發佈：2019-03-12, 週二 11:34
點擊數：21702

我國金融監督管理委員會（下稱「金管會」）近來戮力於推動所謂「金金併政策」，已於民國（下同）107年11月28日公告修正「金融控股公司投資管理辦法」（下稱「金控投資辦法」），並於同日公告「金融控股公司或銀行投資金融控股公司、銀行、保險公司及證券商應遵行事項」（下稱「金控投資應遵行事項」），將金控公司併購相關金融機構的首次投資門檻由目標公司已發行有表決權股份總數的25%降至10%，並進一步明訂合意併購與非合意併購時須遵循的標準與程



Phoca PDF

序。上述開放政策基本上值得肯定，但具體法律制度的設計仍存在若干瑕疵，可能使金管會的美意略打折扣。因此，本文以本次金金併相關法規的修正為評析對象，探討當中若干金管會未來可再予以斟酌之處。

## 我國金融業現況與整併需求

我國金融市場向來因為業者家數開放過多，而存在過度競爭的問題。截至107年12月10日為止，我國共有金控公司16家、本國銀行37家、保險業54家及證券服務事業874家，市場競爭相當激烈。競爭固然可促使金融業者提升服務品質或降低收費費率，而有助於增進金融消費者福祉，但過度競爭也可能使金融業者只能著眼於短期獲利，無暇從事長期研發投資，進而不利長期金融發展。此外，過度競爭也可能導致金融業者盈餘減少，使金融業於市場下行時容易陷入財務問題，進而有金融系統性風險的顧慮。

適度開放金融整併因此成為解決過度競爭的主要出路。金管會主委顧立雄於106年9月上任之初即表示願意建構友善環境以鼓勵民營金融機構整併，業界亦頗有蠢蠢欲動之勢，例如107年9月即傳出南山人壽與中信金控整併的傳聞。甚至連占據我國金融市場半壁江山的公股行庫亦時有整併的風聲傳出，例如107年8月曾傳出財政部正在研擬鼓勵公股行庫併購證券業或壽險業，107年10月間亦傳出土地銀行、中國輸出入銀行與臺灣銀行三者間可能的整併組合。然而，多數案例僅止於傳聞階段，近年來成功併購的案例仍相當有限。

## 我國金融整併相關法規與金管會的角色


Phoca PDF

金融業屬於高度監管行業，其併購活動均受高度規範，尤其須得到主管機關即金管會的核准。以現行金融控股公司法第36條規定為例，金控公司及其直接或間接控制的關係企業投資金融業者應向主管機關申請核准，未經核准前原則上不得進行所申請之投資行為。由此可知金管會在金融機構整併活動中扮演舉足輕重的角色。

本次金金併修法至少在兩個面向上增加了金控公司併購的誘因。首先，舊金控投資辦法第2條第1項第8款規定，金控公司對金控公司、銀行、保險公司及證券商的首次投資至少須超過目標公司已發行有表決權股份總數或資本總額之25%，本次修正後，上開門檻由25% 降低至10%，減少了金控公司所須備置的併購資本，進而增加金控公司調度資金發動併購的彈性（惟依金控投資應遵循事項第二、(三)點規定，仍須於三年內增加持股至25%且取得實質控制力）。

其次，舊金控投資辦法雖然並未明文限制金控公司進行非合意併購，但由於之前若干非合意併購案件（例如開發金控併金鼎證券案、國票金控併三信商銀案）引發高度市場關注甚至法律爭議，因此金管會過往基於維持金融環境穩定的目的，對非合意併購事實上採取相對消極的態度。然而，非合意併購理論上對既有經營階層可發生間接監督的效果，倘若金管會一味排斥非合意併購，既有經營階層首先即無誘因維持一定水位的持股，進而造成控制股東持股偏低卻仍可維持控制權的現象；此外，由於既有經營階層無須擔心於非合意併購後被撤換，因此較無誘因極大化其經營績效，可能造成金融機構的經營不效率。本次修正後，金管會於金控投資辦法第2條第9項與金控投資應遵行事項第四點明訂金控公司申請非合意併購金融機構時須具備的條件，有條件地允許非合意併購活動，為非合意併購創造了一定的空間。

