

國立政治大學法學院碩士在職專班

碩士學位論文

公開收購制度下之股東權益保障-以樂陞案為核心

Protecting Shareholders in Context of Tender Offers:

A Case Study of XPEC Entertainment

指導教授：朱德芳 博士

研究生：陳麗玲 撰

中華民國 109 年 7 月

謝辭

沒有想到自己真的可以拿到學位，因為念太久了，今年邀請爸爸媽媽參加畢業典禮時，還被問到底是念博士還是碩士啊？

能夠寫完論文、通過口試，最要感謝的是指導教授朱德芳老師，謝謝她，沒有在我消失數十個月後就放棄我，仍然以她的方式督促我繼續產出論文來，以她的方式讓我學習到邏輯架構及思考模式。也謝謝口試委員王文杰老師與陳彥良老師所提出寶貴的建議，使我的論文更加完整。

還要謝謝任職公司的主管及同事，知道我下班後於在職專班進修，都盡量協助安排工作事務，讓我有比較彈性的時間可以兼顧二者。

也要謝謝身邊一路陪伴及支持我完成論文的人，放棄許多吃喝玩樂的時間，就為了讓我坐在桌前敲著鍵盤。

最後，要謝謝我的爸爸媽媽，沒有他們，不會有今天的我。

2020 年 8 月

摘要

隨著經濟市場的競爭、企業併購的盛行，越來越多公司透過公開收購的方式取得公開發行有價證券公司的股票。為符合外國立法趨勢，我國證券交易法於 2002 年修正，對公開收購制度做出大幅度的變革，賦予公開收購的法源依據；然而，公開收購制度在台灣實施多年後，竟於 2016 年發生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股票，最後卻違約未支付對價股款，導致股東損失重大之情事。此為我國公開收購歷史上前所未見之狀況，主管機關於事實發生時，亦無任何手段得要求公開收購人必須依約履行。

本文藉由案件發生之過程，分析當時公開收購制度有何闕漏之處，而認為公開收購之資訊未完整且正確地揭露、董事及審議委員之權責不明，此係其中二個形成本案漏洞之重要因素，有待主管機關修法加以解決。鑑於英美兩國公開收購制度之發展相對完善，且我國修法時多參照英美立法例，因此本文乃採用比較法之方式，以公開收購中股東權益之保障為主軸，與我國案發時及現行法規進行比較評析，說明現行法規不足之處，進而提出未來修法之建議。

關鍵字：公開收購、資訊揭露、審議委員、股東權益

目錄

第一章 緒論	1
第一節 研究動機	1
第一項 樂陞案過程概述	1
第二項 研究動機	3
第三項 爭議整理	3
第二節 論文架構	4
第三節 研究方法	5
第一項 比較研究法	5
第二項 個案分析法	5
第二章 百尺竿頭公開收購樂陞案之案例事實介紹	7
第一節 公開收購人與目標公司	7
第一項 百尺竿頭	7
第二項 樂陞	8
第二節 樂陞案重要事件整理	12
第一項 百尺竿頭參與樂陞私募	12
第二項 樂陞發行可轉換公司債	14
第三項 百尺竿頭公開收購樂陞股票	15
第四項 樂陞案重要事件時間表	20
第五項 樂陞股票價量之變化	26
第三節 主管機關之處理	28
第一項 經濟部投資審議委員會	28
第二項 金融監督管理委員會	30
第四節 本案重要爭點	34
第一項 是否為公開資訊揭露不足及資訊揭露不實？	35
第二項 是否因審議委員會之功能未發揮？	35
第三章 公開收購之資訊揭露規範	37
第一節 本案之事實概要	37

第一項	百尺竿頭公開收購樂陞股票之資金來源.....	37
第二項	公開收購人與目標公司間利害關係之資訊.....	39
第二節	我國與外國制度規範之比較.....	40
第一項	外國公開收購之主管機關.....	41
第二項	資訊揭露之時間及方式.....	42
第三項	公開收購文件應揭露之項目.....	44
第四項	公開收購資金之來源及確保.....	51
第五項	公開收購人與目標公司間之關係.....	56
第六項	變更公開收購條件之條件與因應.....	67
第七項	違反資訊揭露義務之法律責任.....	71
第三節	小結.....	75
第一項	公開收購說明書應揭露之項目.....	75
第二項	實質受益人之揭露.....	76
第三項	變更公開收購條件或提供錯誤資訊內容之因應.....	77
第四項	實質控制人對資訊揭露內容之連帶責任.....	78
第四章	審議委員會之職能及責任.....	80
第一節	本案事實概要.....	80
第一項	審議委員會處理之過程及結果.....	80
第二項	審議委員會設置之目的及董事之注意義務.....	82
第三項	審議委員會權責之疑義.....	85
第二節	我國與外國制度規範之比較.....	86
第一項	目標公司董事會及審議委員會應提出之建議內容.....	87
第二項	專家意見之提供.....	92
第三項	董事及審議委員執行職務之責任.....	95
第三節	小結.....	101
第一項	審議委員會應查核之內容.....	101
第二項	獨立專家之意見應屬必要.....	102
第三項	董事會及審議委員會義務與責任之強化.....	103

第四項	公司治理主管之設置.....	104
第五章	結論-----	111
第一節	公開收購人應完整且正確揭露資訊-----	111
第一項	公開收購人之財務報表應列為必須揭露之文件.....	111
第二項	實質受益人之揭露.....	111
第三項	公開收購條件變更時，股東之權利.....	115
第四項	課予實質控制人連帶責任.....	115
第二節	強化目標公司董事及審議委員會之職責-----	116
第一項	目標公司董事會及審議委員會應提出之建議內容.....	116
第二項	董事及審議委員執行職務之責任.....	117
第三項	設置公司治理主管.....	119
參考文獻	-----	122
附件	-----	126



第一章 緒論

第一節 研究動機

第一項 樂陞案過程概述

西元(下同)2016年5月31日，樂陞科技股份有限公司(下稱：樂陞)之股東百尺竿頭數位娛樂有限公司(下稱：百尺竿頭)宣布將從6月1日起至7月20日止，以溢價約22%之價格即每股新台幣(下同)128元，公開收購樂陞股票3,800萬股(相當於25.71%股權)，合計48.6億元，本收購案係委任中國信託商業銀行(下稱：中信銀行)處理公開收購相關事宜¹。樂陞隨即於6月1日召開臨時董事會，決議由三位獨立董事依「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」之規定組成審議委員會，於10天內提出審議結果。又本案因收購資金涉及外國人投資，依外國人投資條例需向經濟部投資審議委員會(下稱：投審會)申請核准，投審會審查後，於7月22日正式核准百尺竿頭公開收購樂陞股權乙案。惟因投審會未於百尺竿頭原定公開收購截止日7月20日前通過本案，百尺竿頭遂申請延長公開收購期間至8月19日。

8月17日，百尺竿頭公開收購樂陞3,800萬股條件成就，依本案公開收購說明書，在公開收購成就後2個營業日內(即8月19日)，百尺竿頭應將支付對價所需之款項匯入中信銀行帳戶內，並由中信銀行於公開收購期間屆滿後5個營業日內(即8月26日)支付股款與應賣人，惟百尺竿頭卻逕自將交割金入帳期限延長至8月31日，這段期間，因應賣股份已撥入公開收購之集保專戶，且條件成就後，應賣股東依法不得撤銷應賣並將股票

¹ 朱致宜、盧沛樺，「50億股市騙局，樂陞案如何層層失守？」，天下雜誌，2016年9月2日，<http://www.cw.com.tw/article/article.action?id=5078180>，瀏覽日期：2017年2月5日。

取回，最後，百尺竿頭未將款項匯入，於 8 月 30 日公告表示：因市場各種謠言與投機行為等而導致其股價波動與後期的大幅下跌，百尺竿頭資金提供方決議不以每股 128 元的價格完成公開收購，並在 8 月 31 日將股票發還應賣人。

百尺竿頭 5 月 31 日公告公開收購案時，當日樂陞股價為每股 105 元，公開收購期間，股價起起伏伏，最高曾漲至 115.5 元；然而，8 月 30 日百尺竿頭宣布不完成公開收購後，此一消息導致樂陞 8 月 31 日股價跌至 70.2 元。樂陞董事長許金龍遭臺灣臺北地方法院檢察署向法院聲請羈押，9 月 30 日經法院裁定收押禁見後，股價曾重挫至跌停價 33.7 元；樂陞又因處分轉投資事業 Tiny Piece Co.,Ltd 之餘款 22 億元未能完全收回，致有 6 億元資金缺口，證券櫃檯買賣中心 9 月 30 日公告，自 10 月 4 日起，證券經紀商於接受委託買賣樂陞股票時，應先收足款券始得辦理買賣申報，並暫停融資融券交易²，樂陞股價於證券櫃檯買賣中心公告後之次一個營業日，開盤後直接跌停，股價再創歷史新低至每股 30.45 元。

百尺竿頭的公開收購價格 128 元，大約是公告當日(5 月 31 日)市價 105 元的溢價兩成，因為有價差可賺，投資人易積極買股追價，於公開收購期間參與應賣的樂陞普通股股份為 6,156 萬 9,548 股，實際成交數量為 3,800 萬股，應賣人共計 3 萬 663 人次。參與應賣的樂陞投資人，股票存放於應賣之集保帳戶中至少 1~2 個月，8 月 31 日始可拿回股票，但股價已跌到 70.2 元，比 5 月 31 日宣布當天收盤價 105 元，跌了近 35 元，相當於 1 張股票損失了 3.5 萬元³。

² 參閱 2016 年 9 月 30 日證券櫃檯買賣中心公告，發文字號：證櫃監字第 10502011414 號，https://www.tpex.org.tw/web/bulletin/announcement/ann_detail.php?l=zh-tw&content_file=MTA1MDIwMTE0MTQuHRt&content_number=MTA1MDIwMTE0MTQ%3D，瀏覽日期：2017 年 2 月 5 日。

³ 宋宜芳，「百尺竿頭收購樂陞破局 股價開盤直接打入跌停板」，鉅亨網，2016 年 8 月 31 日，<https://news.cnyes.com/news/id/2176294>，瀏覽日期：2017 年 2 月 5 日。

第二項 研究動機

此公開收購案為我國有史以來第一件公開收購條件成就，最後卻未如期匯入交割款之案件，造成數萬名股東共計達數十億元之損失，公司市值蒸發百億元。百尺竿頭實收資本額只有 5,000 萬元，卻提出約 48 億元的公開收購，依法目標公司應成立審議委員會，立於保護公司及股東之立場，調查及評估公開收購人之資格、公開收購條件之公平性及合理性等要素，且本案由二個主管機關投審會及金融監督管理委員會(下稱:金管會)規管，我國亦就公開收購公開發行公司股份之行為訂定相關辦法，有此管理機制之設置，使投資人更容易誤信政府及目標公司已為其把關。雖有此機制，本案仍然發生，顯見當時之制度其實不足以保障投資人。事發後亦無相當之立即補救措施，使小股東們只能面對股價暴跌之損失。

本案發生後，主管機關已針對相關法規進行增修，惟參照國外立法例，仍有部分議題尚待修法以健全公開收購制度，避免日後再次發生類似情形。故本文以樂陞案為核心，希望就本章節第三項所整理之爭議，提出未來之修法建議。

第三項 爭議整理

由臺灣臺北地方法院檢察署起訴書、臺灣高等法院刑事判決認定之事實可知，樂陞案之公開收購程序中，有許多重要資訊未被完整或正確地揭露，在制度上設計為目標公司及股東把關之審議委員會其職能也未能發揮。本文謹整理其中二項爭議為論述，並將深入研究：

一、資訊未完整揭露或揭露不實

百尺竿頭之資金來源為何？真正之出資人誰？百尺竿頭與樂陞間的

關係為何？這些重要資訊在公開收購文件中僅被片面揭露，相對於公開收購案破局後所公開的資訊，顯然許多資訊並未被完整且正確地揭露。故投資人在決定是否應賣或處分股票時，並未完整且正確地得知所有訊息。

二、目標公司董事及審議委員會之職能與責任

依照案件發生時之公開收購公開發行公司有價證券管理辦法規定，目標公司於接獲公開收購人依規定申報及公告之公開收購文件後，應即設置審議委員會，被收購有價證券之公開發行公司設有獨立董事者，應由獨立董事組成，並於 10 日內公告審議結果，目標公司並應將相關資訊公告及送至主管機關。然而，案發後，回溯檢視樂陞董事長許金龍及三位獨立董事所為，董事及審議委員會之職能與責任顯然並未被清楚規範。

為促使國內投資環境之法規面更為健全，保障小股東合法且合理之投資，本文將先細究樂陞案發生之始末，再介紹不同立法例在公開收購制度對於小股東權益之保護機制，進而發掘我國之法律規範有何尚未周全之處，並據以嘗試提出在公開收購之情形中，若要加強股東權益之保護，可進行之修法方向。

第二節 論文架構

本文研究範圍，主要是針對我國公開收購公開發行公司股份之制度中，對股東之權益應如何保障進行研究。從案例中瞭解既有規定之不足，並進一步檢討，提出相關建議。

首先，整理個案之基本事實，主管機關在本案之作為，與相關之法律規範。透過案件事實之分析，找出個案中，股東是因為哪些程序或實體問

題，而致投資判斷時欠缺進行合理評估之資訊，亦檢視過程中，公開收購人與目標公司所應盡之義務，有哪些缺漏之處。

解析個案後，蒐集整理美國與英國立法例對公開收購制度之規範，其中將特別針對股東權益保障之部分為介紹，再分析現行法規如何規範公開收購程序，以釐清公開收購人與目標公司之法律義務，及股東應受到之保護，最後提出相關修法之建議，作為未來修法建議之參考。

第三節 研究方法

第一項 比較研究法

比較研究法係對相同事物的不同方面，或同一性質事物的不同種類，透過比較而找出其中之差異點或相同點。我國最近公開收購制度相關法規之修法係參考英國及香港之法律規範，又因公司法制度多參考美國法體系，故本論文將進一步研究及整理英國與美國之公開收購制度中，對股東保護機制建構之相關法律，再針對我國法規現況缺漏之處提出具體建議。

第二項 個案分析法

樂陞案為我國史上第一件公開收購條件成就但公開收購人未支付價款而導致破局的案件，有數萬名小股東應賣卻未拿到股款，持有之股票價格亦跌幅甚鉅，在當時法律規範下有何漏洞？為何高達 48 億元的公開收購案，無法確保公開收購人履行其在公開收購說明書中所承諾之條件？為何股東沒有完整且透明之資訊足以參考？為何目標公司的董事及審議委員未盡其忠實義務及善良管理人注意義務，為股東做好查核與提供建議之

責？因此，整個案件中應有制度面及執行面上之缺失亟待改正。故本文以樂陞案為研究個案，蒐集本案事實資料、提出爭議問題、結合法律規範之分析提出建議。



第二章 百尺竿頭公開收購樂陞案之案例事實介紹

第一節 公開收購人與目標公司

第一項 百尺竿頭

一、 百尺竿頭基本資料

經濟部商業司公司登記資料查詢系統所公告之資料如下(2017年2月6日查詢)：

- (一) 公司名稱：百尺竿頭數位娛樂有限公司。
- (二) 資本額：50,000,000 元。
- (三) 代表人姓名：KASHINO YOSHIAKI (檉埜由昭)。
- (四) 核准設立日期：2014年09月29日。
- (五) 董事：KASHINO YOSHIAKI。

(所代表法人：英屬維京群島商 BILLION PRIDE INVESTMENT LIMITED；出資額：50,000,000 元)

二、 設立背景

百尺竿頭之唯一股東為英屬維京群島商億豪投資有限公司(BILLION PRIDE INVESTMENT LIMITED，下稱：億豪投資公司)，而億豪投資公司又是英屬維京群島商億豪控股有限公司(BILLION PRIDE HOLDINGS LIMITED，下稱：億豪控股公司)100%持股之公司，億豪投資公司及億豪控股公司原為中國籍人士王佶所設立，許金龍為策畫樂陞私募案件，請王

佶提供公司予其使用，乃轉而將億豪控股公司與億豪投資公司提供予許金龍作為後來成立之百尺竿頭的母公司，許金龍與王佶共同享有對億豪投資公司及億豪控股公司之控制權，王佶並匯入 5,000 萬元作為百尺竿頭成立之驗資款，依許金龍之指示，於 2014 年 9 月 29 日辦妥百尺竿頭之設立登記，並安排黃文鴻擔任負責人，而由許金龍實質控制。

2016 年 5 月中旬，許金龍與樞堃由昭、王佶等人決定以百尺竿頭公開收購樂陞公司股份（詳後述），乃安排改由樞堃由昭擔任億豪控股公司、億豪投資公司及百尺竿頭之登記負責人，並推由許金龍所指示不知情之彭于璇，委託不知情之寶業會計師事務所余煒楨會計師，於 2016 年 5 月 20 日在未告知黃文鴻之情形下，向新北市政府申請變更百尺竿頭公司之登記負責人為樞堃由昭⁴。

第二項 樂陞

一、 樂陞基本資料

經濟部商業司公司登記資料查詢系統所公告之資料如下(2017 年 2 月 6 日查詢)：

(一) 公司名稱：樂陞科技股份有限公司。

(二) 資本總額：新台幣 2,000,000,000 元。

實收資本額：新台幣 1,794,678,070 元。

(三) 代表人姓名：許金龍。

(四) 核准設立日期：2000 年 08 月 14 日。

⁴ 臺灣臺北地方法院 106 年金重訴字第 6 號刑事判決。

(五) 董監事⁵(任期為三年，2014年6月18日至2017年6月17日)：

職稱	姓名	年報公告時持有之股份數	持股比例
董事長	許金龍	1,266,784	0.85%
董事	KingKong Development LLC.	6,882,955	4.63%
董事	KingKong Development LLC. 代表人劉柏園	0	0%
董事	KingKong Development LLC. 代表人謝東波	44,597	0.03%
董事	張書泓	533,209	0.36%
獨立董事	陳文茜	0	0%
獨立董事	李永萍	0	0%
獨立董事	尹啟銘	0	0%
監察人	陳國華	0	0%
監察人	許飛龍	1,290,396	0.87%

⁵ 樂陞科技股份有限公司 104 年度年報，頁 10-17。

	(與許金龍為兄弟關係)		
監察人	許仁慈	0	0%

(六) 十大股東⁶

姓名	本人持有股份	
	股數	持股比例
遠東國際商業銀行受託保管 雲端投資有限公司投資專戶	14,500,000	9.76%
英屬蓋曼群島商 Cinda Creative Industry Investment Fund L.P.	10,880,360	7.33%
動游有限公司	10,880,360	7.33%
遠東國際商業銀行受託保管 崇陵環球股份有限公司投資專戶	7,368,003	4.96%
百尺竿頭數位娛樂有限公司	6,800,000	4.58%
遠東國際商業銀行受託保管 三贏投資有限公司投資專戶	6,500,000	4.38%

⁶ 同註 5，頁 51。

遊戲橘子科技股份有限公司	4,371,497	2.94%
國泰世華商業銀行受託保管 輝立證券(香港)有限公司投資專戶	3,436,414	2.31%
范永興	2,300,540	1.55%

二、 營運項目⁷

樂陞當時為華人圈中少數擁有獨立開發與國際發行經驗的遊戲開發商，以合作遊戲開發及國際授權為主要商業模式。在全球市場成功發行多款跨平台電視遊樂器遊戲、PC 線上遊戲、網頁遊戲及行動遊戲。

台北為樂陞企業營運總部，負責電視遊樂器遊戲及各類平台遊戲開發。北京樂陞科技為網頁、行動遊戲開發中心，擁有 15 年網頁遊戲開發資歷。位於高雄、蘇州及台北的樂陞美術館為樂陞集團中專職美術開發的製作服務中心，已參與超過 150 款的 AAA 級電視遊樂器遊戲美術製作專案，提供世界各國遊戲商美術製作服務。台北的磁力線上則以跨平台跨屏幕遊戲開發及線上遊戲營運支援服務為主要業務項目。玩酷科技主打網路遊戲及手機遊戲。近期併購完成的同步網絡則為樂陞建構完整的大陸手機渠道。樂陞為台灣少數具備遊戲產業一條龍優勢的遊戲業者，包含最上游的遊戲研發、美術製作專業服務，到下遊的遊戲發行、營運、通路等都漸次布局。當時樂陞兩岸研發團隊總計已近千人，員工九成為研發人員，是台灣市場上擁有最龐大研發陣容之遊戲公司。就樂陞主要業務項目內容說明如下：

⁷ 樂陞官方網站，<http://www.xpec.com.tw/>，瀏覽日期：2017 年 2 月 6 日。

(一) 遊戲開發

樂陞以自有開發引擎，及多項開發技術已在全球發行多款跨平台遊戲軟體。

(二) 遊戲美術製作

提供遊戲美術設計與製作的專業服務，協同客戶共同開發一款遊戲，從完整的遊戲初期美術定設，角色設計，環境原畫繪製開始，垂直整合多個美術環節，直至最終畫面效果。

(三) 遊戲授權

進行產品授權及智慧財產權合作結盟等多種授權經營商業活動，樂陞具有多樣化智慧財產權，可進行海外遊戲營運授權、業外合作及圖像商品化等多元性授權結盟。

第二節 樂陞案重要事件整理

本案發生後，臺灣臺北地方法院檢察署就樂陞相關人士起訴，業經臺灣臺北地方法院 106 年度金重訴字第 6 號、臺灣高等法院 107 年金上重訴字第 4 號刑事判決，本文謹參考起訴書及二件刑事判決所認定之事實，整理百尺竿頭投資及公開收購樂陞之相關重要事件如下：

第一項 百尺竿頭參與樂陞私募

許金龍代表樂陞於 2014 年 10 月 17 日與大陸地區廈門同步網絡集團負責人熊俊簽立協議，約定由樂陞以人民幣 10.68 億元(相當於新台幣 52.9

億元)收購同步公司全部股權，與同步公司簽約同時，許金龍並另外與熊俊簽訂協議，熊俊允諾其將從收購股權價金中之人民幣 6.18 億元(相當於新台幣 30.9 億元)，回流用以購買樂陞之市場流通股票及私募股票，購股款項則匯入由許金龍提供資金所設立並實質控制之英屬開曼群島商 Victory Base Limited (下稱：VBL 公司)香港上海匯豐銀行帳戶。許金龍為籌措樂陞收購同步公司之資金，除安排發行可轉換公司債外，更決定再以私募之方式籌集資金，乃安排樂陞於 2015 年 9 月 30 日召開股東臨時會，會議中決議，為了配合整體營運與併購之規劃，充實營運資金、提高營運績效，在 28,000 仟股額度內現金增資發行私募股票，洽策略性投資人認購，並授權由董事長依決議意旨辦理⁸。

然許金龍明知百尺竿頭及億豪投資公司均為其於 2014 年間向王佶商借後，王佶同意提供予其使用之公司，係許金龍與王佶共同實質掌控之紙上公司，無實際營業，非屬證券交易法第 43 條之 6 第 1 項及公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項第 2 條第 4 項所定義之策略性投資人，並隱匿百尺竿頭負責人黃文鴻、億豪投資公司負責人余瑞雯均僅為掛名負責人之情事，在 2015 年 11 月 23 日董事會中謊稱百尺竿頭為策略性投資人，為因應產業之激烈競爭，配合公司未來發展，透過引進對公司未來產品與市場發展有助益之投資人(百尺竿頭)，以協助增加公司營運績效乙情。

該次董事會經全體董事一致通過，百尺竿頭以策略性投資人身分參與私募，並同意該次應募普通股共計 6,800 仟股，每股私募發行價格為 77.2 元，百尺竿頭為唯一應募人，私募完成後取得 3.58%之股份；私募價格係依據 2015 年 9 月 30 日股東臨時會決議所定之訂價原則決定，以 2015 年 11 月 23 日為定價日，定價日前一個營業日收盤均價扣除無償配股除權及

⁸ 2015 年 10 月 1 日樂陞重大訊息公告「104 年第 1 次股東臨時會重要決議事項」。

配息並加回減資反除權後之 96.4 元為本次私募之參考價格，考量對股東權益之影響，以 77.2 元為本次實際私募發行價格，為參考價格之 80.082%，符合股東臨時會決議以上列基準計算價格較高者之八成成數以上之範圍內定價⁹。

為支付百尺竿頭應給付予樂陞之私募股款，許金龍指示相關人員自海外帳戶將款項匯入億豪投資公司之帳戶，再由億豪投資公司轉匯至百尺竿頭之帳戶，進而匯入樂陞指定之增資股款代收專戶中，許金龍以此層層轉匯之方式，隱匿百尺竿頭私募增資股款之真實資金來源。

第二項 樂陞發行可轉換公司債

樂陞分別在 2016 年 3 月 1 日及 2 日密集發行第四次、第五次有擔保轉換公司債及第六次無擔保轉換公司債，債券面額為每張 10 萬元，轉換為普通股之價格為每股新台幣 76.3 元及 77.7 元，發行總金額為 15 億元¹⁰，債券持有人得於轉換公司債發行滿一個月翌日起，請求將可轉換公司債轉換為公司普通股¹¹。百尺竿頭身為樂陞股東，應知悉這三次認購可轉換公司債之情事，若以公司財務規劃之觀點，相同投資標的中應會優先選擇價格較低者，且認購可轉換公司債之成本亦較公開收購股權之成本為低；惟百尺竿頭卻未認購樂陞於同年三月初發行每股轉換成本僅需七十幾元之可轉換公司債，而選擇在 5 月 31 日公告要以每股 128 元公開收購樂陞股票，價差高達五十餘元；如此懸殊的價格，卻捨棄不為，並非一般投資判斷之合理選擇¹²。

