

國立臺灣大學進修推廣學院事業經營法務碩士在職學位學程

碩士論文

Professional Master's Program of Law in Business Administration

School of Professional Education and Continuing Studies

National Taiwan University

Master Thesis

樂陞公開收購案研究

—判決探討與制度調適

A Study on XPEC Tender Offer Case:

Discussions on Court Decisions and Institutional Adaptations

郭伊婷

I-Ting Kuo

指導教授：邵慶平 博士

Advisor: Ching-Ping Shao, J.S.D.

中華民國 109 年 7 月

July, 2020



國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書



樂陞公開收購案研究—判決探討與制度調適
A Study on XPEC Tender Offer Case: Discussions on Court
Decisions and Institutional Adaptations

本論文係郭伊婷君 (P07E42010) 在國立臺灣大學事業經營法務碩士在職學位學程完成之碩士學位論文，於民國 109 年 07 月 23 日承下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明。

口試委員：

邵禮平

(指導教授)

何

蔡英欣

李若生

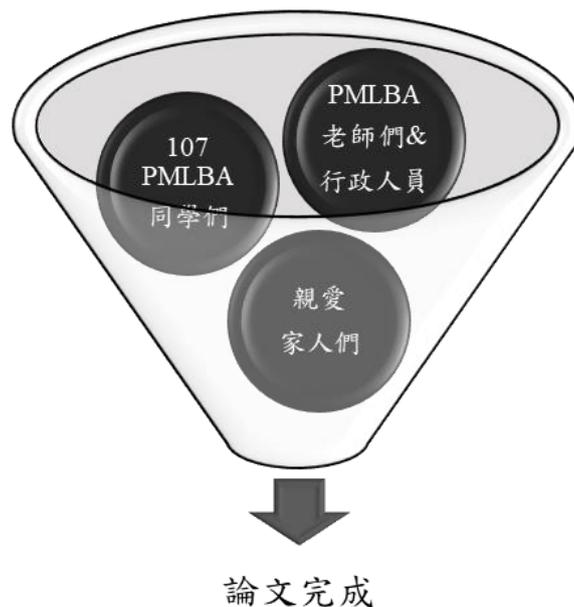
所長：

中華民國 109 年 07 月 23 日

謝辭



雖然時光已匆匆流去，但仍猶記兩年前錄取事業經營法務碩士學程時內心的悸動，以及開學時李茂生教授的勉勵，他說在這段學習的歷程中，會遇到人生的大魔王。「這一切都是真的！」在撰寫這篇論文時，我首次遇到人生中的大魔王！過程中遇到第一關卡-懶惰魔王，這邊特別感謝「卓越不凡證交研究群組」的JJ以及一凡大師，在無數個熬夜趕論文的夜晚，一同藉由尖叫趕走懶惰大魔王，以及那些年我們一起對作的股票，帶來論文的靈感。此外，今年遇到第二關卡 Covid-19 魔王，雖然因此最後學期與同儕間相互見面的次數減少很多，仍由衷感謝 PMLBA 同學在群組內相互督促與鼓勵，尤其是美麗青春熱心班代明純，特地協助安排口試事宜，也因為這些支持，我才得以完成論文的考驗。最後，就論文第三關卡應屬邵慶平教授的專業指導，猶記口試前一周被「夜召」至萬才館修正論文初稿，曾一度懷疑自己是否選錯論文題目，甚至論文研究領域；不過，因為老師不厭其煩給予論文的修正建議，以及滿滿加油鼓勵，啟發學生對證交法另一種思維，最終的論文產出，還是讓我慶幸自己堅持選擇完成對商事法的挑戰，沒有選擇跳船逃生！也在此謝謝口試委員，蔡英欣教授和洪秀芬教授，給予論文精闢的指正。當然，在此也謝謝本班專業的法學算命師健翔，感謝聆聽我一堆無厘頭的法律見解，適時把我拉回正統。感謝的人實在太多，僅以下圖致上十二萬分的感謝！



中文摘要



我國於 1988 年證交法修訂時，參酌英美併購相關之立法例，以增訂證交法第 43-1 條，正式引進公開收購制度。近年來，在我國政府積極推動企業間互相併購下，該公開收購制度逐漸為我國企業所採用。然而，2016 年 8 月百尺竿頭公司提出公開收購樂陞科技違約案對證券市場投下了震撼彈，且又涉及證券詐欺等不法行為，故造成金融市場動盪以及諸多負面影響，例如樂陞公司股價下跌達 88.57%，成為當年最大的地雷股，甚至於該公司股票因此而下市，最終受有損害的股東多達 22,000 名。隨之而來，樂陞案引起社會大眾對公開收購制度之關切，致使政府不得不重新審視法規，除收購程序之外，被收購公司之公司治理及少數股東權益等議題，政府也在短期間重新修改了公開收購法令。有鑑於樂陞案收購破局之影響，同年 11 月旋即修正證交法第 43-1 條第 2 項，該項規定要求公開收購人須提出履行支付對價之證明（即「樂陞條款」）。

本文先介紹公開收購之制度設計以及立法由來，之後，藉由探討樂陞公開收購案相關判決以及其對公開收購制度之影響，最後，檢視我國公開收購制度之調適，進而提出本文對未來公開收購制度的看法及修法建議。

關鍵字：公開收購、公開收購人、企業併購、公司治理、樂陞案

ABSTRACT



Taiwan's Securities Exchange Act was amended in 1998, Article 43-1 was added with reference to the western enterprise M&A regulations. In recent, the action of public tender offers has been gradually acceptable by the companies in Taiwan by active promote the related policies from Taiwanese government. The successful public tender offer to acquire XPEC turned out to be a securities fraud transaction on August 31, 2016. It shocked the capital markets since this kind of frauds was first seen and XPEC also concealed the fact that the controlling shareholders with control rights used operating opportunities to engage in illegal transactions and obtain improper interests, which both violated the rights of the firms and shareholders and seriously jeopardized the development of capital markets. The stock price of XPEC decreased by as much as 88.57%, which made it the largest landmine stock in 2016. The stock was even delisted from the OTC market, and affected as many as 22,000 shareholders. This event brought tender offer rules under the spotlight and drew public attention. This failed tender offer also forced the government to review not only the regulations but also the issues in relation to corporate governance and minority shareholder rights. Subsequently, the government swiftly revised the tender offer regulations. As a response to the debacle that a failed tender offer for shares of XPEC case caused, a short paragraph was inserted into the Section 2 of Article 43-1 to require the tender offeror to provide documents that it has the ability to perform payment of the tender offer consideration.

Frist of all, this article introduces the tender offer regulations, the reasons of legislation, and practice ideas. This article then discusses the influence of the XPEC case for tender offer regulations. Finally, presents the judicial review of current regulations

and scholarly views on institutional adaptations of tender offer in Taiwan's securities regulations, and then puts forward the author's personal view and suggestions.



Key words: Tender Offer, Tender Offeror, Mergers and Acquisitions, Corporate Governance, Case of XPEC Entertainment

目 錄



口試委員會審定書	
謝 辭	i
中文摘要	ii
ABSTRACT	iii
第一章 緒論	1
第一節 問題意識	1
第二節 研究方法及流程	3
第三節 研究架構	4
第二章 公開收購制度簡介	5
第一節 公開收購之意義	5
第二節 公開收購之立法原則	7
第三節 公開收購制度之特徵	11
第四節 我國公開收購規範	12
第三章 樂陞公開收購案判決探討	18
第一節 收購案事實概述	18
第二節 刑事判決分析	23
第一項 各級法院裁判	23
第一款 涉及違法私募	25
第二款 涉有非常規交易及特殊背信罪—TP 公司還原交易	27
第三款 百尺竿頭公司公開收購	29



第四款 內線交易以及炒股（或操縱股價）	31
第五款 許金龍等人以不實憑證侵占樂陞公司款項	33
第六款 涉有財報不實或美化樂陞財報	34
第七款 非法發行可轉換公司債	35
第二項 小結	36
第三節 民事判決分析	38
第一項 公開收購違約之民事賠償	38
第二項 小結	40
第四章 樂陞案發生後制度調適	42
第一節 證券交易法的修正	42
第二節 公開收購辦法及準則的修正	45
第一項 公開收購公開發行公司有價證券管理辦法	45
第二項 公開收購說明書應行記載準則	51
第三節 未來制度修正建議	53
第五章 結論	59
參考文獻	60

圖目錄

圖 1-1 研究流程圖	3
-------------------	---

表目錄

表一: 2012 年起公開收購案統計表	2
表二: 百尺竿頭公司收購樂陞公司案大事記	20

第一章 緒論



第一節 問題意識

在全球化以及經濟自由化的浪潮下，產業間競爭已無國界之分別，跨國企業間不斷思索要如何企業永續發展並提升其國際競爭力，然而面對現今如此競爭的環境，「企業併購」儼然成為企業成長永續經營的選擇之一，甚至於原本雙方彼此在市場上競爭，也有可能雙方合意併購以求在產業上居龍頭之地位。近年來，不論是在傳統產業¹、高科技產業、金融產業等均有企業併購或是企業間收購²的案例，不外乎是希望藉由企業合併³達成快速成長，並能增加核心競爭力以及取得資源合併後之綜效，例如聯發科技併購晨星科技、鴻海投資夏普、日月光及矽品合組產業控股公司等等，雖然我國企業併購有從國內整併到跨境併購案例，但仍有研究⁴指出我國併購風潮相較國際而言相形見绌，其原因於我國企業分別在「企業自身的心態」、「產業的商業模式」、「現行的法令規章」、及「國際間資金流通」上有一定程度的僵固性，以至於企業原有的創業家精

¹ 傳統產業相較於高科技產業以及金融業而言較少見企業併購之情形，有學者認為這可能與我國傳統產業普遍為中小企業型態，惟傳統產業在面對家族傳承議題，以及對岸大陸同業崛起競爭的內外壓力，似乎傳統產業更應思索如何用積極的併購策略來進行該產業轉型升級，參見資誠 (pwc) (2017)，《2017 台灣併購白皮書：併購四箭為企業引循環活水》，載於：<https://www.pwc.tw/zh/news/press-release/press-20170524.html> (最後瀏覽日:04/29/2020)。

² 所謂「收購」係指公司依企業併購法、證券交易法、金融機構合併法、公司法或金融控股公司法之規定，以取得他公司之股份、營業或財產，並以股份、現金或其他財產作為對價之行為（參照企併法第4條第4項），換言之，收購行為略可分為：**1.股權收購 (Share Acquisition)**：係指收購公司購買目標公司全部或一部的股權，且股權收購後，收購公司與目標公司各自分別具有獨立的人格，僅目標公司成為收購公司所投資的公司或子公司，由此觀之，股權收購往往是合併之先聲，申言之，倘若收購公司購買目標公司之股權達到相當成數，則可透過目標公司股東會選舉董監事來控制該目標公司之經營權，此即實務常見所謂先購後併。**2.資產收購 (Asset Acquisition)**：係指收購公司購買目標公司之全部或一部之資產，惟與前者相較，資產收購下的收購公司並不承受目標公司所有資產及負債；換言之，收購公司可以選定目標公司之特定資產，惟收購資產之程序遠較收購股權冗長繁瑣，恐造成收購公司額外負擔之交易成本，觀諸近年我國企業收購之型態，單純以資產收購模式進行公司併購之案件並不多見。參見王文字 (2018)，《公司法論》，修訂6版，頁172-173，台北：元照。

³ 企業合併係指兩個或兩個以上之公司依其約定，歸併成為單一公司之行為。而合併之後的結果通常會造成一個以上公司之消滅，該消滅公司之權利義務則由存續公司或是另組成新公司概括承受。分析公司合併的動機，略有以下之經濟誘因：1.企業達成規模經濟之目的；2.為配合企業多角化的經營模式所需；3.利用合併之後的租稅優惠措施，以用營業淨利來抵銷企業虧損；4.有助於企業形象之提升，以求永續成長。參見王文字，前揭註2，頁172。

⁴ 資誠 (pwc)，前揭註1，頁5-15；有關美國併購風潮之介紹，參見陳榮圳 (2002)，《企業併購之研究》，頁6-8，私立東吳大學法律學系研究所碩士論文。

神轉向保守、代工製造優勢不再，欠缺投資循環刺激，及法令規章未能即時隨創新的商業模式與時俱進，導致於企業在規劃未來組織發展居於劣勢，部份中小企業只能兢兢業業關注在眼前的短期企業經營上，無暇仔細思考企業中長期的策略規劃。而這些企業併購的障礙中，法令規章之僵化的影響對企業併購而言更為嚴重，此為本研究動機之一。再者，經營權取得的方式眾多，例如有現金增資、原股東交易、私募及收購等，均為市場所採行的方式，就台灣資本市場來看，較常採用的工具為私募和公開收購。最初因私募的價格具有彈性，且申請流程較為公開收購簡易，與公開收購相較，私募案較為多件，但自 2005 年銳普掏空案⁵後，私募法規雖較初期趨嚴謹，但實際上私募借殼上市炒股套利的案件卻增加不少，促使從 2010 年金管會改變對私募方式的監理措施，如要求年度有稅後純益且無累積虧損的上市櫃公司，除了為引進策略投資人的目的外，禁止其於其他情形下來辦理私募⁶。換言之，由於私募制度的申請門檻提高，近年來企業似漸轉採用公開收購之方式來取得目標公司之經營權，依公開資訊觀測站的資料統計來看，從 2012 年起至今就有 97 件。

表一： 2012 年起公開收購案統計表

2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
5 件	16 件	8 件	13 件	9 件	15 件	14 件	8 件	9 件

資料來源:公開資訊觀測站

其次，在公開收購案前，若公開收購人利用此收購消息進行買賣，則可能會因此獲取鉅額利益，損及證券市場交易之公平，雖然我國證交法早於 1988 年增訂第 157-1 條之規定，明文禁止利用此類內部消息買賣公司股票之行為，亦即禁止內線交易，但其規範仍有不少疏漏，例如缺乏內線交易的豁免規定等；惟企業併購目標公司時，往往實務上會先行收購該公司之股票，則又恐造成操縱股價之要件，又加上企業間相互併購，可能係屬合意併購，也可能是敵意併購，這都會造成對內線交易行為認定上之困難。然而，從國內涉及證券詐欺之判決分析，投資人向證券詐欺之行為人訴請賠償時，多半同時主張證交法第 20 條、第 32 條、公司法第 23 條以及民法第 184 條、第

⁵ 參見最高法院 104 年度台上字第 2503 號判決。

⁶ 參見蔡琇如 (2018)，《公開收購變革後對利害關係人權益之探討》，頁 1，國立台灣大學管理學院碩士論文。

185 條等規定作為請求權基礎，惟前述這些規範對於責任主體、構成要件、舉證責任分配及損害賠償認定等皆有差異，據此，學理上與司法實務上也對此法規範競合之現狀皆有所爭議，觀諸我國現行公開收購制度，卻似對公開收購個案涉及證券詐欺行為缺乏明文規範，這或許也造成公開收購制度之弊端之原因之一，若從提高公開收購制度的法規密度為出發，是否真能嚇阻證券犯罪之行為，亦為本研究欲關切之重點。

第二節 研究方法及流程

本論文採用文獻分析法，即以現有文獻為基礎，對本研究所探討之問題意識作一分析、檢視與歸納。本研究蒐集之文獻來源有：專書、學術研討會相關之論文集、法律或法令相關學術期刊、學術研究報告、網站資料、國內外案例等。本研究以既有之文獻資料研究成果為基礎，並期能統整產、官、學、研對於現行公開收購制度的觀點，藉由初步進行歸納與分析整理，以釐清各方之爭點和見解，進一步瞭解問題之癥結，提出相關之建議。然而，因現行公開收購制度所涉及之領域均甚廣，衍生議題眾多，誠無法於單一論文中予以雨露均沾而蓋予論及，故本文之研究重點，聚焦在以樂陞案為研究核心，亦從樂陞案後公開收購制度調適作一探討，以嘗試建構我國未來可行且合宜之規範方向。是以，本研究之研究流程如下所示：

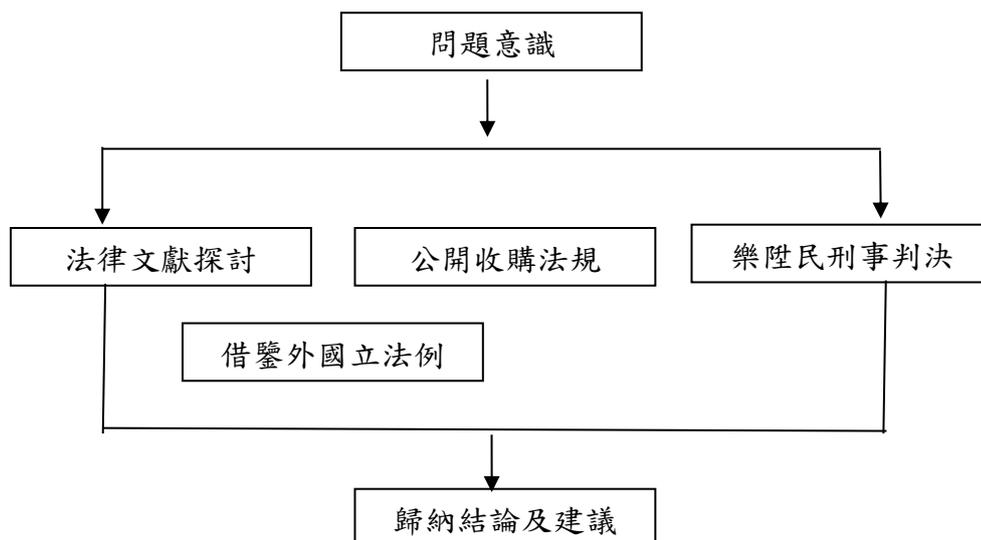


圖 1-1 研究流程圖

第三節 研究架構

本文從樂陞公開收購案為出發，並探討樂陞相關民刑事判決，以論述我國公開收購制度調適，相關章節之鋪陳，如下：



第一章 緒論，主要說明問題意識、研究方法及範圍及研究架構。

第二章 公開收購制度簡介，本章節著重在樂陞案爆發前公開收購制度之簡介，包括公開收購之規範意涵、所應遵循的原則與規則以及公開收購的特徵等，用以描繪我國公開收購制度之輪廓。

第三章 百尺竿頭公開收購樂陞公司案及相關民刑事判決分析，用以說明公開收購案中可能涉及證券詐欺之弊端的類型，以作為公開收購制度所產生之弊端省思。

第四章 樂陞案發生後制度調適，本章簡述樂陞案爆發後，有關公開收購制度之修訂，並檢視樂陞條款，以及論述公開收購制度調適，用以檢視目前我國公開收購制度是否完善，並據此提出未來修法建議，以此作為本文之結尾。

第五章 結論，綜上各章節所討論與研究，提出本研究對公開收購之弊端可採行的防阻監理制度或是法令規定之設計，希冀能提供立法政策上之參考。

第二章 公開收購制度簡介



第一節 公開收購之意義

有鑑於公開收購在企業併購策略中居有重要角色，國外各國早已發展相當完備之公開收購制度，一般認為公開收購發源於英國，且在第二次世界大戰前，英國就已出現企業間併購活動⁷，又於 1948 年公司法第 428 條第 1 項對公開收購作一定義；但當時收購形式係由收購人說服目標公司的董事會出售其所持有股份，再進一步由該董事會向其股東建議出售所持有相同股份⁸。若從文義解釋公開收購之內涵，普遍認為公開收購係指有意取得或是加強對其他公司(此即目標公司)經營權的支配，但不從集中交易市場或證券商營業處所，而是在有價證券集中市場以外之管道取得該公司之有價證券，且約定於在一定期間內取得一定數量的有價證券，以進一步取得該公司之經營權⁹。其次，現今除英美兩國外，法國、德國、新加坡、日本及中國等國家均有公開收購相關規定¹⁰，不過各國公開收購制度略有差異，例如各國對於公開收購的規範多採取英美兩國公開收購制度為範本，但其實英美兩國的公開收購卻採取不同的規範模式，學者曾研究英美兩國公開收購制度¹¹，認為英國的公開收購制度在傳統上傾向於「自律精神」(Self-Regulation)¹²，；而美國的公開收購制度相較英國而言，則較採取「法制精神」

⁷ 參見王文字(2005)，〈非合意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施為中心〉，《月旦法學雜誌》，125 期，頁 163。

