

公開收購下之資訊使用與內線交易

——以開發金控併金鼎證券案為例

朱 德 芳*

要 目

- | | |
|-----------------------------|---|
| 壹、問題之提出 | 訊，買進目標公司股票，是否成立內線交易？ |
| 貳、案件事實概要與法院判決 | (一)本案法院見解 |
| 一、事實概要 | (二)美 國 |
| 二、檢察官起訴意旨 | (三)歐 盟 |
| 三、一審判決 | (四)英國與香港 |
| 四、二審判決 | (五)本文分析 |
| 五、三審判決 | |
| 參、公開收購與內線交易 | 三、公開收購人之內部人，能否在消息公開前買進目標公司股票？ |
| 一、重大消息是否已經明確？ | 四、公開收購人以外之人，能否與公開收購人於消息公開前「共同取得」目標公司股票？ |
| (一)美國法之規定 | (一)美 國 |
| (二)二〇一四年歐盟禁止濫用市場規則 | (二)英國與香港 |
| (三)我國法的規定 | (三)本文分析 |
| (四)本案分析 | |
| 二、公開收購人在公開收購消息公開前，依照自己的規劃與資 | 肆、結 論 |

DOI : 10.3966/102398202018060153004

*

政治大學法學院副教授，美國柏克萊大學法學博士。

投稿日期：一〇六年六月十三日；接受刊登日期：一〇七年二月七日

責任校對：林嘉瑛

摘 要

公開收購之發布往往牽動目標公司股價之漲跌，獲悉消息並在消息公開前買賣目標公司股份者，經常獲利甚鉅。本文藉由已經三審定讞的開發金控併購金鼎證券一案，探討公開收購人資訊使用與內線交易的相關問題，包括公開收購人在公開收購消息公開前，依照自己的規劃與資訊，買進目標公司股票，是否成立內線交易？公開收購人能否將未公開之消息，傳遞給他人，使他人消息公開前買進目標公司股票？他人能否與公開收購人共同取得目標公司股份，或共組聯盟進行布局？又二〇一六年修正的企業併購法第27條第10項明文規定，為併購目的，得以不公開方式先行單獨或與他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總數10%以下的股份。此新增條文與內線交易之關係為何？

本文從內線交易的規範理論出發，分析比較美國、歐盟、英國與香港等法域之規範，並評析開發金控併購金鼎證券案以及企業併購法之相關規定。

關鍵詞：內線交易、公開收購、先購後併、大量持股之申報義務、共同取得、共同公開收購、企業併購法第27條第10項

壹、問題之提出

企業併購，無論合意或非合意，都是牽動股價漲跌的重大事件，各國對於併購時資訊的使用，多加以規範，以維護證券市場交易秩序與投資人的信心。從交易實務來看，公開收購之發動者在宣布公開收購之前，往往會先在市場買進目標公司之股票以建立部位（stakebuilding、toe position），透過事前布局增加談判籌碼與併購成功的機會。公開收購人能否事前布局，或將消息提供他人，或與他人合組併購聯盟？相關規範一方面涉及併購實務之需要；另一方面也關乎證券市場交易秩序之維護，各國證券法規對此均有所規範。

歐盟於二〇一四年頒布「禁止濫用市場規則」（Market Abuse Regulation）¹，其中規定，如交易係基於自身之計畫或策略，不應視為內線消息之使用；如係基於公開收購或合併而取得目標公司的內線消息，則此一內線消息，不可用於消息公開前之建立部位，只能用於合併或公開收購之進行（例如為安排融資事宜而使用消息），且該內線消息於公司股東同意合併或於接受公開收購要約時必須予以揭露，才不會成立內線交易。

美國法對於涉及公開收購的內線交易亦有規定。美國證券交易法（下稱美國證交法）第14(e)條與Rule 14e-3禁止公開收購人以外之人，在公開收購消息公布前買進目標公司股票。二〇一四年Allergan v. Valeant Pharmaceuticals一案中²，Valeant於宣布公開收購Allergan之前，將消息告知避險基金Pershing Square，並且約定由

¹ Paragraph 4, Article 9, Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on Market Abuse (Market Abuse Regulation).

² Allergan Inc., v. Valeant Pharmaceuticals International, Inc., 2014 WL 5604539 (C.D. Cal. 2014).

Pershing Square 先行買進 Allergan 股票，聯邦加州地方法院質疑 Pershing Square 並非公開收購人，因而有內線交易之疑慮，從而發出禁制令，要求 Valeant 在更正徵求 Allergan 股東會委託書的相關資料之前（應揭露包括 Valeant 與 Pershing Square 間有關建立部位之協議，以及涉及 Rule 14e-3 之內線交易訴訟正繫屬中等事項），不能行使所徵求委託書的投票權。

我國亦有類似案例。二〇〇五年四月間，中華開發金融控股股份有限公司（下稱開發金控）為擴展金融版圖，令其孫公司開發國際投資股份有限公司（下稱開發國際），陸續自市場中購入金鼎證券股份有限公司（下稱金鼎證券）之股票，隔年二月份，開發金控宣布公開收購金鼎證券股票，自此揭開敵意併購序幕，並由此引發一連串的經營權爭奪攻防。

歷經六年的經營權爭奪在主管機關金融監督管理委員會（下稱金管會）協調下，因群益證券股份有限公司（下稱群益證券）之加入終告落幕。二〇一〇年七月，開發金控、金鼎證券原經營團隊張氏家族與群益證券三方簽訂協議，由群益證公開收購金鼎證券股份並接手經營，開發金控與金鼎證券張氏家族則全面退出金鼎證券³，群益證券與金鼎證券兩家證券公司並於二〇一二年五月份完成合併。經營權爭奪圓滿落幕，但期間引發了多件司法訴訟，其中包括公開收購與內線交易問題。

關於開發金控併購金鼎證券是否涉及內線交易？經臺灣臺北地方法院98年度金重訴字第12號刑事判決為無罪之認定，臺灣高等法院99年度金上重訴字第61號維持原判，檢察官上訴，臺灣最高法院於二〇一五年三月十九日104年度臺上字第720號刑事判決駁回。本

³ 劉連煜，敵意併購下目標公司董事的受任人（受託）義務——以開發金控敵意併購金鼎證券為例，政大法學評論，125期，頁4，2012年2月。

案雖已定讞，但相關爭點仍有待釐清，並且牽動二〇一五年七月八日修正公布之企業併購法。

新修正的企業併購法第27條第10項規定：「為併購目的而取得一公開發行公司已發行股份總額10%之股份者，得以不公開方式先行單獨或與他人共同為之；（第15項）取得超過10%之股份者，應於取得後10日內向主管機關申報，違反申報規定者，其超過部分無表決權。」根據立法院關係文書所載，此一增訂係為兼顧併購案件隱密性需求之現實狀況，以及有價證券交易市場資訊揭露規範之目的⁴。

修正後的企業併購法已於二〇一六年一月八日施行，有關本條的適用，預料將產生許多爭議。本文將以開發金控併購金鼎證券一案為核心，探討由此衍生的之公開收購人資訊使用與揭露，以及內線交易的相關問題，主要聚焦以下三個爭點：

一、公開收購人在公開收購消息公開前，依照自己的規劃與資訊，買進目標公司股票，是否成立內線交易？

二、公開收購人能否將未公開之消息，傳遞給他人，使他人任在消息公開前買進目標公司股票？

三、他人能否與公開收購人共同取得目標公司股票，或共組聯盟進行布局？

本文首先介紹開發金控與金鼎證券內線交易案件始末與法院判決，其次將分析本案中與內線交易有關的重要爭點，並且介紹美

⁴ 立法院第8屆第7會期第15次會議議案關係文書，議案編號：1040511070300300，主旨「本院經濟委員會報告併案審查行政院函請審議『企業併購法修正草案』、委員廖正井等24人擬具『企業併購法增訂第二十七條之一及第二十七條之二條文草案』、委員吳育仁等16人擬具『企業併購法第二條及第十七條條文修正草案』及委員孫大千等19人擬具『企業併購法增訂第二十七條之一條文草案』案。」

國、歐盟、英國與香港之相關規定，同時評析企業併購法之新修正條文。

貳、案件事實概要與法院判決

一、事實概要

二〇〇五年三月底、四月初，開發金控高層為併購金鼎證券布局，指示其100%持股之子公司開發工銀，以及開發工銀持股28.71%之開發國際⁵，買進金鼎證券股票。開發工銀於二〇〇五年二月二日至四月十二日陸續購入4.88%之金鼎證券股票，開發國際於同年四月七日至八日，以及四月十一日至十二日，陸續購入4.32%之金鼎證券股票。同年六月二十七日，開發金控董事會決議轉投資金鼎證券5%至15%。七月二十一日金管會核准該轉投資案。九月十二日，開發金控、開發工銀、開發國際向金管會申報已共同取得金鼎證券股份超過10%。隔年二月十七日，開發金控董事會決議公開收購金鼎證券。同年三月一日，開發國際將所持金鼎證券股份參與公開收購之應賣，獲利新臺幣1.4億元⁶。

⁵ 一審法院認為，由開發金控、開發工銀與開發國際間人事流動、財務管理報告、業務影響力、績效檢討報告等情況可知，開發金控經由開發工銀確切掌控開發國際之人事、財務、業務等各項重要事務，因此，開發金控、開發工銀對於開發國際之經理部門具有實質控制力。

⁶ 開發國際取得金鼎證券股票平均價為每股9.82元，於開發金控公開收購金鼎證券股票時，以每股14元參與應賣，獲利1.4億元。

二、檢察官起訴意旨

檢察官以開發金控高層辜○瑩、吳○臺、劉○樑、黃○佳等人⁷，意圖以金鼎證券為轉投資標的，並擬提前布局，且明知開發金控轉投資金鼎證券之重大訊息將影響金鼎證券股票價格，該等人均屬證券交易法（下稱證交法）第157條之1第1項第3款所規範「基於職業關係獲悉消息之人」，在消息未公開前，指示開發國際購入金鼎證券股票，共同涉犯證交法內線交易罪而提起公訴⁸。

三、一審判決

法院認為開發國際購入金鼎證券股票不成立內線交易，理由如下：

(一)本案購入金鼎證券股票之人為開發國際，其為法人，而法人並非內線交易之犯罪主體，故無法處罰開發國際，又因立法疏漏，法律未規範法人機關以法人名義所為之行為，故亦無法處罰辜○瑩等個人。

(二)開發金控在執行其併購金鼎證券決策之前，並無揭露相關訊息之義務，如要求開發金控事前公開併購之決策，必然引發金鼎證

⁷ 辜○瑩自2004年4月間起擔任開發金控總經理、開發工銀董事長兼常務董事；吳○臺係兼任開發金控執行副總經理、開發工銀董事及開發國際董事長；劉○樑為開發金控策略企畫處資深副總經理暨策略長；黃○佳係開發金控海外直接投資業務部資深副總經理，並自2005年8月起兼任開發國際總經理。

⁸ 開發工銀雖亦於2005年2月2日至4月12日間購入共計4.88%之金鼎證券股票，但檢察官未就提起公訴，而僅主張開發國際於同年4月7、8、11、12日，陸續購入4.32%金鼎證券，違反內線交易。據瞭解，此乃因開發工銀買進金鼎證券之股份是分散在2月至4月間，買進的速度慢，與開發國際係在短短4天內大量快速買進，再加上開發金控高層明確指示係因原本規劃的合併案破局，要考慮另外的併購標的，金鼎證券為適當的敵意併購目標，因此檢方認為開發國際買進金鼎證券涉犯內線交易罪證明確，故僅就此提起公訴。

券股價上揚、併購成本提高、觸動金鼎證券經營者進行防禦、增加併購之困難度等不利結果，將使併購案平添變數，若因併購成本提高及標的公司之防禦成功導致併購公司放棄併購或併購失敗，則之前相信併購公司事先公開併購消息而買賣股票之投資大眾權益又應如何保障？故應限縮資訊平等理論之適用範圍，始與實質公平正義法則較為相合，因此難認開發金控違反內線交易規定。

(三)開發國際係受開發金控之指示，配合開發金控併購金鼎證券之目的而買進金鼎證券股票，其係處於與開發金控共同併購金鼎證券之立場，既然開發金控無須事先公開併購金鼎證券之訊息，開發國際自亦無公開之義務，故開發國際亦不成立內線交易。

(四)開發金控、開發工銀與開發國際於共同取得金鼎證券股份超過10%時，也已依法進行申報，投資大眾可藉此獲悉相關訊息而自行判斷是否買賣金鼎證券股票，對於投資大眾權益亦已兼顧。