⁹ 2015 年 11 月 23 日樂陞重大訊息公告「董事會決議百尺竿頭參與私募」。

¹⁰ 2016 年 2 月 26 日樂陞重大訊息公告「本公司國內第五次有擔保轉換公司債募集完成」及 2016 年 2 月 22 日「本公司發行國內第六次無擔保轉換公司債之轉換價格及溢價率」。

¹¹ 樂陞國內第六次無擔保轉換公司債發行及轉換辦法。

¹² 尚清林，「樂陞荒謬劇五大疑點：併購案離奇成局又破局，2 萬名小股東慘遭坑殺」，The News Lens 關鍵評論，2016 年 9 月 10 日，<https://www.thenewslens.com/article/48721>，瀏覽日期：2017

第三項 百尺竿頭公開收購樂陞股票

一、 事前規劃

2016年5月15日，許金龍與樞堃由昭、王佶、林宗漢商議，王佶出資公開收購樂陞約25%之股票，並由樞堃由昭擔任公開收購公司之名義負責人，以達突顯日資身分、對樂陞甚為看好而營造利多消息之目的。又因以過去公開收購實務而言，政府對於中國大陸地區投資之審查較一般外國人投資時程更為冗長，若直接以國內公司進行公開收購將可免去相關申請作業之繁瑣，許金龍即提供其等實質掌控之百尺竿頭作為公開收購主體，並指示彭于璇將百尺竿頭、母公司億豪投資公司、億豪控股公司之負責人均變更為樞堃由昭，避免被外界查知本案實際上是由許金龍及王佶實質掌控之公司參與公開收購，使他人誤信本件公開收購並無「陸資」，進而規劃出以境外公司 Lin and Company Limited. (下稱：Lin and Company) 為有限責任合夥人 (Limited Partner)，設立 Oak Field L.P. (下稱：Oak Field 基金)，再由該基金持有上述百尺竿頭之母公司億豪控股公司股權，將來由王佶之資金以透過持有 Lin and Company 公司債之方式投資 Oak Field 基金之架構，如此即有理由不對外揭露王佶參與投資之事實，規避政府對於陸資之審查，並隱匿公開收購案之預定資金來源為中國大陸。

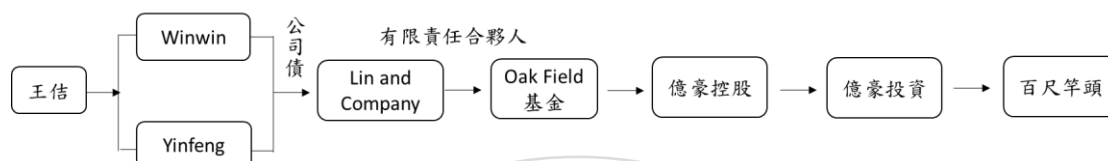
二、 許金龍等人達成共識後，便進行以下之安排：

(一) 許金龍調度境外資金預作資金證明。因為中國信託證券股份有限公司(下稱：中信證券)於2016年5月26日與代理樞堃由昭之吳筱涵律師會商時，便表示辦理本件公開收購案需資金來源證明，故許金龍、王佶除持先前已取得之上海商銀香港分行人員於2016年4月30日開立之綜合對

年2月6日。

帳單，充作資金證明以外，並於 2016 年 5 月 27 日，指示不知情之上海商銀香港分行人員出具 Winwin Investment Group Ltd.(下稱：Winwin 公司)及 Yingfeng Investment Holdings(下稱：Yinfeng 公司)之存款餘額證明 (Certificate of Deposit e Account Balance)。

規劃之投資架構如下圖所示：



(二) 由百尺竿頭為公開收購之主體，樞堃由昭擔任百尺竿頭之負責人。

(三) 委任中銀法律事務所吳筱涵律師為百尺竿頭在台灣之代理人，並負責出具公開收購之法律意見書及準備向投審會申請許可之文件，並根據樂陞之法律顧問潘彥州提供之內容，由吳筱涵律師製作完成本件公開收購案之申報書、說明文件；在向經濟部投審會提出之投資許可申請書中，除載明：「申請由億豪投資公司投資百尺竿頭公司 48 億 6,400 萬元為增資款，再以此作為公開收購樂陞公司股票股款」事項以外，並根據潘彥州之指示，僅記載本投資案之出資者為 Oak Field 基金。

(四) 委任中信銀行處理公開收購案之相關事宜，中信證券擔任公開收購之財務顧問。待寶業聯合會計師事務所余煒禎會計師於 2016 年 5 月 27 日出具對百尺竿頭公司之會計師查核報告書，及吳筱涵於 2016 年 5 月 30 日出具對本公開收購案之法律意見書後，中信銀行即先與百尺竿頭公司簽約同意擔任本案之受委任機構，但中信證券公司仍持續詢問並確認上開資金來源證明與百尺竿頭負責人樞堃由昭之關連性，就此，吳筱涵即依照潘彥州向其解釋之公司債架構，向中信證券公司人員說明「Yinfeng 公司認購了 Lin and Company 約 1.7 億美元的公司債，Winwin 公司認購了 Lin and

Company 約 0.6 億美元的公司債，Lin and Company 以有限責任合夥人身分將資金注入 Oak Field 基金，故出示兩家的資金證明」等情，中信證券人員因而同意簽約受任為財務顧問，處理本件公開收購案件。

(五) 委任景祥會計師事務所會計師郭敬和出具價格合理性意見書，並告知預定之公開收購價格為每股 128 元。

二、相關公告

(一) 百尺竿頭

2016 年 5 月 31 日，百尺竿頭正式向投審會提出申請，以億豪投資公司投資百尺竿頭 48 億 6,400 萬元做為增資款，再以該筆增資款做為公開收購樂陞股票股款；2016 年 6 月 1 日，百尺竿頭對外公告欲以每股 128 元公開收購樂陞股票 3 萬 8,000 仟股(約佔樂陞股權 25.7%)，預定收購期間為 2016 年 6 月 1 日至 7 月 20 日，後因投審會至 7 月 22 日始核准本案，百尺竿頭遂將公開收購期間延至 8 月 19 日；公開收購成就之條件為應賣數量達 3 萬 8,000 仟股，且百尺竿頭及其母公司億豪投資公司取得投審會許可後，百尺竿頭應於預定購買數量之限度內，收購所有應賣之樂陞股票。於公開收購期間屆滿、公開收購條件均成就後二個營業日內，百尺竿頭應將增資款項匯入中信銀行所開立之帳戶，並於五個營業日內，支付股款予應賣人¹³。

(二) 樂陞

1. 2016 年 5 月 31 日，樂陞於公開資訊觀測站發佈「樞堃由昭自從持有本公司股票以來，一直是公司的好夥伴，支持經營團隊，也曾多次表達增持想法。樞堃由昭先生此次以百尺竿頭發起公開收購，公司事前並不知

¹³ 參閱附件一：2016 年 6 月 14 日百尺竿頭公開收購說明書修訂版，頁 6。

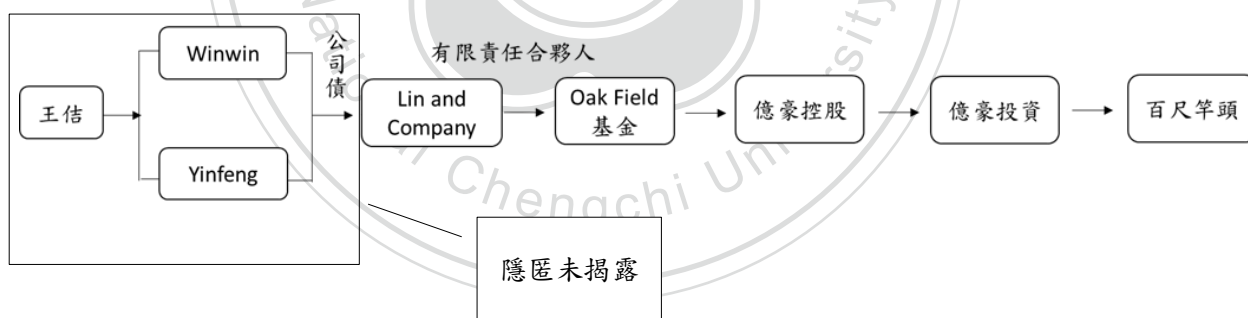
情。」之訊息。

2. 2016年6月1日，樂陞召開臨時董事會，決議設置審議委員會，由三位獨立董事依法擔任審議委員。
3. 2016年6月8日，樂陞發布「樂陞董事會認為日商公開收購價格條件尚屬公平合理，股東自行決定是否參與應賣」之重大訊息，向外界塑造確有日資公司看好樂陞發展並且希望成為長期合作夥伴之假象，內容包含：本公司董事長日前親赴日本與百尺竿頭公司董事長樞埜由昭先生溝通，針對該公司公開收購本公司普通股之若干事項，雙方獲致共識如下：(1)百尺竿頭對樂陞長期發展正向以對，依百尺竿頭於公開收購說明書中所述，百尺竿頭「主要係以財務投資人的角度取得相當的股權」，依法透過公開收購程序增持，外界不需以經營權爭奪視之。因此，百尺竿頭肯定樂陞現任經營團隊表現，未來仍將尊重現任管理層的經營決策。(2)百尺竿頭通過本次公開收購，成功增持3萬8,000仟股後，樞埜由昭先生旗下所有公司同意不再增加持股或發動第二次公開收購。(3)樂陞未來將借重樞埜由昭先生在亞洲資本市場發展經驗，并肩追求股東價值最大化。(4)雙方相互理解，於下屆董事改選時，樂陞歡迎樞埜由昭先生旗下取得一席董事，參與公司治理。
4. 全體出席董事無異議通過對本公司股東建議如下：經審閱百尺竿頭提出之公開收購申報書、公開收購說明書及其他書件，並經委託安侯建業聯合會計師事務所出具價格合理性意見書，復參酌本公司審議委員會之意見，百尺竿頭公司對本公司普通股之公開收購價格每股128元，落於上開價格合理性意見書之每股價值區間116元至139元內，認為該收購價格條件尚屬公平合理，基於保護全體股東之立場，仍籲請本公司股東詳閱百尺竿頭於公開收購公告及公開收購說明書中所述參與及未參與應賣之

風險，自行決定是否參與應賣。

(三) 投審會審查

投審會受理申請後，於 2016 年 6 月 6 日至 7 月 14 日間，多次要求百尺竿頭之代理人中銀律師事務所補正有關於投資架構及資金來源之文件資料，並不斷詢問本件投資案是否有陸資介入，甚至要求說明清楚 Oak Field 基金背後之完整投資架構，潘彥州均以「公司債結構」指示中銀律師事務所人員擬定回覆內容，百尺竿頭向投審會表示公開收購案最終資金是來自於日資 Oak Field 基金，該基金當時規模為美金 1 億 8,000 萬元，上層僅有一名有限責任合夥人即日本公司 Lin and Company，將引入日系資金，而隱匿上層之資金係來自 Winwin 公司及 Yingfeng 公司。經濟部工業局於 2016 年 7 月 14 日召開會議審查本案時，樞堃由昭更在吳筱涵陪同下親自出席，說明自己對樂陞的發展願景，聲稱：「本案沒有陸資」云云。投審會乃於 2016 年 7 月 22 日審查通過申請案。



(四) 未完成公開收購

投審會通過收購案後，投資人即大量參與應賣，迄 2016 年 8 月 17 日，中信銀行公告已達應賣數量 3 萬 8,000 仟股，二項公開收購條件：(1)應賣數量達預定收購數量、(2)取得投審會許可，皆已成就。依公開收購說明書之記載，百尺竿頭應於公開收購期間屆滿後 2 個營業日內，將增資款項 48 億 6,400 萬元匯入中信銀行之指定帳戶，再由中信銀行於公開收購期間屆

滿後 5 個營業日內(即 2016 年 8 月 22 日前)，依公開收購說明書所載支付公開收購對價之計算方法與方式，支付股款與應賣人。詎樞堃由昭、王佶竟故意違約不支付款項，且樞堃由昭、王佶為拖延，推由樞堃由昭透過吳筱涵律師委託中信銀行，於 2016 年 8 月 22 日以百尺竿頭名義對外公告將交割日延至 2016 年 8 月 31 日，而 2016 年 8 月 30 日 17 時 30 分許，百尺竿頭竟對外公告無法支付應賣人相對價金，無法完成本件公開收購之交割。

第四項 樂陞案重要事件時間表¹⁴

年份	日期	事件
2015	11 月 23 日	百尺竿頭以策略性投資人之身分參與樂陞私募，每股私募發行價格為 77.2 元，應募普通股共計 6,800 仟股，私募完成後百尺竿頭取得樂陞 3.58%之股份。
2016	3 月 1 日、 2 日	樂陞分別在 2016 年 3 月 1 日及 2 日密集發行第四次、第五次有擔保轉換公司債及第六次無擔保轉換公司債，債券面額為每張 10 萬元，轉換為普通股之價格為每股新台幣 76.3 元及 77.7 元，發行總金額為 15 億元，債券持有人得於轉換公司債發行滿一個月翌日起，請求將可轉換公司債轉換為公司普通股。

¹⁴ 作者參閱以下資訊所製作之表格：(1)臺北地檢署 105 年度偵字第 24416 號、106 年度偵字第 2855 號及 106 年度偵字第 2856 號起訴書、(2)臺北地方法院 106 年度金重訴字第 6 號刑事判決、(3)臺灣高等法院 107 年金上重訴字第 4 號刑事判決、(4)2016 年 9 月 24 日，金管會「針對樂陞股票公開收購案違約前相關作為之說明」新聞稿、(5) 林燦澤，「樂陞案，投保向法院提出團體訴訟」，工商時報，2016 年 10 月 8 日，<http://www.chinatimes.com/newspapers/20161008000150-260206>、(6) 魏喬怡、彭禎伶、林燦澤，「樂陞案，中信道義補償 5 億」，工商時報，2016 年 11 月 10 日，<http://www.chinatimes.com/newspapers/20161110000116-260205>、(7)2017 年 9 月 8 日，證券櫃檯買賣中心公告「樂陞公司上櫃有價證券終止櫃檯買賣」。上述資料瀏覽日期：2020 年 6 月 1 日。

5 月 31 日	百尺竿頭向金管會提出申報與公告，擬從 6 月 1 日起至 7 月 20 日止，以每股 128 元、總價 48.6 億元，在市場公開收購樂陞 3,800 萬股股票(25.71%股權)。
6 月 1 日	樂陞召開臨時董事會，決議由三位獨立董事組成審議委員會，於 10 天內提出審議結果 ¹⁵ 。
6 月 8 日	樂陞公告審議委員會審查之結果 ¹⁶ ：(1) 經審閱百尺竿頭所提出之公開收購申報書、公開收購說明書及其他書件，並經委託安侯建業聯合會計師事務所出具價格合理性意見書，公開收購價格每股 128 元落於上開價格合理性意見書之每股價值區間 116 元至 139 元內；(2) 百尺竿頭「主要係以財務投資人的角度取得相當的股權」，依法透過公開收購程序增持，外界不需以經營權爭奪視之；(3) 樂陞未來將借重檉埜由昭在亞洲資本市場發展經驗，併肩追求股東價值最大化；(4) 本審議委員會認為本次公開收購條件尚符合公平性及合理性之原則，基於保護全體股東之立場，仍籲請本公司股東詳閱百尺竿頭於公開收購公告及公開收購說明書中所述參與及未參與應賣之風險，自行決定是否參與應賣。
6 月 9 日	樂陞、百尺竿頭共同聯合聲明，達成四項共識，包括：

¹⁵ 參閱附件二：2016 年 6 月 1 日樂陞重大訊息公告「公告本公司臨時董事會決議成立審議委員會」。

¹⁶ 參閱附件三：2016 年 6 月 8 日樂陞重大訊息公告「本公司對百尺竿頭數位娛樂有限公司公開收購本公司普通股股份之審議委員會結果」。

		<p>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、樂陞歡迎百尺竿頭取得一席董事。</p>
7月22日	<ol style="list-style-type: none"> 1. 投審會正式核准億豪投資公司增資百尺竿頭，百尺竿頭將以該增資款公開收購樂陞股權。投審會決議增加查核百尺竿頭是否具陸資背景之事後監管機制，要求本案於投資案存續期間，百尺竿頭如有涉及原海外投資架構之變動應事先報經投審會核准。 2. 百尺竿頭公開收購期間原為6月1日起至7月20日止，因投審會今日才核准本案，故延長至8月19日。 	
8月17日	<p>百尺竿頭公開收購樂陞 3 萬 8,000 仟張股票條件成就。</p>	
8月22日	<p>百尺竿頭公告，本次公開收購案共有逾 6.1 萬張股票參加應賣，超額收購比率約 60.5%，但因只收購 3.8 萬張，因此多餘股權退回原應賣人，另交割金入帳期限將延長至 8 月 31 日。</p>	
8月30日	<p>百尺竿頭收購樂陞確定破局，百尺竿頭授權中信銀行將所有應賣的股份於 31 日 9 時以前返回予應賣人。</p>	

	9月6日	樂陞獨立董事陳文茜辭職。
	9月19日	<p>1. 金管會認中信銀行在評估該客戶風險方面，未審慎評估及探究客戶及實際收益人狀況，客戶審查評估表亦未嚴謹確認實際受益人狀況，有未符合該銀行「認識客戶政策」程序，且未訂定辦理公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第15條規定之內部控制作業程序，致未能考量應責人權益保障，依信託業法規定，處以最高額罰鍰新台幣300萬元，並停止相關業務3個月。</p> <p>2. 中信證券擔任百尺竿頭財務顧問，金管會認定中信證券未盡證券商之專業職責與注意，未完全落實「認識客戶政策」等內控機制，依證券商管理規則、相關函釋規定、證券交易法，同樣停止相關業務三個月。</p>
	10月7日	投資人保護中心針對樂陞公開收購違約案，完成相關統計及彙整作業，向新北地方法院提出數件團體訴訟，請求百尺竿頭等為損害賠償。
	11月7日	樂陞獨立董事李永萍及尹啟銘辭職。
	11月9日	中信銀行與投保中心達成協議，將給付5億元「道義補償金」予投保中心。
2017	1月24日	臺北地檢署偵辦百尺竿頭公開收購樂陞違約案，依涉違反證券交易法等罪起訴樂陞董事長許金龍、代理董

		<p>事長李柏衡、財務長謝東波等 10 人，並請求法院合併量處許金龍法定有期徒刑最高刑度 30 年，許金龍犯罪所得共 40 億 7023 萬多元，建請法院宣告沒收。</p>
	8 月 8 日	<p>臺灣臺北地方法院 106 年金字第 22 號民事判決：</p> <p>財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心對被告百尺竿頭、MEGA CLOUD VR INVESTMENT LTD.、樞堃由昭提出損害賠償訴訟，法院判決被告等應連帶給付如附表所示之訴訟實施權授與人如附表所受損害欄內所示之金額(總計約為 46.299 億元)。</p>
	9 月 8 日	<p>證券櫃檯買賣中心公告，樂陞因出席股東不足再次流會，導致公司獨立董事補選未能逾期內完成，故依業務規則規定自 10 月 19 日起終止樂陞有價證券櫃檯買賣。</p>
2018	2 月 2 日	<p>臺灣台北地方法院 106 年金重訴字第 6 號刑事判決</p> <p>1. 許金龍</p> <p>就百尺竿頭公開收購部分，違反證券交易法第 171 條第 1 項第 1 款之證券詐欺罪，處有期徒刑 6 年，併科罰金 1 億元；就本案分別宣告其罪之刑定應執行有期徒刑 18 年，併科罰金新臺幣 1 億元。未扣案之犯罪所得均沒收之，於全部或一部不能沒收或不宜執行沒收時，追徵其價額。</p>

		<p>2. 潘彥州</p> <p>就百尺竿頭公開收購部分，違反證券交易法第 171 條第 1 項第 1 款之證券詐欺罪，處有期徒刑 2 年，併科罰金新臺幣 500 萬元。</p>
	4 月 30 日	<p>臺灣臺北地方法院 106 年金字第 76 號民事判決：</p> <p>財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心對楊博智、林宗漢、百尺竿頭、樑埜由昭等請求損害賠償，法院判決被告百尺竿頭、樑埜由昭、林宗漢、楊博智應連帶給付新臺幣 2,247,662,841 元、被告楊博智應給付新臺幣 621,437,532 元。</p> <p>(許金龍是否應負損害賠償責任將另行認定審結)</p>
	11 月 29 日	<p>臺灣高等法院 107 年金上重訴字第 4 號刑事判決</p> <p>1. 許金龍</p> <p>就百尺竿頭公開收購部分，共犯證券交易法第 171 條第 1 項第 1 款之證券詐欺罪，處有期徒刑 6 年，併科罰金 1 億元；就本案分別宣告其罪之刑定應執行有期徒刑 12 年，併科罰金新臺幣 1 億元。未扣案之犯罪所得均沒收之，於全部或一部不能沒收或不宜執行沒收時，追徵其價額。</p> <p>2. 潘彥州</p> <p>就百尺竿頭公開收購部分，原判決有罪部分撤銷，</p>

		改判無罪。
2020	1月16日	最高法院108年台上字第16號刑事判決 最高法院撤銷原臺灣高等法院107年金上重訴字第4號刑事判決，發回臺灣高等法院。
	2月6日	臺灣臺北地方法院107年金字第58號民事判決 台北地院駁回齊民股份有限公司(原名樂陞科技股份有限公司)及參加人財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心，基於上市櫃公司董監事有重大損害公司的行為或違反法令時，應對公司負損害賠償責任，而對被告許金龍及謝東波提出之侵權行為損害賠償訴訟。

第五項 樂陞股票價量之變化

一、樂陞股價之變化

2016年5月31日，百尺竿頭公告將從6月1日起至7月20日止，以每股128元在市場公開收購樂陞3萬8,000張股票，當日每股股價為105元，至8月30日確定公開收購案破局之次日，每股股價跌至78元，股東所持有之每張股票等於虧損2.7萬元，若與百尺竿頭公開收購價128元相較，1張股票更是損失5萬元。

樂陞股票在百尺竿頭公開收購之首日(6月1日)曾有14,816張之交易大量，於投審會核准本案之次一營業日(7月25日)也再度創下15,355張天量，兩天盤中最高股價都剛好為115.5元，市場研判，這兩次應有特定

人士利用消息在市場售出股票。台北地檢署於本案起訴書中即表示，楊博智依許金龍之指示，於 2016 年 5 月 31 日公開收購消息發佈後，即於 6 月 1 日以每股 114 元之價格，賣出許金龍日前以人頭名義購入之樂陞股票；渠等其後並陸續賣出人頭持有之樂陞股票，同年 7 月 1 日至 8 月 31 日間，累積賣超達 8982 張股票¹⁷。

二、投資角度之疑義

樂陞於 2016 年 3 月初密集發行國內第四次、第五次及第六次有擔保轉換公司債，價格為 73 至 75 元之間，轉換股票價格則為每股 76.3 元及 77.7 元，百尺竿頭未認購樂陞密集發行這 3 檔 15 億元之可轉換公司債，5 月 31 日卻要以每股 128 元公開收購樂陞，每股價差高達五十多元；如此懸殊的價格，對百尺竿頭而言並非合理之投資選擇¹⁸。

百尺竿頭宣布收購樂陞之後，樂陞股價最高曾於 6 月 1 日及 7 月 25 日達到 115.5 元，惟從之前的公開收購案例觀察，以高於市價「溢價」收購時，該檔個股之市價應會上漲到十分接近收購價，以台灣美光晶圓科技股份有限公司公開收購華亞科技股份有限公司為例，在美光宣布以每股 30 元公開收購華亞科時，華亞科股價最高即達 29.5 元，距離收購價 30 元，只差 0.5 元；反觀本案，百尺竿頭宣布公開收購樂陞後，樂陞股價最高價僅達 115.5 元，離公開收購價 128 元差距達到 13 元，差價竟達到股價的一成左右。投審會於 7 月 22 日核准百尺竿頭以每股 128 元溢價近二成公開收購樂陞股票，樂陞股價應接近 128 元，但次一營業日之盤中最高僅達 115.5 元¹⁹，與過去市場經驗不符，顯然有其疑義之處。

¹⁷ 呂淑美，「樂陞應賣投資人，慘賠 19 億」，工商時報，2016 年 8 月 31 日 <http://www.chinatimes.com/newspapers/20160831000102-260202>，瀏覽日期：2017 年 3 月 5 日。

¹⁸ 同註 12，瀏覽日期：2017 年 3 月 5 日。

¹⁹ 陳昱翔，「三大疑點，看樂陞完美風暴」，經濟日報，2016 年 9 月 8 日，<http://money.udn.com/money/story/5612/1947283>，瀏覽日期：2017 年 3 月 5 日。

第三節 主管機關之處理

百尺竿頭決定進行公開收購樂陞股票後，因公開收購所需之資金來自其母公司億豪投資公司之增資，而億豪投資公司係為外資之身分，故需向投審會申請取得其核准；而百尺竿頭要公開收購之標的樂陞股票，為公開發行公司之有價證券，故亦需向金管會申報。以下將分就投審會及金管會之權責與在本案中之處理程序為說明。