⁸ 參見謝昶成(2014)，《公開收購法制與爭議問題之研究—以英美及我國法制為中心》，頁 27，國立中正大學法律學系研究所碩士論文。

⁹ 陳春山(2012)，《證券交易法論》，11 版，頁 173，台北:五南。

¹⁰ 許英一(2002)，《我國公開收購制度探討-以中華開發公開收購大華證券為例》，頁 5，私立淡江大學法律學系研究所碩士論文。

¹¹ 參見郭大維(2008)，〈我國公開制度之探討—兼論英美相關立法例〉，《臺北大學法學論叢》，65 期，頁 92，而該學者認為英美兩國制度之所以不同，其中原因為英國公開收購制度是著重平等對待原則；而美國立法例則更著重於公開原則，也就尋求公開收購人與目標公司經營者間之平衡，防止對一方產生偏頗，參見該文頁 117-120。

¹² 英國於 1968 年成立公開收購暨合併工作小組 (Panel on Takeovers and Mergers)，公開收購小組本身係為一自律機構，也非政府機構，可從其成員觀之，成員均由英格蘭銀行 (Bank of England) 所指派具有代表性，或是對於金融界有影響力的相關機構代表所組成。其次，公開收購小組所頒布「公開收購暨合併規則」(City Code on Takeover and Mergers)，也僅為自律協定性質，無法律拘束力，但因為倫敦證券交易所及相關之自律組織 (Self-Regulatory Organizations, SROs) 均要求其會員遵守此規則，故亦間接具有相當強之法律拘束力。由於在英國實施成效良好，歐盟於 2004 年 4 月通過並公布「公開收購指令」

(Legal Regulation)，至於我國於 1988 年引進外國公開收購制度，觀諸其立法理由係參酌美國證交法之規範¹³，惟當時僅以簡短的文字對其規範：「任何人單獨或與他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過百分之十之股份者，應於取得後十日內，向主管機關申報其取得股份之目的、資金來源及主管機關所規定應行申報之事項；申報事項如有變動時，並隨時補正之。不經由有價證券集中交易或證券商營業處所，對非特定人公開收購公開發行公司之有價證券者，非經主管機關核准，不得為之。前項公開收購公開發行公司有價證券管理辦法，由主管機關定之。」其餘細節規範則授權由主管機關定之（即金管會），直至 1995 年 9 月 5 日始開始訂定「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」（下簡稱「管理辦法」），且至 1996 年寶成工業股份有限公司公開收購子公司倍利產業股份有限公司時，才開啟我國公開收購的首例，不過由於原先公開收購制度過於保守且有諸多限制¹⁴，導致直至 2001 年才有第二個案例，甚至於

(Takeovers Directive)，該指令第 4 條要求各會員國應有適當之機構負責管理該會員國內之公開收購行為，據此，公開收購小組所頒布之公開收購規則已具有法源依據，參見郭大維，前揭註 11，頁 92；曾宛如（1999），〈英國公開收購制度之架構〉，《萬國法律》，105 期，頁 41-42；詹蕙嘉（2009），《論外資收購中國上市公司法制——以要約收購、協議收購為中心》，頁 205，國立交通大學科技法律研究所碩士論文。

¹³ 參見證交法第 43-1 條的立法理由：「美國證券交易法第十三條第四項之規定，任何人單獨或與他人共同取得某一證券超過發行股數百分之五者，應於取得後十日內向證券交易所、發行公司、證管會等提出說明書，說明其資金、取得證券之目的、取得人之背景等資料，用使主管機關及投資人能了解公司股權大量變動之來由及其趨向，亦是『完全公開』原則之發揮。」；又當時證券管理委員會也進一步說明增訂證交法第 43-1 條的理由有：「英、美、日、韓等諸國於其證券交易制度皆有公開出價收購制度之規定，其規定之旨，在使對公開出價收購涉及公開發行公司經營權之有價證券有所管理，以保障投資大眾（除上市股票、公司債外，並無強制在集中交易市場買賣），及對擬參與或控制他公司經營權之個人或公司，得不經由集中交易市場或證券商營業處所，直接以廣告、書函、廣播等方式，向不特定多數人公開出價買入該他公司之股票。以免為參與或控制他公司之經營者，於集中交易市場或證券商營業處所大量買入該等有價證券，致影響市場行情或其他對發行公司或投資人不利之行為」。參見中華民國證券市場發展基金會（1988），〈證券交易法新舊條文對照說明〉，頁 10。

¹⁴ 我國於 1988 年修正增訂證交法第 43-1 條第 2 項，其係我國公開收購制度的法源依據，然至 1995 年才發布其相關實施辦法，如「公開收購管理辦法」以及「公開收購說明書應行記載事項要點」等，觀諸當時相關措施規範，例如依 2002 年 8 月 12 日前的公開收購管理辦法第 7 條的規定，倘若公開收購的預定收購數量未達被收購有價證券的公開發行公司已發行股份總額 10% 及一億股以上者，證期局對該公開收購案件得不予核准，換言之，早期公開收購制度門檻較高而限制條件也較多，而至 2002 年 2 月才進一步地大幅修正，修正要點有：1. 改行申報制，希冀可提高公開收購的效率，也能顧及收購案事前保密的要求，若涉及須經其它行政機關核准或申報者，可經協調後採同時送件而分別審查；2. 參考英國立法制，採納強制公開收購的規定；3. 加強維護應賣人的權利，如增訂公開收購人應以同一收購條件為收購，或公開收購期間不得以其它方式購買同種有價證券等；4. 增訂公開收購人未於收購期間完成預定收購數量即公開收購條件未成就，或是經主管機關核准停止公開收購，除非有正當理由且須主管機關核准者外，一年之內不得就同一家被收購公司再次進行收購，參見郭玉芬（1995），〈我國公開收購制度及歷次修正重點簡介〉，《證券暨期貨月刊》，23 卷 7 期，頁 13-14。

在 2001 年到 2003 年間僅有四個公開收購案例¹⁵。

隨著國際經濟好轉，企業為求永續發展與競爭力的提升，加速了企業間併購的風潮，政府也隨之配合以進行政策鬆綁，故於 2002 年修正證交法時，修訂證交法第 43-1 條，並增訂第 43-2 至 43-5 條的規定，即全盤翻修公開收購制度，大幅鬆綁對公開收購制度之限制，例如為符合外國立法之趨勢，將公開收購制度由核准制改為申報制，並放寬收購數量限制，亦即將收購數量不致於影響公司經營權變動者予以豁免。但為避免大量收購有價證券導致於影響個股市場的價格，此時增訂納入強制公開收購的規定（參照證交法第 43-1 條第 3 項），是以自 2005 年起公開收購案例便有大幅成長¹⁶。換言之，隨著企業逐漸採用公開收購制度達成併購目的的同時，立法者對其相關法令和管理辦法也不斷修正，亦可見立法者或主管機關急迫改善企業併購之相關法制規範，然而相較英美國家，我國現階段公開收購仍處於發展階段，且多半為「溫和」的合意併購，真正破局收場的案例並不多見，但也因此較缺乏實驗空間，因此倘若遇到披著公開收購之外貌而行證券詐欺之實，現行公開收購制度是否足以面對或調適，此不無疑問。

第二節 公開收購之立法原則

就公開收購相關文獻論述，公開收購制度之立法原則，有：

一、公開原則（Philosophy of full disclosure）

公開收購既名之為「公開」，意即其首要遵循係是公開原則，且資訊公開也為各國證券法規的基本要求或立法原則。緣因資訊公開的要求可使得企業透過完善內部組織運作以設計對外溝通機制，以使利害關係人得以充分信賴和明瞭企業所呈現之透明度

¹⁵ 四個案例分別是 2001 年 4 月中華開發工業銀行股份有限公司採行公開收購大華證券股份有限公司部分普通股、2003 年 3 月致達資訊科技有限公司收購台灣慧智股份有限公司約 20% 之普通股、同年 10 月遠東集團四個子公司收購遠傳電信約 15% 之普通股，以及美商子公司英特維數位科技股份有限公司收購友力資訊股份有限公司 42.5% 美商子公司英特維數位科技股份有限公司之普通股，該期間失敗的案例則有 2001 年 12 月台新國際商業銀行股份有限公司公開收購大安商業銀行股份有限公司普通股乙案，參見郭玉芬，前揭註 14，頁 13-14。

¹⁶ 參見戴泰元（2007），〈台灣公開收購發展軌跡及未來趨勢〉，《勤業眾信通訊》，頁 16。

或資訊，此係為公司治理的重要環節¹⁷。至於為何需要將其收購過程作一公開？有論者提出兩種面向去思考，一為從公開收購所支付之對價種類而言，因公開收購所使用何種對價種類則直接影響著被收購股東之權益，例如若當收購人使用現金以外的支付對價時，該目標公司之有價證券的實際價值，就不是其少數股東能輕易判斷的，故為保護其少數股東之權益，應有法規規範之必要。另外，部分收購案基於收購成本之考量，可能採取的是所謂「二階段收購策略」，而該策略對目標公司之股東或是該收購案之應賣人而言，所承受投資壓力較大，此因為公開收購人會事先宣布，若第一階段公開收購能成功並獲得控制權的話，收購人將進行第二階段之收購行為，但第二階段收購價格往往較低，而且可能會以所謂的垃圾債券（Junk Bond）用作支付對價。申言之，應賣人認為被收購公司實際價值高於收購要約價格的話，會採取惜售態度也就不願意讓售。但是若第一階段公開收購成功的話，應賣人所惜售而持有之股票將於第二階段收購以最低價格賣出，這也是為何要對公開收購人要求其須將公開收購相關資訊揭露義務的原因¹⁸。

然而，所謂「收購」係指公司依法取得他公司之股份、營業及資產，並以股份、現金或其他財產作為償付對價的行為，若以取得股份方式為例，實務通常可分為公開收購、參與現增或私募、或是雙方換股交易以及向原股東購買等方式。但無論採用何種收購方式，目標公司之股東或目標公司在取得收購相關資訊上皆處於弱勢地位，導致於目標公司之股東是否要接受收購之要約，全仰賴於公開收購人所提供之資訊¹⁹。職是之故，各國政府為保護目標公司或其股東，均強調應對公開收購相關重要資訊充分揭露。此外，就公開收購之結果而言，將對未來可能成為該公司股東的投資人相當重要，

¹⁷ 例如為強化資訊揭露制度，我國已於證券交易法第 36 條規定，公開發行公司除應定期揭露財務報告、股東會年報外，如發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項時，應於事實發生之日起 2 日內辦理公告申報。此外，臺灣證券交易所股份有限公司（以下簡稱證交所）及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱櫃買中心）亦訂有「對有價證券上市（櫃）公司重大訊息之查證暨公開處理程序」及「對有價證券上市（櫃）公司資訊申報作業辦法」等，更進一步要求上市（櫃）公司應充分且即時公開其財務業務資訊，參見陳香吟、呂盈錄（2017），〈淺談近期強化資訊揭露之新規範〉，《證券暨期貨月刊》，35 卷 9 期，頁 5。

¹⁸ 林仁光（1999），〈公司合併與收購之法律規範〉，《萬國法律》，105 期，頁 33-34。

¹⁹ 例如德國「有價證券取得及公開收購法」第 3 條第 2 項規定：「目標公司證券持有人必須有充足的時間和充分的資訊，以便能對收購要約作出明智決定」，該條文之體現於收購法第 10 條至第 12 條（公開收購決定之公告、公開收購文件之內容、公開收購文件不完整或不正確之過失責任）、第 16 條（公開收購期間、股東會之召開）、第 21 條（公開收購條件之變更）、第 27 條（目標公司董事會與監察會的意見）、第 28 條（廣告）、第 32 條（部份股份收購要約之禁止）等等，參見洪秀芬（2018），〈德國公開收購制度之探討—以台德法制對目標證券持有人權益之保障為主〉，《財金法學研究》，1 卷 2 期，頁 234-235。

故也應將公開收購的結果予以公開，以作為未來投資之參考依據。最後，除了上述揭露之義務外，各國法令多也同時制定反詐欺條款，以確保這些公開資訊不會虛偽不實²⁰。



二、股東平等原則

所謂「平等原則」係指相同之事件應為相同之處理，不同之事件則應為不同之處理，除有合理正當之事由外，否則不得為差別待遇，而此原則在各國都被視為基本性法律原則²¹。申言之，在公開收購流程中，公開收購人應對目標公司之全體股東權利義務之行使皆平等對待。而該原則主要展現在兩方面，一為目標公司股東有平等參與公開收購之權利²²，職是之故，各國所訂公開收購制度均要求公開收購必須對目標公司全體有價證券持有人為之，並按其所持有股數比例收購；換言之，此即公開收購人應向目標公司同種類證券全體持有人發出收購要約，不得僅向特定人為之，有學者認為此可從公開收購人對目標公司股東之前置忠實義務、先契約一般義務或侵權法原則導出²³。此外，假使應賣數量超過公開收購人預定收購數量時，公開收購人須應依同一比例向所有應賣人收購，而不得依其應賣時間順序而有不同。二為公開收購之條件必須完全相同，換言之，公開收購人提供給目標公司股東之公開收購條件均應相同，禁止給予特定股東較優厚的收購條件，例如公開收購人於收購期間提高收購價格的話，所有目標公司之股東均應適用該變動後新的收購價格，即便該股東已先應賣，此即所謂符合最高價格原則（Best Price Rule）²⁴。據此，部分國家為避免目標公司股東之利益受損而造成的不平等待遇，故嚴格禁止公開收購人於公開收購期間，以公開收購以外之方

²⁰ 參見郭大維，前揭註 11，頁 95。

²¹ 有關平等原則的概念可參見釋字第 666 號理由書：「憲法第七條所揭示之平等原則非指絕對、機械之形式上平等，而係保障人民在法律上地位之實質平等，要求本質上相同之事物應為相同之處理，不得恣意為無正當理由之差別待遇。」

²² 例如德國「有價證券取得及公開收購法」第 3 條第 1 項規定：「屬於同一類別的目標公司證券持有人應被平等對待」，但須留意的是，此原則同時適用於公開收購人與目標公司董事會，是以對公開收購人而言，應給予目標公司證券持有人相同的收購條件，如收購法第 19 條（比例收購）、第 31 條（表決權之同等對待）以及第 32 條（特定部份股份收購之禁止）；而對目標公司董事會而言，係要求其在公開收購期間應提供相同的資訊且不會因股東身分不同而有不同對待，參見洪秀芬，前揭註 19，頁 234。

²³ 參見洪秀芬，前揭註 19，頁 234。

²⁴ 參見羅詩蘋（2011），《公開收購法律規範之比較研究-兼論英美公開收購制度》，頁 21，私立東吳大學法律學系研究所碩士論文。

式來購買目標公司同種類的有價證券²⁵。其次，為避免公開收購人以高價向特定公司大股東收購其持有的有價證券，部分國家基於此股東平等原則，將設計採行強制公開收購制度，換言之，公開收購制度著重「控制權溢價」能分享給所有股東，且即便為目標公司的小股東，亦能有以公平價格退出目標公司的機會²⁶。

三、免於壓迫原則

如前所述，公開收購人因其可藉由公開收購條件之擬定，使其獨佔於優勢之地位，以收購實務上而言，通常公開收購人為避免收購案破局，或是怕引起其他公司參與經營權之爭奪，公開收購人會設計限定目標公司之股東必須於極短期間內決定是否應賣；申言之，如何確保目標公司股東有足夠充分的時間去決定是否應賣就格外重要，亦即不受公開收購人或目標公司的不當壓力²⁷。職是之故，各國均對公開收購之期間要求有最低期限之限制，當然，若從另外層面來看，此等待收購時間的規定，也同時給予其他潛在收購人足夠時間評估是否提出競爭公開收購²⁸。

此外，由於公開收購人為求掌控收購之成本估列，通常會僅預定取得一定之數量的目標公司之有價證券，倘若超出預定之數量，公開收購人將不予以收購之，故目標公司之股東便有「先到先服務」之壓力存在²⁹。然而，為求避免此情事之發生，並促使原先不具有資訊上優勢之小股東可參與公開收購，換言之，若能透過按比例原則之收購，除了可確保股東之平等外，亦可免於受到此一壓迫³⁰。最後，公開收購過程中也可能會有其他競爭者同時提出收購，不過在實際操作上，後者的競爭者通常會提出更為優渥的收購條件。據此，倘若不允許應賣人撤回原所為的應賣意思表示，勢必將損及其所獲得之利益³¹，故若公開收購制度同時能賦予應賣人隨時撤銷其應賣意思表示的權利，應能有效減輕應賣人作成決定之壓力，此係符合或是體現免於壓迫原則。

²⁵ 參見賈育全（2018），〈從樂陞案探討我國公開收購及獨立董事法制之適用問題〉，頁 46，私立中國文化大學法律學系研究所碩士論文。

²⁶ 參見羅詩蘋，前揭註 24，頁 21。

²⁷ 參見郭大維，前揭註 11，頁 97。

²⁸ 參見賈育全，前揭註 25，頁 47。

²⁹ 參見郭大維，前揭註 11，頁 97。

³⁰ 參見黃朝琮（2016），〈合意公開收購股份前之資訊取得與揭露〉，《法令月刊》，67 卷 11 期，頁 337。

³¹ 參見賈育全，前揭註 25，頁 47。

第三節 公開收購制度之特徵



就目前有關公開收購相關文獻探討，約可分述下列公開收購之特徵：

- 一、有關公開收購的要約須公開，而所謂公開之意，具有兩層含意，一為該收購要約係以公開方式進行，例如透過在報紙刊登收購要約；二為該收購要約的內容須對持有目標公司有價證券的股東公開，申言之，須使所有股東均有接受要約的機會，這點與一般私下協商交易有所區別³²。
- 二、公開收購的收購標的係為目標公司已發行的具有表決權之股票或是具有股權性質的有價證券，申言之，藉由公開收購以達成取得目標公司的實質經營權為其主要目標³³，是以這樣收購方式所取得的股權數量一般而言都相當龐大，也就易影響該公司之股價，換言之，公開收購所訂之收購價格普遍高於當時市價³⁴，以吸引目標公司的股東參與該公開收購之應賣。
- 三、公開收購通常會訂有預定收購量的上下限額度，此因公開收購的目的是為了取得目標公司之經營權，換言之，若當應賣股數額不足而無法達到公開收購人取得該公司之經營權，則該公開收購之應賣股數則毫無意義可言，故公開收購之要約會訂有收購量之下限；另一方面，公開收購人基於其時間和成本考量，也同時於該要約訂有公開收購數量的上限，即一旦超過此上限，公開收購人得以不予收購³⁵。
- 四、公開收購的交易地點應在集中交易市場以外，以公告方式向目標公司股東要約收購其所持有之有價證券。再者，其公開收購的對象也應為非特定人，換言之，若收購行為是針對特定當事人來進行收購的話，則不能視為公開收購之行為³⁶。又

³² 參見吳光明（2019），《證券交易法論》，增訂14版，頁70，台北：三民。

³³ 參見羅詩蘋，前揭註24，頁10。

³⁴ 參見林國全（1996），〈認識證券交易法(四)-公開收購股權之資訊公開〉，《月旦法學雜誌》，19期，頁75。

³⁵ 林國全，前揭註34，頁76。

³⁶ 林仁光，前揭註18，頁35。

因其公開收購的數量足以衝擊目標公司之股價，而間接影響證券市場安定，恐造成市場投資人的損失，故就一般而言，公開收購都規範於集中交易市場外進行，且由在集中交易市場外接受該收購要約的投資人自行承擔該應賣行為所生風險。

五、公開收購的收購期間應有法令規範之明確的期間限制，緣因公開收購並非有價證券交易的常態模式，故不宜公開收購期間過久以造成對市場交易的影響，然而也不宜過短而讓目標公司之股東無法詳細評斷而倉卒作出投資決定，是以普遍來說，各國公開收購制度均訂有明確的公開收購期間³⁷。

第四節 我國公開收購規範

按證交法第 43-1 條第 2 項及第 3 項規定，我國公開收購的種類可分為下列三種：

一、一般公開收購

依證交法第 43-1 第 2 項及管理辦法第 2 條第 1 項規定，一般公開收購係指不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人為公開收購公開發行公司之有價證券者，且依法向主管機關申報並公告特定事項後，始得為之的收購行為。換言之，公開收購人於公告並向金管會申報後即可開始進行公開收購，雖金管會對公開收購申請書件無准駁之問題，但仍就該申請書件是否齊全、資訊揭露是否完整進行瞭解，是以若發現公開收購人有資訊揭露不足情事，金管會即請該收購人修正內容並公告。

二、簡易公開收購

按證交法第 43-1 條第 2 項之規定，在下列情況時，公開收購人得免辦理公開收購申報及公告，換言之，可以用較為簡便的方式來進行公開收購程序：

³⁷ 林國全，前揭註 34，頁 76。

- 
- (一) 公開收購人預定公開收購數量，加計公開收購人與其關係人已取得公開發行公司有價證券總數，未超過該公開發行公司已發行有表決權股份總數 5%；
- (二) 公開收購人公開收購其持有已發行有表決權股份總數超過 50% 之公司之有價證券；
- (三) 其他符合主管機關所訂事項。

