



我國引進特殊目的收購公司之 可行性研究*

陳 盈 如**

要 目

壹、前 言	(一)反向併購發生時之監管方式
貳、特殊目的收購公司上市制度	(二)SPAC與反向併購相比對投資人保護之優勢
一、上市之動機	二、初次上市與SPAC上市制度
二、特殊目的收購公司之借殼上市方式	(一)SPAC與初次上市相比之優勢
(一)SPAC IPO與借殼上市流程及權利義務之規範	(二)SPAC與初次上市相比之缺弊
(二)NYSE上市規則	肆、美國、新加坡與香港在特殊目的收購公司監理上之強化
(三)小 結	一、美國SPAC熱潮衰退之原因
參、我國目前主要上市管道與特殊目的收購公司之分析比較	二、美國對SPAC監理法規之修正
一、反向併購與SPAC上市制度	(一)強化資訊揭露與投資人保護
(一)反向併購之借殼上市	——新增Subpart 1600 of Regulation S-K

DOI : 10.53106/102398202024060177005

* 本文為國科會研究計畫編號111-2410-H-030-102-MY2之部分研究內容。感謝政治大學法律學系研究所研究生洪樺諺與李文瀚協助蒐集資料與整理。

** 國立政治大學法學院副教授，美國華盛頓大學法律博士。

投稿日期：一一二年三月九日；接受刊登日期：一一二年十一月二十日

責任校對：鍾淑婷



- | | |
|--------------------------|-------------------------|
| (二)使de-SPAC交易與IPO之監管一致 | 伍、我國引進特殊目的收購公司之可行性與法規配套 |
| (三)涉及空殼公司的企業併購 | 一、SPAC與我國其他新興上市制度間之差異 |
| (四)SPAC財務預測揭露 | (一)多元條件上市方案 |
| (五)小 結 | (二)創新板 |
| 三、新加坡與香港引進美國SPAC上市制度後之修正 | 二、我國引進SPAC之規範配套措施 |
| (一)新加坡引進SPAC上市制度之因素 | (一)迴避初次上市審查之監管套利與資訊揭露不實 |
| (二)香港引入SPAC上市制度之因素 | (二)發起人利益衝突 |
| (三)新加坡與香港SPAC上市制度設計之在地化 | (三)承銷商輔導與價格發現 |
| (四)小 結 | (四)股權及股份價值稀釋 |
| | (五)投資人資格 |
| | (六)其 他 |
| | 陸、結 論 |



摘 要

在疫情時期蓬勃發展，各國紛紛引進特殊目的收購公司（SPAC）上市制度，我國主管機關對於SPAC的態度相比之下則較為保留，其理由主要為憂心監管套利、無專業人士把關以及資訊不實等問題可能侵害投資人權益，然在我國實務上則接受資訊相對更不透明之反向併購借殼上市。因此本文擬藉由比較初次上市、反向併購以及SPAC借殼上市制度，以分析SPAC上市制度對投資人保護上不足之處。此外，針對主管機關之憂慮，本文將探討美國證券主管機關所提出之最新SPAC監管法規，以及新加坡和香港在2021年與2022年引進SPAC上市制度之規範做一比較分析，探討我國是否得借鑑各國之監管規範，就投資人保護不完善之處，在適當法規配套措施下，引進SPAC制度是否具可行性。如此一來，或可使我國資本市場更有吸引力。

關鍵詞：特殊目的收購公司、反向併購、初次發行、借殼上市、承銷商、資訊揭露、發起人、利益衝突、企業併購、目標公司



壹、前言

特殊目的收購公司（Special Purpose Acquisition Company, SPAC）係指由發起人（sponsor）¹先設立一間空殼公司，但該公司並沒有經營活動，SPAC成立是為了藉由首次公開發行（Initial Public Offering, IPO）獲得資本，其IPO後唯一目的是尋找併購之目標公司以收購其業務或資產，使目標公司搖身一變成為上市掛牌公司，而不經過傳統初次上市申請流程²。

美國公司藉由SPAC上市的歷史由來已久³，然而藉由SPAC上市之公司過去幾年在美國呈現爆發趨勢，於最蓬勃的2021年，美國SPAC IPO共610家，IPO募集金額達1,600億美元⁴。2005年至2019年間，SPAC每年平均占全部美國IPO的14%，2020年升至55%，2021年再升至63%，即使2022年因經濟情勢變化，整體IPO數量銳減，但在美國2022年全年118家IPO中，SPAC IPO仍高達86件，占比

¹ 從各國文獻看起來，美國文獻在提到發起人時會用Sponsor或founder，而其他國家對於發起人有時會稱為promoter，從文獻交互比對看來，Sponsor、founder或promoter，所指應該都是SPAC之發起人角色。而對於發起人之報酬通常是以發起人股份「founder shares」或「promote」稱之。在名詞使用上，文獻常有不一致情形，因此文章開頭合先敘明。

² 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162-163，2021年12月；陳盈如，特殊目的收購公司（SPAC）之借殼上市制度研究，載：跨國法的啓蒙與薪傳：李復甸教授七秩華誕祝壽論文集，頁371-372，2022年3月。

³ SPAC起源與發展歷史，詳見張景儒，同前註，頁164-167；黃朝琮，特殊目的併購公司（SPAC）之發展與規範，載：公司法論文集II：特殊交易型態與資訊揭露，頁165-174，2022年7月。

⁴ SPAC IPOs, Deals Fell in 2022, S&P GLOBAL MARKET INTELLIGENCE (Jan. 30, 2023), available at <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/spac-ipos-deals-fell-in-2022-73994241> (last visited: 2023.07.10).



超過七成⁵。亞洲國家除過去已有相關SPAC上市制度的馬來西亞與南韓外，2020年至2021年新加坡與香港兩個主要亞洲金融市場，也相繼推出SPAC上市規則。日本也積極對SPAC上市制度進行研議⁶。

我國傳統上所接受之反向併購借殼上市與SPAC上市之情形有相似之處，我國允許反向併購，然對引進SPAC上市制度則持較保留態度。主管機關主要之理由為憂心規避監管、資訊不實、證券詐欺等問題可能侵害投資人權益。然反向併購中，這些問題也非不常見，因此，本文藉由初次上市、反向併購以及SPAC借殼上市制度之比較，探究各種公司上市之管道之異同，以思考SPAC制度在有相關監理配套措施，以達成保護投資人的前提下，是否有引進我國之空間。此外，本文將探討美國證券主管機關所提出之最新SPAC監管法規，並對新加坡和香港在2021年與2022年引進SPAC上市制度之規範做一比較分析，作為未來我國若要引進SPAC制度時，在法規上所需考量與制定之參考。

退萬步言，即便我國不引進SPAC制度，近年各國SPAC上市公司如雨後春筍般出現，SPAC皆設有併購限期，我國公司近年有許多機會透過成為SPAC收購之目標公司到國外交易所上市，或甚至我國機構投資人亦有可能成為私募股權投資者（private investments in public equity, PIPE）對de-SPAC之目標公司進行投資⁷，我國對各

⁵ 香港交易所，特殊目的收購公司諮詢文件，頁9，2021年9月，https://www.hkex.com.hk/News/Market-Consultations/2016-to-Present/September-2021-Special-Purpose-Acquisition-Co?sc_lang=zh-HK，最後瀏覽日：2023年7月10日；SPAC Analytic, SPAC and IPO Activity, available at <https://www.spacanalytics.com/> (last visited: 2023.07.10).

⁶ Japan Exchange Group, Establishing “Study Group on SPAC etc” (Sept. 27, 2021), available at <https://www.jpx.co.jp/english/news/1020/e20210927-01.html> (last visited: 2023.07.10).

⁷ de-SPAC交易（de-SPAC transaction）是指SPAC完成目標的收購或業務合併，



國相關法規之異同與風險，亦應有所理解。

貳、特殊目的收購公司上市制度

一、上市之動機

一般公司在選擇是否上市時，其主要動機可能是為了募資，因為股票在全國性證券交易場所交易時，將較易獲得投資人之青睞。然而除了募資外，公司申請上市可能有許多其他原因。第一，可以上市股票向管理階層或員工提供股票選擇權計畫⁸，作為激勵管理階層與員工之有效工具。第二，上市公司股票之市場價值，市場投資人將根據公司依法規要求所揭露之資訊⁹，持續對公司價值為客觀評估，由市場供需決定公司股價。相對而言，股價也可以作為股東檢視管理階層業績表現之指標，並用於評估公司之營運狀況以及各種業務決策之檢驗¹⁰。第三，在決策上，股票價格可能是管理層間最有效之溝通方式，因為業務決策與提升公司股價間方向應是一致的¹¹。第四，對於公司債權人和其他外部人士，具有客觀市場價格之股票甚至可以被作為一種有效之擔保工具¹²。第五，公司也會因為成為上市公司後，受到市場與媒體關注，而提升其公司及其產

從而導致合併完成後公司繼續上市。

⁸ Richard A. Booth, *The Limited Liability Company and the Search for a Bright Line Between Corporations and Partnerships*, 32 WAKE FOREST L. REV. 79, 90 (1997).

⁹ 姜堯民、戴維芯，台灣股票初次上市櫃相關研究文獻回顧，經濟論文叢刊，44輯1期，頁78，2016年3月。

¹⁰ Booth, *supra* note 8.

¹¹ *Id.*

¹² *Id.*



品之知名度¹³，進而增加獲利。最後，學者認為，公司上市之最大動機可能不見得與公司利益有直接相關，反而是要提供股票進入公開市場，自由買賣而流動性增加，使股東有實現投資獲利之可能¹⁴。

由上述可知，雖然上市以及維持上市之成本對公司是一負擔，但公司會選擇上市之原因相當多元，不僅止於募資，上市實際上對於公司、管理階層、股東以及員工，甚至是債權人都帶來不同面向的好處。增加上市之管道也有助企業發展與成長。

二、特殊目的收購公司之借殼上市方式

(一)SPAC IPO與借殼上市流程及權利義務之規範

特殊目的收購公司（SPAC）係指在證券交易所上市之空殼公司，其上市前並沒有經營活動，SPAC成立是為了進行IPO募集資金上市，其唯一目的是尋找合併之目標公司以收購其業務或資產。這樣的收購可以是合併、股份交換或其他方法。SPAC通常由經驗豐富的發起人設立並為SPAC之發起人。SPAC在IPO時通常發行股票或units，unit包含股份與認股憑證（warrant）。SPAC所籌集的大部分IPO資金通常需要存放在託管帳戶中，主要用於完成與目標公司之合併。

SPAC上市後，將開始尋找企業合併的目標公司，SPAC必須在特定時間（24-36個月）內完成併購。如果SPAC未能在允許的時間範圍內完成併購，SPAC將被清算，賸餘資金（包括託管帳戶中持有的大部分IPO募集資金）將返還給股東。而對於目標公司之併購，股東將藉由股東會決議決定是否同意併購該目標公司。股東有權在併購股東會決議後選擇贖回其股份。在獲得必要的股東同意並

¹³ 姜堯民、戴維芯，同註9。

¹⁴ Booth, *supra* note 8, at 91. 姜堯民、戴維芯，同註9。



完成合併後的公司，將繼續在交易所上市，成為典型的上市公司¹⁵，這個過程一般稱為「de-SPAC」。

SPAC公司主要由發起人設立、組織和管理，發起人可能是私募股權基金或對沖基金，也可能只是個人。近來，發起人許多都是專門致力於組建和管理SPAC的公司¹⁶。在合併協商之條件中，也會包含de-SPAC後，公司經營階層改組之情形。一般而言，目標公司的原管理階層將會繼續經營合併後公司，而原SPAC公司經營階層多數將離任，僅留下少數繼續監督de-SPAC後之公司，以確保其達成當初協商時所允諾之經營績效。目前美國SPAC公司發起人之報酬獎勵（發起人股份），一般會被鎖定（閉鎖期lock-up period），禁止在de-SPAC後一定期間內轉讓¹⁷。

發起人與經營團隊在併購完成後始獲有報酬，投資人則可因取得SPAC之股份，在併購有潛力之標的後，獲得經濟利益。而對於被收購公司而言，其可以免去設立年限之等待，儘早上市取得擴張所需資金，擴大市場規模，也可縮短昂貴且費時的上市程序。當SPAC與目標公司達成合併協議時，SPAC股東也可以選擇贖回其股份，而不參與合併¹⁸。

(二) NYSE上市規則

本文以美國紐約證券交易所（New York Stock Exchange LLC,

¹⁵ 陳盈如，同註2，頁371-372。

¹⁶ Michael Klausner, Michael Ohlrogge & Emily Ruan, *A Sober Look at SPACs*, 39 YALE J. ON REG. 228, 230 (2022).

¹⁷ LexisNexis Practical Guidance Journal, Market Trends: De-SPAC Transactions (Mar. 6, 2022), available at <https://www.lexisnexis.com/community/insights/legal/practical-guidance-journal/b/pa/posts/market-trends-de-spac-transactions> (last visited: 2023.07.10).

¹⁸ *Id.*



“NYSE”) 《紐約證交所上市公司手冊》(NYSE Listed Company Manual) § 102.06作為SPAC證券的初次上市之範例，不再重複美國其他交易所之規則。

1. SPAC申請上市標準

2017年7月修正《紐約證交所上市公司手冊》§ 102.06規定後，目前申請上市之收購公司(acquisition companies)須符合最低數額標準(minimum numerical standard)，由於SPAC沒有過去營運之歷史，NYSE將按個別情況考慮SPAC上市的適當性。以下說明要申請上市之SPAC其各最低數額要求與以及其他公司章程或其他規範中應符合之上市標準¹⁹：

首先，IPO募集款項以信託形式持有，募集所得資金至少90%應存放在由獨立託管人控制的信託帳戶中，直到SPAC完成「業務合併」(business combination)為止。

其次，SPAC在IPO時之每股價格至少需為4美元，而實務上多數SPAC之發行價格皆為10美元。

第三，SPAC公司規模、公眾持股與股權分散要求上，SPAC必須證明(1)該公司之總市值至少為1億美元(an aggregate market value of \$100,000,000;)；(2)公眾所持有之股票市值至少8,000萬美元(a market value of publicly-held shares of \$80,000,000)；(3)並符合下列股權分散標準之一：①持有100股以上至少需有300人，且公眾持有股份數量至少1,100,000股；②股東總人數至少為2,200人，且最近6個月平均月交易量100,000股以上；或③股東總人數至少500人，且最近12個月平均交易量1,000,000股，且公眾持有股數1,100,000股。

¹⁹ NYSE Listed Company Manual Section 102.06: Minimum Numerical Standards - Acquisition Companies, available at <https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/09013e2c85545f2a> (last visited: 2023.07.10).



董事、高級職員及其直系親屬持有的股份和持股10%以上股東之股份不計入公眾持股數量。

第四，在合併決定上，被合併業務或目標公司之公平市場價值（fair market value）不少於80% SPAC信託之淨資產。且公司需規定業務合併必須得到股東會多數決同意，並在召開前依據 Regulation 14A或14C規定申報委託書徵求說明（proxy statement）並提交給股東。

第五，股東贖回權部分，在業務合併議案經股東會表決通過後，反對合併之股東得行使轉換權（conversion right），將其所持有股份轉換成信託帳戶中與其持股比例相當之金額（將須先扣除應付稅款以及為營運目的而支付給管理階層之金額），SPAC得以自行規定每一股東行使贖回權的最高股份數（不得低於IPO股數之10%）。而美國實務上則多數SPAC與股東間約定無論股東在股東會贊成或反對合併，皆可行使贖回權。

第六，限期清算，SPAC未在3年期間內完成業務合併者（章程有較短期間規定者，依公司章程規定），NYSE將強制SPAC下市並須進行清算。發起人在IPO之前擁有的股份或在與IPO相關的任何私募中購買的所有普通股，包括認股憑證，必須放棄參與任何清算分配的權利。此外，如果SPAC未合併完成而清算，IPO的承銷商必須同意放棄其對信託帳戶的任何後付承銷報酬（deferred underwriting discount）之權利。

2.SPAC上市審議

在考量SPAC是否適合上市時，NYSE將會考慮以下因素：管理階層之經驗以及過去紀錄、SPAC計畫完成業務合併之時間、管理階層報酬之性質與數額、管理階層所持有之股權比例以及限制轉讓之規定、所規定被合併業務之公平市價占信託帳戶內總金額之比例、業務合併之公眾股東之決議門檻、信託所持有之公司股份募集



資本之百分比，以及證交所認為符合投資者保護與公共利益目的之其他因素。

由上述可知，NYSE規定SPAC公司上市各類數額之最低標準，在符合規定之前提下，仍得依個別公司情形調整各類要件，亦得依個案狀況決定是否准予上市。

3. SPAC合併完成前之繼續上市標準

而SPAC繼續上市標準，規定在《紐約證交所上市公司手冊》§ 802.01B。SPAC在上市後完成業務合併前，須無下列情形，否則NYSE將強制其下市²⁰：

首先，超過30個連續交易日，SPAC平均全球總市值低於50,000,000美元或屬於公眾持有之股票全球平均總市值低於40,000,000美元；

第二，公眾股東人數少於300人、股東總人數少於1,200人，且最近12個月每月平均交易量少於100,000股，或公眾持有之總股數少於600,000股。

4. SPAC業務合併後（de-SPAC）之繼續上市標準

在股東決議同意業務合併後，NYSE則會考量合併完成後繼續上市是否符合NYSE與公眾之最佳利益，並有權在SPAC完成合併前強制暫停交易或啟動下市程序²¹。

²⁰ NYSE Listed Company Manual Section 802.01: Continued Listing Criteria, available at <https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/09013e2c8556747d> (last visited: 2023.07.10).

²¹ NYSE Listed Company Manual Section 802.01: Continued Listing Criteria, At the Time of the Business Combination, available at https://nyse.wolterskluwer.cloud/listed-company-manual/document?treeNodeId=csh-da-filter!WKUS-TAL-DOCS-PHC-%7B0588BF4A-D3B5-4B91-94EA-BE9F17057DF0%7D--WKUS_TAL_5667%23teid-167 (last visited: 2023.07.10).



在業務合併完成後之公司，應符合下列標準始能繼續上市，否則NYSE將啟動下市程序：(1)每股價格至少為4美元；(2)市值至少150,000,000美元；(3)公開持有股票的總市值至少為40,000,000美元；和(4)符合一般IPO公司有關股東和公眾持有的股份的要求²²。簡單來說，de-SPAC後的公司若要繼續維持上市地位，則須符合NYSE的一般公司繼續上市要求。

(三)小 結

NYSE之規範實際上相當寬鬆，前述SPAC IPO與借殼上市之流程與權利義務之規範，美國實務上多數係由SPAC與投資人間藉由協議或章程約定之，包含許多投資人保護之條款。一般SPAC保護投資人之規範與約定包括：1. 無論股東是否贊成該合併，股東有贖回權，亦即贊成合併之股東也可以要求SPAC買回其持股；2. 最後合併與否應由股東會決議；3. 如果不能在期限內完成合併，SPAC必須進行清算；4. 禁止SPAC的發起人參與清算分配²³等。

SPAC與發起人和股東間之權利義務，很大程度是依賴公司章程之規範或契約之約定，因此，在許多情況下法律規範並不明確，而有後來規範SPAC之相關規範出現²⁴。後述香港與新加坡之規範部分，則以交易所之上市規則，明文訂之，值得我國參考。

參、我國目前主要上市管道與特殊目的收購公司之分析比較

據2021年9月媒體報導，金管會先前已請證交所研究美國SPAC

²² *Id.*

²³ *Supra* note 19.