第一項 經濟部投資審議委員會

投審會負責有關僑外投資、技術合作及對外投資之審核業務。本案中，億豪投資公司要匯入資金在台投資，需先經投審會審查核准，核准後若有情事變更，投審會亦應依其職權處理。

一、職責

投審會之職責主要在審查投資目的、投資事業和資金來源等是否有違反我國規定、是否有國家安全疑慮。

依「外國人投資條例」第1條之規定：外國人在中華民國境內之投資、保障、限制及處理，依本條例之規定。因此，只要是外國人(包括外國法人及自然人)在中華民國的投資，包括：(1)持有中華民國公司之股份或出資額、(2)在中華民國境內設立分公司、獨資或合夥事業、(3)對前述所投資事業提供一年期以上貸款，皆應填具投資申請書，檢附投資計畫及有關證件，向投審會申請核准。外國人持有所投資事業之股份或出資額，合計超過該事業之股份總數或資本總額三分之一者，其所投資事業之轉投資亦同。

又依「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」第73條第1項及第3項分別規定大陸地區人民、法人、團體、其他機構或其於第三地區投資之公

司，非經主管機關許可，不得在臺灣地區從事投資行為；投資人之資格、許可條件、程序、投資之方式、業別項目與限額、投資比率、結匯、審定、轉投資、申報事項與程序、申請書格式及其他應遵行事項之辦法，由有關主管機關擬訂，報請行政院核定之。據此，經濟部訂定「大陸地區人民來臺投資許可辦法」，依該辦法第 3 條第 1 項定義：本辦法所稱投資人，指大陸地區人民、法人、團體、其他機構或其於第三地區投資之公司，依本辦法規定在臺灣地區從事投資行為者。而大陸地區投資人持有臺灣地區公司或事業之股份或出資額，即該當第 4 條第 1 項第 1 款之投資行為，投資人應依本辦法規定申請許可。

二、審核本案之程序

百尺竿頭是由億豪投資公司百分之百持股之法人，億豪投資公司增資百尺竿頭之行為，依外國人投資條例第 8 條之規定須取得投審會之核准，而百尺竿頭公開收購樂陞股票之行為，屬外國人投資條例第 5 條規範之態樣，亦須取得投審會之核准。百尺竿頭於 2016 年 5 月 31 日向投審會提出以億豪投資公司投資百尺竿頭 48 億 6,400 萬元作為增資款，再以該筆款項作為公開收購樂陞股票之股款，投審會受理申請後，將資金來源及產業效益等資料送交金管會、中央銀行、國發會及經濟部工業局、商業司審核，投審會並於 2016 年 6 月 6 日至 7 月 14 日間，要求百尺竿頭之代理人中銀律師事務所補正有關於投資架構及資金來源之文件資料，並詢問本件投資案是否有陸資介入，要求說明清楚 Oak Field 基金背後之完整投資架構。中銀律師事務所人員向投審會表示：公開收購案最終資金係日資 Oak Field 基金，該基金當時規模為美金 1 億 8,000 萬元，上層僅有一名有限責任合夥人即日本公司 Lin and Company，將引入日系資金等語回應。經濟部工業局於 2016 年 7 月 14 日召開會議審查本案，樞堃由昭親自出席，說明自己對樂陞公司的發展願景，聲稱：「本案沒有陸資」；經濟部工業局審查後，指

本案屬財務及策略性投資，並以台日企業合作為目的，未表示反對意見。因送審之相關機關未表示反對意見，投審會於 7 月 22 日第 1136 次委員會議審核通過，並決議增加查核投資人是否具陸資背景之事後監管機制，要求本案於投資案存續期間，投資人如有涉及原海外投資架構之變動應事先報經投審會核准²⁰。

三、公開收購案未完成後，投審會之處理

(一) 依外國人投資條例第 9 條規定，核准投資案後會給予 1 至 3 年完成期限，而百尺竿頭申請公開收購樂陞股票案，投審會審核後給予 1 年期限，若收購案 1 年內未完成，該項核准屆時將自動失效。

(二) 百尺竿頭確定未完成公開收購後，投審會為防止其處分在台資產，已於 9 月 2 日以投資人不履行投審會核准附帶要求，即涉及原海外投資架構之變動卻未申報取得核准為由，依外國人投資條例第 18 條規定，取消百尺竿頭所得盈餘或孳息結匯權利 2 年，避免其資產脫出海外²¹。

第二項 金融監督管理委員會

本案涉及百尺竿頭公開收購公開發行公司之股份，與證券市場之穩定、投資人之權益保障息息相關，故公開收購人應依相關法規向金管會申報後始得為之。

一、職責

金管會係主管金融市場及金融服務業之發展、監督、管理及檢查業務。包括銀行市場、票券市場、證券市場、期貨及金融衍生商品市場、保險市

²⁰ 2015 年 7 月 22 日經濟部投資審議委員會第 1136 次委員會議新聞稿。

²¹ 2015 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，立法院公報，第 105 卷第 71 期，頁 255。

場及其清算系統等，其所掌理之事項包括公開發行公司與證券市場相關事項等。公開收購公開發行公司有價證券即為金管會主管之業務項目，而銀行業與證券業則為其管轄之產業。

二、本案處理程序

依證券交易法第 43 條之 1 第 2 項及公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 7 條第 1 項之規定，公開收購公開發行公司有價證券者，應向金管會申報並公告後始得為之。因此，百尺竿頭於 2016 年 5 月 31 日向金管會證期局送出公開收購樂陞股票之申報書，進行申報及公告之程序。若公開收購人所申報及公告之內容有違反法令規定之情事者，依證券交易法第 43 條之 5 第 2 項之規定，主管機關為保護公益之必要，得命令公開收購人變更公開收購申報事項，並重行申報及公告。

百尺竿頭公開收購樂陞股票違約後，金管會於 2016 年 9 月 24 日正式發佈新聞稿，說明本案百尺竿頭違約前，金管會之相關作為²²：

(一) 2016 年 8 月 19 日

下午接獲公開收購人聯絡窗口中銀律師事務所律師表示，百尺竿頭 8 月 22 日預計發出匯款指示，由境外銀行處理匯款，為降低外匯市場波動建議分三天結匯，預計 8 月 30 日至 8 月 31 日完成交割。金管會除急電中央銀行確認結匯事宜，並以電話轉達本案聯絡窗口，倘有需要與中央銀行溝通，可幫忙協調，同時請其要求百尺竿頭應儘快匯款，8 月 22 日務必須提供匯款指示證明文件。

²² 2016 年 9 月 24 日金管會「針對樂陞股票公開收購案違約前相關作為之說明」新聞稿。
http://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0.2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201609240001&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dttable=News，瀏覽日期：2017 年 3 月 8 日。

(二) 2016 年 8 月 22 日

當日上午，中信銀行依百尺竿頭指示，公告交割日期延至 8 月 31 日，且百尺竿頭未提供指示匯款證明文件。金管會立即發函予公開收購人，要求其提出支付收購對價承諾及辦理交割股款作業之相關證明文件，並積極要求受委任機構中信銀行密切瞭解資金匯入情形；另請櫃檯買賣中心密切注意該公司股票、權證及可轉換公司債之交易狀況。

(三) 2016 年 8 月 23 日及 24 日

1. 8 月 23 日主動邀集百尺竿頭律師及中信銀行，請中信銀行報告資金匯入時程，並請律師再與百尺竿頭確認資金匯入時程。
2. 8 月 24 日因百尺竿頭未回覆有關匯款情形，再函請督促百尺竿頭提供收購股款匯入帳戶之證明文件，並要求中信銀行追蹤及催促收購人提出匯款證明。

(四) 2016 年 8 月 26 日

1. 請中信銀行積極要求百尺竿頭儘速匯款，及如發生違約應立即返還有價證券。
2. 函請百尺竿頭確實辦理有價證券交割，並函請中信銀行善盡中介機構角色，評估收購案是否構成違約，儘速妥適處理。
3. 函請集保公司及樂陞股務代理機構台新商業銀行，就百尺竿頭及其關係人持有樂陞私募股票，如有申請轉讓或設質，應請其先洽金管會意見，以預防公開收購人蓄意脫產。

(五) 2016 年 8 月 29 日及 30 日

1. 中信銀行告知金管會，其已與百尺竿頭簽訂「指示暨同意書」，百尺竿頭如未於 8 月 30 日下午 2 時前，將全部交割款匯入中信銀行得確認之帳戶，並檢附相關匯款證明文件，中信銀行得立即退還本收購案應賣股票予所有應賣人。
2. 金管會於 8 月 30 日下午接獲中信銀行通知，相關交割款尚未匯入，並確認百尺竿頭無法完成本次公開收購之交割，金管會立即要求中信銀行返還股票予所有應賣人，並函請投資人保護中心立即啟動受理應賣投資人民事求償機制。

(六) 2016 年 9 月 19 日

金管會認中信銀行及中信證券違反相關法令，為以下之處分：

1. 中信銀行：

中信銀行於依公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 15 條規定辦理客戶百尺竿頭公開收購樂陞普通股案之股務代理契約，在評估該客戶風險方面，未審慎評估及探究客戶之實際收益人狀況，客戶審查評估表亦未嚴謹確認實際受益人狀況，有未符合該銀行「認識客戶政策」程序，前揭缺失顯示其內部控制制度未能有效執行，另中信銀行未依信託業法第 42 條第 2 項，訂定辦理公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 15 條規定之內部控制作業程序，致未能考量應賣人權益保障，核有缺失。爰依信託業法第 57 條規定，處中信銀行新臺幣 300 萬元罰鍰，並依同法第 44 條第 2 款規定，對中信銀行辦理公開收購相關之信託業務予以停止 3 個月之處分，並至缺失完成改善為止²³。

²³ 2016 年 9 月 19 日金管會「中國信託商業銀行有限公司違反信託業管理法令處分案」。
http://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=103&parentpath=0.2.102&mcustomize=multimessage_view.jsp&dataserno=201609220002&toolsflag=Y&dttable=Penalty，瀏覽日期：2017 年 3 月 8 日。

2. 中信證券：

中信證券擔任百尺竿頭公開收購樂陞股票之財務顧問，有未善盡證券商應有之專業職責及注意，未嚴謹評估所提供財務顧問服務之對象，未確實確認服務對象之身分、其實質受益人為何及該等受益人與相關人等之關係，有未落實內部控制制度有效執行之情事，違反證券商管理規則第 2 條第 2 項及金管會所定證券商辦理財顧業務應依其內部控制制度為之等規定，爰依證券交易法第 66 條第 3 款規定，對中信證券處以停止財務規劃及諮詢顧問業務 3 個月之處分，並至缺失完成改善為止²⁴。

第四節 本案重要爭點

檢視以上百尺竿頭公開收購樂陞股票之事實，本文謹歸納提出其中二項重要爭點：一、此公開收購案造成投資大眾嚴重之損失，是否係因在投資判斷時沒有充分且正確之資訊可供參考，以致做出錯誤的投資決定；二、為保護資本市場之健康及穩定，公開收購之制度上已要求公司設置審議委員會為公司及投資人把關，但仍發生本案之情形，是否該機制之功能未為周全，而無法達到該有之監督與審查效果。以下將進一步就前述二項爭點為說明。

²⁴ 2016 年 9 月 19 日，金管會「處中國信託綜合證券股份有限公司停止財務規劃及諮詢顧問業務 3 個月之處分，自 105 年 10 月 1 日至 105 年 12 月 31 日止」。 http://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=103&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201609220003&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fs,c.c=tw&dtable=Penalty，瀏覽日期：2017 年 3 月 8 日。

第一項 是否為公開資訊揭露不足及資訊揭露不實？

公開收購人必須揭露收購股權之目的與條件，以提供目標公司股東判斷應賣與否的依據²⁵。億豪投資公司為百尺竿頭唯一股東，而億豪投資公司又為許金龍實質掌控之紙上公司，故百尺竿頭實為許金龍所實質掌控；為營造樂陞股票利多之消息，許金龍等人即規劃以日本境外基金之名義公開收購樂陞股票，以達到突顯日資看好樂陞之目的，故百尺竿頭向投審會表示，公開收購案最終資金是來自於日資 Oak Field 基金，該基金當時規模為美金 1 億 8,000 萬元，而隱匿上層之資金係來自 Winwin 公司及 Yingfeng 公司，並隱匿公開收購案之預定資金來源來自中國。更重要的是，前述這些公司僅係為進行投資而設立之公司，並未有實質之營運行為，是否屬法規所定義之「策略性投資人」容有疑義，且這些公司由樂陞負責人許金龍實質掌控或參與其中，而非單純之第三方公司。上述訊息皆是主管機關審查及投資大眾判斷是否參與投資之重要資訊，投資人可藉此判斷百尺竿頭是否真要收購股票、是否有資金能力支付股款，抑或僅是許金龍等人為操縱樂陞股價而策劃的一場騙局。這些資訊若未完整清楚地揭露，極易使投資人陷於不利且不公平之地位，亦影響投資市場的穩定。

第二項 是否因審議委員會之功能未發揮？

依當時施行之公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 14 條之 1 相關規定，被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購人依第 9 條第 3 項規定申報及公告之公開收購申報書副本、公開收購說明書及其他書件後，應即設置審議委員會，並於 10 日內公告審議結果；審議委員會委員之人數不得少於三人，被收購有價證券之公開發行公司設有獨立董事者，應

²⁵ 廖大穎，證券交易法導論，三民書局，四版，頁 284，2009 年 8 月。

由獨立董事組成。樂陞當時三位獨立董事，分別為李永萍、陳文茜與尹啟銘，其就本案審議意見之總結為「本次公開收購條件尚符合公平性與合理性之原則」，由三位獨立董事於 2016 年 9 月 2 日發表之聲明可知，其認為：審議委員會之立場係將主要責任放在判斷收購股價是否合理、公平，於是委託安侯建業聯合會計師事務所進行鑑價，依據公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 14 條之 1，獨立董事僅有向董事會及股東之建議權²⁶。

惟本案中，審議委員會援引許金龍與樞堃由昭達成之共識，作為其審議意見之一部分，最終對公開收購做出「中立建議」，不鼓勵也不反對投資人參與公開收購，僅提醒投資人應詳閱公開說明書。然而，前述制度之設立是否僅係要求審議委員為形式審查、僅限於相關辦法所訂定之事項，審議事項是否完整、應否對公開收購人之履約能力為調查、審議委員會是否已踐行身為董事之義務、是否已盡其調查收購公司及資金來源等事實之責任，仍有疑義，若時間不足無法完整調查時，又應如何處理？上述問題皆為本案所引發之制度面檢討重點，故董事及審議委員會之職權與責任實有被檢視的空間。

²⁶ 韓婷婷，「樂陞獨董終於出面，發表 10 點聲明」，中央通訊社，2016 年 9 月 2 日，<https://www.cna.com.tw/news/firstnews/201609020274.aspx>，瀏覽日期:2017 年 3 月 10 日。

第三章 公開收購之資訊揭露規範

第一節 本案之事實概要

第一項 百尺竿頭公開收購樂陞股票之資金來源

一、公開說明書之資訊

依百尺竿頭於 2016 年 5 月 31 日公告之公開收購說明書第參點「公開收購對價種類及來源」之記載²⁷，本次公開收購係以現金為對價，在自有資金明細中說明「本次公開收購所需之現金對價總計約新台幣 48 億 6,400 萬元，所需資金將經境外之母公司增資之後，由自有資金支出。」，並進而就資金來源說明「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之後，由公開收購人的自有資金中支應。」，由此，讓投資人所獲知之訊息係本次公開收購之資金來自於億豪投資公司。同日，百尺竿頭正式向投審會提出申請，以億豪投資公司投資百尺竿頭 48 億 6,400 萬元之增資款，作為支付公開收購樂陞股票之對價，經投審會審理後，針對投資架構及資金來源要求百尺竿頭補充說明，百尺竿頭向投審會表示，公開收購案最終資金是來自於日資 Oak Field 基金，該基金當時規模為美金 1 億 8,000 萬元，將由 Oak Field 基金投資億豪控股公司、億豪控股公司再投資億豪投資公司以作為百尺竿頭之增資款。惟在公告公開收購案時(2016 年 5 月 30 日)，百尺竿頭之資本額僅有新台幣 5,000 萬元，何以在短短一、二個月內可增資至 48 億餘元，其規劃增資之時程為何、資金是否已到位、是否有針對 Oak Field 基金所有之美金 1 億 8,000 萬元資本提出證明，百尺竿頭皆未說明，投資人無法由公開收購說明

²⁷ 參閱附件一，頁 10。

書中得知。最後，億豪投資公司之增資款並未匯入中信銀行之指定帳戶。

二、受委任機構之審查

(一) 受委任機構之受任範圍：

本公開收購案之受委任機構為中信銀行，依公開收購說明書之記載，其受委任事項為：(1)處理本次公開收購有價證券之交存及返還、(2)交付公開收購說明書、(3)本次公開收購款券收付、(4)開立證券交易稅繳款單並代應賣人支付本次公開收購之證券交易稅、(5)辦理股票及股款交割作業、(6)協助公開收購人辦理本次公開收購之公告事宜、(7)其他與上述相關之股務事宜。

(二) 受委任機構執行審查之情形

中信銀行於 2016 年 5 月 31 日與百尺竿頭簽訂股票公開收購委任契約時，係第一次與百尺竿頭進行業務合作，依其所訂之「認識客戶政策」客戶辨識執行時點，包含「首次」與客戶進行交易或與業務合作對象往來，應執行相關身分辨識程序。百尺竿頭為中信銀行之全新客戶，且此次公開收購金額高達 48 億餘元，加上百尺竿頭及其母公司甫於公告公開收購案前，即 2016 年 5 月 20 日發生變更負責人之重大事項，對於客戶背景或資格條件發現客戶有不合理的情形時，應採更嚴謹的查核程序；然而，中信銀行僅形式審核百尺竿頭及其母公司營業登記資料即認為已執行辨識客戶程序，並將百尺竿頭評為「低風險」等級，未落實中信銀行之「認識客戶政策」及「法人信託業務認識客戶暨洗錢防制作業細則」，亦未進一步瞭解為何在公開收購前變更負責人、如此鉅額交易之資金來源、客戶及其母公司之背景資料等。

第二項 公開收購人與目標公司間利害關係之資訊

一、公開之資訊

(一) 百尺竿頭參與樂陞 2014 年度第一次私募²⁸

樂陞董事會於 2014 年 9 月 30 日通過該年度第一次私募案，引進策略性投資人百尺竿頭，以每股 103.7 元、應募 2,000 萬股，總計將募得 20 億 7,400 萬元，應募完成後百尺竿頭持股達 21.8%，成為單一最大股東，而百尺竿頭唯一之股東為億豪投資公司。此次應募，百尺竿頭不得取得董事席次，3 年後才可申請公開發行，因百尺竿頭為外資轉投資公司之身分及預計應募持股超過 10%，需投審會審查核准後才生效。惟由於相關審查程序未完成，依據證券交易法第 43 條之 6 第 7 項規定，應於 2014 年 8 月 13 日樂陞股東臨時會決議日起一年期限屆滿前收足該次募有價證券之股款私募，但因應募人百尺竿頭之投資申請案未能按照原定規劃時程取得投審會之投資核准，考量資金募集效益及公司未來營運規劃，樂陞與百尺竿頭協商後終止本次私募普通股計畫²⁹。

(二) 百尺竿頭參與樂陞 2015 年度第一次私募³⁰

樂陞臨時董事會於 2015 年 11 月 23 日通過該年度第一次私募案，本次私募價格係依據 2015 年 9 月 30 日股東臨時會決議所定之訂價原則定之，以 2015 年 11 月 23 日為定價日，考量對股東權益之影響，以 77.2 元為本次實際私募發行價格，為參考價格之 80.082%，符合股東臨時會決議

²⁸ 蕭文康，「樂陞 30 億收購遊戲平台，投審會點頭」，蘋果日報，2014 年 9 月 30 日，<http://www.appledaily.com.tw/realtimenews/article/new/20140930/479320/>，瀏覽日期：2019 年 9 月 13 日。

²⁹ 2015 年 8 月 12 日樂陞重大訊息公告「本公司私募普通股於法定期間內未收足股款」。

³⁰ 2015 年 11 月 23 日樂陞重大訊息公告「本公司董事會決議 104 年第 1 次私募普通股定價日及私募價格等相關事宜」。

以上列二基準計算價格較高者之八成成數以上之範圍內定價。百尺竿頭再次成為策略性投資人，以每股 77.2 元取得 680 萬股，總計募得 5 億 2,496 萬元，應募完成後百尺竿頭持有樂陞股票達 5.38%，成為樂陞前十大股東。樂陞表示，此次私募資金，將全數用於收購廈門同步網絡。

二、未公開揭露之利害關係人資訊

百尺竿頭唯一之股東係億豪投資公司，億豪投資公司則為億豪控股公司 100%持有之子公司，前述二家億豪公司乃是中國籍人士王佶為了在台灣地區經營「電視體感遊戲」業務，原由謝啟耀指示不知情之第三人於 2014 年 1 月成立，但當時未完成設立程序。2014 年 9 月間，許金龍經王佶同意取得二家億豪公司之控制權後，即匯入新台幣 5,000 萬元，於 2014 年 9 月 29 日正式設立百尺竿頭，並安排黃文鴻擔任人頭負責人，由許金龍及王佶實質掌控該公司。在此同時，許金龍亦擔任樂陞董事長，依證券發行人財務報告編製準則第 18 條第 2 項之規定，判斷交易對象是否為關係人時，除注意其法律形式外，亦須考慮其實質關係，百尺竿頭與樂陞間極可能屬於關係人。然而，投資大眾對此訊息毫無所悉。

第二節 我國與外國制度規範之比較

由上述事實可知，百尺竿頭公開收購樂陞違約案導致股東重大損失原因之一，即為重要資訊未完整且正確地揭露予主管機關及投資大眾，使股東未有充分資訊則以判斷是否買入或賣出樂陞股票。然而，公開原則是各國證券法規的基石，在公開收購亦是如此。因目標公司股東在相關資訊取得上處於弱勢地位，故各國公開收購制度均強調公開收購資訊的充分揭露

³¹。本文將以公開收購人資訊揭露相關之議題為主軸，分別介紹英國及美國之公開收購制度，並與我國制度進行比較，繼而提出本文之分析說明及相關建議。

第一項 外國公開收購之主管機關

一、英國獨立諮詢機構之設置與權限

英國於 1968 年設置獨立機構「The Panel on Takeovers and Mergers」(下稱：公開收購及合併委員會)，公開收購及合併委員會於同年頒布 The City Code on Takeovers and Mergers³² (下稱：公開收購規則)，該委員會係由倫敦證券交易所、英格蘭銀行以及私人銀行團體所組成，目前之代表包括證券交易所、英國產業聯盟、結算機構、投資銀行、保險業、投資公司以及退休基金業者³³，其重要目標為確保全體股東在個案中受到公平的對待。英國於 2006 年 11 月通過新版公司法(Company Act 2006)，明定公開收購及合併委員會之職權，並授權公開收購及合併委員會得訂定相關規則以規範公開收購行為³⁴。與我國之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」及「公開收購說明書應行記載事項準則」相較，英國公開收購規則針對公開收購之程序尚有更完整之規定，以下將就英國此項業務之管理機構與相關法規為整理和說明。

二、美國獨立監管機構之設置與權限

美國證券交易委員會(United States Securities and Exchange Commission，

³¹ 郭大維，我國公開收購制度之探討-兼論英美相關立法例，臺北大學法學論叢，第 65 期，頁 94，2008 年 3 月。

³² The City Code on Takeovers and Mergers (Twelfth edition)，<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf?v=8Jan2018>，last visited: 9/15/2019。

³³ 林黎華，英國強制收購制度之研究，證券暨期貨月刊，第 23 卷第 2 期，頁 31，2005 年 2 月。

³⁴ 郭大維，同註 31，頁 110。

下稱：證管會)係直屬於美國聯邦政府之獨立機關。在 1920 年代，由於證券市場上的公司通過不公開向投資者提供相關信息的手段來獲得巨額利益，由此導致了美國 1929 年 10 月的股市崩盤，投資者的利益遭到巨大的損失。美國國會舉辦了多場聽證會以確認問題及尋求解決方案，基於聽證會的內容，美國國會分別通過了 1933 年證券法(the Securities Act of 1933)和 1934 年證券交易法(the Securities Exchange Act of 1934)³⁵，證管會即是根據 1934 年證券交易法所成立，負責美國的證券監督和管理工作，主要職務為保護投資人、維持公平且有秩序及效率的市場、管理資本資訊，並致力於促進值得投資大眾信任的市場環境，為美國證券業最高主管機關。證管會負責美國的證券監督和管理工作，主要職務為保護投資人、維持公平且有秩序及效率的市場、管理資本資訊，並致力於促進值得投資大眾信任的市場環境，為美國證券業最高主管機關³⁶。美國另於 1968 年通過威廉斯法案(Williams Act)，是對 1934 年證券交易法之修正案，該法規的制定緩和了美國公開收購方面的亂象³⁷，其立法的目的是為了規範公開收購，明確收購程序和資訊揭露的要求，使股東有充分的時間了解公開收購人之背景、和對目標公司之影響，以便做出正確的決定。

第二項 資訊揭露之時間及方式

一、 外國規範

英國	美國
----	----

³⁵ SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 [AS AMENDED THROUGH P.L. 112-158, APPROVED AUGUST 10, 2012]。

³⁶ 美國證券交易委員會網站，<https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html#create>，瀏覽日：2019 年 9 月 29 日。

³⁷ 朱德芳，效率、併購與公司治理－以敵意併購法規為核心，中原財經法學，第 17 期，頁 39，2006 年 12 月。

<p>1. 依 Rule 2.11³⁸，當公開收購人為收購之公告或收購期間啟動，目標公司應立即將公開收購公告寄送予其股東。</p> <p>2. 依 Rule 2.7(a)，公開收購人必須經過最嚴謹且負責任地考量評估，並確信其將會且持續有能力執行此收購案，才可公布作出有關公開收購之要約，而公開收購人之財務顧問對此亦有確認之責任。</p>	<p>證交法§14d-4 規定³⁹，當公開收購人執行公開收購案時，公開收購人必須依§14d-6 規定對目標公司股東公告、寄送或提供相關資訊。</p>
---	---

二、我國規範

<p>台灣 (本案發生前)</p>	<p>台灣 (本案發生後)</p>
<p>1. 公開收購公開發行公司有價證券管理辦法(下稱：公開收購管理辦法)第 7 條第 1 項規定，公開收購公開發行公司有價證券者，應向投審會申報並公告後始得為之。</p>	<p>未修正。</p>

³⁸ RULE 2. SECURETY BEFORE ANNOUNCEMENTS; THE TIMING AND CONTENTS OF ANNOUNCEMENTS, 2.1 SECURETY.