上述兩項修正為我國金融機構併購市場注入了相當的想像空間。客觀上，我國金融機構的股權結


Phoca PDF

構相對分散，以金控公司為例， 多數金控公司的既有控制股東持股僅約20 ~ 35%，部分金控公司甚至不足20%。在此背景下，併購方可先與目標金融機構洽談合意併購，倘若談判不成，併購方可於取得金管會核准後，逕自發動公開收購取得目標金融機構10%以上股份，再提案改選目標金融機構董事會，並依公開發行公司出席股東會使用委託書規則第6條第1項無限徵求委託書，如此即可能憑其收購取得的股份加上徵求取得的委託書，在改選董事會時與既有控制股東一較高下，奪下目標金融機構的控制權以進行整併。因此，本次法規修正確實有機會在我國近乎一潭死水的金融機構併購市場中掀起千層浪，這也是為何本次金金併法規修正通過後，若干金融機構均傳出大股東增持股份的消息。

## 金管會對合意併購與非合意併購的監管區別

然而，本次金金併法規修正也存在不少待商榷之處。首先是金管會對合意與非合意併購的監管區別，依新金控投資辦法第2條第9項規定，金控公司如果採取非合意併購，必須符合資本充實、經營能力佳、有國際布局發展能力及企業社會責任良好等一定條件（詳下述）；但若採取合意併購即不適用這些條件。

暫且不論區別合意與非合意併購而課予不同併購條件是否妥適，金管會首先面臨如何區別合意與非合意併購的問題。依新金控投資辦法第2條第9項規定，金管會判斷個案是否構成合意併購的認定方法，是要求併購方應出具「被投資事業董事會未反對之決議」，或是在公開收購的情形出具「與被投資事業內部人就本次公開收購股份簽有內部人應賣股份總數超過25%之相關協議或約定」。金管會似乎想像若併購方無法出具上述文件之一，就屬於非合意併購，但是這樣的認定方式存在以下問題：


Phoca PDF

首先，所謂「被投資事業董事會未反對之決議」，可能存在解釋疑義。併購實務上，通常至少要到併購方與被投資事業董事會均作成「同意」之決議時，雙方的併購合意才有一定法律拘束力。至於所謂「未反對」之決議，解釋上就有其模糊之處，例如董事會作成決議同意授權董事長與併購公司展開談判、同意併購公司進行實地查核、同意授權董事長與特定併購公司接觸洽談、乃至同意出售被投資事業而開放有意願併購者接觸洽談等，是否符合此處的「未反對」之決議？並不清楚。

其次，上開規定要求於公開收購之情形， 併購方應出具與被投資事業內部人就本次公開收購股份簽有內部人應賣股份總數超過25%之相關協議或約定，也與合意公開收購的實務不盡契合。事實上，公開收購案件是基於合意還是非合意，關鍵應在於被收購公司董事會依公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第14 條第1項第2款出具的意見是同意或是反對收購，換言之，董事會才有權代表被收購公司表示其對公開收購案之意願，特定內部人並無此代表性。況且，許多合意併購案件正是由於被投資事業的內部人所持股數有限，才選擇以公開收購為之，因此上開規定以內部人應賣股份總數認定合意公開收購可能適得其反，將若干事實上屬於合意公開收購的案例錯誤認定為非合意，進而限縮合意公開收購的空間。

本文認為，上述不足主要是因為金管會是採取「定義合意併購」的方式來界定合意與非合意併購，但金管會或許可以考慮換個思維邏輯，以「定義非合意併購」的方式來界定合意與非合意併購。具體而言，非合意併購基本上均透過公開收購進行，因此金管會首先只需要規定金控公司如以公開收購投資相關金融事業，應符合上述非合意併購的一定條件，就可以排除公開收購以外的其他合意併購案件。接著，金管會可進一步以明確的但書規定排除公開收購當中屬於合意的情形，例如增添一但書規定擬進行之公開收購案已取得被收購公司董事會同意者不在此限，以開發金控


Phoca PDF

合意公開收購中國人壽的案件為例，金管會即基於中國人壽董事會的決議判定該案為合意公開收購。如此規定，再搭配金控投資辦法第5條第1項第7款要求出具的「預定執行投資計畫具體時程」，金管會即可了解金控公司與被收購公司已達成的合意程度，而無必要強制要求合意併購的雙方公司出具一定文件。

## 金管會對「前段班」與「後段班」的監管區別

第二個值得商榷處，也是本次修正最重大的爭議，在於金管會針對非合意併購的金控公司與銀行設有「一定條件」，造成所謂前段班與後段班之分。具體而言，金控投資應遵行事項第四點所定的資本充實、經營能力佳、有國際布局發展能力及企業社會責任良好等條件，目前16家金控與37家本國銀行中僅5家金控（國泰、富邦、中信、玉山及台新）與6家銀行（上述五家金控的銀行子公司與上海商銀）全部符合。而逐一細究這些條件，又可發現當中若干不合理之處，壓縮了非合意併購的開放空間。