而之所以有此立法，緣因於立法者認為制定公開收購規定的目的之一，是在使得主管機關和投資人能明瞭公司股權大量變動的來由以及趨勢。然而在上述情形下，此公開收購行為已不會影響目標公司經營權的變動，故因而得以豁免申報及公告，但仍應適用公開收購的相關規定，例如違反時其罰則適用證交法第 175 條，以確保投資人的相關權利³⁸。

三、強制公開收購 (mandatory bid)

2002 年修證交法時，參酌英國立法例，而正式引進強制公開收購制度。依證交法第 43-1 條第 3 項規定：「任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額或不動產證券化條例之不動產投資信託受益證券達一定比例者，除符合一定條件外，應採公開收購方式為之。」此條所提及的一定比例，則可參照管理辦法第 11 條之規定，係指「任何人單獨或與他人共同預定於 50 日內取得公開發行公司已發行股份 20% 以上股份者」。簡言之，所謂強制公開收購即公開收購人取得目標公司發行股份達一定控制的比例時，公開收購人則必須向目標公司的全體股東為要約，並負有收購其股份的義務。其次，我國與英國法相同的是，有針對強制公開收購規範中的「共同取得人」予以定義。就我國的部分，按管理辦法第 12 條規定，所謂「共同取得人」係指「預定取得人間因共同之目的，以契約、協議或其他方式之合意，取得目標公司已發行股份」，另依釋字第 586 號解釋³⁹，此共同取得的共同之意，應具備以意思聯絡達到

³⁸ 參見賴英照 (2017)，《最新證券交易法解析：股市遊戲規則》，增訂 3 版，頁 275，台北：自刊。

³⁹ 參見釋字第 586 號解釋理由書：「惟上開要點第三條第二款：「本人及其配偶、未成年子女及二親等以內親屬持有表決權股份合計超過三分之一之公司或擔任過半數董事、監察人或董事長、總經理之公司取得股份者」亦認定為共同取得人之規定及第四條相關部分，雖係主管機關為有效揭露資訊，妥適保障投

一定目的之核心意義。而就英國法的部分，英國公開收購制度⁴⁰最大的特色便在採行強制公開收購制度，如任何人一旦符合英國之收購規則 The City Code 9.1 之規定，取得目標公司一定數量之有表決權股份時，除有豁免事由外，即必須向目標公司股東進行公開收購⁴¹。但有學者提出我國與英國公開收購制度略有不同，蓋英國依 The City Code 9.1 規定任何人自行與他人共同取得被收購公司超過 30%表決權之股份時，必須對其他「全體股東」為公開收購之要約，並有收購的義務；而我國則僅要求「須以公開收購方式為之」，但收購人並無對全體股東為公開收購要約並就應賣人之股份全部予以收購的義務⁴²。

事實上，採行強制公開收購制度是具有高度爭議性，贊成者多認為其基於股東平等原則，可讓小股東有分享控制權溢價的機會，且當公司經營權重大變更時提供給少數股東有應賣的可能⁴³，簡言之，贊成者從我國公司股權集中結構的特質以及保護小股東的立場為出發點；而持反對者則認為控制權溢價由全體股東均享乃係股東平等理論之誤解、強制公開收購制度提高收購人的交易成本⁴⁴，以及小股東可有其他選擇方式出脫持股，如股份收買請求權等。再者，反對者也認為對小股東的保護，可以透過對董事及大股東受託人義務的強化，例如美國法就並未採行強制公開收購⁴⁵。其次，就違反強制公開收購制度的刑事責任的部分，依證交法第 175 條規定，公開收購人違反第 43-1 條第 3 項之規定者，如未經公告而為公開收購，或應以公開收購方式為之而未遵循

資人權益，考量親屬關係於我國企業文化之特殊性，以客觀上具備一定親屬關係與股份取得行為為標準，認定行為人間意思與行為共同之必然性所訂定。此種定義方式雖有其執行面上之實際考量，然其忽略母法「共同」二字依一般文義理應具備以意思聯絡達到一定目的（如控制、投資）之核心意義，不問股份取得人間主觀上有無意思聯絡，一律認定其意思與行為共同之必然性。衡諸社會現況，特定親屬關係影響、支配家族成員股份取得行為之情形雖屬常見，但例外情形亦難認不存在。」

⁴⁰ 英國公開收購制度與其他國家最大不同之處，在於規範者之選擇，其為「自律」的規範方式，換言之，有關公開收購的規則也委由主管之「自律機構」制定，申言之，其所頒布的規則就理論上而言並無法律上的強制力，故是否公開收購原則上由收購人自行決定，但在某些情形下，the Code 要求須「強制收購」，其條件有二：1.任何人(自行或與他人合謀)取得超過 30%投票權之股份；2.任何人(自行或與他人合謀)超過 30%以上但未達 50%投票權的股份，在十二個月內，意欲再取得超過 1%投票權股份，參見曾宛如，前揭註 12，頁 43。

⁴¹ 參見郭大維，前揭註 11，頁 118-119。

⁴² 參見張心悌（2007），〈從企業併購論我國公開收購法制〉，《月旦法學教室》，60 期，頁 93。

⁴³ 參見林佑珊（2015），《強制公開收購制度之研究》，頁 105-106，國立台北大學法律學系研究所碩士論文。

⁴⁴ 參見陳穎（2015），《論我國強制公開收購制度之存廢》，頁 85-95，國立台北大學法律學系研究所碩士論文。

⁴⁵ 參見張心悌（2004），〈從法律經濟分析觀點探討強制公開收購制度〉，《輔仁法學》，28 期，頁 63-70。

法令者，處 2 年以下有期徒刑、拘役或科或併科新台幣 180 萬元以下罰金。申言之，企業有可能因為選擇併購方式之不同而涉及觸犯刑罰的規定，如鼎聯控股公司在集中交易市場取得偉聯科技股份總額達 22%，卻未以公開收購方式為之，該公司負責人被處以有期徒刑四個月而易科罰金的案例（參照台北地院 95 年度簡字第 3072 號）。然而，就比較法觀點來看，各國立法例對於違反強制公開收購義務，多由監督機關處於罰鍰，且賦予目標公司股東對公開收購人請求損害賠償等行政和民事責任措施⁴⁶。是以，本文認為我國或許可以考慮對違反強制公開收購者，僅課予類似證交法第 178 條的行政罰鍰即可，一來可以避免企業經營者誤觸刑責。此外，因受前述違反公開收購行為而未有機會出售該持股的小股東，也可得以要求收購者補辦理公開收購，對於目標公司股東的保障始謂足夠。

最後，從我國現行公開收購應遵守的義務來看公開收購制度的規範，則可區分為「公開收購人」所遵循之義務；另為「被收購公司」（即目標公司）揭露所應遵循之義務，分述如下：

一、公開收購人之義務

有關公開收購人之義務主要規定在證交法第 43-1 條及第 43-4 條，大致有三項義務；一為公開收購人申報義務，按證交法第 43-1 條第 2 項以及管理辦法第 7 條規定，除非有豁免之情況⁴⁷外，須向主管機關（即金管會）申報並公告；惟 2002 年修正本項規定以前，公開收購係採核准制，爾後為符合外國立法之趨勢，始將公開收購制度由核准制改為申報制，並將收購數量不致於影響公司經營權變動者予以豁免（即前述豁免情況），是以修正該條第二項規定。此外，若違反本項之規定，即未經公告而為公開收購，將依證交法第 175 條論處。其次，第二個義務便是著名的樂陞條款，即「提出具有履行支付收購對價能力之證明」（留待第四章詳述之）。最後，則是公開收購人所公

⁴⁶ 參見林佑珊，前揭註 43，頁 125。

⁴⁷ 參見證交法第 43-1 條第 2 項：「...除下列情形外，應提出具有履行支付收購對價能力之證明，向主管機關申報並公告特定事項後，始得為之：一、公開收購人預定公開收購數量，加計公開收購人與其關係人已取得公開發行公司有價證券總數，未超過該公開發行公司已發行有表決權股份總數百分之五。二、公開收購人公開收購其持有已發行有表決權股份總數超過百分之五十之公司之有價證券。三、其他符合主管機關所定事項。」

告的「公開收購說明書」之相關規定須遵守之。按證交法第 43-4 條第 1 項規定，公開收購人除依證交法第 28-2 條規定買回本公司股份者外，應於應賣人請求時或應賣人向受委任機構交存有價證券時，交付公開收購說明書，且該說明書須符合「公開收購說明書應行記載事項準則」（下稱「應行記載事項準則」）的相關規定。而若公開收購人未交付說明書之責任，則按證交法第 43-4 條第 3 項，準用證交法第 31 條，依第 177 條處罰。須留意的是，有關公開收購說明書不實責任，就民事責任部分係依證交法第 43-4 條第 3 項，準用第 31 及 32 條之規定，即負有損害賠償或連帶賠償⁴⁸之責；而就刑事部分，則視是否屬於證交法第 174 條所稱文件之爭議（樂陞判決書對其亦有探討，容待第三章再行論述）。

二、目標公司揭露義務

目標公司揭露義務主要可分成兩部分；首先，就資訊揭露的部分，按管理辦法第 14 條規定，目標公司接獲公開收購申報書副本、公開收購說明書及相關書件後十五日內，應就：1.該公司董事、監察人以及持有超過百分之十之股東其目前持有股份種類、數量；2.董事會應就本次公開收購人身分與財務狀況、收購條件公平性，及收購資金來源合理性之查證情形，對其公司股東提供建議，並應載明董事同意或反對之明確意見及其所持理由（此為樂陞案後之修正）；3.公司財務狀況；4.現任董事、監察人或持股超過百分之十之大股東持有公開收購人或其符合公司法第六章之一所定關係企業之股份種類、數量及其金額；5.其他相關重大訊息，上開資訊須作成書面申報金管會備查並抄送證券相關機構。此外，因為樂陞案之爆發，本條亦配合修正甚多⁴⁹（容待第四章再

⁴⁸ 參見證交法第 32 條：「前條之公開說明書，其應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，左列各款之人，對於善意之相對人，因而所受之損害，應就其所應負責部分與公司負連帶賠償責任：一、發行人及其負責人。二、發行人之職員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部者。三、該有價證券之證券承銷商。四、會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者。前項第一款至第三款之人，除發行人外，對於未經前項第四款之人簽證部分，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，免負賠償責任；前項第四款之人，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，亦同。」

⁴⁹ 參見該條修正理由：「一、為加強被收購公司董事責任，董事會應針對公開收購重要資訊增列查證收購人身分（例如：自然人姓名或法人名稱、住居所或地址、法人之董事、監察人及大股東等）與財務狀況（信用、資產等狀況）、收購條件（價格或換股比例）及資金來源合理性之揭露事項，據以作成建議以提供股東參考，如無法查證亦應說明具體之原因。另董事會議事錄應將董事同意或反對之明確意見及

行說明)。其次，目標公司審議委員會對該收購之審議則規定在管理辦法第 14-1 條，該條規定也受樂陞案弊端影響，修正甚多，如明定董事會遴選獨立董事外之審議委員資格條件證明，亦應一併公告；為強化審議委員會運作，規範審議委員會之開會過程應錄音或錄影、會議紀錄與存證資料之保存期限與保管方式準用公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法第 10 條規定等等。

所持理由列入，以釐清權責，爰修正第一項第二款。二、為瞭解董事會如何踐行查證程序，明定須完整揭露已採行之查證措施及相關程序，如委託專家出具意見書亦應併同公告，爰增列第三項，現行條文第三項移列至第四項。三、配合增列應查證揭露事項，為給被收購公司較長之查證時間以利向股東說明其立場，爰修正第一項序言及第四項被收購公司提出回應期間為十五日。」

第三章 樂陞公開收購案判決探討



第一節 收購案事實概述

2016年5月31日，外資百尺竿頭數位娛樂有限公司（下稱百尺竿頭公司⁵⁰）宣布將以現金新台幣每股128元公開收購3.8萬張樂陞公司⁵¹的股票（約當樂陞公司25.7%之股權），估計百尺竿頭公司此次收購案共需資金為新台幣48.6億元⁵²。當此公開收購消息公布後，樂陞公司當天股票溢價幅度達21.90%（當日股價為105元），翌日股價更爆量上漲至近期高點每股115.5元，交易量同步放大至1萬5,000餘仟股。金管會接獲該收購案之申報後，已請收購人就本案收購成就條件尚包括交割處理方式等事項加強說明，百尺竿頭公司也於6月15日將修正事項公告於公開資訊觀測站⁵³，另因本案收購資金涉及外國人投資，故經濟部投審會於同年7月22日核准此公開收購案。嗣同年8月17日時已達公開收購門檻（即超過最低收購數量38,000張），本次公開收購條件成就，且至8月19日公開收購期間屆滿，依百尺竿頭公司的公開收購說明書，本應於8月26日支付收購對價於予賣賣人，但百尺竿頭公司竟於8月22日片面對外公告支付對價日期將延至8月31日。然而，且在百尺竿頭公司支付對價截止日前一天（即8月30日），樂陞公司突然召開臨時股東會，宣稱百尺竿頭公司因公開收

⁵⁰ 百尺竿頭公司原先為台灣投資公司，後來被日商收購全部股權而成為外商公司，樂陞公司於2015年12月辦理私募普通股時，所引進的新股東，亦稱「策略投資人」，但此次事發之後，才確知其為當時樂陞董事長許金龍的人頭公司。另依照經濟部商業司公司資料查詢系統所登記的資料顯示，百尺竿頭於2014年9月29日核准設立的僑外資公司，資本額5000萬元，負責人KASHINO YOSHIAKI(櫻埜由昭)，以英屬維京群島商來台註冊。2015年已入股樂陞約5.4%，2016年5月31日宣布以每股128元公開收購3.8萬張樂陞股，總價48.64億元。而在宣布收購樂陞股票的前一天，百尺竿頭負責人從真好玩前董事長黃文鴻變成KASHINO YOSHIAKI（櫻埜由昭）。

⁵¹ 樂陞科技成立於2000年8月，其公司原為華人圈少數擁有獨立開發與國際發行經驗的遊戲開發商，2011年8月在櫃買中心正式掛牌。然而因此弊案發生後，樂陞科技下櫃且經營團隊多數換血，至2019年4月23日樂陞科技股份有限公司已正式更名「齊民股份有限公司」，參見官方網站，載於：www.xpec.com.tw（最後瀏覽日：04/15/2020）。

⁵² 依百尺竿頭公司於2016年5月31日和6月14日修訂之公開收購說明書，均對於公開收購資金來源記載：「由公開收購人之母公司英屬維京群島商BILLION PRIDE INVESTMENT LIMITED以現金增資公開收購人後，由公開收購人自有資金支應」，參見王志誠（2017），〈公開收購法制之發展趨勢：百尺竿頭公司收購樂陞公司案之省思〉，《月旦法學教室》，173期，頁51；公開資訊觀測站，載於：<https://mops.twse.com.tw/mops/web/t162sb01>（最後瀏覽日：07/16/2020）。

⁵³ 參見公開資訊觀測站資訊，載於：<https://mops.twse.com.tw/mops/web/t162sb01>（最後瀏覽日：07/16/2020）。

購價與樂陞公司股價逾四成價差而產生猶豫，且因市場謠言以及投機行為導致於股價早已大幅下跌，因此百尺竿頭公司確定無法完成交割，意即無法完成本次公開收購，而應賣人股票將於 8 月 31 日開盤前退還給所有應賣人。然而，在此公開收購期間，金管會為確保應賣人權益已多次發函催促公開收購人，要求提供支付收購對價承諾等證明文件，並於確定無法完成交割後，函請投資人保護中心（以下稱投保中心）啟動受理應賣投資人的民事求償機制，另於 9 月 2 日對於百尺竿頭公司惡意未履行交割，其負責人涉有證券詐欺以及公開收購說明書不實罪嫌，違反證交法第 20 條第 1 項及第 174 條第 1 項第 5 款，移送檢調偵辦。此外，有關金管會對中國信託銀行相關責任之追究，中國信託銀行擔任此次公開收購案之委任機構，以及擔任財務顧問的中國信託證券，因辦理相關業務有未制定或未落實執行相關內部控制制度，違反信託業及證券管理法令，予以行政處分，處中國信託銀行最高 300 萬元罰鍰，並依信託法第 44 條第 2 款規定，停止該銀行辦理公開收購相關業務 3 個月，並至缺失完成改善為止。次按證交法第 66 條第 3 款規定，停止中國信託證券辦理財務規劃和諮詢顧問業務 3 個月，亦至缺失完成改善為止。

最後，就本收購案相關律師及會計師責任之追究，本公開收購人係委任中銀律師事務所三位律師出具法律意見書，另收購人委任之獨立專家景祥會計師事務所會計師對於本次公開收購對價合理性評估出具意見書。前述律師和會計師如涉有虛偽或隱匿情事，依證交法第 43-4 條第 3 項準用同法第 32 條第 1 項第 4 款規定，應就渠等所應負責部分與公開收購人負連帶賠償責任⁵⁴。這雖不是我國史上首宗破局的公開收購案，但卻是創下第一宗「公開收購人違約不交割之案例」（收購案破局之後，樂陞股價連續六天鎖死跌停⁵⁵）。本案由臺北地檢署 2017 年 1 月 24 日偵查終結，以證交法第 20 條 1 項以及第 171 條第 1 項第 1 款證券詐欺罪嫌起訴⁵⁶，此外，這次事件也引起各界對公開

⁵⁴ 參見 2016 年 9 月 29 日立法院第 9 屆第 2 會期財政委員會第 5 次全體委員會議紀錄，「金融監督管理委員會對於百尺竿頭數位娛樂有限公司公開收購樂陞科技股份有限公司造成投資人損失之處理」專題報告，頁 5-7。

⁵⁵ 樂陞科技股價跌幅總計高達 86%，由原定收購交割的前一日（即 2016 年 8 月 19 日）的 99.5 元，一路跌至暫停交易前日（即 2016 年 11 月 16 日）的 13.5 元。

⁵⁶ 參見臺灣臺北地方法院 106 年度金重訴字第 6 號判決書：「本案在偵查過程中，檢察官與調查局人員亦曾經懷疑本件公開收購案之真實性，惟最後檢察官並未以本件虛偽之公開收購案起訴。本院亦查無明確證據證明本件公開收購案為被告許金龍所虛構，或王佶、樞堃由昭自始即有故意違約不交割之詐欺故意，或被告許金龍自始知悉王佶有違約不交割之意思，另此部分之關鍵人物王佶、樞堃由昭、林宗漢等人均未到案，亦不能完全排除被告許金龍主觀上相信其於 105 年 5 月 15 日當時業已說服王佶、樞堃由

收購制度修正檢討，下為摘錄相關新聞稿資料，整理出本案之始末，如下表所示：



表二：百尺竿頭公司收購樂陞公司案大事記

時間	事件
2016/5/31	百尺竿頭公司宣布公開收購樂陞公司股票。
2016/6/01	臨時董事會決議由三位獨董（李永萍、陳文茜及尹啟銘）組成審議委員會為樂陞公司之股東獻議。
2016/06/07	樂陞董事長許金龍與公開收購人百尺竿頭公司負責人樞堃由昭會面，達成以下四項共識： 1.百尺竿頭取得樂陞股份，係屬於長期投資，並非為爭奪樂陞科技經營權，因此未來仍尊重現任樂陞公司管理層的所為經營決策。 2.百尺竿頭公司若通過本次公開收購案後，樞堃由昭旗下所有公司同意不再增加持股或發動第二次的公開收購，換言之，不會有二階段公開收購之情事。 3.雙方未來將一同並肩並以追求股東價值最大化為目標。 4.下屆董事改選時，樂陞科技將歡迎日方樞堃由昭旗下取得一席董事席次，以參與公司治理。
2016/06/08	樂陞公司審議委員會依據上開四項共識以及外部顧問公司（安侯建業顧問公司，下稱之 KPMG）出具價格合理意見書，換言之，審議委員會認為此公開收購價合理。
2016/07/14	百尺竿頭公司以尚未取得投審會之核准函為由，申報及公告延長公開收購期間至 2016 年 8 月 19 日。
2016/07/22	經濟部投審會正式核准日商百尺竿頭公司入股樂陞科技（參見：經濟部投資審議委員會第 1136 次委員會議新聞稿），百尺竿頭公司應在 8 月 19 日前應完成收購。

