

專題演講：併購案中牽涉內線交易的 案例介紹

主講人：宋耀明律師(理律法律事務所合夥人)

內線交易案件的核心

一、重大消息的「內涵」？

立法文字上的錯誤：是「獲悉『關於』重大影響發行股票公司股票價格的消息」；不是「獲悉發行股票公司『有』重大影響其股票價格的消息」，所以消息不必「是公司的」。在併購案件中尤其重要，因為行為人往往不是目標公司的傳統內部人，而是因職業或控制關係獲悉消息之人。

證交法第157-條第5項被忽略的文字：具體內容對股票價格有重大影響或對正當投資人的投資決定有重要影響的消息。所以不能只是不具體或沒內容的謠言、不是只對菜籃族有影響的消息。

二、確認重大消息的內涵後，如何確認其成立時點？

司法實務上曾對重大消息有無成立時點見解分歧。例如最高法院92上重訴66 T公司案即認為無所謂成立時點。

如重大消息沒有成立時點，又如何確認發行股票公司「有」重大影響其股票價格的消息？2010年修法加入「在該消息明確後」等字，確認重大消息法律固無明文有「成立時點」，至少也應有「明確時點」。

併購案中「重大消息」內涵之確定

A公司「有意」轉投資B公司，後經董事會決議轉投資，則重大消息何時確立？

A公司「有意」公開收購B公司股票，經董事會決議後正式向金管會提出申請，重大消息何時確立？

A公司「有意」以股份轉換方式收購B公司持股成為A公司百分之百子公司，重大消息何時成立？

A公司董事會通過股份轉換案與股份轉換契約時？A公司及B公司召開股東常會，通過股份轉換案與股份轉換契約時？A公司董事會通過但B公司股東不接受時如何？A公司董事會通過，並已取得B公司大股東的首肯時則如何？

如何分辨「A公司有意」與「A公司董事會決議」的差別？公司既然都尚無經過董事會決議，如何能說「A公司有意」？

舉證程度的差異：董事會有會前會之類的討論結果；有操控權的董事足以操控超過表決數的董事；完全出於臆測而可能並不存在的共識。

成功的併購案難逃「事後諸葛」的檢視。

併購過程中有好幾個重大消息，也有好幾個重大消息確立時點？

台北地院98年度金重訴字第40號判決

台北地院96重訴字第132號判決

台北地院96重訴字第132號

事實：

- (1) OO董事兼總經理甲在95.7.27的公司策略會議前向董事長、高階主管、董事表示美商XX有意投資OO。

- (2) 95.8.25美商XX負責投資併購之高階主管A寄送電子郵件予OO甲，檢附初始意向書，內容為美商XX公司要以現金百分之百收購在外流通OO股數、總共收購價格美金6.25億元至7億元之間。
- (3) 95.8.28甲於OO董事會後向董監報告美商XX要收購OO一事，在場董監不反對併購，但對併購價格有不同意見。
- (4) 95.9.6 OO董事會，決議通過與美商XX簽訂不具拘束力之意向書。
- (5) 95.9.12 OO甲代表OO公司簽屬不具拘束力之意向書。乙（95年6月14日以前，係代表YY創投行使董事職務之自然人，乙後來個人擔任OO獨立董事，並參加95.9.6 OO董事會）在95.9.12消息明確後、95.11.22公開前，將OO要與美商XX合併的消息轉知丙，丙開始以YY集團下的公司買進OO股票，迄95/10/30止。

美商XX併OO案

法院見解：

- (1) 「美商XX公司要合併、收購OO公司」、「美商XX公司有意公開收購OO公司股票」都是重大消息。
- (2) 95年9月12日OO甲代表OO公司簽屬不具拘束力之意向書此時雙方已有初步協議共識，美商XX「要併購」OO之重大消息已明確。
- (3) 乙於參加95.9.6 OO董事會時，知悉美商XX與OO公司必然於近日內簽訂內容與OO95.9.6董事會決議大致相同之不具拘束力意向書，於消息明確後、公開前（95.9.12-95.11.22），將重大訊息轉知丙。

台北地院98年度金重訴字第40號

事實：94.8-94.11由A銀行購入5%B金控股票；94.8間A金控關係人並曾分別購買800張B金控股票。94.12.29A金控募集300億特別股完成（資本適足率提高，符合雙重槓桿比率）；95.1.12A金控董事會決議通過轉投資B金控；95.1.27向金管會提出申請；95.2.3金管會核准。