四、二審判決

由於一審就內線交易部分認定被告無罪，檢察官不服提出上訴，二審仍維持原判，主要理由如下：

(一)開發金控執行其併購金鼎證券決策之前，並無揭露相關訊息之義務，故難認開發金控違反內線交易規定；而開發國際既係受開發金控之指示，配合開發金控併購金鼎證券之目的而買進金鼎證券股票，係處於與開發金控共同併購金鼎證券之立場，開發金控無須公開訊息，開發國際自亦無公開之義務，故不成立內線交易。

(二)開發國際經理部門因受開發金控高層指示，於二〇〇五月四月七、八、十一、十二日，購入金鼎證券股票時，開發金控就是否併購金鼎證券尚未經該公司董事會決議（六月二十七日）及金管會核准（七月二十一日），縱開發金控經理部門當時或已認知其子公

司大華證與中信證、統一證合併之「三合一合併案」可能破局⁹，然而先行規劃轉投資其他證券商之行為，難認即屬公司之決策，故該「開發金控併購金鼎證券」之重大消息是否已屬「消息明確」，非無疑義。

應注意者，一審判決認為因法人非內線交易之犯罪主體，故無法處罰開發國際，自無法處罰辜○瑩等個人，此一理由於二審中未見¹⁰。此外，二審認為開發金控高層指示開發國際購入金鼎證券股票當時，重大消息尚未明確，一審判決則認為開發金控經理高層於指示開發國際購入金鼎證券股票時，已經形成併購金鼎證券之決策，似認為重大消息已經明確。

五、三審判決

三審就內線交易部分認為二審判決無違反經驗法則、論理法則，亦無違背證據法則、判決理由不備、理由矛盾、不適用法則或適用法則不當之違誤，故維持原判。

⁹ 二審法院認為，開發金控經理高層（含被告辜○瑩、吳○臺、黃○佳）於2005年3月23日召開的開發金控董事會提出三合一合併案後，遭出席董事蔡○才（為中國國際商銀之代表，中國國際商銀董事長為林○勇反對，故乃延會至同年4月25日，於4月25日續開之開發金控董事會，仍無法達成決議，三合一合併案始行破局。

¹⁰ 學者有認為，「我國公司法本允許法人充任董事、監察人，如法人董監事違反內線交易規範，自可依同法第一七九條處罰其為行為之人，不構成自由刑難以執行之問題。或許此項錯誤見解，與公司法人本身在現行法下交易自己股票不構成內線交易相混淆有關，應速改正。所幸，後來最高法院確已改弦易轍，肯認法人仍得成為內線交易之規範主體……最高法院此項新見解，應值肯定。」參見劉連煜，新證券交易法實例研習，頁480，2016年9月，14版。

參、公開收購與內線交易

本文雖以內線交易之規範主體為研究核心，但由於公開收購下消息是否明確之認定有其特殊之處，且開發金控併金鼎證券案中，一審法院與二審法院對此看法分歧，故本文先分析重大消息是否明確，再論內線交易之規範主體。

一、重大消息是否已經明確？

(一)美國法之規定

美國證交法有關內線交易禁止之規定，係規定在第10b條與Rule 10b-5。如係涉及與公開收購有關之內線交易，另以第14e條與美國證券管理委員會（Securities and Exchange Commission，下稱美國證管會）一九八〇年制訂的Rule 14e-3規定之。兩者規範之主要差異在於戒絕交易的規範主體範圍不同，第10b條與Rule 10b-5係以信賴理論與私取理論等關係論，劃定規範主體之範圍，而第14e條與Rule 14e-3涉及公開收購之內線交易則傾向市場論，換言之，公開收購下內線交易之規範主體涵蓋面較廣。

Rule 14e-3(a)採取「重要步驟測試」（the substantial step test）以定重大消息成立的時間點¹¹。該條規定，「如果任何人已採取重要步驟進行公開收購，或已開始公開收購，任何其他人士（any other person）擁有關於此公開收購之重要消息，且明知或可得而知此一消息尚未公開，且其明知或可得而知此消息係直接或間接來自公開收購人、目標公司，或者公開收購人或目標公司之經理人、董事、

¹¹ 關於substantial step，有譯為「重要步驟」，參見劉連煜，同前註，頁494；亦有譯為「實質步驟」，參見賴英照，內線交易的紅線——重大消息何時明確，中原財經法學，36期，頁12，2016年6月。

合夥人、職員或公開收購人或目標公司之代理人者，不得買賣目標公司股票或具有股權性質之有價證券，否則即成立證交法第14e條之詐欺與操縱行為，除非該消息已公開並經過一段合理時間¹²。」依此規定，涉及公開收購之戒絕交易起始點為「已採取重要步驟進行公開收購，或已開始公開收購」。美國證管會於Release No. 34-17120說明，所謂「已採取重要步驟」，包括但不限於公開收購人之董事會作成決議、進行公開收購計畫或提案規劃，或其他促進公開收購之重要行為（substantially facilitate the tender offer），例如安排公開收購所需之資金，或者準備、指示或授權準備公開收購文件與資料等¹³。

¹² Rule 14e-3(a) (“If any person has taken a substantial step or steps to commence, or has commenced, a tender offer (the ‘offering person’), it shall constitute a fraudulent, deceptive or manipulative act or practice within the meaning of section 14(e) of the Act for any other person who is in possession of material information relating to such tender offer which information he knows or has reason to know is nonpublic and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from: (1) The offering person, (2) The issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer, or (3) Any officer, director, partner or employee or any other person acting on behalf of the offering person or such issuer, to purchase or sell or cause to be purchased or sold any of such securities or any securities convertible into or exchangeable for any such securities or any option or right to obtain or to dispose of any of the foregoing securities, unless within a reasonable time prior to any purchase or sale such information and its source are publicly disclosed by press release or otherwise.”).

¹³ SEC Release No. 34-17120 (Sep. 4. 1980) (“The Commission believes that a substantial step or steps to commence a tender offer include, but are not limited to, voting on a resolution by the offering persons board of directors relating to the tender offer; the formulation of a plan or proposal to make a tender offer by the offering person or the person(s) acting on behalf of the offering person; or activities which substantially facilitate the tender offer such as: arranging financing for a tender offer; preparing or directing or authorizing negotiations, negotiating or

論者認為，此一「重要步驟測試」並不以公開收購之進行已屬確定為必要（need not be a certainty），只要非屬推測性（more than just a speculative possibility），具有相當的可能性（the bid is likely enough to occur），即可能通過重要步驟測試¹⁴，包括從可能的併購對象中篩選至二到三家目標公司，或者與目標公司進行磋商但表明如合併談判不成，不排除進行公開收購等，均可能構成重要步驟。

美國司法實務亦有認為，聘任併購顧問並規劃公開收購的內容¹⁵、併購方取得大量目標公司部位且目標公司開始規劃防禦措施¹⁶、與銀行聯絡洽談融資事宜¹⁷等均構成重要步驟，亦有法院認為，在尚未確定是否採取公開收購方式以取得目標公司之控制權之前，只要有採用公開收購之重大可能性，都不排除構成重要步驟¹⁸。

換言之，由於併購交易具有「尚未發生但可能發生」的特性，致使無論是 Basic 案中確立的可能性與影響程度測試

entering into agreements with any person to act as a dealer manager, soliciting dealer, forwarding agent or depository in connection with the tender offer.”).

¹⁴ See DONALD LANGEVOORT, 18 INSIDER TRADING REGULATION, ENFORCEMENT AND PREVENTION § 7:3 (2015) (“The substantial step test is designed to provide a fairly (though not completely) objective standard for determining the point at which the bid is likely enough to occur that its disclosure would be deemed material by the marketplace. The bid must be something more than just a speculative possibility, although it need not be a certainty.”).

¹⁵ S.E.C. v. Falbo, 14 F. Supp. 2d 508 (S.D.N.Y. 1998).

¹⁶ S.E.C. v. Warde, 151 F.3d 42 (2d Cir. 1998).

¹⁷ S.E.C. v. Svoboda, 409 F. Supp. 2d 331 (S.D.N.Y. 2006).

¹⁸ See Allergan Inc., v. Valeant Pharmaceuticals International, Inc., *supra* note 2; U.S., S.E.C. v. Ginburg, 362 F.3d 1292, 1030 (11th Cir. 2004).

(probability/magnitude approach)¹⁹，或者Rule 14e-3重要步驟測試，都是以事件發生的可能性，作為判斷消息是否構成重大性之基礎，而無須達到併購或者公開收購已經確定的程度²⁰。此一判斷標準在合意併購或非合意併購均無不同，所不同的是，合意併購中，併購進行的可能性往往必須從合併的協商過程加以觀察，但非合意併購中，則必須從併購方公司內部的決策過程與行為中判斷之。

(二)二〇一四年歐盟禁止濫用市場規則

歐盟禁止濫用市場規則 (Market Abuse Regulation) 第7條規定²¹，所謂「內線消息」應符合以下三個要件：第一，性質明確 (a precise nature)；第二，直接或間接與發行人或有價證券相關；第三，如公開，對有價證券之價格有重大影響 (a significant effect) 之消息。

所謂「性質明確」，係指已發生或合理期待會發生影響有價證券價格之情事 (if it indicates a set of circumstances which exists or which may reasonably be expected to come into existence, or an event which has occurred or which may reasonably be expected to occur)。本條指出，如果某項情況之發生，必須歷經冗長的程序，其「中間進行之步驟」亦可能被視為內線消息 (An intermediate step in a protracted process shall be deemed to be inside information if, by itself, it satisfies the criteria of inside information as referred to in this Article)²²。另外，所謂「對有價證券價格具有重大影響之消息」，係指一理性投資人可能使用該消息作為投資決定之基礎 (a

¹⁹ 485 U.S. 224 (1988).

²⁰ 賴英照，同註11，頁12-14。

²¹ See *supra* note 1.

²² 賴英照，同註11，頁22-23。

reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his or her investment decisions)。

學者分析指出，歐盟指令所謂的消息必須「性質明確」，意在排除謠傳或臆測的資訊²³；二〇一二年歐盟法院於Markus Gelzl v. Daimler案中認為，所謂「性質明確」的重大消息，包括交易協商的中間步驟，而不必是協商最後的結果。至於評估交易發生的合理期待，只需要務實的預期，而不必具備高度發生的機率²⁴。

(三)我國法的規定

證交法第157條之1規定，內部人於「實際知悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內」，不得買賣系爭股票。換言之，內部人戒絕交易的時間點應在重大影響股票價格之消息「明確後」。此處涉及何謂重大消息與重大消息何時成立？

所謂「重大影響股票價格之消息」，依第157條之1第5項之規定：「指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，其具體內容對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息」，又依金管會頒布之「證交法第一百五十七條之一第五項及第六項重大消息範圍及其公開方式管理辦法（下稱重大消息管理辦法）」之規定，合併、收購等，亦被認為係重大影響股票價格之消息。學者則認為，所謂重大消息，該消息之內容必須

²³ 賴英照，同註11，頁105；曾宛如，內線交易重大消息明確時點之認定：綠點案之啓示，月旦法學教室，165期，頁57、61，2016年7月。

²⁴ 賴英照，同註11，頁105。另關於歐盟與我國內線交易認定之比較，請見陳彥良，涉及企業併購之內線消息認定——由嘉泥、台泥內線交易案觀察，月旦法學雜誌，236期，頁48、60-63，2015年1月。

具體²⁵。至於「重大消息成立」，重大消息管理辦法第4條規定：「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足資確定之日，以日期在前者為準。」

我國法院對於消息何時明確之見解分歧。以品佳與世平股份轉換案為例，一審法院認為²⁶，重大消息應依個案具體事實決定，以消息確定發生之機率及其發生在公司整體活動中的影響程度綜合判斷，而非單純以尚未完成特定程序，即遽以否認其為重大消息之性質；法院認為，本件股份轉換案中，兩家公司協商代表人員於二〇〇五年二月十五日即決定依企業併購法之規定，共同以股份轉換方式進行整合，同年三月二十一日至二十五日間，協商確定換股比例及相關條件，決定各自召開董事會討論，是以縱使認為二月十五日為初步磋商階段，因尚未能確定換股比例及相關條件，無法認為其發生機率甚高，然參酌該消息為合併案，對品佳公司之發展及股價可能產生重大影響，故足認已屬重大消息，而非待三月二十七日董事會決議通過後，始謂消息確定成立。惟本案二審法院則認為²⁷，二〇〇五年二月十五日初步磋商，係雙方代表協商人員決定，共同以股份轉換方式進行整合，各自成立專案小組進行實地查核，經委由會計師、專家提出評估、分析報告，故離正式決定合併，尚有一段距離，故二月十五日是否已達於重大消息程度，頗值深思。

²⁵ 劉連煜，同註10，頁565（「內線消息應有具體內容，始足當之。以併購案為例，當雙方董事長坐下來喝咖啡以探詢彼此併購意願時，通常不會談及具體的交易細節，例如換股比例或併購價格。因此屬於單純『兩家公司探詢彼此意願』的磋商這類初步訊息，因尚無具體內容，依新法規定似可能難以稱為重大消息。」）。