昭投資樂陞公司之可能性，則基於罪疑惟輕原則，就此部分仍為有利於被告許金龍之認定，併予說明。」

2016/08/18	樂陞公司公告所有收購條件均已成就，待股權交割金匯入後即可完成公開收購程序。
2016/08/22	<p>1.百尺竿頭公司未將 48.84 億元之股權交割金匯入中信銀專戶內，當日開盤樂陞科技股票重挫。</p> <p>2.百尺竿頭公司以應賣有 6.1 萬張為由，自行公告「因行政作業延誤，交割款項 48.64 億元要延至 8 月 31 日入帳」。</p> <p>3.因百尺竿頭公司公告支付對價之時間，較公開說明書所載時間延遲 3 個營業日，故金管會為確保應賣人之權益，採取下列行動⁵⁷：</p> <p>(1).立即發函收購人百尺竿頭公司，要求其提出支付收購承諾及辦理交割股款作業之相關證明文件。</p> <p>(2).積極透過受任機構-中國信託密切瞭解情形。</p> <p>(3).洽請投資人保護中心研議如發生違約之後續求償事宜。</p> <p>(4).請櫃買中心密切注意該公司股票交易狀況。</p> <p>(5).函請集保公司及樂陞股務代理機構-台新商業銀行，如百尺竿頭就其持有之樂陞私募股票有申請轉讓或設質時，應先洽金管會意見。</p>
2016/08/30	百尺竿頭公司因市場不實報導及謠言，加上近期股價大幅波動，故確定不匯入交割款，故正式宣告收購案破局，擬於 8 月 31 日返回應賣之股票。
2016/09/01	樂陞公司於公開資訊觀測站發布重訊表示，其將協助參與應賣之股東對百尺竿頭公司提起訴訟及求償，以捍衛樂陞公司的聲譽，同時不排除實施庫藏股以捍衛股價。
2016/09/02	樂陞公司董事會決議買回庫藏股 6,250 張。
2016/09/06	樂陞科技獨立董事陳文茜請辭 ⁵⁸ 。

⁵⁷ 參見金管會新聞稿（2016 年 9 月 9 日），〈金管會針對百尺竿頭收購樂陞股票違約案之說明〉，載於：https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201609090003&dttable=News（最後瀏覽日:05/03/2020）。

⁵⁸ 參見中央社（2016 年 10 月 21 日），〈陳文茜閃辭樂陞獨董 po 給許金龍公開信〉，載於：<https://www.cna.com.tw/news/firstnews/201609075006.aspx>（最後瀏覽日:07/25/2020）。

2016/09/07	中華金融人員暨投資人協會至北檢告發樂陞董事長許金龍，以及陳文茜、李永萍、尹啟銘等 3 位獨立董事涉及背信、違反證交法等罪。
2016/09/08	樂陞科技召開臨時董事會，且於會後召開記者會宣布，由新任副董事長李柏衡暫代董事長之職務，董事會亦決議不再另針對百尺竿頭公司與中國信託銀行提告。
2016/09/19	金管會依據信託業法第 57 條、第 44 條第 2 款規定，處中國信託銀行新臺幣 300 萬元罰鍰，並予以停止辦理公開收購相關之信託業務 3 個月之處分，並至缺失完成改善為止 ⁵⁹ 。
2016/09/29	1.地院認為許金龍有滅證、逃亡之虞，但經限制住居、出境、出海等強制措施，已可達保全許金龍往後在偵、審理程序之進行，故無羈押的必要（雖地檢二度提出抗告 ⁶⁰ ）。 2.櫃買中心證實中國信託銀行在五月底擔任樂陞案之委託機構期間買賣樂陞股票。
2016/10/04	樂陞正式打入全額交割股，股價再度跳空跌停，跌至 27.45 元，再創歷史新低價，委賣張數超過 1.1 萬張。
2016/10/11	樂陞監察人許飛龍，因「個人生涯規劃」請辭。
2016/10/19	中信金控董事會已確定針對樂陞案被金管會重罰一事，將提出行政救濟，包括中信銀、中信證券都會提出行政救濟 ⁶¹ 。
2016/10/24	樂陞於公開資訊觀測站公告： 1.安永會計事務所於 10 月 21 日主動終止接受樂陞公司之委任。 2.樂陞公司代理董事長由李柏衡改為丁萬鳴。 3.King Kong Development LLC 原法人董事為北京樂陞財務總監李柏衡，現改為許飛龍。

⁵⁹ 參見金融監督管理委員會 105 年 9 月 19 日金管證交罰字第 1050039400 號處分書。

⁶⁰ 參見民報（2016 年 9 月 28 日），〈就是押不成！檢方二度抗告又失敗 許金龍再交保〉，載於：<https://www.peoplenews.tw/news/c82d361a-alf3-4e10-924f-12cc9acae4c6>（最後瀏覽日：07/25/2020）。

⁶¹ 參見工商時報（2016 年 10 月 21 日），〈樂陞案遭罰 中信金提行政救濟〉，載於：<https://www.chinatimes.com/newspapers/20161021000057-260202?chdtv>（最後瀏覽日：07/25/2020）。

	4.財務主管兼發言人原為謝東波，現改為李柏衡。
2016/11/07	1.樂陞公告，獨立董事李永萍、尹啟銘分別在 11 月 5 日及 11 月 6 日請辭。目前樂陞三席獨董全部空缺，七席董事僅剩四席，缺額仍待補選。 2.樂陞公告目前尚未進場買進任何庫藏股。
2016/11/09	中信金董事會決議，由旗下中信銀、中信證券與投資人保護中心簽署協議，支付補償金新臺幣 5 億元。
2016/11/14	樂陞收購自救會到證期局檢舉中國信託商業銀行，涉嫌故意虛偽不實，隱匿收購方交割款未匯入指定專戶。
2016/11/17	樂陞公司因逾期未繳交財務報表，股票停止交易。
2017/08/18	經過法院判決百尺竿頭公司、樞堃由昭及 Mega Cloud 應賠償新台幣 46 億元。

作者自製

第二節 刑事判決分析

第一項 各級法院裁判

有關樂陞公開收購案刑事判決⁶²的部分，經臺北地院檢察官偵查後提起公訴，本案相關被告如下：

1.時任樂陞公司董事長許金龍，其主導樂陞公司股票私募、發行公司債以及併購或股權投資等，係為證交法第 171 條第 1 項所稱之「依本法發行有價證券之公司之董事」。另外，自 2014 年 9 月間起，其亦擔任樂陞公司所收購之馬紹爾群島 (Marshall) 商 Tiny Piece Co., Ltd. (下以「TP 公司」稱之) 的負責人，並擔任樂陞公司為持有 TP 公司股份所設立、100% 持股之英屬開曼群島商 More Than Tiny Limited 公司 (下以「MTT 公司」稱之) 負責人。

⁶² 本案一審為臺灣臺北地方法院 106 年度金重訴字第 6 號判決；二審為臺灣高等法院 107 年度金上重訴字第 4 號判決；三審為最高法院 108 年度台上字第 16 號判決，目前本案發回臺灣高等法院更審。

2.前任樂陞公司財務長李柏衡（自 2008 年 7 月起至 2014 年 9 月止），其職責係為綜理樂陞公司財務事務，負責樂陞公司數次私募業務以及 TP 公司之收購事宜，係為證交法第 171 條第 1 項所稱之「依本法發行有價證券之公司之經理人」。嗣於 2016 年 9 月間起擔任樂陞公司副董事長，並自 9 月 30 日起擔任樂陞公司代理董事長，後於 10 月 22 日起改任樂陞公司財務長，嗣於 12 月 22 日改任董事長特別助理。

3.時任樂陞公司財務長謝東波（自 2014 年 9 月起至 2016 年 10 月 22 日），受樂陞公司委任綜理該公司財務事務，並負責將 TP 公司售回、樂陞公司收購大陸地區廈門同步網絡有限公司（下以「同步公司」稱之）業務、數次私募及發行可轉換公司債（Convertible Bond）等相關事務，係為證交法第 171 條第 1 項所稱之「依本法發行有價證券公司之經理人」，嗣於 2016 年 10 月 22 日改任樂陞公司董事長特別助理。

4.潘彥州為希睿國際法律事務所合夥律師，自 2014 年 8 月間起擔任樂陞公司的外部法律顧問，其職責除處理合約審閱事務外，也為許金龍處理私人各式合約及規劃處理對外併購等法律事務。

5.鄭鵬基為許金龍之友人，自 2012 年 7 月 9 日起，擔任由許金龍提供資金交予鄭鵬基所設立，由許金龍實質控制之英屬開曼群島商 Victory Base Limited（下以「VBL 公司」稱之）的負責人。且許金龍另提供鄭鵬基資金，並於同年 5 月 18 日以上開資金設立新基股份有限公司（下以「新基公司」稱之），由鄭鵬基配偶余瑞雯擔任登記負責人，當許金龍有調度資金等特殊需要時，新基公司旋即提供資金予許金龍使用。其次，鄭鵬基復配合許金龍，安排余瑞雯自 2015 年 5 月間起擔任英屬維京群島商億豪投資有限公司（Billion Pride Investment Limited，下以「億豪投資公司」稱之）及其 100% 持股股東英屬維京群島商億豪控股有限公司（Billion Pride Holdings Limited，下以「億豪控股公司」稱之）的掛名人頭董事，而億豪投資公司於 2014 年 9 月 29 日設立子公司百尺竿頭公司。

6.楊博智為許金龍及鄭鵬基之友人，曾在國際票券金融股份有限公司擔任營業員。自 2014 年初起，受鄭鵬基委託找尋金主以利操作樂陞公司股票。於 2015 年 6 月間起，則經許金龍透過鄭鵬基委託，嗣於 10 月間起，更直接受許金龍之委託，以操縱樂陞公司股價為目的，找尋金主墊款並負責為許金龍墊款買賣、操作樂陞公司股票。

而各審法院就檢察官所提之犯罪事實分別作以下裁判，如下：



第一款 涉及違法私募

許金龍身為樂陞公司負責人，職責係為辦理樂陞公司私募的主要負責人，但卻無視公開發行公司辦理私募應經其公司股東會決議始得為之，而樂陞公司股東會僅決議同意以適格之「策略性投資人」，申言之，是以對於樂陞公司未來發展具實質效益者而來參與私募的投資人，實際上並未同意對樂陞公司董事長（即許金龍）進行私募。換言之，被告許金龍係違反證交法第 43-6 條及「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」⁶³（下以「注意事項」稱之）等相關規定，且其也沒經過樂陞公司股東會之授權，而私下安排自己得以實質掌握，或是可以運用的基金或是紙上公司參與應募樂陞公司的私募股票；甚至於其涉及對樂陞公司董事會其他成員隱匿上情之嫌，佯稱這些紙上公司的名義負責人均符合策略性投資人的資格條件，依法可得應募云云，而致使樂陞董事會通過該私募案。綜上，許金龍、鄭鵬基、李柏衡、謝東波等人先後辦理近五次的樂陞公司私募案，並且以許金龍實質掌控之紙上公司為虛偽「策略性投資人」，隱匿參與私募者與許金龍係為實質關係人，據此，致使樂陞公司在公開資訊觀測站公告其參與私募者係「策略性投資人」等不實之公告，也使許金龍得以相當於發行時樂陞公司市場流通股票市價約 8 成的價格，取得樂陞公司私募股票，因而許金龍獲有該 2 成價差的不法利益，就樂陞公司而言，其短收 2 成股價之數額的損害，不法獲利共約新臺幣 39 億 1,154 萬 9,266 元。

就各級法院見解的部分，一審法院認為被告許金龍、鄭鵬基、謝東波三人就上開違法私募的犯罪事實已經證明應予依法論科，且按證交法等相關法令規定，許金龍找來不具策略性投資人資格者出名參與私募，已顯然違反證交法第 43-6 條第 1 項第 2 款的行為；又許金龍並無對樂陞公司股東會和董事會說明或揭露選擇私募增資的重要原因⁶⁴，並且也逾越原本樂陞公司股東會所授權範圍（其股東會僅授權同意私募對象為「適

⁶³ 按注意事項第 3 項規定：「三、公開發行公司最近年度為稅後純益且無累積虧損，除有下列情形之一得辦理私募外，應採公開募集方式發行有價證券：（一）該公司為政府或法人股東一人所組織之公開發行公司。（二）私募資金用途係全部引進策略性投資人。（以下略）」；又按注意事項第 2 項定義何謂策略性投資人，依規定：「策略性投資人：指為提高被投資公司之獲利，藉本身經驗、技術、知識、品牌或通路等，經由產業垂直整合、水平整合或共同研究開發商品或市場等方式，以協助被投資公司提高技術、改良品質、降低成本、增進效率、擴大市場等效益之個人或法人。」

⁶⁴ 參見臺灣臺北地方法院 106 年度金重訴字第 6 號判決書：「無論被告許金龍心中有多麼宏偉遠大的投

格的策略性投資人」。不過，法院認為此私募案件的實質參與者均僅為被告許金龍一人所為，並無其他參與，是以樂陞公司辦理私募股票發行，並無使直接其他投資人陷於錯誤的疑慮，也就不構成證交法第 20 條第 1 項（即證券詐欺）。又嗣私募完畢後，被告李柏衡、謝東波係出於財務長身分，而所為公告不算是「財務報告或財務業務文件」，也就無違反證交法第 20 條第 2 項⁶⁵，換言之，也就無因有價證券之募集、發行而有虛偽、詐欺或其他使人誤信的行為；其次，也查無證據證明被告李柏衡、謝東波就此部分事前就知道許金龍安排實質上無擔任「策略性投資人」意願或資格之人作為人頭，以構成私自違法應募樂陞公司股票。

然而，二審高院則認為原審判決不妥之處：因私募股票受不得於 3 年內移轉之限制，因此其股東權益與一般普通股票不同，故上櫃公司辦理私募的定價折價比率，應依上櫃公司審酌個案狀況而論各有不同。觀諸此案私募股價約相當於市價八成多，並未低於公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項所謂「低於參考價格 8 成」的標準，又加上就被告許金龍於移轉 Mega Cloud 等給熊俊時之私募股權定價大約為普通股的 79.75%（私募股 95.7 元；普通股 120 元）來看，是以此並無證據證明本件私募之定價如非以策略性投資人應募，而改以公司內部人應募或採現金增資公開募集新股之方式募集，換言之，原審判決認為私募的定價應以時價為原則，故而認定許金龍、鄭鵬基、謝東波上開犯罪事實造成樂陞公司有上開價差之損害（超過 500 萬元）及各因此圖得 8325 萬、7515 萬、5876 萬 9000、1 億 3 仟 56 萬、3 億 8661 萬元所得，因而變更檢察

資計畫及發展藍圖，或其幕後有多少金主，或其為將來可能投資樂陞公司之何人代持股票，被告許金龍身為樂陞公司之負責人，其最重要、也無從規避之義務，乃據實將相關投資安排報告董事會，乃至於向股東會揭示並報告，讓所有樂陞公司之持有者清楚知悉，樂陞公司目前發行的股票，為哪些人所持有，又樂陞公司之經營團隊現時共掌控多少股票，而非將樂陞公司當成自己私物，安排僅有其「個人」才知道的複雜投資架構，而持續性地向公司董監事及股東隱瞞實際上由其掌控相關私募股票之事實...至於被告許金龍係由何人湊得私募股款，又私下又與何人約定，將來何時會私募股票過戶移轉予何人等行為，均屬於其犯罪行為成立後，再藉由所得之私募股票牟取利益之行為，均僅是被告許金龍私下與他人簽訂之契約關係下，被告許金龍對於其他人所必須負擔之債務而已，均不影響對其犯行之認定，併予指明。」

⁶⁵ 按證交法第 20 條第 2 項規定：「發行人依本法規定申報或公告之財務報告及財務業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。」而所謂財務報告，依證交法第 14 條第 1 項規定，係指發行人及證券商、證券交易所依法令規定，應定期編送主管機關之財務報告。然而，何謂「財務業務文件」？目前證交法尚未明文規定，且其與「財務報告」之間也未必有嚴格之界線；是以，就實務解釋上，財務報告以外，發行人依法令申報或公告之文件，均可能包括在內。其次，與本項相近亦有證交法第 20 條第 1 項規定：「有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。」惟與第 1 項相較，第 1 項責任要件否及於過失，見解不一。第 2 項依新法第 20-1 條規定，發行人、董事長及總經理採無過失責任；其餘董事、監察人、經理人及職員為推定過失責任，會計師則為過失責任。

官所起訴之法條為證交法第 171 條第 1 項第 3 款或同條款第 2 項之罪，應還有用事認法的誤會。綜上而言，高院認為原判決認定私募公告部分不構成證交法第 20 條第 2 項、第 171 條第 1 項第 1 款之罪，應屬於犯罪事實一部的減縮，而並非就同一事實給予不同評價，再者，就違法私募而背信未遂與私募的公告，基本事實並不同一，無從變更起訴法條，原判決就此部分變更起訴法條，尚未說明卻作出無罪判決，理應再加以說明該理由係因何據。

最高法院則認為，前審判決認定樂陞私募完畢後所為的公告，並不適用證交法第 20 條第 2 項規定所言的「財務報告」及「財務業務文件」，換言之，前審認為上開申報僅為備查性質。而最高法院則認為此爭點係為「不無證據調查未盡及理由不備之違法」，並進一步指出，「本件起訴書已指明樂陞公司收足股款後，依證券期貨局規定，在公開資訊觀測站上，申報上開私募有價證券作業情形，並在申報資料上不實記載該次辦理私募之理由為『引進策略性投資人』，私募對象與樂陞公司『無關係』，而對樂陞公司股東與一般投資大眾傳遞此虛偽不實之訊息...」。再者，檢察官曾於偵查時，函詢金管會關於證交法第 43-6 條 5 項規定，亦即備查主管機關的「相關書件」其內容為何？然而金管會的函釋⁶⁶亦認定私募之相關公開訊息，除了是踐行主管機關要求公開發行完成日、私募對象程序完畢後應為之公告程序之外，同時也具有依證交法第 43 條之 6 所言的「申報或公告之財務業務文件」之性質，綜上，目前此爭點發回高院更審。

第二款 涉有非常規交易及特殊背信罪—TP 公司還原交易

被告許金龍於將樂陞公司先前向大陸地區之沈俊經營團隊收購的 TP 公司股權售回給沈俊經營團隊的交易時，隱匿其與沈俊經營團隊間所為之私下約定由被告許金龍負擔 FR 公司向樂陞公司購回 TP 公司之價款，且依被告許金龍與沈俊經營團隊簽立之公私合約，僅有樂陞公司子公司 MTT 公司片面負有在特定期限前移轉股權之義務，然沈俊經營團隊並無相對應於一定期限前履約支付對價之義務，也無庸負擔任何違約責任等與一般交易常規不符之條件，後因被告許金龍無法支付款項，使沈俊經營團隊亦延宕對 MTT 公司之付款，至 2016 年 6 月 30 日止，僅收款美金 832 萬 5,506.04 元

⁶⁶ 參見金管會 106 年 1 月 6 日證期（發）字第 1050053856 號函。

(占總價金 9.6%)。但是被告許金龍、謝東波仍共同依據前揭不合營業常規之契約條款履行，在沈俊經營團隊仍有 90.4% 款項 (即美金 7,826 萬 4082.96 元) 未支付與樂陞公司的情形下，就擅自把對 PS 公司暨 PS 公司名下 TP 公司股票及銀行帳戶之控制權交還沈俊經營團隊，造成樂陞公司當下受有與 PS 公司 90.4% 股權價格同等數額之損害。

就各級法院見解的部分，一審法院認為被告許金龍、謝東波為履行上開交易條件對樂陞公司不利益的公私合約，竟在只收回 9.6% 款項的情形下，就先行交付 PS 公司之過戶文件，導致樂陞公司未確實收得款項就先移轉 PS 公司暨 PS 公司名下 TP 公司股權之控制權，因而致受有損害，是以被告許金龍就上開犯罪事實已經證明應予依法論科。但二審高院卻認為就 2015 年度樂陞公司自行評估 TP 公司價值減損約 2 億元，經安永聯合會計師事務所會計師王彥鈞、曾祥裕討論後，評估以 2016 年度第一季樂陞公司投資 TP 公司之帳面價值售回 PS 股權，並依國際會計準則第 13 號及 IAS36 號相關規定，價值並無減損，是以該 TP 還原交易應對於樂陞公司而言，是有利的交易。次按雙方所簽立的公約與補充協議，FR 公司的立場是，只能「將原來許金龍在 TP 交易時移轉給沈俊團隊的樂陞公司股權還給 MTT 公司」，才是真正的還原交易，但是 MTT 公司依公司法的規定沒有辦法取得自己公司的股權，所以必須要求被告許金龍把股權轉換回現金，換言之，倘若被告許金龍無法做到，則 FR 公司就可以單方終止還原交易，而結果是由 MTT 公司繼續持有 PS 股權。因此，即便 FR 公司單方終止還原契約，也只是雙方權利、義務關係回到原來未簽約時之狀態，即便就算 FR 公司因許金龍無法將股權變現，FR 公司沒有違約責任，但 MTT 公司也只有依價金給付之比例移轉相對應的股權之義務，是以從 2016 年 3 月 29 日當日 MTT 公司所簽立的合約來看，無從證明許金龍有故意圖得沈俊團隊之利益而為不利於 MTT 之交易。

