

余雪明大法官榮退論文集

企業與金融法制

Corporate and Financial Law

余雪明大法官榮退論文集編輯委員會

 元照出版

內容簡介

本書收錄企業與金融法制論文共計二十四篇，企業法部分包括傳統公司法制之相關議題、新型態企業組織初探、以及企業債務清理法制。金融法制部分包括我國金融服務法草案、美國金融規範法律制度、無形資產之鑑價機制、以及私募股權基金發展趨勢等；其他論文則探討證券市場之爭議問題，包含資訊揭露、操縱市場與內線交易之民、刑事責任、公開發行公司管理、發行市場法制、公開收購制度，以及交易所組織型態等。本書作者均為深具金融專業之學術或實務界人士，而且收錄論文涵蓋當前重要企業法制議題，深具參考價值。

本書已列入月旦法學知識庫全文檢索與數位專屬典藏
www.lawdata.com.tw

ISBN 978-986-6540-52-3



9 789866 540523



1D134GA

定價：850元



元照出版公司

地址：臺北市館前路18號5樓

電話：(02)2375-6688

網址：www.angle.com.tw

余雪明大法官榮退論文集

企業與金融法制

余雪明大法官榮退論文集編輯委員會 編輯

元照出版公司

國家圖書館出版品預行編目資料

企業與金融法制：余雪明大法官榮退論文集／
余雪明大法官榮退論文集編輯委員會編輯．--
初版．-- 臺北市：元照，2009. 01
面；公分

ISBN 978-986-6540-52-3（精裝）

1. 企業法規 2. 金融法規 3. 文集

494.023

98000070

本書已列入月旦法學知識庫全文檢索與數位專屬典藏

余雪明大法官榮退論文集

企業與金融法制

1D134GA

2009 年 1 月 初版第 1 刷

主 編 余雪明大法官榮退論文集編輯委員會

出 版 者 元照出版有限公司

100 臺北市館前路 18 號 5 樓

網 址 www.angle.com.tw

定 價 新臺幣 850 元

專 線 (02)2375-6688

傳 真 (02)2331-8496

郵政劃撥 19246890 元照出版有限公司

Copyright © by Angle publishing Co., Ltd.

登記證號：局版臺業字第 1531 號

ISBN 978-986-6540-52-3

序 言

適逢余雪明老師，於大法官職務退職，且於台灣大學教職退休，受業學生仰慕教授風範，爭撰論文，集文成冊，藉申敬賀，並藉此序，昭師之風範，激勵後學，並表達最誠摯祝福之意。

老師於1939年1月18日香港出生，出生後由母親攜往重慶與父親會合，中日戰爭後轉往廣州，國共內戰由廣州經香港輾轉到台灣，成長過程，經歷戰亂，但老師持躬力學，堅忍不拔，小學教育在廣州，香港斷續進修，畢業於台北縣溪洲國民學校，1959年畢業於省立台北建國中學，1963年於國立台灣大學法律學系法學組畢業，1965年取得美國柏克萊加州大學法律學院法學碩士學位，1968年取得同校法學博士，學位論文為亞洲之證券管理，此發憤圖強而出類拔萃的求學過程，足為我們後生晚輩效法之目標。

1968年回台大法律系任教，教授科目有證券交易法、銀行法、信託與退休金法、公司治理等科目，老師具有春風化雨而誨人不倦的教學精神，其清晰的體系概念、縝密的邏輯推理，及卓越的說理能力，使學生獲益良多、如沐春風；主要著作有證券管理、國勢與股市政經論文集、獨立董事與投資人保護、中央銀行之危機處理：香港及台灣1997-1999之經驗、證券交易法及比較退休基金法，並有研究報告、論文數十篇，教學之餘，淺心撰述，兼具理論與實務，字字珠璣，享譽士林，2007年自台大教職退休，2008年2月1日出任銘傳大學講座教授迄今，並仍在台大兼課。

2003年擔任司法院大法官，並於2007年10月1日結束大法官四年任期。老師學問淵博，對法律問題的解決與分析，鞭辟入裏，既治公法與私法於一爐，又融企業法與金融法於一體；於釋字第577號解釋、578號解釋、596號解釋、603號解釋、613號解釋及632號解釋，發表協同或部分不同意見書，其中第578號解釋觸及退休金，除此之外言論自由、資訊隱私權、獨立機關及權力分立等領域亦有觸及。老師於大法官任期內所做的解釋，除恪守權力分立之原則外，在行政權與立法權屢屢衝突之情形下，更能顯現司法的公正仲裁者性格，而凸顯老師溫和、保守的一面。