³⁹ § 240.14d-4 Dissemination of tender offers to security holders.

<p>2. 公開收購管理辦法第 9 條第 4 項規定，公開收購人應於公開收購開始日前公告公開收購申報書、第二項之事項及公開收購說明書。</p>	
---	--

三、本文分析說明

英國及美國之規範皆明文要求公開收購資訊需對目標公司股東為寄送或公告，相較之下，我國僅要求公開收購人於公告後即可進行公開收購程序，未如外國規範清楚明定通知對象與方式，設若股東未及時留意市場公告，將可能影響股東可以進行評估判斷的時間，故建議可對公開收購資訊之揭露方式為更完整之規定，要求應將訊息通知予股東。

又公開收購之消息會影響股價，在什麼情形或什麼時間點應為揭露亦屬重要，因此建議明文規定，在公開收購人之收購行動確認時，即應為公告；公開收購人必須經過最謹慎且負責任地考量評估，並確信其將會且持續有能力執行此收購案，才可向主管機關申報及公告收購的行動，而公開收購人之財務顧問或受委任機構為具有專業能力、直接與公開收購人接洽溝通的單位，對此亦有確認之責任，受委任機構若已完成公開收購相關內容之核實及確認，即須在向主管機關提出申報時，同時協助並提醒公開收購人為公告，如公開收購之內容有變動時亦同。

第三項 公開收購文件應揭露之項目

一、外國規範

英國	美國
----	----

<p>Rule24.3(a)規定⁴⁰，公開收購人提出之公開收購文件必須包含以下項目：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.董事之姓名。 2.該公司之業務性質、財務及營運預估情形。 3.公告最近二年經審核完成之財務報表之網址，並同時聲明該財務報表已納入公開收購說明書中。 4.自最新的財務報表公告後，任何關於財務結果、半年報及暫時性財報的預先聲明之網址，並同時聲明已參照網站內容將前述報表、聲明納入公開收購說明書中。 5.於公開收購要約提出前，在前一個會計年度結束後，若已知在財務或交易地位有實質變化，財務結果、半年報及暫時性財報的預先聲明，或提出適切的否認聲明。 	<p>17C.F.R.§240.14d-100 Schedule TO⁴¹.要求公開收購人在填寫報表時，須揭露相關資訊如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.摘要表格 (Summary term sheet) ⁴²:須以潛顯易懂的英文呈現，扼要說明收購案的實質重點，必須提供股東充分的資訊了解收購案的重要特點及意義。 2.目標公司資訊 (Subject Company Information)⁴³ <ol style="list-style-type: none"> (1)名稱、地址、電話。 (2)已發行證券之名稱及數量。 (3)目標公司股票在主要交易市場過去二年每一季最高及最低成交價。 (4)過去二年目標公司分發股利的頻率及數量。 (5)公開收購人過去三年就目標公司為現金公開收購之情形。
--	---

⁴⁰ 24.3 FINANCIAL AND OTHER INFORMATION ON THE OFFEROR, THE OFFEREE COMPANY AND THE OFFER.

⁴¹ 17 CFR § 240.14d-100 - Schedule TO. Tender offer statement under section 14(d)(1) or 13(e)(1) of the Securities Exchange Act of 1934.

⁴² 17 CFR § 229.1001 - (Item 1001) Summary term sheet.

⁴³ 17 CFR § 229.1002 - (Item 1002) Subject company information.

<p>6. 說明公開收購成功後，對其獲利、資產及負債之影響。</p> <p>7. 公開收購人及其子公司於收購開始前二年，每一份重大合約主要內容摘要，包括日期、合約主體、合約條件等。</p>	<p>(6)公開收購人過去二年收購目標公司股票之情形。</p> <p>3.公開收購案之目的及計畫或提議 (Purposes of the Transaction and Plans or Proposals)⁴⁴</p> <p>(1)說明公開收購之目的。</p> <p>(2)表明公開收購所取得之股份會被繼續持有、削除、作為庫藏股或其他處置。</p> <p>(3)公開收購後的計畫。</p> <p>A.其他特別的交易，例如：合併、組織重整或清算。</p> <p>B.購買、銷售或轉讓目標公司或其關聯企業實質重大數量之資產。</p> <p>C.目前股利比例或政策、目標公司負債或資本額的重大異動。</p> <p>D.目標公司現在董事或管理階層的異動，包括變更董事人數或任期，或填補目前缺任董事，或變更任何高階主管之雇用條件。</p>
--	--

⁴⁴ 17 CFR § 229.1006 - (Item 1006) Purposes of the transaction and plans or proposals.

	<p>E.目標公司的公司結構或營業的重大變動。</p> <p>F.任何種類的目標公司股票會從集中市場下市。</p> <p>4.目前持有目標公司之股票(Interest in securities of the subject company)⁴⁵</p> <p>說明公開收購人及其關聯企業目前合計持有目標公司股份之數量及比例，及其取得之細節。若過去 60 天內有取得目標公司股票之情形亦應說明。</p> <p>5.財務聲明(Financial statements)⁴⁶</p> <p>提供最近二年度經查核的財務報表及最新的年報，及最近一季的財務報告；提供資訊以揭露因交易案產生之影響，包括最新的資產負債表、每股綜合收益及獲利、每股價值。</p>
--	---

二、我國規範

台灣	台灣
----	----

⁴⁵ 17 CFR § 229.1008 (Item 1008) Interest in securities of the subject company.

⁴⁶ 17 CFR § 229.1010 - (Item 1010) Financial statements.

(本案發生前)	(本案發生後)
<p>1. 公開收購說明書應行記載事項準則(下稱:說明書應記載事項準則)第4條規定:</p> <p>公開收購說明書編製內容應記載下列事項:</p> <p>一、公開收購基本事項。</p> <p>二、公開收購條件。</p> <p>三、公開收購對價種類及來源。</p> <p>四、參與應賣之風險。</p> <p>五、公開收購期間屆滿之後續處理方式。</p> <p>六、公開收購人持有被收購公司股份情形。</p> <p>七、公開收購人其他買賣被收購公司股份情形。</p> <p>八、公開收購人對被收購公司經營計畫。</p>	<p>1. 左列第4條增訂第10款:特別記載事項。</p> <p>立法理由中說明⁴⁷,應列明申報書件之重要內容,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。</p> <p>2. 左列第5條增列以下款項:</p> <p>四、律師姓名、地址、電話及委任事項。</p> <p>五、會計師姓名、地址、電話及委任事項。</p> <p>六、財務顧問名稱、地址、電話及委任事項。</p> <p>七、金融機構名稱、地址、電話及委任事項。</p> <p>八、其他受委任專家姓名、地址、電</p>

⁴⁷ 2016年11月18日金管證交字第1050045020號函,「公開收購說明書應行記載事項準則」部分條文。

<p>九、公司決議及合理性意見書。</p> <p>十、其他重大資訊之說明</p> <p>2. 說明書應記載事項準則第五條規定：</p> <p>公開收購基本事項應記載下列事項：</p> <p>一、公開收購人為自然人者，其本人、配偶與未成年子女之姓名及職業。</p> <p>二、公開收購人為公司者，其公司名稱、網址、主要營業項目及其董事、監察人與持股超過公開收購人已發行股份總額百分之十股東之姓名及持股情形。</p> <p>三、受委任機構名稱、地址、電話及委任事項。</p>	<p>話及委任事項。</p>
---	----------------

三、本文分析說明

(一) 公開收購人財務狀況之說明

英國及美國皆要求公開收購人應於公開收購說明書文件中揭露財務報表或財務聲明，由財務報表亦可知悉該公司的營運狀況、經營收入及資產，是否得以支付公開收購對價，以及從營業項目可瞭解其公開收購目標

公司股票是否有合理的動機。我國雖於說明書應記載事項準則第 7 條第 1 項第 1 款有類似之要求：公開收購人為公司且以公司自有資金支付收購對價者，應以本次公開收購公告前最近二年度之財務報告，按償債能力、現金流量及獲利能力等分析說明本次收購資金來源之合理性；惟此係指公開收購人以公司自有資金支付收購對價才需以財務報告說明分析收購資金來源，並非針對所有公開收購案件皆須提出之文件，建議主管機關可以比照外國立法例之規範，加強要求公開收購人一概在公開收購文件中公布自身之財務報表，財務報表中可得知該公司之財務、資產、營運等資料，讓投資人與股東有機會從財務報表內獲得更多資訊。於本案中，若百尺竿頭應揭露其財務報表與業務情形，主管機關及投資人都有機會知悉其持有資金及資產之情形、營收狀況、營運歷史(是否確實在遊戲產業有豐富經驗)等，投資人即有更充分之資訊得以判斷。

(二) 公開收購案之目的及計畫

我國說明書應記載事項準則第 4 條第 8 款及第 12 條第 1 項有要求公開收購人應說明「公開收購人對被收購公司經營計畫」，在金管會所公告之公開收購說明書範本⁴⁸中亦有類似美國法之規定，具體列舉公開收購人完成公開收購後可能會採取之行動要求其說明，降低收購人以模稜兩可之方式處理的空間。

百尺竿頭公開收購說明書第 20 頁以下亦就「公開收購人對被收購公司經營計畫應記載下列事項」為說明⁴⁹，其中在「繼續經營被收購公司業務及計畫內容」中述及：協助目前經營團隊取得足夠資源，強化研發陣容，

⁴⁸ 金融監督管理委員會證券期貨局，申報(請)案件表格下載，股權服務類(包含庫藏股、公開收購、43-1、委託書徵求等書表)

https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=125&parentpath=0,6,52&mcustomize=multimessage_view.jsp&dataserno=30844&aplistdn=ou=form.ou=multisite.ou=chinese.ou=ap_root.o=fsc.c=tw&dtale=FormDown，瀏覽日期：2020 年 1 月 14 日。

⁴⁹ 參閱附件一，頁 20。

並加速發展日本及東協等海外市場。對照許金龍提供予獨立董事之資訊，表示百尺竿頭為日資，可協助樂陞發展日本市場，可謂相互呼應，形塑出百尺竿頭日資之色彩，係以策略投資人之角色投資樂陞。

然而，百尺竿頭片面之言，尚需有查核機制以確保其所述為真實，若能從財報中了解其營運經驗，將有機會辨識其是否確有遊戲產業之經營實績，否則，縱使證券交易法中規範了公開收購說明書登載不實之罪責，但事後之追究，尚不如建立事前保護投資人之機制更有實益。

第四項 公開收購資金之來源及確保

一、外國規範

英國	美國
<p>依 Rule 2.7(d)⁵⁰，若公開收購案是以現金為對價，在公告內容需包含財務顧問或其他適任之第三方確認公開收購人之資金來源且足以支付全部應賣股份之對價，相關文件必須說明公開收購案如何籌措資金及資金之來源，並提供債務融資或為收購案所發行之債券或目標公司營運資產再融資之細節。</p>	<p>在 17 CFR § 229.1007 - (Item 1007) 「資金或其他對價的來源及金額」 (Source and amount of funds or other consideration)⁵¹ 要求說明以下項目：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 說明利用於公開收購案之特定資金或其他對價之來源及金額。 2. 聲明上述資金來源是否有附帶任何重要條件，並揭露若主要財務計畫失敗時，是否有其他替代的規

⁵⁰ Rule 2.7 THE ANNOUNCEMENT OF A FIRM INTENTION TO MAKE AN OFFER.

⁵¹ 17 CFR § 229.1007 - (Item 1007) Source and amount of funds or other consideration.

	<p>劃或安排，如果沒有，也須說明。</p> <p>3. 條列出可能會產生之費用。</p> <p>4. 若全部或部分的資金或其他對價來源是以直接或間接的方式借貸而來，須提供借貸合約之摘要(包括當事人、期間、擔保品、利率及其他重要條件);說明償還貸款之計畫或安排。</p>
--	---

二、我國規範

<p>台灣 (本案發生前)</p>	<p>台灣 (本案發生後)</p>
<p>1.公開收購管理辦法第 22 條第 1 項第 7 款：公開收購人應於第十八條所定之公開收購期間屆滿之日起二日內，向本會申報並公告下列事項：七、支付收購對價之時間、方法及地點。</p> <p>2.說明書應記載事項準則第 7 條第 1 款第 1 目：公開收購對價種類及來源應記載下列事項：一、以現金為收購對價者：(一)自有資金明細。</p>	<p>1. 增訂公開收購管理辦法第 9 條第 3 項：公開收購人應提出具有履行支付收購對價能力之證明。</p> <p>2. 增訂公開收購管理辦法第 9 條第 4 項：以現金為收購對價者，前項證明包括下列各款之一：</p> <p>一、由金融機構出具，指定受委任機構為受益人之履約保證，且授權受委任機構為支付本次收購對價得逕</p>

	<p>行請求行使並指示撥款。</p> <p>二、由具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，經充分知悉公開收購人，並採行合理程序評估資金來源後，所出具公開收購人具有履行支付收購對價能力之確認書。</p> <p>3. 修訂說明書應記載事項準則第 7 條第 1 項第 1 款第 1 目：一、以現金為收購對價者：(一)以自有資金為收購對價者，應詳細說明投資架構、各層次投資人背景、資金之具體來源及明細，包含資金最終提供者之身分及相關資金安排計畫。公開收購人為公司且以公司自有資金支付收購對價者，應以本次公開收購公告前最近二年度之財務報告，按償債能力、現金流量及獲利能力等分析說明本次收購資金來源之合理性。</p> <p>3. 增訂說明書應記載事項準則第 7 條第 2 項：公開收購人依前項第一款以現金為收購對價者，應出具負</p>
--	--

	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。
--	---

三、本文分析說明

百尺竿頭在公開收購說明書第 10 頁第參項第一點說明資金來源為：「由公開收購人之母公司英屬維京群島商 BILLION PRIDE INVESTMENT LIMITED(即億豪投資公司)以現金增資公開收購人後，由公開收購人的自有資金中支出。」⁵²，如依 17 CFR § 229.1007 之規範內容，百尺竿頭說明資金來源後，尚應聲明上述資金來源若要成就附帶之數個重要條件，例如：由誰提供億豪投資公司該筆資金？預計何時、以何種方式匯入該資金？讓投資人得以判斷該資金來源是否足堪信任。

本案發生後，金管會已修改公開收購管理辦法及說明書應記載事項準則之相關規範，要求以現金為收購對價者，須提供由金融機構出具，指定受委任機構為受益人之履約保證，或由具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，出具公開收購人具有履行支付收購對價能力之確認書，並應詳細說明投資架構、各層次投資人背景、資金之具體來源及明細，包含資金最終提供者之身分及相關資金安排計畫等重要要件，且公開收購人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。在本案之情形，據百尺竿頭申報內容是以自有資金為收購對價，如依新法之規範，必須揭露其上每一層母公司暨股東之背景、股東資金之具體來源，包括資金最終提供者之資料，如此一層一層向上溯源，即有機會知悉百尺竿頭資金來源、最後控制之股東究竟是台資、日資或陸資，如此應足以確保

⁵² 參閱附件一，頁 10。

公開收購人在向主管機關提出公開收購之申報時，已備齊應買條件成就時所需支付之對價款項，由近期大聯大投資控股股份有限公司進行之公開收購文晔科技股份有限公司股票一案中⁵³，可自其公開收購說明書清楚了解，依修正後法規，其自有資金經過會計師經過合理程序評估資金來源、融資資金則有各家借貸銀行之授信核定通知書為佐證。

惟修正後之規範，公開收購人需在提出公開收購時便需準備好相關資金來源之證明，如此之要求可能造成公開收購人收購成本的增加，例如：金融機構履約保證之費用、會計師出具收購對價能力確認書之費用，並且可能降低公開收購人資金運用之靈活度；但公開收購之標的為公開發行之有價證券，持有的主體為不特定投資人，其所能獲得之資訊及查證能力相對弱勢，政府應建置完整機制，使應賣投資人取得價款之基本權益可獲得保障，且公開收購人評估是否進行公開收購時便須就公開收購標的進行調查、分析與估價，在公開收購價格與數量確定後，公開收購人即可掌握其成本並評估所需資金，為符合主管機關所要求之資金來源證明，公開收購人亦應將此成本一併列入考量，相較於整體投資市場所應承擔之風險，公開收購人因此而付出之成本應屬合理。英國、美國之法規皆要求公開收購人應提出其收購資來源證明，我國主管機關在樂陞案發生後也修改相關辦法，故應肯認相關法規修正後已可對投資人有更完整之保障。

法律救濟程序上，由於百尺竿頭未依公開收購說明書中承諾內容支付價款，造成投資人重大損失，已由財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心向百尺竿頭、MEGA CLOUD VR INVESTMENT LTD.、檉埜由昭提起民事損害賠償訴訟，並經臺灣臺北地方法院 106 年金字第 22 號判決，前

⁵³ 2019 年 11 月 12 日大聯大投資控股股份有限公司公開收購說明書，https://www.kgieworld.com.tw/Underwrite_news/20191113/download/%E5%85%AC%E9%96%8B%E6%94%B6%E8%B3%BC%E8%AA%AA%E6%98%8E%E6%9B%B81113.pdf，瀏覽日期：2020 年 4 月 20 日。

述被告應連帶給付總計約 46.299 億元之賠償。

第五項 公開收購人與目標公司間之關係

一、外國規範

英國	美國
<p>Rule 24.6，公開收購說明書須包括公開收購人與目標公司的董事、新任董事、股東、新任股東或任何對目標公司股份有權益之人間，是否存有任何合約、安排或協議(包含任何賠償/補償的約定)。</p>	<p>1. 17 CFR § 229.1005 過去的合約、交易、談判及協議(Past contacts, transactions, negotiations and agreements)⁵⁴</p> <p>(1)過去二年與目標公司或其關聯公司所為超過該公司該年度營收百分之一之交易，或目標公司的高階主管、董事所為超過美金 60,000 元之交易。</p> <p>(2)過去二年公開收購人與目標公司或其關聯企業間之合併、聯合、收購、收購要約、參與目標公司董事之選舉或銷售或移轉目標公司重要數量之資產。</p> <p>(3)說明公開收購人或其關聯企業與目標公司或其高階主管、董事及</p>

⁵⁴ 17 CFR § 229.1005 - (Item 1005) Past contacts, transactions, negotiations and agreements.

	<p>關聯企業間之合約、交易、協議或潛在的利益衝突。</p> <p>2. 17 CFR § 229.1011 其他資訊 (Additional information)⁵⁵</p> <p>對證券持有人決定是否出售、應賣或持有證券，有實質影響之資訊應為揭露：任何於公開收購人或其高階主管、董事、實質受益人或子公司與目標公司或其高階主管、董事、實質受益人間，現存或提案的重要合約、安排、協議或關係。</p>
--	--

二、我國規範

<p>台灣 (本案發生前)</p>	<p>台灣 (本案發生後)</p>
<p>1. 說明書應記載準則第 11 條第 1 項第 2 款：公開收購人其他買賣被收購公司股份情形應記載下列事項：二、公開收購人及其關係人與前款所列之人員(被收購公司之董事、監察人、經理人、持股超過被收購公司已發行股份總額百分之十之股東</p>	<p>未修正。</p>

⁵⁵ 17 CFR § 229.1011 - (Item 1011) Additional information.

<p>及關係人)，在申報公開收購前二年內，就本次公開收購有任何相關協議或約定者，其重要協議或約定之內容。</p> <p>2. 說明書應記載準則第 11 條第 2 項：公開收購人及其關係人與前項第一款所列之人員，在申報公開收購前二年內就本次公開收購有任何相關協議或約定者，應揭露所有協議或約定之文件，併同公開收購說明書公告。</p>	
---	--

三、本文分析說明

(一) 現行制度

美國之規範要求公開收購人需揭露公開收購人或其高階主管、董事、實質控制人或子公司與目標公司或其高階主管、董事、實質控制人間，現存或提案的重要合約、安排、協議或關係，如依美國及英國的標準，本案中，百尺竿頭之實質受益人王佶、負責人樞堃由昭與許金龍間已就公開收購乙事先為協議，其應在公開說明書中為揭露，我國說明書應記載事項準則第 11 條第 1 項第 2 款已有與英國法及美國法類似之規定，百尺竿頭在其公開收購說明書第 19 頁第柒項第二點及第三點提出說明⁵⁶，惟百尺竿頭說明之內容為「公開收購人於提出本次公開收購申報前兩年內並未與上述人員有任何相關協議或約定之情形。」，並未如實揭露王佶、樞堃由昭與許

⁵⁶ 參閱附件一，頁 19。

金龍間，就本公開收購案早已共同商議收購主體、收購價格、資金來源之證明等重要要件，該說明書之內容顯然已違反說明書應記載事項準則第 2 條之基本原則「公開收購說明書所記載之內容，必須詳實明確，並不得有虛偽或隱匿之情事」；依證券交易法第 43 條之 4 第 3 項準用第 31 條第 2 項及第 32 條之規定，公開收購說明書應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，發行人及其負責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，故若樂陞股東有因百尺竿頭於公開說明書中隱匿其與樂陞董事長許金龍間重要協議或約定之內容，而受有損害時，應可依上述規定請求百尺竿頭與樞堃由昭負連帶損害賠償責任。

(二) 實質受益人之揭露

1. 定義實質受益人之範圍

(1) 依防制洗錢金融行動小組 (Financial Action Task Force on Money Laundering, FATF) 所制定之 Guidance 「TRANSPARENCY AND BENEFICIAL OWNERSHIP」，實質受益人 (Beneficial Owner)⁵⁷ 係指對客戶具最終所有權或控制權之自然人，或由他人代理進行交易之自然人，包括對法人或法律協議具最終有效控制權之自然人。英屬開曼群島 (British Cayman Islands) 於 2017 年 4 月 7 日公告公司法修正⁵⁸，於 Section 247 (3)(4) 中亦增修定義實質受益人，係指：(1) 直接或間接持有公司股份或表決權超過 25% 之人，或 (2) 有權直接或間接任免公司過半數董事之人，(3) 如無前述之人，則透過股權、表決權或董事任免權，能絕對和無條件地有權或實際

⁵⁷ FATF guidance 「TRANSPARENCY AND BENEFICIAL OWNERSHIP」，Beneficial owner refers to the natural person(s) who ultimately owns or controls a customer and/or the natural person on whose behalf a transaction is being conducted. It also includes those persons who exercise ultimate effective control over a legal person or arrangement. Page 8，

<http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/Guidance-transparency-beneficial-ownership.pdf>，last visited: 9/15/2019。

⁵⁸ THE COMPANIES (AMENDMENT) LAW, 2017 (LAW 2 OF 2017)，Section 247 (3)(4)，<http://www.caymanfinance.gov.ky/portal/pls/portal/docs/1/12412368.PDF>，last visited: 9/15/2019。

上控制公司、或對其產生重大影響之人，也將被認為實質受益人，但單以公司董事、專業顧問或專業經理人的身分而控制或實質影響者除外。

(2) 參諸前開規範，建議實質受益人之定義，除了以持有股份、資本額為判斷基準外，亦應涵蓋股份之表決權及實質控制之情況，也應明確定義「持有」是否包括利用他人名義持有，以及間接持有之情況⁵⁹。如以此標準檢視本案中關連之公司，從進行公開收購之主體百尺竿頭層層上追，第一層母公司為百分之百持有百尺竿頭股份之億豪投資公司、第二層母公司為百分之百持有億豪投資公司股份之億豪控股公司，許金龍則與王佶約定共同享有對億豪投資公司及億豪控股公司之控制權，因此，王佶與許金龍對億豪控股公司享有最終控制權，有權控制公司或對其產生重大影響，故王佶與許金龍應為百尺竿頭之實質受益人。

(3) 現行公司法第 22 條之 1 僅要求公司每年定期申報應每年定期將董事、監察人、經理人及持有已發行股份總數或資本總額超過百分之十之股東之資訊，然此範圍尚未包含公司之實質受益人，說明書應記載事項準則亦與公司法要求揭露之對象相同。本文建議，應參照防制洗錢金融行動小組所制定之標準，立法明文規範實質受益人，在定義之範圍應涵蓋對標的公司具有所有權或實質控制權之自然人，揭露實質受益人之規範可使交易資訊透明，減少人頭公司設立與被當作犯罪工具之情形，以保障股東、員工、投資人甚或消費者。過往弊案之發生，常係因為利用人頭公司進行不法交易，而實質受益人之揭露將可避免不肖人士利用人頭公司操弄資本市場，也可有效幫助主管機關或執法單位立即發現隱身在人頭公司後面的實質受益人，釐清交易案實際的目的，並防免弊案之發生。