然而，最高法院認為此非常規交易不應拘泥於立法前社會上已知的犯罪模式，且認為若有顯不符商業判斷者，即係屬不合營業常規；另亦擴張解釋何謂對公司造成重大損害之範疇，並認為除金錢有形之財物損失外，亦應包括對該公司無形之財物損失，如商譽等⁶⁷。又原判決此部分為被告許金龍、謝東波為無罪之判決，無非以證交法第 171

⁶⁷ 參見判決書：「證券交易法第 171 條第 2 款規定...本罪構成要件所稱之『不合營業常規』，為不確定法律概念，因利益輸送或掏空公司資產之手段不斷翻新，所謂『營業常規』之意涵，自應本於立法初衷，參酌時空環境變遷及社會發展情況而定，不能拘泥於立法前社會上已知之犯罪模式，或常見之利益輸送、

條第 1 項第 2、3 款的非常規交易行為、違背職務之行為，必須以該行為致公司受有損害為要件，而公訴人並未舉出許金龍等簽約行為導致樂陞公司何種具體損害為主要論據。然查原判決理由先論述謝東波坦承所有犯行；許金龍亦坦承有由其個人或代表樂陞公司與沈俊經營團隊簽立 TP 公約與 TP 私約之事實，但其僅辯稱其行為並未對樂陞公司造成損害等語。然而謝東波於偵查中曾稱：「許金龍之所以會和沈俊簽一個顯然是不利於自己的合約，就我所知，沈俊應該有威脅過許金龍，許金龍如果不和他和解，他要去檢舉許金龍等語」，上開證述倘若屬實，則已明確證稱許金龍所為行為不利於「樂陞公司」，然原判決評斷並未區分所謂「對自己不利」的合約，究竟是指「許金龍個人」的私約，還是指樂陞公司的公約、協議書，或者二者兼有。是以，最高法院判定被告許金龍、謝東波就樂陞公司投資 TP 公司，未依約向 TP 公司請求補償金及以非常規方式售回 TP 公司股權，致樂陞公司受有重大損害原審判決諭知無罪部分均撤銷，發回高等法院更審。

第三款 百尺竿頭公司公開收購

被告許金龍、潘彥州與共犯樞堃由昭、王佶、林宗漢共同安排隱匿本次公開收購係為大陸地區資金來源，並對外宣稱不實之資金來源的方式，致使投資人誤以為本次收購資金來源為日商。此外，也偽造不實的公司債合約，藉由創造虛偽投資架構，來掩飾百尺竿頭公司收購的資金來源，最終導致不特定之投資人（即樂陞公司的股東）陷於錯誤，並將其所持有股票作出應賣，以致於投資人受有嚴重損失。但被告許金龍針對此公開收購破局提出辯解，其認為當時樂陞股價過低，在市場價格無法收斂的情況下，收購方選擇違約賠償比履約更具有商業效益，甚至於認為參加此公開收購之投資人，不會在乎收購資金來源或是主導者為誰，反而是因相信投審會審查結果。此外，被告潘彥州提出辯解，認為證交法有關公開收購的規定係規範在第 2 章第 2 節，應與

掏空公司資產等行為態樣。該規範之目的既在保障已依法發行有價證券公司股東、債權人及社會金融秩序，則除有法令依據外，舉凡公司交易之目的、價格、條件，或交易之發生，交易之實質或形式，交易之處理程序等一切與交易有關之事項，從客觀上觀察，倘與一般正常交易顯不相當、顯欠合理、顯不符商業判斷者，即係不合營業常規，如因而致公司發生損害或致生不利益，自與本罪之構成要件該當。再本罪所稱之『公司重大損害』，通常雖指金錢等財物損失，且以損失金額與公司規模等衡量損失是否重大，然法無明文限於金錢等有形之財物損失，如對公司之商業信譽、營運、智慧財產等造成重大傷害者，雖未能證明其具體金額，仍應屬對公司之損害。」

證交法第 3 條所規範的「買賣」有所區分，是以在解釋上應無證交法第 20 條第 1 項對於有價證券「買賣」規定的適用，退步言，即便有該條的適用，無論「隱匿由許金龍主導收購案」、「隱匿預定收購資金來自大陸地區」或「隱匿王佶出資百分之 80」事實，則均不具有重大性，故不符合證交法第 20 條的重大性要件，也提出公訴意旨並未舉證證明被告等人的行為，如何達到「影響理性投資人的投資決定」之程度。

就各級法院見解的部分，一審法院認為被告許金龍委請被告潘彥州為王佶、樞堃由昭規劃設計投資架構，故依潘彥州建議：可由王佶在形式上以債權方式出資，並且仍依循一般外國人投資方式向投審會提出申請；並建議用以國內公司名義辦理公開收購樂陞公司股票，以避免由境外公司發動收購，審查程序冗長且廢時，其後王佶、樞堃由昭、林宗漢、被告許金龍才決定由其提供與王佶共同實質掌控的百尺竿頭公司作為發動公開收購的主體。至於，上開訊息是否符合證交法第 20 條所言之「重大性」要件？地方法院則從樂陞公司股東或投資人的角度出發，認為投資人除了承擔「公開收購條件可能不會成就」的風險外，也會考量若收購條件未成就，其「必須繼續持有部份股票」的風險，申言之，市場上的合理投資人在作任何投資策略時，均會審慎思考是否繼續投入資金以持有股數以參與應賣，正因為如此，法院認為於此樂陞公開收購案，對於何屬於市場重要的訊息，並不僅是「現今有投資者欲展開公開收購」及「公開收購價格為何」的訊息而已，進一而言，「收購資金來源為何」、「公開收購人與目標公司經營團隊之間的關係如何」、「公開收購人對目標公司而言是否屬於敵意或善意」、「公開收購人對於目標公司是否有規劃未來經營的願景」等訊息，均都會影響投資人評估是否投入資金購股以參與應賣，或長期持有該目標公司股票之意願。其次，法院審認被告許金龍利用不知情的樂陞財務長發布相關重訊，如「百尺竿頭公司對樂陞公司長期發展正向以對」、「百尺竿頭公司肯定樂陞現任經營團隊表現，未來仍將尊重現任管理階層的經營決策」等不實消息，確實以達影響投資人判斷的程度，故違反證交法第 20 條第 1 項之規定。此外，地院闡明公開收購之規範雖然規定在證交法第 2 章第 2 節而非規範在第 1 節（該節係規定有價證券之募集、發行、私募及買賣），但觀諸證交法第 43-1 至 43-5 條的規定，公開收購因其在短時間內大量購買特定公開發行公司的有價證券，因而對於不特定的投資人之權利義務影響甚鉅，故才額外做特別規定，總而言之，公開收購應屬於有價證券買賣的特別規定，故也是用證交法第 20 條第 1 項的規定。

然而，二審高院則認為原審判決不妥之處：原判決認定許金龍與潘彥州共同犯證券詐偽犯行存有誤會，蓋無證據證明潘彥州知悉樞堃由昭僅係百尺竿頭及其母公司億豪投資及億豪控股公司之人頭負責人，更何況百尺竿頭公司的負責人應為王佶。又按證交法第 180 條之 1 規定，原判決依刑法之規定諭知以罰金總額與一年之日數比例折算之易服勞役來計折算標準，也不符合前述規定。再者，檢方上訴主張認為此公開收購全屬虛構，卻和起訴書所載的事實所有不同，如檢察官以公開收購案之股價偏離收購價、資金來源不明且以假資金證明搪塞、許金龍主導公開收購、公司債合約不實、刻意訂定較難成就之應賣條件、被告許金龍有維持股價之壓力等語，因而認定本次公開收購本質上是虛假的，雖有其見解之處，但檢察官並未就其所謂本件公開收購股價偏離收購價的部分加以為說明，並提出與之相當的證據，就以公開收購案若最終破局的結果，顯然不利於樂陞公司的聲譽，甚至於因此波及股價，所以高院認為被告許金龍找來王佶投資樂陞公司，無非要激勵樂陞公司股價，或是維持樂陞股價於不墜，殊難想像許金龍會去主導虛假的公開收購案件，以促使自己與樂陞公司的重大損失；更何況要設計一個假的收購案件，找日本人樞堃由昭便足以促成，何必因王佶的加入造成必須偽以王佶持有「公司債」的方式來申請投審會許可。

最高法院則認為，前審判定被告許金龍為維持樂陞公司之股價於不墜，與王佶、樞堃由昭、林宗漢共同謀議，由樞堃由昭對外宣稱將出資 20%，百尺竿頭公司、億豪投資及億豪控股公司均由許金龍實質掌控，卻創造出樞堃由昭有意公開收購樂陞公司之假象，使人誤信公開收購方為百尺竿頭公司，然而前審並未明白認定所謂違反證交法第 20 條第 1 項規定的「公司」，究竟是指樂陞公司、百尺竿頭公司、億豪控股公司或是億豪投資公司？綜而言，仍有部分爭點高院尚未釐清。

第四款 內線交易以及炒股（或操縱股價）

被告許金龍於 2016 年 5 月 15 日便已知悉百尺竿頭公司將對樂陞公司進行公開收購，其卻基於違反內線交易規定的犯意，於同年 5 月 16 日至 5 月 31 日的期間向金主墊款而持續買賣操作樂陞公司股票，以進行股票套利的違法行為。又被告許金龍、鄭鵬基、楊博智與共犯蔡明宏（未經檢察官起訴）使用假人頭的證券帳戶，自 2015 年 6 月 1 日起至 2016 年 8 月 30 日公開收購破局止的期間內，由被告許金龍、鄭鵬基（已

於 2016 年 1 月 5 日退出)、楊博智、共犯蔡明宏共同以連續高買、連續低賣、相對成交及其他影響有價證券價格的手段,換言之,即是以人為手段藉以操縱樂陞公司股價,促使造成樂陞股價交易活絡的表象,誘使其他投資人買賣樂陞公司股票,以間接使得樂陞公司股價維持在特定的價格區間,以利被告許金龍在該公司股票發行面及證券市場交易面得以牟取不法利益。

就各級法院見解的部分,一審法院認為被告許金龍於公開收購案件消息公布後,旋即向金主墊款所持有樂陞公司股票,於次一交易日(即 2016 年 6 月 1 日)大量出售持股;又於同年 7 月 22 日投審會公告審查通過且公開收購條件成就其一後,次一交易日(即 7 月 25 日)開始,被告許金龍集團帳戶就開始大量出售股票予投資人,換言之,此可見被告許金龍趁機利用「公開收購消息曝光」以及「條件成就其一」等利多消息公布後,大量出售手中樂陞公司股票藉以牟利。其次,就內線交易消息成立時間的認定部分,法院認為被告許金龍在 2016 年 5 月 15 日時確認此次收購案相關的籌備行為,如由被告林宗漢積極委託中銀法律事務所、中信證券辦理公開收購案;以及由被告潘彥州負責規劃此次收購交易的架構;或是對樂陞公司發動公開收購的大致數量、大致價格等,故 2016 年 5 月 15 日為本次收購內線消息成立時點。又被告許金龍基於先前早已委託被告楊博智等人操縱樂陞公司股價的意思,於發動公開收購消息確定後迄至公開前之 105 年 5 月 16 日至 5 月 31 日間,仍持續委託操作樂陞公司股票,由於上述股票交易的權益歸屬既均屬於被告許金龍,則被告許金龍違法進行內線交易行為已臻明確。

就上開所述,二審認為被告許金龍以一行為而違反證交法第 157-1 條第 1 項第 1 款內線交易禁止規定,以及違反證交法第 155 條第 2 項、第 1 項第 4、5、7 款的相關規定,係一行為觸犯數罪名之想像競合犯,故從一重論以情節較重之違反證交法第 155 條第 2 項、第 1 項第 4、5、7 款於證券商營業處所買賣有價證券,意圖抬高、壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格,自行或以他人名義,對該有價證券,連續以高價買入及以低價賣出之規定,應依證交法第 171 條第 1 項第 1 款規定處斷。但至最高法院,其認為前審尚未說明就許金龍連續以高價買入或低價賣出之行為,如何導致該股票在市場買賣競價上產生異常? 以及如何影響所謂的股價異常? 前審所提的盤中成交價振幅、成交價漲跌百分比、盤中週轉率、收盤價漲跌比等重要因素,並不是本案所為的必要說明,以致究竟依憑何項交易規則或標準,認定被告許金龍的股票交易

行為已有異常，且其行為足以影響股市價格或秩序，因而具有操縱股價的意圖，仍待加以說明。



第五款 許金龍等人以不實憑證侵占樂陞公司款項

被告許金龍為履行其個人支付被告李柏衡到職簽約金的承諾，藉由不實「仲介服務費」名義出具不實「暫付款」申請單，而從樂陞公司公款中匯款新臺幣 350 萬元予鄭鵬基，其再由依據許金龍的指示，轉匯款至指定帳戶以充作被告李柏衡購買樂陞公司股票之股款，並且由被告鄭鵬基以「新基金公司」的名義開立不實統一發票向樂陞公司報帳核銷，而以此方式挪用樂陞公司資金，卻供作許金龍私人用途。

就各級法院見解的部分，一審法院認為從相關事證來看，該筆 350 萬元匯款並非「居間報酬」，而是「提供鄭鵬基為完成居間所支出之必要費用」，且由上開「居間合約」的條款記載內容，無法直接看出如何計算出樂陞公司所支付額度為 350 萬元的所從依據為何，是以法院進一步認定被告許金龍、李柏衡共同以由樂陞公司支付新基金公司不實的「服務費」手法，另由被告許金龍商請具有幫助犯意之鄭鵬基提供新基金公司帳戶，造成侵占樂陞公司 350 萬元款項，並使得樂陞公司不知情的財務會計人員，因此在樂陞公司依法製作之傳票、帳冊上為不實記載，上述之犯罪事實均已證明，是以應依法論科。

然而，高院二審認為原判決不妥有：被告鄭鵬基是在 350 萬元之款項匯入新基金公司帳戶之後，才得以知悉該款項是「過水」用的，因而起意參與此犯罪行為。原判決卻認定被告鄭鵬基在樂陞公司匯款前，是基於與發行公司負責人共同於帳簿、傳票為虛偽記載之犯意共同虛偽記載帳簿及傳票，此部分之認定，並未依據證據推論得出；且本件侵占之構成要件行為除被告許金龍、李柏衡的匯出行為外，應還包含鄭鵬基依指示匯出行為，再者，由於被告鄭鵬基已實施侵占的構成要件行為，即便其是基於幫助犯意而為犯行，則仍應構成業務侵占罪的共同正犯。其次，再查此部分業務侵占的所得 350 萬元，也因經許金龍與樂陞公司達成和解而有部分已返還樂陞公司，原審判決未及審酌上情而於量刑中考量，仍有判決不洽當之處。至於最高法院的部分，法院認為前審未經詳查審酌，就直接認定該 350 萬元，全歸於被告許金龍侵占取得，也就尚未償還樂陞公司的 145 萬元，是以應再進一步單獨就許金龍宣告沒收及追繳，作一裁

判。



第六款 涉有財報不實或美化樂陞財報

就樂陞公司 2014 年財報不實的部分，被告許金龍為美化樂陞公司其申報及公告的財務報告內容，其與由所實質控制的龍門公司負責人（林大鈞）簽立不實合約，約定將以美金 210 萬元(折算新臺幣為 6,960 萬元)的代價，將樂陞公司自行開發之「Sgame」（海盜戰記）遊戲財產轉讓與龍門公司，及以美金 150 萬元（折算新臺幣為 4,430 萬元）代價，將「Weapons of Mythology」（WOM）遊戲之 12.5%權利出售予龍門公司。換言之，被告許金龍安排此事所有的相關金流，由其掌控之 VBL 公司匯款給龍門公司，龍門公司匯款至樂陞公司以充作此事的價金，但當該筆款項被充作樂陞公司支付予同步公司之「保證金」的一部分時，其最後仍轉匯回 VBL 公司。然而，之後樂陞公司財務人員據此作成需增營收之財務報告，且並未揭露此關係人交易於財報之中。其次，就樂陞公司 2015 年財報不實的部分也採同樣之手法，許金龍再次與龍門公司負責人簽立不實合約，約定以 240 萬美金代價，將 Fantasy Lore 手機軟體遊戲授權予龍門公司，之後樂陞公司財務人員據此作成虛增營收之財務報告。而被告許金龍辯稱樂陞公司出售這三款遊戲給龍門公司，有收足所有價款，故此為真實的交易；次按財務報告編製準則第 18 號規定，被告許金龍並不符合所謂「關係人」的定義，換言之，即便起訴書所言資金提供者為許金龍，但資金提供者並非認定「關係人」之基準；再者，依法院見解，財報不實須符合「重大性」基準，而本案上開交易並非假交易，而且就此對財報所影響金額來看，2014 年度的樂陞財務報告中，處分 Sgame 無形資產利益僅有 4100 多萬元，處分 WOM 投資利益甚至僅為 800 多萬元，又 2015 年度財務報告中，出售 Fantasy Lore 收益為 7000 多萬元，均未達到 1 億元標準，故無論是以「質性標準」或「量性標準」均未達重大的程度。

就各級法院見解的部分，一審法院認為上開「海盜戰記」等三款遊戲，是由被告許金龍安排以「收購不良資產」名義，要求龍門公司與其簽約，換言之，龍門公司並無購買該等遊戲之真意，也從未支付契約上記載的價金；又龍門公司未有營運或轉授權相關遊戲以獲取利益之能力，純屬實質受控於被告的紙上公司，因此判定樂陞公司在簽立上述授權合約之前，不僅未評估龍門公司有無大規模營運、行銷的意願或是能力，

甚至於也沒評估先前龍門公司取得「海盜戰記」、「WOM」遊戲之後，是否具有營運的實績，更何況簽約之後也完全未見樂陞公司追究龍門公司的違約責任，益徵上開合約單純僅為美化帳面而製作，並不實在。其次，二審高等法院認可前審之判定，並進一步提出，被告的辯護人雖辯稱：該等遊戲之出售既使樂陞公司受有利益，則一般理性投資人因以獲利為首要考量，故即便知悉此財報認列係屬不實提列，也不會影響其等對樂陞公司之價值衡量，換言之，此未達重大性之「質性標準」等語，但高院認為既已認定前述交易均為虛假交易，就無對公司有利或不利而論，辯護人以該交易即便虛偽，投資人也能接受為由，辯稱該等財報不實，不具備重大性云云，實難認可採。

第七款 非法發行可轉換公司債

許金龍利用人頭圈購樂陞四、樂陞五共計 5,984 張，交由遠東銀行拆解為 CBASO，再以林宗漢等人頭購買後，陸續以現金方式提前履約，樂陞四部分獲利 5,080 萬 4,730 元；樂陞四及樂陞五之擬制獲利為 6,214 萬 9,250 元。就各級法院見解的部分，一審法院認為被告許金龍自始計畫以利用人頭直接圈購樂陞公司所發行可轉換公司債或購買可轉換公司債選擇權部位，藉此牟取個人利益，本身係屬於違規認購的行為，但就可轉換公司債發行過程中，倘若被告所提出之申請書、公開說明書或相關文件中，所提供給有意參與詢價圈購的投資人之資訊，只要係為真實，就無法認為在發行上開有價證券過程中有何「虛偽、詐欺或足以使人誤信之行為」。又被告許金龍有利用可轉換公司債建立持股部位，搭配利用內線交易或炒作樂陞公司股票以牟取其個人利益，但其建立持股部位的行為，倘無違反現行法規範，僅可謂炒作股票而破壞證券市場交易秩序之附隨或是預備行為而已，就應依內線交易、操縱有價證券等規定依法論科，而非任意擴大證券詐欺罪及刑法背信罪的解釋，而對被告許金龍「建立持股部位」之行為科處刑罰，也恐有重複評價其不法行為之疑慮；更何況就被告許金龍本身，其有可能先將樂陞公司股價炒低後，再以自己或他人之名義，由次級市場取得樂陞公司可轉換公司債，故未必需要向券商圈購可轉換公司債，或向拆解機構認購拆解後的選擇權部位。最後，地院對此提出修法建議，認為現行法對於公開發行公司發行可轉換公司債的規範似有缺漏，但此應由主管機關儘速檢討並研議是否應以法律規定明文禁止證券商及銀行配合發行公司進行可轉換公司債之拆解，或禁止由發行公司提供投資可轉