²⁶ 臺灣士林地方法院96年度訴字第1135號判決。

²⁷ 臺灣高等法院97年度上訴字第3834號判決。

在較晚近之捷普併購綠點案中，併購雙方於二〇〇六年九月十二日簽屬意向書，十月二日捷普於綠點進行實地查核，十一月十八日綠點召開董事會簽署合併契約，二十二日綠點召開記者會並於公開資訊觀測站公布合併消息。本件被告主張，重大消息應於十一月十六日成立，但地方法院認為²⁸，在雙方均具有高度意願之情況下，於九月十二日簽訂意向書，該意向書約定捷普以100%現金方式併購或取得綠點股權，合併後捷普為存續公司，以79.7元為基礎，每股溢價率為18%至38%，雙方對於每股收購價格區間既有初步共識，亦以該範圍議價，故應以九月十二日為重大消息成立時點。其後高院與最高法院均同意一審法院之認定。

法院對於重大消息成立之時點見解未見一致²⁹，但學者多認為，涉及併購之內線交易案件，在明確及具體內容等判斷原則指導下，依個案情形應儘早成立重大消息以保護證券市場之公平性³⁰。誠如學者所言，「任何重大消息都有它形成之過程，從貫徹禁止內線交易的目的而言，應以特定消息在其形成過程中，依其具體情形，是否對投資人的投資決定具有重大影響作為判斷標準，而不應認為凡程序尚未完成（例如股東會尚未通過合併案），消息尚未成立，因此均非內線消息；此種見解顯然過於僵化，甚至導致有人故意遲延消息成立的時點，為內線交易的操作預留更多空間³¹。」學

²⁸ 臺灣最高法院102年度臺上字第1402號刑事判決。

²⁹ 有關內線交易案件重大消息認定時間點的詳細分析，請見申心蓓，內線交易中重大消息認定之實務分析，檢察新論，12期，頁87-116，2012年7月。學者賴英照教授仔細分析，我國法院在合併、公開收購及策略聯盟等案件中，法院就重大消息何時明確所採取的判斷標準，詳見賴英照，誰怕內線交易，頁301-331，2017年10月。

³⁰ 劉連煜，同註10，頁570。

³¹ 賴英照，最新證券交易法解析——股市遊戲規則，頁477，2014年2月，3版；劉連煜，同註10，頁552。

者並認為，就「尚未發生但可能發生的事件」，可以參酌美國聯邦法院一九八八年Basic Inc., v. Levison一案之見解，以「事件發生的可能性（probability）」與「該事件的影響程度（magnitude）」來認定消息是否已達重大性。該案中，美國聯邦最高法院認為，兩家公司的合併磋商是否具重大性，不能單以是否已達成交易價格與基本架構之合意為斷，在綜合考量可能性與影響程度下，初步的合併磋商亦可能已達重大性³²。學者並認為：「就我國實務情形而言，在判斷特定交易完成的機率時，並應注意行為人對該項交易能否完成所具有的影響力。例如行為人為大股東，對公司董事會是否作成決議，具有舉足輕重的力量，則不待董事會的召開，行為人已可確定特定交易必將完成，此時如仍相信董事會尚未召開，消息尚未成立，實無法貫徹防制內線交易的目的³³。」

四、本案分析

一審法院認定，二〇〇五年三月底、四月初，開發金控指示開發國際購入金鼎證券股票時，經理高層業已形成併購金鼎證券之決策。經一審法院調查，二〇〇五年三月底、四月初，開發金控高層資深副總經理黃○佳告知當時開發國際總經理沈○，金鼎證券為開發金控併購對象，希望開發國際進場收購金鼎證券5%之股權，經沈○詢問黃○佳原因，黃○佳表示開發金控經營團隊原規劃的三合一合併案因有部分董事反對而未成功，所以尋找其他併購對象，而金鼎證券股權分散，是比較容易以敵意併購方式取得經營權之適當併購對象。沈○進一步詢問此決策是否為開發金控最高決策首長之決定，以及開發金控執行副總經理兼開發國際董事長吳○臺是否知

³² 劉連煜，同註10，頁560。

³³ 賴英照，同註31，頁477。

情，黃○佳皆表示肯定，且要求其儘快執行。

一審法院認為，當時陳○在擔任開發金控董事長期間，開發金控董事會係採共識決，開發金控經理部門於二〇〇五年三月二十三日董事會所提出之三合一合併案，因董事林○勇反對換股比例，因而延會，可見，開發金控當時之董事會對於經理部門並非全然友善；考慮開發金控就三合一合併案所需支出之併購成本，以及統一證、中信證經營者接受更不利新方案之可行性，與說服開發金控唯一反對董事之可能性，開發金控經理部門即可合理預見三合一合併案順利成功之機率不大。又被告雖主張由於當時主管機關相關法令尚不允許開發金控轉投資其他券商，故尚未構成重大消息，但法院認為，以主管機關之行事作風與慣例而言，在開始修改相關行政命令之前，必有一段時間徵詢各界意見，而以開發金控經理部門就公司業務與主管機關各單位接觸往來密切之情況以觀，開發金控於主管機關修正金控公司轉投資相關規定以前，其經理部門當已對於金管會將修正相關規定有所風聞。又，開發金控是否併購金鼎證券，係屬開發金控之重要決策，執行副總經理吳○臺與海外投資部資深副總經理黃○佳，不可能在未取得開發金控總經理辜○瑩的同意下，即要求開發國際買進金鼎證券股票，顯見開發金控經理高層於指示開發國際買進金鼎證券股票之前，業已形成併購金鼎證券之決策。

二審法院則採不同見解。法院認為，所謂「獲悉發行股票公司有重大影響股票價格之消息」，係指獲悉在某特定時間內必成為事實之重大影響股票價格之消息而言，並不以獲悉時該消息已確定成立或為確定事實為必要。換言之，二審法院認為，重大消息必須是已經確定未來一定會發生重大影響股票價格之事件，也因此本案中，開發金控經理部門原提案之三合一合併案，因董事會部分董事之反對而破局，則開發金控經理部門復行規劃之合併金鼎證券是否

終能成局，亦未可知，縱開發金控經理部門當時或已有三合一合併案可能破局之認知，惟開發金控經理部門規劃併購金鼎證券，在尚未經董事會決議與主管機關核准之前，應難認即屬公司之決策，因此，能否即認開發金控併購金鼎證券已屬「消息明確」，非無可斟酌之餘地。被告辜○瑩等人所辯稱於二〇〇五年四月間，當時三合一合併案尚未破局，開發金控之資金無從同時應付三合一合併案及金鼎證券併購案，尚無確定併購金鼎證券之可能等語，即非無據。三審關於是否已經構成重大消息的爭點，維持二審見解。

一審與二審在重大消息是否成立上之歧異，原因在於對於重大性採取不同的認定標準。一審法院雖未明指以事件之可能性作為判斷，但分析其論理，法院係以開發金控高層已形成併購金鼎證券之決策，已經具有相當之可能性，故認為重大消息已經明確。而二審法院則認為重大消息必須是已經確定未來一定會發生重大影響股票價格之事件，而不以可能性作為判斷。

重大性究應如何認定為宜？如前所述，我國法院有所分歧，本案一審與二審法院見解亦有所不同。從國內學者見解到美國、歐盟等外國立法觀察，為保護證券市場的交易秩序與維護投資人之信心，均以事件之可能性或合理期待為判斷。由於重大性之有無屬於事實認定問題，在有限的資料下，無法判斷本案是否已經構成重大消息，但就認定重大性的標準來說，本文贊同學者看法與外國立法例，認為併購事件應以可能性／影響程度作為判斷標準為妥。

二、公開收購人在公開收購消息公開前，依照自己的規劃與資訊，買進目標公司股票，是否成立內線交易？

本文中，由於公開收購人開發金控受限於當時法規，無法自己先取得金鼎證券股票，從而透過其可實質控制的孫公司開發國際購入金鼎證券股票，但由法院論述可知，法院認為如係開發金控自己

在公開收購消息公開前買入金鼎證券之股票，不成立內線交易。本文對此一見解表示贊同，從內線交易規範與比較法上來看，亦應肯認公開收購人利用自己的資訊於公開收購前建立部位，不成立內線交易。

(一)本案法院見解

一審法院分別以內線交易之三個理論，資訊平等理論、信賴關係理論，以及私取理論檢驗本案是否成立內線交易。這三個理論雖係源自美國法院判決，但我國證交法於一九八八年增訂第157條之1時，立法理由即指出：「……為健全我國證券市場發展，爰參照美國立法例（一九三四年證交法第十條規則五判例），增訂本條」，是以美國內線交易案件之理論與實務案例常為我國司法實務與學者評論之重要參考。

一審法院認為，信賴關係理論認為成立內線交易之前提必須是交易之一方（例如公司內部人之董事）對他方（例如股東）具有信賴關係，始有揭露消息之義務；私取理論則認為獲悉影響價格重要消息之公司外部人，雖與交易相對人間沒有信賴關係，但如違背對消息來源之忠誠及信賴義務，將其自消息來源所獲取之機密消息據為己有，圖謀私利，亦違反信賴義務。法院認為就本案來說，以形成併購金鼎證券消息之開發金控本身於消息公開前執行相關決策而言，均未違反信賴關係理論及私取理論。

至於資訊平等理論，一審法院認為資訊平等理論係任何人獲悉公司重大且未公開之消息時，均應遵守公布消息否則禁止買賣之規則，使市場投資人有公平獲取資訊之機會，但於公司進行併購時，應限縮解釋資訊平等理論之適用範圍，始與實質公平正義法則較為相合，其理由有二：

首先，資訊平等理論無法合理說明，何以開發金控須事前公開

併購訊息與其他投資大眾分享，「且以開發金控本身利益及開發金控股股東利益而言，若開發金控事先公開併購之決策，則必然引發金鼎證券股價上揚、併購成本提高、觸動金鼎證券經營者進行防禦、增加併購之困難度等不利結果，將使併購案增添更多變數，若因併購成本提高及標的公司之防禦成功導致併購公司放棄併購或併購失敗，則之前相信併購公司事先公開併購消息而買賣股票之投資大眾權益又應如何保障？況以現今社會狀況以觀，具有決定投資某種股票即足影響該股票股價之經濟實力或影響力之自然人或法人所在多有，則是否應同引前開資訊平等理論要求上開具有經濟實力或影響力之自然人及法人需在執行投資決策前公開其投資決策內容與其他投資大眾共享利益，亦將面臨欠缺合理基礎之難題」。

其次，證交法第43條之1第1項已明文規定，取得他公司股份超過10%時，應於十日內向主管機關申報，「投資大眾業可藉此獲悉相關訊息而判斷是否買賣股票，對於投資大眾之權益之保障亦有所兼顧」，是以「於公司進行併購時，自應限縮解釋資訊平等理論之適用範圍，始與實質公平正義法則較為相合。」

(二)美 國

1. 資訊平等理論

一般認為，美國第二巡迴法院於一九六八年的SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.一案中確立資訊平等原則。本案中，Texas Gulf Sulphur Co.（下稱TGS）為一礦業公司，在公司尚未宣布發現豐富礦藏之前，TGS之董事兼副總經理，以及公司負責探勘工作的地質專家與工程師等人即買進公司股票，待公司宣布發現礦藏消息後，股價隨即大漲，美國證管會對於消息公開前購入公司股票之董事／總經理、地質專家與工程師等提起訴訟，主張該等人違反美國證交法Section 10(b)以及Rule 10(b)-5，成立內線交易，並獲得勝訴。該

判決指出：「美國證管會基於1934年證交法Section 10(b)所制定的Rule 10(b)-5，其目的在於使所有投資人都有公平獲取重大資訊之機會（The Rule is based in policy on the justifiable expectation of the securities marketplace that all investors trading on impersonal exchanges have relatively equal access to material information）……公司內部人自不得從事不公平交易之行為，但其他並非在1934年證交法第16(b)條內部人定義下之人亦有所適用（Insiders, as directors or management officers are, of course, by this Rule, precluded from so unfairly dealing, but the Rule is also applicable to one possessing the information who may not be strictly termed an ‘insider’ within the meaning of Sec. 16(b) of the Act）……因此，任何擁有重大消息之人應揭露此一資訊，如其為保護公司機密而有保密之義務無法揭露資訊，或選擇不揭露時，在資訊未公開前，其必須戒絕交易（Thus, anyone in possession of material inside information must either disclose it to the investing public, or, if he is disabled from disclosing it in order to protect a corporate confidence, or he chooses not to do so, must abstain from trading in or recommending the securities concerned while such inside information remains undisclosed）³⁴。」

依前述判決，擁有消息之人，無論是否對公司負有保密義務，只要資訊未公開，就必須戒絕交易，否則即成立內線交易。從字面上來看，任何人之範圍極大，但必須特別指出的是，TGS案為典型的內線交易案件：公司董事等內部人取得公司重大內部消息，並藉此買賣股票獲利。本案中進行內線交易者為公司內部人，並非「任何其他人」。是以，雖然法院判決中提及「任何人……」，但如仔細區別美國案例法根據案件重大事實（material facts）所作成之法

³⁴ 401 F.2d 833, 848 (2d Cir. 1968).