²⁴ 詳見後述「肆、二、美國對SPAC監理法規之修正」。



制度並提交可行性報告，時任證期局副局長表示，經過研議，金管會決定暫時不引進SPAC制度。主要理由是目前連美國SEC對SPAC亦有顧慮，而臺灣證券交易市場投資人主要以散戶自然人為主，占比七成，與美國主要是機構投資者不同，投資人風險之控管與安全將更形重要，因此金管會暫時不考慮引進SPAC制度²⁵。

主管機關並另以三大原因解釋為何暫不考慮引進SPAC，一是美國現行的SPAC制度，該公司沒有任何實質營運業務，先掛牌籌資後，2年內完成併購標的；以臺灣現行制度，第一即不符合上市櫃審查標準，因為沒有實質營運業務，沒有相關財務報表。二是SPAC是先申請上市掛牌後，才找併購標的，只要2年內完成併購即可，掛牌後實際併購及決策等都是由SPAC公司之管理階層掌握，不像國內有承銷商等把關，但因為美國股市是法人投資機構為主，國內則是散戶比例比較高，在沒有專業機構協助把關下，SPAC並不利保護臺灣的投資人。最後，美國亦發生SPAC併購，有誇大目標公司之業績或預測之情況，SEC已進行調查，將討論如何強化投資人保護，所以金管會現階段沒有要引進SPAC制度，等美國確定後續如何保護SPAC投資人的規範，參考其他亞洲市場的狀況，再作考慮²⁶。

本文以下將個別比較反向併購、初次上市與SPAC間之監管上差距，以思考我國主管機關所擔憂之SPAC對於投資人保護不足之癥結問題所在。

²⁵ 黃天牧：SPAC借殼上市在台不合適，2021年9月29日，工商時報，<https://ctee.com.tw/news/finance/523715.html>，最後瀏覽日：2023年7月10日。

²⁶ 同前註。



一、反向併購與SPAC上市制度

(一) 反向併購之借殼上市

我國實務上得採行之反向併購借殼上市（reverse merger），私人公司透過收購上市公司股票等方式，掌握上市公司經營權，以享上市後之優勢，比按部就班申請上市要來得迅速且容易²⁷。

反向併購之借殼上市，依照「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」（下稱「證交所營業細則」）第50條第1項第14款規定，係指公司經營權異動且異動前後一定期間有營業範圍重大變更之情事者，證券交易所依證券交易法第147條規定得停止其買賣²⁸。基此，有關上市公司借殼上市之認定主要需符合經營權異動²⁹以及營業範圍重大變更³⁰二者。

反向併購收購方取得經營權方式，可以從集中市場直接購入股份，或藉由公開收購方式取得股權等，然最常見的方式則是藉由被借殼公司發行私募股份，取得大量股權。

²⁷ 洪秀芬、黃君葆，「借殼上市」財務及法規範之研究，東海大學法學研究，16期，頁112，2001年12月。

²⁸ 證交所營業細則第50條之3：「（第一項）第一上市公司有下列情事之一者，對其上市之有價證券應由本公司依證券交易法第一百六十五條之一準用第一百四十七條規定停止其買賣，並報請主管機關備查：十一、經營權異動且異動前後一定期間有營業範圍重大變更之情事者。但第一上市公司與上市（櫃）公司、第一上市（櫃）公司依註冊地國法令或我國證券法令進行併購、私募或公開收購者，不在此限。」

²⁹ 臺灣證券交易所股份有限公司上市公司經營權異動及營業範圍重大變更認定標準第2條。

³⁰ 臺灣證券交易所股份有限公司上市公司經營權異動及營業範圍重大變更認定標準第3條。



(二) 反向併購發生時之監管方式

根據《證交所營業細則》第50條第1項、第2項規定，有經營權異動以及營業範圍重大變更情形之公司應依證券交易法第147條規定停止其有價證券之買賣6個月³¹。如需恢復買賣，需有前開營業細則第50條第2項第13款所訂之情事，包含獲利能力、資本額、會計師內控制度審查報告、董監與大股東股票強制集保等，並出具承銷商評估報告方可恢復之。

由上述可知，藉由反向併購上市之公司，在完成經營權異動及營業範圍重大變更後，一定程度上，仍要符合一般上市公司申請上市以及繼續上市之要件後，才能恢復有價證券普通買賣繼續上市。至於若借殼後，無法符合前開營業細則第50條第2項第13款所訂之情事並出具承銷商評估報告，則無法恢復普通買賣，而將依相關規定變更交易方法³²，待符合繼續上市之規範要件後，方得恢復普通買賣³³，否則將終止上市³⁴。

³¹ 證券交易法第147條：「證券交易所依法令或上市契約之規定，或為保護公眾之利益，就上市有價證券停止或回復其買賣時，應報請主管機關備查。」

³² 臺灣證券交易所股份有限公司變更交易方法有價證券交易作業辦法第3條。

³³ 證交所營業細則第49條第2項第15款規定：「上市公司因有前項各款規定情事之一，致其上市有價證券經列為變更交易方法有價證券者，符合下列各該款之規定，且無前項其他各款規定情事，本公司得恢復其有價證券之交易方法：因前項第十六款規定列為變更交易方法有價證券後二年內最近四期已公告申報之財務報告歸屬於母公司業主之稅前淨利合計數占最近期財務報告所列示股本比率達百分之三以上且符合第五十條第二項第十三款第二至六目規定者。」

³⁴ 依證交所營業細則第50條之1第1項第7款規定：「上市公司有下列情事之一者，本公司對其上市之有價證券，應依證券交易法第一百四十四條規定終止其上市，並報請主管機關備查：其有價證券有下列各目情事之一者：(一)經依前條規定予以停止買賣，連續滿六個月後仍未恢復其有價證券之買賣者。但依前條第一項第十四款規定停止買賣者，不適用之。(二)經依前條第一項第二



因此，我國對於反向併購借殼上市的部分，主要監管如下：首先，為事前揭露，有經營權異動或營業範圍重大變更屬於觸發借殼上市監理規範之內容，若有相關情事，可於公開資訊觀測站之「經營權及營業範圍異（變）動專區」查詢經營權異動公司之相關資料³⁵。此外，投資人可以藉由公司之股東會議案與決議，以及重大資訊公告得知公司可能將要或已經發生反向併購之情事。

其次，就借殼上市情事發生後，主管機關之監管則以停止買賣為手段，待公司符合相關要求後，始得恢復普通買賣，藉以降低有心人士借由反向併購控制上市公司，進而從事侵害股東與債權人等權益行為。

（三）SPAC與反向併購相比對投資人保護之優勢

由上述相關監管措施可知，我國對於反向併購主要是事後之監管，反向併購前的決策過程與相關資訊皆僅存於管理階層間，股東並無置喙之餘地，事後監管手段也僅以停止買賣為手段，對於股東權益之保護，效益有限，相比之下，SPAC即使在目前美國實務操作下，相關股東權益之保護程度，實際上高於我國反向併購之規範。在美國最新法案及香港與新加坡將SPAC監管在地化後，相較我國反向併購則提供相對完善之投資人保護措施。以下就SPAC在目前美國實務運作下與反向併購相比之對投資人保護之優勢做出探討：

款規定予以停止買賣未滿六個月而恢復其有價證券之買賣，並於恢復買賣後六個月內又經依前條第一項第二款規定予以停止買賣，且其停止買賣之期間合併計算超過六個月者。」

³⁵ 公開資訊觀測站「經營權及營業範圍異（變）動專區」，https://mops.twse.com.tw/mops/web/t174sb01_q1，最後瀏覽日：2023年7月10日。



1. 無須處理殼公司之財務問題

反向併購的借殼上市方式，多數被借殼之公司其多為夕陽產業，或公司長期經營不善幾無獲利，其經營者多無心經營而欲藉由出脫持股脫身。相對而言，被借殼之公司的財務情形大多不佳³⁶。

而SPAC的借殼上市方式，則是藉由一個乾淨的現金殼公司，IPO募資上市後，找尋特別目標公司，使目標公司與已經上市的SPAC合併後，借SPAC的殼成為上市公司。雖稱借殼上市，然而被借殼的SPAC是一個乾淨無財務問題的上市公司，對於目標公司而言，借殼SPAC與反向併購的借殼相比，沒有需要處理傳統被借殼公司財務、內部組織、勞資爭議、業務經營不善等相關既存問題，對於目標公司而言，似乎更加有效率。

2. 解決借殼公司融資問題

如果是收購老股取得經營權，反向併購交易並不會給公司注入任何資金，它只會賦予借殼之私人公司成為上市公司的新地位³⁷。然而，大多數反向併購公司規模相對較小，財務前景不確定，花費大量金額取得殼公司之股權後，資金就會較為緊繃，更容易造成公司有流動性不足問題。美國許多反向併購公司皆必須在合併完成後，向PIPE進行私募，以解決資金不足問題³⁸。

相對而言，SPAC公司，在上市之初即向大眾公開發行募集資金，並將資金信託，這筆資金在de-SPAC完成後，即成為公司營運資金之一部分。再者，在de-SPAC過程中，SPAC股東可以行使贖回權，目標公司為了籌集額外資金並為贖回提供資金，de-SPAC時

³⁶ 高于婷，借殼上市櫃監理規範之研究，國立政治大學法律研究所碩士論文，頁36、44，2014年10月。

³⁷ Yawen Li, "The Shell Game": Reverse Merger Companies and the Regulatory Efforts to Curb Reverse Merger Frauds, 15 N.Y.U. J.L. & Bus. 153, 161-62 (2018).

³⁸ *Id.*



通常也會安排PIPE資金投入，以提高收購能力並增加資本注入目標公司³⁹。可以避免上述反向併購在併購後有資金不足之問題。實際上，SPAC就資金募集方面，融合了初次上市以及反向併購優勢。

3. 發起人之轉讓限制

反向併購在我國則規定在完成經營權異動及營業範圍重大變更而停止買賣該公司股票後，若該公司要申請恢復買賣，則該公司之董事、監察人及持股超過已發行股份總額10%之股東，就其持有該公司普通股之全部提交集中保管（募集發行股份）或出具書面承諾不予轉讓（私募股份）且於承諾限制轉讓期間，經核准補辦公開發行者，應將該等股份提交集中保管。經證交所恢復其有價證券之普通交易方法之日起1年後，始得領回或轉讓⁴⁰。上述的轉讓限制係為避免公司管理階層藉由反向併購取得上市公司股份與經營權後，有證券詐欺或掏空公司之疑慮。

在美國，SPAC雖無特別之相關規定，但一般SPAC發起人股份受契約轉讓限制，屬於「受限制證券」，不得在市場上轉讓持股。此外，SPAC發起人通常同意在SPAC併購交易完成後一定期限內不轉讓或出售發起人認股憑證⁴¹。實際上，可藉有股份轉讓限制之約定，將發起人股份之取得與借殼上市後公司之經營績效做連結，並限制一定期間內之轉讓，以激勵發起人尋求更恰當之併購目標，確保在合併完成後之公司有更優異之表現。如此約定似乎對於投資人之保護更為有利，也可提高股東會通過合併決議的機率。後述新加坡與香港可見上揭閉鎖期以及發起人激勵與合併後公司績效做連結

³⁹ John C. Coates, *SPAC Law and Myths*, 78 BUS. LAW. 371, 434 (2023).

⁴⁰ 申請一般上市櫃也有類似之規定，例如臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第10條。

⁴¹ 香港交易所，同註5，頁48。



之規範。

4. 贖回權、股東會決議及股份與認股憑證拆分

一般反向併購中，被借殼之上市公司股東並無決定權限，反向併購通常藉由大量取得被借殼公司股份，而達到經營權異動以及營業範圍重大變更之結果。然而被借殼公司股東，在借殼的過程中，並無評估借殼與被借殼公司之財務業務情況之可能，只能消極地藉由股份出售退出該公司。

然而，SPAC在尋找到其所欲併購之目標公司時，SPAC的股東即可選擇要繼續成為併購完成後之公司股東，或亦可選擇贖回SPAC股份，而從SPAC IPO所募得款項中，按其持股比例，取回款項。藉由此一贖回權，投資人可確保其投資符合其所預期，以避免投入資金被迫用於併購投資人所不看好之產業或公司。SPAC藉上市所募得之資金，將由第三方信託帳戶所持有，其信託期間將持續至SPAC與目標公司併購交易完成為止。藉由將資金信託之方式，將可保障投資人所投入之資金不被濫用或侵吞⁴²。

SPAC發起人尋得目標公司，並與目標公司進行併購條件協商後，SPAC發起人將對SPAC股東提出併購交易之提案，SPAC之股東得考量該併購對於其投資是否有利，而以股東會決議決定是否同意該併購交易。此外，美國實務上，股東即使於股東會上贊成併購決議，其仍得贖回其股份，且若其仍持有SPAC之認股憑證，其亦得於併購完成後，行使認股憑證⁴³。

此外，在美國上市的SPAC一般容許投資者在SPAC IPO後將SPAC unit拆分為SPAC股份及SPAC認股憑證，可分開買賣。SPAC

⁴² 黃朝琮，同註3，頁180。

⁴³ 黃朝琮，同註3，頁186-187。



unit 拆分與否通常是由持有人自行決定⁴⁴。可拆分買賣將可確保投資人即使決定以SPAC發行價格贖回股份時，仍得藉由認股憑證之轉讓而獲利，補償其在SPAC上市到併購完成期間資金鎖定之損失。

因此，相對於反向併購，SPAC的投資人保護在決定是否被借殼，以及行使贖回權情況下之投資回收方面，較反向併購為佳。綜上所述，SPAC相較於我國目前所接受之反向併購借殼上市，應無較不利投資人保護之處。若反向併購在我國實務可行，SPAC應無不可行之理。

主管機關所擔憂的，應是與初次上市相比，目標公司藉由已上市之空殼SPAC上市，省略興櫃、輔導承銷、資訊揭露與上市審議等流程，而可能導致資訊揭露不足或不實，使投資人做出錯誤投資決定之判斷，因此本文以下將比較SPAC與我國初次上市之規範相比，有何不足或缺漏，若可對下列SPAC當前問題做出相關規範與整體規劃，引進SPAC將有助於我國資本市場之發展。

二、初次上市與SPAC上市制度⁴⁵

所謂初次申請上市櫃，一般多將其稱為Initial Public Offering (IPO)，美國學者對於IPO的定義為首次向投資大眾出售證券以募集資金，並期待能建立該證券之流動性市場（“a security is sold to the general public for the first time, with the expectation that a liquid market will develop”⁴⁶）。因此，學者將我國的IPO定義為初次上市

⁴⁴ 香港交易所，同註5。

⁴⁵ 關於SPAC與初次上市相比之優勢，請參閱陳盈如，同註2，頁372-374。

⁴⁶ Jay R. Ritter, *Initial Public Offerings*, in *HANDBOOK OF MODERN FINANCE* 5, 5 (1998).



櫃，亦即公司向投資人公開募集資金，並在臺灣證券交易所或臺灣櫃檯買賣中心掛牌交易的情形⁴⁷。上興櫃交易因其設立年限、獲利能力或股權分散等皆無要求，且也無公開承銷制度，因此與我國一般所定義之初次上市櫃情形不同⁴⁸。本文其後討論關於初次上市櫃僅以初次上市規定為代表，降低文章內容重複情形，合先敘明。

依據《臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則》第2條之1第1項規定，申請股票上市之本國發行公司，應先申請其股票登錄為興櫃股票櫃檯買賣屆滿6個月始得申請上市。而國內公司上市申請流程為：(1)申請公司需向臺灣證券交易所提出申請；(2)臺灣證券交易所承辦人員查核；(3)臺灣證券交易所所有價證券上市審議委員會及董事會審查；(4)通過後轉報行政院金融監督管理委員會；(5)委託證券承銷商辦理承銷手續；(6)向臺灣證券交易所洽定上市日期；(7)正式掛牌買賣⁴⁹。

傳統申請上市時間流程極為繁瑣且冗長，根據研究顯示，我國在2006年到2011年之間，有218間公司申請上市櫃，我國雖規定興櫃僅需6個月即可申請上市櫃，惟申請上市櫃前平均興櫃天數為634天，甚至有超過2,000天才申請之案例⁵⁰。而從申請上市櫃到正式掛牌上市交易，平均天數為192天⁵¹。上述研究之年代較為久遠，本文另行統計2022年全年申請上市之公司，共有11間，其申請上市

47 姜堯民、戴維芯，同註9。

48 姜堯民、戴維芯，同註9，頁78-79。

49 臺灣證券交易所，國內公司申請流程，<https://www.twse.com.tw/zh/page/listed/process/flow.html>，最後瀏覽日：2023年7月10日。

50 姜堯民、戴維芯，同註9，頁87；Hsiu-Hua Chang, Anlin Chen, Lanfeng Kao & Chin-Shun Wu, *IPO Price Discovery Efficiency Under Alternative Regulatory Constraints: Taiwan, Hong Kong and the U.S.*, 29 INT. REV. ECON. FINANCE 83, 83-96 (2014).

51 Chang et al., *id.* at 83-96.



前平均興櫃天數約為752天，申請上市到正式上市買賣之平均天數則約為155天。

2022年臺灣公司申請上市所需天數統計⁵²

公司名稱	興櫃日期	股票上市 買賣日期	申請上市 日期	興櫃總 天數	申請上市到 正式上市 買賣天數
睿生光電	2021/11/30	2023/3/27	2022/7/25	482	245
建德工業	2020/1/9	2023/3/24	2022/9/30	1,170	175
長榮航太	2022/2/18	2023/3/14	2022/9/21	389	174
龍德造船	2021/1/12	2023/3/10	2022/9/27	787	164
展達	2021/9/29	2022/12/15	2022/7/25	442	143
視陽	2020/8/14	2022/11/28	2022/7/21	836	130
圓裕	2021/8/4	2022/11/10	2022/6/30	463	133
芯鼎	2018/12/28	2022/11/4	2022/6/30	1,407	127
伊雲谷	2018/7/17	2022/9/13	2022/5/4	1,519	132
天二科技	2021/8/25	2022/9/1	2022/4/7	372	147
汎銓	2021/7/26	2022/8/31	2022/4/19	401	134
			平均天數	752	155

由統計資料可見，經過10年，我國申請上市到正式上市買賣之平均天數雖有下降，惟我國公司申請上市櫃前平均興櫃天數不減反增。整體而言，公司從上興櫃到正式上市時間平均超過900天，亦即將近3年，對於我國資本市場之發展，資金之吸引力或有窒礙。此外，與鄰近國家比較，2022年雖然因經濟情勢轉變，各國初次上市

⁵² 2022年全年證交所上市之統計資料來源為：臺灣證券交易所網站，最近上市公司，<https://www.twse.com.tw/zh/listed/listed/new-listing.html>，最後瀏覽日：2023年7月10日。統計中排除上櫃轉上市以及申請創新版掛牌之情形。



數量銳減，但觀察2022年香港交易所主板初次上市家數近90家⁵³，新加坡交易所則為15家⁵⁴，我國仍有努力空間。

如本文開頭所述，許多企業發展到一定規模後，上市將是一個相當值得考慮的選項。惟初次上市時間，從興櫃掛牌到上市交易，經常需耗費數年時間。除此之外，有研究指出，我國得以核准上市之公司，通常具備良好績效以及股權規模較龐大者⁵⁵，因而非所有企業皆合適以一般申請初次上市方式掛牌。

(一)SPAC與初次上市相比之優勢

從研究看來，公司藉由SPAC上市與申請初次上市之好處相比，第一，縮短上市時間，美國有認為可縮短上市時間至少一半以上⁵⁶。第二，與傳統初次上市相比，目標公司僅需與SPAC就併購交易之條款進行協商，無須處理發行新股與股東相關問題，其交易上較有效率且交易之確定性亦較高，不需受到承銷商之掌控與市場需求影響，而導致價格可能低於目標公司預期⁵⁷。第三，目標公司

⁵³ 2022年港股IPO募資總額下降68% “18C章”落地有望增強港股吸引力，2023年1月7日，<https://m.21jingji.com/article/20230107/d6a9821558d61f18c165f9cf79f63f0f.html>，最後瀏覽日：2023年7月10日。

⁵⁴ PWC, Equity Capital Markets Watch-Singapore 2022 Year in Review, available at <https://www.pwc.com/sg/en/publications/assets/page/equity-capital-markets-watch-2022.pdf> (last visited: 2023.07.10).

⁵⁵ Pei-Gi Shu, Yin-Hua Yeh & Yu-Hui Su, *Decisions of Initial Public Offering Review Committees: Causes and Consequences*, 45(3) EMERG. MARK. FINANCE TRADE 67, 67-82 (2009).

⁵⁶ Why So Many Companies Are Choosing SPACs over IPOs, KPMG, available at <https://advisory.kpmg.us/articles/2021/why-choosing-spac-over-ipo.html> (last visited: 2023.07.10).

⁵⁷ Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, *The Resurgence of SPACs: Observations and Considerations*, available at <https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/Client>



與SPAC在籌集更多資金、管理層獎勵、限制轉讓期或其他方面得進行磋商，將使交易架構之安排較一般初次上市更具靈活性⁵⁸。第四，增加投資人投資機會，SPAC又被稱為窮人的私募基金⁵⁹。最後，各國引進SPAC制度都是為了增加其在區域資本市場之活力⁶⁰。

(一) SPAC與初次上市相比之缺弊

SPAC之借殼上市與主管機關目前所許可的反向併購借殼上市相比，對於投資人之保護，並非處於較不利之情況，事實上，藉由SPAC制度之設計與監管，對於投資人之保護似乎能更為有利。然而，如前所述，我國主管機關對於SPAC投資人保護之擔憂與初次上市相比，主要有三：首先，SPAC因無業務活動，為一空殼公司，若令其得募資上市，不受現有之上市條件拘束與審查，恐有「監管套利」之弊。第二，「無承銷商」等專業人士進行輔導把關，在我國散戶投資人相對多的情況下，將不利投資人保護。最後，目標公司「資訊揭露不足或不實」，可能使投資人做出受誤導之投資決定⁶¹。主管機關所擔心SPAC與初次上市相比可能衍生之投資人保護問題以及相關監管方向，將在下文做進一步分析：

Memos/WLRK/WLRK.27066.20.pdf (last visited: 2023.07.10).

58 Gerry Spedale & Eric Pacifici, 9 Factors to Evaluate When Considering a SPAC (Mar. 11, 2019), *available at* <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2019/03/Spedale-Pacifici-9-Factors-To-Evaluate-When-Considering-A-SPAC-Law360-03-11-2019.pdf> (last visited: 2023.07.10).

59 Singapore Exchange, Responses to Comments on Consultation Paper: Proposed Listing Framework for Special Purpose Acquisition Companies 2 (Sept. 2, 2021), *available at* <https://reurl.cc/Gbq11G> (last visited: 2023.07.10).

60 *Id.*

61 黃天牧，同註25。



1. 監管套利——迴避一般申請上市公司要求與審查

根據紐約證交所之規定SPAC上市前募得之資金，近乎全部需託管於信託帳戶，由獨立之受託人進行管理，SPAC託管資金制度最初的目的僅是為了防範投資空白支票公司的不確定性。然而，其後發展之結果反倒成為，SPAC公司藉其所擁有之資金尋找合併標的，對目標公司進行企業併購，進而導致投資者保護方面嚴重缺漏，因為所有適用於申請初次上市之保護投資人規定，如揭露責任（disclosure liability）、承銷商監管（underwriter regulation）和公開發行監管（offering regulation），在企業併購情況下似不適用⁶²。因此，主管機關所擔心在SPAC借殼上市中，公司未經專業人士與證交所審議評估，而對投資人保護不足之慮應有其理由。

傳統定義上之企業併購，收購公司會以自己資金取得被收購公司股份或資產，以完成收購，收購過程中可能會需要經過董事會與股東會之多數同意。然SPAC則有所不同，SPAC所募得之資金被鎖定於信託帳戶中，SPAC管理階層並無權決定要如何使用資金或決議併購，相反地，每一位SPAC的股東所投入的資金，暫時被存放在信託帳戶中，待SPAC確定目標公司後，再由個別投資人決定是否將其資金投入目標公司，亦即決定是否行使贖回權利。進一步言，SPAC制度實際上使目標公司能夠向投資大眾出售目標公司股票來籌措資金，而無須遵循公開募集股份之規範⁶³。對於投資人而言，SPAC在合併中所扮演的角色是尋找投資者，而不是將自己的資金投入合併案中，SPAC並無自己的資金，因為在其IPO中募得而託管的所有資金都由獨立受託人持有，目的在確保將來能將資金

⁶² Harald Halbhuber, *Economic Substance in SPAC Regulation*, 40 YALE J. ON REG. BULL. 44, 46 (2022).

⁶³ *Id.* at 49.



返還給贖回的股東。

學者主張，託管的資金應不能被認定為SPAC的資產，因為在SPAC股東決定是否贖回之前，股東所投入的資金僅是被停泊在信託帳戶中（parked），須待SPAC股東同意合併之後，其資金才可歸屬於SPAC。因此，在經濟本質（economic substance）上，合併是每個未贖回股東（而非SPAC）將其現金投資於目標的交易⁶⁴。對SPAC上市前所募集到資金，應將其視為SPAC股東將其託管資金投資於「目標公司」的決定與以現金購買「目標公司股票」，而非投資於空白支票公司SPAC⁶⁵。因此在監管上，似乎也應該朝這個方向進行，而非以企業併購法規監管之。

2. 發起人利益衝突問題

近期針對已完成de-SPAC合併的實證研究表明，SPAC IPO的投資人多數在de-SPAC後行使贖回權，並獲得了不錯的投資報酬率，而未行使贖回權之投資人則多慘賠⁶⁶。報酬的主要來源是，贖回股份的SPAC股東將獲得IPO發行單位的全部價款以及利息，再加上得保留認股憑證的權利⁶⁷。而合併公告後不贖回或在二級市場

⁶⁴ *Id.* at 46.

