

GoProS金融個案研究

從樂陞案看我國投資人之保護

報告人：莊毓宸（證券投資人及期貨交易人保護中心）

組員：施明宸（臺灣證券交易所）

施耀欽（臺灣證券交易所）

陳威勳（證券投資人及期貨交易人保護中心）

106年3月22日

簡報大綱

- 一、樂陞案始末
- 二、公開收購現況
- 三、可轉債配售現況
- 四、結語



一、樂陞案始末

樂陞公開收購關鍵時點

2016.05.31	日商百尺竿頭宣布以每張128元公開收購樂陞3.8萬張股票
2016.06.01	樂陞召開董事會，由三位獨立董事召開審議委員會，於十天內提出審議結果 百尺竿頭聲明，看好樂陞競爭優勢，將不會介入樂陞經營權
2016.06.09	樂陞、百尺竿頭共同聯合聲明，達成四項共識，包括尊重現任管理層決議、不再增加持股或發動第二次公開收購、共同追求股東價值最大化、歡迎百尺竿頭取得一席董事
2016.07.22	投審會正式核准百尺竿頭公開收購樂陞股權
2016.08.18	百尺竿頭公開收購條件成就，交割金入帳即可完成
2016.08.30	百尺竿頭公告，因收購價與股價落差過大，無法完成公開收購，樂陞董事長表示將對百尺竿頭求償
2016.08.31	3.8萬張股票解凍，應賣人股票退回原集保帳戶內