換公司債的投資人，並明定其違反的相關罰則，簡言之，針對此項犯罪事實，法院判定無罪。

再者，二審高院則認為樂陞公司的公司債發行，是依據其董事會的決議而執行，故樂陞公司所提申請書、公開說明書，或其他提供予有意參與詢圈之資料，諸如：發行總額、發行價格以及票面利率等與該項商品相關之資訊均有揭露，且事後也有實際執行，換言之，高院認為起訴意旨認發行人樂陞公司係「虛偽發行樂陞公司可轉換公司債」，應有所誤解。又認為參與詢價圈購之人，在其投資時所作成投資判斷之依據，主要是依發行人所製作的公開說明書，換言之，公司內部人既然全然明瞭公司內部各項財務狀況，就不可能在詢圈的過程中產生有誤信公開說明書的情形，公司內部人自行尋找金主來購買公司債，並允許其將出售利益歸於公司內部人，或允許其以出售遠東銀行後再安排人頭購買遠東銀行拆解後的公司債之選擇權部位，因此若於此情形下，做成買賣決定的人既為公司內部人所安排，換言之，就此買賣本身並沒有任何一方因資訊不對等，而有受到詐欺之疑慮；而參與詢圈之人既然都不是無償取得承銷的有價證券款項（此按承銷價格支付），且證券承銷商也是依其與發行人所議定的包銷報酬及手續費，誠如前述，無論是圈購人、發行人或證券承銷商，沒有任何一方因此受到損害，當然就無法構成證交法第 20 條第 1 項之規定。雖然，公司內部人利用他人參與詢價圈購之行為，並不符合承銷或再行銷售有價證券處理辦法第 43 條準用第 36 條第 9 款的規定，惟須留意的，該等辦法僅屬規範證券商之自律規範，尚不得因承銷證券商未依上開自律規範拒絕，或甚至予以配合即認定內部人、證券承銷商主辦人均構成證交法第 171 條第 1 項第 1 款之證券詐偽罪。

第二項 小結

一、證券詐欺之刑事責任

依證交法第 171 條之規定，公開收購人買賣有價證券之行為若有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信者，處 3 年以上 10 年以下有期徒刑，得併科新臺幣 1 千萬元以上 2 億元以下罰金的刑責。然而，該條在解釋上，並未處罰過失犯，即無論行為人所為者係

虛偽、詐欺或其他使人誤信等行為，均須出於行為人之故意⁶⁸，否則不成立本罪（參照最高法院 105 年度台上字第 2144 號刑事判決）。惟此與民事責任多數認為包括重大過失或過失不同，然而本條與刑法第 339 條第 1 項詐欺取財罪行為人所為使人陷於錯誤之詐術行為之行為態樣並無不同，換言之，證券詐偽罪為刑法詐欺取財罪之特別規定（最高法院 107 年台上字第 2397 號刑事判決⁶⁹參照）。然而，觀諸上開判決，對於證券詐欺之刑事責任似乎不採重刑主義，本文認為此恐助長證券詐欺行為之發生，畢竟該立法意旨為特設刑罰以嚇阻不法。此外，有學者指出依我國現行證交法規定，違約交割且足達影響市場秩序者，相較於公開收購若收購期限屆滿而惡意毀約不交割，除非收購初始即為惡意不實而構成證券詐欺、股價操縱等不正行為，否則將無刑事責任或處罰，因此現行證交市場和公開收購之違約不交割的相關規範似有不平衡之情形⁷⁰，本文贊同其見解，蓋若無刑罰恐無法嚇阻該不正行為之發生。

二、公開收購股權與內線交易禁止

按證交法之規定，公開收購股權的消息為重大影響股東對股票價格判斷之訊息，且若消息已公開固無內線交易之疑慮，但若未依規定申報前所買進股要或具有股權性質有價證券，則除了構成違反未依規定公開收購股權的相關刑事責任，是否構成觸犯內線交易禁止的規定不無疑義，此從樂陞刑事判決亦可得知。再者，由於公開收購價格通常會以溢價當時之股價，即收購股份之價格高於有價證券之市價，然而收購過程開始著手規劃時，也會經過相關公司經營團隊之討論，所以不少人會知悉公開收購之相關消息，若在公開收購過程尚未宣布前買進目標公司之股票以進行宣布消息後之套利，即屬於內線交易之不正行為。申言之，除了證交法第 157-1 條之規定，明訂禁止內部人利用公開收購相關重大消息以外，按管理辦法第 13 條之規定，公開收購決定之日

⁶⁸ 參見劉連煜（2019），《現代證券交易法實例研習》，增訂 16 版，頁 360，台北：元照。

⁶⁹ 參見最高法院 107 年台上字第 2937 號刑事判決：「按證券詐偽罪之成立，只要一有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為者，即足當之，不以發生特定實害結果為必要，係抽象危險犯，而非實害犯。本罪雖與刑法第 339 條第 1 項詐欺取財罪以行為人之詐術須使相對人陷於錯誤為其成立要件之結果犯不同，惟證券詐偽罪係以行為人所為虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之詐偽行為而為有價證券之募集、發行、私募或買賣為其要件，與刑法第 339 條第 1 項詐欺取財罪行為人所為使人陷於錯誤之詐術行為之行為態樣並無不同，證券詐偽罪為刑法詐欺取財罪之特別規定。」

⁷⁰ 參見洪秀芬（2017），〈從樂陞公開收購案談目標公司股東權益之保障〉，《台灣法學雜誌》，315 期，頁 51-52。



起至申報以及公告日前，若因職務或其他事由知悉與該次公開收購相關之消息者，均應謹守秘密。觀諸前述管理辦法之規定，似較證交法第 157-1 條規範範圍更廣，但似乎也存有不确定法律概念之解釋空間。再者，按管理辦法第 10 條之規定：「公開收購人依本法第 28-2 條規定買回其股份者，其依公司法第 369-1 條規定之關係企業或董事、監察人、經理人之本人及其配偶、未成年子女或利用他人名義所持有之股份，於公開收購人買回本公司股份之期間內不得應賣」，似也有避免公開收購過程涉及內線交易之情事的發生。至於在公開收購方面，觀諸近年法院案例涉及內線交易之公開收購案並不多見，除非公開收購人一開始就以此公開收購作為幌子，本文認為這應與我國公開收購制度對資訊揭露義務的要求較高，故降低其涉及內線交易之可能。最後，因併購交易具有「尚未發生但可能會發生之特性」，而學說見解對內線交易中的重大消息之認定要件，除該消息須有「重大性」之外，也須要符合「明確性」之要件。申言之，作為判斷是否為重大消息之標準，在合意併購或是敵意併購均無不同，所不同之處在合意併購須從合併協商過程中加以觀察消息成立時點，然而若為敵意併購則須從併購方公司內部的決策過程與行為去作判斷。本文認為在公開收購的模式下，應有適用該判斷基準之可能，換言之，若為敵意併購下的公開收購模式，判斷是否成立重大消息，也可從收購方公司內部決策過程與行為作判斷。

第三節 民事判決分析

第一項 公開收購違約之民事賠償

百尺竿頭公司公開收購樂陞公司普通股，卻於公開收購條件成就後不履約，財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心（下以「投保中心」稱之）基於保障證券市場投資人的相關權益，故受理與百尺竿頭公司成立公開收購契約之應賣投資人授權登記，並隨之提起民事團體求償訴訟⁷¹，換言之，有關樂陞案民事判決的部分，主要原告係為

⁷¹ 根據投保中心受理樂陞公司證券詐欺案（涉及編製、公告公司不實財報及公開說明書、操縱股價及內線交易等不法行為）的條件，有下列：1. 普通股買受人：自 2014 年 11 月 14 日起（含）至 2016 年 8 月 30 日（含）止於市場買入樂陞公司普通股，經扣除於前開期間內賣出樂陞股票所獲利益，仍受有損害的善意買受人；2. 普通股持有人：自 2009 年 5 月 20 日（含）起至 2014 年 11 月 13 日（含）止於市場買入

投保中心，其提起兩件民事訴訟，一為針對百尺竿頭公司公開收購違約案，案號為臺北地方法院 106 年度金字第 22 號民事判決；另為針對樂陞公司以非常規交易處理 TP 公司股權售回案，案號為 107 年度金字第 58 號，為聚焦公開收購制度之探討，本文以前者為主要民事判決探討。

誠如前述，本判決之原告為投保中心，被告則有百尺竿頭公司、MEGA CLOUD VR INVESTMENT LTD. (BVI)⁷²及其共同法定代理人樞堃由昭。就訴訟實體部分，投保中心主張百尺竿頭公司提出系爭公開收購要約後，便已授權投資人提出樂陞公司股份應賣時，應為契約之承諾，故收購契約成立。其次，嗣公開收購條件成就，且該收購期間屆至，該收購契約也即生效。是以，依照該收購契約，百尺竿頭公司給付收購價款的清償日為同年月 26 日，換言之，依民法第 229 條第 1 項之規定，訂有確定履約期限的債務，而百尺竿頭公司未於清償期給付交割款項，此已構成給付遲延，是以原告可依民法第 199 條第 1 項以及第 367 條請求被告賠償。又主張樞堃由昭並無公開收購的真意也無增資承諾，故其虛偽記載於公開收購說明書，應依證交法第 43-4 條準用第 32 條第 1 項，負連帶損害賠償責任。再者，百尺竿頭公司片面停止公開收購，並利用私募以及公開收購方式，來藉此證券詐欺以獲利，亦違反證交法第 43-4 條第 3 項和民法第 184、185 條等規定，是以依公司法第 23 條第 2 項請求樞堃由昭負連帶賠償責任。

法院最後認為上述原告所主張事實均為真，且被告也未於言詞辯論日到場爭執，故依民法第 184 條與 185 條第 1 項規定，認為被告樞堃由昭負連帶賠償責任。其次，按證交法第 43-5 條第 1 項、第 43-4 條、第 32 條第 1 項以及第 20 條第 1 項和第 3 項的規定，此公開收購惡意違約應負相關賠償責任，換言之，法院認為公開收購人未符合停止公開收購之條件，且該公開收購說明所記載亦有虛偽或隱匿之情事，導致投資

普通股，且前開買入股票持有至 2016 年 8 月 30 日（含）止未予賣出之善意持有人；3.樂陞六可轉債買受人：自 2016 年 3 月 2 日起（含）至同年 8 月 30 日（含）止於市場買入樂陞六可轉債，經扣除於前開期間內賣出樂陞六可轉債所獲利益，仍受有損害的善意買受人；4.樂陞六可轉債認購人：於 2016 年間樂陞六可轉債承銷期間，參與初級市場認購並完成繳款，且前述認購可轉債持有至 2016 年 8 月 30 日（含）止未予賣出的善意認購人；5.內線交易期日從事相反買賣的善意投資人：自 2016 年 5 月 16 日（含）起至同年 5 月 31 日（含）間等 12 個特定交易日（其中一日即可）於證券市場賣出樂陞公司普通股的善意投資人，參見投保中心最新消息公告（2017 年 4 月 6 日），載於：<https://www.sfipc.org.tw/MainWeb>（最後瀏覽日：07/31/2020）。

⁷² 依民事訴訟法第 40 條第 3 項規定，非法人團體若設有代表人或管理人，具有當事人能力；且未經認許成立的外國法人，雖然不能認定其為法人，但仍不失為非法人團體。又前述非法人團體設有代表人或管理人，依該條的規定，自有當事人能力，且無論其在國內是否設有事務所或營業所也不影響（最高法院 50 年台上字第 1898 號判例意旨參照）。

人受有損害。再者，依公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 2 條規定，所謂「公開收購」，應指公開收購人不經由證券流通市場，而直接向公司股東公開出價收購其持股之行為。然而證交法所稱之「買賣」，本來就不限於在集中交易市場或證券商營業處所買賣（證交法第 9 條於 77 年 1 月 29 日刪除之立法理由參照），綜言之，該公開收購的行為應包括在證交法第 20 條第 1 項規定之「買賣」範圍內，故也受其相關規定，若違反其規定而致使善意取得人或出賣人因而所受的損害，則應負賠償責任，據此，法院裁判被告應負賠償責任。

第二項 小結

從證交法規範之立法意旨來看，其目的為讓資本市場得以公平與健全發展，故其立法規範，特別重視於證券市場的交易與管制規範是否能防止證券詐欺之情事發生⁷³。申言之，涉及市場資本與公開發行公司經營權變動的公開收購制度資訊揭露制度規範就相當重要，故除了證交法要求有規定公開收購須製作「公開收購說明書」外，也另行規定「公開收購說明書應行記載事項準則」，以強制要求公開收購說明書應揭露的重要訊息，例如公開收購的目的以及財務狀況。此外，按證交法第 43-4 條第 3 項規定，「（證交法）第 31 條第 2 項及第 32 條之規定，於第 1 項準用之」，是以倘若發行的公開說明書不實，須負相關賠償責任，蓋公開收購說明書對於應賣人來說是相當重要，說明書中所揭露訊息攸關著投資人作出投資決定，也就是公開收購人除了有交付公開收購說明書義務外，若該公開收購說明書有任何不實陳述，則該民刑事責任等同在公開發行說明書為虛偽陳述⁷⁴。

然而，須進一步探究的是，公開收購說明書上所列之「收購人支付能力」是否係屬證交法第 32 條所指的「主要內容」？蓋證交法第 32 條所言的「主要內容」，學說與實務見解均採認美國證交法的「合理投資人判斷準則（the reasonable investor test）」⁷⁵。

⁷³ 參見吳光明，前揭註 32，頁 91；立法院公報處（2002），《立法院公報》，91 卷 10 期 3206 號上冊，頁 413-414，台北：立法院。

⁷⁴ 參見劉連煜，前揭註 68，頁 205，台北：元照。

⁷⁵ 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁編（2018），《實用證券交易法》，修訂 5 版，頁 421-434，台北：新學林；劉連煜，前揭註 68，頁 354-371。學者劉連煜認為該重大性可從確定事件以「是否可能影響理性投資人之投資判斷」為判準；於不確定事件（如併購案仍在談判中）則以「發生可能性」、「事件影響性」

換言之，若該投資資訊對於合理投資人而言，會影響其投資判斷，即就具備重要性，則也就可被視為證交法第 32 條所稱之「主要內容」。因此，若套用該判斷基準於在本樂陞案上，本文認為該「公開收購人之支付能力」對於投資人決定是否應賣顯具相當重要性，因故此該公開收購說明書對於履行支付收購對價的說明應屬該證交法第 32 條所言的之「主要內容」。

來綜合判斷；參照臺灣臺北地方法院 91 年度重訴字第 1447 號判決：「原告所指述之記載非屬公開說明書之『主要內容』：我國證券交易法並未對『主要內容』加以定義，參酌英國法與美國法，是以該內容是否具有「重大性(materiality)」做為判斷標準。是否具有『重大性』是以『謹慎投資人在判斷投資時所需之資訊為主要核心』...，而原告指述公開說明書虛偽隱匿不實之處，皆為其等就公開說明書斷章取義錯誤認知而來，其指摘與事實不符，且該內容並不具『重大性』，非屬『主要內容』。」

第四章 樂陞案發生後制度調適



第一節 證券交易法的修正

綜觀百尺竿頭公司收購樂陞公司案，鑑於百尺竿頭原預計取得樂陞公司股票總數已達現行公開收購（強制收購）標準，故其依法進行申報並公告，而該案業已取得經濟部投資審議委員會核准，換言之，該公開收購程序均符合當時制度之規範，而問題出在當百尺竿頭公司於收購期間屆滿，卻未能依照原公開收購說明書所登載的時間進行支付收購對價，又加上股價連續大幅下跌，以致百尺竿頭公司惡意不支付交割款項，導致該公開收購案正式破局。再者，依當時證交法及公開收購法令之規定，公開收購一旦啟動，除非主管機關或金管會核准，否則不能中途停止；又當時法規尚無規範交付款項之來源揭露，且也明文禁止公開收購人變更公開收購說明書所載之支付收購對價時間、方法或地點等。由於樂陞收購案破局，樂陞股票隨之暴跌，致使投資人損失更為加重，各界對公開收購制度規範有所檢討，並且呼籲修正相關法令規範。直至 2016 年 11 月 18 日立院第九屆第二會期第十一次會議，通過證交法與相關公開收購條文修正，例如證交法第 43-1 條第 2 項；金管會同時從其母法修訂，如金管證交字第 1050045020 號令修正，並發布「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」以及「公開收購說明書應行記載事項準則」（下稱「記載準則」）修正。

誠如前述，樂陞案引起各界對公開收購制度檢討之聲浪，就立院修正公開收購制度之提案來看，與公開收購制度相關，有：1.賴士葆等 21 人擬具證交法第 43-1 條修正草案；2.親民黨團擬具證交法第 43-4 條修正草案；3.時代力量黨團擬具證交法第 43-4 條以及第 43-5 條修正草案；以及 4.曾銘宗等人提案修正證交法第 43-1、43-4 以及 174 條修正草案⁷⁶。但有關出具確認書之具承銷商資格之財務顧問準用證交法第 32 條規定，以及課予證券承銷商之刑事責任的部分（即於證交法第 174 條增列）仍存爭議，經過立院財政委員會審查後，最終提報賴士葆等 21 人擬具證交法第 43-1 條修正草案至院

⁷⁶ 參見立法院第 9 屆第 2 會期財政委員會第 12 次全體委員會議紀錄，《立法院公報》，105 卷 88 期 4385 號，頁 441-504。

會三讀⁷⁷，最後於 2016 年 11 月 18 日修正通過，修正證交法第 43-1 條第 2 項前段為：「不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人為公開收購公開發行公司之有價證券者，除下列情形外，應提出具有履行支付收購對價能力之證明，向主管機關申報並公告特定事項後，始得為之」。觀諸證交法第 43-1 條之修正理由，此次修正係針對資訊揭露透明度進行加強，其中又以公開收購人資金來源甚為重要，例如公開收購人資金是否為自有資金、有無向金融機構借貸、或有無擔保等，並宜由金融機構等第三方出具資金來源文件加以確認或證明。是以，爰修訂該條第 4 項，明定將「公開收購人公開收購資金來源之確認或證明文件」增列授權由主管機關另以辦法定之，此即為後續的公開收購管理辦法及準則修正。就立法規範密度而論，此授權於子法規範應屬合宜作法，也較具規範彈性。

然而，前述親民黨團提案修正證交法第 43-4 條，按其提案說明係為強化公開收購人的義務，除要求公開收購人應出具履行支付收購對價能力的證明外，也應明確配合將保證金制度一併納入該條之規範，蓋希冀藉由增訂證交法第 43-4 條第 2 項公開收購保證金制度，且要求其匯入指定專戶的期程則授權由主管機關定之，以提高該公開收購成功的預見性；另外該提案也提及為消弭公開收購說明書適用該條第 5 款中「其他有關業務文件」適用上之疑義，爰將公開收購說明書列為如有虛偽之記載即符合同條刑事責任規範之情事，換言之，將其同時明定刑事責任，故擬配合修正證交法第 174 條第 1 項第 5 款⁷⁸，不過該項提案目前仍交由立院的財政委員會審查中。就該提案內容而言，本文部分贊同該作法，蓋若能建立保證金制度，對於應賣人是有預見成功收購的可能性，但保證金的金額是否依產業規模訂有不同之上限，則可在立法選擇上作一考量，因就公開收購制度本身仍應回歸鼓勵採用該方式，倘若無論產業規模大小，明訂太過高額保證金似有扼殺企業併購成長之美意。

再者，就時代力量黨團的提案而言，按其提案說明與親民黨團雖大同小異，但本文認為該提案較能保障應賣人之權益，蓋其提案擬要求公開收購人提出履約保證，並進一步加以明定違約時的法律責任（該責任為民事賠償責任，且準用證交法第 20 條第

⁷⁷ 參見立法院公報處（2016），《立法院公報》，105 卷 87 期 4384 號，頁 96，台北：立法院。

⁷⁸ 參見立法院第 9 屆第 2 會期第 6 次會議議案關係文書院總第 1559 號委員提案第 19629 號，頁 255-260。

4 項)⁷⁹；此外，觀諸現行證交法對於成交卻不履行交割義務的行為，雖然已有在證交法第 155 條規定，但該規定就解釋上應僅限於在集中交易市場委託買賣的股票，也就是說該規範範圍並不及於公開收購的行為，將恐造成公開收購之違反交割義務，欠缺明文罰責而被架空，不過最終該提案交由立院財政委員會審查。最後，曾銘宗委員提案則涉及是否課予承銷商資格的財務顧問刑事責任的疑問⁸⁰，按該項提案修正說明證交法第 43-4 條第 3 項以及第 4 項文字，有關公開收購說明書不實之責任，現行第 3 項準用證交法第 32 條的規定，而為配合證交法第 43-1 條第 4 項修正草案，增訂公開收購說明書應記載之事項須檢附公開收購人具履行支付收購對價能力之證明，而有關出具確認書之具承銷商資格之財務顧問，在準用證交法第 32 條規定時，似恐有適用該條第 1 項第幾款主體的疑義，爰明定具承銷商資格的財務顧問準用第 32 條第 1 項第 3 款的資格。本文認為應仍待相關承銷法規有相應之配套後，再行修正證交法第 174 條，又倘若貿然課予承銷商資格的財務顧問相關刑責，似亦無法有效解決困境，但其相較一般投資人則較具判斷上的專業性，故較能判斷公開收購人是否足以支付此收購對價，故逐步修法調整其責任似無不妥，本文建議不妨先課予該承銷商業者的行政責任，蓋主管機關就行政監督上較能立即落實執行。最後，有學者指出樂陞案之後的法制發展突顯出財經法制中法律的無關緊要，此因早在立院修法通過證交法第 43-1 條之前，金