### 一、「經營能力佳」條件宜全盤檢討

首先，金控投資應遵行事項第四、(二)點於考慮金控公司或銀行之經營能力時，是以「最近三個年度經會計師查核之合併報表稅前資產報酬率及淨值報酬率平均數均不低於同業前三分之二水準」為標準。這個判斷方式存在以下幾個問題：

第一，金管會以稅前資產報酬率（ROA）與淨值報酬率（ROE）判斷併購方的獲利能力，值得商榷。因為各金控公司的主要營業項目不同，在計算ROA與ROE時會存在不同的優劣勢，例如以保


Phoca PDF

險業為主業的金控公司，通常持有較多資產，因此權益佔資產比例較低，導致其在ROE上較具優勢，但在ROA上即相形劣勢；反之，以證券業為主業的金控公司，相對資產比例不大，因此權益佔資產比例較高，導致其在ROA上較具優勢，但在ROE上即相形劣勢。此外，又例如保險業依我國107年施行之保險業財務報告編製準則，可適用覆蓋法處理其出售金融資產的損益，與其它金融業編列損益的方式不同，導致以保險業為主業的金控公司與非以保險業為主業的金控公司適用不同的損益計算標準，在計算ROA與ROE時不具有可比性。因此，一概以ROA與ROE的排名評價金控公司獲利能力，就可能失之偏頗。

第二，單以獲利能力排除非合意併購的可能性，與我國推動金融整併政策的目的不完全相符。金融整併的目的之一，應在於透過整併改善既有金融機構的經營體質與競爭力，因此強強聯手或強弱聯手固然值得鼓勵，弱弱聯手也非全然不值得考慮，甚至獲利能力較差的金控公司或銀行或許更有必要進行整併，倘若其能透過整併另一業務互補的後段班金融機構發揮綜效，也可一舉改善雙方的經營能力。因此，關鍵仍在於個案中具體的投資或合作計畫為何，不應僅憑獲利能力即否定整併的可能性。

第三，獲利能力的「排名」實際上並非判斷經營能力的適當標準。因為排名在後的金融機構可能只是經營能力不如前段班，但不代表其經營能力未達足夠水準，僅以排名作為判準，可能導致若干經營能力傑出（例如ROA 與ROE均達相當水準）、但排名不及其他更傑出者的金控公司或銀行被排除在外，有流於僵化之嫌。

實際上，金控投資辦法以經營能力作為非合意併購條件時，應旨在設定「最低」應具備的經營能力門檻，達到此門檻後仍須取得金管會的個案裁量核准，並不意味併購方當然獲准進行非合意併


Phoca PDF

購。基此，較適當的作法應該是以一絕對數值作為標準，凡達此數值者即可認為符合最低應具備的經營能力，例如金控投資辦法第2條第1項第5款規定申請投資之金控公司最近一期合併財務報表須無累積虧損，即較為合理，金管會應考慮以此標準為基礎，發展非合意併購時的經營能力門檻，例如由無累積虧損提高至一定盈餘狀態。

## 二、「國際布局發展能力」條件宜重新考慮其必要性

金金併應遵行事項第四、(三)點於考慮國際布局發展能力時，是以「海外營業據點的地區數與經營業務年限」作為主要判準。這個判準存在以下問題：

首先，營業據點地區數與經營年限無法適當反應一個金控公司或銀行的國際布局發展能力。國際布局發展能力應該基於該機構於特定海外地區的「經營能力」，例如業務量、業務種類、營收能力、獲利能力、當地法律遵循情形等，反觀布局地區的數量以及經營業務年限並不是重點。如果一個金融機構布局地區有限，但於該布局地區內經營績效良好，仍然可能具有國際布局發展潛力；反之，如果一個金融機構布局地區數量與年限均符合標準，但營業據點的規模甚小、甚至虧損經營，反而證明其不具有國際布局發展能力。

更重要的是，考量國際布局發展能力恐怕與整體金融整併政策的目的不盡相符。金融整併的目的固然部分是為了提升我國金融機構的國際競爭力，但亦有相當部分如前述是為了解決我國國內金融市場過度競爭的問題。不具國際布局發展能力、但經營能力傑出的金控公司或銀行投資其他金融機構進行整併，縱使提升的國際競爭力有限，仍然可能優化我國國內金融市場的競爭力，至少在設定非合意併購的最低進入門檻時不宜直接否定之。較適當的作法，或許是將上述國際布局發