院決定為具有拘束力（binding）的holding，其餘論述為僅有說服力（persuasive）效力之旁論（dicta），此處所謂之「任何人」之範圍究竟有多大，仍有解釋的空間。如同美國學者Bainbridge教授所言，即便是廣義解釋TGS案所建構的資訊平等理論，也極難想像任何法院會認定公開收購人依照自己的規劃與資訊，在消息公開前買入目標公司股票，將成立內線交易³⁵。亦有學者認為，股票分析專家利用自己的專業技術與時間所得之分析結果買賣股票不成立內線交易，亦無須分享其分析所得，蓋資訊平等原則的立論之基礎是市場公平（equity），市場參與者使用自己產生之消息並不會影響市場投資人之信心與市場之公平性，自應不在禁止之列³⁶。

換言之，所謂「任何人」獲悉重大未公開之消息即應公開否則戒絕交易，如此廣義的資訊平等理論，似乎從未真正地適用於實際判決中，過於廣義地解釋TGS案，亦無法準確描述美國案例法所形成之資訊平等理論。從TGS一案吾人可以確定的是，如係公司內部人使用公司未公開之消息，即屬內線交易，至於其他人是否構成，在案例法（case law）的精神下，尚必須透過具體個案加以檢驗與界定。

資訊平等理論可能造成涵攝範圍不明確與打擊面過廣的問題，也引發了許多批評，一九八〇年美國聯邦最高法院Chilarella案所建立之信賴關係理論，目的即在限縮資訊平等理論可能產生之弊端³⁷。

³⁵ STEPHEN M. BAINBRIDGE, *SECURITIES LAW: INSIDER TRADING* 57 (1999).

³⁶ LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, *FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION* 921-22 (5th ed., 2004).

³⁷ BAINBRIDGE, *supra* note 35, at 49-53. 參見劉連煜，內線交易構成要件，頁17，2012年9月，修訂2版。

2. 美國證交法第14e條與Rule 14e-3

依美國法之規定，公開收購人於消息公開前購入目標公司股票不成立內線交易。美國證管會於一九八〇年制定的Rule 14e-3(a)明文規定：「倘任何人已採取重要步驟進行公開收購或者已開始公開收購者（下稱公開收購要約人），任何其他人士（any other person）擁有關於此公開收購之重要消息，且其明知或可得而知此一消息尚未公開，且其明知或可得而知此消息係直接或間接來自公開收購要約人、目標公司，或者公開收購要約人或目標公司之經理人、董事、合夥人、職員或公開收購要約人或目標公司之代理人者，不得買賣目標公司股票或具有股權性質之有價證券，否則即成立證交法第14e條之詐欺與操縱行為，除非該消息已公開並經一段合理時間³⁸。」Rule 14e-3為內線交易涉及公開收購之特別規定，依此規定，除公開收購要約人之外，其他任何人均不可在消息公開前買賣目標公司股票。

從Section 14e以及Rule 14e-3之立法沿革與目的觀之，Rule 14e-3制定前的法院判決，無論採取何種內線交易理論，都未禁止公開收購人使用自己的資訊；美國證管會制定本條之目的係在禁止公開收購人以外之其他任何人，在消息公開前進行交易，無論該等人對於交易相對人或消息來源有無信賴關係，故一般認為，Rule 14e-3突破了Chiarella案下建立的信賴關係理論的限制，而近於資訊平等理論³⁹。

³⁸ Rule 14e-3(a). Matthijs Nelemans & Michael Schouten, Takeover Bids and Insider Trading 25, 26 Mar. 2013, available at <http://ssrn.com/abstract=2147360> (last visited: 2017.06.11).

³⁹ 劉連煜，同註10，頁494。

(三) 歐 盟

歐盟於二〇一四年四月十六日發布禁止市場濫用規則 (Market Abuse Regulation, MAR)⁴⁰，取代二〇〇三年發布的禁止市場濫用指令 (Market Abuse Directive)⁴¹。MAR已於二〇一六年七月三日生效，且由於其為規則 (regulation) 並非指令 (directive)，無須轉換為內國法，而可直接適用於各會員國。

新的禁止市場濫用規則相較於原本的指令，更清楚地規範涉及未公開的併購消息之使用。延續禁止市場濫用指令前言第29段⁴²與第30段⁴³的規定，規則前言第30段謂⁴⁴：「僅因有取得其他公司內線消息之途徑，並在公開收購下，以取得該公司控制權或對該公司提出合併要約之目的而使用該內線消息，不成立內線交易」。第9條合法行為 (Legitimate behaviour) 第4段進一步規範⁴⁵，「倘係基

⁴⁰ See *supra* note 1.

⁴¹ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse).

⁴² Having access to inside information relating to another company and using it in the context of a public takeover bid for the purpose of gaining control of that company or proposing a merger with that company should not in itself be deemed to constitute insider dealing.

⁴³ Since the acquisition or disposal of financial instruments necessarily involves a prior decision to acquire or dispose taken by the person who undertakes one or other of these operations, the carrying out of this acquisition or disposal should not be deemed in itself to constitute the use of inside information.

⁴⁴ The mere facts of having access to inside information relating to another company and using it in the context of public takeover bid for the purpose of gaining control of that company or proposing a merger with that company should not be deemed to constitute insider dealing.

⁴⁵ It shall not be deemed from the mere fact that a person is in possession of inside information that person has used that information and has thus engaged in insider dealing, where such person has obtained that inside information in the conduct of a

於公開收購或合併而取得內線消息，並僅將該消息用於進行合併或公開收購，且該內線消息於公司股東同意合併或於接受公開收購要約時予以揭露，則不成立內線交易。前述內線消息之使用，不可用於消息公開前之建立部位。」

前言第31段謂⁴⁶：「基於自身之計畫或策略之交易，不應視為內線消息之使用」。規則第9條第5段重申此一規定⁴⁷，任何人買賣有價證券係基於自己有關買賣有價證券之決定，不成立內線消息之使用。

換言之，依照歐盟規定，使用自身之計畫或策略而進行之交易，不會被視為內線交易；如係透過其他管道而取得目標公司未公開之內線消息，則在消息公開之前，不能用以建立部位，在併購中，亦必須公開此一消息時，才能在合併或公開收購中使用此一資訊⁴⁸。如將前述歐盟規則適用於開發金控併金鼎證券案中，則開發金控無論係基於併購或其他目的，因自己之策略決定取得金鼎證券之股票並實施購股，將不成立內線交易。

public takeover or merger with a company and uses that inside information solely for the purpose of proceeding with that merger or public takeover, provided that at the point of approval of the merger or acceptance of the offer by the shareholders of that company, any inside information has been made public or has otherwise ceased to constitute inside information. This paragraph shall not apply to stake-building.

46 Acting on the basis of one's own plans and strategies for trading should not be considered as using inside information.

47 Its own knowledge that it has decided to acquire or dispose of financial instruments.

48 在此一規範下，市場參與者所使用之消息，究竟是其自身之計畫或策略，或是因併購而自對方公司取得，涉及事實認定與舉證，為避免觸法，市場參與者應妥善管理資訊與詳實紀錄追蹤。

論者認為，倘非如此，而要求公開收購人必須於消息公布前，揭露自己公開收購目標公司之意圖，則目標公司之股價將會上漲至公開收購價格，將使公開收購幾乎不可能成功⁴⁹。事實上，多數歐盟國家皆允許公開收購人利用自己的資訊於消息公開前建立部位⁵⁰。

(四)英國與香港

英國金融行為監管局（Financial Conduct Authority, FCA）根據歐盟禁止市場濫用規則所制定的Market Abuse Regulation第1.3.2條規定，被視為內線交易之行為包括：公開收購的情況下，公開收購人或潛在公開收購人利用與公開收購有關之未公開資訊（using inside information concerning the proposed bid），進行目的僅為從目標公司股價波動中獲取經濟利益之交易〔例如連結目標公司股票價格之點差交易（spread bet）〕；在公開收購的情況下，公開收購人或潛在公開收購人之代理人，倘係為自己之利益而使用與公開收購有關之未公開資訊。

此外，英國收購與合併守則（The City Code on Takeovers and Mergers）Rule 4.1規定，公開收購人以外之人，不能在消息公開前買進目標公司股票，且任何獲悉消息之人，亦不可就系爭證券向任何其他人作出買賣建議⁵¹。本條註釋（Note）進一步說明，

⁴⁹ Carmine Di Noia, Pending Issues in the Review of the European Market Abuse Rule 2, 27 Mar. 2012, available at <http://ssrn.com/abstract=2028918> (last visited: 2017.04.03).

⁵⁰ Nelemans & Schouten, *supra* note 38, at 25.

⁵¹ City Code on Takeovers and Mergers Rule 4.1. PROHIBITED DEALINGS BY PERSONS OTHER THAN THE OFFEROR (a) No dealings of any kind in securities of the offeree company by any person, not being the offeror, who is privy to confidential price-sensitive information concerning an offer or contemplated

如公開收購人係自目標公司處取得未公開之重大資訊，則公開收購人不能自己或誘使他人於消息公開前買進目標公司之股票⁵²；共同公開收購人（**joint offerors**）或公開收購聯盟（**consortium**）於消息公開前購入目標公司股份之行為，也有一定之規範⁵³。

香港「收購、合併及股份回購守則」（**The Codes on Takeovers and Mergers and Share Buy-backs**）之規定與英國收購與合併守則的規定頗為近似⁵⁴，**Rules 21.1**原則上禁止公開收購人以外之人於消息公開前買進目標公司股票，僅與公開收購人訂有「無利益安排」（**no-profit arrangement**）之一致行動人可以買進⁵⁵。此外，依照本條註釋（**Note**）說明，共同公開收購人（**joint offerors**）或公開收購聯盟（**consortium**）於消息公開前購入目標公司股份之行為，也有一定之規範。

元照出版提供 請勿公開散布

offer may take place between the time when there is reason to suppose that an approach or an offer is contemplated and the announcement of the approach or offer or of the termination of the discussions.

⁵² City Code on Takeovers and Mergers Rule 4.1. Notes on Rules 4.1 and 4.2.

⁵³ *Id.* 詳見本文參、四之分析。

⁵⁴ http://www.sfc.hk/web/EN/files/CF/pdf/Takeovers%20Code/TO%20Code_2014%20Mar_Eng_TR.pdf (last visited: 2017.05.31).

⁵⁵ **Rules 21.1**規定：「當有理由假定一項接觸或要約或修訂要約正在計劃中之時起計算（when there is reason to suppose that an approach or an offer or revised offer is contemplated），直至公布該接觸或要約或修訂要約或公布討論終止之時為止的期間，除公開收購人外，任何人倘擁有關於該項實際或計劃中的要約或修訂要約的機密及容易影響價格的資料，均不得進行任何涉及目標公司有價證券（包括有關該等證券的可轉換證券、認股權證、選擇權及其衍生性金融商品）的交易。但倘交易的所涉及之有價證券並非公開收購的有價證券，或已訂有無利益安排（**no-profit arrangement**），則上述交易禁止不適用於公開收購人之一致行動人（**persons acting in concert**）。」此外，「任何事先掌握有關資料的人不可就有關證券的交易，向任何其他他人作出建議」。

換言之，英國法、香港法與歐盟規範均允許公開收購人利用自己的資訊建立部位，但其他人要使用此一資訊，都有相當之限制⁵⁶。

(五)本文分析

本件法院以應限縮解釋資訊平等理論之適用範圍為由，認為公開收購要約人於事前布局不成立內線交易。事實上，資訊平等理論在美國早已被信賴關係理論與私取理論等所取代⁵⁷，涉及公開收購案件中，也應適用證交法第14e條與Rule 14e-3。但由於我國法院在內線交易案件中，仍多論及資訊平等理論，僅有少數案例兼採信賴關係理論⁵⁸。亦有學者認為，我國法不僅採用信賴關係理論，以市場論解釋我國證交法，亦符合國際發展趨勢⁵⁹。本案法院或許基於此，故認為仍有分析本案適用資訊平等理論之必要。值得注意的是，學者有認為，我國第157條之1的構成要件，是歸納美國法院重要判決而來，並非移植美國證交法第10b條與Rule 10b-5之文本，我國內線交易的規範，並未以詐欺行為及違反信賴義務為基礎，同時，也未將任何持有內線消息之人一律納入規範，顯示我國法並不採取資訊平等理論，判決引用資訊平等理論說明我國證交法的立法基礎，並不適當⁶⁰。

⁵⁶ Bonelli Erede Pappalardo et al., Stakebuilding in European Public Listed Companies 35, 1 May 2011, available at http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4234/documento/Stakebuilding_Guide_EN.pdf (last visited: 2018.05.28).

