

## 強制集保條款與企業併購

劉承愚

台灣的股市自民國七十年代晚期，逐漸成為全民運動，八十年代更是蓬勃發展，為使市場交易更加活絡，並落實投資人自負風險的原則，政府在有價證券管理上，採取了較為寬鬆的立場。此舉雖使得公司上市的門檻大為降低，投資人的選擇更為多樣，但是某些不負責任的企業主印股票換鈔票的作法，也使得投資人吃足了苦頭。因此，台灣證券交易所及櫃檯買賣中心基於保護投資人的立場，在八十六年於上市、櫃的審查準則中，引進了俗稱「強制集保」的制度，要求公司上市、櫃時的董事、監察人及大股東，需將一定比例的股票強制存放於台灣證券集中保管股份有限公司，並於一定期間後始得領回，以免股票一上市，大股東即全力出脫持股，然後留下一個爛攤子給投資人。

不過，強制集保的制度事實上並沒有杜絕「上(市)前一條龍、上(市)後一條蟲」的現象，因此強制集保的規定愈改愈嚴格，現在已經出現了所謂「永久集保」條款。何謂「永久集保」？就是原來董事、監察人及大股東可以每半年領回的股票，如因該次之領回，致全體董監事集保之持股比率低於「公開發行公司董事、監察人股權成數規定」，應仍繼續予以集保。所以有一定比例的股票是永遠領不回來的。但是當這些股票持有人不再擔任董事、監察人時，是否一定可以領回呢？不行！依照台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第三條的規定，「但持有人於保管期間因身分變更，且洽得初次上市時擔任董事、監察人補足同額股數提交集中保管後，得領回同額股數之股票，不受上開之限制。」換言之，必須是「初次上市時擔任董事、監察人」者所持有的股票，才能將卸任董事、監察人的股票換出來。

前述「強制集保」或是「永久集保」的作法，是不是真的達到了抑制公司大股東投機的目的，因為沒有實證研究，我們不敢確定。但是有些新上市、櫃公司在經營面臨困難的時候，是不是會「強制集保」、「永久集保」條款卡到沒有生路？卻是另外一個值得深思的問題。我們如果仔細想一想，為什麼出現「上前一條龍、上後一條蟲」的現象？難道所有的發行公司經營者都在作假嗎？恐怕不然。事實上，公司在上市、櫃的時點，通常都是歷來業績最好的時候，而以筆者個人的觀察，許多公司的經營者，在業績及獲利一飛沖天的同時，確實發生能力不足及團隊疲於奔命的窘境。因此，原經營團隊是否有能力在公司業績大幅成果後，繼續經營這家公司，就成了很大的疑問。如果公司的經營者本身因為能力所限，無法應付上市、櫃後所帶來的新局面，公司是不是可以考慮引進新的經營層？甚至原經營者退出，將整個公司讓更有能力的經營者併購？還是只能坐以待斃，等到公

司經營不下去時就遠走異鄉？

如果股權沒有被「集保」，或是雖然有「集保」，但是新的經營者可以將原先經營者的股票替換出來，併購對於出現經營問題的公司都是可能的解決選項。但是在目前的「強制集保」及「永久集保」的制度下，經營出現瓶頸的上市新貴們，根本沒有辦法處分自己的持股，也不能以新經營者的股權來換股，如何去談經營權的轉讓？縱然有人侈談「經營權與所有權分離」，認為股份所有權不必然要更換，仍然可以換經營者，但事實上，許多有能力的經營者並不欠缺資金，他們不但要公司的經營權，更要公司的所有權，以享受自己經營的果實，這些有能力又有資本的經營者，通常沒有強烈的意願去挽救一家股份所有權無法變動的公司。

從美國股市的實務來看，許多美國小型上市公司的最終去向不是變成大型公司，而是被大公司併購，從而創造了股東最大的利益。有名的華人創業家陳五福從 1986 年開始、15 年內創立了 10 多家公司，有些公司都是剛上市就被大公司看上而被併購。其實我們可以比較一下，台灣的上市、櫃公司在完成上市、櫃三年內被併購的機會，和美國公司在完成 IPO 後三年內被併購的機會，就可以略見端倪。如果陳五福是在今日的台灣創業，是不是在第一次創業成功上市後，就受限於「強制集保」與「永久集保」的緊箍咒而被卡得動彈不得呢？我們的社會，往往對於許多防弊的制度極為熱中，但是對「防弊」與「興利」通常是無法併存的。在「強制集保」及「永久集保」的議題上，產、官、學界其實可以多想一想，到底防了多少弊？限制了多少興利的機會？