⁷⁹ 參見立法院第 9 屆第 2 會期第 5 次會議議案關係文書院總第 727 號委員提案第 19576 號，頁 193-198。

⁸⁰ 參見立法院公報處(2016)，《立法院公報》，105 卷 88 期委員會紀錄，頁 486-490，台北：立法院，此外該其提案一併修正證交法第 174 條，其提案修正理由謂：「一、現行證券交易法雖已規範公開收購說明書之主要內容如有虛偽或隱匿情事，相關人員將準用第三十二條規定負民事賠償責任，惟刑事責任部分未有準用第一百七十四條規定。而實務上本條第一款、第三款之適用對象僅限於募集有價證券之公開說明書，而公開收購說明書得否適用第四款或第五款中「其他參考或報告資料或有關業務文件」仍有爭議，為符合罪刑法定原則，爰修正第一項第三款文字，明定對於公開收購說明書之主要內容有虛偽隱匿時，得處以刑事責任。二、證券承銷商具有對發行公司之品質給予擔保，並具有詳加評估並證實發行公司相關資訊之有利地位，為確保證券發行之真實性，促使承銷商慎重調查公開說明書內容真實與否，應加強其查證之義務。對於募集有價證券公開說明書主要內容有虛偽、隱匿時，證券承銷商為本法第三十二條規範民事賠償責任之主體，惟其是否為本條刑事責任主體，實務上有爭議，如台東企銀案（台北地院八十七年度訴字第一三二五號、台灣高等法院九十年度上訴字第一〇一九號及最高法院九十二年度台上字 第四二五三號判決），認定第三款之處罰對象，係以發行人或其負責人、職員為限，不包含證券承銷商，原判定證券承銷商無罪，上開適用結果恐有民事、刑事責任適用不一致問題，爰明定證券承銷商為第一項第三款之責任主體。另配合增訂公開收購說明書不實之刑事責任，增列公開收購人或其公司負責人、職員、具承銷商資格之財務顧問等責任主體。而有關律師及會計師責任均規範於本條第二項，故不重複規範之。三、修正第二項第一款文字，有關出具公開收購法律意見書之律師，若其主要內容涉有不實時，屬本條第二項第一款之規範範圍。四、另辦理公開發行公司財務報告查核簽證業務之會計師，因審核公開收購資金來源所出具公開收購人具有履行支付收購對價能力之確認書，如有不實而造成公開收購說明書之主要內容有虛偽隱匿情事者，屬現行第二款規範，故無修正必要。」

管會便早已規劃修改公開收購管理辦法與公開收購說明書準則等相關法規命令草案。就此觀之，證交法的修正或許並不重要，真正的關鍵在於主管機關能否妥適運用各種管制手段來防範未然、避免問題發生⁸¹。



第二節 公開收購辦法及準則的修正

第一項 公開收購公開發行公司有價證券管理辦法

公開收購公開發行公司有價證券管理辦法係依據證交法第 43-1 條第 4 項規定之授權，於 1995 年 9 月 5 日發布，其間配合證交法 2002 年 2 月 6 日修正將公開收購制度由核准制改為申報制及實務運作等歷經八次修正。2016 年 11 月 18 日修正主要係由獨立第三方出具公開收購人具有履行支付收購對價能力之證明、強化被收購公司董事會及審議委員會成員的責任、公開收購支付收購、對價時間原則上不可變更，及強化公開收購資訊揭露等修正方向，就各規範行為人以及收購程序分述如下：

一、有關公開收購人之規範部分：

(一) 增訂公開收購人不得變更支付收購對價時間、方法或地點。但發生天然災害或緊急事故情事，不在此限（管理辦法修正條文第 7-1 條）。

依主管機關提出之公開收購公開發行公司有價證券管理辦法部分條文修正總說明（下稱「修正總說明」）之記載，本條修正係為避免影響應賣人權利，公開收購人應按公開收購說明書所載原預定日程進行支付收購對價，不得變更支付收購對價之時間，但參酌「有線廣播電視系統經營者天然災害及緊急事故應變辦法」之規定，除天然災害、或緊急事故情事發生，始得變更支付收購對價之時間、方法或地點，且上開情事之發生與消滅，由各相關主管機關依相關法令認定發布之。此外，本條亦與公開收購本身之定義相互呼應，蓋公開收購係指收購人在特定時

⁸¹ 邵慶平（2017），〈2016 年公司法與證券交易法發展回顧〉，《臺大法學論叢》，46 卷特刊，頁 1536-1539。

間內以特定的價格收購，又收購公司通常可藉由收購條件的擬定，取得對自己較為有利的優勢地位，故增訂其不得任意變更支付對價時間、方式或地點，以對應賣人較能有充分時間考慮是否參加應賣；且修正前本條僅規範參與應賣後之股東取得特別權利之事，此次修正擴及於應賣前股東的權益事項，對於應賣人之權益保障更加完備。

(二) 增訂公開收購人應提出具有履行支付收購對價能力之證明。公開收購如以現金為收購對價者，須經具有證券承銷商資格之財務顧問或辦理公開發行公司財務報告查核簽證業務之會計師採行合理程序，審核資金來源並出具收購人具履行支付收購對價能力之確認書，或由金融機構提供履約保證，以確認收購人有足夠資金完成公開收購（管理辦法修正條文第 9 條）。

依修正總說明之記載，本條修正係參酌英國「公開收購規則」24.8 規定及香港「公司收購、合併及股份購回守則」3.5 規定，倘若公開收購要約如以現金為對價，應檢具由適格第三方（Appropriate Third Party），如財務顧問等，出具之確認書（Confirmation）以確認收購人有足夠資源（如現金或銀行借款承諾等）完成公開收購。且受託財務顧問有責任且須採行合理程序（Reasonable Steps）確認收購人財力得以支付價款，以現金為收購對價，所稱具有履行支付收購對價能力之證明，包括由金融機構出具指定受委任機構為受益人之履約保證、財務顧問或會計師採行合理程序評估公開收購人之投資能力及財務資訊（例如 KYC，查證資金安排及最終資金來源等）對公開收購資金進行查證後出具確認書。此外，本文認為本條之修正係呼應時代力量黨團以及親民黨團對修正證交法第 43-4 條修正提案，尤其是履約保證制度，金管會也曾於立法院會議表示有關履約保證事項，擬增訂在管理辦法以及應行記載事項準則⁸²，而暫不會提高至法律位階。

(三) 增訂公開收購人應公告及申報事項包括，條件成就前公開收購人取得其他主管機關准駁文件、收購對價已匯入受委任機構名下之公開收購專戶，及條件成就後應賣數量達到預定收購最高數量公告及申報義務，以提供股東應賣決策參考（管理

⁸² 參見立法院公報處（2016），《立法院公報》，105 卷 71 期委員會紀錄，頁 281，台北：立法院。

辦法修正條文第 19 條)。

依修正總說明之記載，本修正係為提供股東應賣決策參考，除原規定公開收購條件成就之時點外，又增列三項事實發生日之資訊即時公開，即：1. 公開收購人取得其他主管機關同意或不反對文件之時點；2. 本次收購對價已匯入受委任機構名下公開收購專戶之時點；3. 若屬於非百分之百全數收購之案件，條件成就後，應賣數量達到預定收購數量上限之時點，藉以增加資訊之透明度，用以消弭資訊未公開衍生之疑慮。由於公開收購為吸引目標公司股東參與應賣，通常公開收購價格會高於市場行情，但公開收購有預定的收購數量，換言之，倘若全部應賣之股份數量超過預定最高收購數量時，收購人應按同一比例向應賣人收購，此時原先參與應賣股數恐無法全數賣出，或是該公開收購因經其他主管機關，例如公平交易委員會或是經濟部投資審議委員會審核未通過，此即應賣人判斷是否參與應賣之風險考量，故為降低這風險實則端賴於該公開收購案資訊的即時公布，本文認為此應為本條修正理由之一。

二、有關被收購公司之董事責任的部分：

- (一) 為加強被收購公司董事會及審議委員會責任，明定應就公開收購重要資訊查證，包括收購人身分與財務狀況、收購條件公平性及收購資金來源合理性，並據以作成建議提供股東參考（管理辦法修正條文第 14 條）；為利被收購公司及審議委員會查證情形作業，有關提出回應期間修正為 15 日（管理辦法修正條文第 14 條），且考量審議委員會之查證情形及審議結果對董事會之決議具重大資訊參考價值，應提報董事會（管理辦法修正條文第 14-1 條）。

依修正總說明之記載，就管理辦法修正條文第 14 條的部分，該條係為加強被收購公司董事責任，例如董事會應針對公開收購重要資訊增列查證收購人身分與財務狀況、收購條件（價格或換股比例）及資金來源合理性的揭露事項，均須作成建議並且提供股東參考，甚至於即使無法查證也應說明具體之原因。另外，配合增列應查證揭露事項，為給被收購公司較長之查證時間以利向股東說明其立場，爰修正被收購公司提出回應期間為 15 日（前次修正回應期間為 10 日）。然而，本條最初訂立僅規範公開收購人違反交付公開收購說明書之義務時，對於善意之相

對人因而所受之損害，應負賠償責任⁸³；而之後歷經七次修正，現已改為針對被收購公司的董事會以及審議委員會責任作一規範，且較能事前預防該公開收購能夠順利進行，而不是以公開收購案事後失敗破局才來損害賠償。

- (二) 董事會議事錄亦應將董事同意或反對之明確意見及其所持理由列入，以釐清權責；並增訂審議委員出席及開會相關之程序規範，以利遵循（管理辦法修正條文第 14 條、第 14-1 條）。

依修正總說明之記載，本條修正係為釐清董事的權責，董事會議事錄應將董事同意或反對之明確意見及所持理由列入，並且為瞭解董事會如何踐行查證程序，明定須完整揭露已採行之查證措施及相關程序，例如若有委託專家出具意見書也應併同公告。次按第 14-1 條修正規定，明定董事會遴選獨立董事外之審議委員資格條件證明，亦應一併公告，以強化資訊公開；其次，考量審議委員會之查證及審議結果對董事會之決議具重大資訊參考價值，且應為董事會之先行政程序，爰查證情形及審議結果應提報董事會。另審議委員應親自出席委員會，不得代理出席，其出席方式準用「公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法」第 7 條第 2 項規定。誠如上開所述，若該審議委員會所作之審查結果最後遭到董事會所否決，該以哪個審議結果及建議公告給被收購公司股東知悉？本文認為此似為本條規範之疏漏。再者，依管理辦法第 14-1 條規定，該審議委員成員之資格應符合「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」第 2 條及第 3 條的規定，換言之，被收購公司的審議委員會須遵循利益衝突迴避之義務，意即不得與併購交易相對人為關係人，或是有利害關係而足以影響獨立性。

三、有關受委任股務機構之管理的部分：

- (一) 為強化受委任機構辦理公開收購股務事務之管理，受委任機構應設立專戶辦理款券收付且專款專用；

⁸³ 參見「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」（1995 年 9 月 5 日訂定）第 14 條：「公開收購人應於應賣人向前條受任機構交存有價證券時交付公開收購說明書。違反前項之規定者，對於善意之相對人因而所受之損害，應負賠償責任。」



(二) 並對於公開收購交易應負有善良管理人之注意義務，且規範其最近一年內未有因公開收購業務經金管會處糾正以上處分之消極資格條件；

(三) 為增加應賣人參與公開收購之便利性，及增進市場交易之效率，放寬應賣人得透過保管銀行交存有價證券（管理辦法修正條文第 15 條）。

依修正總說明之記載，本條修正係為明定受委任機構辦理款券收付應設立專戶且專款專用，並對於公開收購交易應負有善良管理人之注意義務；另外，為強化受委任機構辦理公開收購股務事務之管理，規範其應符合「公開發行股票公司股務處理準則」第 3 條第 1 項規定之資格條件，另受委任機構因公開收購業務，經金管會依證交法、信託業法等相關規定，予以糾正以上處分者，一年內不得接受公開收購人之委託辦理公開收購股務事務，但違規情事已具體改善，並經金管會認可者，得不受其限制。最後，為增加應賣人透過保管銀行參與公開收購之便利性，以及增進市場交易之效率，放寬應賣人得透過保管銀行交存有價證券。

四、有關被收購公司之股東的部分：

(一) 增訂公開收購人未依公開收購說明書所載時間支付收購對價者，應賣人得不經催告，逕行解約；

(二) 增訂公開收購人應公開收購條件成就後，應賣有價證券數量達預定收購之最高數量時，於事實發生之日起二日內，向本會申報並公告，並副知受委任機構；

(三) 公開收購期間屆滿日，公開收購條件未成就，或應賣有價證券數量超過預定收購數量，已交存但未成交之有價證券，公開收購人應於公開收購期間屆滿次一營業日，將應賣人交存之有價證券退還原應賣人；

(四) 受委任機構應於次一營業日，將應賣人交存之有價證券退還原應賣人，以保障應賣人權益（管理辦法修正條文第 19 條）。

依修正總說明之記載，本條修正係為公開收購人未於公開收購說明書記載之支付收購對價時間完成支付者，是以公開收購人已違約在先，又考量每個公開收購案件的應賣人眾多，且其中多為一般散戶投資人，倘若仍要求每一位應賣人應依民法第 254 條規定，需逐一定期催告履約後始得解約，實則對應賣人甚為不便，也對其保護不足，故明定應賣人得不經催告，逕行解約。另考量受委任機構除與公開收購人間有委任關係外，可能尚有為第三人（應賣人）利益之附隨義務（即資金未到位之退券義務），爰增訂第四項。至應賣人解除契約後，得依民法相關規定，請求原契約履行利益之損害賠償；公開收購人未於公開收購說明書記載之支付收購對價時間完成支付者，受委任機構應於支付收購對價時間之次一營業日，將應賣人交存之有價證券退還原應賣人。但考量公開收購說明書如有載明資金匯入時間較支付收購對價時間更早之情形，受委任機構退券時間依公開收購說明書載明資金匯入時間之次一營業日退還原應賣人。

五、有關公開收購程序的部分：

- (一) 考量公開收購需其他主管機關核准或申報生效者，如案件內容牽涉層面廣或較為複雜，需較長審議期間，爰延長期間修正為不得超過 50 日（管理辦法修正條文第 18 條）。

依修正總說明之記載，本條修正係為考量公開收購如涉及須經經濟部投資審議委員會及公平交易委員會等主管機關核准或申報生效之事項者，是否取得核准或已生效，將攸關本次公開收購成功與否，且考量其他主管機關遇複雜案件審議期間較長，為利公開收購順利進行，公開收購延長期間修正為不得超過 50 日。

- (二) 另增訂本法第 43-5 條第 3 項向金管會申請豁免不受一年限制之「正當理由」，包括前次未完成公開收購係因國內其他主管機關尚未作成審議結果，事後取得其他主管機關同意之決定之情形（管理辦法修正條文第 24 條）。

依修正總說明之記載，本條修正係為考量該公開收購案若是因為其他主管機關未作成審議決議，因而導致收購失敗破局的情形，故該破局結果非可歸責於公開收購人，屬正當理由。再者，前者可提出國內其他主管機關事後同意的決定，

再次向金管會申請進行公開收購。



第二項 公開收購說明書應行記載準則

「公開收購說明書應行記載事項準則」(以下簡稱本準則)係依據證交法第 43-4 條第 2 項規定之授權，於 2002 年 8 月 12 日發布，其間配合實務運作，強化資訊揭露，歷經三次修正。鑑於以多層次收購架構之收購形態有漸增之趨勢，有強化資訊揭露之必要，故於 2016 年 11 月 18 日配合修正本準則。

- 一、公開收購說明書編製內容增訂特別記載事項，將公開收購說明書所引用之外部專家意見，藉由資訊公開，提供投資人參考，外部專家並應於公開說明書就其所負責之部分簽名或蓋章（修正條文第 4 條、第 13-1 條）。

本條修正係為使公開收購說明書內容所引用之外部專家意見能藉由資訊公開，提供投資人參考，並參酌公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則第 5 條第 2 項 及 第 31 條相關規定，然而依規定應列明申報書件的重要內容，包括律師法律意見書、財務顧問確認書、金融機構履約保證函及所有因本次收購委託專業機構或專家出具相關審查意見文件等。綜上，公開收購說明編制內容有法令特別規範，且遵循著資訊公開原則，並等同於公開募集發行有價證券公開說明書的規範程度。

- 二、考量公開收購實務進行，公開收購人委託包括律師、會計師、財務顧問等外部專家進行收購案專業評估或提供意見，明定揭露相關外部專家基本資料及受委任事項（修正條文第 5 條）。

本條修正係為使得公開收購基本資料更明確，經考量公開收購實務，公開收購人會委託包括律師、會計師及財務顧問等專業機構或人士進行收購專業評估或提供意見，故特定上開所述揭露基本資訊。

- 三、配合公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 7-1 條增訂第 2 項及修正第 19 條第 6 項，修正公開收購條件應記載事項及參與應賣之風險事項，增訂因公開收購

人申請延長收購期間，應賣人延後取得收購對價之風險（修正條文第 6 條、第 8 條）。

四、公開收購人以現金為收購對價者，規範如係多層次架構之收購，應揭露最終資金提供者之身分及相關資金安排等重要資訊。另公開收購人如為公司者，併購資金係以公司自有資金支應者，應以本次公開收購公告前最近二年度之財務報告，加強分析說明本次收購資金來源之合理性。公開收購人並應出具負履行支付收購對價義務之承諾書，連同資金安排之所有協議或約定之文件，併同公開收購說明書公告（修正條文第 7 條）。

本條修正係配合證交法第 43-1 條之規範而來，也有針對此次樂陞案之立法疏漏作一補強，即強調揭露公開收購的資金來源也應出具履行支付收購對價義務的承諾書文件等；另也配合收購實務發展，規範多層次架構的收購應揭露最終資金來源，甚至連資金安排等資訊均須揭露，但本文認為提高以現金為收購對價者的揭露義務，雖對目標公司之少數股東有所保障，然少數股東是否有專業去判斷其揭露資訊之真假不無疑問，又是否「變相鼓勵」公開收購人改以非現金收購對價的方式，也有待後續實務觀察研究。

五、規範公開收購人應揭露對被收購公司於收購完成後重大取得資產之計畫內容（修正條文第 12 條）。

本條修正係為配合強化藉由經營權移轉入主上市（櫃）公司之監理措施，公開收購人於收購完成後，對被收購公司「營業範圍重大變更」，除處分資產之計畫外，尚有必要揭露取得資產計畫內容，以讓投資人瞭解。換言之，本法令所規範不僅限於公開收購流程，又公開收購係以取得目標公司經營權為主，故也應該揭露取得目標公司資產後的未來計畫。

綜上修正內容來看，本次修正強調資訊揭露之加強，除了在收購發生前、公開收購期間，甚至及於公開收購人收購完成後對目標公司後續經營計畫皆須揭露。



第三節 未來制度修正建議

誠如前述，我國公開收購制度於 1988 年證交法修訂時，仿照美國威廉斯法案將公開收購納入規範，然因早期公開收購案例並不多見，故至 2002 年始再次修訂，雖已有更為詳細規範，卻未能規範當公開收購惡意違約後，如何追究相關人等或機構的責任，以保障應賣人之權益，甚至也未能有效事先預防之機制，以避免惡意違約發生。2015 年發生樂陞案，經營者藉由虛假訊息偽造收購人溢價進行公開收購，致使原有股東同意參與收購，然已激勵其現有股價高漲，原股權持有者藉機賣出持股進行套利；再加上當時公開收購程序為保護收購人權益，同意參與應賣之股東於股權交付後，是無法即時取回持股，反而造成持有股權者尤其是少數股東，蒙受巨大股價下跌損失。據此，面對樂陞案後公開收購法規之修訂，除了增加所謂的樂陞條款外，也進行公開收購制度的調適，用以衡平公開收購人、目標公司以及應賣人三者之間的權利義務制所衍生出的規範議題。