⁶⁵ *Id.*

⁶⁶ Klausner et al., *supra* note 16, at 248-57. Klausner等之實證研究顯示，在2019年1月至2020年6月期間合併的47個SPAC樣本中，行使贖回權之股東的年化回報率為11.6%，這基本上は無風險的投資。相比之下，合併1年後，SPAC股價平均表現比一般IPO公司之股價表現低50.9%，比納斯達克指數低17.9%，比羅素2000指數低4.4%。本文後續研究更新在Michael Klausner & Michael Ohlrogge, *Was the SPAC Crash Predictable?*, 40 YALE J. ON REG. BULL. 101 (2023). 第一篇之統計為2019年1月至2020年6月期間合併的47個SPAC，第二篇則統計2021年7月至2021年12月期間合併的24個SPAC的新收集數據，其結果與第一篇大略一致。研究結果顯示，SPAC結構具有高度稀釋性，且SPAC合併後18個月，平均回報率大約為-50%。

⁶⁷ Klausner et al., *supra* note 16, at 248.



購買股票的SPAC投資者則是慘賠，因為多數SPAC在合併完成後，股價會大幅下降⁶⁸。前一組絕大多數由機構投資人（institutional investors）組成，而後一組則似乎包括更多的散戶投資者（retail investors）⁶⁹。

造成此一差異的原因，可能主要與SPAC發起人與其他股東間之利益衝突，導致一般散戶所接收資訊有落差之情形所致。SPAC發起人在de-SPAC交易之目標公司時，SPAC發起人及其財務顧問與其他SPAC投資者間有結構性利益衝突⁷⁰。SPAC有三個主要利益相關者群體：發起人、投資者和目標公司。每個群體都有其獨特之角色與觀點。發起人是在SPAC IPO前創立組織SPAC之個人或群體。發起人必須支付承銷商、財務顧問、律師與會計師以及營運相關費用，以完成IPO以及在de-SPAC階段之盡職調查費用等。如果發起人未能在2年內完成合併，SPAC必須解散，並將所有資金返還給其他投資者。因此，若未完成de-SPAC交易，發起人將有大量的金錢與時間之耗費，惟若de-SPAC交易成功，其就能獲得發起人在合併後公司的股份，價值通常高達原始投資者籌集股本的20%⁷¹。

例如：發起人設立SPAC，其IPO目標資本為2.5億美元，假設其投資約600萬至800萬美元，支付承銷、律師和盡職調查費用在內

⁶⁸ *Id.* at 254-55.

⁶⁹ *Id.* at 256-67.

⁷⁰ What You Need to Know About SPACs--Updated Investor Bulletin, SEC (May 25, 2021), available at <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/what-you-need-know-about-spacs-investor-bulletin> (last visited: 2023.07.10) [<https://perma.cc/Y78G-KZH6>] [hereinafter What You Need to Know About SPACs].

⁷¹ Max H. Bazerman & Paresh Patel, SPACs: What You Need to Know, HARVARD BUSINESS REVIEW (July-August 2021), available at <https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know> (last visited: 2023.07.10).



等管理費用。SPAC IPO時再以每股10美元的價格向投資者發行2,500萬股股票。發起人以極低價格（nominal price）購得625萬股，占已發行股份總數的20%。如果發起人在2年內成功執行合併，則將可以獲得價值6,250萬美元之股份⁷²。

因此，若de-SPAC不成功，發起人將損失600萬美元，若成功，則將獲得價值6,000萬美元的股票。然而隨著SPAC的興起，SPAC公司越來越多，但有價值有遠景的目標公司數量遠跟不上SPAC數量，如果de-SPAC交易未能在期限內完成，SPAC將進行清算，SPAC發起人的發起人股份及其認股憑證將變得一文不值，承銷商也無法拿到剩下的尾款，因此他們有動機極力推薦其所選定之目標公司，即使目標公司，並不如發起人所揭露的那樣完美。這些對於目標公司不實的描述，可能都會造成投資人做成錯誤決定，而未行使其贖回權。此外，或有投資人會誤認有PIPE參與投資，即表示該目標公司屬於品質量好的投資標的，惟PIPE投資之條件與一般投資人或有不同⁷³。

PIPE參與投資之時間因個案情形而異。有的SPAC會在de-SPAC流程正式開始前，先與PIPE接觸（pre-PIPE process），以便在啟動正式併購程序前評估PIPE感興趣的程度。其他SPAC可能在併購宣布，並評估股東贖回之程度，引進PIPE資金，擴大併購規模（PIPE upsize）。可想而知，發起人越迫切地想要達成交易，PIPE可獲得的投資條件就越有利。如果de-SPAC期限將至，或發起人預期贖回金額較高，且併購目標公司所需之現金短缺，那麼PIPE就可以獲得更優惠的條件。由於對SPAC融資的需求很高而PIPE的供給

⁷² *Id.*

⁷³ Amanda M. Rose, *SPAC Mergers, IPOs, and the PSLRA's Safe Harbor: Unpacking Claims of Regulatory Arbitrage*, 64 WM. & MARY L. REV. 1757, 1776 (2023).



較少，這種現象就更形嚴重。這不僅會形成嚴重的利益衝突，對於股權稀釋之情形也會加劇，因為PIPE將更有談判籌碼以更低價格取得更多股權⁷⁴。

因此，SPAC與我國初次上市中，公司高層與大股東與股東實際上是利益一致之情形有別，初次上市中並不存在所謂發起人或公司高層與大股東獎勵之機制。因此在SPAC規範上如何消除或減緩這類利益衝突情形，極為關鍵。

3. 缺乏初次上市的承銷商輔導與承銷流程

承銷商在企業申請上市過程中，肩負上市輔導及流程規劃、進度掌控、上市標準評估、承銷價格訂定、承銷配售及穩定掛牌後股價等功能。因此，上市過程中，承銷商的角色對於投資人保護而言，有相當重要之功能。紐約證交所雖要求SPAC上市前，須有承銷商以書面承諾來代表SPAC發行的預期價值，以確定SPAC是否符合上市之市值標準⁷⁵。但實際上，被併購的目標公司才是真正要上市的公司，但在企業併購之規範中，並未要求承銷商介入輔導目標公司與評估目標公司價值。以下先對承銷商在初次上市中之角色做探討，進而分析SPAC缺乏承銷商角色下，對於投資人保護之影響。

(1) 我國初次上市中承銷商之功能

① 輔導責任

承銷商於興櫃股票櫃檯買賣或申報輔導期間，應按月或不定期（發生重大事件時）檢附財務業務重大事件檢查表、第一上市輔導

⁷⁴ Frank Fagan & Saul Levmore, *SPACs, PIPEs, and Common Investors*, 25 U. PA. J. Bus. L. 103, 111 (2023).

⁷⁵ NYSE Listed Company Manual Section 102.06: Minimum Numerical Standards - Acquisition Companies, available at <https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/09013e2c85545f2a> (last visited: 2023.07.10).



紀錄（檢查）表，以利證交所及櫃買中心瞭解申請企業之財務業務、經營狀況及申請進度。於承銷商輔導期間屆滿後，企業向證交所提出上市申請文件，應包括承銷商就申請公司所屬產業、財務業務狀況、營運風險、法令遵循、是否無不宜上市條款、承銷價格之合理性等出具之評估意見⁷⁶。

承銷商輔導之內容則包含，「一、協助資本形成、股權結構及股利政策之規劃；二、依據公司資本結構、財務狀況與股權分散情形訂定股票輔導上市計劃及相關作業時程表；三、協助董事會及股東會議案擬定及校稿；四、協助公司章程及其他相關規章之修訂；五、協助排除與解除不宜上市之情事；六、協助執行股票上市申請及送件申請後審查之有關事宜。七、與臺灣證券交易所股份有限公司、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心、金融監督管理委員會證券期貨局之溝通與協調。八、其他與股票上市有關之財務、業務及股務之規劃與諮詢服務⁷⁷。」

因此，承銷商在輔導功能上，則是藉其專業輔導企業上市申請與法規遵循，並協助政府、證交所以及投資人瞭解該申請公司之所屬產業、財務業務狀況、營運風險、是否有不宜上市情形等資訊，使申請公司預先具備上市公司之條件，並協助主管機關審核該公司之上市資格與條件。

⁷⁶ 臺灣證券交易所股份有限公司股票初次上市之證券承銷商評估報告應行記載事項要點。

⁷⁷ 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興櫃股票審查準則第4條；財團法人證券櫃檯買賣中心網站，https://www.tpex.org.tw/web/emergingstock/comment_info/comment_fit/comment_fit.php?l=zh-tw，最後瀏覽日：2023年7月10日；併參酌興櫃股票審查準則第9條第2項所列條件之主辦輔導推薦證券商名單中券商代號9A0之永豐金證（SinoPac Securities）所提供之輔導契約內容。



②承銷之價格發現功能

經證交所董事會決議同意企業上市後，為達資本大眾化之目的，在掛牌前原則應提撥一定比例股份對外公開承銷，於公開承銷後，且於股權分散合乎標準時，始得向證交所及櫃買中心洽定上市日期，正式掛牌買賣⁷⁸。申請掛牌（興櫃除外）之企業，除上櫃轉上市申請案件，需符合股權分散規定，或雖不符股權分散規定，惟未達股權分散標準之股數低於2,000,000股或實收資本額1%，並於上市掛牌買賣前已達分散標準者外，均應委託承銷商辦理上市掛牌前之股份公開承銷⁷⁹。

股票之承銷價格由對證券市場較熟悉之承銷商於專業評估後，再與發行公司議定承銷價格。《臺灣證券交易所股份有限公司股票初次上市之證券承銷商評估報告應行記載事項要點》第3-1點中規範承銷商應詳盡說明承銷價格訂定之依據與方式，因此，訂價方式與配售方式之決定權在承銷商與發行公司之間。

金管會依證券交易法第44條第4項所授權訂定的證券商管理規則中，第28條賦予證券商業同業公會制定《中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法》（下稱「再行銷售辦法」）。再行銷售辦法第4條規定，證券商辦理有價證券承銷，其承銷價格應以競價拍賣、詢價圈購或與發行公司、發行機構或有價證券持有人議定三種方式之一為之⁸⁰。而其所訂定之承銷價

⁷⁸ 陳香吟、吳怡瑩，淺談初次上市（櫃）承銷制度及價格訂定，證券暨期貨月刊，36卷4期，頁23，2018年4月。

⁷⁹ 同前註。

⁸⁰ 中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第4條第1項：「證券商辦理有價證券之承銷，其承銷價格以左列方式之一為之：一、競價拍賣。二、詢價圈購。三、與發行公司、發行機構或有價證券持有人議定。」



格會因為其承銷配售方式不同而有些微落差，依照再行銷售辦法第5條規定，其承銷配售方式有四種方式，分別為競價拍賣⁸¹、詢價圈購⁸²、公開申購⁸³及洽商銷售。

無論是上述哪種承銷訂價與配售方式，承銷商皆會探詢市場需求，以及投資人對於公司股票價值之認定後，決定股票價格，以市場供需作為標準，對於上市公司股票價格之發現，較有一般客觀之評判標準。

(2)我國初次上市中承銷商之法律責任

①評估報告內容虛偽不實

承銷前，承銷商須採用必要之輔導及評估程序，包括實地瞭解公司之營運狀況，與公司董事、高級職員、及其他相關人員面談或舉行會議，蒐集、整理、查證及比較分析相關資料等，予以審慎評估。就初次上市公司，承銷商依臺灣證券交易所「股票初次上市之證券承銷商評估報告應行記載事項要點」等規定，出具承銷商總結意見之評估報告。對於承銷商輔導發行人募集與發行有價證券時，則應依券商公會制訂之「中華民國證券商業同業公會發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告應行記載事項要點」之規定，撰寫評估報告。初次上市評估報告內容著重於申請上市公司之財務、業務狀況的評估及承銷價格訂定方式之說明；而再次發行則是側重於發行人之財務業務狀況，以及承銷商對於該次募集資金計畫之可行

81 詳閱陳香吟、吳怡瑩，同註78，頁33。

82 詳閱吳光明，證券承銷詢價圈購之探討，月旦法學雜誌，286期，頁105，2019年3月。

83 中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第30條第2項：「初次上市（櫃）前之承銷案件採詢價圈購方式辦理者，承銷價格不得低於向本公會申報詢價約定書前興櫃。」有成交之10個營業日其成交均價簡單算術平均數之七成。



性、合理性及必要性、其資金用途、進度及預計可能產生效益等進行評估⁸⁴。

依證券商管理規則第25條⁸⁵規定，承銷商不得對其評估報告之內容有虛偽隱匿，若有前開情事，依證券交易法第66條，將可能有相應之不利行政處分。

②公開說明書不實之責任

依證券交易法第32條第1項規定，承銷商對於公開說明書，應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者對其所應負責部分與公司負連帶賠償責任，承銷商對於未經會計師等簽證部分，如能證明已盡相當之注意，並有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱匿情事或對於簽證之意見有正當理由確信其為真實者，方能免負賠償責任。

③未依合理公平方式執行詢價圈購

依中華民國證券商業同業公會證券承銷商詢價圈購配售辦法第

84 許宜嫻，從證券承銷商之功能定位論其應盡之義務與責任，國立中正大學財經法律學系暨研究所碩士論文，頁37-41，2010年2月。

85 證券商管理規則第25條：「證券承銷商受託辦理有價證券之募集與發行、上市及上櫃等相關業務，所出具之評估報告、總結意見及相關資料不得有下列情事：

- 一、內容有虛偽、隱匿或其他足致他人誤信之情事。
- 二、主要內容有重大遺漏或明顯錯誤足以影響投資判斷。
- 三、未編製工作底稿或未依規定保存工作底稿。
- 四、發行人有發行人募集與發行有價證券處理準則第七條及第八條或外國發行人募集與發行有價證券處理準則第八條所定，應予退回之情事。但證券承銷商如能證明已盡相當注意義務，不在此限。
- 五、重要評估事項未採行必要之輔導及評估程序，致評估結論與事實有重大差異。
- 六、評估報告或總結意見提出後，於公開說明書刊印日前，受評估公司發生本法第三十六條第二項第二款規定對股東權益或證券價格有重大影響之事項，未即時予以補充評估並更新。
- 七、其他違反證券管理法令及其他相關法令規定之情事。」



2條⁸⁶規定，承銷商應依合理、公平方式執行詢價圈購，若有違反，即屬違反證券商管理規則第28條⁸⁷之情形，進而屬於違反證券交易法第66條之情形。

因此，承銷商在輔導角色上，主要是輔導上市公司達成上市之要求，並作為投資人與政府檢視申請上市公司財務業務與法律遵循情況，擔負溝通之角色。

在價格發現功能與法律責任上，藉由承銷制度之設計，確保申請上市公司之股票價格反映公司之真實價值，並使承銷商在價格發現過程若有故意過失導致不實之情形，負擔民事、刑事與行政責任。

(3)美國初次上市中承銷商之功能與責任

同樣地，就價格發現，在美國的初次上市部分，1933年證券法Section 11規定，如果IPO註冊聲明的任何部分，包含對重要事實的不實陳述，或漏未揭露的為使其陳述不具誤導性所必需的重要事實，則受損害之投資人對於在註冊聲明中簽名之人及承銷商等，得提起損害賠償訴訟⁸⁸。而投資人可以請求損害賠償者為，購買有價證券支付的金額與①提起訴訟時之價差；②訴訟前在市場上處分該有價證券之價差；或③在特定條件下，訴訟後但在判決之前處分該有價證券的價差⁸⁹。由該規定可知，Section 11強調IPO中發行證券公司應進行合理估值的重要性。如果沒有上市公司的業績歷史，公

⁸⁶ 中華民國證券商業同業公會證券商承銷商詢價圈購配售辦法第2條第1項：「證券商承銷商辦理詢價圈購配售之分配，應以公平、合理之方式為之。」

⁸⁷ 證券商管理規則第28條：「證券商承銷有價證券應以公平、合理之方式為之，承銷手續費之收取不得以其他方式或名目補償，或退還予發行人或其關係人或前二者所指定之人等。」

⁸⁸ 15 U.S.C. § 77k(a).

⁸⁹ 15 U.S.C. § 77k(e).



司的估值更有可能反映更大程度的不確定性。因此，如果股票跌破IPO價格，發行人與承銷商等可能會對投資者的損失承擔責任。這種責任使承銷商有動力將IPO價格建立在對未來業績的合理預測上⁹⁰。

(4)SPAC價格發現方式

進行de-SPAC併購交易是由SPAC管理階層及目標公司協議商定目標公司之估值，有關條款一般經過外部第三方PIPE協商及確認。SPAC併購目標的估值，只由相對小部分人決定，這也意味著交易的價值可能較容易被蓄意高估，以符合交易所對繼續上市公司施加的最低市值規定⁹¹。從美國實證研究當中顯示，2019年至2022年的SPAC IPO平均募資約2.2億美元，然而75%的資金在合併時，由股東贖回。資金被贖回的部分則大部分是由PIPE投資補充之。而即使沒有贖回之股東，也可能在市場中賣出其股份⁹²。因此PIPE在de-SPAC中對於目標公司價值之認定扮演重要角色。

因此，與初次上市相比，de-SPAC中目標公司價值之決定，原則上由目標公司與SPAC及上述的PIPE投資者共同協商議定，並無傳統承銷商介入之情形，其交易上較有效率且交易之確定性亦較高。此外，初次上市之承銷價格受到承銷商之掌控與市場需求影響，價格可能低於申請上市公司預期。然而，在SPAC併購交易中，目標公司親自與SPAC發起人協商價格，對訂價過程有較大的控制權⁹³。然而這種訂價模式較大之弊端就是缺乏專業承銷商介入監督輔導、沒有承銷之價格發現過程，也無法藉由監督輔導與揭露

⁹⁰ James J. Park, *Investor Protection in an Age of Entrepreneurship*, 12 HARV. BUS. L. REV. 107, 151 (2022).

⁹¹ 香港交易所，同註5，頁27-28。

⁹² Klausner et al., *supra* note 16, at 294-95.

⁹³ Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, *supra* note 57.



之過程，降低資訊落差。因此，SPAC經常有收購目標公司價格過高之情形。

(5) SPAC之承銷商角色

SPAC上市前也有承銷商介入，但因為SPAC並無過去營業紀錄，因此，承銷商的輔導與價格發現功能無法發揮。SPAC的IPO承銷費用收取方式與初次上市之承銷不同，在傳統的上市前承銷中，在美國，承銷商通常會收到IPO總募得資金5%至7%作為承銷費用。但在SPAC的IPO中，一般承銷費用為IPO總募得資金2%，另外3.5%的承銷費用則存入信託帳戶並在de-SPAC交易完成後支付給承銷商，若是SPAC未完成de-SPAC之業務併購交易，上述的3.5%承銷費用將不會支付，並與信託帳戶其餘部分一起作為選擇贖回股份之資金使用⁹⁴。

然從實際交易中可窺見，SPAC與其管理階層在借殼上市的過程中事實上是充當中介角色，藉由尋找併購標的，媒合目標公司與投資人，將目標公司股票出售給投資大眾者並收取費用（發起人獎勵）。他們將投資目標公司股票作為宣傳，並查證目標公司的財務業務狀況（target quality），並僅在交易完成始獲得酬勞。事實上，SPAC及其管理階層就在扮演目標公司股票承銷商角色，投資者仰賴SPAC管理階層的盡職調查、經驗和聲譽，來決定併購目標及其價值，SPAC管理階層並提出相關資訊供股東做成是否合併之判斷，以彌補目標公司與SPAC股東間資訊不對稱之情形⁹⁵。然而，性質上SPAC儘管具有承銷商功能，SPAC並不受承銷商監管規

⁹⁴ Ramey Layne & Brenda Lenahan, *Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction* (July 6, 2018), available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/> (last visited: 2023.07.10).

⁹⁵ Halbhuber, *supra* note 62, at 50.



範約束⁹⁶。

此外，目標公司要完成最終的合併上市，則須由SPAC發起人說服股東表決同意併購，而如前所述，發起人報酬僅在併購交易完成後才能取得，且發起人所持有之股票在完成合併前也會受到轉讓之限制。從目標公司的角度而言，SPAC發起人就像其股票承銷商，藉由SPAC在資本市場的經驗，以及他們在投資者中的人脈和聲譽，向SPAC股東兜售目標公司股票（亦即同意合併）。這樣的一個模式很容易導致SPAC發起人及其經營團隊美化目標公司之真實財務業務情形。而目標公司也可能選擇「最有能力向投資者推銷其商業模式的SPAC」作為借殼上市之對象⁹⁷。因此，SPAC發起人實際上與股東的利益不見得一致，將導致發起人為獲取報酬，而對股東為不實陳述以獲取合併同意。

因此，誠如主管機關所顧慮，SPAC與目標公司之實際併購及決策等都是由SPAC公司之管理階層掌握，未如一般申請上市中有承銷商等專業人士把關，尤其我國投資人散戶比例比較高，在沒有專業機構協助把關下，而SPAC管理團隊又與投資人間利益不見得一致之情況下，SPAC目前可能不利於我國投資人保護。

4. 資訊揭露不實與目標公司預測性資訊之安全港保護

(1) 我國初次上市之揭露要求與審議

① 登錄興櫃

參酌櫃買中心之說明，興櫃市場原係為解決未上市盤商交易之弊端，發展迄今已成為上市櫃主板之預備市場，除發行公司藉此熟悉證券市場法令，價格發現之功能亦協助發行公司於初次上市櫃之承銷訂價作業更為順利，另發行公司於登錄興櫃期間接受證券商輔

⁹⁶ *Id.*

⁹⁷ *Id.* at 51.