⁵⁷ 美國法有關內線交易理論之演變，詳見劉連煜，同註37，頁15-54。

⁵⁸ 曾宛如，建構我國內線交易之規範：從禁止內線交易所欲保護之法益切入，國立臺灣大學法學論叢，38卷1期，頁253、302，2009年3月。

⁵⁹ 劉連煜，同註10，頁502。

⁶⁰ 賴英照，同註29，頁136-141。

相較於信賴關係理論是以擁有消息的一方，對交易對方當事人負有揭露之義務，但未揭露卻進行交易作為究責之基礎，資訊平等理論則是無論擁有消息的一方是否有揭露義務，只要未揭露即進行交易就應究責；在一般典型的內部人內線交易案件中，看不出這兩種理論適用上之差異，但在以自身交易計畫進行交易的案件中，資訊平等理論可能造成涵攝範圍不確定與打擊面過廣，甚至影響正當研究活動，妨礙市場的健全發展，即引發疑慮。這是為何美國法院轉向信賴關係理論之原因，也是為何美國證管會於Rule 14e-3明確允許公開收購人可以於消息公開前買進目標公司股票之原因。

本文認為，一審法院認為公開收購人可以自己的交易計畫與策略提前購入目標公司股票，與禁止內線交易的規範目的，以及美國、歐盟、英國與香港法之相關規定一致，故應予肯認。

此外，公開收購人利用自己的資訊與策略提前買進金鼎證券股票進行布局，也不違反我國證交法第157條之1規定⁶¹。本條規定，實際知悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息明確後，未公開或公開後十八個小時內，以下各款人之人，不得買賣該公司之股票或具有股權性質之有價證券：

1. 該公司之董監事與經理人。
2. 持有該公司股份超過10%之股東。

⁶¹ 採相同見解者，參見賴英照，同註29，頁191。賴大法官指出，我國法應為如下解釋：如收購公司並未從目標公司獲得機密資訊，而是依自己研究取得的資訊及收購計畫而買進目標公司股票，不成立內線交易；如收購公司從目標公司相關人員或因實地查核等情形，知悉目標公司機密消息，在消息公開之前買入目標公司股票，依第157條之1規定，可能成立內線交易；收購公司以外的任何人，例如收購公司或目標公司參與收購計畫的人員，或從此等人員獲得收購消息之人，不論收購公司是否從目標公司獲得機密消息，在消息公開之前買賣目標公司股票，均成立內線交易。

3. 基於職業或控制關係獲悉消息之人。
4. 喪失前三款身分後，未滿六個月者。
5. 從前述各款所列之人獲悉消息之人。

從法條文義來看，本條第1款第1項所謂之「該公司」，於開發金與金鼎證券案中應係指金鼎證券。開發金控因非金鼎證券之董監事，非第1款之人；開發金控持有金鼎證券未超過10%，且開發金控併購金鼎證券之未公開消息是自己之交易計畫，並非基於股東身分而取得，故亦非第2款之人⁶²；開發金控並非基於職業或者控制關係獲悉消息之人，故亦非第3款之人；開發金控亦不符合第4款與第5款之規定。

這樣的結論應符合內線交易之法規範目的，蓋內線交易規範禁止的是不公平地使用資訊的行為，資本市場法制應鼓勵市場參與者利用自己的專業技術與時間所得之分析結果來買賣股票，如果法規範要求該等人必須將資訊揭露，則自然會降低專業人士的投入，不利於證券市場之形成。

同理，公開收購人使用自己的資源、花費高額成本，搜尋與評估適合之目標公司，在公開收購消息公布前購買目標公司股票，目的往往在降低併購成本、增加併購成功率，不應被認為係內線交易行為。從健全公司控制權市場來說，非合意併購的發動，亦有助於

⁶² 或有認為本項第2款10%之大股東，無須判斷其消息來源，只要身為大股東，即便是自己之交易計畫與策略，只要會影響股價之消息，就必須戒絕交易。本文對此持保留意見。學者賴英照分析本款為何要將大股東納入時指出，依美國法見解，大股東如利用其影響力以控制公司經營決策者，應對公司及其他股東負信賴義務，其義務內容與董事相同；又歐盟指令第2條第1項規定，因持股關係而獲悉消息者，包括運用對公司經營的影響力而獲得，或因公司對大股東特別提供的資料或簡報而獲悉消息者。參見賴英照，同註31，頁461-462。

促使目標公司經營團隊努力經營，對於目標公司股東利益之提升，亦有正面效果。

但亦有認為，公開收購人若明知併購消息公開後，目標公司的股票價格會大漲，如仍於消息公開前大幅買進目標公司股票，對於賣出股票之投資人而言，甚為不公平，故應有同受內線交易規範之必要⁶³。

三、公開收購人之內部人，能否在消息公開前買進目標公司股票？

開發金控併金鼎證券案中，雖未涉及開發金控董監事、經理人等內部人於消息公開前買進金鼎證券股票之情況，但由於公開收購消息公開後往往引發目標公司股價大漲，故實務運作上仍有可能發生，故有探究之必要。

從信賴關係論而言，公開收購人之內部人雖對於與其交易之目標公司股東未負信賴義務，從而不成立內線交易，但從私取理論以及資訊財產權角度而言，公開收購人係花費高額成本，搜尋與評估適合之目標公司，公開收購消息屬於公開收購人之財產，倘公開收購消息公開前內部人即購買目標公司股票，顯然會增加併購公司併購目標公司之成本，內部人取得此一消息倘加以利用，將造成其損害，自應予以禁止⁶⁴。從資訊平等理論來看，亦應在禁止之列，如容任內部人利用未公開之消息獲利，將使投資人對於市場喪失信心。

⁶³ 吳韶芹，企業併購內線交易法規範之研究，臺北大學法律學系碩士論文，頁122，2000年6月。

⁶⁴ LOSS & SELIGMAN, *supra* note 36, at 922.

我國證交法第157條之1第1項第1款所稱「該公司董事、監察人、經理人……」之「該公司」，亦係指有重大影響股票價格消息之公司，在公開收購的情況下，應為目標公司，故公開收購人之內部人不該當第1款所稱之內部人，而係屬本條項第3款「基於職業關係獲悉消息之人」，此等人不得在消息未公開前買賣目標公司股票，否則即成立內線交易⁶⁵，如公開收購人之內部人將消息傳遞給其他人，亦應有本條第5項之適用⁶⁶。

此外，前述美國、歐盟、英國與香港等法域之立法例，均不允許公開收購人之內部人利用未公開之消息，以維護證券市場交易之公平性。

65 張心悌，從企業併購論我國公開收購法制，月旦法學教室，60期，頁86-92，2007年10月；劉連煜，同註37，頁42。劉教授認為，「公開收購是證交法明文之重大消息，於公布前，利用之者屬於內線交易，此點並無疑問。有疑問者，係在公開收購之場合，何人具有內部人身分之問題（不是目標公司之內部人是否屬之）？不是目標公司之內部人（如收購公司之董事），依O'Hagan私取理論，應得以其私自取用收購公司之消息，圖謀已利，認定構成內線交易。按我國法之解釋亦應如此，即認收購公司之董事，屬於因職業獲悉消息之人，並將我國法本條所稱之該公司解為包括目標公司而言。如此解釋始稱合理，並符合立法意旨，且不致產生法律漏洞。」

66 學者有不同見解者。廖大穎，資訊不正流用理論與證交法第157條之1，月旦財經法雜誌，16期，頁77、94、113，2009年3月。廖教授認為，「我國證券主管機關基於證交法第43-1條第4項授權，所頒布的公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第13條，明文『公開收購決定之日起至申報及公告日前，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。』但如此保密義務，是否得以擴大解釋為禁止買賣之義務？原則上，其在法律上並非等同於明文禁止上述人士在公開收購訊息未公開前，買賣被收購公司股票。再者，依我國法規定禁止買賣被收購公司股票者，僅於證交法第43-3條第1項規定公開收購期間，公開收購人及其關係人不得購買之限制。」

四、公開收購人以外之人，能否與公開收購人於消息公開前「共同取得」目標公司股票？

開發金控併金鼎證券案中，被告主張：「依據證交法第43條之1第1項之規定⁶⁷，併購公司自行或與他人共同取得目標公司已發行股份總額達10%之前，併購公司並無義務揭露資訊，若在購入發行股份總額達10%之前，認併購公司需依據證交法關於內線交易之規定加以公開，證交法第43條之1又有何規範實益？併購公司與他人共同取得目標公司股份，若符合證交法第43條之1第1項資訊揭露之法定要求，一方面可累積將來併購談判籌碼，一方面可避免消息公開後股價攀升造成併購成本增加，且防止觸動目標公司之防禦，當屬合法正常之併購前置行為，與內線交易無關。」本案法院認為，開發國際經理部門因受開發金控指示而為配合開發金控併購金鼎證券及與開發金控共同取得金鼎證券股票之目的，乃於二〇〇五年四月間買進金鼎證券股票，並未違反證交法第157條之1內線交易規定。

如依被告與法院的看法，可能會推導出以下結論：

1. 公開收購人於公開收購消息公開前買入目標公司之所以不成立內線交易，是因為依證交法第43條之1第1項之規定，公開收購人持有目標公司股票未超過目標公司已發行股份總數10%，公開收購人不負資訊揭露之義務，故不成立內線交易。

2. 公開收購人可將未公開消息告知其他人，與其他人共同取得目標公司股份。

⁶⁷ 本項規定：「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。」

3. 如公開收購人持有目標公司股份超過10%，但未申報而繼續買入時，將成立內線交易。

本文認為若如此推論，將與各國立法例不同，亦與我國證交法之規範有所扞格。茲分述如下：

(一) 美 國

1. Rule 14e-3下僅允許公開收購人自己與其代理人買進目標公司股票

如前所述，美國證管會於一九八〇年公布的Rule 14e-3規範涉及公開收購的內線交易，Rule 14e-3(a)規定，如果公開收購人已採取重要步驟進行公開收購時，其他任何人取得此一重大消息之人即不得買賣目標公司股票，否則將成立內線交易。Rule 14e-3(c)(1)則規定「證券經紀商或其他代表公開收購人買入目標公司股票之代理人」(“Purchase(s) of any security described in paragraph (a) of this section by a broker or by another agent on behalf of an offering person”)，不成立內線交易。

此一除外規定實屬必要，蓋Rule 14e-3(a)規定，除公開收購人外，任何人均不可利用未公開消息買賣目標公司股票，故若不允許證券商或其他代理人為公開收購人買入，則恐無法達到(a)項允許公開收購人購買目標公司股票之目的⁶⁸。

⁶⁸ SEC Release No. 34-17120 (Sep. 4. 1980) (“This exception addresses the concern by some commentators that a broker or other agent making purchases on behalf of an offering person would violate the proposed rule if the offering person disclosed material, nonpublic information to such broker or agent. As adopted, Rule 14e-3(a) applies to any person and since the broker or the offering persons agent is a person within the meaning of paragraph (a), the exception is necessary for the offering person to consummate lawful purchases if the broker or agent acquires material, nonpublic information from the offering person.”).

探究美國證管會制定Rule 14e-3之目的，係在遏止一九八〇年代普遍存在的「囤積目標公司股票行為」（warehousing takeover securities）。所謂「囤股」（warehousing），係指公開收購人將擬公開收購之消息傳遞給予其友好之人，該等人在消息公開前買入目標公司股票，如此一方面可以使特定人獲取利益，亦可提高公開收購成功之機會⁶⁹。為避免此一情況造成不公平與市場投資人喪失信心，Rule 14e-3規定，公開收購人一旦已實施重要步驟以進行公開

⁶⁹ See *United States v. Chestman*, 947 F.2d 551, 561 (1991) (“Indeed, in *Chiarella*, the Court even distinguished sections 10(b) and 14(e). The Court acknowledged that the SEC had recently acted pursuant to its rulemaking authority under section 14(e) to bar warehousing, a form of insider trading involving tender offers: In this case, as in warehousing, a buyer of securities purchases stock in a target corporation on the basis of market information which is unknown to the seller. In both of these situations, the seller’s behavior presumably would be altered if he had the nonpublic information. Significantly, however, the Commission has acted to bar warehousing under its authority to regulate tender offers [citing proposed Rule 14e-3] after recognizing that action under § 10(b) would rest on a ‘somewhat different theory’ than that previously used to regulate insider trading as fraudulent activity.”); See also BAINBRIDGE, *supra* note 35, at 118 (“In particular, the rule was intended to strike at the practice known as warehousing. Anecdotal evidence suggests that before Rule 14e-3 was on the books bidders frequently tipped their intentions to friendly parties. Warehousing increased the odds a hostile takeover bid would succeed by increased the number of shares likely to support the bidder’s proposal.”). See also David S. Ruder, *Recent Development in Insider Trading and Enforcement* 6, 11 Nov. 1987, available at <http://www.sec.gov/news/speech/1987/111187ruder.pdf> (last visited: 2018.05.28) (“The problem is that a bidder may distribute to other non-public information about its takeover plans. The bidder’s motivation may be to reward others or perhaps to encourage accumulation of the target’s securities in the hands of persons willing to tender when the bidder’s offer is made. The activity does not involve a breach of duty, but it has characteristics of unfairness to the market that justify regulation.”).

