瀏覽日：2022 年 10 月 28 日)。
3. 廖士光，《拉美聯合交易所 (MILA) 研究》，2014 年 8 月，
<http://www.sse.com.cn/aboutus/research/research/c/3996087.pdf> (最後瀏覽日 2022 年 10 月 18 日)。
4. Dow Jones Newswires (8/23/2022)，三家 SPAC 在香港的上市申請已失效，The Wall Street Journal，
<https://cn.wsj.com/articles/%E4%B8%89%E5%AE%B6spac%E5%9C%A8%E9%A6%99%E6%B8%AF%E7%9A%84%E4%B8%8A%E5%B8%82%E7%94%B3%E8%AB%8B%E5%B7%B2%E5%A4%B1%E6%95%88-121659483905>
(最後瀏覽日：2022 年 11 月 15 日)。

- 
5. 金融監督管理委員會新聞稿，金管會推動證券市場揚升計畫，2015 年 2 月 3 日，
https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201502030002&toolsflag=Y&dtable=News（最後瀏覽日：2022 年 10 月 18 日）。
6. 金融監督管理委員會新聞稿，核准臺灣證券交易所股份有限公司申請轉投資子公司國際通證券股份有限公司，2015 年 12 月 24 日，
https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201512240002&toolsflag=Y&dtable=News（最後瀏覽日：2022 年 10 月 18 日）。
7. 金融監督管理委員會新聞稿，核准國際通證券股份有限公司申請終止營業並解散案，2016 年 12 月 8 日，
https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201612080006&toolsflag=Y&dtable=News（最後瀏覽日：2022 年 10 月 18 日）。
8. 台灣證券交易所，<https://www.twse.com.tw/zh/statistics/index/07>（最後瀏覽日：2022 年 12 月 17 日）。
9. 陳怡均（8/19/2022），SPAC 投資榮景 大退潮，工商時報，
<https://ctee.com.tw/news/global/700586.html>（最後瀏覽日：2022 年 11 月 13 日）。
10. Gogoro 公司新聞稿（4/6/2022），Gogoro 透過與 Poema Global 合併成為首家登上美國納斯達克(Nasdaq)交易所的台灣新創獨角獸上市首日盤前市值達 23.3 億美元，<https://www.gogoro.com/tw/news/2022-04-06-gogoro-debuts-nasdaq-ggr/>（最後瀏覽日：2022 年 11 月 13 日）。

- 
11. INSIDE 硬塞的網路趨勢觀察 (7/19/2022)，紐約掛牌！AI 公司大猩猩科技於納斯達克 SPAC 上市，<https://www.inside.com.tw/article/28306-gorilla-technology-ipo> (最後瀏覽日：2022 年 11 月 13 日)。
12. INSIDE 硬塞的網路趨勢觀察 (10/26/2022)，赴美 SPAC 上市！併購募資 1.19 億美元，玩美移動預計 10/31 於紐交所開始交易，<https://www.inside.com.tw/article/29438-perf-spac-ipo> (最後瀏覽日：2022 年 11 月 13 日)。
13. 羅之瑩 (3/31/2021)，市值逾 490 億元！獨角獸 Appier 憑什麼締造日本今年最強 IPO？，遠見，<https://www.gvm.com.tw/article/78747> (最後瀏覽日：2022 年 11 月 13 日)。
14. 呂宗耀 (10/28/2020)，從 Nikola 看美國新創投機潮，今周刊，<https://www.businesstoday.com.tw/article/category/183009/post/202010280036/> (最後瀏覽日：2022 年 11 月 15 日)。

貳、英文文獻

一、專書論文

1. Vincenzo Sanguigni, SPACS as an Instrument of Beneficial Change in Corporate Governance, Aimed at Company Growth: The first Italian Insurtech-based Insurance Company, in NEW CHALLENGES IN CORPORATE GOVERNANCE: THEORY AND PRACTICE (2019).

二、 期刊論文



1. Daniel S. Riemer, Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and Span, or Blank Check Redux, 85 Wash.U.L.REV. 931-967 (2007).
2. Derek K. Heyman, From Blank Check to SPAC: The Regulator's Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation, 2(1) ENTREPRENEURIAL BUS. L.J. 531-552 (2007).
3. Elena Ignatyeva & Christian Rauch & Mark Wahrenburg, Analyzing European SPACs, 17(1) J. PRIVATE EQUITY, 64-79 (2013).
4. Bobby V. Reddy, Warning the UK on Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): great for Wall Street but a nightmare on Main Street, 22 Journal of Corporate Law Studies, No.1, 1-44 (2022).
5. Brandon Schumacher, A New Development in Private Equity: The Rise and Progression of Special Purpose Acquisition Companies in Europe and Asia, Nw. J. Int'l L. & Bus., Vol. 40, 391-416 (2020).
6. Jay Geiss, The IPO Alternative: Special Purpose Acquisition Companies Are Gaining Traction in Private Equity, Journal of Corporation Law; Iowa City Vol. 47, Iss. 1, 235-258 (2022).
7. Kab Lae Kim, The Characteristics of SPAC Investments in Korea, 2(3) KCMI CAPITAL MARKET PERSPECTIVE 9 (2010).