導，以改善其內控作業及法令遵循，亦彰顯興櫃市場之育成功能⁹⁸。因此，興櫃市場主要係為提供投資人一個安全、合法且公開買賣未上市（櫃）股票之交易場所，並作為公司申請上市（櫃）股票市場之搖籃⁹⁹。

SPAC借殼上市中，目標公司是藉已上市公司的空殼進入公開交易市場，未經過此一預備階段，對於興櫃市場可以發揮股票價格發現、券商輔導改善內控與法律遵循的效用，有所不足。因此，在思考引進SPAC制度時，也應特別考量如何補足這部分。

②上市審議委員會

公司申請上市時，需經過上市審議委員會之同意始得上市¹⁰⁰，審議委員為證交所內部人員與外部專家，包含產業、法律及財會專家等¹⁰¹，臺灣證券交易所股份有限公司「有價證券上市審議委員會議程安排要點」針對證交所的上市審議有詳細說明，上市審議委員會之功能主要在確保上市公司在財務業務方面符合上市之要件，並藉由證交所與專家之專業角度，審議該公司所提供資訊之真實性以及是否適合上市，藉此在上市交易前設下關卡，以保護投資人。而SPAC之上市主要是以企業併購方式進行，無須經過上市審議委員會之同意，而係以目標公司與SPAC公司之董事會及股東會同意，作為借殼上市之要件，相對而言少了證交所與專家之審核，大幅度仰賴董事會把關交易。因此，董事會之專業程度、是否履行查

⁹⁸ 資料來源：財團法人證券櫃檯買賣中心，https://www.tpex.org.tw/web/regular_emerging/apply_way/standard/intro.php?l=zh-tw，最後瀏覽日：2023年7月10日。

⁹⁹ 陳香吟，興櫃股票市場發行面之興利及改革措施，證券暨期貨月刊，32卷9期，頁16，2014年9月。

¹⁰⁰ 臺灣證券交易所股份有限公司「有價證券上市審議委員會簡則」第6條。

¹⁰¹ 臺灣證券交易所股份有限公司「有價證券上市審議委員會簡則」第3條。



核之注意義務，以及是否有利益衝突問題，則是SPAC上市制度相對於初次上市制度更需注意之處。

③公開說明書

根據證券交易法第30條第1項規定：「公司募集、發行有價證券，於申請審核時，除依公司法所規定記載事項外，應另行加具公開說明書。」參酌臺灣證券交易所股份有限公司初次申請有價證券上市公開說明書應行記載事項準則以及2021年4月「八方雲集」申請股票初次上市公開說明書¹⁰²中所記載之內容共計有六部分，分述如下：

記載部分	內容說明
公司概況	公司簡介、風險事項、公司組織、資本及股份相關內容
營運概況	公司之經營狀況、資產
發行計畫及執行情形	該次發行新股所記載之內容
財務概況	其財報等相關資料
特別記載事項	內控內稽資料、上市所應備齊之法律意見書、承銷商意見等等
重要決議與公司章程	重要決議與公司章程

de-SPAC中對於目標公司之資訊揭露，主要是在股東會委託書徵求說明中，在我國可能相當於會揭露於股東會議案與議事手冊中，然我國目前對於財務業務文件等之揭露要求，主要是要求發行人之文件，對於目標公司（可能為非公開發行公司）之財務業務資訊揭露若有不實之情形，是否仍與公開說明書負同樣之民刑事責

¹⁰² 八方雲集公開說明書，2021年4月27日，https://doc.twse.com.tw/pdf/202104_2753_B07_20230707_051813.pdf，最後瀏覽日：2023年7月10日。



任，不無疑問。

④律師與會計師於初次上市之職責與責任

我國在申請上市中，為確保申請公司所提供之資訊真實性，要求律師與會計師須提供相關意見。就律師部分，依《臺灣證券交易所股份有限公司審查有價證券上市作業程序》第7條規定¹⁰³，律師應在上市之公開說明書中出具「發行人申請股票上市法律事項檢查表」，參照證券交易法第32條規定，若律師在公開說明書中之意見內容如能證明已經合理調查，並有正當理由確信其簽證或意見為真實者，可以免除其民事賠償責任。

會計師的部分，同樣依《臺灣證券交易所股份有限公司審查有價證券上市作業程序》第5條與第6條之規範，公司須提供最近二個會計年度經董事會通過、會計師查核簽證及監察人或審計委員會承認之財務報告，以及會計師查核或核閱報告、財務報告、內部控制制度及其聲明書與專案審查報告。會計師除負有證券交易法第32條公開說明書不實之責任外，若所簽證之財務報告有不實，亦有證券交易法第20條之1資訊不實規範適用之可能。

初次上市藉由各種專業人士之把關，有助於減緩申請上市公司內外資訊不對稱，以達保護投資人目的，此在反向併購或SPAC中皆應思量是否應加以借鑑。

(2)SPAC資訊揭露之相關爭議

藉由SPAC合併而上市的目標公司，其藉由企業合併模式，規

¹⁰³ 臺灣證券交易所股份有限公司審查有價證券上市作業程序第7條：「審查作業程序(一)承辦人員於接受分配之股票上市案後，應完成下列查核程序：2. 公開說明書：依據『初次申請有價證券上市公開說明書應行記載事項準則』及相關法令之規定逐項檢查所送公開說明書稿本之刊載內容，並覆核律師出具之『發行人申請股票上市法律事項檢查表』，檢核是否足以支持刊載於公開說明書之法律意見書之結論。」



避需符合傳統證券公開發行的揭露義務，然而實際上是一種對公眾投資人發行股票籌資之過程。在傳統的公開募集中，簽署向SEC揭露文件的執行長以及董事等都將對揭露的準確性和完整性承擔責任，除非其能證明其已盡受託義務，而受害投資者只需證明重大錯誤陳述或遺漏及其損害，我國證券交易法第32條對於公開說明書也有類似規定。但SPAC合併中，這種對投資人較為友善的舉證方式，並不適用在SPAC所依據的企業併購法規關於目標公司之資訊揭露部分¹⁰⁴。尤其目標公司通常為非公發公司，多數情形並不適用證券交易法之相關規定。

此外，藉由SPAC借殼上市之規定，使私人公司可不藉由初次上市程序即可上市。然而目標公司雖有營運歷史，但因其非公開發行股票公司，並未受證券法規要求公布其過去的財務業務紀錄，大眾無法藉由過去公告資訊檢視其表現。然在de-SPAC的過程中，股東決定是否贊成合併或是贖回其股份，需仰賴目標公司所提出之財務業務資訊判斷，這些資訊一般會被提供在SPAC股東會之委託書徵求說明（proxy statement）中，且所提供之財務業務資訊極大部分是所謂前瞻性資訊，亦即目標公司未來財務業務表現預測，作為股東表決之參考。

目前一般認為的de-SPAC過程中所揭露之資訊似乎解釋上仍受「私人證券訴訟改革法」（Private Securities Litigation Reform Act, PSLRA）安全港（safe harbor）之保護。SPAC發起人、目標公司和其他關係人皆主張de-SPAC交易屬於PSLRA安全港的保護範圍¹⁰⁵，

¹⁰⁴ Halbhuber, *supra* note 62, at 54.

¹⁰⁵ 15 U.S.C. § 78u-5. 根據本條規定，在公司對外公告之年報與季報等公開文件中，有關於預測性資訊已被標註為前瞻性資訊，並附有意義的警示性聲明，並指出可能導致實際結果與前瞻性資訊中的結果存在重大差異的重要因素者，將受安全港保護，不受民事訴追。



而一般公開說明書中，預測性資訊不受安全港保護¹⁰⁶。因此，有研究認為，此即SPAC發起人及目標公司等願意提供目標公司將來財務業務預測和其他估值資料給SPAC股東之主因¹⁰⁷，既可以預測資訊提高目標公司價值，也可提高股東同意合併之比率。這樣的觀念與流程實際上非常類似於初次上市，私人公司藉由公開說明書對外界說明公司之財務業務狀況，使投資人得以決定是否認購公司股票而使公司得以公開發行，進而在證券交易所交易。因此，de-SPAC的委託書徵求說明即相當類似IPO之公開說明書。

此外，SPAC發起人通常會獲得合併後公司大量股份（一般大約20%）作為獎勵，但前提是必須合併完成，否則SPAC未完成合併在期限經過後清算，則發起人將一無所獲。因此，發起人有極高之誘因要促使SPAC和目標公司完成併購交易。為促使股東同意合併，發起人在提供股東參考之委託書徵求說明中，將有較高可能性提供經美化或誇大之目標公司前瞻性資訊與預測，以說服股東表決贊成合併案。此外，為避免過多SPAC股東行使贖回股份，導致併購資金不足，SPAC發起人也有強烈動機要使股東相信目標公司為優秀之併購標的，而提供誇大之財務預測¹⁰⁸。

¹⁰⁶ 15 U.S.C. § 78u-5(b)(2).

¹⁰⁷ John Coates, SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws, U.S. SEC (Apr. 8, 2021), available at <https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipo-liability-risk-under-securities-laws> (last visited: 2023.07.10); Chris Bryant, *Why Chamath Palihapitiya Loves SPACs So Much*, BLOOMBERG OPINION (Jan. 28, 2021) (“Because the SPAC is a merger of companies, you’re all of a sudden allowed to talk about the future. When you do that you have a better chance of being more fully valued.”).

¹⁰⁸ Jean-Claire Perini, *Don’t Get Burned: Why the De-SPAC Transaction Must Be Excluded from the PSRA’s Safe Harbor Provision for Forward-Looking Statements*, 67 VILL. L. REV. 411, 439-40 (2022).



然而，若如目前一般所認為的de-SPAC所揭露之預測性資訊仍受安全港之保護，實務上已產生許多證券詐欺或投資者保護之爭議¹⁰⁹。關於預測性資訊，另需大篇幅探討，我國亦無預測性資訊安全港規範，因此本文暫不深入探討。

因此，我國主管機關所擔憂SPAC併購中，有誇大目標公司之業績或預測之情況，事實上是美國目前監管上急需處理的部分，SEC將藉由新法規之修訂強化投資人保護。

5. 股權及股份價值稀釋

就反向併購而言，相當常見的反向併購經營權移轉方式，經常是藉由私募方式，被借殼公司先以形式減資彌補虧損，再透過私募增資而挹注資金並取得大量股權。由原有股東先行吸收大量公司虧損，再由借殼公司以較低價格藉私募取得大量股權後，借殼上市。學者認為，被借殼公司經營團隊透過大幅之形式減資，同時大幅之私募股份予特定人，將使特定人可能以較低之成本取得具有控制權之股份，而完成經營權之移轉。而我國目前之制度並無法確保這樣的借殼上市行為為一增加公司價值之經營權移轉行為。我國私募根據證券交易法第43條之6規定，雖須經過股東會之特別決議，但在我國上市櫃公司之股權結構，少數股東能發揮之作用有限，大量發行私募股份之結果，原有股東之持股比例也受大幅稀釋¹¹⁰。

相較於投資傳統新股，投資者在SPAC的投資可能較易遭受經濟利益稀釋之風險。稀釋風險來源有下：

(1)發行給SPAC發起人的發起人股份。發起人股份一般都是以

¹⁰⁹ Matt Levine, Money Stuff: Maybe SPACs Are Really IPOs, BLOOMBERG (Apr. 12, 2021), available at <https://www.bloomberg.com/news/newsletters/2021-04-12/money-stuff-maybe-spacs-are-really-ipos> (last visited: 2023.07.10).

¹¹⁰ 朱德芳，論公開發行公司資本結構重組與公司治理，國立臺灣大學法學論叢，37卷2期，頁121-122，2008年6月。



象徵式價格（即遠低於SPAC IPO價格）發行予SPAC發起人。由於這些股份轉換成普通股時，SPAC發起人無須提供任何額外資金，因此換股會導致普通股的價值遭到稀釋。美國的慣例及規定並未就轉換發起人股份以及發起人認股憑證對SPAC投資者所持有之股份價值造成的稀釋效應設置任何上限。發起人股份一般約占SPAC IPO已發行股份的20%；

(2)SPAC認購單位中包括認股憑證。在美國，若SPAC投資者選擇贖回其股份，可以要求SPAC全數以發行價格收回當初購買的股份，並且可以保留所持有之SPAC認股憑證。這些保留下來的SPAC認股憑證一旦被行使，SPAC便會發行新股，稀釋已發行之股份價值。隨著贖回的SPAC股份增多，稀釋效應也會愈大。而根據美國研究，SPAC股份的贖回率通常很高，合併後公司股東股份價值被稀釋之機率與程度都極高¹¹¹；

(3)若目標公司之整體價值高於SPAC IPO所募集之資金，例如SPAC IPO中所募集之資金為3億美元，而目標公司之市值為10億美元，則不足的7億美元，SPAC公司則可能需對於目標公司之股東以發行新股作為收購對價，又或者向PIPE私募發行新股以取得資金。因此SPAC股東之持股比例將被大幅稀釋。

相較於初次上市，反向併購與SPAC的替代上市方式，投資人皆有無法預設股權或股份價值受稀釋之程度，因此，是否設定稀釋上限，以及稀釋可能程度之揭露，亦為格外重要保護股東權益之方式。

在2016年之前，紐約證交所的規則還要求大多數股東同意並參與併購交易，交易才能完成，如果一定比例的SPAC投資者選擇贖

¹¹¹ 香港交易所，同註5，頁28。



回其股份，則合併無法繼續進行¹¹²。因此，在此之前，經營階層如果要說服股東通過合併，其必須要提出更多有力證明以說服股東相信目標公司為一適合之投資標的。惟2016年後，紐約證交所再次修改規則，不再要求贖回之比例，亦即無論投票反對或贊成合併，投資人皆可選擇贖回股份，且無論贖回股份之比例有多高，只要多數股東同意合併，該併購交易仍得順利進行¹¹³。而根據美國研究，SPAC股份的贖回率極高，根據實證研究，平均數為58%，中位數為73%¹¹⁴。

學者認為，這樣的交易模式實際上與私募基金類似，監管在很大程度上依賴於投資者個人做出贖回股票以保護自己之決定，類似合格投資人必須具備評估私人公司不確定前景的基本能力¹¹⁵。一般散戶投資人是否有此能力不無疑問，這也是為什麼各國監管對私募之參與者通常僅限合格投資人，對於散戶投資人之公開募股則有較多之監管機制¹¹⁶。

然而，SPAC以一般上市公司之形態存在，併購目標公司時則以一般企業併購之方式為之，SPAC之發起人實際上在股東會有很

¹¹² Sec. & Exch. Comm'n, Order Approving Proposed Rule Change to Adopt New Initial and Continued Listing Standards to List Securities of Special Purpose Acquisition Companies, Release No. 34-57785; File No. SR-NYSE-2008-17, at 2 (May 6, 2008) (“The SPAC cannot consummate its Business Combination if public shareholders owning in excess of a threshold amount (to be set no higher than 40% by the SPAC) of the shares of common stock issued in the IPO exercise their Conversion Rights in connection with such Business Combination.”).

¹¹³ Sec. & Exch. Comm'n, Notice of Filing of Proposed Rule Change Amending its Listing Standards for Special Purpose Acquisition Companies, Release No. 34-79676, File No. SR-NYSE-2016-72, at 2-3 (Dec. 22, 2016).

¹¹⁴ 香港交易所，同註5，頁28；Klausner et al., *supra* note 16, at 243.

¹¹⁵ Park, *supra* note 90, at 151.

¹¹⁶ 例如我國證券交易法第43條之6第1項之規定。



強烈之動機吹捧被收購公司之前景，以獲得股東投票贊成合併。與承銷商不同，如果IPO股票價格上漲，承銷商並不會直接獲利；然而SPAC發起人會因為公司合併完成而取得公司的大量股份作為報酬，因此如果能夠成功完成交易，則可以為發起人創造可觀的財富。此外，即使併購交易中對於被收購公司之估值訂的過高，SPAC以不合理價格收購該公司，但對於SPAC發起人來說，仍然是利大於弊，因為如果併購未完成，其將一無所獲。

又SPAC之董事會理論上應拒絕不合理之交易條件，但SPAC董事會通常與多由SPAC發起人所組成或是關係密切，因此目前也有許多SPAC董事因在交易進行時未履行受託義務而被提起訴訟之案件正在進行¹¹⁷。關於SPAC之相關訴訟，詳見本文以下討論。

6. 損害賠償請求權基礎不明——SPAC相關訴訟

與傳統初次上市之訴訟多集中於公開說明書不實不同，與SPAC相關之訴訟爭議主要集中在所謂SPAC負責人之利益衝突和目標公司業務前瞻性資訊揭露不實上。

在SPAC公開發行階段，因SPAC為空殼公司，並無實際營運，財務報告內容亦相對單純，SPAC投資人雖有可能主張公開說明書不實之相關責任，但實際上目前尚未見有相關訴訟。然如後述SPAC的新監管法案中，相關法規將要求SPAC公開發行之公開說明書中，需揭露發起人相關資訊、利益衝突、受領之報酬，以及股權稀釋等資訊，投資人日後或許會有相關1933年證券法Section 11公開說明書不實損害賠償請求之可能¹¹⁸。以下針對de-SPAC前後，各類目前美國SPAC投資人所提起之訴訟與爭議進行介紹：

¹¹⁷ Park, *supra* note 90, at 136.

¹¹⁸ 黃朝琮，SPAC架構中之投資人訴追機制，月旦會計實務研究，57期，頁30，2022年9月。



(1) 受託義務訴訟

近來關於SPAC負責人違反受託義務之訴訟，最著名的應該是德拉瓦州衡平法院在2022年所做出之決定In re MultiPlan Corp. S'holders Litig.¹¹⁹。MultiPlan是一家醫療保健數據分析公司，於2020年10月與SPAC公司Churchill Capital Corp. III進行合併。該SPAC大多數股東選擇繼續投資MultiPlan，而未選擇贖回股份。由Michael Klein領導的SPAC發起人以「創始人」(founder)股份的形式獲取報酬，這些股份占SPAC整體股權的20%，並以支付極低價格(nominal price)作為對價。發起人藉由發起人股份在de-SPAC後將可獲得豐厚報酬¹²⁰。

然而在合併完成後，投資人主張SPAC的受託人——因受到上述財務激勵，而做成損害了公眾股東在企業合併發生之前贖回其股份的權利。根據投資人主張，在de-SPAC的股東會委託書徵求說明中，SPAC董事會並未揭露有關MultiPlan的最大客戶(占其整體營收35%)，正在建構內部數據分析平台以與MultiPlan競爭的重要資訊¹²¹。此外，2家公司之合併中，SPAC所選擇之財務顧問公司為The Klein Group LLC，為董事Klein所主導之公司，受有服務報酬3,050萬美元¹²²。

SPAC股東提起集體訴訟，指控該公司的董事、高級職員和控制股東違反了他們忠實揭露的受託義務，為了自身利益同意合併，損害了公司與股東利益，並發布虛假且具誤導性的委託書徵求說明，損害股東知情行使其贖回權和表決之權利，並向控制股東主導

¹¹⁹ In re MultiPlan Corp. S'holders Litig., 268 A.3d 784 (Del. Ch. 2022).

¹²⁰ *Id.* at 791.

¹²¹ *Id.* at 803.

¹²² *Id.* at 796.



之財務顧問提出損害賠償，因其幫助和教唆那違反受託義務的行為¹²³。

本案中被告聲請法院駁回該訴訟，惟衡平法院認為，揭露義務是受託人與股東溝通時「注意和忠實之受託義務之適用」（application of the fiduciary duties of care and loyalty）。本案中，法院未駁回原告訴訟，衡平法院認為有理由相信董事會在揭露方面有違其善意責任，涉及其忠實義務之違反（Where there is reason to believe that the board lacked good faith in approving a disclosure, the violation implicates the duty of loyalty）¹²⁴。

此外，在這類發起人與控制股東就交易有利益衝突之情形，法院就交易條件與交易價格是否公平則應適用「整體公平性」（entire fairness）之審查標準，而非適用商業判斷法則（business judgment rule）¹²⁵。另一更近期之同類型案件 *Delman v. GigAcquisitions3, LLC* 中，德拉瓦州衡平法院亦做成相同結果之決定¹²⁶。

2022年10月，*MultiPlan* 案原被告雙方同意以3,375萬美元和解，法院於2023年2月批准和解¹²⁷。

¹²³ *Id.* at 817-18.

¹²⁴ *Id.* at 800.

¹²⁵ *Id.* at 809-17; 整體公平性原則以及商業判斷法則間之適用差異，詳見陳盈如，控制股東主導交易審查標準之建構——以現金逐出合併為中心，輔仁法學，62期，頁81-104，2021年12月。

¹²⁶ *Delman v. GigAcquisitions3, LLC*, 288 A.3d 692 (Del. Ch. 2023); 其他近期案件亦為類似之裁判結果，例如 *Laidlaw v. GigAcquisitions2, LLC*, No. 2021-0821-LWW, 2023 WL 2292488 (Del. Ch. Mar. 1, 2023).

¹²⁷ Jones Day, SPAC Litigation: A Review of Recent Developments, LEXOLOGY.COM (May 23, 2023), available at <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=aa34fa50-0cfe-47c5-9825-0a3e3e1300af> (last visited: 2023.07.10).



(2) 證券詐欺訴訟

關於SPAC適用聯邦證券法規之證券詐欺訴訟中，其主要聚焦於de-SPAC交易前後，所揭露之目標公司資訊不實。在2023年初，加州聯邦地方法院所做出之最新判決，In re CCIV/Lucid Motors Sec. Litig.一案中，Lucid為一電動車製造公司，2021年1月11日，彭博社報導SPAC公司CCIV正在與電動汽車製造商Lucid協商合併，為實際上雙方當時尚未開始商談合併事宜。Lucid在2020年2月初，CEO在電視採訪中，宣布Lucid預計將在2021年生產6,000至7,000台，他表示Lucid已經在亞利桑那州建造了其工廠的第一階段，可生產34,000台電動車，工廠已經建成。採訪當天，CCIV的股價上漲了12.13%。惟發表這些資訊當時，Lucid工廠尚未完工，且該公司之電動車設計完全還沒進行。Lucid與CCIV在同年2月底，宣布合併，惟在合併交易完成後，在Lucid發布了一份新聞稿，其中引用了Lucid在其網站上提供並向美國SEC提交的投資者介紹。其中內容與Lucid之CEO之前於新聞媒體所為之陳述互相矛盾。Lucid的資料中指出，Lucid將在2021年生產577台電動車，而非先前所述之6到7千台，導致2021年的預期收入減少3.8億美元或91%，且工廠尚未建成。CCIV股價重挫¹²⁸。此訴訟中的原告在2021年2月5日（Lucid CEO在媒體上做出不實陳述）至2021年2月22日（合併宣布之日）期間購買了CCIV股票。原告主張被告Lucid違反了1934年證券交易法Section 10(b)與Rule 10b-5證券詐欺之規定，導致原告為CCIV股票支付了虛增之價格¹²⁹。

原告主張Lucid所揭露之資訊不實，構成證券詐欺。而這類訴

¹²⁸ In re CCIV/Lucid Motors Sec. Litig., No. 4:21-CV-09323-YGR, 2023 WL 325251, at *2-3 (N.D. Cal. Jan. 11, 2023).