台北地院98年度金重訴字第40號

法院見解：

- (1) 「A金控符合轉投資條件」重大訊息成立時點：94.12.29A金控募集300億特別股完成。
- (2) 「A金控『要轉投資』B金」重大訊息的具體明確時點：95.1.12A金控董事會。
- (3) 「金管會同意A金控轉投資」的重大訊息成立時點：95.2.3金管會核准。
- (4) 94.8-94.11由A銀行購入5%B金控股票都在上述時間之前。
- (5) A金控「策略長」所率的評估小組進行評估階段，尙非「A金控」想要轉投資B金的消息確立之時。

以「A公司要轉投資、要公開收購、要併購」作為重大消息內涵之風險

「A公司要」究竟是評估小組的評估還是董事會共識？〈A金控購B金控案〉

「A公司要」的內涵有無明確到可能實施的程度：如同眾多單身漢可能都想娶林志玲，市場謠言不斷，但約會了嗎？探詢長輩〈董事、大股東〉反應了嗎？聘金談了嗎？〈美商XX併OO案〉成功併購案下的事後諸葛，容易造成內線交易的冤獄。〈C銀案如成功時會如何？〉

D、E 競逐C 銀行

2012.3.15工商時報：「C銀行招親案白熱化，據透露，在眾多潛在買家中，目前以E金、D金勝算最大，不僅分別與C銀行大股東展開密集談判，並已出價。據知情人士指出，C銀外資大股東K集團開出附帶條件，要求在參與經營等條件維持現狀不變，已成為除了價格外，併購案最後能否成局的最大變數。」

2012.5.25工商時報：「C銀行招親案破局，D金、E金兩大金控同步停止出價！D金、E金對C銀行的實地查核在周二結束，原本將在今日展開第一階段出價，但昨（24）日卻突然出現戲劇性

大轉變，兩家金控在最後關頭收手，作出停止該併購案評估的相同決定，並已通知C銀最大股東K集團，C銀招親案正式宣告破局。」

重大消息何時明確的抽象標準

最常被引用的判決：最高法院99年度台上字第3770號□□公司案

「認定重大消息發生之時點，及內部人何時獲悉此消息，自應綜合相關事件之發生經過及其結果，為客觀上之整體觀察，以為判斷。倘就客觀上觀察，重大消息所指內涵於一定期間必然發生之情形已經明確，或有事實足資認定事實已經發生，而內部人已實際上知悉此消息，自不能因公司或其內部人主觀上不願意成為事實，即謂消息尚不明確，或事實尚未發生，或未實際知悉消息之發生，否則內部人即可能蓄意拖延應進行之法定程序，或利用該消息先行買賣股票，導致資訊流通受影響，阻礙證券市場公平競爭，而與資訊平等取得原則之立法意旨相違。」

法院早有□□公司案的標準

台南高分院89上易第345號Z公司遷廠售地案：公司處分工廠廠房土地獲利，將可為該公司賺近半個資本額，足見此遷廠售地案乃足以影響公司股價之重大訊息。公司內部決定遷廠售地之時為重大訊息成立時點：公司內部確已決定遷廠售地，而嗣後進行之簽擬提案及董事會決議，其意僅係在形式上在對外完成遷廠售地所需之法定程序而已。

從前兩案標準看高等法院99金上訴33號F公司案

丁係F公司董事長兼執行長，G公司於93、94年間營運狀況不佳，價值70餘億元之12吋晶圓三廠閒置多年，故於94年間有意出售，適逢丁所主導的F公司亟於取得新的晶圓廠房，雙方於94/8/25至同年10月間洽談購廠事宜，94/11/10討論開發、代工服務之可行性，並在此原則下開始議價，丁指派副董事長戊，G董事長己指派資深副總庚，各自就此併購案組成專案團隊，戊則定期會向丁禮貌性告知進度，94/12/16專案團隊召開共同會議決議廠房以48億元買斷，另開始擬具MOU及後續董事會召開事宜，94/12/22再次進行雙方正式會議，廠房以53億元買斷，95/1/18雙方公司董事皆通過此案，並於同日下午股市收盤後，15:17於公開資訊觀測站公告週知，丁於94/12/22得悉雙方就交易條件、價格均已達成決議，僅待各自公司內部確定，遂於94/12/23至95/1/16買入共計6萬9240千股，金額為3億6120萬580元。