三、 官方資料



1. United States Securities and Exchange Commission, SEC Charges SPAC, Sponsor, Merger Target, and CEOs for Misleading Disclosures Ahead of Proposed Business Combination (Jul.13, 2021), <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-124> (last visited: Nov.21, 2022).
2. United States Securities and Exchange Commission (Mar.10, 2021), <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alerts/celebrity> (last visited: Nov.21, 2022).
3. John Coates, SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws (Apr.8, 2021), <https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws> (last visited: Nov.21, 2022).
4. John Coates, Paul Munter, Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies (“SPACs”) (Apr.12, 2021), https://www.sec.gov/news/public-statement/accounting-reporting-warrants-issued-spacs?utm_medium=email&utm_source=govdelivery (last visited: Nov.21, 2022).
5. Singapore Exchange, Consultation Paper on Proposed Listing Framework for Special Purpose Acquisition Companies (Mar.31, 2021).
6. Singapore Exchange, Response Paper on Proposed Listing Framework for Special Purpose Acquisition Companies (Sep.2, 2021).

7. Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, Consultation Paper on Special Purpose Acquisition Companies (Sep.17, 2021).
8. Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, Consultation Conclusion on Special Purpose Acquisition Companies (Dec., 2021).



四、新聞與網路資料

1. Ramey Layne & Brenda Lenahan, Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (July 6, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companiesan-introduction/#8> (last visited: Aug.20, 2022).
2. Michael Kausner & Michael Ohlrogge, A Sober Look at SPACs (Nov. 16, 2020), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3720919 (last visited: Sep.20, 2022).
3. Andrew Tuch, Hedge Fund Activism Extends to SPACs, <https://corpgov.law.harvard.edu/2009/02/01/hedge-fund-activism-extends-to-spacs/> (last visited: Nov.20, 2022).
4. Hyunseok Kim & Jayoung Ko & Chulhee Junn & Kyojik “Roy” Song, Going Public through Mergers with Special Purpose Acquisition Companies, INT’L REV. FIN. 2 (2020), <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/irfi.12297> (last visited: Nov.10, 2022).
5. Echo Wang & Anirban Sen, ANALYSIS-SPACs splash the cash to salvage deals as market unravels (Mar.16, 2022), Reuters, <https://www.reuters.com/article/deals-spacs-redemptions-idCNL2N2VJ1GK>.

- 
6. Underwriter League, SPAC RES., <https://www.spacresearch.com/underwriter> (last visited: Nov.28, 2022).
 7. Will Kenton, SEC form S-1 Definition, INVESTOPEDIA (Mar. 19, 2020), <https://www.investopedia.com/terms/s/sec-form-s-1.asp> (last visited: Jul. 30, 2022).
 8. Michael Wayland, DOJ and SEC send warning to SPACs with criminal charges against Nikola founder Trevor Milton(Aug.2, 2021) ,CNBC, <https://www.cnbc.com/2021/08/02/nikola-founder-criminal-charges-puts-other-spacs-on-notice.html> .
 9. John Rosevear, Nikola founder Trevor Milton stands trial on fraud charges, capping a stunning rise and fall (Sep.13, 2022), CNBC, <https://www.cnbc.com/2022/09/13/nikola-founder-trevor-milton-stands-trial-on-fraud-charges.html> .
 10. John Rosevear, Nikola founder Trevor Milton found guilty of fraud over statements he made while CEO of the EV company (Oct.14, 2022), CNBC, <https://www.cnbc.com/2022/10/14/nikola-nkla-founder-trevor-milton-found-guilty-of-fraud-.html> .
 11. Hindenburg Research, Nikola: How to Parlay An Ocean of Lies Into a Partnership With the Largest Auto OEM in America (Sep.10, 2020), <https://hindenburgresearch.com/nikola/> (last visited: Nov.15, 2022).
 12. Jing Yang, Singapore Kicks Off New Era of SPACs in Asia With String of Listings (1/21/2022), The Wall Street Journal,

<https://www.wsj.com/articles/singapore-kicks-off-new-era-of-spacs-in-asia-with-string-of-listings-11642676640> (last visited : Nov.16, 2022).



13. Jing Yang, SPAC Slowdown Tests Asia's Fledgling Market for Blank-Check Firms (6/21/2022), The Wall Street Journal, <https://www.wsj.com/articles/spac-slowdown-tests-asias-fledgling-market-for-blank-check-firms-11655809204?page=2> .
14. Mark Baker, After a Wild Year, Spacs are Growing Up (12/7/2020), Euromoney, <https://www.euromoney.com/article/27umezi4r0fzm1jo1g8hs/capital-markets/after-a-wild-year-spacs-are-growing-up> .