¹²⁹ *Id.* at 3.



訟中，被告之抗辯一般皆為原告欠缺當事人適格（standing）。被告抗辯原告之主張是基於「被告關於Lucid的陳述」，而不是原告購買股票的公司，亦即CCIV。被告抗辯，要主張Section 10(b)，原告必須主張的是被告對原告實際購買或出售的證券做出不實陳述¹³⁰。本案法院認為證券詐欺之規定，並未限縮不實陳述的做成僅限於投資人所買賣股票之公司本身¹³¹，惟法院仍依照被告請求駁回本訴訟，因為法院認定原告並未以事實證明與Lucid業務相關的聲明和行為，對任何理性的CCIV股票投資人而言具有重大性¹³²。

然而美國聯邦第二巡迴法院在Menora Mivtachim Ins. Ltd. v. Frutarom Indus. Ltd.一案中，則在非與SPAC合併相關之案件中認定，原告缺乏提起訴訟的法定資格。因為根據買賣雙方規則（purchaser-seller rule），要依Section 10(b)請求損害賠償之投資者資格僅限於做成不實陳述的證券買賣雙方。本案中，收購公司之股東沒有資格根據被收購公司Frutarom的不實陳述提起訴訟，因為他們從未買賣過Frutarom的股票¹³³。因此也有美國法院認為，SPAC公司股東對於目標公司之不實陳述並無提起證券詐欺訴訟之資格¹³⁴。

此外，美國近期也有對於SPAC公司在IPO前即已洽定收購目標之情形，未於IPO資料中揭露，SEC雖後與SPAC公司和解，但在

¹³⁰ *Id.* at 4.

¹³¹ *Id.* at 5-8.

¹³² *Id.* at 10-11.

¹³³ Menora Mivtachim Ins. Ltd. v. Frutarom Indus. Ltd., 54 F.4th 82, 84 (2d Cir. 2022).

¹³⁴ In re CarLotz, Inc. Sec. Litig., No. 21-CV-5906 (RA), 2023 WL 2744064, at *1 (S.D.N.Y. Mar. 31, 2023).



新聞稿中也指出，SPAC未能披露其與其收購目標公司之計畫，可能已構成證券詐欺，蓋投資者在做出財務決策時會關注SPAC潛在合併目標等因素¹³⁵。

(3) 股東會委託書徵求說明 (proxy statement) 不實——1934年證券交易法Section 14(a)

對資訊不實，除了根據Section 10(b)提出損害賠償外，SPAC公司股東在de-SPAC交易中，也經常依據1934年證券交易法Section 14(a)及Rule 14a-9(a)¹³⁶就de-SPAC股東會中，SPAC公司所提出之委託書徵求說明內容不實請求損害賠償。

例如在2022年6月，紐約南區聯邦地方法院的In re Romeo Power Inc. Sec. Litig.一案中，SPAC股東主張，SPAC在註冊聲明、委託書徵求說明與公開說明書中對於目標公司Romeo Power業務為不實陳述。本案法院根據最高法院在JI Case Co. v. Borak之判決，裁定原告Section 14(a)的請求是衍生 (derivative) 而非股東直接訴權。法院的理由是，該不實陳述是對整個SPAC公司造成損害，因為SPAC支付過高之費用收購目標公司，而不是對個別股東造成損

¹³⁵ Securities Exchange Commission, SEC Charges Digital World SPAC for Material Misrepresentations to Investors (July 20, 2023), available at <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-135> (last visited: 2023.07.10).

¹³⁶ 17 CFR § 240.14a-9(a) (“No solicitation subject to this regulation shall be made by means of any proxy statement, form of proxy, notice of meeting or other communication, written or oral, containing any statement which, at the time and in the light of the circumstances under which it is made, is false or misleading with respect to any material fact, or which omits to state any material fact necessary in order to make the statements therein not false or misleading or necessary to correct any statement in any earlier communication with respect to the solicitation of a proxy for the same meeting or subject matter which has become false or misleading.”).



害。原告在本案中，未先向董事會請求提起訴訟就自行提起訴訟，法院因而駁回其訴訟¹³⁷。然而，也有法院在SPAC投資人請求Section 14(a)之損害賠償時，採取不一樣之見解，在Faraday案中，加州聯邦地方法院引用德拉瓦州之法院判決認為，當股東被剝奪了他或她擁有的最重要的權利之一——完全知情的表決權時——其所遭受的損害是股東個人之損害，而非公司損害。因此，對於合併案進行未完全知情的表決可能對公司產生負面影響這一事實，並不會改變股東就其個人權利提出充分知情表決權主張的地位。因此，法院得出結論，Section 14(a)之損害賠償請求權是股東直接訴權，原告具有訴訟資格¹³⁸。

(4) 小 結

從受託義務之訴訟可知，德拉瓦州法院對於原告提起之訴訟，對於SPAC發起人等利害關係董事或股東，就其合併公平性之審查標準，採用嚴格之整體公平性標準，此類訴訟目前從法院之裁定看起來，進入實體審判之可能性一般較高，且因為舉證責任之分配與利益衝突之情形，SPAC公司之負責人與控制股東等被告有較顯著訴訟風險，而一般實務常見和解之情形。

然而對於證券詐欺類型之訴訟，無論是Section 10(b)或Section 14(a)，各聯邦法院間無論是從當事人適格或是股東是否具有直接訴權之爭議，見解相當分歧，是否能提起證券詐欺訴訟，以及進入實體審判後，是否會被認定為證券詐欺，皆仍待觀察後續實務發

¹³⁷ In re Romeo Power Inc. Sec. Litig., No. 21 CIV. 3362 (LGS), 2022 WL 1806303, at *6 (S.D.N.Y. June 2, 2022), reconsideration denied, No. 21 CIV. 3362 (LGS), 2022 WL 3701095 (S.D.N.Y. Aug. 25, 2022).

¹³⁸ Zhou v. Faraday Future Intelligent Elec. Inc., No. 221CV09914CASJXC, 2022 WL 13800633, at *13 (C.D. Cal. Oct. 20, 2022), reconsideration denied, No. 221 CV09914CASJC, 2022 WL 18278401 (C.D. Cal. Dec. 9, 2022).



展。而因為聯邦法院間之見解分歧，可以期待的是，後續特定法院見解若對於原告較有利者，應會有更多相關訴訟之出現。這些問題在我國法規適用上也可能同樣存在。

肆、美國、新加坡與香港在特殊目的收購公司監理上之強化

一、美國SPAC熱潮衰退之原因

SPAC從本文一開頭所介紹，在2021年達到高峰後，在2022年開始急遽萎縮，其主要原因除了與疫情期間，各國政府大量經濟刺激措施，使得熱錢湧入市場。然2022年開始，美國為抑制40年來新高的通貨膨脹而急遽升息所導致之資金緊縮外，美國哈佛大學法學院教授John C. Coates也認為監理法規之不完善以及SPAC制度之複雜性，也是造成SPAC迅速膨脹又衰退的主因¹³⁹。

SPAC中許多發起人與投資人之權利與義務，並未由法律所規範，而是由當事人間以契約約定，例如發起人激勵股份、SPAC清算期限、認股憑證行使價格與觸發條件、表決權、贖回權等。合約內容包含著過去許多未曾在司法實務測試過之條款與條件，凌駕在美國契約法、信託法以及公司法之規範上，使得SPAC之交易過程在各方面都具有很大的法律不確定性¹⁴⁰。此外，如同前述，美國證券交易法之證券詐欺規範是否適用於目標公司所揭露之前瞻性資訊不實情形，抑或是de-SPAC中所揭露之資訊受到PSLRA安全港之保護等¹⁴¹。

¹³⁹ Coates, *supra* note 39, at 373-74.

¹⁴⁰ *Id.* at 376.

¹⁴¹ *Id.* at 378.



Coates教授認為，當交易活動激增時，該活動若涉及相對較新的產品時，且當該產品源於監管套利並且本質上很複雜時，錯誤的法律觀點就很容易被傳播，例如SPAC發起人及利益關係人，經常宣稱SPAC所揭露之目標公司不實前瞻性資訊受安全港保護免責、SEC註冊審查流程對傳統IPO之時間超過SPAC。在沒有明確法規之下，這些錯誤資訊之傳播明顯增強新興金融產品或銷售特定產品計畫之法律或監管吸引力，低估其法律風險，而達成增進市場活動之效果¹⁴²。

因此，SPAC熱潮之衰退主因應該是投資人對市場過度擴張的認識以及相關市場驅動因素之消失，而使市場對於SPAC之需求回歸正常，以及相關SPAC監理法規之修訂與SPAC訴訟的增加，所致之投資人覺醒¹⁴³。因此，良善之法規配套將有助於SPAC制度回歸正常軌道發展。

二、美國對SPAC監理法規之修正

針對上述問題，美國證券主管機關SEC於2022年3月提出對SPAC新監管規則之提案¹⁴⁴，強化SPAC在初次上市（IPO）時以及

¹⁴² *Id.* at 390.

¹⁴³ *Id.* at 413.

¹⁴⁴ SEC在2023年6月公布其相關法規立法議程之進度，SEC表示將在1年內對SPAC法案將法案送交國會進行立法表決。Soyoung Ho, SEC Plans to Finalize 30 Proposed Rules in Near Term, THOMSONREUTERS.COM (Aug. 22, 2023), available at <https://tax.thomsonreuters.com/news/sec-plans-to-finalize-30-proposed-rules-in-near-term/>; Securities and Exchange Commission, Agency Rule List - Spring 2023, REGINFO.GOV, available at https://www.reginfo.gov/public/do/eAgendaMain?operation=OPERATION_GET_AGENCY_RULE_LIST¤tPub=true&agencyCode&showStage=active&agencyCd=3235 (last visited: 2023.10.15).



de-SPAC 合併交易中之揭露與投資者保護。SEC 主席說明，國會一直以來對於傳統 IPO 之監管，賦予 SEC 三項重要之工具，以保護投資人，這三項工具主要為：揭露（disclosure）、市場銷售實踐標準（standards for marketing practices），以及守門人與發行人義務（gatekeeper and issuer obligations）。而新的修正法規主要就是要將上述工具也適用在 SPAC 上¹⁴⁵。本法案已通過，將於 2024 年 7 月 1 日正式施行。

新修正的監管法規為因應 SPAC 所存有之特殊發起人特性與利益衝突，以及股權及股份價值被稀釋之特殊性，將要求有別於傳統 IPO 之揭露規定，包含揭露有關 SPAC 發起人、利益衝突和稀釋因素與程度之資訊。此外，法案也要求揭露 SPAC 與私人目標公司之間的合併交易之相關資訊，包括與此交易之價格與條件公平性等。另外，法案也將 SPAC 與目標公司所為之財務業務預測資訊是否適用 PSLRA 之安全港做出規範。其對於 SPAC 併購交易中對於私人目標公司之財務業務資訊之揭露要求將會與一般公司進行 IPO 時之揭露要求更為一致¹⁴⁶。

SEC 新監管法案全名為 Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections¹⁴⁷（後稱「法案」或「the SPAC

¹⁴⁵ Sec. & Exch. Comm'n, SEC Proposes Rules to Enhance Disclosure and Investor Protection Relating to Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections (Mar. 30, 2022), available at <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-56> (last visited: 2023.07.10).

¹⁴⁶ *Id.*

¹⁴⁷ Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections, Securities Act, Release No. 11048, Exchange Act Release No. 99418, Investment Company Release No. 35096 (effective on July 1, 2024.), available at <https://www.sec.gov/files/rules/final/2024/33-11265.pdf> (last visited: 2024.05.20) —hereinafter refers to as “the SPAC Rule.”



Rule」)，修正之範圍包含1933年證券法、1934年證券交易法以及相關行政法規等¹⁴⁸，觀察其新修訂法規之目錄，對於SPAC之監管大致可分為下列幾個項目：

(一)強化資訊揭露與投資人保護——新增Subpart 1600 of Regulation S-K

Regulation S-K是SEC所制定之法規，它概述了發行人應如何在註冊聲明（registration statement）、定期報告（periodic reports）和其他申報文件中揭露其財務業務的重要內容與方式。SPAC法案中增訂了Subpart 1600 of Regulation S-K，用以規範SPAC之IPO與de-SPAC之揭露要求。

1. 各類定義

Subpart 1600對於SPAC之定義與紐約證交所之上市規則內容並無不同，「SPAC」之定義為一空殼公司，必須要在一定期間內尋得目標公司完成合併，否則需清算退還股款給股東。需特別注意的定義在Item 1601下有：「de-SPAC」被定義為企業合併，例如合併、股票交換、資產收購、重整（reorganization）或涉及SPAC和一個或多個目標公司之併購交易。對於「目標公司」（target company），則定義為已在進行營運之公司、業務或資產。藉由上述之定義，將可使法案之適用範圍更加廣泛，可包含典型之SPAC交易，例如SPAC收購一家私人公司，以及其他較不常見的交易，例如資產收購或股份交換等，以擴大投資人保護之適用範圍¹⁴⁹。

「SPAC發起人」（sponsor）被定義為主要負責組織、指導或管理SPAC業務和事務的實體和／或個人，而不以其作為SPAC董事或高級職員之身為限。對於發起人做較廣泛定義，以令實際對於

¹⁴⁸ *Id.* at 3.

¹⁴⁹ The SPAC Rule, at 532-34.



SPAC及de-SPAC有事實上影響力之實體或個人，皆受法案中SPAC發起人加強揭露之要求規範，以利資訊揭露與投資人之保護¹⁵⁰。

2.SPAC發起人

發起人通常組建並管理SPAC，包括任命SPAC之首任董事和高級職員，並在SPAC IPO前為SPAC提供初期資金。在後續階段，發起人可能會與一家或多家投資銀行合作，為SPAC的IPO做準備，並將募集資金存入信託帳戶。發起人通常會確定企業併購交易的潛在對象，與收購目標公司進行談判，並向SPAC之股東說明該交易。又發起人的報酬取決於de-SPAC交易的完成情況¹⁵¹。

新增之Item 1603(a) of S-K Regulation中要求SPAC發起人在IPO與de-SPAC時，應額外揭露SPAC的發起人、其關係企業以其利害關係人等，揭露內容包括：發起人和SPAC、SPAC之董事和高級職員、關係企業及目標公司等對於進行de-SPAC和贖回已發行證券的任何協議或安排；發起人的控制股東或實質控制人；任何與發起人存有直接、間接重大利益之人；發起人和發起人關係企業組織結構圖等；以表格揭露與發起人及其關係企業間之任何閉鎖期協議（lock-up agreement）的重要條款¹⁵²；關係企業和任何人以各種身

¹⁵⁰ The SPAC Rule, at 533.

¹⁵¹ Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections, Securities Act, Release No. 11048, Exchange Act Release No. 94546, Investment Company Release No. 34594, 87 Fed. Reg. 29,458 (proposed Mar. 30, 2022), available at <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf> (last visited: 2023.07.10)—hereinafter refers to as “the Proposed Rule,” at 29.

¹⁵² 閉鎖期協議禁止公司內部人士（包括員工、他們的朋友和家人以及大股東）在IPO後的一段時間內出售他們的股份。換句話說，股票被「鎖定」了。在公司上市之前，公司內部人士及其承銷商通常會簽訂協議，以確保這些內部人士擁有的股票不會在發行後過早進入公開市場，參見<https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/initial-public-offerings-lockup->



分向SPAC發起人提供具有報酬性質之金額以及在de-SPAC完成後向發起人、關係企業或任何人支付之具有酬金性質之報酬等。加強揭露發起人的報酬和協議內容，將有助於SPAC的潛在投資者和現有股東考慮是否贖回SPAC股份，並評估de-SPAC交易的潛在風險和優點¹⁵³。

3. 利益衝突

Item 1603(b)要求揭露發起人、其關係企業、SPAC高級職員或董事與無利害關係之證券持有人（unaffiliated security holders）之間，有無任何實際或潛在的重大利益衝突。所謂重大利益衝突包含在決定是否進行de-SPAC交易時，所存在之任何利益衝突，以及因SPAC獎勵發起人或SPAC高級職員和董事的方式，或發起人獎勵自身高級職員、董事而引起的任何利益衝突。此外，Item 1603(c)要求揭露SPAC的每位高級職員和董事對其他公司的受託義務。揭露要求將使SPAC的股東和潛在投資者，能更全面地瞭解與SPAC相關的任何實際或潛在的重大利益衝突，以及發起人及其關係企業和任何人可能因這些利益衝突而獲有利益之情形¹⁵⁴。

4. 股權稀釋

Item 1602(a)(3)&(4)、1602(b)、1602(c)及1604(a)-(c)要求在SPAC提交的註冊聲明（包含首次公開發行的文件）中以及de-SPAC交易中需揭露股權被稀釋的可能性。加強股權稀釋之揭露可以使SPAC首次公開發行的投資者和SPAC股份的後續購買者，能夠更深入瞭解在SPAC不同階段所可能發生的各種股權稀釋情形，以及

agreements，最後瀏覽日：2023年7月10日；The SPAC Rule, at 47-49.

¹⁵³ The Proposed Rule, at 30-31; The SPAC Rule, at 538.

¹⁵⁴ The Proposed Rule, at 34; The SPAC Rule, at 539.



對投資人之潛在影響¹⁵⁵。

5. 公開說明書 (Prospectus) 封面和摘要揭露

Item 1602 要求 SPAC 在 IPO 的公開說明書封面和摘要中須包含特定資訊。鑑於 SPAC 發行的獨特性及其給投資者帶來的潛在風險，法規要求發行人以更容易閱讀和理解的方式在公開說明書封面和摘要中凸顯特定資訊，以使投資人能順利理解說明書內容。這些特定資訊為：公開說明書之封面需包含註冊人姓名、所發行證券的名稱和數量以及證券的發行價格、SPAC 完成 de-SPAC 交易之期限、贖回、發起人報酬、股權稀釋，以及利益衝突。關於 de-SPAC 交易，所應揭露的訊息含 de-SPAC 交易之公平性、重大融資情形、發起人報酬、股權稀釋，以及利益衝突等內容¹⁵⁶。

摘要之內容除了上述封面之內容外，另外還要求揭露有關 de-SPAC 交易所需揭露的資訊，包含如何確定和評估潛在併購目標之過程；de-SPAC 交易是否需要股東同意；信託帳戶的重要條款；發行證券的重要條款，包括贖回權等；所發售的證券是否與發行人及其關係企業所持有的證券屬於同一類別；SPAC 預計完成 de-SPAC 交易之期限、期限得否延長，以及未延長時對發起人之效果，以及股東是否對延長完成 de-SPAC 交易之期限具有投票權或贖回權；任何額外融資計畫以及這類額外融資可能對股東產生的之影響；以表格形式揭露發起人的報酬以及這種報酬可能導致的股權重大稀釋程度；以及重大利益衝突等¹⁵⁷。

6. de-SPAC 揭露要求

為使投資者更能瞭解 de-SPAC 交易的優缺點，法案要求揭露下

¹⁵⁵ The Proposed Rule, at 37; The SPAC Rule, at 86-107, 534-39.

¹⁵⁶ The Proposed Rule, at 42; The SPAC Rule, at 86-90, 534-35.

¹⁵⁷ The Proposed Rule, at 43-44; The SPAC Rule, at 535-37.



列事項：

(1) 揭露交易的背景和原因

Item 1605 要求說明就 de-SPAC 交易所進行的任何接觸、談判或交易；任何相關融資交易的簡要說明；解釋企業併購後公司的證券持有人的權利因 de-SPAC 交易而產生的任何重大差異；以及揭露 de-SPAC 交易的會計處理和聯邦所得稅之情形等¹⁵⁸。

(2) de-SPAC 交易之公平性

Item 1606(a) 要求 SPAC 說明它是否合理地認為 de-SPAC 交易和任何相關的融資交易對 SPAC 之無利害關係證券持有人是公平的，並討論這一聲明的依據。Item 1606(b) 規定 SPAC 應詳細討論關於 de-SPAC 交易和任何相關融資交易公平性與合理性所依據的重要因素，並在可行的範圍內討論每個因素的比重。這些因素將包括：目標公司的估值；對任何財務預測的考慮；從第三方獲得的任何報告、意見或評估；以及 de-SPAC 交易和任何相關融資交易對非贖回股東的股權稀釋影響，以幫助投資者評估 de-SPAC 交易之公平性¹⁵⁹。

(3) 外部報告、意見或評價

Item 1607(a) 要求揭露 SPAC 或其發起人所參考之外部報告、意見或評估，這些報告、意見或評估將有助於證券持有人評估併購對價與公平性¹⁶⁰。

(二) 使 de-SPAC 交易與 IPO 之監管一致

SPAC 投資人會接收到 de-SPAC 交易中目標公司所揭露之資訊，這些資訊與傳統 IPO 時所要求揭露之資訊在範圍與程度上可能不同，也可能未以同樣的方式提供給投資人。此外，當私人公司透

¹⁵⁸ The Proposed Rule, at 47; The SPAC Rule, at 543-44.

¹⁵⁹ The Proposed Rule, at 53; The SPAC Rule, at 544-46.

¹⁶⁰ The Proposed Rule, at 55; The SPAC Rule, at 546-48.



過de-SPAC交易成為上市公司時，一些在傳統IPO中提供之投資者保護機制則可能不適用（例如前述之承銷商）。因此，法案之目的主要是為投資者就目標公司提供傳統IPO相類似的資訊揭露和保護規範¹⁶¹。

因此，法案中將認定de-SPAC交易實際上是目標公司的IPO，法案將修改Form S-4和Form F-4以要求SPAC就de-SPAC交易提交前述法律規範文件時，將SPAC和目標公司視為共同註冊人（co-registrant）。此一變革將使上述文件之簽署人，包括共同註冊人之CEO、CFO、控制權人、董事會成員等，依據1933年證券法Section 11規定，對IPO註冊聲明中重要事實的不實陳述，或漏未揭露為使其陳述不具誤導性，所必需的重要事實，受損害之投資人對於在註冊聲明中簽名之人及承銷商等，得提起損害賠償訴訟¹⁶²，從而激勵這些人更仔細地審查和盡職調查目標公司在註冊聲明中之相關揭露¹⁶³。

1. 私人證券訴訟改革法案之安全港

如前所述，當預測性資訊與IPO或空白支票公司之發行有關時，安全港將不被適用。過去一直有爭論SPAC合併目標公司因不符合IPO也不符合法律規範之空白支票公司定義，因此安全港規則似乎可以適用於de-SPAC交易中目標公司所提供之預測資訊，而使這些不準確之預測資訊不受到後續民事賠償之訴追，導致許多投資人在de-SPAC交易完成，目標公司借殼上市後，發現該公司有誇大不實其財務業務表現之預測情形。法案因而修改「空白支票公司」的定義，在Securities Act Rule 405與Securities Exchange Act Rule

¹⁶¹ The Proposed Rule, at 66.