收購，即禁止公開收購人以外之其他人買入目標公司股票，無論此人是否對於目標公司股東負有信賴義務，或者是否違背對於消息來源的義務。Rule 14e-3(d)同時對於公開收購人之保密義務訂有嚴格規定（“anti-tipping” rule），公開收購消息原則上不得傳遞給任何人，除非係基於善意（good faith）且係為計畫、融資、準備，與實施公開收購之必要，而將消息傳遞給公開收購人或目標公司之經理人、董事、合夥人、員工，或其他依法令要求應予告知之人⁷⁰。

2. 公開收購人之定義

如前所述，美國法僅允許公開收購人與其代理人可於消息公開前，買進目標公司股份，則究竟何人為公開收購人？美國證交法、證管會與法院過去均未對此提出明確定義，直到二〇一四年 Allergan v. Valeant Pharmaceuticals International, Inc. 案⁷¹，美國聯邦法院首次對何謂公開收購人表示意見。

⁷⁰ Rule 14e-3(d)(1) (“As a means reasonably designed to prevent fraudulent, deceptive or manipulative acts or practices within the meaning of section 14(e) of the Act, it shall be unlawful for any person described in paragraph (d)(2) of this section to communicate material, nonpublic information relating to a tender offer to any other person under circumstances in which it is reasonably foreseeable that such communication is likely to result in a violation of this section *except* that this paragraph shall not apply to a communication made in good faith, (i) To the officers, directors, partners or employees of the offering person, to its advisors or to other persons, involved in the planning, financing, preparation or execution of such tender offer; (ii) To the issuer whose securities are sought or to be sought by such tender offer, to its officers, directors, partners, employees or advisors or to other persons, involved in the planning, financing, preparation or execution of the activities of the issuer with respect to such tender offer; or (iii) To any person pursuant to a requirement of any statute or rule or regulation promulgated thereunder.”).

⁷¹ See Allergan Inc., v. Valeant Pharmaceuticals International, Inc., *supra* note 2.

(1) 案例事實

Valeant 製藥公司（下稱 Valeant）為併購另一製藥公司 Allergan，曾與 Allergan 董事會進行協商，但遭拒絕，Valeant 為增加非合意併購成功之機會，於二〇一四年二月間，找來對非合意併購操作熟悉的避險基金 Pershing Square（下稱 PS），雙方合組 Pershing Square Fund 1（下稱 PS Fund 1）進行相關事宜。

有關 PS Fund 1 之運作，雙方約定如下：

由 PS 管理 PS Fund 1，以及決定何時與如何買進 Allergan 股票以建立部位。

由 PS 行使 PS Fund 1 所持有 Allergan 股票之表決權，但必須支持 Valeant 之議案並反對任何對 Valeant 不利之議案。

涉及 Valeant 與 Allergan 間併購事項，Valeant 應本於善意考量 PS 所提供之建議。

經雙方同意後，始可對 Allergan 進行公開收購。

有關併購 Allergan 所需資金之安排，雙方約定如下：

PS Fund 1 購入 4% 之 Allergan 股票後，Valeant 將向 PS Fund 1 投入美金（下同）7,590 萬元。

Valeant 有權要求 PS 在其進行併購交易前，以 400 萬入股 Valeant。

如併購的安排係使 Allergan 股東可選擇現金或 Valeant 股票，PS 同意 PS Fund 1 以取得 Valeant 股票作為對價。

併購完成後，PS Fund 1 將解散，並且依照持股比例進行分配。

併購完成後，PS 承諾將持有價值 15 億元之 Valeant 股份一年。

基前述協議，PS Fund 1 開始購入 Allergan 股票，直至二〇一四年四月三日已購入達 4%，四月十一日持股超過 5%，PS Fund 1 在四月

二十一日向主管機關為大量持股申報（Schedule 13D）時，已持有Allergan股票約9.7%。六月十一日Valeant設立全資子公司AGMS，並於六月十七日宣布將以AGMS公開收購Allergan。Valeant、PS Fund 1與AGMS均依Regulation D為公開收購申報書（Schedule TO）之申報，並在美國證管會的要求下，增列PS為co-bidder⁷²。

原告主張PS並非公開收購人，不能於消息公開前買進Allergan股票，故Valeant與PS違反Section 14(e)與Rule 14e-3之規定，且被告之相關資訊揭露不充分，違反Section 14(a)與Rule 14a-9的規定，故請求法院為定暫時狀態的假處分，禁止被告於二〇一四年十二月十八日舉行之Allergan股東會中行使其透過PS Fund 1所取得之9.7%股票之表決權，以及禁止被告行使徵求委託書所取得之表決權。

(2)本案爭點：共同公開收購人之定義

本案主要爭點之一，在於PS是否為共同公開收購人，從而能否於消息公開前買進目標公司Allergan股票。被告主張，既然PS已在美国證管會的要求下，依Rule 14d列名為公開收購申報書的co-bidder，其就是Rule 14e-3下所規定之共同公開收購人⁷³；原告則主張co-bidder係美國證管會基於資訊揭露所為之要求，故在範圍上可以從寬認定，而基於內線交易防免所規定之公開收購人，則應從嚴認定以符合規範目的⁷⁴。法院同意原告主張，蓋Rule 14e-3之立

⁷² 美國證交法Section 14(d)規定，公開收購時公開收購人之資訊揭露義務，Section 14(d)(2)規定應被視為同一人而有申報義務之情況（“When two or more persons act as a partnership, limited partnership, syndicate, or other group for the purpose of acquiring, holding, or disposing of securities of an issuer, such syndicate or group shall be deemed a ‘person’ for purposes of this subsection.”）。

⁷³ *Id.* at 11.

⁷⁴ *Id.* at 12.

法目的，是在遏止公開收購人選擇性地將資訊揭露給部分投資人，使得該等人士可先於其他投資人買進目標公司股份之「囤股行為」(warehousing takeover securities)，此一作法無疑對於未取得資訊之投資人甚為不公，也因此要符合Rule 14e-3規範目的下之共同公開收購人，必須具備某些條件⁷⁵。

(3)美國證管會關於bidder之定義可資參考

由於美國證交法、證管會與法院過往判決均未對公開收購人提出明確定義，本案法院認為，美國證管會為公開收購相關資訊揭露之目的，基於Section 14(d)之授權制定的Regulation 14D中創設出bidder一詞的定義，可作為公開收購人定義之參考。

依據美國證管會對於bidder之定義，係指「進行公開收購之人或他人為其進行公開收購者 (any person who makes a tender offer or on whose behalf a tender offer is made.)」⁷⁶，其並舉例說明所謂「他人為其進行 (on whose behalf a tender offer is made) 公開收購」之情況，例如母公司基於公開收購目的設立一子公司，則母公司與子公司均應列為Schedule TO之bidder，且子公司應被視為nominal bidder (名義上之bidder)，而母公司為real bidder (實際上之bidder)。證管會認為，任何一件公開收購都勢必存在至少一個事實上的bidder，也可能會有共同bidder⁷⁷。

證管會認為是否為bidder屬於事實認定問題，因個案情況不同，可能有不同之結果，為便於操作，證管會列出認定bidder之參

⁷⁵ *Id.*

⁷⁶ SEC Regulation M-A; 17 C.F.R. § 229.1000(d).

⁷⁷ SEC, Excerpt from Current Issues and Rulemaking Projects Outline, 14 Nov. 2000, available at https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/ci111400ex_tor.htm (last visited: 2018.05.28).

考標準⁷⁸，其同時強調由於涉及事實認定，沒有單一因素具有決定性，應整體觀察之：

- 是否於公開收購之發動、架構安排與磋商中扮演重要角色？
- 是否與名義上之bidder一致行動？
- 控制或影響公開收購條件之程度如何？
- 是否為公開收購之進行提供資金，或在取得資金上扮演重要角色？
- 是否直接或間接控制名義上之bidder？
- 名義上之bidder是否由其設立，或因其而設立？
- 是否受益所有（beneficially own）公開收購所取得之目標公司股份，或者目標公司資產？

由證管會所列認定bidder之因素可知，在實務運作中，某些對公開收購之進行有關鍵性影響的核心人物，卻隱身幕後，不利於投資人作成是否應賣之決定，故在資訊揭露的規範目的下，也必須揭露這些實際上控制或影響名義上bidder之人。法院判決亦顯示，如僅是單純提供資金者，並非bidder，bidder必須是公開收購的主要參與者⁷⁹。

(4) 法院判決

法院在考量本案情況後認為，雖然PS對於公開收購過程中之策略規劃與資金提供上扮演積極的角色，但其是否已達到Rule 14e-3下公開收購人之標準，仍有疑義。PS對於公開收購之價格、對價種類等事項並無決定權，其亦未透過公開收購取得Allergan之股票；此外，其對於名義上之公開收購人AGMS並無持股，亦未有任何參與。被告在公開申報書中亦明白指出，PS與PS Fund 1名列

⁷⁸ *Id.*

⁷⁹ *Id.* at 11.

bidder僅係為滿足證管會之要求，顯見，被告自身亦不認為PS與PS Fund 1為實際上對目標公司股東提出公開收購要約之人⁸⁰。

由於這些因素對於認定PS是否為公開收購人均有重要影響，故法院認為本案原告提出了尚待解決之重大爭議，相關爭議應於事實審（trail）中決定，但對於即將到來的股東會，法院要求Valeant在修改徵求Allergan股東會出席委託書的相關資資料之前（包括Valeant與Pershing Square建立部位之協議、涉及Rule 14e-3之內線交易訴訟正繫屬中等事項），不能行使其所徵求委託書所代表之表決權。至於原告主張應禁止被告於Allergan股東會中行使其透過PS Fund 1所取得之9.7%股票之表決權，法院認為即便被告之行為違反內線交易規定，受損害之Allergan股東也僅得主張金錢上之損害賠償，而不能主張禁止其行使表決權，從而拒絕原告此項請求⁸¹。

3. 小 結

Allergan案中，法院指出，基於法規範目的不同，申報義務人與公開收購人之範圍應有所不同。本案法院判決提出一項重要觀點：為避免公開收購人任意將其他人包裝成共同公開收購人，而破壞禁止內線交易之規範目的，公開收購人之認定應符合相關條件，其中，對於公開收購之進行是否有相當之控制力以及是否透過公開收購取得目標公司股票，均為重要的考量因素。

事實上，一九八七年美國參議院曾研議修正證交法，擬加入兩條內線交易規範的除外條款，其一為符合Section 13(d)(3)共同持有人間之資訊傳遞，其二為基於善意而邀請他人加入共同持有人團體所為之資訊傳遞。當時，美國證管會即對此一修法建議表示反對，參議院修法建議最終未獲通過。證管會認為，倘如此修法，將無法

⁸⁰ *Id.* at 13-14.

⁸¹ *Id.* at 17.

有效打擊內線交易行為⁸²。換言之，Section 13(d)(3)共同持有無法排除Rule 14e-3之適用；若公開收購人已採取公開收購之重要步驟，則除了前述Rule 14e-3(d)(1)所列可以傳遞消息的例外情況外，其他一切之資訊傳遞均被禁止，自然亦無法與他人共同取得，公開收購人以外之人的囤股行為亦在禁止之列。

(二)英國與香港

1. 英國

如前所述，英國City Code on Takeovers and Mergers Rule 4.1規定，公開收購人以外之人，不能在消息公開前買進目標公司股票。該條註釋並規定，與公開收購人訂有「無利益安排」(no-profit arrangement)之一致行動人(a person acting in concern)，可於消息公開前買進目標公司股票⁸³。所謂「無利益安排」，係指約定由

⁸² See David S. Ruder, 2-3, Letter of the Securities and Exchange Commission Proposing New Insider Trading Legislation: November 18, 1987, available at http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1980/1987_1118_RiegleRuder.pdf (last visited: 2018.05.28) (“S. 1380, by contrast, would prohibit a person planning to acquire or dispose of an issuer or a material block of its securities or assets from communicating its plans, if the purpose of the communication is to influence or encourage trading; exceptions are made for communications to members of the person’s group (within the meaning of Section 13(d)(3) of the Exchange Act) or in the course of a good faith solicitation to join such a group. A majority of the Commission believes it preferable to retain the approach of Rule 14e-3. The demonstrated potential for insider trading abuses in the tender offer area warrants maintaining the substance of the protections afforded by current law. The Commission does not believe, however, that such provisions, which go beyond the ‘wrongfulness’ rationale as defined in the proposal’s principal prohibitions, are warranted when transactions other than tender offers are involved.”).