一、樂陞案始末

許金龍犯案手法流程

假私募 左手賣右手套利

透過2家海外紙上人頭公司、基金等名義，低價取得樂陞的私募股票，再趁樂陞投資中國TP公司等形勢看好機會，以較好的市場價格賣出股票給其他業者，獲利39億餘元



布局假公開收購

與中國遊戲大亨王佶等人謀議，布局人頭公司日商「百尺竿頭」收購樂陞股票



操縱公司債換股

發行短期的樂陞可轉換公司債，勾結康和證券高層，讓許的人頭掌握或團購，低價取得公司債，到期再換成股票



發布假利多 倒股票

找國票大盜楊瑞仁操盤樂陞股價，製造交易熱絡，並發布百尺收購樂陞股票的大利多，於利多前後賣股，倒貨給散戶套利上億元



收購破局 假哭庭

公開收購所需資金籌措不及破局。許金龍主動到案，當庭痛哭演出



假交易救樂陞 再破局

許讓出TP公司股權給原始股東FR公司，籌資救樂陞，實則許私簽密約要付這筆錢，但付一部分後就缺錢破局，許男被收押



註：許金龍另涉以不實發票挪用樂陞資金350萬元。

一、樂陞案始末

樂陞股價 大事紀



二、公開收購現況

- 中信銀與百尺竿頭簽訂委任契約
- 向金管會申報，樂陞收到收購通知

- 樂陞審議委員會做決議

- 條件成就

- 公告延期

05.31

06.01

06.08

07.22

08.17

08.19

08.22

08.30

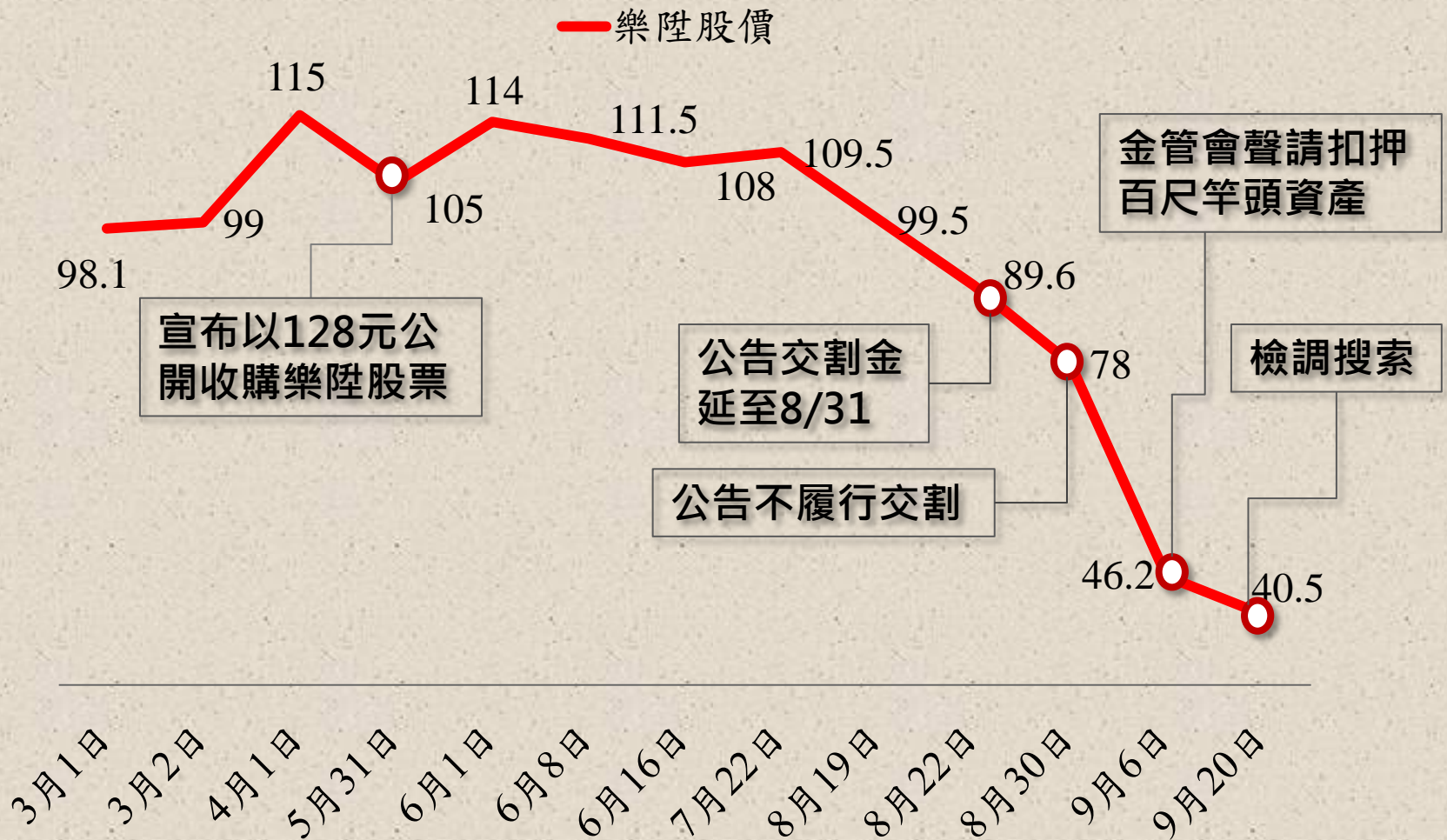
- 公開收購期間開始

- 投審會核准

- 公開收購期間屆滿

- 公開收購宣告破局

二、公開收購現況

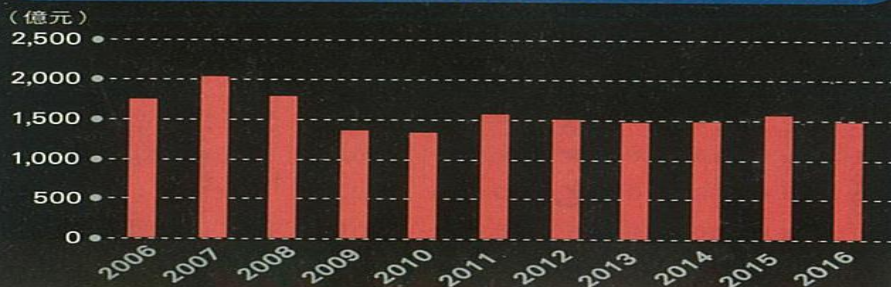


三、可轉債配售現況

利率直落，籌資未必要靠可轉債



近10年來，可轉債流通餘額約維持1500億元



資料來源：櫃買中心

奇！誰來決定詢價圈購VIP？

大股東、老闆掌握股權、決策、消息，「可轉債成禁臠，利益太大了」

「發行可轉債會讓財務經理績效獎金高一點」，承銷高層主管解釋，可轉債如果沒有馬上轉換，從財報數字看，沒有利息、EPS（每股稅後純益）還沒被稀釋，財務短期績效好看，分紅就多一點。