一、如何防範公開收購人不履行交割義務之措施

觀諸樂陞案後公開收購制度修正方向，多數認同公開收購人資金來源的說明是具有重要性，尤其對於應賣人所作之投資決定，故修法後認為此資金來源說明應提出相關證明文件資料。然而，該義務責成公開收購人在提出公開收購要約時須附上「具有履行支付收購對價能力之證明」，且該證明也須經過層層查核或是驗證，即按管理辦法第 14 條規定，課予目標公司於接獲公開收購人申告的收購文書後 7 天內，其董事會應作成就本次收購條件是否公平合理之建議，但因恐董事會有利益衝突之虞，故於 2013 年增訂管理辦法第 14-1 條，即強制目標公司應組成審議委員會。惟有學者認為若將公開收購支付能力的證明責任同時課予公開收購人與目標公司，恐有增加公開收購之難度，是以實則過猶不及⁸⁴，故建議刪除管理辦法第 14 條以及第 14-1 條有關目標公司董事會以及審議委員會的查證義務。但本文認為就現行對因公開收購所組成的審議委員

⁸⁴ 參見王文宇、謝孟珊（2017），〈從樂陞案檢討我國公開收購制度〉，《月旦法學雜誌》，267 期，頁 92。

會之規範並未過份課責，反而基於公司法受託義務的精神，應賦予更大的權限，例如有權委請獨立專家協助就換股比例或配發股東之現金的合理性提供意見。

再者，有論者認為⁸⁵應由獨董扮演守門人角色，稱其忠實義務並不只是對公司忠實與不從事關係人交易而已，且也包含了對自身職責的積極負責態度，換言之，其職責不僅僅只於董事會會議紀錄中附註准駁紀錄，若樂陞公開收購案三位獨立董事，若能於董事會決議中扮演好守門者之角色，於會中要求同為公司大股東之百尺竿頭相關負責人資訊，投資管道與籌資方法、所做擔保與提出更多參與公司經營不同管道及會計師專業性報告與專家實地查核，也許三位獨立董事多提一個問題，今天也就不會造成如此多數投資人的損失云云。但若獨立董事承擔之責任風險較高，恐反造成找不到獨董之情形，然也就浪費政府引進以及強化獨董制度之美意，本文建議可朝以審議委員會專職審查企業併購的方向規劃，以衡平獨董所承擔之職責，畢竟目前獨董制度仍容許其兼任其他公司，又加上公開發行公司產業多元，獨董是否能具備該產業之專業，也須進一步考量之處。但一味強化獨董的守門人的功能，或是加重其注意義務，就能解決樂陞案證券詐欺之情事發生嗎？蓋目前上市櫃公司常找學者擔任獨立董事，雖然這或許是為了符合「獨立」之資格條件，然而，學者的志向多不在於企業經營，其臧否之所，在庠序、在朱墨，倘若強行要求獨董擔任守門人角色，恐生寒蟬效應。

此外，有學者支持該項支付能力之揭露義務，認為新增公開收購人提出支付能力證明之要求，將可以降低公開收購違約未交割情況之發生，便可保護善意之應賣人⁸⁶。再者，除了提出前述證明外，管理辦法更進一步要求，公開收購如以「現金」為收購對價者，須經由有證券承銷商資格的財務顧問或辦理公開發行公司財務報告查核簽證業務的會計師採行合理程序，審核資金來源並出具收購人具有履行支付收購對價能力之確認書，或由金融機構提供履約保證，藉此確認收購人有足夠資金完成公開收購。至於是否有對財務顧問或會計師出具該證明支付能力之確認書的明確責任規範，目前似仍尚待進一步規範，故有學者提出應參酌德國之作法，即要求認證的會計師或是財務顧問專家應負一定之賠償責任⁸⁷，藉以確保公開收購人履行支付義務。惟須注意的是，

⁸⁵ 參見常志強（2016），《論我國獨立董事制度之法律責任—以樂陞案為例》，私立逢甲大學財經法律研究所碩士論文。

⁸⁶ 參見洪秀芬，前揭註 70，頁 48。

⁸⁷ 例如德國收購法第 13 條便有規定，在公開收購文件公告前，公開收購人必須採取相關措施，用以確保該收購完成時，公開收購人會履行對價支付義務，甚至若該收購是以現金為對價，應由與公開收購人

前者所負賠償責任的範圍，應僅限於出具該支付能力的確認書所載之內容，若是因其他原因致使該公開收購案未能即時支付，或是支付不能，則不在該確認書的責任範圍內。

再者，我國公開收購制度對於出具該確認書者有何歸責？似乎修法後仍未明確界定，學者認為或許依據證交法第 43-4 條第 3 項規定，公開收購說明書不實責任準用第 32 條公開說明書規定，進而依同條第 1 項第 4 款所規定的「其他專門職業或技術人員」，以對其所陳述意見負責⁸⁸，只是就證交法第 32 條所應負責部分，迄今仍範圍或內涵規範不清，本文建議可參酌美國之立法例，按其證交法 Rule 13D 申報公開收購說明書之規定，即有規定須即時交付價金（Prompt Payment）之義務，且其明文禁止公開收購中有任何虛偽不實的證券詐欺⁸⁹。綜上，我國公開收購制度除了重視公開收購人是否有支付能力之外，也應強化公開收購說明書之真實訊息揭露之義務，甚至於事後也能對其公開收購說明書之證券詐欺或虛偽不實記載作究責，才能確保公開收購過程之透明以避免對市場投資人造成損害。

最後，以此樂陞案為鑑，若公開收購人未能於公開收購條件成就後及時交付對價時，是否其委託辦理公開收購之券商（即受委任機構之一）連同負違約交割的賠償責任，在修法上似有爭議⁹⁰，本文認為此為立法規範的疏漏，或許可不必提高到法律層次，但若能透過相關行政規範，如金管會促請這些金融機構作公開收購案的初步檢視，以加強對應賣人的權益保障。又樂陞案後來是因金管會出面聲明，會依循著「盡全力保障投資人權益」、「嚴辦相關涉及證券詐欺及不法交易，追究相關人責任」、「檢討公開收購制度」等三項原則處理該案，且亦對擔任受委任機構之中信銀，及擔任財務顧問

具獨立性的證券服務業者出具書面確認書，以進一步確認公開收購人已採取所有必要措施來確保該收購案之履行。此外，前述也規定若公開收購人未採取確認書中所規定的必要措施，又致使公開收購人在履行支付對價義務卻未能履行時，則應賣人得以向出具該確認書的證券服務業者，請求賠償因該未履行所生之損害，參見洪秀芬，前揭註 19，頁 237。

⁸⁸ 參見洪秀芬，前揭註 19，頁 242。

⁸⁹ 參見洪令家（2019），〈論公開收購未完成之類型與歸責〉，《證券交易法半世紀回顧與展望研討會學術論文集》，頁 188。

⁹⁰ 由於樂陞案的關鍵百尺竿頭公司，先前是透過中信銀、中信證與樂陞進行收購交易，投資人保護中心受理受害小股民委託求償訴訟後，隨即與中信金進行協商，要求須負起損害賠償責任。雙方幾經溝通取得共識，中信金同意由中信銀、中信證與投保中心簽訂協議書，最後中信金協議願意共支付 5 億元補償金，再由投保中心再將補償金轉交給投資人，但媒體報導皆稱此為「道義賠償金」，這也似乎意味著法規尚未對受委託辦理公開收購之券商有所規範。參見民報（2016 年 11 月 9 日），〈要到錢了！中信要付 5 億「道義賠償金」給樂陞受害人〉，載於：<https://www.peoplenews.tw/news/f4ac371d-ef94-4b4a-9cb7-c2d25790e030>（最後瀏覽日：06/07/2020）。

之中信證券，因辦理相關業務，有未訂定內部控制制度或未落實 KYC 作業，予以行政處分。換言之，有關辦理公開收購之券商或股務管理者是否負部分賠償責任，恐仍待主管機關是否積極介入有關，而依金管會處於糾正以上處分，其股務業務將停止一年，此行政罰是否過於輕罰而無法達到對投資人之保護，本文認為應可再行細部規範，例如賠償金額達一定數額以上時，則應加重處罰。

二、加強應募人的撤回權⁹¹

依證交法與管理辦法之規定，我國現行公開收購制度為保護目標公司之股東，原本賦予其得在公開收購期間隨時撤銷應賣⁹²，但歷經修法後，改認為須符合管理辦法第 19 條第 6 項所規定之情事，例如競爭收購、延長公開收購期間或是其他法律規定得撤銷應賣者，應賣人才得以撤銷應賣；此外，該項也規定其撤銷應賣之申請，應以書面為之。然而，自樂陞案發生之後，學者紛紛認為禁止隨時撤回應賣的話，也就是依該項之規定必須等到公開收購人先違反收購要約，應賣人始能解約撤銷應賣，這嚴重影響對應賣人之權利且對其保障將嚴重不足⁹³。再加上，我國目前尚未有競爭收購之情事發生⁹⁴，或許這亦與我國證券交易市場實務情形有所脫鉤。舉例來說，按管理辦法第 7 條第 2 項允許對「同一公開發行公司之有價證券競爭公開收購者，應於原公開收購期間屆滿之日五個營業日以前向本會辦理公開收購之申報並公告」，假設該競爭收購行為可以「有意」在收購時間屆滿前 5 個營業日才發生，但一開始原收購價格相對優渥的

⁹¹ 即修正管理辦法第 19 條第 4 項之規定，規定若公開收購期間屆滿且公開收購條件成就，在公開收購人未於公開收購說明書記載之支付收購對價期間完成支付者，應賣人仍得不經催告，逕行解約。本條於 2005 年修正前原給予應募人全面撤回權，即公開收購期間內，應賣人得隨時撤銷其應賣。2005 年修正後，為避免交易限於不確定，並促進公開收購成功，改為交易條件成就後即不得撤回應賣。而本次再修正，新增未依約支付公開收購價款時，應募人得解約。

⁹² 撤銷應賣後應賣人便可即刻取回交存之有價證券，然而撤銷應賣之行為與企業併購是否成功息息相關，倘若依照原規定得隨時撤銷應賣，將導致該企業併購成功與否之結果即刻影響證券交易市場，故目前規範調整為禁止應賣人隨時撤回，希冀該規範能避免企業併購之結果出現不確定之窘境，參見劉連煜，前揭註 68，頁 218。

⁹³ 參見王文宇、謝孟珊，前揭註 84，頁 98；戴銘昇（2019），〈日本公開收購法制—附論日臺法制比較〉，《月旦法學雜誌》，289 期，頁 35。

⁹⁴ 倘若公開收購人按管理辦法第 18 條第 2 項之規定，當有競爭收購發生或是發動收購者有其他正當理由時，原公開收購人得依法向主管機關（即金管會）申報，並公告延長公開收購之期間。然而，一旦公開收購人申請延長收購時間時，我國現行制度也允許已經應賣的股東不適用民法之規範而撤銷該應賣。不過，一直以來因我國公開收購相關法令對於撤銷應賣之限制仍為嚴格，迄今仍無實際發生因競爭收購或公開收購人延長收購導致公開收購人撤銷應賣之情形，故也就沒此類公開收購未完成之案例。

話，以致於發出要約目標公司的股東便已紛紛應賣，迅速地達成收購條件成就，然而收購期間尚未結束，競爭收購可能發生在已達成收購條件成就後；換言之，本屬於成功的公開收購案，卻因為競爭收購來得較晚，應賣人又賦予其撤銷應賣之權利，是否會造成證券交易之混亂尚待觀察，惟應思考是否有其他應變或是協調之措施以降低證券市場之衝擊。其次，就現行制度，我國公開收購期間最長可達 100 天，而在這段期間，產業或雙方公司間可能突然發生變動，如突發疫情導致產業蕭條，或此期間發現公開收購人可能支付不能，故若能允許投資人在收購期間隨時撤回（即 2005 年前之舊制），應更可降低日後求償之紛爭。

三、禁止一年間再次收購的規定易被架空

按證交法第 43-5 條第 3 項的規定，若公開收購人未於收購期間完成預定收購數量或經主管機關核准停止公開收購之進行者，除有正當理由並經主管機關核准者外，公開收購人於一年內不得就同一被收購公司進行公開收購。換言之，本項之規定係為再次收購冷卻期間之規範，而本項規定爰參酌香港立法例而增訂，係保護目標公司於公開收購未完成後，一年內不會在受同一家公司公開收購之擾，惟須留意的是從規定反推之，倘若同一公開收購人獲得主管機關之核准，仍可在一年內對該目標公司進行發動公開收購。

承上，雖然依照證交法之規定，我國禁止公開收購人於一年內再對同一目標公司發動公開收購，看似可以確保目標公司不必一再被公開收購人侵擾外，也不會造成目標公司股票在證券交易市場中的股價波動頻繁，亦就防止公開收購制度淪為被利用來操縱市場之工具。惟本項規定僅規範一年之期間是否過於短期，此容有討論調整之空間；因為看似一年冷靜期當然對公開收購人而言，大幅增加企業併購的成本，以造成短期之阻礙，但事實上仍有規避之可能，例如原公開收購人只要以新的法人名義便可以再對目標公司進行發動公開收購，或是甚至於借殼上市似無不可，本文認為本條規定應可調整成更為短期公開收購的符合要件（即不到一年），甚至於僅須主管機關審核核准後，就可隨時再度重新收購，不受公開收購冷靜期間的限制，這樣一來，也賦予主管機關把關或再度審視公開收購的機會。

四、公開收購未完成之申報義務尚未規範

按管理辦法第 19 條之規定，若完成成就公開收購條件時，公開收購人應就下列事項於事實發生之日起 2 日內，向主管機關（即金管會）申報並予以公告；但若是發生公開收購因條件未成就或是其他原因以致於最終未完成公開收購，目前證交法或是管理辦法皆未有規範該依法將公開收購未完成之情事申報並公告之義務，這或許與過去以來少有公開收購未完成之情事，或是大部分公開收購人選擇在返還應買有價證券時才予以公告，所以主管機關易於忽視此處應課予申報以及公告之義務。平心而論，公開收購未完成對於市場之影響並不亞於公開收購條件條件成就，故建議應立即修法要求公開收購人或目標公司對於公開收購未完成之情事有申報並公告之義務，以保障應賣人或是投資人能有正確與迅速之資訊來判斷其交易選擇。

第五章 結論



由於樂陞公開收購案之破局，引起各界對公開收購制度重新檢視。觀諸樂陞案發生時的公開收購制度，似有制度規範上之闕漏，不僅未明文禁止公開收購人變更公開收購說明書所載的支付收購對價時間、方法或地點、也未要求公開收購人就其資產狀況及履行交割款項之能力加以證明，甚至於亦未課予目標公司應就收購人之身分與財務狀況、收購條件公平性及收購資金來源的合理性進行查證。然而，就我國公開收購制度之設計與立法原則，雖制度移植英美或外國之公開收購制度，惟卻似忽略我國在公開收購實務上相較於公開收購制度成熟之國家，實存有制度執行上顯著差異。換言之，立法者在設計任何規範時，應審慎考量制度實際執行可能會遭遇到之困境，並加以強化制度的完整度，以避免設計出「看似人人均應負責，實則人人均無法歸責」之法規範。

綜上所述，公開收購制度係以保護目標公司之股東利益為出發，且能以公平公開的遊戲規則以達公司間的合併，本文在此提出建議，若能同時建立相關法規與機制，例如增訂防範公開收購人不履行交割義務的相關措施，或是要求受委任機構一同負起守門人的責任，負起盡職調查之善良管理人義務，且要求其調查必須盡職、本於中立客觀、善盡專業上之注意義務；此外，本案若政府能在股票交易管理上，於第一時間採取有效的損害控制作為；例如第一時間決定是要正常交易？抑或改列全額交割股？甚或下市？若能修改相關法規，要求主管機關及證券櫃買中心應於第一時間決定，而非採取觀望的態度，反而助長投機份子操控並利用散戶之恐懼與無奈以為炒作放空，勢必應能適度止血，且有助於穩定資本市場之作法。

參考文獻



一、專書

王文宇主編（2019）。《金融法》，修訂10版。台北:元照。

王文宇（2018）。《公司法論》，修訂6版。台北:元照。

王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁（2018）。《實用證券交易法》，5版。台北:新學林。

吳光明（2019）。《證券交易法論》，增訂14版。台北:三民。

陳春山（2012）。《證券交易法論》，修訂11版。台北:五南。

劉連煜（2019）。《現代證券交易法實例研習》，增訂16版。台北：元照。

賴英照（2017）。《最新證券交易法解析：股市遊戲規則》，增訂3版。台北：自刊。

二、期刊

王文宇（2005）。〈非合意併購的政策與法制——以強制收購與防禦措施為中心〉，
《月旦法學雜誌》，125期，頁155-175。

王文宇、謝孟珊（2017）。〈從樂陞案檢討我國公開收購制度〉，《月旦法學雜誌》，
267期，頁88-99。

王志誠（2017）。〈公開收購法制之發展趨勢：百尺竿頭公司收購樂陞公司案之省思〉
，《月旦法學教室》，173期，頁50-67。

何曜琛、陳盈如（2019）。〈由浩鼎生技公司案論內線交易之重大消息與明確性〉，《商
業法律與財金期刊》，2卷1期，頁111-132。

周振鋒（2014）。〈簡評企業併購法草案之特別委員會制度〉，《台灣法學雜誌》，256期
，頁95-102。

林仁光（1999）。〈公司合併與收購之法律規範〉，《萬國法律》，105期，頁23-40。

林國全（1996）。〈認識證券交易法(四)-公開收購股權之資訊公開〉，《月旦法學雜誌》，19期，頁75-80。

邵慶平（2017）。〈2016年公司法與證券交易法發展回顧〉，《臺大法學論叢》，46卷特刊，頁1531-1560。

洪秀芬（2017）。〈從樂陞公開收購案談目標公司股東權益之保障〉，《台灣法學雜誌》，315期，頁43-52。

洪秀芬（2018）。〈德國公開收購制度之探討—以台德法制對目標證券持有人權益之保障為主〉，《財金法學研究》，1卷2期，頁229-255。

洪令家（2019）。〈論公開收購未完成之類型與歸責〉，發表於：《證券交易法半世紀回顧與展望研討會學術研討會》。新世代金融基金會、台灣法學基金（主辦），台北。

張心悌（2007）。〈從企業併購論我國公開收購法制〉，《月旦法學教室》，60期，頁86-96。

張心悌（2004）。〈從法律經濟分析觀點探討強制公開收購制度〉，《輔仁法學》，28期，頁47-97。

郭玉芬（1995）。〈我國公開收購制度及歷次修正重點簡介〉，《證券暨期貨月刊》，23卷7期，頁12-34。

郭大維（2008）。〈我國公開制度之探討—兼論英美相關立法例〉，《臺北大學法學論叢》，65期，頁89-132。

陳香吟、呂盈錄（2017）。〈淺談近期強化資訊揭露之新規範〉，《證券暨期貨月刊》，35卷9期，頁5-19。

曾宛如（1999）。〈英國公開收購制度之架構〉，《萬國法律》，105期，頁41-46。

黃朝琮（2016）。〈合意公開收購股份前之資訊取得與揭露〉，《法令月刊》，67 卷 11 期，頁 337-358。

戴泰元（2007）。〈台灣公開收購發展軌跡及未來趨勢〉，《勤業眾信通訊》，頁 15-19。

戴銘昇（2019）。〈日本公開收購法制—附論日臺法制比較〉，《月旦法學雜誌》，289 期，頁 18-37。

三、學位論文

林佑珊（2015）。《強制公開收購制度之研究》，國立臺北大學法律學系研究所碩士論文（未出版），台北。

許英一（2002）。《我國公開收購制度探討-以中華開發公開收購大華證券為例》，私立淡江大學法律研究所碩士論文（未出版），台北。

常志強（2016）。《論我國獨立董事制度之法律責任—以樂陞案為例》，私立逢甲大學財經法律研究所碩士論文（未出版），台中。

陳榮圳（2002）。《企業併購之研究》，私立東吳大學法律學系研究所碩士論文（未出版），台北。

陳穎（2015）。《論我國強制公開收購制度之存廢》，國立臺北大學法律學系研究所碩士論文（未出版），台北。

詹蕙嘉（2009）。《論外資收購中國上市公司法制—以要約收購、協議收購為中心》，國立交通大學科技法律研究所碩士論文（未出版），新竹。

賈育全（2018）。《從樂陞案探討我國公開收購及獨立董事法制之適用問題》，私立中國文化大學法律學系研究所碩士論文（未出版），台北。

羅詩蘋（2011）。《公開收購法律規範之比較研究-兼論英美公開收購制度》，私立東吳大學法律學系研究所碩士論文（未出版），台北。

蔡琇如 (2018)。《公開收購變革後對利害關係人權益之探討》，國立台灣大學管理學院
研究所碩士論文 (未出版)，台北。



四、網路文獻

資誠 (pwc) (2017)。《2017 台灣併購白皮書：併購四箭為企業引循環活水》。載於：

<https://www.pwc.tw/zh/news/press-release/press-20170524.html>

公開資訊觀測站資訊。載於：<https://mops.twse.com.tw/mops/web/t162sb01>