⁸³ City Code on Takeovers and Mergers Rule 4.1. Notes on Rules 4.1 and 4.2.

公開收購人承擔買進目標公司股票之全部風險與受有全部利益，如果相關安排將使一致行動人獲得正常開支及因持有股份而產生費用以外之利益或可能利益（a benefit or potential benefit）時，此一安排應受到禁止⁸⁴。

註釋對於共同公開收購人（joint offerors）或公開收購聯盟（consortium）於消息公開前購入目標公司股份之行為，也有相關規範。若公開收購人超過一人，或係由一組人成立一家公司以進行公開收購，或採用其他聯盟方式進行公開收購，該聯合收購人（joint offerors）或公開收購聯盟（consortium），將被視為同一聯盟⁸⁵。一般來說，聯盟成員於組成聯盟後買進目標公司之有價證券，將不被允許，除非已有適當安排以確保買進目標公司有價證券係依照聯盟成員之權益比例進行分配，或買入將不會使買入之成員獲得利益⁸⁶。註釋並且指出，併購委員會（The Panel）將確保一致行動人不會偽裝成聯合收購人而破壞法規目的。

也因此，如何區別一致行動人與公開收購人至為關鍵。The Panel所發布的2003/25號Statement對此進行釐清。Statement第13段指出：「真正的公開收購人（a genuine offeror）係指，該人目的在爭取目標公司經營權，並在取得經營權後，期待對目標公司進行管理、

⁸⁴ *Id.*

⁸⁵ *Id.* 3 (Consortium offers and joint offerors. If an offer is to be made by more than one offeror or by a company formed by a group of persons to make an offer or by any other consortium offer vehicle, the offerors or group involved will normally be considered to be in a consortium for the purpose of this Note.).

⁸⁶ *Id.* 3 (It will not normally be acceptable for members of a consortium to purchase such securities unless there are, for example, when a consortium company is to be the offeror, appropriate arrangements to ensure that such purchases are made proportionate to members' interests in the consortium company or under arrangements which give no profit to the purchaser.).

參與目標公司盈餘之分配，並且從目標公司未來的成長中獲取利潤，同時願意承擔目標公司因經營不佳或市場狀況不好導致目標公司價值下跌之風險。」

Panel進一步列出認定是否為公開收購人之參考標準⁸⁷，同時強調由於涉及事實認定，沒有單一因素具有決定性，應整體觀察之：

公開收購完成後，該人於the bid vehicle之持股比例原則上應達到30%，或者各參與者之持股比例應相當。

該人對於the bid vehicle未來之經營與運作方向是否有相當之影響力。Panel原則上認為應持有30%之表決權，或者各參與者之表決權應相當。

該人對於公開收購聯盟之貢獻為何。Panel將根據該人是否對於公開收購相關事宜具有相當之經驗、專業知識，以判斷其對於公開收購之規劃與進行是否具有影響力。

該人對於公開收購之進行是否有相當之影響力。Panel將根據該人對於公開收購之價格、架構有無影響力進行判斷。

是否提供該人退場管道。Panel將考量是否在短時間內即可退場，以及有無買權或賣權之安排。

2. 香 港

香港規範與英國規範極為相近，其收購合併及股份回購守則 Rules 21.1規定，除公開收購人以及與公開收購人訂有無利益安排之一致行動人外，其餘之人皆不可買進目標公司股份。有關無利益安排之定義，亦與英國相同。聯合收購人或公開收購聯盟之規範亦相同。

⁸⁷ Statement 第 16 段；see also available at <http://www.iflr.com/Article/2026524/United-Kingdom.html> (last visited: 2017.05.31).

(三) 本文分析

1. 證交法第43條之1大量取得股份之申報規定，不是內線交易之安全港條款

我國證交法第43條之1第1項大量持股申報之規定，係於一九八八年參酌美國證交法第13條第4項增訂，其立法理由為「為發揮資訊完全公開原則（full disclosure），期使公司股權重大變動之資訊能及時且充分公開，使主管機關、投資人甚至發行該股份之公司，能預做準備，以因應股權異動所可能導致公司經營權之變動及公司股價可能產生之變化⁸⁸。」

本案被告主張，公開收購人持股未達10%前，可與其他人共同取得目標公司股份而不成立內線交易。此一論述恐係誤解證交法第43條之1第1項大量持股申報與第157條之1禁止內線交易之規範目的。此兩條之規範目的不同。前者係要求市場參與者揭露其持有其他公司股份之資訊，以使市場參與者於買賣股票時有所判斷；後者則係禁止公司內部人使用公司資訊，以避免資訊濫用之不公平現象，但不禁止公司保有機密資訊。

倘有違犯，兩者對於資本市場的影響程度也有所不同，法規範上亦設計有不同的法律效果。違反第43條之1大量持股申報義務，依證交法第178條第1項處新臺幣24萬元以上240萬元以下罰鍰，而違反第157條之1內線交易，除依第157條之1第3項應對善意相對人負損害賠償責任外，尚應依證交法第171條之規定，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣1,000萬元以上2億元以下罰金。違反大量持股申報義務與從事內線交易行為對於資本市場的弊害，輕重有別。此外，再對照其他揭露義務違反之處罰規定，例如違反公開說明書之資訊揭露規定時，依證交法第174條之規定，係處一年

⁸⁸ 劉連煜，同註10，頁174。

以上七年以下有期徒刑，得併科2,000萬元以下罰金，發行人違反財務報告及財務業務之資訊揭露義務時，依證交法第171條之規定，係處三年以上十年以下有期徒刑，得併科1,000萬元以上2億元以下罰金。這些違反揭露義務的處罰，均較違反大量持股申報義務為重，這也反映在學界對於法規應否強制要求持股揭露與規範寬緊之論辯⁸⁹。

本文認為，公開收購人利用自己的交易計畫與策略，於消息公開前購買目標公司股票不成立內線交易，並非因為其持股未達證交法第43條之1第1項申報之規定，如前所述，此乃係基於內線交易規範理論之必然結果，吾人無論從資訊平等理論、信賴關係理論或私取理論、外國立法例與我國證交法規定，均應允許此類交易行為。

2. 消息公開前，與公開收購人「共同取得」目標公司股份之人，仍可能成立內線交易，除非係共同公開收購人或公開收購人之代理人

本案法院認為，開發國際經理部門配合開發金控併購金鼎證券，其購入金鼎證券股票係基於與開發金控共同取得金鼎證券之目的，故以開發國際名義買進金鼎證券股票，並未違反內線交易規

⁸⁹ 美國學界對於大量持股的申報規定，究竟是否有助於資本市場的效率，有不同意見。有學者認為，此舉無異使目標公司可以提前作準備，增加併購公司的成本，降低敵意併購汰換不良經營者的機會；亦有學者認為，大量持股揭露後，有助於公開收購下競爭收購的出現（competing bids）。See JOHN JR. COFFEE & HILLARY SALE, SECURITIES REGULATION 722-23 (2009); Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson Jr., *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, 2 HARV. BUS. L. REV. 39, 47-51, 59 (2012). 但亦有不同看法，see Adam O. Emmerich, Theodore N. Mirvis, Eric S. Robinson & William Savitt, *Fair Markets and Fair Disclosure: Some Thoughts on the Law and Economics of Blockholder Disclosure, and the Use and Abuse of Shareholder Power*, 3 HARV. BUS. L. REV. 135, 142-49 (2013).

定。換言之，法院認為，開發金控除可以自己買進金鼎證券股票外，開發國際作為共同取得人，亦可買進。

然如依前述美國、英國與香港的規範，開發國際購買金鼎證券股票，恐已成立內線交易，蓋開發國際既不是公開收購人開發金控之代理人，亦非公開收購之共同公開收購人或公開收購聯盟成員，縱使為開發金控之一致行動人，卻也未與開發金控訂定「無利益安排」。

首先，開發國際非名義上之公開收購人，其對於公開收購交易之安排全無參與，亦無任何影響力或控制力。

其次，當開發金控公開收購金鼎證券之股票時，開發國際在消息公開前取得之金鼎證券股票全數參與應賣，並獲利1.4億元。

又，開發金控100%持股之子公司開發工銀在消息公開前買進金鼎證券，是否成立內線交易呢？對此，檢察官或者考慮其他內線交易之構成要件而未起訴開發工銀。如果不考慮其他要件，僅從開發工銀是否符合前述各國相關規範來看，必須從開發金控與開發工銀於交易中的實際關係，判斷開發工銀是否為開發金控之代理人或共同公開收購人，不當然因為其係開發金控100%持股之子公司，即認定其為開發金控之代理人或共同公開收購人。

或有認為公開收購人之100%子公司應與公開收購人視為同一人，然此時利益衝突或許較小，但公開收購人與其子公司畢竟仍屬兩個獨立之法人，特別是在子公司非母公司基於公開收購之目的而設立者⁹⁰，且開發金控與開發工銀並未約定「無利益安排」，兩公司利害關係人不同，子公司因從事內線交易所獲得之利益，未必能

⁹⁰ 依前述美國證管會有關bidder之定義，如母公司基於公開收購之目的設立子公司，該子公司為nominal bidder，母公司之為real bidder，兩者均應列名為公開收購說明上之bidder。

全數回流公開收購人，內部人仍可能透過此一安排，例如安排自己任職子公司要職，而獲得相關利益。

3. 法規政策上之思考

從比較法上來看，各國法規範對於公開收購人以外之人於消息公開前買進目標公司股票，均有較為嚴格且詳盡之規定，相較之下，我國規範似乎過於簡略。為避免法院判決之分歧，並且使市場參與者有所依循，建議應修法予以明定。

我國究應比照前述各法域之規定，除非是共同公開收購人，或者是公開收購人之代理人，或與公開收購人簽訂有「無利益安排」的共同取得人，其他人均不可在消息公開前買進目標公司股份？或者如我國法院判決認為，只要是共同取得人即可？

依照我國金管會頒布之證券交易法第43條之1第1項取得股份申報事項要點第3點之規定，所謂「共同取得」指以契約、協議或其他方式之合意，取得公開發行公司已發行股份。取得人與他人共同取得股份者，如有書面合意，應將該書面合意併同向主管機關申報。」此一定義對照前述各國有關公開收購人之定義，顯然寬鬆許多。

從寬規定可能有以下好處：公開收購人可掌握之目標公司股票數增加，併購成功率增加。至於為何要與他人共同取得目標公司，而不全數由併購公司自己買入？原因可能包括，避免市場與目標公司過多的關注，導致併購破局；又，倘併購未成，部分成本也可由其他人承擔。此外，併購對於公司治理有其正面意義，可能為目標公司之股東創造利益，亦有助於整體社會財富之累積。

但是，從寬規定亦可能產生如下負面影響：例如由於他人買進目標公司股票，使目標公司股價上漲，將增加公開收購人之併購成本，並使獲悉消息之人可藉此獲利。此外，如果獲悉消息之人為公開收購人之董事等內部人，這些人一方面持有目標公司股票；一方

面負責公開收購決策，例如是否進行公開收購，或公開收購時間點以及收購價格與條件等，由於利益衝突，此等內部人有可能作出有利予己但不利於公開收購人之決策，使公司財富流向特定人，打擊市場參與者之信心。

在利弊互見的情況下，吾人在立法政策應如何選擇？或可借鑑美國證交法從Rule 10b-5之關係論到Rule 14e-3之偏向市場論的發展歷程。

依照美國由Rule 10b-5發展下的信賴關係理論至O'Hagan案確立的私取理論，其所架構的內線交易規範基礎為，內線交易之所以必須禁止，是因為行為人違反其對於交易相對人或消息來源之信賴關係，私自使用未公開消息，從而構成詐欺（fraud）。O'Hagan案判決中多數法官認為，在私取理論下，只要行為人已向消息來源揭露其將使用未公開資訊，就不成立內線交易⁹¹。

O'Hagan案引發各方討論。有學者指出O'Hagan案判決存在矛盾：判決一方面認為內線交易禁止之規範，係在確保證券市場的公平運作以及維護投資人之信心，確保市場參與者可以透過進行研究分析買賣股票，但另一方面判決卻又容許獲悉消息之人只要向消息來源揭露其將使用未公開資訊，即可利用內線交易獲利，此一資訊不對稱，係其他市場參與者無法藉由自身之分析判斷加以克服的。學者認為，在此一情況下，極難想像投資人還能對市場保持信心。學者甚至認為，倘從這點來看，已遭到美國法院廢棄的資訊平等原

⁹¹ United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 655 (1997) (“full disclosure forecloses liability under the misappropriation theory: Because the deception essential to the misappropriation theory involves feigning fidelity to the source of information, if the fiduciary discloses to the source that he plans to trade on the nonpublic information, there is no ‘deceptive device’ and thus no § 10(b) violation ...”).