¹⁶² 15 U.S. Code § 77k(a); The SPAC Rule, at 190-92, 575-78.

¹⁶³ The Proposed Rule, at 77.



12b-2將空白支票公司定義為「沒有具體業務計劃或目的的公司，或已表明其業務計劃是與未確定之一家或數家公司或其他實體或個人進行合併或收購的公司」，使私人證券訴訟改革法案之法定安全港不適用於與涉及de-SPAC交易相關的前瞻性資訊中。

2. 承銷商地位與責任

法案中指出，承銷商之定義為：「為發行任何證券而從發行人處購買，或為發行人提供或銷售，或參與或直接或間接參與任何此類承諾，或參與或直接或間接承銷任何此類承諾的任何人¹⁶⁴。」確定某人是否為承銷商並不取決於其業務性質，而是取決於該人與某一特定證券發行之關係。如果其與任何特定發行活動符合上述定義情形之一者，即應認為符合法定承銷商定義¹⁶⁵。承銷商作為證券發行中的一個環節，通過承銷商將證券從發行人手中分銷給社會大眾。作為發行人和投資大眾之間的中介，承銷商在公開市場上扮演著守門員的重要角色。作為承銷商的金融公司會藉其知名度與經驗來支持投資人所不熟悉之發行人。承銷商也藉由承銷收取報酬，因此上述1933年證券法Section 11中，承銷商也對公開說明書之不實資訊負擔民事責任。

儘管SPAC IPO和de-SPAC交易的時間可能相隔相當長的時間，但「de-SPAC交易的結果，無論結構如何，都與傳統首次公開募股的結果相同」。亦即，de-SPAC交易是「將目標公司的證券作

¹⁶⁴ 15 U.S.C. § 77b(a)(11)(“any person who has purchased from an issuer with a view to, or offers or sells for an issuer in connection with, the distribution of any security, or participates or has a direct or indirect participation in any such undertaking, or participates or has a participation in the direct or indirect underwriting of any such undertaking.”).

¹⁶⁵ The Proposed Rule, at 87.



為合併後公司的證券，分配到公眾投資者手中的機制¹⁶⁶」。因此，草案中提出Securities Act Rule 140a表明在SPAC IPO中擔任承銷商，以及促使de-SPAC交易或任何相關融資交易之人，或以其他方式參與（直接或間接）de-SPAC交易，將可能被視為在de-SPAC交易中參與存續公司之證券分銷，亦即該人將是證券法所指的承銷商¹⁶⁷。此一改變，將可驅使可能被認定為承銷商之人更加強化de-SPAC交易中資訊揭露之準確性，以避免相關之承銷商責任。草案中也指出，作為SPAC的財務顧問、協助確定潛在目標公司、談判合併條款、尋找PIPE或其他融資，並獲得與SPAC相關報酬之人，都可以構成承銷商地位。惟最終法案仍決定不增訂Rule 140a，理由為，承銷商的法律定義本身包括為發行人銷售或參與de-SPAC交易銷售相關的任何人，為了協助上述定義應用於de-SPAC交易，SEC改以提供認定法定承銷商身分的一般指導原則，而非以特定條文定義之，以維持實務上對於承銷商定義之靈活性¹⁶⁸。

3. 資訊揭露最短時限

為了給投資者和市場足夠的時間來評估de-SPAC交易，法案中要求就de-SPAC交易提交的公開說明書、委託書徵求說明和相關揭露必須至少在股東會前20日公告，以令投資人有足夠時間審閱揭露資訊¹⁶⁹。

(三) 涉及空殼公司的企業併購

除了上述變革外，法案當中還修訂了涉及空殼公司的企業併購之規定，其中包含將SPAC視為空殼公司之一種，任何與SPAC之合

¹⁶⁶ The SPAC Rule, at 97.

¹⁶⁷ The SPAC Rule, at 97-98.

¹⁶⁸ The Proposed Rule, at 98; The SPAC Rule, at 283-89.

¹⁶⁹ The Proposed Rule, at 70-71; The SPAC Rule, at 173-79.



併將需要適用這部分之新規定。法案中提到當已經上市之空殼公司與私人目標公司的公司進行業務合併時，實際上將空殼公司投資人之證券換成代表合併後營運公司之新證券¹⁷⁰。為保護空殼公司之投資人，新修訂之Securities Act Rule 145a將這類與空殼公司合併認定為「有價證券或證券權益之處分」，無論其併購之型態或結構或是否需要股東同意，將此類交易認定為《證券法》規定的「銷售」(sale)，以解決傳統IPO與空殼公司在揭露與股東權益保護方面可能存在的差異，消除潛在的監管套利機會，避免藉由與空殼公司合併之替代上市方法規避相關揭露要求¹⁷¹。

法案當中也就de-SPAC中目標公司之財務報告揭露要求做出規範，通過修改相關表格、附表和規則，使涉及空殼公司和私人目標公司在合併過程中所提出之財務報告要求與傳統首次公開募股中的財務報表報告要求更加一致¹⁷²。

(四)SPAC財務預測揭露

法案Item 1609中也要求de-SPAC中若有財務業務預測資訊之揭露，必須同時揭露預測的目的和提出預測資訊之人為SPAC或目標公司，亦須揭露預測資訊所依據之基礎與假設以及可能對此類假設所產生重大影響之任何因素。另外，所揭露之預測是否反映SPAC及目標公司董事會或管理階層截至提交相關文件之日之看法，如果不是，揭露預測資料之目的以及董事會或管理階層決定繼續依賴這些預測之原因為何¹⁷³。

¹⁷⁰ The Proposed Rule, at 101.

¹⁷¹ The Proposed Rule, at 101; The SPAC Rule, at 293-94.

¹⁷² The Proposed Rule, at 101; The SPAC Rule, at 324-28.

¹⁷³ The Proposed Rule, at 134; The SPAC Rule, at 548-49.



(五)小 結

由上述美國監管SPAC之新規定可知，法案內容已經大致回應了目前SPAC所面臨的多數問題，值得作為我國將來若有意引進SPAC時，相關法律規範之制定參考。

首先，關於監管套利的部分，美國新法案將SPAC之監管與傳統IPO儘量趨於一致，法案中認定de-SPAC交易實際上是目標公司的IPO，因此目標公司也須符合多數IPO之要求規範。我國若引進SPAC制度，在設計上也應為類似之設計，對SPAC上市前所募集到資金，應將其視為SPAC股東將其託管資金投資於「目標公司」的決定與以現金購買「目標公司股票」，而非投資於空白支票公司SPAC。將其視為目標公司之IPO，在監管上應儘量與IPO之要求一致。

再者，承上所述，既然將de-SPAC交易認定是目標公司的IPO，則根據美國對於承銷商之定義，SPAC的財務顧問、協助確定潛在目標公司、談判合併條款、尋找PIPE或其他融資，並獲得與SPAC相關報酬之人，都可能構成承銷商地位，因此對於公開說明書、委託書徵求說明或其他法規要求文件之不實，皆負承銷商之責任。因此，藉由責任之加諸，使上述人等負擔專業守門人之角色，以維護投資人權益。我國證券交易法第15條與第16條對於承銷商明確定義為「有價證券之承銷及其他經主管機關核准之相關業務」，適用上並未如美國法上對承銷商責任適用主體具有彈性。有鑑於目標公司藉由SPAC上市過程中，會有許多類似承銷商的輔導與價格發現角色之專業人士介入，我國在引進SPAC時，也應思考，對於促成de-SPAC之承銷商、法律與財務顧問或專業投資人等專業人士，應新增規範其對於揭露內容不實之責任。

最後，資訊揭露部分，如美國新法案內容，應強化利益衝突、



股權價值稀釋程度、de-SPAC交易之背景與公平性，以及財務預測之基礎與假設及影響因素等揭露，以利投資人做出正確之投資判斷。

從觀察可知，美國雖大幅度增加SPAC與de-SPAC之揭露要求，以及將de-SPAC認定為目標公司之IPO，並將協助de-SPAC之參與者納入承銷商範圍，而使SPAC受到更高程度之規範。然從上揭法案觀之，美國對於發行人股份上限、股權稀釋上限、發行人股份閉鎖期、股東會決議門檻、贖回權、PIPE投資等投資人保護措施，仍交由SPAC與股東間約定，未有強制規範。惟以下將介紹過去2年引進SPAC制度之香港與新加坡，其對於上述事項，皆以證交所上市準則加以規範，以進一步維護投資人權益。

三、新加坡與香港引進美國SPAC上市制度後之修正

(一)新加坡引進SPAC上市制度之因素

2021年9月2日，新交所對就《新交所諮詢文件》所收到的意見刊發回應並於其後發布SPAC上市制度之相關規定修訂。有關其SPAC制度的規則於2021年9月3日生效¹⁷⁴。

新加坡在引進SPAC制度前，也有反對聲浪表示，新加坡投資生態以散戶為眾，股東積極性低，散戶投資者對於SPAC的獨特特徵和風險並未完全瞭解，且相關監管資源有限，如果未能完善保護投資人權益，將有害整體資本市場¹⁷⁵，以及對於目標公司不受證券主管機關之上市審查與上市標準之限制，且市場可以進行專業人

¹⁷⁴ Singapore Exchange, SGX Introduces SPAC Listing Framework (Sept. 2, 2021), available at <https://www.sgx.com/media-centre/20210902-sgx-introduces-spac-listing-framework> (last visited: 2023.07.10).

¹⁷⁵ Singapore Exchange, Responses to Comments on Consultation Paper: Proposed Listing Framework for Special Purpose Acquisition Companies 2 (Sept. 2, 2021), available at <https://reurl.cc/EZMpvA> (last visited: 2023.07.10).



士盡職調查者有限，表示憂慮¹⁷⁶。

惟新交所在考量各方意見後，仍認為引入SPAC框架將有利於公司、投資者和新加坡資本市場。SPAC將為新交所之投資者提供更廣泛的投資產品。就散戶投資者可能不熟悉SPAC的風險和商業模式問題，新加坡將加強投資者對SPAC投資的教育，以提高新加坡散戶投資者的成熟度與理解SPAC的結構和風險之程度。新交所將與新加坡證券投資者協會（Securities Investors Association (Singapore), SIAS）合作準備全面的投資者教育計畫和教材資料。SPAC上市有其自身的複雜性，投資者目前可能認為它是一種新穎的結構，因此，須提供投資者參與此類上市所必需的之相關資訊，尤其在de-SPAC之目標公司業務內容之揭露以及股東在併購中所扮演之角色、所應採取之行動以及其相關權益，特別是這些與傳統IPO有不同情形者¹⁷⁷。

(二)香港引入SPAC上市制度之因素

香港聯合交易所有限公司（聯交所）於2021年9月17日，建議在香港推行SPAC上市機制徵詢市場意見（諮詢文件）。其目的係認為，香港交易所作為亞洲領先的全球新股市場，一直致力提升上市機制，力求在適當的投資者保障、市場質素與市場吸引力之間取得良好的平衡。若香港引入SPAC上市制度可為市場提供傳統首次公開招股以外的另一渠道，吸引更多來自大中華區、東南亞以至世界各地的公司到香港上市。諮詢總結於2021年12月17日發布，按此而建立的SPAC上市制度於2022年1月1日開始生效。

儘管疑慮，香港考量下列因素後，仍決定增訂SPAC在香港之

¹⁷⁶ *Id.* at 180.

¹⁷⁷ *Id.* at 3-4.



上市制度：首先，根據統計，截至2021年7月13日，有25家總部位於大中華區的SPAC在美國上市，首次公開發售所得款項共約42億美元（331億港元），當中20家SPAC的總部設於香港，5家的總部設於中國。此外，亦有數家總部不在這些地點的SPAC是以大中華區為業務重心。以物色大中華目標為重心的SPAC若能來港上市，可能有助確保這些目標公司選擇在香港而非美國上市¹⁷⁸。其次，香港一直定位其為主要金融中心，近年來許多亞洲國家皆透過SPAC併購交易方式在美國上市，香港研究認為，若能提供傳統IPO與SPAC上市並行的「雙軌」上市制度，將有助於亞洲公司到香港上市¹⁷⁹。最後，SPAC將使一般投資大眾有機會接觸到過去只有私募基金等專業投資人才可投資之機會，因為SPAC方式將可使過去不傾向透過傳統IPO上市之公司，有機會向市場募資。因此，SPAC為一般人提供更多投資機會，可以向投資私募基金一般，但不需支付此類基金所謂收取的高昂管理費用，並有機會可以受惠於公司之早期成長¹⁸⁰。

本文對於新加坡與香港引進新制度之理由相當贊同，政府雖有義務保護投資人交易安全，惟監管措施所要保護的是理性投資人，新加坡政府認為應透過投資人教育、政令宣導等方式，增加投資人之成熟度，而非過度保護不理性投資人。使投資人獲取足夠正確資訊，再由其判斷是否投資，才是長久之道。

此外，香港近年藉由構建多元化資本市場結構，讓公司之上市不僅限於傳統初次上市管道，而作為其吸引投資之重要戰略之

¹⁷⁸ 香港交易所，同註5，頁22。

¹⁷⁹ 香港交易所，同註5。

¹⁸⁰ 香港交易所，同註5，頁22-23。



—¹⁸¹。我國近年也大力推展創新板，惟其限制較多，一開始並無太多公司申請，因而證交所也多次放寬門檻，增加申請掛牌數量，希望能吸引更多資金和國際機構來到臺灣，為臺灣資本市場注入新動能¹⁸²。事實上，建構與時代並進，新興多元投資管道，本即可在國際上引起關注，增加資金流入之動力，在有相關監理規範下，引進不同之上市方式，應為可行。

(三)新加坡與香港SPAC上市制度設計之在地化

受限於篇幅，本文就新加坡與香港之SPAC制度設計僅以表格方式呈現，其後將以另文再深入探討新加坡與香港之SPAC制度規範與落實情形。本文在此僅係表現兩地以修改交易所上市規則方式引進SPAC，並以在地化制度設計方式，消除投資人保護之疑慮，值得我國借鏡。

美國、新加坡與香港之SPAC規範比較

	美國紐約證交所 上市規則與 SPAC法案	新加坡交易所 上市規則	香港聯交所 上市規則
發起人資格要求	<ul style="list-style-type: none"> 無特殊規定 	<ul style="list-style-type: none"> 管理團隊有誠信、在尋找、評估併購標的和完成合併交易有相關經驗和業績記錄； 在相關行業領域有 	<ul style="list-style-type: none"> SPAC須令聯交所信納所有SPAC發起人的個性、經驗及誠信能持續地適宜擔任SPAC發起人，並信納每名

¹⁸¹ 港交所上市規則18C章正式生效，科技企業上市再迎新機遇，2023年4月7日，新浪財經，<https://finance.sina.com.cn/jjxw/2023-04-07/doc-imypppaf1828993.shtml>，最後瀏覽日：2023年7月10日。

¹⁸² 簡立忠，爭取放寬創新板上市標準，2023年6月9日，工商時報，<https://ctee.com.tw/news/stocks/891611.html>，最後瀏覽日：2023年7月10日。



	美國紐約證交所 上市規則與 SPAC法案	新加坡交易所 上市規則	香港聯交所 上市規則
		技術、商業和管理 運營風險的能力 ¹⁸³	SPAC發起人具備足夠的才幹勝任其職務，經驗包含過去擔任SPAC發起人的經驗、及投資管理經驗，例如連續至少三個財政年度管理平均合共價值至少80億港元的資產；及 • 有至少1名SPAC發起人是持有證監會所發出的第6類（就機構融資提供意見）及／或第9類（提供資產管理）牌照的公司（持牌SPAC發起人） ¹⁸⁴
發起人股份	<ul style="list-style-type: none"> 證交所未有相關規定 新法案規定發起人在IPO與de-SPAC 	<ul style="list-style-type: none"> 發起人股份最高數量為SPAC IPO已發行股份總數的20%¹⁸⁵ 	<ul style="list-style-type: none"> 發起人股份最高數量為SPAC IPO已發行股份總數的20%¹⁸⁶

¹⁸³ SGX Mainboard Rule 210(11)(a); SGX Mainboard Practice Note 6.4 Requirements for Special Purpose Acquisition Companies.

¹⁸⁴ 香港交易所主板上市規則 § 18B.10。

¹⁸⁵ SGX Mainboard Rule 210(11)(f).

¹⁸⁶ 香港交易所主板上市規則 § 18B.29(1)。



	美國紐約證交所 上市規則與 SPAC法案	新加坡交易所 上市規則	香港聯交所 上市規則
	時，應揭露任何重大利益衝突事項		<ul style="list-style-type: none"> 發起人權證的發行價不得低於特殊目的收購公司股份在該特殊目的收購公司首次發售時的發行價的10%。發起人權證的條款不得比特殊目的收購公司發行或授予的其他權證的條款更有利¹⁸⁷
發起人與管理團隊最低出資要求	<ul style="list-style-type: none"> 無要求 	<ul style="list-style-type: none"> SPAC市值的2.5%至3.5%¹⁸⁸ 	<ul style="list-style-type: none"> 至少須有1名符合牌照資格要求之發起人，實質持有SPAC的發起人股份的至少10%¹⁸⁹
股份與認股權憑證	<ul style="list-style-type: none"> 得分開轉讓 	<ul style="list-style-type: none"> 得分開轉讓，惟認股權憑證在合併完成前不得行使¹⁹⁰ 	<ul style="list-style-type: none"> 得分開轉讓，認股權憑證在合併完成前不得行使¹⁹¹ 行使價比SPAC股

¹⁸⁷ 香港交易所主板上市規則 § 18B.30。

¹⁸⁸ SGX Mainboard Rule 210(11)(e).

¹⁸⁹ 香港交易所主板上市規則 § 18B.11。

¹⁹⁰ SGX Mainboard Rule 210(11)(j).

¹⁹¹ 香港交易所主板上市規則 § 18B.22。



	美國紐約證交所 上市規則與 SPAC法案	新加坡交易所 上市規則	香港聯交所 上市規則
			份在IPO時的發行 價高出至少15% ¹⁹²
量化門檻	<ul style="list-style-type: none"> • SPAC之總市值至少1億美元 • 公眾所持有之股票市值至少8,000萬美元 • 被合併業務或目標公司之公平市場價值不少於80% SPAC信託之淨資產IPO最低發行價格為每股或每單位4美元 	<ul style="list-style-type: none"> • SPAC IPO最低市值為1.5億新幣¹⁹³ • 併購標的公平市場價值須占託管資金的80%¹⁹⁴ • IPO最低發行價格為每股或每單位5新元¹⁹⁵ 	<ul style="list-style-type: none"> • SPAC IPO最低籌資額為10億港元¹⁹⁶ • 併購目標的公平市場價值須達SPAC自首次發售募集資金的80%¹⁹⁷ • IPO最低發行價格為每股10港元¹⁹⁸

¹⁹² 香港交易所主板上市規則 § 18B.22。

¹⁹³ SGX Mainboard Rule 210(11)(b).

¹⁹⁴ SGX Mainboard Rule 210(11)(m)(iii). 美國SPAC合併目標公司價值大約是SPAC IPO時之資本額之3倍到8倍，因此，SPAC之最低資本要求為1.5億新元（約新臺幣30億元），以促進完成高品質和規模的業務合併。所謂「公平市場價值」其意義與一般普遍理解之內容相同，係指在正常市場條件下在自願買方和自願賣方之基礎上，所商定的合理價格條件和公平原則。Singapore Exchange, *supra* note 59, at 6-14, 26-28.

¹⁹⁵ SGX Mainboard Rule 210(11)(d); 主板規則第241條之現有的最低發行價0.50新元規定有所不同，而類似於美國交易所要求的最低發行價。較高之最低發行價，主要是向散戶投資者發出警示，使其仔細考慮投資的相關風險。Singapore Exchange, *supra* note 59, at 6-14.

¹⁹⁶ 香港交易所主板上市規則 § 18B.08。

¹⁹⁷ 香港交易所主板上市規則 § 18B.39。

¹⁹⁸ 香港交易所主板上市規則 § 18B.07。



	美國紐約證交所 上市規則與 SPAC法案	新加坡交易所 上市規則	香港聯交所 上市規則
股權分散	<ul style="list-style-type: none"> • 股權分散標準詳見上揭紐約證交所規定 	<ul style="list-style-type: none"> • SPAC IPO時至少有 300 名公眾股東，且其持有已發行股份總數不少於 25%¹⁹⁹； • 合併交易完成後的新上市公司須共有 500 名公眾股東，以符合主板要求²⁰⁰ 	<ul style="list-style-type: none"> • 至少有 75 名專業投資者，當中至少 20 名須為機構專業投資者，而此等機構專業投資者必須持有至少 75% 的待上市證券合併交易完成後的主體至少有 100 名股東，至少 25% 的股份由公眾股東持有，且前 3 名最大公眾股東的持有的證券不得多於 50%²⁰¹
投資者資格要求	<ul style="list-style-type: none"> • 無限制 	<ul style="list-style-type: none"> • 資格無限制 	<ul style="list-style-type: none"> • SPAC 證券將僅限專業投資者買賣²⁰²； • 買賣 De-SPAC 後上市公司的股份無資格限制²⁰³

¹⁹⁹ SGX Mainboard Rule 210(11)(c).

²⁰⁰ SGX Mainboard Rule 210(11)(m)(vii).

²⁰¹ 香港交易所主板上市規則 § 18B.05。

²⁰² 香港交易所主板上市規則 § 18B.03；專業投資者包括機構專業投資者和個人專業投資者。所謂個人專業投資者，係指非機構專業投資者，其內涵為香港法例第 571D 章《證券及期貨（專業投資者）規則》下的任何個人及法團。亦即：(i) 擁有價值 800 萬港元以上的投資組合的個人；(ii) 擁有價值 4,000 萬港元以上的資產信託法團；及 (iii) 擁有價值 800 萬港元以上的投資組合或價值 4,000 萬港元以上的資產法團或合夥。

²⁰³ 香港交易所主板上市規則 § 18B.64。



	美國紐約證交所 上市規則與 SPAC法案	新加坡交易所 上市規則	香港聯交所 上市規則
資金託管	<ul style="list-style-type: none"> • 募集所得資金至少90%應存放在由獨立託管人控制的信託帳戶中，直到SPAC完成合併為止 	<ul style="list-style-type: none"> • SPAC須將至少90%之IPO資金存放於託管帳戶中，並持續至合併完成。託管帳戶應由獨立的託管機構設立和運營，該機構必須是經新加坡金融管理局許可並核准之金融機構²⁰⁴ • 託管資金允許投資之標的，僅限低風險、具安全流動性投資之標的，亦即「現金或現金等價物且評級至少為A-2（或同等級別）之短期有價證券²⁰⁵」 • 存入託管帳戶的資金、利息和收益，在合併完成前不得提取，惟例外情況包含(1)股東贖回的股份；(2)SPAC清算分配；(3)就賺取 	<ul style="list-style-type: none"> • SPAC在首次公開發售所籌集的款項總額的100%（不包括發行發起人股份及發起人權證的所得款項）全部存入於香港註冊的封閉式信託帳戶²⁰⁷ • 託管帳戶中持有的款項必須以現金及現金等價物的形式持有²⁰⁸

²⁰⁴ SGX Mainboard Rule 210(11)(i)(i).