⁵⁹ 朱德芳、陳彥良，公司之透明、信賴與問責-以實質受益人規範為核心，中正財經法學，第 16 期，頁 97，2018 年 1 月。

2. 揭露之方式

(1) 公開收購文件中向主管機關及目標公司揭露

各國要求公司建置實質受益人名簿已為趨勢，無論是英國、新加坡、德國都要求公司備置實質受益人名簿。參照英國 Guide to Beneficial Ownership Information: Legal Entities and Legal Arrangements，其在第 I 1.點「How are legal entities (companies, partnerships, foundations, etc.) formed in the United Kingdom?」⁶⁰中即明文要求，在公司申請設立時需提供發起股東之資訊，包括實質控制權之歸屬，無論係與公司相關之自然人或法人，或聲明沒有任何人對公司有實質控制權，該規則亦在第 I.2.點要求公司必須在 Companies House 網站中公告實質受益人之資訊，並且必須在每年確認聲明(Confirmation Statement)中更新內容。英屬開曼群島(British Cayman Islands)於 2017 年 4 月 7 日公告之 THE BENEFICIAL OWNERSHIP (COMPANIES) REGULATIONS, 2017⁶¹，Part 2-第 3(2a)點要求公司當實質受益人變更之訊息確認後，應即向相關單位辦理更新資訊。

依美國證交法 Sec § 13.(d)(1)，任何人為直接或間接持有 5%以上已向證管會註冊之證券的實質受益人，應在取得後 10 天內將報告書用掛號或普通郵件寄給證券發行者、進行證券交易行為所在地之交易所，並提交給證管會。報告書應含以下資訊及證管會認為為了維護公共利益和保護投資者而必須適當地以規則和規章規定之補充資訊：

A. 上述進行購買或將進行購買的證券實質受益人或代表之他人的背景、

⁶⁰ Guide to Beneficial Ownership Information: Legal Entities and Legal Arrangements，https://star.worldbank.org/star/sites/star/files/bo_country_guide_uk_dec2017.pdf，last visited: 9/15/2019。

⁶¹ THE BENEFICIAL OWNERSHIP (COMPANIES) REGULATIONS, 2017，<http://www.caymanfinance.gov.ky/portal/pls/portal/docs/1/12412369.PDF>，last visited: 9/15/2019。

身份、住處、公民權，以及實質受益權的性質。

- B. 進行購買的資金來源和數目，如果購買、持有或交易的任何部分資金係以借貸或其他辦法取得之資金，亦需要說明交易情況和參加交易當事人之姓名。
- C. 實質受益人或其合夥人直接或間接所有或有權利取得之證券股數，提供每個合夥人的背景、身份、住處。
- D. 就證券發行公司中的任何人與他人簽訂之任何合約、安排或知悉的資訊，包括但不限於證券轉讓、合資經營、貸款或選擇權協議、股票出售權或股票購買權、貸款保證、損失擔保、利潤保證、損益分配等資訊，應指出與之簽訂合約、安排和協議的個人之姓名，並且提供這方面的詳細情況。

在資本市場投資架構之設計或許會以代理公司或人頭公司作為投資之主體，而實際享有投資效益或控制投資之決策者並不一定會被揭露，但該事實對於投資人而言屬於重要資訊，投資人可藉以判斷該具有控制權之主體是否具有收購能力、是否符合其所陳稱之收購意圖、收購後是否對於目標公司有助益等等，故此資訊之揭露對股東甚為重要。

本案中，百尺竿頭公開收購樂陞約 25% 之股份，若依美國證交法之規定，百尺竿頭需向樂陞及主管機關揭露其實質受益人之背景、身分、國籍、資金來源等資訊，亦即百尺竿頭需說明其最上層控制股份及公司決策的人是許金龍與王佶(中國籍)，亦需說明王佶與百尺竿頭之資金來源。又因為許金龍與王佶、樞堃由昭已就本案為商議，其身為樂陞董事長而與其他人有任何協議或安排，依美國證交法之規定，應向主管機關提出說明。

目前之公開收購制度僅於說明書應行記載準則第 5 條規定，公開收購

人為公司者，應於公開收購說明書中記載公司名稱、網址、主要營業項目及其董事、監察人與持股超過公開收購人已發行股份總額百分之十股東之姓名及持股情形，揭露範圍未涵蓋實質受益人。本文建議，在公開收購程序中，公開收購人應向主管機關與目標公司申告其實質受益人。

又我國現行公司設立登記制度並未要求公司應揭露實質受益人，依公司法第 22 條之 1 規定，公司應揭露之範圍亦僅為董事、監察人與持股超過公開收購人已發行股份總額百分之十股東之姓名及持股情形。故本文建議，為使交易資訊透明，因為身分敏感不適合擔任股東，或為規避關係人交易以人頭擔任借名股東之情形可以被披露，應至少要求公司備置實質受益人名簿，供主管機關及法律明訂有權限之人可以查詢，更有甚者，應比照英國 Guide to Beneficial Ownership Information 之規定，要求在公司設立時即應提供股東及實質受益人之資訊，並且在主管機關之公司資訊網站上為公告。

有論者以全面揭露公司實質受益人之制度將會增加公司遵法之成本，或以隱私權的考量及資訊保密為由，反對股東名簿與實質受益人名簿申報，但因公開收購程序涉及投資人之權益及股市之穩定，若未能修法健全公司公示制度，應至少在公開收購相關法規中，要求公開收購人及標的公司應提供其各自之實質受益人名簿予主管機關及目標公司董事會或審議委員會，以使權責單位可即時發現隱身在公司背後的實質受益人，且若僅係向主管機關與目標公司揭露，並非開放公眾閱覽，以隱私權為由反對，理由並不充分⁶²。再者，學者亦認為「我國屬中小微型企業為多，股東人數不多，股權結構單純，若配合主管機關發布的辦法與指引，公司提供實質受益人名簿並非難事。」⁶³，進而降低與預防弊案之發生。

⁶² 朱德芳、陳彥良，同註 59，頁 106-107。

⁶³ 朱德芳、陳彥良，同註 59，頁 107。

(2) 公司申報平台之數位化

依公司法第 6 條規定「公司非在中央主管機關登記後，不得成立。」及第 388 條規定「主管機關對於公司登記之申請，認為有違反本法或不合法定程式者，應令其改正，非俟改正合法後，不予登記。」，顯見我國公司設立登記及變更登記係採形式審查制⁶⁴，亦即主管機關就公司所提供之登記資料並不會進行實質審查，也因如此，公司公示資訊中僅會揭露公司資本額、地址、所營事業項目、董事、經理人及部分股東持有股數，但關於公司基本營運狀況、員工人數、資產狀況、實質股東為何等其他重要資訊，主管機關皆未能充分掌握甚至公開。

因公司登記資訊未能充分、有效公開，致無法藉由公司登記系統，相互勾稽、發現其負責人、資本空洞化等的異樣、違反常態之舉。對抗類似樂陞案之不法弊端，並非僅是形式性地在公司設立那一刻，確認資本是否到位，而是應建構起一個周延、完整且可有效相互勾稽、令任何人得立即發現必要資訊的公司登記平台，以提供社會一般人士隨時可以查閱，全民可以扮演吹哨者的角色，發揮公益監督、告發的功能，協助政府相關部門防弊、防洗錢的作為。現行公司登記流程，於登記前並無任何人對其內容是否合法、真實，實施實質的審查與確認，遂令樂陞案主嫌可以上下其手、恣意妄為⁶⁵。

公司資訊之透明化除了法制規範內容，亦需要有完備的登記、勾稽及揭示平台，為因應 2018 年 8 月公司法修正後，依照新修正之第 22 條之 1 第 1 項規定，公司應每年定期至中央主管機關建置或指定之資訊平臺，以

⁶⁴ 最高行政法院 92 年度判字第 833 號判決要旨參照：「...公司法有關之公司變更登記，係採形式書面審查，主管機關對於登記之申請，僅須就公司所提出之申請書審核，倘符合公司法之規定，即應准為登記...」。

⁶⁵ 黃銘傑，「學者觀點－從樂陞案 看公司法修正的未來」，工商時報，2017 年 3 月 10 日，<http://www.chinatimes.com/newspapers/20170310000087-260202>，瀏覽日期：2018 年 4 月 25 日。

電子方式申報董事、監察人、經理人及持有已發行股份總數或資本總額超過百分之十之股東之姓名或名稱、國籍、出生年月日或設立登記之年月日、身分證明文件號碼、持股數或出資額及其他中央主管機關指定之事項等資訊，但此僅係公司登記申報數位化中其中一環，尚非完整之申報平台系統。

鄰近國家已有電子化平台之成功經驗。中國北京市工商局於 2016 年底在海淀區開展企業登記全程電子化試點以來，不斷擴大全程電子化登記適用區域和行業範圍。截至目前，北京已實現公司設立、變更、登出全流程電子化登記在全市全面推廣，改革實施以來，北京市工商局整合網上登記服務平台和全程電子化申請平台，實現了全程電子化申請平台與網上登記服務平台的融合；同時更新優化手機移動用戶端，實現申請人線上簽名功能；不斷探索全程電子化登記模式，在身份確認、業務申報、執照發放、檔案查詢等方面實現了電子化、零見面⁶⁶。於北京工商網上登記平台 (<http://wsdj.baic.gov.cn/>)，辦理公司設立登記之手續全部可在網站上完成，包括填寫申請訊息、內容審查、上傳重要文件、文件審查。



(3) 本文建議，我國應建立公司登記的 E 化平台，其應涵蓋以下幾項重要

⁶⁶ 杜燕，「北京工商“e 註冊”全市推廣 公司登記全流程網上辦理」，中國日報，2018 年 2 月 8 日，http://tech.chinadaily.com.cn/2018-02/08/content_35671478.htm，瀏覽日期：2018 年 4 月 25 日。

機制與達成之效果：

- A. 政府應建立 E 化平台，以 E 化的方式貯存、傳輸相關資訊及文件至平台，將現行事前人工形式審查，改為事前電腦系統審查，消除人工審查對資訊質、量之限制，而將現有人力用於事後查核，才有助於提高資訊正確率，且此平台之管理應有嚴密的防竊、防駭措施，以避免資料被竊取或違法下載。
- B. 公司自行登記，且自負資料正確性之責，審查者從申登人員改為電子化的資訊系統，系統可設計為根據查核規則進行審查，藉由資料間的關連性，勾勒出複雜的公司或實質受益人間關係圖，以善盡主管機關監督、監控之責。
- C. 平台系統本身即能作形式審查，符合者可即完成設立公司之登記程序。且日後公司應登記及申報事項均可在平台上完成，而平台亦根據法規，將應公告之事項開放公眾查詢。
- D. 股東名簿上傳 E 化平台，並揭露控制股東與實質受益人，惟是否公開或僅有主管機關及其他可調閱之主體與權限，尚可考量配套措施後以法明訂。
- E. 廢止會計師資本簽證制度。非僅是形式地在公司設立時，確認資本是否到位，一時驗資無法做到動態審查，需建立 E 化平台、公開資訊，由系統自動勾稽或社會大眾扮演吹哨者角色。
- F. E 化平台可建立連結政府其他資料庫以查核或提醒之機制，例如：董事或經理人是否具有法律所規定之消極資格、依法應提交財報的時間卻未提交等，經系統交互比對後違法公司立刻現形，資訊平台便會發

送通知，提醒這些公司應補正後遵法⁶⁷。

- G. 在資訊透明的前提下，政府應能對許多管制和事前審查鬆綁，由市場參與者自行承擔交易風險，立法規定事後救濟和究責制度。

若我國建立資訊透明的平台，並要求公司上傳股東名簿及實質受益人名單，則主管機關將有機會知道百尺竿頭與億豪控股公司及投資公司之實質受益人就是許金龍與王佶，則樂陞案極可能不會發生，投資人之權益將可獲得更嚴謹的保障。

第六項 變更公開收購條件之條件與因應

一、外國規範

英國	美國
1. 依 Rule 32.1(a)、(c)如果公開收購條件有調整時，公開收購人應將調整後之公開收購文件寄送予目標公司股東，並儘快在網站上公告，且在公開收購條件調整之日起 14 天內，公開收購案必須持續進行。	依美國證交法 Sec§13.(d)(2)，如果在給目標公司、交易所及證管會的報告書中，陳述的事實有重大改變時，根據證管會為維護公共利益或保護投資人所制定之規則和規章，應將修正之情況提交給目標公司、交易所和證管會。
2. 依 Rule 32.3，如果公開收購條件有調整時，已接受原公開收購條件之應賣人，得以重新決定是否	

⁶⁷ 馬秀如，「翻修公司法 要有 e 化概念」，經濟日報，2017 年 3 月 10 日，<https://money.udn.com/money/story/5629/2435485>，瀏覽日期：2018 年 5 月 1 日。

接受新條件。	
--------	--

二、我國規範

<p>台灣 (本案發生前)</p>	<p>台灣 (本案發生後)</p>
<p>1. 公開收購管理辦法第 7 條之 1 第 1 項： 公開收購人應以同一收購條件為公開收購，且不得為下列公開收購條件之變更：</p> <p>一、調降公開收購價格。 二、降低預定公開收購有價證券數量。 三、縮短公開收購期間。 四、其他經本會規定之事項。</p> <p>2. 公開收購管理辦法第 17 條： 公開收購人為本法第 43 條之 2 第 1 項以外之條件變更前，應向本會申報並公告，且通知各應賣人、受委任機構及被收購有價證券之公開發行</p>	<p>1. 增訂公開收購管理辦法第 7 條之 1 第 2 項： 公開收購人不得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。但發生天然災害或緊急事故情事，不在此限。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。</p> <p>2. 修訂公開收購管理辦法第 19 條： 本辦法所稱公開收購條件成就，係指公開收購期間屆滿前達公開收購人所定之最低收購數量。本次公開收購如涉及須經本會或其他主管機關核准或申報生效之事項者，應取得核准或已生效。 公開收購人應就下列事項於事實發生之日起二日內，向本會申報並公</p>

<p>公司。</p> <p>3. 公開收購管理辦法第 19 條：</p> <p>公開收購人應於本次公開收購條件成就之日起二日內，向本會申報並公告，並副知受委任機構。</p> <p>前項所稱公開收購條件成就，係指公開收購期間屆滿前達公開收購人所定之最低收購數量。本次公開收購如涉及須經本會或其他主管機關核准或申報生效之事項者，應取得核准或已生效。</p> <p>應賣人申請撤銷應賣時，應以書面為之。</p> <p>公開收購人依第 1 項規定公告後，除有下列情事之一外，應賣人不得撤銷其應賣：</p> <p>一、有第 7 條第 2 項規定之情事者。</p> <p>二、公開收購人依第 18 條第 2 項規定向本會申報並公告延長收購期間者。</p> <p>三、其他法律規定得撤銷應賣者。</p>	<p>告，並副知受委任機構：</p> <p>一、本次公開收購條件成就前，其他主管機關已核准或申報生效。</p> <p>二、本次公開收購條件成就。</p> <p>三、本次收購對價已匯入受委任機構名下之公開收購專戶。</p> <p>四、本次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。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。</p> <p>公開收購條件成就後，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，應賣人得不經催告，逕行解約，受委任機構並應於次一營業日，將應賣人交存之有價證券退還原應賣人。但公開收購說明書載明較支付收購對價時間提早退還原應賣人者，從其約定。</p>
--	--

	<p>應賣人申請撤銷應賣時，應以書面為之。</p> <p>公開收購人依第 2 項第 2 款規定公告後，除有下列情事之一外，應賣人不得撤銷其應賣：</p> <p>一、有第 7 條第 2 項規定之情事者。</p> <p>二、公開收購人依第 18 條第 2 項規定向本會申報並公告延長收購期間者。</p> <p>三、其他法律規定得撤銷應賣者。</p>
--	--

三、本文分析說明

金管會在 2016 年 11 月 18 日修正公開收購管理辦法第 7 條之 1，已明文限制公開收購人不得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，同時增修第 19 條第 4 項，規定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，應賣人得不經催告，逕行解約；此次修法限制公開收購人擅自變動支付對價的空間，亦給予應賣股東因應變化之主動權，如以修法後之規定檢視本案，百尺竿頭先不得變更 2016 年 8 月 22 日收購條件成就時給付收購對價之條件，其未於時間內完成支付，則應准許股東可立即撤回應賣的意思表示，並得向券商取回股票，儘速為處置，以降低可能遭受之損失。由上述法規適用結果可知，我國規範較外國法規更為嚴謹，以避免不肖人士藉此操弄投資市場。

然而，縱使有上開不得變更對價支付條件之限制，及公開收購人未於

應支付收購對價時間完成支付者，應賣人得不經催告，逕行解約之規範，但若如百尺竿頭隱匿重要資訊之情形於公開收購條件成就後曝光，應賣人卻無法立即撤銷應賣，亦將對應賣人造成股價損失之風險。2005年6月22日修正前之公開收購管理辦法第19條明定「公開收購期間內，應賣人得隨時撤銷其應賣。」，修正後，應賣人於條件成就公告後，除法律另有規定外，不得撤銷其應賣；由立法歷程觀之，主管機關限縮了應賣人撤銷應賣的條件，其理由係以應賣人為應賣之意思表示，且條件已成就後，雙方之契約關係已成立，應賣人應受契約之拘束，不得任意撤銷其意思表示。但可能會影響應賣人選擇者應不只限於對價條件，例如：與公開收購人或目標公司實質關聯性等重要資訊，皆會影響股東之判斷；設若在公開收購條件成就後，應賣股東才知悉許金龍與百尺竿頭間的關係，或知悉本公開收購案極可能是為特定人士套利出場的規畫，這樣的狀況並非目前公開收購管理辦法所明定之條件，應賣人便無法撤銷應賣。惟雙方係成立股票買賣之契約關係，依民法第88條第1項本文規定「表意人若知其事情即不為意思表示者，表意人得將其意思表示撤銷之。」，若應賣人知悉百尺竿頭公開收購案係許金龍等人共商策畫，應賣人即不會為應賣之意思表示時，應許應賣人撤銷應賣，故建議主管機關修改公開收購管理辦法，容許應賣人即便在公開收購條件成就後，若有重大影響判斷之資訊或事實發生或揭露時，亦得撤銷應賣。

第七項 違反資訊揭露義務之法律責任

一、外國規範

英國	美國
1. 依 Rule 19.2，公開收購人及目標	1. 證交法 Sec§14.(e)明文規定：任

<p>公司的董事必須聲明，對公開收購案相關之公告文件的內容，以其最佳的知識和確信，文件中所涵蓋訊息與事實相符且未忽略任何可能影響訊息重要性的事項。</p> <p>依 NOTES ON RULE 19.2，若公開收購人被第三人(例如：最終母公司之董事)所控制時，Panel 通常會要求，除了公開收購人之董事外，該第三人亦應對公告之文件負責。</p> <p>2. 依 Rule 19.3，任何與公開收購有關係之當事人及其顧問，應留意不得做出可能產生誤導或不確定性之不正確聲明；若該主體明知聲明的內容是錯誤或在實質重要方面產生誤導，或不誠實地在聲明中隱匿事實，依 Financial Services Act 2012 第 89 條之規定⁶⁸，將會構成犯罪。</p>	<p>何人對公開收購說明書所必需的重要事實作不真實的陳述或省略說明任何重要事實，或從事與公開收購或競標相關之任何欺騙、詐欺或操縱的行為，或請求證券持有人反對或贊同任何公開收購或競標，均屬違法。為達本款之目的，證管會應以規則和規章就欺騙、詐欺或操縱的行為或實踐下定義，並且訂定適當的方法來防止這些行為。</p> <p>2. 證交法 Sec§20.(a)明文規定：如果實質直接或間接控制他人構成違法行為，根據本章和其下任何規則和規章的任何規定，直接或間接控制他人之人，也應與上述受控制的個人負同樣程度之連帶責任。</p>
---	--

二、我國規範

台灣	台灣
----	----

⁶⁸ Financial Services Act 2012. Section 89.

(本案發生前)	(本案發生後)
<p>證券交易法第 43 條之 4 第 3 項規定：「第 31 條第 2 項及第 32 條之規定，於第 1 項準用之。」，亦即公開收購說明書之主要內容有虛偽或隱匿之情事時，準用公開說明書規範之民事責任，由發行人及其負責人等相關人士對善意第三人負損害賠償責任。</p>	<p>未修正</p>

三、本文分析說明

(一) 百尺竿頭之責任

我國證券交易法第 43 條之 4、第 32 條已就公開收購說明書應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事，要求發行人及負責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。本案中，百尺竿頭在其公開收購說明書中說明，收購所需資金將由母公司以增資方式由境外匯入，但公開收購條件成就後卻未支付款項，造成投資人重大損失，財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心對百尺竿頭、MEGA CLOUD VR INVESTMENT LTD.及樞堃由昭向台灣台北地方法院提出民事損害賠償訴訟，案經台灣台北地方法院 106 年度金字第 22 號判決，認定百尺竿頭自始無履行公開收購契約之意願，卻於公開說明書上不實記載，公開條件成就後卻未支付款項，足見公開說明書所載之關於資金來源之主要內容確有虛偽情事，公開收購人百尺竿頭及其負責人樞堃由昭應連帶負損害賠償責任，總計應賠償約 46.299 億元。

同案判決中，台灣台北地方法院亦認為，樞堃由昭基於證券詐欺之故意，於 2015 年間謊稱為樂陞之策略投資人，先後以百尺竿頭、MEGA 名義參與樂陞於當年度所為二次有價證券之私募墊高樂陞股價，又於 2016 年間，利用公開收購方式拉高收購價格為每股 128 元，樞堃由昭再藉此機會將上開樂陞可轉換公司債轉換成普通股，並於證券市場上賣出而謀取暴利；嗣公開收購期間時，惡意不支付收購對價，造成本件投資人受有損害，樞堃由昭、百尺竿頭、MEGA 公司 3 人共同對參與應賣之本件投資人為侵權行為，應依民法第 184 條、第 185 條規定，連帶負損害賠償責任。

（二）百尺竿頭實質控制人之責任

在本案中，億豪投資公司為百尺竿頭公司唯一股東，而億豪投資公司之母公司億豪控股公司又為許金龍與王佶協議後實質掌控之紙上公司，故百尺竿頭僅為許金龍及王佶所利用策劃及安排整個公開收購案之主體，樞堃由昭僅為百尺竿頭之名義上負責人，因此，百尺竿頭若係蓄意散布不實公開收購之資訊予投資人，許金龍及王佶依上述美國法之標準，亦應與百尺竿頭負相同程度之連帶責任。然而，我國目前並未建立實質受益人申告制度，無法知悉實際上控制法人之主體為何，更遑論課予實質控制人法律上之連帶責任。

投資實務上，常有以紙上公司或人頭公司為公開收購主體，實質上由第三人掌控或對該公司有絕對之影響力，該代表之公司僅係受第三人指示為公開收購行為，若在法律上未課予該第三人對應之責任，易使有心人士藉由設立人頭公司之方式為不法行為，藉以逃脫責任，故建議主管機關應正視此法律上的漏洞，清楚定義直接及間接控制之實質控制人，且要求公開收購人向主管機關揭露，並明文課予實質控制人法律上之義務與責任，其應就公開收購人之行為內容以相同程度負連帶責任。

第三節 小結

百尺竿頭公開收購樂陞股票卻未依約支付股款，造成股東重大損失，關鍵因素之一即為公開收購之資訊揭露不完整及不正確，影響主管機關、目標公司審議委員會及股東之判斷。本文謹就現行法規尚有闕漏之處，整理前述比較法之分析，提出建議如下。

第一項 公開收購說明書應揭露之項目

一、增列公開收購人之財務及營運狀況

建議參照英國及美國之相關規範，要求公開收購人公告其業務性質、財務及營運預估情形、最近二年經審核完成之財務報表、前一個會計年度結束後已知在財務或交易地位有實質變化等財務事項。

2016年11月修正後之說明書應記載事項準則第7條規定，以自有資金為收購對價者，應詳細說明投資架構、各層次投資人背景、資金之具體來源及明細，包含資金最終提供者之身分及相關資金安排計畫。公開收購人為公司且以公司自有資金支付收購對價者，應以本次公開收購公告前最近二年度之財務報告，按償債能力、現金流量及獲利能力等分析說明本次收購資金來源之合理性。惟建議仍具體要求公開收購人除分析收購資金之來源外，應公開財報之完整內容，和相關之營運與財務預測資料，使投資人有充分完整的資訊得以判斷。若能強制其公開此類文件，股東即有機會知悉百尺竿頭實際上並無營運之商業行為，並非策略性投資人，亦非許金龍所言可協助樂陞拓展日本與東協市場的遊戲公司。

二、說明公開收購人與外部專家之委任內容與關係

說明書應記載事項準則第13條第2項就公開收購人所委請之獨立專

家之合理性意見書已規範應具備之要件，並於第 13 條之 1 要求特別記載事項應記載專家出具評估報告或意見書。惟無論係公開收購人或目標公司多會委請外部專家評估收購價格或提供合理性意見，而外部專家之專業性及其與公開收購當事人之委任關係亦屬重要資訊，股東可以藉此判斷專家意見之客觀性和可靠性，並了解委任人與專家間之利害關係，故建議應揭露二者間之委任關係，包括委任內容及報酬。