則似乎更有其優越性⁹²。

O'Hagan案所衍生另一個問題是，如果行為人係在公司的授權下利用未公開消息進行交易（**authorized trading**），是否成立內線交易？法院雖未明白表達此一問題的立場，但由其認為行為人若已向消息來源揭露，其利用未公開資訊即不成立內線交易之論點來看，O'Hagan案可能被解讀為公司可授權其他人使用未公開之消息進行交易。如果真如此，則誠如學者所言，內線交易將成為任意規定，而非具有強制力之法規範，且因而失之公平⁹³。

所幸，前述O'Hagan一案所引發的爭議，在公開收購下已因Rule 14e-3之規定而獲得解決。如前所述，Rule 14e-3規定，只要公開收購人已實施公開收購之重要步驟，原則上任何未公開資訊之傳遞都將被禁止，前述授權交易亦將被視為內線交易；獲悉消息之人應戒絕交易，無論其是否已向消息來源揭露其將利用機密資訊進行交易。因此，一般多認為Rule 14e-3已接近資訊平等理論⁹⁴。

在考量從寬認定之利與弊、各國立法例，以及我國司法實務與學者頗多認為我國證交法更傾向市場論後⁹⁵，本文認為，公開收購人之認定宜從嚴為妥，如果僅是共同取得人，尚不足以認定該人為公開收購人，以免有心人士利用共同取得之名義，行內線交易獲取私利之實。

⁹² Stephen M. Bainbridge, *The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer* 32, 13 Mar. 2001, available at http://papers.ssrn.com/paper/taf?abstract_id=261277 (last visited: 2018.05.28).

⁹³ 賴英照，最新證券交易法解析——股市遊戲規則，頁451，2009年10月，再版。

⁹⁴ 賴英照，同註31，頁452-453。

⁹⁵ 參見本文同註56-60相關的本文分析。

具體來說，本文建議應修正證交法第157條之1，仿照美國法Rule 14e-3明定，公開收購人如依照自己的交易計畫與策略，而於消息公開前買進目標公司股票，不成立內線交易，如已採取重要步驟進行公開收購時，其他取得此一重大消息之人均不得於消息公開前買賣目標公司股票，否則將成立內線交易，但代表公開收購人買入目標公司股票之證券經紀商或其他代理人，不在此限⁹⁶。同時，於修正理由中說明，參酌美國、英國與香港國家或地區之立法例，公開收購人不限於一人，可能有共同公開收購人，或數人合組公開收購聯盟，公開收購人或公開收購聯盟之成員應以取得目標公司經營權為目的，且對於公開收購之進行具有相當之控制力或影響力之人，以避免公開收購人選擇性地揭露未公開消息，打擊市場投資人信心。

元照出版提供 請勿公開散布

肆、結 論

總結本文核心——公開收購下之內線交易規範，本文認為：

第一，公開收購人利用自己的交易規劃與策略，於公開收購消息公開前，買入目標公司不成立內線交易。

其次，除公開收購人及其代理人外，其他取得重大消息之人均不得於消息公開前買賣目標公司股票，否則將成立內線交易。為求明確，以健全市場交易秩序，建議修法明定，並以立法理由說明公開收購人之定義，以避免法院認定過於寬鬆，造成內線交易規範上之重大漏洞。

應注意的是，二〇一五年七月八日修正公布之企業併購法增訂第27條第10項至第15項。其中第10項規定：「為併購目的而取得一

⁹⁶ 賴英照，同註29，頁191。

公開發行公司已發行股份總額百分之十之股份者，得以不公開方式先行單獨或與他人共同為之。」本項所謂「共同為之」，依同條第12項規定：「係指基於同一併購目的，數人間以契約、協議或其他方式之合意，取得公開發行公司已發行股份者。」第14項規定：「為併購目的，依本法規定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，向證券主管機關申報其併購目的及證券主管機關所規定應行申報之事項；申報事項如有變動時，應隨時補正之。」第15項規定：「違反前項規定取得公開發行公司已發行有表決權之股份者，其超過部分無表決權。」

本條修訂之目的何在？其與證交法第43條之1大量持股申報之規定以及第157條之1內線交易禁止之規定有何關聯性？本條所謂之「併購」是否包括公開收購⁹⁷？如果日後發生類似開發金控併金鼎證券案，開發國際是否可援引本條主張不成立內線交易？

關於本條之立法理由，查詢立法院法律系統所載異動理由⁹⁸，其中第8點謂「增列第十項至第十五項，照黨團協商條文通過。」除此之外，並無更多的說明。如果進一步整理立法院審查會提案立法委員之發言，本條修正似乎有兩個主要目的⁹⁹：其一，就併購實務而言，公司為順利達成併購目的，有時會以他人的名義取得股份，有時則是利用特殊手段取得股份，亦有與他人共同取得股份，

⁹⁷ 企業併購法的併購類型是否包括公開收購尚有爭議，採取肯定說者有學者王文宇，企業併購法總評，月旦法學雜誌，83期，頁83-84，2002年4月；採取否定說者有學者王志誠，臺灣企業併購法之立法模式與實踐經驗，財稅研究，42卷1期，頁8，2010年1月。

⁹⁸ 立法院法律系統，<http://lis.ly.gov.tw/lglawc/lawsingle?0^4C060698810CCD0C060618F20C0C4D26C618A10C4CCD06261C81>，最後瀏覽日：2017年12月20日。

⁹⁹ 整理自立法委員廖正井於立法院第8屆第7會期經濟委員會第8次全體委員會之提案說明，參見立法院公報，104卷34期，委員會紀錄，頁341-342。

併購實務上肯認於併購初期階段，隱密性有其合理性及必要性，另依現行證交法第43條之1的規定，未取得10%以前，無申報或公開之強制要求。其二，證交法第43條之1規定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組額超過10%之股份者，應向主管機關申報。若隱密持股已超過10%而不落實申報的義務，將形成市場資訊的不透明並損及投資人權益。為了匡正此不當情事，應修法加重併購人依法申報之義務，若不申報，超過10%以上的股份，應無表決權。

就前述修法目的一，本文肯認在併購初始階段，有先購入目標公司股票以建立部位以及保密之必要，但資訊之使用以及目標公司股份之買進或賣出，仍必須符合證交法第157條之1內線交易之規範。如本文分析，證交法第43條之1或者企業併購法第27條第10項，無論是從文義解釋、體系解釋，或從內線交易規範理論與外國立法例，均無法豁免內線交易規範之適用，否則將形成內線交易規範之大漏洞，戕害市場交易秩序與打擊投資人信心。

至於目的二，提案修正的理由，可能是基於證交法第178條對於違反第43條之1大量持股申報之責任過輕，致使實務上頗多案例寧可事後被罰鍰也不申報¹⁰⁰，從而建議若不申報，則超過10%以上之股份無表決權。

企業併購法第27條第10項至第15項之增訂，對於開發金控併金鼎證券一案中，公開收購人之定義以及與共同取得人間之差異性等重要爭議問題之釐清，並無幫助。本文建議，可參酌英、美等國之規定，於證交法第157條之1增訂相關規定，一方面明確肯認實務上市場參與者利用自己之計畫先行進場布局，或者與共同公開收購人或公開收購聯盟共同為之，以利併購或公開收購進行的必要性與合

¹⁰⁰ 劉連煜，同註10，頁177-178。

法性；另一方面也必須對共同公開收購人有更明確之定義，以維護市場交易秩序，避免有心人士利用併購或公開收購作為獲取內線交易利益之工具。

在修法之前，主管機關可在公開收購辦法中，就有關公開收購人資訊之揭露與使用為更具體與詳細的規範，以使市場參與者有所遵循。另一方面，也期待法院能區辨共同取得人與共同公開收購人間之本質差異，並於具體個案中審慎判斷，以免有心人士藉由共同取得之包裝，以達到內線交易之目的。



元照出版提供 請勿公開散布。

參考文獻

一、中文

1. 王文宇，企業併購法總評，月旦法學雜誌，83期，頁70-85，2002年4月。
2. 王志誠，臺灣企業併購法之立法模式與實踐經驗，財稅研究，42卷1期，頁6-29，2010年1月。
3. 申心蓓，內線交易中重大消息認定之實務分析，檢察新論，12期，頁87-116，2012年7月。
4. 吳韶芹，企業併購內線交易法規範之研究，臺北大學法律學系碩士論文，2000年6月。
5. 張心悌，從企業併購論我國公開收購法制，月旦法學教室，60期，頁86-96，2007年10月。
6. 陳彥良，涉及企業併購之內線消息認定——由嘉泥、台泥內線交易案觀察，月旦法學雜誌，236期，頁48-68，2015年1月。
7. 曾宛如，建構我國內線交易之規範：從禁止內線交易所欲保護之法益切入，國立臺灣大學法學論叢，38卷1期，頁253-310，2009年3月。
8. 曾宛如，內線交易重大消息明確時點之認定：綠點案之啟示，月旦法學教室，165期，頁57-62，2016年7月。
9. 廖大穎，資訊不正流用理論與證交法第157條之1，月旦財經法雜誌，16期，頁77-114，2009年3月。
10. 劉連煜，敵意併購下目標公司董事的受任人（受託）義務——以開發金控敵意併購金鼎證券為例，政大法學評論，125期，頁1-53，2012年2月。
11. 劉連煜，內線交易構成要件，修訂2版，2012年9月。
12. 劉連煜，新證券交易法實例研習，14版，2016年9月。
13. 賴英照，最新證券交易法解析——股市遊戲規則，再版，2009年10月。
14. 賴英照，最新證券交易法解析——股市遊戲規則，3版，2014年2月。
15. 賴英照，內線交易的紅線——重大消息何時明確，中原財經法學，36期，頁1-119，2016年6月。
16. 賴英照，誰怕內線交易，2017年10月。

二、外 文

1. Bainbridge, Stephen M. (1999), *SECURITIES LAW: INSIDER TRADING*, New York : Foundation Press.
2. Bebchuk, Lucian A. & Jackson, Robert J. Jr., *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, 2 HARV. BUS. L. REV. 39 (2012).
3. Coffee, John Jr. & Sale, Hillary (2009), *SECURITIES REGULATION*, New York: Foundation Press.
4. Emmerich, Adam O., Mirvis, Theodore N., Robinson, Eric S. & Savitt, William, *Fair Markets and Fair Disclosure: Some Thoughts on the Law and Economics of Blockholder Disclosure, and the Use and Abuse of Shareholder Power*, 3 HARV. BUS. L. REV. 135 (2013).
5. Langevoort, Donald (2015), 18 *INSIDER TRADING REGULATION, ENFORCEMENT AND PREVENTION*, Toronto: Thomson Reuters.
6. Loss, Louis & Seligman, Joel (2004), *FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION* (5th ed.), New York: Aspen Publishers.

Insider Trading in Case of Tender Offers: A Lesson form the CDF-TISC Dispute

Te-Fang Chu^{*}

Abstract

This paper analyses the insider trading in the context of tender offers, mainly focusing on the following questions: Can the tender offeror acquire shares of the target (i.e. stakebuilding/toe acquisition) before announcing the tender offer on the basis of its own tender offer intention? Can any other person acquire shares of the target? Persons in concert or consortium? The new Business Mergers and Acquisitions Act has taken effect on January 8, 2016, and Article 27 (10) provides any person can alone or with others acquire 10% or less shares of a publicly traded company for the purpose of the merger and acquisition. Will the new provision become a safe harbor for insider trading? By analyzing the theory of insider trading, regulations and laws of the United States, EU, UK and Hong Kong, this paper provides suggestions on how the current laws apply on the balance of maintaining the market integrity and facilitating M&A transactions.

^{*} Associate Professor, College of Law, National Chengchi University; J.S.D., School of Law, University of California at Berkeley.

Received: June 13, 2017; accepted: February 7, 2018

Keywords: Insider Trading, Tender Offer, Stakebuilding, Person Acting in Concern, Consortium Offers, Joint Offerors, Article 27(10) of Business Mergers and Acquisitions Act



元照出版提供 請勿公開散布。