²⁰⁵ SGX Mainboard Rule 210(11)(i)(iv).



	美國紐約證交所 上市規則與 SPAC法案	新加坡交易所 上市規則	香港聯交所 上市規則
		的利息和所得收入，可用作支付SPAC與IPO相關的管理費用，用於一般營運資金費用以及用於確定和完成業務的目的支出等 ²⁰⁶	
完成合併的期限與清算	<ul style="list-style-type: none"> • 3年 • 發起人在IPO之前擁有的股份或在與IPO相關的任何私募中購買的所有普通股，包括認股憑證，須放棄參與清算分配權利 • SPAC在合併完成前清算，IPO的承銷商必須同意放棄其對信託帳戶的任何後付承銷報酬之權利 	<ul style="list-style-type: none"> • 上市後的24個月內完成合併交易；可延長最多12個月²⁰⁹ 	<ul style="list-style-type: none"> • SPAC未能在24個月內公布SPAC併購交易，或未能在36個月內完成SPAC併購交易，延長最多不得超過6個月。超過上述期限者，SPAC必須清算。隨後聯交所會將SPAC除牌²¹⁰ • 清算後退回款項為SPAC在首次發售中籌集的資金，每股退還金額不低於SPAC

²⁰⁶ SGX Mainboard Rule 210(11)(i)(v)&(vi).

²⁰⁷ 香港交易所主板上市規則 § 18B.16。

²⁰⁸ 香港交易所主板上市規則 § 18B.18。

²⁰⁹ SGX Mainboard Rule 210(11)(m)(i).

²¹⁰ 香港交易所主板上市規則 § 18B.69、18B.70、18B.71。



	美國紐約證交所 上市規則與 SPAC法案	新加坡交易所 上市規則	香港聯交所 上市規則
			股份在SPAC IPO時的發行價的金額 ²¹¹
合併後主體的要求	<ul style="list-style-type: none"> • de-SPAC後的公司須滿足初次上市公司之標準，若要繼續維持上市地位，則須符合交易所的一般公司繼續上市要求 	<ul style="list-style-type: none"> • 同左²¹² 	<ul style="list-style-type: none"> • 同左²¹³
合併要求	<ul style="list-style-type: none"> • 合併交易需要董事會和股東會決議簡單多數決議通過； • 新法案揭露SPAC或其發起人所參考之外部報告、意見或評估 	<ul style="list-style-type: none"> • 合併交易須分別經獨立董事過半數同意，並經股東會普通決議同意²¹⁴； • SPAC必須任命獨立估價專家，對公司併購下收購的業務或資產進行估價，並將其獨立之估價報告附在股東會開會通知中 • 合併時若PIPE對SPAC進行投資時，SPAC不需要委任獨立專家對目標公司進行估價²¹⁵ 	<ul style="list-style-type: none"> • 合併交易須經SPAC股東於股東大會上決議通過²¹⁶ • de-SPAC時需聘請至少1名首次公開發售保薦人協助上市申請²¹⁷ • 強制獨立PIPE²¹⁸參與併購投資²¹⁹，且PIPE投資的條款必須經SPAC股東在股東大會上表決²²⁰

²¹¹ 香港交易所主板上市規則 § 18B.74。

²¹² SGX Mainboard Rule 210(11)(m)(vii).

²¹³ 香港交易所主板上市規則 § 18B.36。

²¹⁴ 香港交易所主板上市規則 § 18B.69-18B.73。

²¹⁵ SGX Mainboard Rule 210(11)(m)(vi); PIPE為專業投資機構，其有較專業知識可



	美國紐約證交所 上市規則與 SPAC法案	新加坡交易所 上市規則	香港聯交所 上市規則										
			<table border="1"> <thead> <tr> <th>PIPE投資 最低比例</th> <th>議定之SPAC 併購價值</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>25%</td> <td>20億港元以下</td> </tr> <tr> <td>15%</td> <td>20-50億港元</td> </tr> <tr> <td>10%</td> <td>50-70億港元</td> </tr> <tr> <td>7.5%</td> <td>70億港元以上</td> </tr> </tbody> </table>	PIPE投資 最低比例	議定之SPAC 併購價值	25%	20億港元以下	15%	20-50億港元	10%	50-70億港元	7.5%	70億港元以上
PIPE投資 最低比例	議定之SPAC 併購價值												
25%	20億港元以下												
15%	20-50億港元												
10%	50-70億港元												
7.5%	70億港元以上												
合併交易 投票限制	<ul style="list-style-type: none"> 沒有限制 	<ul style="list-style-type: none"> 創始股東、管理團隊及其關係人以極低價格所取得之發行人股份須迴避表決²²¹ 	<ul style="list-style-type: none"> 發起人及其他擁有重大權益的股東不得參與合併交易的股東大會表決²²² 										

以評估公司價值，因此，若有PIPE參與併購交易，其已充當額外的制衡機制，可以免除獨立專家估價之要求。Singapore Exchange, *supra* note 59, at 30-34.

²¹⁶ 香港交易所主板上市規則 § 18B.53。

²¹⁷ 香港交易所主板上市規則 § 18B.54。

²¹⁸ 香港交易所，特殊目的收購公司諮詢總結，2021年12月，頁1-2，[https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/September-2021-Special-Purpose-Acquisition-Co/Conclusions-\(Dec-2021\)/cp202109cc_c.pdf?la=zh-HK&hash=314E29A5A98DBFC9C8D1CEF50D95D8FBE54D6DFB9F491B368B6F0B02190ED2E6](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/September-2021-Special-Purpose-Acquisition-Co/Conclusions-(Dec-2021)/cp202109cc_c.pdf?la=zh-HK&hash=314E29A5A98DBFC9C8D1CEF50D95D8FBE54D6DFB9F491B368B6F0B02190ED2E6)，最後瀏覽日：2023年7月10日（獨立PIPE至少要有50%來自至少3名資深投資者，三者須分別是資產管理總值至少達80億港元的資產管理公司，又或基金規模至少達80億港元的基金。就此目的而言，由基金管理公司管理而資產管理總值達80億港元的基金將符合作為資深投資者的資格）。

²¹⁹ 香港交易所主板上市規則 § 18B.40、18B.41。

²²⁰ 香港交易所主板上市規則 § 18B.55。

²²¹ SGX Mainboard Rule 210(11)(m)(x).

²²² 香港交易所主板上市規則 § 18B.53。



	美國紐約證交所 上市規則與 SPAC法案	新加坡交易所 上市規則	香港聯交所 上市規則
閉鎖期	<ul style="list-style-type: none"> • 交易所並無有關 SPAC 的閉鎖期規定 • 新法案中則規定，IPO 及 de-SPAC 時應揭露與發起人及其關係企業間之任何閉鎖期協議的重要條款 	<ul style="list-style-type: none"> • SPAC 發起人（創立、最初資助或贊助建立 SPAC 的股東）、管理團隊（包括 SPAC 的執行董事和執行經理人）、控制股東及其關係人（「IPO 關鍵人」）不得轉讓或出售其在 SPAC 持有之股權，限制轉讓時間從 SPAC 上市之日起至與目標公司合併完成為止 • 企業合併完成後，IPO 關鍵人以及併購完成後公司之控股股東及其關係人、併購完成後公司之執行董事、持有合併後公司已發行股份總數 5% 或以上的股東，應暫停轉讓或處分其股份至少 6 個月²²³ 	<ul style="list-style-type: none"> • 禁止 SPAC 發起人、SPAC 董事和 SPAC 雇員以及其各自的緊密連絡人在 SPAC 合併交易完成前買賣任何 SPAC 證券²²⁴； • SPAC 發起人在 SPAC 併購交易完成日期起計 12 個月內不得出售上市文件所示中其實益擁有的任何合併後公司證券，就該等證券訂立任何協議出售有關證券，或設立任何選擇權、權利、利益或產權負擔²²⁵

²²³ SGX Mainboard Rule 210(11)(h).



	美國紐約證交所 上市規則與 SPAC法案	新加坡交易所 上市規則	香港聯交所 上市規則
贖回權	<ul style="list-style-type: none"> • 反對合併之股東仍得行使贖回權 • SPAC得以自行規定每一股東行使贖回權的最高股份數（不得低於IPO股數之10%） 	<ul style="list-style-type: none"> • 股東贖回權與表決權是相互獨立的，投下贊成合併之股東，仍得行使其贖回權²²⁶ 	<ul style="list-style-type: none"> • 股東贖回權與表決權是相互獨立的，投下贊成合併之股東，仍得行使其贖回權²²⁷ • 公眾股東可得在股東大會前，若有下列情事，選擇贖回其全部或者部分股票：SPAC發起人發生重大變動；SPAC併購交易；及SPAC併購交易公告及完成期限的延長²²⁸ • SPAC不得限制公眾股東贖回SPAC

²²⁴ 香港交易所主板上市規則 § 18B.15。

²²⁵ 香港交易所主板上市規則 § 18B.66。

²²⁶ 主因原因為(1)美國等國家既定和公認作法是，贖回權與股東表決決定脫鉤，因此無論其是否贊成合併，股東都可以行使其贖回權；(2)股東具有贖回權是投資SPAC股東之經濟利益，亦為對投資者有吸引力的基本SPAC特徵。限制贖回權可能使大部分投資者猶疑投資，將使新交所創建可行與可持續之SPAC市場目的不達；(3)增加因股東表決反對企合併導致合併失敗之可能性大增。

Singapore Exchange, *supra* note 59, at 42-47.

²²⁷ 香港交易所主板上市規則 § 18B.57。

²²⁸ 香港交易所主板上市規則 § 18B.57。



	美國紐約證交所 上市規則與 SPAC法案	新加坡交易所 上市規則	香港聯交所 上市規則
			股票的數量上限 ²²⁹
股權稀釋 ²³⁰	<ul style="list-style-type: none"> 新法案規定SPAC提交的註冊聲明（包含首次公開發行的文件）中以及de-SPAC交易中需揭露股權被稀釋的可能性 	<ul style="list-style-type: none"> 因行使認股權憑證而導致的股東權益稀釋不得超過50%（包含發起人之獎勵）²³¹ 	<ul style="list-style-type: none"> SPAC發起人獲得額外併購後公司股份（即提成股份²³²）及發起人股份總數合計占SPAC在上市之日已發行股份總數的不多於30%²³³ 所有認股憑證（包括發起人及公眾股東認股憑證）將不得超過SPAC所有已發行股份（包括

²²⁹ 香港交易所主板上市規則 § 18B.60。

²³⁰ 「稀釋」一詞在香港規範上稱為「攤薄」。

²³¹ SGX Mainboard Rule 210(11)(k).

²³² 香港聯交所所規定之提成權（earn-out right）在國際市場中是創新的舉措。該機制主要目的係在激勵發起人尋找優質併購目標並更積極地協商對公眾投資者有利的併購交易條款。所謂提成權係指de-SPAC合併後公司若能滿足一定的業績，合併後公司可以向發起人增發更多的股份作為獎勵，亦即把de-SPAC後公司績效與發起人獎勵做連結，激勵發起人尋找體質良好、有遠景之公司。為您解析新SPAC上市機制，盛德SPAC洞察系列，2022年1月5日，<https://www.sidley.com/zh-hans/insights/publications/2022/01/sidley-spac-insights-new-listing-regime-for-spacs-in-hong-kong>，最後瀏覽日：2023年7月10日。

²³³ 香港交易所主板上市規則 § 18B.29。



	美國紐約證交所 上市規則與 SPAC法案	新加坡交易所 上市規則	香港聯交所 上市規則
			SPAC 發起人股份) 的50% ²³⁴
其 他			• 董事資格：SPAC 上市時及持續於其存續期間，董事會必須有至少2人持有證監會發出的第6類與第9類牌照 ²³⁵

資料來源：本文整理

(四) 小 結

與美國相比，新加坡大致上是將美國實務上，SPAC與投資人間之約定條文化規定，原則上與美國現行實務運作相比差距不大，但其明文規範了發起人股份最高上限、發行人與管理團隊之最低持股數額、信託資金之運用方式、SPAC必須任命獨立估價專家，對公司併購下收購的業務或資產進行估價，並揭露給股東，但有PIPE對SPAC進行投資時，不需要委任獨立估價專家。此外，發行人股份部分應迴避表決，對於併購交易利害關係人有閉鎖期之限制等。

香港採取的是一較緊縮嚴謹的SPAC上市制度，香港除與新加坡有上述類似之規定外，其還新增許多限制。香港聯交所認為，香港之投資人結構以散戶居多，與美國多為機構投資人的情況不同。因此，為保護投資人之權益，避免投資人暴露於過高之風險，香港

²³⁴ 香港交易所主板上市規則 § 18B.23。

²³⁵ 香港交易所主板上市規則 § 18B.13。



SPAC投資人資格設下極嚴格之限制，且在合併完成前，SPAC之發起人與管理團隊受閉鎖期限制。此外，香港對於發起人之資格以及目標公司亦做出相當規範，包含SPAC發起人需有曾擔任SPAC發起人的經驗及高額投資管理經驗，且擁有一定執照之公司才能擔任，其相信若採取如此作法，將有助確保只讓經驗豐富、聲譽良好、致力物色優質併購目標。此外，SPAC發起人的SPAC上市。香港也要求發起人認股憑證的發行價格最低價格、股東行使認股憑證之最低價格、de-SPAC前之SPAC有價證券買賣僅限專業投資人、SPAC IPO 100%資金存入封閉式信託帳戶，營運與de-SPAC開支由發行人負擔、強制PIPE參與併購投資，且必須聘用至少一名IPO承銷商保薦人協助de-SPAC上市申請。最後，SPAC發起人有額外獲得獎勵之機會，稱為提成權，將de-SPAC後公司績效與發起人獎勵做連結，激勵發起人尋找優質之目標公司，避免利益衝突之風險實現。

惟觀察香港SPAC制度引進1年半之現況，目前僅有5家公司上市掛牌²³⁶，僅有1家SPAC正在進行收購目標公司，相較於2022年香港共有90家公司掛牌略顯冷淡，業界普遍認為主要因素為香港交易所之規範過嚴，上市與參與交易之合格投資人門檻過高²³⁷。而新加坡之SPAC現況，目前新加坡交易所掛牌之SPAC為3家²³⁸，為如前所述，新加坡2022年全年掛牌家數為15家，占比1/5，表現不差。

²³⁶ 港交所，股本證券，特殊目的收購公司，https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Securities-Prices/Equities?sc_lang=zh-HK，最後瀏覽日：2023年10月15日。

²³⁷ 香港SPAC市場「陷入僵局」業界大佬發聲提7點建議放鬆限制，2023年9月25日，HK.INVESTING.COM，<https://hk.investing.com/news/stock-market-news/article-384711>，最後瀏覽日：2023年7月10日。

²³⁸ SGX, Securities, available at <https://investors.sgx.com/securities/stocks?security=BS6> (last visited: 2023.10.15).



伍、我國引進特殊目的收購公司之可行性與法規配套

一、SPAC與我國其他新興上市制度間之差異

除前述之初次上市以及反向併購等主要上市管道外，我國主管機關與證交所近年也大力推動多層次之資本市場結構，惟這些新興上市制度是否與SPAC相同，是否可相互替代，本文以下將進行分析。

(一)多元條件上市方案

證交所於2018年提出多元條件上市方案，惟上路2年僅1家公司申請成功²³⁹，證交所在2020年對多元上市方案再次進行放寬。多元條件上市方案免除大型企業獲利能力條件，除維持實收資本額須達新臺幣6億元以上上市條件外，另區分市值達新臺幣50億元以上及新臺幣60億元以上兩類型無獲利企業可上市，營收規模則是至少要在30億元以上²⁴⁰。

由上述規範可之，多元上市方案，主要是提供給已經具備大型企業條件之公司，包含資本額、市值以及營收規模。僅豁免其獲利能力之條件。但多元上市方案中，其審查程序或其他承銷之要求，皆無任何不同，已具備大型企業條件之公司，仍須循傳統初次上市程序，並無法達成SPAC之速度優勢。且公司若要達成多元上市之門檻條件本身即需耗費大量時間，並募集大量資金符合資本額、市值以及營收規模要求，整體而言甚至會比一般初次上市之門檻更高。

²³⁹ 多元、科技、文創 上市大鬆綁，2020年10月21日，工商時報，<https://ctee.com.tw/news/stocks/354966.html>，最後瀏覽日：2023年7月10日。

²⁴⁰ 證券交易所，國內公司申請標準，<https://www.twse.com.tw/zh/listed/method/standars.html>，最後瀏覽日：2023年7月10日。

**(二) 創新板**

與創新板同期的資本市場新制為櫃買中心所設置之「戰略新板」，惟戰略新板之定位與一般興櫃相同，皆為主板前之預備市場，主要是為了後續上市櫃做準備。因此，與本文所要探討之上市制度有異，不在本文探討之範圍中，合先敘明²⁴¹。

為強化發行市場功能，鼓勵擁有關鍵核心技術及創新能力或創新經營模式之企業進入資本市場籌資，並鼓勵、支持及培植創新事業發展，帶動我國產業轉型。爰於證券交易法規範下，在現有證券集中交易市場增設臺灣創新板，鎖定擁有關鍵核心技術以及創新能力業者，採市值為核心的上市標準，協助新創業者進入資本市場籌資，扶持其快速成長，支持實體經濟發展²⁴²。

SPAC與創新板就上市之要求比較表²⁴³

	SPAC	創新板
申請上市要件	無	由主辦證券承銷商上市輔導或興櫃買賣屆滿6個月
設立年限	無	2年以上
市值及財務標準	各國有市值要求但無財務標準	有市值及充足營運資金之要求
股權分散標準	有	有
投資人資格	多數國家無，香港限合格投資人	限合格投資人

²⁴¹ 證券櫃檯買賣中心，戰略新板簡介，<https://www.entrust.com.tw/upload/entrust/edm/PSB/release.pdf>，最後瀏覽日：2023年7月10日。

²⁴² 臺灣證券交易所，申請創新板上市常見問題與說明，頁5，https://www.twse.com.tw/downloads/zh/products/tib_qa.pdf，最後瀏覽日：2023年7月10日。

²⁴³ 同前註，頁5-8。



創新板之制度設計，與目前香港所提出的SPAC上市制度計畫類似，限制投資人資格，僅限合格投資人始得對SPAC公司進行投資，且對於公司之價值認定採市值計算，頗為鼓舞人心。

惟創新板本質上與SPAC上市制度仍有本質上之差異。創新板是由新創公司自行申請上市，雖對於設立年限、獲利能力與資本額等傳統上市申請之要求已不設限制或大幅鬆綁，但其仍需經過證券承銷商上市輔導或登錄與櫃股票滿6個月，並依證券交易法第71條第1項包銷有價證券規定，全數委託證券承銷商辦理上市前公開銷售，並限定僅符合合格投資人之資格者始得參與認購。對於新創公司而言，僅是免除設立年限與獲利能力之要求，但相關上市所需經過之程序仍相當繁瑣。

相對而言，SPAC則是由空殼公司在無業務的狀況下，公開募集股份上市。SPAC公司與目標公司間的合併，主要經由2間公司之協商完成，相對而言，確定性高且較不繁瑣，目標公司之價格掌握在2家公司之間，而不透過承銷。SPAC之上市方式對於目標公司而言，其程序較簡易、耗費時間較短、交易成立之確定性較高，且公司股份價值較接近由2家公司基於專業所認定之公平價格。

此外，創新板的主要功能是讓尚未獲利之新創公司，營業內容以關鍵核心技術，及創新能力（例如物聯網、人工智慧、大數據等新技術之應用）或創新經營模式為限。藉由創新板募集資金，相對而言SPAC的應用範圍比較廣泛，使用SPAC上市之公司不見得必定有資金需求，也未限定行業或營業類別，其可能因為前述的各類上市優勢因素，而決定借SPAC殼上市。

再者，在創新板掛牌之公司，雖然亦在證交所掛牌，但其非一般上市公司，創新板上市公司仍須申請將其上市股票改列為上市公司，依證交所「審查有價證券上市作業程序」第7條之1，由上市審



議委員會審議（比照現行上櫃轉上市之審查程序）²⁴⁴。而de-SPAC後之公司實際上即為上市公司。因此，藉由創新板實際上仍是上市之準備階段，而非真正上市管道。

我國為助攻新創公司走向資本市場的「臺灣創新板」，於2021年7月開板至2022年12月底，雖有10家申請，卻僅1家完成。政府為持續打造更有利新創公司掛牌籌資的環境，金管會自2022年8月開始，陸續放寬「臺灣創新板」多項門檻，包括：承銷商輔導期間、申請時之掛牌條件、掛牌後之轉板年限、縮短承銷商保薦期間、放寬合格投資人資格，與引進證券商造市制度等6大項目²⁴⁵。其中即大幅降低對於承銷商之輔導要求以及合格投資人之資格限制，目前已有5家掛牌成功，金管會也正在規劃繼續放寬限制²⁴⁶。

由此可見，上市管道與條件在我國都不是僵化不可改變的，無論是金管會所擔憂的監管套利、資訊揭露、承銷商輔導這些問題從香港與新加坡的SPAC制度設計都可以獲得一定程度之緩解。而我國目前所有之上市制度部分如前所分析，與SPAC制度間都具有一定之差異，並無絕對可相互取代之處。

²⁴⁴ 臺灣證券交易所，同註242，頁15。

²⁴⁵ 金管會放寬門檻一趕進度拚今年「創新板」掛牌家數，2023年1月29日，ETtoday財經雲，<https://finance.ettoday.net/news/2429689#ixzz86j61dtIH>，最後瀏覽日：2023年7月10日。