老師除擔任教職及大法官職務外，曾任亞洲開發銀行法律顧問、中國輸出入銀行副總經理、證券市場發展基金會董事長、台灣證券交易所上市審議委員、台灣證券交易所董事、財團法人聯合徵信中心董事、證券暨期貨管理委員會顧問、公務人員退撫基金管理委員會委員、台灣銀行常務董事、中華民國國際法學會監事、國際法學會（總部設於倫敦）之國際貨幣法委員會我國代表、中華民國退休基金協會常務理事暨研究委員會主任委員、中華公司治理協會理事等職位，可謂將理論運用於實務上之先驅，其貢獻所學及實踐教學之理念，可為後學之典範，並打破學者只會在象牙塔鑽研理論的刻板印象。

老師是文質彬彬，外表敦和而心中耿介的君子，且在個人修為部分，淡泊名利，從不虛偽矯作。子曰：「君子矜而不爭，群而不黨」。意為：君子莊重自尊而不與人爭強鬥勝，團結群眾而不結黨營私，正是老師的寫照；而關乎公益，涉及國家、全民利益者，則據理力爭，毫不寬假，此觀

老師於大法官任內所提協同或部分不同意見書，即知其梗。

老師與師母帥以平於1971年結婚，育有一子一女，師母秀外慧中、端莊雍容，在人生的旅途上與老師互相扶持、互相疼惜，鶼鶼情深，令人羨慕。長女慕潔、長子慕德，均聰明伶俐，努力上進，家庭生活和樂融融。

最後，謹祝老師福如東海，壽比南山！師母身體健康！子女家庭圓滿，事事如意！

謹為序。

余雪明大法官榮退論文集編輯委員會 敬誌

中華民國九十八（2009）年元月

目 錄

序 言

余雪明大法官簡歷

- 日無私照
——論私募股權基金的蛻變……………王文字… 3
- 控制公司股東會之權限範圍及跨越行使
——企業集團內部監控法制之整合研究(-)……………王志誠… 31
- 證券投資損害民事訴權之探討……………吳光明… 67
- 律師法修正草案中「法人律師事務所」專章體例及方向
——美國法律事務所採「有限責任合夥」
制度之研究……………李禮仲… 99
- 公司買回自己股份所產生的市場操縱
疑義……………易明秋… 119
- 公司內部建立內線交易防範措施之芻議……………林仁光… 159
- 債務清理法草案有關有擔保債權人權
利限制之研究……………林繼恆… 189

- 點石成金，股價面額8,000倍之迷思？
——由台北地方法院93年度重訴字第42號
刑事判決觀察我國證交法之教育……………武永生… 227
- 股東會與董事會權限分配法制的比較
——以CA v. AFSCME爲中心……………邵慶平… 261
- 金融集團資本適足性監理規範之研究……………胡峰賓… 281
- 論證券詐欺之損失因果關係
——以美國最高法院Dura案爲出發……………張心悌… 303
- 我國證券交易法私募有價證券之理論
基礎與規範缺失……………莊永丞… 333
- 我國金融法規整合之芻議……………郭土木… 379
- 證券交易法內線交易
——探討證券交易法內線交易與操縱股價
之差異、構成要件明確性諸問題……………陳志龍… 411
- 揭穿公司面紗原則於環境法之適用
——中石化安順廠污染控制股東責任之美
國法觀察……………陳俊仁… 433
- 概論我國交易所控股公司發展之可能性……………陳彥良… 463
- 證券市場中無形資產鑑價與交易之重
要機制……………陳峰富… 497
- 經濟犯罪偵查與操縱股價犯罪……………陳錦旋… 525
- 論公司法制賦予公司之自主與彈性
——以英國2006年公司法爲借鏡……………曾宛如… 561

- 公開收購之法規與自律規範
——香港公司收購守則之探討……………馮震宇… 589
- 論不實企業資訊之損害賠償與因果關係的舉證責任分配
——評述「詐欺市場理論」在實務上的適用……………廖大穎、陳啟垂… 625
- 強制公開發行公司董事、監察人持股規定之檢討……………劉連煜… 675
- 論錯誤匯款
——評最高法院94年度台上字第52號判決及最高法院97年度台上字第1319號判決……………蔡英欣… 703
- 繁華落盡與金融改革
——簡評美國2008年「金融改革藍圖」與「經濟穩定緊急法案」……………謝易宏… 725

余雪明大法官簡歷

一、出生年月日

1939年1月18日

二、父親、母親

余俊賢、呂曼勤

三、出生地

香港（出生後由母親攜往重慶與父親會合，中日戰爭後轉往廣州，國共內戰由廣州經香港到台灣）

四、學 歷

小學教育在廣州，香港斷續進修，畢業於台北縣溪洲國民學校，1959年畢業於省立台北建國中學，1963年畢業於國立台灣大學法律學系法學組，1965年取得美國柏克萊加州大學法律學院法學碩士學位（LLM），1968年取得同校法學博士（J.S.D.）學位論文為亞洲之證券管理。