第二項 實質受益人之揭露

依公司法第 388 條之規定「主管機關對於公司登記之申請，認為有違反公司法或不合法定程式者，應令其改正，非俟改正合法後，不予登記。」，因此我國就公司之設立係採登記制，且主管機關係為實質審查。然而，以 2016 年全年台灣共有超過 4 萬家新公司登記成立，且至年底全國共有超過 65 萬家公司的總量，實際上主管機關對公司的登記及其變更僅能做事前的書面形式審查⁶⁹。本案中之關連公司皆依公司法完成合法設立及進行必要之變更登記程序，但主管機關囿於人力無法為實質審查，對於投資人而言係重要資訊，卻未能有效予揭露者有二：(1)百尺竿頭及其母公司實際上是由許金龍與王佶所掌控、(2)百尺竿頭之投資資金來源不明、誰是實際出資者未透明，投資大眾於現行制度無從得知這些交易訊息；因此，現行公司之資訊揭露實應予以檢討，本文就「實質受益人之揭露」建議如下：

一、於公司法中為實質受益人之概括定義，除持有股份及資本額外，應包括表決權與實質控制之情況，具體類型可授權主管機關以辦法定之。主管機關亦可參酌其他國家作法，發布指引說明實質控制之各種類型，以

⁶⁹ 龔天行，「公司登記 E 化 為數位經濟奠基」，經濟日報，2017 年 3 月 8 日，<https://money.udn.com/money/story/5629/2441752>，瀏覽日期：2017 年 5 月 4 日。

利法規遵循⁷⁰。

二、 公司不僅應備置最新的實質受益人資訊，歷年實質受益人資訊亦應保存，保存期限至少應為 FATF 建議的五年⁷¹。

三、 外國公司應與本國公司規範一致，避免有心人士以外國公司迴避法規。

四、 為避免實質受益人制度之爭議而擱置公開收購制度中股東權益保障，建議可要求公開收購人僅揭露實質受益人資訊予公開收購業務之主管機關與目標公司，讓主管機關得以審核實質控制公開收購人之真正第三人，並可勾稽公開收購人與目標公司間是否存有利害關係。

五、 建立數位化公司資訊登記及變更之平台，對抗類似本案之不法弊端，僅是形式性地在公司設立時確認資本是否到位不足以防弊，而是應建構起一個周延、完整且可有效相互勾稽、令任何人得立即發現必要資訊的公司登記平台，以提供關聯人士可以查閱。

第三項 變更公開收購條件或提供錯誤資訊內容之因應

一、 若公開收購人已為錯誤之公告，且未立即撤回錯誤之公告內容時，公開收購人應受公告內容之拘束，並依內容履行。

此係督促公開收購人謹慎行事，確認其會依公告內容履行時，方得揭露之，避免任意釋出錯誤資訊，誤導股東及影響投資市場，而損害股東之權益。

二、 公開收購條件成就後，若有影響股東權利之重大事由發生或重要

⁷⁰ 朱德芳、陳彥良，同註 59。

⁷¹ 朱德芳、陳彥良，同註 59，頁 101。

資訊被揭露時，應賣人得撤銷其應賣之意思表示，並取回所有之有價證券。

依現行規範，公開收購條件成就後，僅有在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時，應賣人得不經催告逕行解約，然而，影響應賣人決定之因素應不只限於對價股款，例如：與公開收購人或目標公司實質相關之重要資訊等，設若公開收購條件成就後、支付對價前，應賣股東才知悉許金龍與百尺竿頭間的關係，或知悉本公開收購案極可能是為特定人士套利出場的規畫，這樣的狀況並非目前公開收購管理辦法所明定之條件，應賣人便無法撤銷應賣。然而，依民法第 88 條第 1 項本文之規定，表意人若知其事情即不為意思表示者，表意人得將其意思表示撤銷之。故建議修改該辦法，容許應賣人在公開收購條件成就後，若有重大影響股東判斷之資訊或事實被揭露時，亦得撤銷應賣。而該資訊或事實是否具有重大性，建議得以「該項隱匿或不實陳述是否會影響一個謹慎投資人對有價證券風險之評估。」⁷²為判斷標準。

第四項 實質控制人對資訊揭露內容之連帶責任

參考英國及美國之規範，若公開收購人被第三人直接或間接控制，該第三人或其有最終控制權之人，亦應就公告之公開收購條件及文件負責。任何人直接或間接控制收購主體，進行任何公開收購行為時，該實質控制人應就收購資訊及收購條件負連帶責任。依此，當收購條件成就時，如收購主體未依約履行時，實質控制人應負履行之義務，如收購資訊有虛偽或不實之情形時，實質控制人亦應在法律上負相同之民刑事責任。

關於實質控制人之定義，可參考公司法第 8 條第 3 項就影子董事之定義，以實質控制公司之人事、財務或業務經營而實質指揮董事執行業務者

⁷² 曾宛如，證券交易法原理，翰蘆圖書，二版，頁 201，2001 年 12 月。

為規範對象。

台北地方法院 106 年重訴字第 6 號刑事判決及台灣高等法院 107 年金上重訴字第 4 號刑事判決審理後皆認定，百尺竿頭實際上由許金龍與王佶所共同實質掌控，因此，如何進行收購案、公開哪些資訊等是否完成交易等皆由許金龍與王佶共同決策，百尺竿頭只是執行其意旨的紙上公司，原意即為切割依法應承擔之公開收購責任，此為立法上之一大漏洞，既然百尺竿頭由其所控制，基於權責對等，許金龍、王佶等應就公告之公開收購文件內容與公開收購人百尺竿頭負連帶之法律責任。建議主管機關應盡速建立實質受益人揭露制度，並對實質控制人課予必要之民刑事責任，要求其應連帶就公司主體之行為負責，從體制上變革，不再給予藉由人頭公司切割責任的不法份子有迴避之空間。



第四章 審議委員會之職能及責任

第一節 本案事實概要

第一項 審議委員會處理之過程及結果

一、2016年5月31日，樂陞發布重大訊息，百尺竿頭向金管會提出申報與公告，擬從6月1日起至7月20日止，以每股128元、總價48.6億元，在市場公開收購樂陞3萬8千張股票(占已發行股份總數25.71%)。

二、同年6月1日，樂陞召開臨時董事會，決議由三位獨立董事尹啟銘、陳文茜、李永萍依法召開審議委員會，就公開收購事項進行審議及公告審議結果，並作成書面申報金管會備查及抄送證券相關機構⁷³。

三、同年6月7日，樂陞召開審議委員會，並於6月8日公告審議結果⁷⁴，略以：(1) 經審閱百尺竿頭所提出之公開收購申報書、公開收購說明書及其他書件，並經委託安侯建業聯合會計師事務所出具價格合理性意見書，百尺竿頭對本公司普通股之公開收購價格每股128元，落於上開價格合理性意見書之每股價值區間116元至139元內；(2) 本公司董事長日前親赴日本與百尺竿頭董事長樞埜由昭先生溝通，針對該公司公開收購本公司普通股之若干事項，雙方獲致共識，百尺竿頭肯定本公司現任經營團隊表現，未來仍將尊重現任管理層的經營決策，樂陞未來將借重樞埜由昭先生在亞洲資本市場發展經驗，併肩追求股東價值最大化，樞埜由昭先生旗下所有公司同意不再增加持股或發動第二次公開收購，於下屆董事改選時，樂陞歡迎樞埜由昭先生旗下取得一席董事，參與公司治理；(3) 本審議委員會認為本次公開收購條件尚符合公平性及合理性之原則，基於保護全體股東之

⁷³ 參閱附件二。

⁷⁴ 參閱附件三。

立場，仍籲請本公司股東詳閱百尺竿頭於公開收購公告及公開收購說明書中所述參與及未參與應賣之風險，自行決定是否參與應賣。

四、 同年 8 月 30 日，百尺竿頭確定未能完成公開收購，三位獨立董事於 9 月 2 日共同聯合發表聲明⁷⁵，重點略以：(1)期待檢調單位查明，市場是否有不當違法操作，包括內線交易，甚且以公開收購之名，再放空，終而惡意違約炒作股票之嫌；(2)百尺竿頭絕對不是目前部分媒體所報導的樂陞自己主動尋找的入主策略伙伴；(3)獨立董事組成之審查會議曾委託普華商務法律律師事務所及 KPMG 諮詢公司（安侯建業會計師事務所屬 KPMG 集團成員）提出專業建議，在既有法律規定之下，日商百尺竿頭作為外資，是否為適格收購之公司，依法由投審會裁定，至於百尺竿頭提出之條件是否符合公平、合理性，才由獨立董事組成審查會向股東提出「建議」，獨立董事審查會因此將主要責任放在判斷收購股價是否合理、公平，於是委託專業會計機構 KPMG 諮詢顧問公司進行鑑價；(4)據 KPMG 諮詢公司鑑價（報告書日期：2016 年 6 月 6 日），當時樂陞股價 104 至 105 元，由於公開收購者可能取得經營權，建議收購價格在 116.7 元至 139.1 元區間，因此 128 元屬於合理範圍；(5)獨立董事依法沒有駁回權，最終對公開收購做出「中立建議」，不鼓勵也不反對；(6)百尺竿頭違約之風險，由於公開說明書中均已有公文書格式提醒投資人，因此獨立董事僅提醒投資人應詳閱公開說明書，的確未再特別強調此風險。

五、 同年 9 月 8 日，樂陞召開記者會發表八點聲明⁷⁶，其中就百尺竿頭未履約之情事，樂陞表示：「本件百尺竿頭公司公開收購股權案，並非合意併購，對於公開收購人百尺竿頭公司未能依約履行交割義務，本公司董事確

⁷⁵ 同註 25。

⁷⁶ 張慧雯，「樂陞記者會許金龍未現身 不告中信銀、百尺」，自由時報，2016 年 9 月 8 日，<http://news.ltn.com.tw/news/business/breakingnews/1820022>，瀏覽日期：2018 年 6 月 2 日。

實難以事前預知；又百尺竿頭公司為本公司前十大股東，其在公開收購說明書中，確實記載其資金之來源，復有中國信託證券股份有限公司承辦本件公開收購，本公司董事尚難無端質疑百尺竿頭公司之資力。」。

第二項 審議委員會設置之目的及董事之注意義務

樂陞知悉百尺竿頭的公開收購通知後，即由三位獨立董事依法組成審議委員會，審議委員會係主管機關於公開收購管理辦法中明文要求目標公司因應公開收購必須設置之組織，本文將先說明審議委員會設置目的與董事注意義務，繼而檢視樂陞之董事及審議委員會之行為是否已達到法律規範之效果。

一、審議委員會設置之目的

依現行公開收購管理辦法第 14 條之 1 第 1 項之規定：「被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購人依第 9 條第 6 項規定申報及公告之公開收購申報書副本、公開收購說明書及其他書件後，應即設置審議委員會，並於十五日內公告審議結果及審議委員符合第 4 項規定資格條件之相關文件。」，並於第 14 條之 1 第 3 項規定「審議委員會委員之人數不得少於三人，被收購有價證券之公開發行公司設有獨立董事者，應由獨立董事組成；獨立董事人數不足或無獨立董事者，由董事會遴選之成員組成。」，參照金管會 2012 年 7 月 5 日增訂公開收購管理辦法第 14 條之 1 第 1 項之說明⁷⁷，審議委員會制度係參考香港證券及期貨事務監察委員會「公司收購合併及

⁷⁷ 2012 年 7 月 5 日金管會「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法總說明及條文對照表」
<file:///C:/Users/lilchen/Downloads/%E5%85%AC%E9%96%8B%E6%94%B6%E8%B3%BC%E5%85%AC%E9%96%8B%E7%99%BC%E8%A1%8C%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%9C%89%E5%83%B9%E8%AD%89%E5%88%B8%E7%AE%A1%E7%90%86%E8%BE%A6%E6%B3%95%E7%B8%BD%E8%AA%AA%E6%98%8E%E5%8F%8A%E6%A2%9D%E6%96%87%E5%B0%8D%E7%85%A7%E8%A1%A8%EF%BC%88101.07.05%20%E4%BF%AE%E6%AD%A3%EF%BC%89.pdf>，
瀏覽日期：2019 年 4 月 20 日。

股份購回守則」第 2.1 條規定⁷⁸，目標公司於接獲公開收購申報及公告書件後，目標公司應組成客觀獨立之審議委員會，由該委員會負責審議收購條件之公平性、合理性及對其公司股東之建議，俾保障股東之權益；足見審議委員會之成立，係為提供股東更專業且充分之資訊，讓股東除已知之公開收購說明書等文件外，尚有其他具獨立性立場之人，審議收購條件後提供意見給予股東參酌。

審議委員會之設置乃係為避免目標公司董事會成員及審議公開收購價格之程序遭外界質疑欠缺獨立性，故引進國外規範，要求目標公司應設置具獨立性之審議委員會，檢視公開收購條件是否符合公平合理，俾保護目標公司無利害關係股東之權益⁷⁹。股東並無資源與專業進行公開收購案之調查與評估，制度上設有審議委員會提供意見供股東參考之機制。樂陞由獨立董事成立之審議委員會是否有發揮保護股東權益之職責，實有疑義。

二、董事之注意義務

依我國公司法第 8 條第 1 項規定「本法所稱公司負責人在股份有限公司為董事」，同法第 23 條第 1 項規定「公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任。」，故樂陞之董事及獨立董事皆應盡上開公司法規範之義務。關於董事忠實義務及善良管理人注意義務之內涵，最高法院 106 年台上字第 472 號民事判決明確說明：「所謂忠實執行業務係指公司負責人執行業務，應充分取得並了解資訊，為公司謀取最大利益並防免公司受有損害；所謂盡善良管理人

⁷⁸ 參閱香港證券及期貨事務監察委員會「公司收購合併及股份購回守則」2.1：「董事局如果接獲要約或就有意作出的要約而被接觸，便須為股東的利益著想，設立董事局的獨立委員會，就(i) 該項要約是否公平和合理，及(ii)是否接納該項要約或如何表決，提出建議。董事局必須在合理切實可行的範圍內盡快聘請稱職的獨立財務顧問，就該項要約及尤其是就該項要約是否公平及合理，以及就是否接納該項要約或如何表決，向獨立委員會提供書面意見。任何獨立財務顧問在獲得委任前，其委任必先得到獨立委員會的核准。獨立財務顧問的書面意見，包括有關理由，須連同獨立委員會就該項要約而作出的建議，一併納入受要約公司董事局的通告內，公開予股東知悉。」。

⁷⁹ 許秀惠，公開收購制度簡介，證券暨期貨月刊，第 30 卷第 10 期，頁 7，2002 年 10 月。

之注意義務，則係指具有相當知識經驗且忠於職守之受任人，依交易上一般觀念所用之注意而言。」。

（一）忠實義務

「忠實義務」應指公司負責人於處理公司事務時，必須出自為公司之最佳利益之目的而為，不得圖謀自己或第三人之利益⁸⁰，亦即董事應避免利用自己為公司執行業務之地位，謀取自己或他人利益而犧牲公司的利益。本案中，許金龍時任樂陞董事長，面對公開收購公司股份之情形，應以公司利益為優先考量，從保護公司利益之角度提供股東建議，其卻同時擔任樂陞董事長又為百尺竿頭之實質受益人，而與王佶、樛楚由昭等人策劃百尺竿頭公開收購案，百尺竿頭違約後，樂陞股價持續下跌，終至 2017 年 10 月 19 日遭證券櫃檯買賣中心終止樂陞股票之櫃檯買賣⁸¹，許金龍所為是否違反董事忠實義務容有檢討之空間。

（二）注意義務

董事對公司應盡善良管理人之注意義務，而善良管理人之注意義務係屬注意義務中程度最高者⁸²。「注意義務」應指公司負責人做決策時要審慎評估，不可有「應注意而不注意」之過失的情形，做決策者要盡到各種注意之能事，公司負責人不論與公司間是否為委任關係，是否受有報酬，均應以善良管理人之注意義務為公司處理事務⁸³，亦即董事之注意義務在程度上係為抽象輕過失。我國實務判決亦清楚定義「善良管理人注意義務，乃指有一般具有相當知識經驗且勤勉負責之人，在相同之情況下是否能預

⁸⁰ 劉連煜，現代公司法，新學林，十一版，頁 122，2015 年 10 月。

⁸¹ 2017 年 9 月 8 日證券櫃檯買賣中心公告「樂陞公司上櫃有價證券終止櫃檯買賣」，https://www.tpex.org.tw/web/about/news/news/news_detail.php?l=zh-tw&doc_id=7394，瀏覽日期：2020 年 6 月 10 日。

⁸² 楊竹生，論董事注意義務中監督公司業務執行之義務，中原財經法學，第 13 期，頁 164，2004 年 12 月。

⁸³ 劉連煜，同註 80，頁 124-125。

見並避免或防止損害結果之發生為準，如行為人不為謹慎理性之人在相同情況下，所應為之行為，即構成注意義務之違反而有過失，其注意之程度應視行為人之職業性質、社會交易習慣及法令規定等情形而定。而專門職業人員，基於與當事人之信賴關係，並本於其專業能力、工作經驗及職業責任，在執行業務時，對於相對人或利害關係人應負有保護、照顧或防範損害發生之注意義務」⁸⁴。

本案中，百尺竿頭以資本額 5,000 萬元的規模欲進行總金額 48.6 億元之公開收購，由獨立董事所組成之審議委員會所進行之查核行動，僅有委請外部專家出具價格合理性意見書，及由許金龍口頭說明了解百尺竿頭對樂陞的規劃，是否已盡善良管理人之注意義務實有疑問。

第三項 審議委員會權責之疑義

由前述樂陞獨立董事於公開收購違約案發生後之聲明可知，三位獨立董事似乎自行限縮其職權範圍，然而，該限縮之結果是否符合董事之注意義務、審議委員會設置之目的與其職權之行使尚有檢討之處，又許金龍身為樂陞董事，是否有違法定之董事義務，本文提出以下疑義，並逐一分析檢視：

一、獨立董事稱審議委員會之立場係將主要責任放在判斷收購股價是否合理、公平，惟公開收購對公司及股東之影響並不只有收購的價格，公司委託外部財務顧問或會計師進行鑑價係為就價格提供專業及客觀之建議予審議委員會參考，而不代表審議委員會可僅憑專家意見書便向股東提出建議；再者，本案中，除了股價外，百尺竿頭以其懸殊之資本額(5,000 萬元)，對樂陞發起高達 48 億元之公開收購行動，百尺竿頭之資金來源與履

⁸⁴ 最高法院 100 年台上字第 328 號民事判決。

約能力亦應為審議委員會調查之重要事項。

二、審議委員會是否能單憑許金龍與百尺竿頭之溝通，甚或許金龍片面之詞，即肯認樑堃由昭在亞洲資本市場發展之經驗，或是有義務釐清百尺竿頭是否確實在遊戲產業有相關營運經驗，是否符合策略投資人之要件。

三、三位獨立董事審議後，僅就價格提出專家意見書，而建議投資人自行詳閱公開收購說明書以判斷投資風險，審議委員雖無駁回公開收購之權力，但是否應本於董事受託義務，對公開收購案之利弊得失進行調查與評估，提供專業之意見予股東參考。此可由另案日月光半導體製造股份有限公司在 2015 年 8 月發動公開收購矽品精密工業股份有限公司股份時，矽品董事會及審議委員會對股東提出之建議，除認為收購價格不合理外，亦就日月光之收購動機、經營目的、客戶關係、業務影響、員工安排等問題為整體性條件評估可知⁸⁵，審議委員會之職能應不只就收購價格為調查。是否自我限縮審議委員會之功能與董事之受託義務。試問，若投資人自行研議公開收購人之條件與相關文件等資訊就可以發現風險，在制度上又何需要求公司成立審議委員會，由專業人士或具資源之組織為股東把關？

四、許金龍當時身為樂陞董事長，卻一手主導百尺竿頭公開收購案，且對董事會及股東隱匿重要資訊，其是否已違反董事相關義務？

第二節 我國與外國制度規範之比較

由上述事實可知，百尺竿頭公開收購樂陞違約案導致股東重大損失，另一個重要原因即為董事及審議委員會之職能與權責不明；本文將以董事

⁸⁵ 參閱附件四：2015 年 08 月 28 日矽品精密工業股份有限公司重大訊息公告「本公司審議委員會對日月光半導體製造股份有限公司公開收購本公司普通股股份及美國存託憑證之審議結果」。

及審議委員會職責為主軸，分別介紹英國及美國之公開收購制度，並與我國制度進行比較，進而提出本文之分析說明及相關建議。

第一項 目標公司董事會及審議委員會應提出之建議內容

(一) 外國規範

英國	美國
<p>1. 依 Rule 25.1，目標公司需在公開收購公告後 14 天內，對股東進行公告。</p> <p>2. 依 Rule 25.2，目標公司董事會之公告應涵蓋其意見及其意見形成之理由，並考量以下面向：</p> <p>(1) 公開收購案執行後對公司的影響。</p> <p>(2) 公開收購人的策略計畫及公開收購後目標公司員工可能的反彈。</p> <p>(3) 獨立專家所提供支持董事會意見之實質建議。</p> <p>3. 依 NOTES ON RULE 25.2 (1)，目標公司董事會提供建議時，尚需遵</p>	<p>依 17 CFR § 240.14d-101 - Schedule 14D-9.要求目標公司在提供股東建議時，須說明相關資訊如下：</p> <p>1. 目標公司資訊 (Subject Company Information)⁸⁶</p> <p>(1) 公司名稱及地址。</p> <p>(2) 已發行股份總數。</p> <p>(3) 股票交易市場及成交價。</p> <p>(4) 股利政策。</p> <p>(5) 過去被公開收購的狀況。</p> <p>2. 過去的合約、交易、談判及協議(Past contacts, transactions, negotiations and agreements)⁸⁷</p>

⁸⁶ 17 CFR § 229.1002 - (Item 1002) Subject company information.

⁸⁷ 17 CFR § 229.1005 - (Item 1005) Past contacts, transactions, negotiations and agreements.

<p>循以下原則：</p> <p>公開收購規則並未要求目標公司董事會在提供建議時必須考量哪些因素，尤其並未要求將公開收購價格列為決定性因素，也未排除其他因素。</p>	<p>3. 目標公司的遊說或建議(The Solicitation or Recommendation)⁸⁸</p> <p>(1) 說明遊說或建議的性質。如果與建議相關，須說明其建議為接受、拒絕或對公開收購採取其他行動，若建議採取其他行動，須說明行動內容。如果未提供建議，須說明採取中立態度無意見或無法提供建議。</p> <p>(2) 說明前述立場的理由，若僅是聲明「公開收購是對股東的最佳利益」不會被認定是充分足夠的揭露。</p> <p>(3) 經過合理查詢後所知，目標公司或其高階主管、董事、關聯企業最近是否有提出收購、出售或持有目標公司股份之意圖。</p>
---	--

(二) 我國規範

<p>台灣 (本案發生前)</p>	<p>台灣 (本案發生後)</p>
<p>1. 公開收購管理辦法第 14 條規定：</p>	<p>1. 增修公開收購管理辦法第 14 條第 1 項第 2 款：</p>

⁸⁸ 17 CFR § 229.1012 - (Item 1012) The solicitation or recommendation.