²⁴⁶ 簡立忠，爭取放寬創新板上市標準，2023年6月29日，工商時報，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20230629000293-260206?chdtv>，最後瀏覽日：2023年7月10日；臺灣證券交易所，走著瞧股份有限公司Gogolook Co., Ltd.（簡稱：走著瞧-創）股票自112年7月13日開始於臺灣創新板上市買賣，2023年7月12日，<https://www.twse.com.tw/zh/about/news/news/content.html?ff808081891505d301894954ff9d00d8>，最後瀏覽日：2023年7月15日。



二、我國引進SPAC之規範配套措施

(一)迴避初次上市審查之監管套利與資訊揭露不實

1. 上市量化標準與資金託管

我國主管機關認為，美國現行的SPAC制度，該公司沒有任何實質營運業務，先掛牌籌資後，2年內完成併購標的；以臺灣現行制度，不符合上市櫃審查標準，因為沒有實質營運業務，沒有相關財務報表。香港跟新加坡在修改上市制度以前，亦有同樣的問題。然而，證券交易法第5條之「發行人」、第7條之「募集」有價證券與第8條之「發行」等，並未設有特定門檻或資格限制。上述各國也是各證券交易所藉由上市規則之修改，而使SPAC得以在各大證券交易所上市，因此，SPAC並非完全無可能在我國出現。

我國對初次上市要求必須先興櫃，以為上市做準備。惟引進SPAC即係為了加速上市流程，我國興櫃到上市平均超過900天，若要求興櫃則無法達成SPAC制度之目的，但興櫃的輔導與價格發現功能可藉由前述之承銷商聘用、獨立專家估價以及PIPE參與投資獲得。

然為避免濫行設立SPAC公司，在SPAC制度設計上，可以考慮設定發起人資格、SPAC上市募資金額以及被併購之目標公司市值。例如可以參考新加坡與香港，對於發起人之資格設下限制，僅有信譽良好之專業機構投資人得以擔任發起人。此外新加坡與香港也都有對於SPAC資本額及被併購目標之市值設限，避免規模過小與財務業務不健全之公司藉SPAC制度上市。

此外，也應對於SPAC募集資金進行信託，本文認為或不必要像香港如此嚴格要求SPAC資金100%託管，而由發起人對SPAC運行成本負責。可參考新加坡，設定90%資金為託管，並限制託管資金所能運用投資之情形，以維護投資人權益。



2. 資訊揭露不實

從前述美國關於證券詐欺之案件以及我國目前證券法規之規定可知，證券法規無法適用於SPAC之情形。例如美國實務de-SPAC是否適用證券詐欺，有法院認為SPAC之股東從未買賣過目標公司股票，對於目標公司之不實陳述並無提起證券詐欺訴訟之資格。我國證券交易法第32條關於公開說明書不實，實務上認為，如非募集、發行有價證券情形，例如補辦公開發行或申請上市櫃買賣（提撥老股承銷等），則非此處之募集。de-SPAC若無再對外公開募集之行為，則亦無此處之適用。同法第20條關於資訊不實之規定，從法條文義解釋，是發行人就其自身之財務業務資訊之內容有虛偽不實或隱匿情形之規範，對於合併目標公司之財務業務資訊之揭露不實情形，是否有適用，亦不無疑問。

因此，以美國對SPAC所修訂之新法案為鑑，將de-SPAC視為目標公司的初次上市，對de-SPAC在監管上應儘量與初次上市之要求一致。主要規範重點應在揭露之要求，包含要求de-SPAC所揭露之目標公司資訊，應與初次上市之公開說明書所要求之內容相同，且可仿照美國法案，將目標公司也納入SPAC的共同發行人範圍中，使目標公司及其在de-SPAC揭露文件上簽名之管理階層，亦對其不實內容負責。

此外，de-SPAC之揭露也應仿照美國法案規定，要求揭露de-SPAC交易之公平性、重大融資情形、發起人報酬、股權稀釋，以及利益衝突等內容。相關揭露必須至少在股東會前一定時日公告，以令投資人有足夠時間審閱揭露資訊。

根據我國證券交易法第30條第1項規定：「公司募集、發行有價證券，於申請審核時，除依公司法所規定記載事項外，應另行加具公開說明書。」de-SPAC中對於目標公司之資訊揭露，美國主要是在委託書徵求說明中。惟在我國，規範上應將de-SPAC認定為目



標公司之初次上市，應以增訂法規要求公司在進行de-SPAC時，應另行加具公開說明書，對目標公司資訊進行揭露。對於資訊不實之規範，應適用公開說明書不實或證券交易法上之證券詐欺或資訊不實。

為確保資訊之真實性，除承銷商介入外，也可要求如同我國在申請初次上市中，為確保申請公司所提供之資訊真實性，要求律師與會計師須提供相關意見。

(二)發起人利益衝突

解決利益衝突問題，最有效的方式即是揭露與迴避表決。我國在設計上應該仿照美國的法案Item 1603(a) of S-K Regulation，對發起人之獎勵報酬、發起人身分與其他利害關係等要求作完整揭露，除此之外，對於發起人報酬之上限、發起人de-SPAC後獎勵與績效連結之方式等，加強揭露發起人的報酬和協議內容，將有助於SPAC的潛在投資者和現有股東考慮是否贖回SPAC股份，並評估de-SPAC交易的潛在風險和優點。

此外，應仿效香港與新加坡，對與併購交易有關之利害關係人，限制其在股東會之表決權，使其迴避表決，由無利害關係股東對併購交易做成最後決定，以維護交易之公平性²⁴⁷。蓋為使無利

²⁴⁷ 美國近來也有許多討論就de-SPAC之交易探討SPAC之發起人對於併購交易具有控制力（發起人控制SPAC的所有方面，包括成立、合併或清算SPAC的決定、選舉董事、控制董事會等），在有利害關係之情況下，由發起人就de-SPAC交易條件與價格之整體公平性（entire fairness）負舉證責任，而不得適用商業判斷法則（business judgment rule）。In re MultiPlan Corp. S'holders Litig., 268 A.3d 784, 791 (Del. Ch. 2022); Delman v. GigAcquisitions3, LLC, 288 A.3d 692 (Del. Ch. 2023); Nicole Lynch, *Entire Fairness or Bust: The Burst of the 2020-2021 Spac Bubble*, 17 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 179, 179 (2023); Travis Corbin, *Not So Fast, Spacs: Disloyalty, Emerging Delaware Corporate Law*,



害關係股東投下贊成票，SPAC管理團隊即須提供充足之資訊，並選擇良好之目標公司以利說服無利害關係股東同意合併。

最後，為了避免利益衝突，也可以仿效香港與新加坡規定，強化閉鎖期的限制，要求SPAC發起人、SPAC董事和SPAC管理團隊等在合併交易完成前後一定期間不得轉讓任何SPAC與de-SPAC後公司證券。

(三)承銷商輔導與價格發現

由本文前述之討論可知，承銷商在初次上市過程中扮演重要之輔導與上市價格決定角色。SPAC初次上市時，承銷商能發揮之功能有限，蓋SPAC申請上市時，實際上並無業務經營，對於承銷上所能檢視之公司財務業務狀況以及輔導之功能相當有限。惟在企業併購中，並未強制公司聘用承銷商，因而在de-SPAC中，即缺少此一重要守門員工作。如同前述，SPAC與其管理團隊，實際上就扮演著承銷商的角色，協助目標公司上市，因此在規範上，我國應考慮仿效美國法案之規定，de-SPAC認定為是IPO之一種，將承銷商之定義擴張促使de-SPAC交易或任何相關融資交易之人，或以其他方式參與de-SPAC交易者，皆可能因為de-SPAC文件之內容不實負責。並仿照香港要求de-SPAC時需聘承銷商協助目標公司上市申請。

就價格發現部分，本文建議可以參考香港與新加坡規範，SPAC必須任命獨立估價專家，對公司併購下收購的業務或資產進行估價，並將其獨立之估價報告完整揭露給SPAC股東。合併時若PIPE對SPAC進行投資時，或可考慮不需要委任獨立專家對目標公

and How to Protect SPAC Management and Shareholders Alike, 4 CORPBLJ 1, 2 (2023).



司進行估價，然應完整揭露PIPE投資de-SPAC後公司之條件與價格。

(四)股權及股份價值稀釋

股權稀釋在初次上市可能未見相關爭議，惟在SPAC中為重要投資人權益侵害問題，建議我國在引入時，應設定最高之稀釋上限，並要求在SPAC初次上市前即為揭露，使投資人在事前即清楚知悉股權稀釋之情形。

(五)投資人資格

我國主管機關在引入新制度時，一般偏好較為穩健之作法，為避免各方疑慮，或可將投資人資格設定在一定之合格投資人條件上，再視情況逐步放寬。並可仿效香港，在de-SPAC前之SPAC證券交易僅限於合格投資人間，de-SPAC後之公司有價證券則可由一般投資人進行交易。惟如此之限制可能會造成和創新板設立之初乏人問津之情形，是否限制投資人資格，應再思量。

(六)其他

1. 各國有共識之SPAC投資人保護規範

其他部分是各國間對於SPAC投資人保護較有共識之部分，包含對於SPAC投資人發行股份與認股憑證、股東贖回權，以及de-SPAC期限等。

對於是否對SPAC投資人同時發行股份與認股憑證，香港在制定規範前曾有爭論，為最後仍認為，應同時發行兩者，並得分別轉讓，即使股東贖回股份仍得保有認股憑證。這是SPAC制度對於投資人有極大吸引力之處，若僅不發行認股憑證，投資人可能對SPAC興趣缺缺。因其投入資金在de-SPAC前無法獲得回報，而股



東對於目標公司之選擇控制力極有限，若無認股憑證誘因，將使SPAC制度喪失吸引力。此外，SPAC股東在de-SPAC時有贖回權，亦應為SPAC制度之基本原則，蓋如前述，de-SPAC實際上是目標公司的初次上市，SPAC股東應有權決定其是否要投資目標公司。

此外，對de-SPAC期限與清算規定，為避免SPAC覓無標的，而使公司呈現空轉，投資人資金無法活用，各國對於de-SPAC之期限規範具有共識，一般以2年為準，我國也可參考。

2. 更好的SPAC制度

美國在經歷SPAC所產生之問題後，有研究提出，一個更好的SPAC制度可能可以包含下面制度之調整：不發行認股憑證；降低發起人報酬，根據贖回後之股份總數進行調整，並將發起人報酬與合併完成後公司之表現作連結；根據未贖回的股票向承銷商支付承銷費用；合併時應引入大型PIPE投資；並且減少在合併時所支出之不明費用²⁴⁸。

就不發行認股權憑證而言，學者認為，一家真正有前景的公司無須藉由認股權證來吸引投資人，而是應該以長期投資利益來引起投資人興趣。認股權證之發行僅會誘使投機以及稀釋其他為贖回股份股東之權益而已。然而，如新加坡或香港制度所顧慮一般，未發行權證可能會使交易市場設立SPAC上市制度之目的，在一開始就使投資人對其無法產生興趣²⁴⁹。

就降低發起人報酬而言，藉由調整發起人報酬，並設計發起人報酬與合併完成後公司之表現連動，應可使發起人有更高之動機尋求更妥適之目標公司，而非僅為了合併完成後之報酬，美化目標公

²⁴⁸ Klausner et al., *supra* note 16, at 278-79.

²⁴⁹ *Id.* at 279-80.



司之情形以促成合併²⁵⁰。

承銷商收取費用應以未贖回之股份為基準，以此方式將有利於承銷商在尋找投資人時，以長期對SPAC願景有興趣之投資人為主²⁵¹。

而大型PIPE之投資，本身即是對於目標公司之價值以及長期發展做出覆核，因為PIPE有其專業知識與技能得以對目標公司進行盡職調查，且PIPE對於投資獲益之能力有極高之關注，此將有助於投資人對於目標公司價值之認定，而做出是否贖回或繼續投資之決定，並彌補相關資訊不對稱之問題。另外，藉由PIPE資金之挹注，亦有助於合併所需之資金以完成合併²⁵²。下表就本文內容作一總結，針對主管機關對SPAC之疑慮，本文研究後所建議之配套做一對照，提供我國對於SPAC制度引進可行性之參考。

我國主管機關對SPAC之疑慮以及本文建議之配套

我國主管機關之疑慮	本文建議之配套
迴避初次上市審查之監管套利與資訊揭露	<ul style="list-style-type: none"> • 發起人資格要求 • SPAC募資金額以及併購目標之公平市值要求 • 資金託管與託管資金之運用限制 • 將de-SPAC視為目標公司的初次上市 • 目標公司揭露之資訊，應與初次上市之公開說明書所要求之內容相同 • 將目標公司也納入SPAC的共同發行人範圍中，以減少證券法規適用在SPAC上之疑義，以避免資訊不實與證券詐欺

²⁵⁰ *Id.*

²⁵¹ *Id.* at 280.

²⁵² *Id.*



我國主管機關之疑慮	本文建議之配套
發起人利益衝突	<ul style="list-style-type: none"> • 發起人利害關係與報酬完整揭露 • 發起人報酬設定上限，並將發起人de-SPAC後獎勵與績效連結 • 與併購交易有關之利害關係人，迴避de-SPAC表決。 • 設定SPAC發起人董事和管理團隊等在合併交易完成前後，就SPAC證券之轉讓閉鎖期
無專業人士把關——承銷商輔導與價格發現	<ul style="list-style-type: none"> • 要求de-SPAC時需聘承銷商協助目標公司上市申請 • 擴張承銷商定義，包含促使de-SPAC交易或任何相關融資交易之人，使其對de-SPAC揭露資訊不實負責 • 承銷商收取費用應以未贖回之股份為基準 • 需聘請獨立專家對目標公司進行評價 • 要求PIPE投資為de-SPAC要件
股權及股份價值稀釋	<ul style="list-style-type: none"> • 限制最高之稀釋上限， • SPAC上市前揭露股權稀釋可能情形
投資人資格	<ul style="list-style-type: none"> • 初期或可考慮僅限一定資格之投資人才能買賣de-SPAC前之SPAC證券。
其他	<ul style="list-style-type: none"> • 發行股份與認股憑證 • 設定de-SPAC之完成期限與清算 • SPAC股東贖回權

陸、結 論

SPAC之上市制度近年在各國興起，雖美國對於SPAC之熱潮在近來資金緊縮的情況下，熱度已稍微減退，然在亞洲各國仍處於方興未艾階段，香港與新加坡近年都推出新的SPAC上市制度以吸引



各國公司在其證券交易市場掛牌。我國主管機關對於SPAC制度之引進目前採較保留看法，主要理由不外乎監管套利、利益衝突、無專業人士把關以及資訊揭露不實等問題。然而，本文比較我國借殼上市反向併購之監理與SPAC間之差異後，認為SPAC上市制度對投資人保護上並未居於劣勢。學者也認為，只要有適當之配套措施，引進SPAC制度實際上可以彌補我國資本市場吸引力不足問題，作為傳統上市以外之替代上市管道²⁵³。美國近來之法規修正，以及香港與新加坡之SPAC制度規範，也針對我國主管機關所觀察到之SPAC問題，進行進一步監管，有助於SPAC上市制度更加健全，以確保投資人權益受到保護。

從本文研究之內容整體觀之，引進SPAC若有適當法規配套，在臺灣並無不可行之處。如前所述，香港近年藉由構建多元化資本市場結構，讓公司之上市不僅限於傳統初次上市管道，而作為其吸引投資之重要戰略之一。我國近年也大力推展多元條件上市與創新板等多層次資本市場結構，證交所也多次放寬門檻，增加申請掛牌數量，希望能吸引更多資金和國際機構來到臺灣，為臺灣資本市場注入新動能。事實上，建構與時代並進，新興多元投資管道，本即可在國際上引起關注，增加資金流入之動力，在有相關監理規範下，引進不同之上市方式，應為可行。

惟我們仍須注意在建構多元資本市場結構與上市管道疊床架屋間之分際，在引進SPAC時，我們須清楚分辨引進所欲達成之目的為何。SPAC制度之目的是為了加速公司之上市與募資，藉由類似併購之方式，使公司在上市時之規模、融資與經營安排更有彈性。若一概以最嚴格標準要求，則可能無法達成引進之目的。因此，強

²⁵³ 郭大維，我國引進SPAC上市制度的幾點思考，月旦會計實務研究，57期，頁17，2022年9月。



化揭露與投資人教育將為根本解決SPAC問題之道，如前述美國與新加坡近年皆有計畫將SPAC的投資風險以及發起人利益衝突等問題，強化揭露與投資人教育，可為參考。



參考文獻

一、中 文

1. 朱德芳，論公開發行公司資本結構重組與公司治理，國立臺灣大法學論叢，37卷2期，頁81-150，2008年6月。
2. 吳光明，證券承銷詢價團購之探討，月旦法學雜誌，286期，頁104-117，2019年3月。
3. 姜堯民、戴維芯，台灣股票初次上市櫃相關研究文獻回顧，經濟論文叢刊，44輯1期，頁77-125，2016年3月。
4. 洪秀芬、黃君葆，「借殼上市」財務及法規範之研究，東海大學法學研究，16期，頁111-142，2001年12月。
5. 高于婷，借殼上市櫃監理規範之研究，國立政治大學法律研究所碩士論文，2014年10月。
6. 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161-212，2021年12月。
7. 郭大維，我國引進SPAC上市制度的幾點思考，月旦會計實務研究，57期，頁13-21，2022年9月。
8. 陳盈如，控制股東主導交易審查標準之建構——以現金逐出合併為中心，輔仁法學，62期，頁65-148，2021年12月。
9. 陳盈如，特殊目的收購公司（SPAC）之借殼上市制度研究，載：跨國法的啟蒙與薪傳：李復甸教授七秩華誕祝壽論文集，頁369-396，2022年3月。
10. 陳香吟，興櫃股票市場發行之興利及改革措施，證券暨期貨月刊，32卷9期，頁6-16，2014年9月。
11. 陳香吟、吳怡瑩，淺談初次上市（櫃）承銷制度及價格訂定，證券暨期貨月刊，36卷4期，頁21-38，2018年4月。
12. 許宜嫻，從證券承銷商之功能定位論其應盡之義務與責任，國立中正大學財經法律學系暨研究所碩士論文，2010年4月。
13. 黃朝琮，特殊目的併購公司（SPAC）之發展與規範，載：公司法論文集 II：特殊交易型態與資訊揭露，頁163-198，2022年7月。



14. 黃朝琮，SPAC架構中之投資人訴追機制，月旦會計實務研究，57期，頁30-37，2022年9月。

二、外 文

1. Booth, Richard A., *The Limited Liability Company and the Search for a Bright Line Between Corporations and Partnerships*, 32 WAKE FOREST L. REV. 79 (1997).
2. Chang, Hsiu-Hua, Chen, Anlin, Kao, Lanfeng & Wu, Chin-Shun, *IPO Price Discovery Efficiency Under Alternative Regulatory Constraints: Taiwan, Hong Kong and the U.S.*, 29 INT. REV. ECON. FINANCE 83 (2014).
3. Coates, John C., *SPAC Law and Myths*, 78 BUS. LAW. 371 (2023).
4. Corbin, Travis, *Not So Fast, Spacs: Disloyalty, Emerging Delaware Corporate Law, and How to Protect SPAC Management and Shareholders Alike*, 4 CORPBLJ 1 (2023).
5. Fagan, Frank & Levmore, Saul, *SPACs, PIPEs, and Common Investors*, 25 U. PA. J. BUS. L. 103 (2023).
6. Halbhuber, Harald, *Economic Substance in SPAC Regulation*, 40 YALE J. ON REG. BULL. 44 (2022).
7. Klausner, Michael & Ohlrogge, Michael, *Was the SPAC Crash Predictable?*, 40 YALE J. ON REG. BULL. 101 (2023).
8. Klausner, Michael, Ohlrogge, Michael & Ruan, Emily, *A Sober Look at SPACs*, 39 YALE J. ON REG. 228 (2022).
9. Li, Yawen, *“The Shell Game”: Reverse Merger Companies and the Regulatory Efforts to Curb Reverse Merger Frauds*, 15 N.Y.U. J.L. & BUS. 153 (2018).
10. Lynch, Nicole, *Entire Fairness or Bust: The Burst of the 2020-2021 Spac Bubble*, 17 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 179 (2023).
11. Park, James J., *Investor Protection in an Age of Entrepreneurship*, 12 HARV. BUS. L. REV. 107 (2022).
12. Perini, Jean-Claire, *Don't Get Burned: Why the De-SPAC Transaction Must Be*



Excluded from the PSRA's Safe Harbor Provision for Forward-Looking Statements, 67 VILL. L. REV. 411 (2022).

13. Ritter, Jay R. (1998), *Initial Public Offerings*, in HANDBOOK OF MODERN FINANCE. (Boston: Warren Gorham and Lamont Press).

14. Rose, Amanda M., *SPAC Mergers, IPOs, and the PSLRA's Safe Harbor: Unpacking Claims of Regulatory Arbitrage*, 64 WM. & MARY L. REV. 1757 (2023).

15. Shu, Pei-Gi, Yeh, Yin-Hua & Su, Yu-Hui, *Decisions of Initial Public Offering Review Committees: Causes and Consequences*, 45(3) EMERG. MARK. FINANCE TRADE 67 (2009).



A Study on the Potential Introduction of Special Purpose Acquisition Companies into Taiwan

Sherry Y. Chen^{*}

Abstract

While SPACs have become increasingly common around the world during the pandemic, Taiwan's Financial Supervisory Commission has maintained a conservative stance towards them. The main reasons for this conservatism are concerns over regulatory arbitrage, a lack of sufficient professional gatekeepers, and the potential for misleading information that could infringe on investors' rights and interests. However, these issues are not uncommon in reverse mergers, which are accepted in Taiwan.

Therefore, this article aims to compare initial public offerings (IPOs), reverse mergers, and SPACs. It also explores the similarities and differences among various company listing channels. By doing so, we can better understand whether SPACs are at a disadvantage in terms of investor protection compared to other listing channels.

^{*} Associate Professor, National Chengchi University College of Law; J.D., Washington University in St. Louis, School of Law, U.S.A.

Received: March 9, 2023; accepted: November 20, 2023



In addition, this article introduces the latest SPAC regulations enacted by the U.S. SEC, as well as the new SPAC listing rules of Singapore and Hong Kong from 2021 and 2022. These can serve as references for Taiwan when considering the enactment of SPAC-related laws and regulations in the future. With appropriate regulatory and supporting measures, SPACs could enhance the attractiveness of Taiwan's capital market.

Keywords: SPAC, Reverse Mergers, IPO, Reverse Takeover, Securities Underwriter, Information Disclosure, Sponsor, Conflict of Interest, Mergers and Acquisitions, PIPEs, Target Company