這位主管話鋒一轉，露出一個深沉的微笑，「老闆就不一樣了，分成二種，有些是不懂才發可轉債；有些老闆太聰明了，他知道發可轉債對公司

沒好處，股東權益會被稀釋」，聰明的老闆會這樣想：如果能把這些被稀釋的利益放在自己身上，自己沒有被稀釋，還能稀釋別人。

熟悉衍生性金融產品的法人表示：「可轉債兼具債、股的特性，保障大、風險小，就像公司的VIP（貴賓）。不是每個人想當就能當，要有一定的資格」。可轉債配售是採取詢價圈購，大股東、

三、可轉債配售現況



可轉債由債券及股票選擇權組成，不肖老闆炒作股價，藉選擇權大賺內線財。

憂！小股東權益遭嚴重稀釋

心術不正老闆操縱籌碼及股價，讓利益集中化，無視公司治理

董監事等人不能認購，而是由承銷商決定賣給誰。問題來了，既然是VIP的資格，怎麼會由承銷商來決定呢？當然是決策者才有資格，道理很簡單：為何要把VIP資格白白送給不相干的投資人呢？而大股東、老闆本身就是公司的VIP，他們掌握股權、決策、消息，他們才有辦法決定VIP

團！「可轉債是大老闆的禁燴，利益太大了」，資深財經專家語重心長地說。

所以，大股東要拿可轉債，承銷商、銀行、主力一定會配合，只要利益分配得當，用人頭戶就可以達到目的。這個過程，就是「聰明的老闆要把全體股東被稀釋的利益放在自己身上」的說法根據。

根據現行「行規」，一般大股東會拿回六、七

成的可轉債，狠一點的還要九成，承銷商都得配合，不然就沒有生意做了，一般散戶要的量不多，也拿不到。此外，因為可轉債動輒數億元，大股東沒有那麼多錢，此時券商、銀行就提供「可轉債資產交換業務」，將可轉債拆為債券、選擇權，債券賣給壽險、銀行等法人，收固定利率，選擇權賣給大股東，等於用十倍、二十倍的槓桿方式持有一個長期選擇權，一旦股價上漲，選擇權就倍數上漲。

目前，遠東銀承作「可轉債資產交換業務」的規模最大，依其半年報顯示，「可轉換公司債選擇權合約」達三八〇億元、「可轉換公司債資產交換合約」達二六四億元，就是揭露這塊業務。樂陞案中，遠銀有主管遭約談，檢方想知道誰在背後操作選擇權、金流往哪裡去、與股價波動的關係等；承銷商康和證也被約談，也是檢方想了解配售名單，並追查金主及幕後操盤人。這個案例說明配售過程的黑箱作業。

三、可轉債配售現況

法規名稱： 中華民國證券商業同業公會證券承銷商詢價圈購配售辦法

公布日期： 民國 105 年 02 月 03 日

沿革資訊： 中華民國105年2月3日中華民國證券商業同業公會中證商電字第105000079 8號函修正發布第3條之1條文，自公告日起施行(中華民國105年2月2日 金融監督管理委員會金管證券字第1040052609號函准予照辦)

所有條文

編章節

條款查詢

關鍵字查詢

法規沿革

歷史法規

附件下載

英文版

所有條文

友善列印

轉存 Word

第一條

本辦法依中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第二十九條規定訂定之。

第二條

證券承銷商辦理詢價圈購配售之分配，應以公平、合理之方式為之。承銷商宜優先配售專業投資機構或與證券商有一定往來客戶（不含靜止戶），並應訂定合理配售比例。
前項所稱與證券商有一定往來客戶，係指辦理詢價圈購前與證券商業務往來達六個月（含）以上者，證券商應就交易金額、交易次數或貢獻度等訂定相關標準，並於配售原則中說明。

三、可轉債配售現況



由於違規配合樂陞公司發行可轉換債，**███**銀行與**███**證券今天遭到金管會重罰。（記者王孟倫攝）

此為「樂陞案」的其中一環，檢調目前已著手調查，樂陞今年三月發行可轉換債（CB）過程中，疑藉由發布百尺竿頭公開收購之消息、進而炒高股價，讓可轉債持有人賺取暴利、坑殺投資人之情事。

主管機關金管會今天對**███**銀行與**███**證券祭出「行政處分」，首先，在**███**銀行部分，該行辦理可轉債資產交換業務，違反選擇權交易端之投資人不得為發行公司董事、監察人、經理人及配偶等。

四、結語

- 專家學者對公開收購法制度修正建議：
 1. 履約保證制度的建立(收購人提出保證金或是第三方擔保)?
 2. 收購人得否展延交割期日?
 3. 審議委員會應否審查收購人之資金來源?