五、主要經歷

台大法律系副教授（1968-1971）

亞洲開發銀行法律顧問（1971-1979）

中國輸出入銀行副總經理（1979-1991）

台大法律系教授（1991-2003）

司法院大法官（2003-2007）

2007/10/01結束大法官四年任期，並自台大教職退休

2008/2/1出任銘傳大學講座教授迄今，並仍在台大兼課

六、其他經歷及職業資格

證券市場發展基金會董事長（1990-1992）
台灣證券交易所上市審議委員（1991-1996）
台灣證券交易所董事（1995-2001）
財團法人聯合徵信中心董事（1996-2001）
證券暨期貨管理委員會顧問（1996-2003）
公務人員退撫基金管理委員會委員（1995-2005）
台灣銀行常務董事（2001-2003）
美國加州律師考試及格1983、我國律師執照1986
中華民國國際法學會監事
國際法學會（總部設於倫敦）之國際貨幣法委員會我國代表
中華民國退休基金協會常務理事暨研究委員會主任委員
中華公司治理協會理事

七、家庭狀況

已婚育有一雙兒女（配偶：帥以平，女：余慕潔，子：余慕德）

八、主要著作

證券管理
國勢與股市政經論文集
獨立董事與投資人保護
中央銀行之危機處理：香港及台灣1997-1999之經驗
證券交易法及比較退休基金法

九、教授課程

證券交易法
銀行法
信託與退休金法
公司治理

日無私照

——論私募股權基金的蛻變

On the Transformation of Private Equity Fund

王文字^{*}
Wen-Yeu Wang

目 次

壹、前 言	三、投資行為與操作型態
貳、私募股權基金的起源與 崛起	四、經營管理方式
一、私募股權基金的意義	肆、私募股權基金的蛻變
二、私募股權基金的起源	一、總體經濟情勢的演變
三、私募股權基金與集團企 業發展路徑的比較	二、由「私」到「公」的發 展趨勢
參、美國的私募股權基金組 織與運作	伍、私募股權基金在台灣的 發展情況
一、資金籌措方式	陸、結 語
二、組織構成方式	

* 國立台灣大學法律學院教授兼企業與金融法研究中心主任，美國史丹福大學法學博士。

摘 要

私募股權基金藉由有限合夥的組織型態，並配合獨特的併購交易模式，在過去2、30年間蓬勃發展；惟近年來，隨著全球總體經濟與國際金融局勢的變化，此種隱密而不透明的運作模式面臨嚴峻挑戰。有鑑於此，本文探討它在治理面、營運面與投資面之蛻變趨勢。首先說明它的起源及崛起背景，並將它與集團企業併購模式做一比較，接著分析它在募集、投資及經營管理等方面之優劣。文末評析私募股權基金在台灣的管理議題。

關鍵詞：日無私照、私募股權基金、集團企業

壹、前 言

私募股權基金（Private Equity，簡稱PE），顧名思義，係一非經由公開市場及公開募集程序，而改以私募之方式募集而得之資金體，其主要的投資行為即為公司股權的收購。由於此等私募股權基金之管理者或控制者，多非以公開發行公司之型態存在於市場之中，而多以有限責任合夥之方式設立，在資金調度與投資決策上都較公開發行公司來的有彈性，而且操作時也能避免傳統公開募集資金所衍生的「追逐短期利益」現象。因此，私募股權基金的獲利能力往往較公開發行公司為佳。無怪乎美國管理學巨擘Micheal C. Jensen教授早在1989年即曾為「公開發行公司之消逝」（The Eclipse of the Public Corporation）一文，預言私募股權基金作為一種嶄新而獲利能力佳的管理組織型態，必將取代公開發行公司的商業組織模式而成為商業活動上一股強而有力的新勢力。

正如Jensen教授所預測的，私募股權基金從80年代初期發展開始上軌道後，迅速的在商業市場上占有舉足輕重的地位，並且引領了80年代的一波併購熱潮（Merger Wave）。雖然90年代因為整體性的經濟不景氣與併購目標之減少，導致私募股權基金的暫時蕭條；但隨著2002年美國法上所謂「沙賓法案」等公開公司治理的相關規範的建立以及世界整體經濟的復甦，使市場上的投資人重新將資金大量投入私募股權基金。直至2007年，依據摩根史坦利（Morgan Stanley）的統計，全球共有2,700餘檔私募股權基金，其投資金額占全世界併購市場的25%，且在高收益債券及第一次公開發行市場上的投資亦占全世界的1/3；惟由於高度倚賴槓桿融資（Leverage）的特性，使其貸款額度也占全世界貸款的50%。