<p>被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購人依第 9 條第 3 項規定申報及公告之公開收購申報書副本、公開收購說明書及相關書件後 10 日內，應就下列事項公告、作成書面申報本會備查及抄送證券相關機構：</p> <p>一、現任董事、監察人及持有本公司已發行股份超過百分之十之股東目前持有之股份種類、數量。</p> <p>二、就本次收購對其公司股東之建議，並應載明任何持反對意見之董事姓名及其所持理由。</p> <p>三、公司財務狀況於最近期財務報告提出後有無重大變化及其變化內容。</p> <p>四、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。</p> <p>五、其他相關重大訊息。</p> <p>前項第 1 款及第 4 款之人持有之股票，包括其配偶、未成年子女及利用</p>	<p>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。</p> <p>2. 增列公開收購管理辦法第 14 條第 3 項：</p> <p>董事會就第 1 項第 2 款進行之查證，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。</p> <p>3. 修正公開收購管理辦法第 14 條之 1 第 1 項及第 2 項：</p> <p>被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購人依第 9 條第 6 項規定申報及公告之公開收購申報書副本、公開收購說明書及其他書件後，應即設置審議委員會，並於十五日內公告審議結果及審議委員符合第 4 項規定資格條件之相關文件。</p> <p>前項之審議委員會應就本次公開收購人身分與財務狀況、收購條件公</p>
---	--

<p>他人名義持有者。</p> <p>被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購人依本法第 43 條之 5 第 2 項規定重行申報及公告（以下簡稱重行申報及公告）之書件後，致須變更第 1 項第 2 款規定對其公司股東之建議者，應於 10 日內將該款所規定事項重行公告、作成書面申報本會備查及抄送證券相關機構。</p> <p>2. 公開收購管理辦法第 14 條之 1 第 1 項及第 2 項：</p> <p>被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購人依第 9 條第 3 項規定申報及公告之公開收購申報書副本、公開收購說明書及其他書件後，應即設置審議委員會，並於 10 日內公告審議結果。</p> <p>前項之審議委員會應審議公開收購條件之公平性、合理性及就本次收購對其公司股東提供建議。</p>	<p>平性，及收購資金來源合理性進行查證與審議，並就本次收購對其公司股東提供建議。審議委員會進行之查證，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。</p>
---	--

（三）本文分析說明

1. 英國規範明確要求，董事會提供意見時，應評估之因素不以收購價格為

決定性考量，還需參酌其他因素，對公司整體影響為評估，相較之下，我國董事會之運作，多委託財務或會計專家出具合理價格意見書，以收購價格作為最重要甚至唯一之評估要件，並以該意見書作為提供給股東的參考建議，而忽略其他重要需查證事項；但價格僅是眾多考量因素之一，故建議可參考英國法制，明文要求董事會在出具意見時，不得僅以公開收購價格作為唯一或決定性的因素，尚需調查及參酌其他條件。

2. 2016年11月18日公告修正之公開收購管理辦法第14條第1項第2款新增董事會應調查之事項及說明相關查證情形，修法後，已就董事會及審議委員會應查證與審議之事項為補強，並如美國規範，要求目標公司須說明其同意或反對之明確意見及其所持理由。但公開收購對目標公司之影響除了這些事項外，本文仍建議應鼓勵董事會要全面性就公開收購案為通盤考量，例如公開收購案對公司營運面及財務面甚或對員工的影響，一併提供建議給股東參考。

3. 因公開收購對目標公司、其股東及證券市場皆有可能產生重大影響，目標公司董事會及審議委員會應對股東提出具體建議，若其應對公開收購條件為通盤考量，或可評估是否應賦予目標公司審議委員會進行盡職調查(Due Diligence)之權利與義務，而要求公開收購人應揭露相關資料，甚至設置一獨立空間準備必要文件與數據供目標公司查核。依公開收購管理辦法第18條第1項規定，公開收購期間不得多於50日，目標公司審議委員會依同一辦法須於設置後15日內公告審議結果，在短暫的時間內，要求審議委員會完成類似企業間併購案之盡職調查，而審議委員不一定具備調查之專業，是否應由公開收購人負擔委請獨立專家之費用，亦有斟酌之空間。如何就審議委員之責任與股東之權益保障達成平衡，或許立法者應全面考量。

第二項 專家意見之提供

(一) 外國規範

英國	美國
<p>1. 依 Rule 3.2，若目標公司董事就公開收購案有利害衝突時，目標公司董事會必須取得適任的獨立專家之意見，且應向股東公告此意見。所謂利害衝突係指董事同時擔任公開收購人及目標公司董事，或該人員同時為二家公司的實質受益人。</p> <p>2. 依 Rule 3.1，獨立專家應非公開收購人財務或其他方面的顧問，亦未與公開收購人或目標公司間有任何實質利益或財務關係。</p> <p>3. 依 Rule 19.1，由公開收購案當事人或相關專家所公告或聲明的文件或其他資訊，必須以最慎重及正確性標準為準備；使用的文字必須清楚、準確地反映公告方的立場，資訊內容則需適當且公正地呈現。</p>	<p>依美國證交法 Sec§14.(h)(1)(F)⁸⁹，若公開收購人之出資人有取得任何外部專家出具與交易案有關的意見、評估或報告時，其對外公告的文件應簡明扼要多方面涵蓋以下內容：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 交易案的分析、範圍的確認、意見的準備及提出結論的基準與方法。 2. 出具意見專家的身分及資格、選擇的方法，及專家(包括關聯人員/公司)與合夥人或贊助人(包括關聯人員/公司)過去或現在存有的關係。 3. 給予專家出具意見、評估或報告的報酬。

⁸⁹ SEC. 14.(h) PROXY SOLICITATIONS AND TENDER OFFERS IN CONNECTION WITH LIMITED PARTNERSHIP ROLLUP TRANSACTIONS.

(二) 我國規範

台灣 (本案發生前)	台灣 (本案發生後)
未有規範。	<p>1. 公開收購管理辦法第 14 條第 3 項規定：</p> <p>董事會就第 1 項第 2 款(即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)進行之查證，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。</p> <p>2. 公開收購管理辦法第 14 條之 1 第 2 項規定：</p> <p>前項之審議委員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進行查證與審議，並就本次收購對其公司股東提供建議。審議委員會進行之查證，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。</p>

(三) 本文分析說明

1. 應委託專家出具意見之情形

依我國現行規定，專家意見並非必要文件，且係若有就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進行查證與審議，委託專家出具意見時，才需同時公告專家意見書，本文建議可參照英國之規範，若目標公司董事就公開收購案有利害衝突時，目標公司董事會必須取得適任的獨立專家之意見，以避免董事未為公司做最佳利益之考量，並且應將獨立專家意見書列為必要之公告文件，促使資訊揭露之內容更為完整及客觀。

如在規管體制上同時建立實質受益人揭露制度，則在本案之情形，許金龍身為百尺竿頭的實質受益人，樂陞審議委員會必須取得獨立專家之意見，進而就許金龍與公開收購案之利害衝突提出分析，讓股東有充分資訊得以判斷。

2. 專家與委託人間之關係

公開收購案中，大多數公司無論係公開收購人或目標公司都會委請外部專家提供意見，且公司有可能委託與其有長期合作關係之外部專家，建議可比照美國之規定，要求應揭露二者間之委任內容，包括：(1)專家的身分與資格、(2)選擇專家的方法、(3)專家與委任人過去或現在存有的關係、(4)專家的報酬等，這些因素不僅涉及專家之專業性，更與專家意見之可信度及中立性評價息息相關，而其等之專業意見影響股東權益，是以，法律規範專家之揭露義務，自有其必要性，可使投資人有更客觀的判斷，對於股東更具參考價值。

第三項 董事及審議委員執行職務之責任

(一) 外國規範

英國	美國
<p>1. 依 Company Act 2006 Chapter 2 General duties of directors，董事應盡以下義務：</p> <p>(1) 真誠地以公司最佳利益為考量。</p> <p>(2) 進行獨立的判斷。</p> <p>(3) 盡合理的注意義務。</p> <p>(4) 避免與公司利益衝突。</p> <p>(5) 不可接受第三人所提供之利益。</p> <p>(6) 董事須說明與提案中的交易間之利益關係。</p> <p>2. 依 Rule 19.2，董事必須聲明，對公開收購案相關公告文件的內容，以其最佳的知識和確信，文件中所涵蓋訊息與事實相符且未忽略任何可能影響訊息重要性的事項。</p> <p>3. 依 Rule 19.3，公開收購人、目</p>	<p>1. 17 CFR § 240.14e-2 - Position of subject company with respect to a tender offer.</p> <p>此規定要求目標公司在收到或公開收購公告後 10 個工作天內，應向股東發表以下其中之一的聲明內容，並說明該立場之理由：</p> <p>(1) 接受或拒絕公開收購之建議；或</p> <p>(2) 對公開收購無意見或持中立立場；或</p> <p>(3) 無法採取任何立場。</p> <p>2. 依 Model Business Corporation Act Subchapter F 規定，當董事與公司正在進行或提案中的交易有利益衝突時，董事應揭露該情況。</p>

標公司及外部專家必須注意，當事實面有不精確之處時，不得發出可能誤導或產生不確定性的聲明。

4. 依 Rule 23.1，董事應及早提供給股東充分的訊息及建議，讓股東做出適當的決定，不應對股東隱匿相關資訊。

5. 依 NOTES ON RULE 25.2 (2)、(3)，目標公司董事會提供建議時，尚需遵循以下原則：

(1) 若董事會未形成清楚明確的意見，或董事會成員中意見有分歧，或董事會與獨立專家的意見不一致時，應在公告中說明接受或反對的爭議點，少數意見董事的觀點亦需在公告中呈現。

(2) 當董事有利益衝突的情形時，即不應參加董事會表達意見，並應清楚說明利害關係。

6. 在 Appendix 3，就董事責任為指導性說明：當董事會成員(包括個別董事或特別委員會)被指派執行收購案相關事宜時，董事會應為適當

之安排，以監督董事執行職務時符合法律規範。	
-----------------------	--

(二) 我國規範

台灣 (本案發生前)	台灣 (本案發生後)
<p>公司法第 206 條第 2 項、第 3 項及第 4 項：</p> <p>董事對於會議之事項，有自身利害關係時，應於當次董事會說明其自身利害關係之重要內容。</p> <p>董事之配偶、二親等內血親，或與董事具有控制從屬關係之公司，就前項會議之事項有利害關係者，視為董事就該事項有自身利害關係。</p> <p>第 178 條、第 180 條第 2 項之規定，於第 1 項之決議準用之⁹⁰。</p>	<p>未修正。</p>

(三) 本文分析說明

⁹⁰ 公司法第 178 條：「股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他股東行使其表決權。」、第 180 條第 2 項：「股東會之決議，對依第一百七十八條規定不得行使表決權之股份數，不算入已出席股東之表決權數。」。

1. 董事及審議委員之責任

樂陞董事長許金龍及三位獨立董事依公司法之規定皆為樂陞之負責人，依法應盡忠實義務及善良管理人之注意義務。公開收購法規要求目標公司須成立審議委員會，且如果公司設有獨立董事就需要由獨立董事擔任，立法說明即表示審議委員會須客觀獨立。審議百尺竿頭公開收購案時，三位獨立董事僅係委請外部會計師就價格合理性提供意見，但公開收購案對於公司及股東之影響不只有價格，還有公開收購人完成收購之資金來源、公開收購人完成收購後對公司營運或財務的影響等其他重要因素，又百尺竿頭既為策略性投資人，其業務背景為何？此對樂陞有何助益？股東一無所悉。正確的事實是公司、股東和投資人判斷的前提基準，皆為審議委員應調查之範圍，以提供意見予股東參考，但由樂陞 2016 年 6 月 8 日所公告之審議委員會審議結果，並無法知悉三位審議委員曾進行之查證程序，亦未有審議委員對於將提出與董事會之審議結果持反對意見，要求列入說明中。

如前所述，獨立董事亦為公司負責人，執行職務時需審慎評估，應充分取得並了解資訊，為公司謀取最大利益並防免公司受有損害，且不可有「應注意而不注意」之過失的情形，須盡到各種注意之能事，始可謂已盡善良管理人之注意義務。建議參考英國法規，明文要求目標公司之董事會及審議委員會必須聲明，依其查證和確信，就與公開收購案相關之公告文件，其中所涵蓋之內容與事實相符，且未忽略任何可能影響內容的重要性事項，並確認該文件沒有遺漏任何足以令該文件的任何聲明誤導成其他事實之情形。

就審議委員會提出審議結果部分，建議可參考證券交易法第 14 條之 1 第 1 項要求公開發行公司、證券交易所、證券商及第 18 條所定之事業應

建立財務、業務之內部控制制度，這些受規範之主體依公開發行公司建立內部控制制度處理準則，皆須提出「內部控制制度聲明書」，在金管會所提供之範本中，公司董事長及總經理需聲明該公司已依法建立內部控制制度，聲明書之內容如有虛偽、隱匿等不法情事，將涉及證券交易法第 20 條、第 32 條、第 171 條及第 174 條等之法律責任。藉由內控的制度，促使董事及經理人合法且健全地經營管理公司，並透過聲明的方式讓董事及經理人理解其需對制度與內容負法律責任，以慎重行事。

因一般小股東多會信賴董事提供之意見而作為投資參考，本文建議，目標公司之董事會及審議委員會應比照內部控制聲明書之方式，聲明其在審議此公開收購案的過程中，已確實履行查證等必要責任，並將與股東相關之重要資訊完全揭露，此係要求董事及審議委員在履行職務時，應盡善良管理人之注意義務，不要自我侷限職責範圍，已盡責調查與公開收購案有重要關連之所有事實後，才可對大眾發布其建議；雖有論者認為，收購對價是否可被合理滿足，目標公司應如何查證，實不無疑義⁹¹，此可能會課與董事過重之責任，惟縱使有董事或審議委員無法查證之事項，亦應向股東說明其已進行查證之方法、過程及內容，及無法查證之原因，由股東自行判斷。本案無法完成公開收購後，樂陞三位獨立董事才發布聲明表示無法預知百尺竿頭有可能違約，只能事後要求主管機關修法及期待檢調單位可以盡快查明案情。

在大聯大公開收購文曄乙案中，縱使大聯大在公開收購說明書中已依法提出收購資金之來源證明，文曄董事會仍進一步質疑。文曄董事會認為，大聯大這次公開收購，有將近八成資金以向金融機構短期融通資金作為支應，將短期資金作為長期股權投資之用，資金用途顯然與金融機構貸放目

⁹¹ 王文宇、謝孟珊，從樂陞案檢討我國公開收購制度，月旦法學雜誌，第 267 期，頁 93，2017 年 8 月。

的不符⁹²。樂陞獨立董事顯然未盡力取得所有合理可取得之資訊，未查證許金龍與百尺竿頭間的關係，單憑許金龍口頭陳述便認為百尺竿頭之聲明為真，如能藉由聲明書之內容強調審議委員其所應負之法律責任，或可提醒審議委員應更慎重行事，以避免日後衍生之法律爭議。

2. 董事利益衝突之說明與迴避

從忠實義務之核心意涵來說，董事只要知悉會議事項有自身利害關係時，無論公司是否知悉利益衝突之存在，該利益衝突董事均有主動告知公司之義務，另從董事注意義務的核心內涵來說，董事只有獲得充分資訊才能善盡其董事之職責，充分資訊包括有足夠時間閱讀與思考其所取得之資訊，因此，利益衝突相關資訊應在開會前即提供予其他董事為妥⁹³。

樂陞審議委員會審查之資訊來源中，其中之一即為許金龍所說明與樺埜由昭之溝通內容，但許金龍身為樂陞董事長又實質控制百尺竿頭，其對百尺竿頭公開收購樂陞股票之計畫知之甚詳，無論係依英國、美國或我國之規範，許金龍皆有清楚揭露並說明利害衝突關係之義務，且不應對其他董事與股東隱匿事實及資訊。台灣日立電梯股份有限公司公開收購永大機電工業股份有限公司一案中，公開收購說明書「公開收購人其他買賣被收購公司股份情形應記載下列事項」明確記載永大機電董事長許作立已與Hitachi(台灣日立電梯單一股東)簽署買賣合約⁹⁴，約定許作立持有之目標公司股份將參與應賣，並將買賣合約檢附於公開說明書中；此案中，當事人及關係人揭露雙方有股份買賣的協議存在，其他董事或審議委員便有機會針對目標公司董事長所涉及之交易進行更詳細的了解。

⁹² 參閱附件五：2019年11月22日文晔科技股份有限公司重大訊息公告「本公司對大聯大投資控股股份有限公司公開收購本公司普通股股份之審議委員會結果」。

⁹³ 朱德芳，董事忠實義務與利益衝突交易之規範-以公司法第206條為核心，政大法學評論第159期，頁197，2019年12月。

⁹⁴ 2019年1月16日台灣日立電梯股份有限公司公開收購說明書，頁18。

現行公司法第 206 條之規範係適用於董事會開會時，具利益衝突關係董事之迴避義務，而非針對目標公司審議委員會查證之程序為規範，故建議立法要求，在審議委員會設置後、進行調查過程中，董事應主動向審議委員會揭露所有直接或間接與其本人相關，與公開收購案具有關聯性之事實。又董事利益衝突交易之管理是公司治理之一環，與公司是否建置有效運作的內部控制制度有密切關係⁹⁵，因此，本文亦建議，應修法增加公司治理之強度，要求公司設置公司治理人員。

第三節 小結

本案發生後，金管會 2016 年 11 月 18 日公告修正公開收購管理辦法及說明書應記載事項準則，增修規範審議委員會應調查之項目，並加強董事會及審議委員會之責任，然而，英國及美國之法規及實務有更完善之規範，本文建議尚可從以下面向強化董事及審議委員會之職責。

第一項 審議委員會應查核之內容

現行公開收購管理辦法第 14 條第 1 項第 2 款僅要求目標公司董事會就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；本案中，審議委員會亦僅委請外部會計師就價格合理性提供意見。然而，公開收購案對於公司及股東之影響並不只有價格，公開收購完成後可能使目標公司營運、財務或組織發生變化，公開收購人可能已持有目標公司相當比例之股份而對公司有影響力，就公司營運管理組織為調整，

⁹⁵ 朱德芳，同註 93，頁 206。

甚或未來與目標公司進一步為合併，對公司、股東、員工或利害關係人皆有相當大之影響，一如日月光公開收購矽品股份案，矽品董事會在給股東之建議中即指出，未來日月光與矽品之間的同業競爭、客戶關係、業務影響、員工安排等問題皆充滿高度不確定性。

因此，英國規範中要求董事會應瞭解收購公司的策略計畫、收購案執行後對公司的影響評估及收購後員工可能的反彈。故本文建議增修條文，要求董事會應對公開收購案為整體評估與分析，並將結果對股東公開；就公開收購條件之公平及合理性，董事會應從公司利益及股東權益為全盤之考量，可以比照英國法規，要求董事會在評估時，公開收購價格並非決定性之因素。

第二項 獨立專家之意見應屬必要

現行公開收購管理辦法並未強制要求目標公司之董事會或審議委員會必須委請獨立專家出具意見，第 14 條及第 14 條之 1 僅規範董事會與審議委員會應就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，如委託專家出具意見書亦應併同公告。由法條架構可知，金管會將獨立專家定位為查證措施及程序的方法之一，但並非必要方法；惟影響公開收購條件之原因眾多，不只有財務相關因素，董事或審議委員不一定具備所有查證及提供建議之專業，亦有論者認為擔任獨立董事者的抱怨都是資源不足、責任過重⁹⁶。為了讓合適且專業的人士協助董事對公開收購案進行調查與評估，周延地保障股東及投資人之權益，建議比照英國之規範，明文要求目標公司之董事會或審議委員會應委請獨立專家或財務顧問出具專家意見書，意見的範圍應不只及於公開收購之價格，

⁹⁶ 龔天行，「監督型董事會存在的必要性」，經濟日報，2017 年 4 月 6 日，<https://cgc.twse.com.tw/latestNews/promoteNewsArticleCh/1667>，瀏覽日期：2019 年 6 月 1 日。

獨立專家應通盤查證與分析以提供實質建議，且將內容公開予大眾知悉。英國法規中更要求該顧問或專家必須聲明其確實提供系爭意見，以強化專業人士之職業倫理，降低其與不肖人士勾結的風險。

另專家意見若為必要文件，則專家之獨立性與專業性即甚為重要，我國公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法第6條第2項即有明文規定獨立專家不得與併購交易當事人為關係人，或有利害關係而足以影響獨立性。本文建議，參考前開併購特別委員會相關事項辦法，及比照美國之規定，要求目標公司與獨立專家間不可有利害關係，且須揭露之委任內容，包括：(1)專家的身分與資格、(2)選擇專家的方法、(3)專家與委任人過去或現在存有的關係、(4)專家的報酬等，這些因素不僅涉及專家之專業性，更與專家意見之可信度及中立性評價息息相關，而其等之專業意見影響股東權益，故以法律要求揭露委任人與專家間之關係，自有其必要性，可使投資人有更客觀的判斷，對於股東更具參考價值。

第三項 董事會及審議委員會義務與責任之強化

一、 董事會及審議委員會對公開收購案意見之聲明

本文建議參照英國法規及我國證券交易法要求公開發行公司建立之內部控制制度，明文要求目標公司之董事會及審議委員會必須聲明，依其查證和確信，就與公開收購案相關之公告文件及提供與股東之建議所涵蓋之內容與事實相符，且未忽略任何可能影響內容的重要性事項，並確認該文件沒有遺漏任何足以令該文件的任何聲明誤導成其他事實之情形。

再就審議委員部分，建議可進一步要求，其審查公開收購案件後，應檢視相關規範所要求之法定程序是否皆已依法執行，並參考內部控制制度聲明書之內容，設計審議公開收購案意見聲明書，聲明書之內容應包含適

當權限與責任、資訊公開之正確性、審議委員所進行之查證程序、認定之根據、同意或反對之理由、風險評估，以合理確認達成法律所要求遵循之程序及義務等相關要件，最後並承諾就公開收購案之查證與審議程序，已履行忠實義務及善良管理人注意義務，且無虛偽、隱匿等不法情事，若有違反應負相當之法律責任。

二、 董事應向審議委員會說明利益衝突之情形

現行公司法第 206 條雖有規範董事會開會時，董事對於會議之事項，有自身利害關係時，應於當次董事會說明其自身利害關係，且不得加入表決，惟此要求已是在進行董事會議時之程序，非適用目標公司審議委員會查證之程序，然而，有部分事實可能只有董事與相關人士才知悉，審議委員或外部專家無法由查證程序獲悉，若董事未主動揭露，審議委員便無法將該部分事實納入評估。從忠實義務之核心意涵來說，董事只要知悉會議事項有自身利害關係時，無論公司是否知悉利益衝突之存在，該利益衝突董事均有主動告知公司之義務⁹⁷，如就公開收購之審議程序進行檢視，董事知悉公開收購案中其有自身利害關係時，即應在目標公司收到公開收購人之公告，設置審議委員會後，主動向審議委員說明。

故本文建議立法要求，在審議委員會設置後、進行調查過程中，董事應主動向審議委員會揭露所有直接或間接與其本人相關，與公開收購案具有關聯性之事實。

第四項 公司治理主管之設置

公司治理主管是多國企業制度中的重要職位，協助公司各部門遵守相關公司法規，以及向董事會提供法規要求的資訊，並使公司內部流程適法，

⁹⁷ 朱德芳，同註 93。

減少董事會決議因程序瑕疵而產生無效或是得撤銷等狀況，保障交易安全及股東權益。公司治理人員在英國稱之為公司秘書，此制度源起於英國，同時也是世界上第一個將公司秘書制度法典化的國家，1948年英國正式將公司秘書寫入公司法(Company Act)，並且將公司秘書定位為公司的高級人員(officer)之一，目前設有公司秘書制度的國家大多是英美法系的國家，除了英國外，尚有美國、愛爾蘭、澳洲、香港、新加坡、紐西蘭、馬來西亞和印度。至於大陸法系的國家，目前已知有瑞士、西班牙、俄羅斯及荷蘭已經引入公司秘書的制度⁹⁸。

臺灣證券交易所股份有限公司於2018年12月12日，修正上市上櫃公司治理實務守則第3條之1第1項前段，規定「上市上櫃公司宜依公司規模、業務情況及管理需要，配置適任及適當人數之公司治理人員。」，隨即於2018年12月27日在上市公司董事會設置及行使職權應遵循事項要點中增訂「公司治理主管」章節，依該要點第20條第3項之規定「上市(櫃)公司實收資本額達新台幣20億元以上及金融保險業依主管機關規定者，應設置公司治理主管。」，強制要求相當資本額及特定行業應設置公司治理主管，關於公司治理涵蓋之項目於要點第21條明定包括：(一)依法辦理董事會及股東會之會議相關事宜、(二)製作董事會及股東會議事錄、(三)協助董事、監察人就任及持續進修、(四)提供董事、監察人執行業務所需之資料、(五)協助董事、監察人遵循法令、(六)其他依公司章程或契約所訂定之事項等。公司治理人員屬於高級管理人員之層級，秉持著個人的專業能力及忠誠操守，在企業的決策過程中具有重大的影響力，對於協助企業建立公司治理制度能發揮更大的效用⁹⁹。

⁹⁸ 許杏宜，跟董事平起平坐：「公司秘書」制度之介紹與探討，會計研究月刊，第356期，頁93，2015年7月。

⁹⁹ 陳春山、楊沛柵，建制我國董事會秘書制度之研究，證券暨期貨月刊，第28卷第5期，頁29，2000年5月。

本案發生後，主管機關修訂相關規定以健全制度、避免再次發生類似情況，本文於前揭章節亦建議再進一步為更完善之規範，然而，法律的要求到位後仍需要落實執行，若無完善的配套措施，期待董事發揮功能、善盡責任，無疑是不可能的任務¹⁰⁰。董事及審議委員於公開收購程序中扮演重要的角色，為確保其依法執行職務，過程中如設有公司治理主管可提供董事及審議委員所需之資料與相關的最新法律規範，以協助董事及審議委員遵循法令、瞭解公司各項運作，將可降低程序瑕疵甚至弊案發生之風險。假若樂陞設有公司治理主管，可協助董事會及審議委員會釐清主管機關對於策略性投資人的定義，及法律制度上有哪些應遵守之程序，並蒐集投資人背景證明文件，辨識背後實質控制者，提供資料以利董事會及審議委員會做出判斷。本文建議，應建置公司治理主管之制度，以下將就公司治理主管資格及職責為詳細說明。

一、公司治理主管之資格

上市上櫃公司治理實務守則第3條之1第1項後段就公司治理主管之資格規定「其應取得律師、會計師執業資格或於證券、金融、期貨相關機構或公開發行公司從事法務、法令遵循、內部稽核、財務、股務或公司治理相關事務單位之主管職務達三年以上。」，英國 Companies Act 2006 section 273¹⁰¹ 係規定公司秘書應符合以下資格之一：(一)在擔任公司秘書前之五年內有三年擔任公開發行公司秘書之經驗；或(二)具有會計師、律師

¹⁰⁰ 朱德芳，獨立董事不可或缺的工作夥伴-公司治理主管，收錄於「獨立董事」，元照，頁31，2020年6月。

¹⁰¹ Companies Act 2006 section 273 【Qualifications of secretaries of public companies】

(2) The qualifications are

- (a) that he has held the office of secretary of a public company for at least three of the five years immediately preceding his appointment as secretary;
- (b) that he is a member of any of the bodies specified in subsection (3);
- (c) that he is a barrister, advocate or solicitor called or admitted in any part of the United Kingdom;
- (d) that he is a person who, by virtue of his holding or having held any other position or his being a member of any other body, appears to the directors to be capable of discharging the functions of secretary of the company.