四、結語

- 強制履約保證制度雖能保護應賣人，但可能造成收購人成本太高，不利併購市場發展，且為獨步全球的規定，恐怕跟國際接軌會有問題。
- ※公開收購辦法修正
- → 金融機構履約保證or 承銷商或會計師出具支付能力確認書

四、結語

- 收購人展延交割期日雖能保有彈性，但交割日為收購契約條件之一，一旦契約成立且條件成就即不得片面更改。
- ※公開收購辦法修正
- →若收購人未依公開說明書記載之期日完成交割，應賣人得不經催告解約。

四、結語

- 審議委員會原僅須就收購條件之合理性審查，至於履約能力或資金來源是否為其審查範圍則有爭議。
- ※公開收購辦法修正
- →審議委員會必須就收購人之財務狀況、收購條件及資金來源合理性查證，並提報董事會。

四、結語

 金管會管理可轉債亂象		
缺失	管理方向	補強方式
賣給禁止配售的對象	加強查核是否有以人頭戶做資產轉移，配售給不當對象	情節嚴重將處分券商
可轉債發行一個月內轉換成股票，並透過市場發放消息，賺取暴利	明年起延長閉鎖期	閉鎖期最短一個月延長為三個月以上
平日未往來或交易量較少者配售到較高數量	研議強制競拍	發行規模符合一定條件以上的可轉債，研議採強制競拍

資料來源：採訪整理 吳靜君 / 製表

四、結語

- 辦理公開發行公司可轉債改採競標？
- 券商公會意見如下：
- 詢圈迄今仍為國際市場配售之主流方式，84年起我國開放詢圈與國際接軌，並業已創造過去CB初級市場之蓬勃發展，經統計近三年資料(發行件數、金額)，依序為103年(103件、672億)、104年(109件、749億)，至105年度迄12月20日止，估因受個案及整體經濟環境影響，無論件數及金額已大幅下滑(58件、399億)，又近年股市成交量急遽萎縮，而初級市場亦明顯落後周遭國家，爰不宜再走回頭路，再以其他方式扼殺國內CB之發行、阻礙市場籌資。
- 現行競拍作業與外資法人之交易習慣及作業系統尚存偌大差異，外資如欲參與競拍，多需另行建立內部標準作業流程(SOP)以符公司法遵要求，又因國內募資案規模普遍不大，且受限於單一投標人得標上限得不超過10%之限制，故衡酌成本效益，大多參與意願不高，強制競拍亦恐不利募資案順利完成。

四、結語

- 鑒於CB目前無並債信評等分級，一般投資人欠缺債信風險辨識及債券違約後續之債權保全與執行能力，且因屬複雜且市場流通性較差商品、掛牌前亦無可評估參考之市價，不宜開放散戶參與競拍。尤以無擔保可轉債，發行件數約占整體市場半數，但發行總金額之占比極高，103年達82%、104年為72%，105年亦達76%，其風險更高、更不適合開放散戶參與。
- 考量採詢圈辦理配售，承銷商得將公司債信等級好與較差者一同搭配銷售，使中小企業均享有以CB籌資之優點，而強制競拍，因係採價高者得，一般投資人極易因成本過高無法轉換，勢將形成公司再融資之壓力。再因可轉債發行條件複雜，現行規範及拍賣系統恐需再行審慎檢視、研議其可行性及合理性等諸多因素，建議可轉債強制採用競拍乙節，尚不宜採行。
- 為強化業者自律，並建議承銷商辦理配售除應落實KYC以外，若經發現有配售人頭帳戶供銀行拆解者，依券商公會「承銷商辦理承銷業務時之缺失處理辦法」第5條，處記缺點5點至10點。另券商公會並配合修正「承銷商輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」相關規範，將可轉債發行後閉鎖期由現行至少1個月延長為至少3個月，且發行人承諾自申報日起至掛牌後不得買回公司股份之期間，亦由現行1個月延長為3個月，以杜絕相關弊端。

簡報結束，感謝聆聽