然而，自2007年第二季美國爆發次級房貸風暴開始，又歷經2008年的二房問題、油價波動，以及最近發生由美國第四大投資銀行雷曼兄弟聲請破產保護所開啓的全球性金融危機之後，信用

的嚴重緊縮及投資市場的嚴重萎縮，都使得私募股權基金這種高風險、高槓桿的投資事業面臨募集資金的瓶頸。由於私募股權基金在組織上並不像公開發行公司，具備較高的透明性與組織中負責機制的建構，在這個人人聞風險色變的時代中自然有著先天上募集資金的障礙；且市場上一般投資人對私募股權基金的投資方式皆以中、短期的資金挹注為主，對於私募股權基金需要長期大量資金以進行槓桿併購的性質而言，無異使得私募股權基金的運作更形困難。

爲了追求募集永久性資本（permanent capital）及舒緩融資成本的機會，以及藉增加透明性以消弭投資人對私募形式的疑慮，2007年2月，知名私募基金及對沖基金「堡壘投資集團」（Fortress）率先在美國證券市場進行公開發行，募集資金6億餘美元，成爲美國市場首家公開上市的私募基金。4個月後，黑石集團（Blackstone）又將其管理公司以「公開上市合夥」的形式，在紐約證交所部分上市，融資41億美元，其中包括來自中國國家外匯投資公司的30億美元投資。爾後包括黑石集團之主要競爭對手Kohlberg Kravis Robert & Co.（KKR），以及另一知名私募基金凱雷集團（Carlisle），分別放出向SEC提出上市聲請及積極考慮上市相關事宜的消息。這些大型私募基金的舉動似乎象徵了私募股權基金不再適合完全以私募的有限合夥形態繼續生存下去，而必須相當程度的走入公開發行市場。是什麼樣的因素，導致一向強調隱密的私募股權基金，必須回歸「日無私照」¹的潮流？即是本文欲討論之重點。

本文將於第貳章中，介紹私募股權基金的起源以及其崛起之背景，包含基本定義的討論以及其與60年代紅極一時的集團企業

¹ 本文題目「日無私照」語出禮記·孔子閒居。孔子曰：「天無私覆，地無私載，日月無私照。」原譯解為：「天宇無私的覆蓋萬物，大地無私的承載萬物，日月無私的臨照萬物。」詳參王文錦，禮記譯解，2001年，1版，頁749-754，北京：中華書局。本文以「日無私照」一詞凸顯私募基金逐漸由「私」到「公」、由「隱密」到「透明」的轉型。

併購模式之間的異同與消長。於第參章中，本文擬就私募股權基金的組織及其運作方式作一詳細討論，將私募股權基金作為一獲利能力極高的商業組織，其募集、營運、操作投資行為及經營管理等方面上之特點、優勢、可能的缺失，並予介紹之。接著第肆章討論影響私募股權基金發展的總體經濟因素，並且剖析它們由「私」到「公」的發展趨勢。第伍章分別評析私募股權基金在台灣發展情況，包括境外基金的投資活動以及本土性私募基金的管制問題。最後部分為結論。

貳、私募股權基金的起源與崛起

一、私募股權基金的意義

私募股權基金的意義，由字面上且廣義言之，只要不是在公開市場交易的權益（equity）或約當權益（equity equivalent，或稱權益等價物），即可稱之為私募股權或私募權益²；亦即，只要不是由公開市場，非向不特定人募集而來的資金，若將其主要用於企業股權及相關標的之投資，即可稱之為私募股權基金。

是故，在廣義面向下的私募股權基金範圍甚廣，依照收益獲得、投資對象之成長階段、經營對象等等不同因素，可區分為以投資新興產業為主的創業投資基金（Venture Capital）、以M&A活動為主之收購基金（Buyout）、以投資具風險有價證券來提供未上市櫃公司融資的夾層式基金（Mezzanine）、以及針對破產或財務困難的企業進行收購重整的危難公司重建基金（Distressed Restructure）等等³。另較為狹義的私募股權基金定義，則係指前述之收購基金與事業重整基金，也就是專以先收購他公司，再於

² 梁養方，私募權益之研究，國立台灣大學財務金融研究所碩士論文，2002年1月，頁7。

³ 參閱葉淑玲，私募股權市場投資與對市場之影響——以全球市場發展與日本政府之因應為發展中心，證券暨期貨月刊，第25卷第6期，2007年6月。