Phoca PDF

展能力的考量因素作為金管會裁量是否核准時的加分項目，彈性考量之，而不是當作申請非合意併購的資格門檻。

## 三、「企業社會責任良好」條件宜適度調整

金控投資應遵行事項第四、(四)點於考慮金控公司或銀行的企業社會責任時，是以「併購方最近三個年度的公司治理評鑑均屬前35%」與「其他深耕社會責任具體事蹟」作為主要判準。這個判準也存在以下值得商榷之處：

首先，公司治理評鑑排名並不是判斷企業社會責任的適當標準。公司治理評鑑並未施行於所有金控公司與銀行，因此無公司治理評鑑結果者可能當然通過或不通過此標準，無論如何均未公平對待所有金控公司與銀行。再者，
金管會將公司治理情形設定為非合意併購條件時，應設定「最低」應具備的公司治理門檻， 而不是最優越的公司治理能力，因此較適當的作法，應如本文前述，以一絕對數值而非排名作為標準，凡達此數值者即符合最低應具備的公司治理能力，否則依此標準，若干公司治理表現合格、但不及其他上市櫃科技業者而導致公司治理評鑑排名靠後的金控公司或銀行，將被排除在外，並不合理。

其次，所謂深耕社會責任的具體事蹟，除了考慮過往具體事蹟以外，似乎也應一併考慮投資申請案中相關企業社會責任的安排。這是因為金融機構整併往往涉及若干利害關係人，包括目標金融機構員工的處置、既有存戶保戶的權利義務安排等等，此類未來規劃，亦高度攸關金融機構整併之成敗與效果，金管會或可考慮納入此處以明確之。


Phoca PDF

## 非合意併購與防禦手段的規範

金管會上述前段班與後段班之分，另外可能造成金融機構間的武器不對等，因為目標金融機構倘若屬於後段班，則其於面臨併購方非合意公開收購其股份時，將無從透過收購併購方的股份（即所謂反公開收購）進行防禦，如此一來目標金融機構的防禦手段受到限制，其可能轉而採取違法的防禦手段，反而使收購秩序更為混亂。

實務上目標公司常見的防禦手段，除了上述反公開收購之外，尚包括拉抬自身股價以提高收購成本──例如透過資產重估價、庫藏股政策、引友好企業入股（所謂白馬騎士）， 或降低收購效益──例如約定高階人員高額的離職費（所謂黃金降落傘）、出售公司主要資產、大量增加與公司經營無關的資產、發行認股權憑證約定於公司面臨收購時可大量發行股份稀釋併購方收購的股份比例（所謂毒藥丸政策），甚至採取冗長法律程序主張收購違法以阻止收購完成等等。金管會於開放非合意併購之際，恐怕需要一併考慮其他公開收購防禦手段的相關規範，以維持收購秩序。

## 結語

整體而言，金管會本次法規修正固然已有長足進步，但由於上述操作面的設計欠缺，特別是對於非合意併購條件的過度限制，造成開放非合意併購的空間仍然相當有限，因此未來金融機構整併市場預期仍將以合意併購為主， 整併案的成敗依舊繫諸目標金融機構的同意， 而在目標金融機構的經營者經營效率不佳、又不願放棄其經營權時，金融整併將難以為繼。如此一來，本次金金併法規修正鼓勵非合意併購的美意即大打折扣，殊為可惜！


Phoca PDF

發佈：2019-03-12, 週二 11:34
點擊數：21702

最後補充者為，本次金金併法規修正同時也涉及國營金控公司或銀行的問題，包括其是否可適用相關規定投資其他國營金融機構（所謂「公公併」）或民營金融機構（所謂「公民併」），以及民營金控公司或銀行可否適用相關規定投資國營金融機構（所謂「民公併」）。金管會的立場似乎認為本次修正僅處理民營金融機構間的整併（所謂「民民併」），但細究上述法規規定，並未明文排除適用於國營金融機構，況且為改善國營金融機構的經營效率，也確實存在公公併與公民併的需要，甚至不應排除民公併的可能性。金管會與財政部未來檢討我國金融整併政策之際，也應將國營金融機構一併納入考量為宜！

作者　楊岳平　為國立台灣大學法律學系助理教授



Phoca PDF