高院判決：若雙方已針對重要之點達成協議，意謂雙方已對契約內容達成共識，則其後續之簽定契約及經董事會決議的程序，僅係逐步完成契約所示條款之程序，仍難謂達成協議之時非重大消息之成立時點，證人庚證稱94/12/16雙方買賣價格已漸趨一致，94/12/22召開會議以53億元成交（決議內容：廠房以53億元買斷成交，並準備後續董事會召開事宜等），至此已可確定G與F公司買賣12吋晶圓三廠之目標，應認為此為「重大影響其股票價格消息」最早成立之時點。誰是「雙方」？已達可代表公司意志程度了嗎？「戊定期會向丁報告談判進度」，如何證明丁有能力控制董事會？因為董事會後來通過，與丁所瞭解談判進度相同，所以丁必然知悉董事會通過，是否流於推定？

再看H泥國際與I泥中國合併案

起訴事實：被告辛係I水泥（I泥）之董事長，I泥與H水泥股份有限公司（H泥）就各子公司在中國地區曾進行策略合作，雙方就合併案已有共識，並各自派代表於96/4/13、15、25就I泥中國公司（於香港上市的I泥子公司）投資架構進行磋商，96/5/25H泥董事長丑前往I泥向辛、I泥副董寅、常務董事卯表達合作意願，辛亦表示願與有經營意願的大公司合作，丑也給予積極正面之回應，雙方人員就此併購案之重要議題達成共識，遂擬議由H泥國際公司（於香港上市之H泥子公司）收購I泥中國公司交易案。於96/6/2~11進行審查程序，I泥於96/6/11收受H泥之證券交易要約書，同日雙方皆發出臨時董事會開會通知，次日主要人員簽署承諾書並向香港聯合交易所停止股票交易，14日I泥中國公司、I太平洋公司、I泥、P公司召開董事會通過併購案，14日I泥、I太平洋公司、I泥、P公司各代表人簽署要約承諾書，15日上午8點29分I泥於我國臺灣證券交易所公開資訊觀測站上公告此一併購案。辛自96/5/29~96/6/15期間，指示不知情的秘書午（另

為不起訴處分)，以J公司（I泥子公司，代表人係辛）之帳戶、午、未之個人帳戶，以每股18.90~22.80元不等之價格，購入I泥股票共8610000股。

起訴理由：H泥及I泥公司代表人及其家族成員亦長期互為對方公司之董監事，代表人間具姻親關係，而96/5/25當日與會之人皆對併購案之成功有高度影響力，對雙方公司內部狀況均有所認識且高度互信，已大幅減低合作風險，已可預知公司合併的後續程序事項僅為完備相關法律程序，就同意併購案本身之共識顯無影響，又參照當時中國境內整體產業環境係鼓勵產業整合，H泥係I泥之數倍規模，I泥在中國具市場優勢、技術與經驗，加以I泥之前與歐洲水泥廠之合作案均遲無結果，因此雙方代表人均有高度意願促使實現此併購交易案，基此，於96/5/25時止，辛就併購案很有可能成為事實已有認知。誰是「雙方」？如何確認丑代表多數H泥國際董事？寅、辛代表多數I泥中國董事？是否再度以雙方董事會事後通過，倒推定在此之前「董事會通過已是必然」？

結語

所謂併購，牽涉多種不同方法和程序，需要對方回應、配合的（例如企併法29條之換股收購），價格條件恆常為重要因素，非一方說了就算，更非「除價格外其他條件均有共識」，故必然會發生。

凡無須對方回應的，如「有意願轉投資」、「有意願公開收購」，足以構成與目標公司有關的重大消息，然仍應已到了「公司意願」的程度，而非併購小組、策略小組的評估階段即是。

律師最務實的低風險建議

永遠想像檢察官或法院所認定的重大消息成立時點在很早很早。

永遠想像檢察官或法院會用菜籃族標準來評估是否為重大影響其股票價格之消息，而不知道「正當投資人reasonably prudent investor」標準為何。

不論傳統內部人、擬制內部人都應在最早時間點後就禁絕買賣股票。

有多早？最早評估時（轉投資、公開收購）、最早接觸時（換股併購）**v.**重大消息範圍及公開方式管理辦法第5條所規定：前三條所定消息之成立時點，為事實發生日、協議日、簽約日、付款日、委託日、成交日、過戶日、審計委員會或董事會決議日或其他依具體事證可得明確之日，以日期在前者為準。