及特許秘書資格者;或(三)因擔任一定職務或為某協會之會員，經董事會認定其有能力擔任公司秘書功能之人；除專業人士或具經驗之人士外，如經過某協會及董事會之認證，亦可擔任公司秘書。

除上述條件外，如何促進公司治理主管發揮功能，有學者認為需配合以下之制度設計¹⁰²。

(一) 專業性

公司治理主管需具備綜合性能力。舉例而言，公司治理主管要能判斷各部門提交董事會決議的提案事項，是否符合公司權限劃分表，各部門所提供的提案說明與相關資料是否完整，該議案是否已經取得其他相關部門的意見。其中，公司治理主管在判斷各部門提供資料是否充足時，不僅需要考量董事之注意義務與法律責任，尚應從公司營運發展、董事會職能、公司策略與風險管理等角度進行檢視。

(二) 獨立性

公司治理主管應具有獨立性。公司治理主管必須是公司內部人，對公司狀況十分熟悉，並且與公司各部門保持良好且密切的合作關係，才能有效地協助董事執行職務。同時，其仍應本於專業提供建議，不受他人不當影響。獨立性要發揮，首重專業性，公司治理主管若無前述所需專業，不清楚自己職責所在，則容易受到他人不當影響而做出錯誤判斷。

(三) 定期進行效能評估

公司治理主管應辨識公司現存重要的公司治理議題，擬定年度工作計畫，並經董事會或委員會通過。公司進行董事會效能評估時，應一併進行

¹⁰² 朱德芳，同註 100，頁 36-39。

公司治理主管之效能評估，可透過董事填寫問卷或面談的方式，了解公司治理主管執行職務之情形，據以決定是否需要提出改善或加強之方案。

二、公司治理主管之職責

(一) 協助建立公司治理制度

此項應是要求設置公司治理主管所欲達成之主要目的。隨著商業模式及科技的多元變化，企業面臨日趨複雜的經營環境、法規遵循及風險管理，董事會如何有效運作以發揮其監督企業經營之功能，成為企業建立良好公司治理的重要議題之一。當董事會所擔負的責任愈來愈重，其更需要專業的公司治理主管提供更高層級的協助，現今的董事會不再只是著重於公司財務面的監督，更須考量公司在稅務、法律、科技及信譽上的風險管理及內部的有效控制，面對如此繁重的職責，顯現出公司治理主管在協助董事會提出有效的公司治理程序及準則的重要性¹⁰³。

上市上櫃公司治理實務守則第 2 條明文說明：「上市上櫃公司建立公司治理制度，除應遵守法令及章程之規定，暨與證券交易所或櫃檯買賣中心所簽訂之契約及相關規範事項外，應依下列原則為之：一、保障股東權益。二、強化董事會職能。三、發揮監察人功能。四、尊重利害關係人權益。五、提昇資訊透明度。」基於以上公司治理之原則，公司治理人員秉承其對公司所負之忠實義務，督促經營者遵循法令及章程規定。

資本市場固然受政府部門高度監理，成效往往受限於機關人力、預算，無法及早發現公司內部不法行為¹⁰⁴，因此有獨立董事或監察人制度之設計；惟樂陞案之發生也引發國內對公司治理及董事監督義務之探討，顯見公司

¹⁰³ 陳春山、楊沛柵，同註 99。

¹⁰⁴ 關重熙，「健全公司治理，獨立董事應扮演吹哨者」，工商時報，2018 年 1 月 24 日，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20180124000251-260202?chdtv>，瀏覽日期：2019 年 6 月 3 日。

治理仍有強化的空間，為督促董事及獨立董事盡其忠實與注意義務，若有公司治理人員之設置，可協助董事、獨立董事及審議委員依法履行職務、強化各自之職能，更有甚者，公司治理不僅僅是法規遵循而已，應依公司願景、策略及公司整體分工、效率要求來逐步推展¹⁰⁵。

（二）確保公司資訊揭露

資訊揭露為公司治理重要的一環，上市上櫃公司治理實務守則第 55 條至第 59 條皆為要求公司揭露資訊之規範，公司治理主管應依據上述規範，詳實且完整的記載資訊內容；公司治理主管並應負責處理公司登記事務，確保登記文件之正確性、依法保存及依法接受查閱。負責發布公司對外訊息、注意媒體報導，適時求證並督促董事會即時澄清不實報導以揭露正確消息。督促並協助公司內部人依法揭露資訊（如持股狀況）；與投資人進行溝通與提供服務等。在此任務下，公司治理主管可扮演公司與登記主管機關、媒體及投資人間之溝通管道，並基於對公司內部人員之認識與了解，有效落實公司及證券法令所要求的內部人資訊揭露義務¹⁰⁶。

樂陞案發生的關鍵因素之一為資訊未完整且清楚地揭露，公司治理主管如能適時協助審議委員進行求證，要求百尺竿頭提供股東及實質受益人名簿、收購資金來源等資料，或可發現百尺竿頭僅是人頭公司，且與許金龍有密切關聯，而避免此弊案之發生；公司治理人員之制度落實可提升我國資本市場整體資訊揭露品質，進而增加企業的價值，使投資人權益獲得保障，促進市場健全發展。

（三）確保公司及董事遵循法規

¹⁰⁵ 劉文正，「董事會督導責任的好幫手-審計委員會」，經濟日報，2017 年 4 月 25 日，<https://money.udn.com/money/story/10900/2422885>，瀏覽日期：2019 年 6 月 3 日。

¹⁰⁶ 許坤皇，月旦會計網「公司秘書制度快速上手」，<http://www.angle.com.tw/accounting/public/post.aspx?ipost=2384>，瀏覽日期：2019 年 6 月 3 日。

公司治理主管除日常性地向公司內部人宣達法令規章，使內部人接受相關法遵教育，並督促其遵循公司章程及相關法令之規定外，公司治理主管作為董事的主要連絡人，應熟悉與董事會運作相關之法令規範，密切注意外部規範如相關法令、櫃買中心、證交所等規章的變化，並確保內部的公司章程或準則等獲得遵循，給予董事會即時且正確的建議與指導，確保董事會程序及所有法規均獲得遵守¹⁰⁷。當董事知悉法律規範並遵守時，同時也可協助董事忠實執行業務及盡善良管理人之注意義務。

主管機關於本案發生後已就相關疏漏之處修法因應，除健全制度外，若公司設有公司治理主管，執行掌握最新法令且即時提醒董事會或審議委員會遵法之義務，將可降低如本案中許金龍知法玩法之風險，及協助獨立董事更審慎盡其查核義務，提供真實正確的資訊供股東參考，以達到維護股東權益、穩定投資市場之目的。

¹⁰⁷ 陳春山、楊沛枏，同註 99。

第五章 結論

百尺竿頭公開收購樂陞違約未完成交割，引起市場譁然，造成投資人重大損失，金管會業已增修部分極具疑慮之條文，希望可以藉此避免類似狀況再次發生，惟除了針對特定條文為修正外，尚應檢視公開收購制度中，股東權益待保護之處還有哪些未完足之處。本文就本案事實為分析後，謹整理主要之二個爭議問題提出本文建議。

第一節 公開收購人應完整且正確揭露資訊

第一項 公開收購人之財務報表應列為必須揭露之文件

參照英國及美國之立法例，皆要求公開收購人需揭露近二年之財務報表，本文建議將公開收購人之財務報表列為公開收購文件中之必要文件，由財務數據可知悉該公司的營運狀況、經營收入及資產，由營業項目可瞭解，其公開收購目標公司股票之動機是否與其公開收購說明書中之說明相符，使股東得以參照公開收購目的加以評估，假設完成公開收購後，對於目標公司的股價是否有助益，抑或當時之公開收購金額已是最佳獲利狀態，讓投資人與股東有機會從財務報表內獲得更多資訊。

若百尺竿頭揭露其財務報表，主管機關及投資人都有機會知悉其持有資金及資產之情形、營收狀況(是否確實在遊戲產業有豐富經驗)等，投資人即有更充分之資訊得以判斷。

第二項 實質受益人之揭露

一、實質受益人之範圍

依防制洗錢金融行動小組(Financial Action Task Force on Money

Laundering, FATF) 所制定之 Guidance 「TRANSPARENCY AND BENEFICIAL OWNERSHIP」, 實質受益人(Beneficial Owner)係指對客戶具最終所有權或控制權之自然人, 或由他人代理進行交易之自然人, 包括對法人或法律協議具最終有效控制權之自然人¹⁰⁸。

實質受益人之定義, 除了以持有股份、資本額為判斷基準外, 亦應涵蓋表決權, 此外尚須包括實質控制之情況, 也應明確定義「持有」是否包括利用他人名義持有, 以及間接持有之情況¹⁰⁹。如以此標準檢視本案中關連之公司, 從進行公開收購之主體百尺竿頭層層上追, 第一層母公司為百分之百持有百尺竿頭股份之億豪投資公司、第二層母公司為百分之百持有億豪投資公司股份之億豪控股公司, 許金龍與王佶約定共同享有對億豪投資公司及億豪控股公司之控制權, 因此, 許金龍及王佶因其對億豪控股公司享有最終控制權, 有權控制公司或對其產生重大影響, 故許金龍及王佶應為百尺竿頭之實質受益人。

說明書應記載事項準則第 5 條第 2 款之規定, 公開收購人需於公開收購說明書中記載其董事、監察人與持股超過公開收購人已發行股份總額百分之十股東之姓名及持股情形, 然此範圍尚未包括公開收購人之實質受益人。公司法第 22 條之 1 亦僅要求公司每年定期申報應每年定期將董事、監察人、經理人及持有已發行股份總數或資本總額超過百分之十之股東之資訊, 揭露之對象亦與說明書應記載事項準則相同, 並未要求揭露至公司之實質受益人。

本文建議, 應參照防制洗錢金融行動小組所制定之標準立法明文規範實質受益人, 在定義之範圍應涵蓋對公司有所有權或實質控制權之自然人, 揭露實質受益人之規範可使交易資訊透明, 減少人頭公司設立與被當作犯

¹⁰⁸ 同註 55。

¹⁰⁹ 朱德芳、陳彥良, 同註 57, 頁 97。

罪工具之情形，以保障股東、員工投資人甚或消費者。

二、揭露之方式

(一) 向主管機關及目標公司揭露

現行公開收購制度並未要求公開收購人揭露其實質受益人，然而，公開收購行為涉及整體證券投資市場之穩定，股東與投資人應得知悉公開收購人最終之控制自然人或出資之自然人為何，以判斷公開收購人與目標公司間是否有利害關係、公開收購案之真實意圖是否與宣稱之內容一致等資訊。故本文建議，為使交易資訊透明，因為身分敏感不適合擔任股東，或為規避關係人交易以人頭擔任借名股東之情形可以被披露，應要求公開收購人主動向主管機關及目標公司提出實質受益人之名單，藉此檢視是否存有利益衝突之情形。

除此之外，為提高法人之透明度，健全國家商業環境，應更積極將實質受益人資訊制度納入涵蓋範圍較廣的公司法。或有論者以增加公司遵法之成本，或以隱私權的考量及資訊保密為由，反對股東名簿與實質受益人名簿申報，但因公開收購程序涉及投資人之權益及股市之穩定，若未能修法健全公司公示制度，應至少在公開收購相關法規中，要求公開收購人及目標公司應提供其各自之實質受益人名簿予主管機關，以使權責單位可即時發現隱身在公司背後的實質受益人，且若僅係向主管機關揭露，並非開放公眾閱覽，論者以隱私權為由反對，理由並不充分，再者，我國屬中小微型企業為多，股東人數不多，股權結構單純，若配合主管機關發布的辦法與指引，公司提供實質受益人名簿並非難事¹¹⁰，進而降低與預防弊案之發生。

¹¹⁰ 朱德芳、陳彥良，同註 57，頁 106-107。

設若百尺竿頭依法必須向主管機關揭露實質受益人直至實際出資或控制之自然人，主管機關將有機會可以知悉提供資金予百尺竿頭母公司億豪投資公司及億豪控股公司之自然人或其更上層之資金所有者，或實質控制百尺竿頭之自然人，藉以審視是否有陸資背景、是否與樂陞間有任何利益衝突之關係。

(二) 公司申報平台之數位化

公司資訊之透明化除了法制規範內容，亦需要有完備的登記、勾稽及揭露平台。依 2018 年 8 月新修正之公司法第 22 條之 1 第 1 項規定，公司應每年定期至中央主管機關建置或指定之資訊平臺，以電子方式申報重要關係人之資訊，但此僅係公司登記申報數位化中其中一環，尚非健全之申報平台系統。

本文建議，我國應建立完整之公司登記 E 化平台，參照鄰近的中國已有 E 化平台之成功經驗，應涵蓋以下幾項重要機制與達成之效果：

1. 以 E 化的方式貯存、傳輸相關資訊及文件至平台，將現行事前人工形式審查，改為事前電腦系統審查，將現有人力用於事後查核，才有助於提高資訊正確率。
2. 公司自行登記，且自負資料正確性之責，審查者從申登人員改為電子化的資訊系統，系統可設計為根據查核規則進行審查，藉由資料間的關連性，勾勒出複雜的公司或實質受益人間關係圖，以善盡主管機關監督、監控之責。
3. E 化平台可建立連結政府其他資料庫以查核或提醒之機制，將政府資料庫自動進行勾稽。

第三項 公開收購條件變更時，股東之權利

金管會於 2016 年就公開收購相關法規修法後，已有不得變更對價支付條件之限制，及公開收購人未於應支付收購對價時間完成支付者，應賣人得不經催告，逕行解約之規範，但如百尺竿頭隱匿重要資訊之情形於公開收購條件成就後曝光，應賣人卻無法立即撤銷應賣、取回股票，亦將對應賣人造成股價損失之風險。

設若在公開收購條件成就後，應賣股東才知悉許金龍與百尺竿頭間的關係，或知悉本公開收購案極可能是為特定人士套利出場的規畫，這樣的狀況並非目前公開收購管理辦法所明定得撤銷應賣之條件，應賣人便無法撤銷應賣。惟雙方係成立股票買賣之契約關係，依民法第 88 條第 1 項本文規定「表意人若知其事情即不為意思表示者，表意人得將其意思表示撤銷之。」，若應賣人在為應賣之意思表示時知悉百尺竿頭公開收購案係許金龍等人共商策畫，應賣人即不會為應賣之意思表示者，應許應賣人撤銷其應賣，故建議主管機關修改公開收購管理辦法，即便在公開收購條件成就後¹¹¹，若有重大影響股東判斷之資訊或事實發生或被揭露時，應容許應賣人亦得撤銷應賣；以本案為例，公開收購條件於 2016 年 8 月 17 日成就，如許金龍與王佶為百尺竿頭之實質控制人乙事在 8 月 19 日遭揭露，即便樂陞股東已為應賣之意思表示，其得將意思表示撤銷，中信銀行應立即返還股票予股東。

第四項 課予實質控制人連帶責任

百尺竿頭僅為許金龍及王佶所利用策劃及安排整個公開收購案之人頭

¹¹¹ 公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 19 條第 1 項：「本辦法所稱公開收購條件成就，係指公開收購期間屆滿前達公開收購人所定之最低收購數量。本次公開收購如涉及須經本會或其他主管機關核准或申報生效之事項者，應取得核准或已生效。」。

公司，而檉莖由昭僅為百尺竿頭之名義上負責人，百尺竿頭係被第三人所利用為公開收購行為，若在法律上未課予該第三人對應之責任，易使有心人士藉由設立人頭公司之方式進行不法行為，藉以逃脫責任。故建議主管機關應正視此法律上的漏洞，清楚定義直接及間接控制之實質控制人，且要求公開收購人應向主管機關及目標公司揭露實質受益人；並參考英國及美國立法例，若第三人實質控制公開收購人時，該第三人亦須對公開收購人所為之行為及公告之文件內容負責，明文課予實質控制人法律上之義務與責任，其應就公開收購人之行為內容以相同程度負連帶責任。

第二節 強化目標公司董事及審議委員會之職責

第一項 目標公司董事會及審議委員會應提出之建議內容

一、公開收購價格不是唯一考量因素

參考英國相關規範，明確要求董事會提供意見時，要評估之因素不以收購價格為決定性考量，還需參酌其他因素，對公司整體影響為評估，相較之下，我國董事會之運作，多委託財務或會計專家出具合理價格意見書，以收購價格作為最重要甚至唯一之評估要件，並以該意見書作為提供給股東的參考建議，而忽略其他重要需查證事項。但價格僅是眾多考量因素之一，應鼓勵董事會及審議委員會要全面性就公開收購案為通盤考量，例如公開收購案對公司營運面及財務面甚或對員工的影響，一併提供建議給股東參考。故建議可參考英國制度，明文要求董事會向股東提供建議時，不得僅以公開收購價格作為唯一或決定性的因素，尚需調查及參酌其他條件，並詳細說明之。

二、專家意見應為必要文件

依我國現行法規定，若目標公司有就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進行查證與審議，而委託專家出具意見時，才需同時公告專家意見書，專家意見書並非必要文件。本文建議可參照英國之規範，若目標公司董事就公開收購案有利害關係時，目標公司董事會必須取得適任的獨立專家之意見，以避免董事未能從公司最佳利益為考量，並且應將獨立專家意見書列為必要之公告文件，促使資訊揭露之內容更為完整及客觀。

另建議比照美國之規定，要求揭露委任人與專家間之委任內容，包括：(1)專家的身分與資格、(2)選擇專家的方法、(3)專家與委任人過去或現在存有的關係、(4)專家的報酬等，這些因素不僅涉及專家之專業性，更與專家意見之可信度及獨立性評價息息相關，而其等之專業意見將影響股東判斷，是以法律規範委任關係之揭露義務，自有其必要性，可使投資人有更客觀之資訊，對於股東而言更具參考價值。

第二項 董事及審議委員執行職務之責任

一、董事及審議委員之責任

樂陞三位獨立董事依公司法第 8 條第 1 項之規定皆為公司負責人，依法應盡忠實義務及善良管理人之注意義務。審議委員在調查公開收購案時，應全面地檢視，因為對於公司及股東之影響不只有收購價格，還有公開收購人完成收購後對公司營運或財務的影響、公開收購人完成收購之資金來源等其他重要因素，又百尺竿頭既為策略性投資人，其業務背景為何？對樂陞有何助益？此對樂陞及股東皆為重要資訊，應屬審議委員須調查之範圍，以提供意見予股東參考。但由樂陞 2016 年 6 月 8 日所公告之審議委

員會審議結果，並無法知悉三位審議委員曾進行之查證程序，亦未有審議委員對於將提出予董事會之審議結果持反對意見，要求列入說明中。

獨立董事執行職務時需審慎評估，應充分取得並了解資訊，為公司謀取最大利益並防免公司受有損害，且不可有「應注意而不注意」之過失的情形，須盡到各種注意之能事，始可謂已盡善良管理人之注意義務。

本文建議，目標公司之董事及審議委員比照提出內部控制聲明書之方式，參考內部控制制度聲明書之內容，設計審議公開收購案意見聲明書，聲明書之內容應包含適當權限與責任、資訊公開之正確性、審議委員所進行之查證程序、認定之根據、同意或反對之理由、風險評估等項目，以確認法律所要求遵循之程序及義務等相關目標之達成，如有董事或審議委員無法查證之事項，亦應向股東說明其已進行查證之方法、過程及內容，及無法查證之原因，由股東自行判斷。另參考英國法規，聲明依其查證和確信，就與公開收購案相關之公告文件，其中所涵蓋之內容與事實相符，且未忽略任何可能影響內容的重要性事項，並確認該文件沒有遺漏任何足以令該文件的任何聲明誤導成其他事實之情形。最後董事及審議委員並承諾就公開收購案之查證與審議程序，已履行忠實義務及善良管理人注意義務，且無虛偽、隱匿等不法情事，若有違反應負相當之法律責任。

二、董事利益衝突之說明

從忠實義務之核心意涵來說，董事只要知悉會議事項有自身利害關係時，該利益衝突董事均有主動告知公司之義務，另從董事注意義務的核心內涵來說，董事只有獲得充分資訊才能善盡其董事之職責，因此，利益衝突相關資訊應在開會前即提供予其他董事為妥¹¹²。依前述董事之義務，許金龍身為樂陞董事長又實質控制百尺竿頭，許金龍不應對其他董事與股東

¹¹² 朱德芳，同註 100。

隱匿事實及資訊，有義務清楚揭露並說明公開收購案中的利害衝突關係。

因現行公司法第 206 條之規範係適用於董事會開會時，具利益衝突關係董事之迴避義務，而非針對目標公司審議委員會查證之程序為規範，故建議立法要求，針對公開收購程序，在審議委員會設置後、進行調查過程中，董事應主動向審議委員會揭露所有直接或間接與其本人或關係人相關，和公開收購案具有關聯性之事實，以盡其董事之忠實義務。

第三項 設置公司治理主管

本案發生後，主管機關修訂相關規定以健全制度、避免再次發生類似情況，然而，法律的規範建立後，仍需要落實執行。因公開收購公開發行公司股票受到影響之股東多為一般投資散戶，並無資源或專業能力得以進行評估，故建議應立法全面要求公開發行公司設置公司治理主管，而不只限於特定行業或一定規模之公司，由公司治理主管協助董事與審議委員進行必要之查證及審議程序，提供董事及審議委員所需之資料與相關的最新法律規範，協助董事及審議委員遵循法令、瞭解公司各項運作，將可降低程序瑕疵甚至弊案發生之風險。若公司設有公司治理主管，將可期待達到以下成效。

一、建立公司治理制度

公司治理係指公司管理及監控的方法，樂陞案之發生引發國內對公司治理及董事監督義務之探討，現今的董事會不再只是著重於公司財務面的監督，更須考量公司在稅務、法律、科技及信譽上的風險管理及內部的有效控制¹¹³，當董事會所擔負的責任愈來愈重，其更需要專業的公司治理主管提供更專業的協助，顯見我國之公司治理制度仍有強化的空間。為督促

¹¹³ 陳春山、楊沛枏，同註 99。

董事及獨立董事盡其忠實與注意義務，若有公司治理主管之設置，可協助董事、獨立董事及審議委員依法履行職務、強化各自之職能，創造友善投資環境及提升資本市場國際競爭力。

二、確保公司資訊揭露

提升資訊揭露品質為金管會新版公司治理藍圖(2018~2020)中，五大計畫項目之一¹¹⁴，顯見資訊揭露之落實於公司治理之重要性。因此，公司依據上市上櫃公司治理實務守則詳實且完整的記載資訊內容，公司治理主管即須確保公司依法揭露相關資訊。樂陞案發生的關鍵因素之一為資訊不完整且清楚地揭露，若樂陞當時設有公司治理主管，便能適時協助審議委員進行求證，要求百尺竿頭提供股東及實質受益人名簿、收購資金來源等資料，督促並協助公司內部人依法揭露資訊，或可發現百尺竿頭僅是人頭公司，且與許金龍有密切關聯，而避免此弊案之發生。

三、確保公司及董事遵循法規

公司治理主管作為董事的主要連絡人，應熟悉與董事會運作相關之法令規範，密切注意外部規範如相關法令、櫃買中心、證交所等規章的變化，協助董事會落實公司治理與法令遵循，協助董事忠實執行業務以盡善良管理人注意義務，並確保內部的公司章程或準則等獲得遵循，給予董事會即時且正確的建議與指導，確保董事會程序及所有法規均獲得遵守¹¹⁵，達到強化董事會效率及執行能力之效益。

就公司制度面而言，公司治理主管亦負責建置公司整體法令遵循之制度，配合績效評估機制，對公司遵法事宜提出改善措施。又證券交易法在

¹¹⁴ 金管會，新版公司治理藍圖(2018~2020)，<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=807&parentpath=0,648,806>，瀏覽日期：2020年6月20日。

¹¹⁵ 陳春山、楊沛枏，同註99。

2018年修法時新增獨立董事得自行聘請專家協助執行職務之權限，可預見公司內部重要文件和交易被查閱之機率大增。若公司欠缺委外或聘請專家之標準和作業流程，將有重大機密洩漏之風險，此時公司治理主管之角色及職權更顯重要¹¹⁶。

在公開收購制度中，目標公司之董事會及審議委員會被課予許多應行之程序及義務，依公開收購管理辦法之規定，當公開收購人公告公開收購案後，目標公司須立即開始對應之措施，此時公司治理主管即應向公司董事會彙整法律要求進行之程序與期間，俾使董事會得依公司組織設置審議委員會，爾後依法為查證程序。

主管機關於本案發生後已就相關疏漏之處修法因應，除健全制度外，若公司設有公司治理主管，執行掌握最新法令且即時提醒董事會或審議委員會遵法之義務，將可降低如本案中許金龍知法玩法之風險，及協助獨立董事更審慎盡其查核義務，提供真實正確的資訊供股東參考，以達到維護股東權益、穩定投資市場之目的。

¹¹⁶ 陳月秀，如何運用公司治理人員除弊興利，德勤商務法律事務所-議題觀點，<https://www2.deloitte.com/tw/tc/pages/legal/articles/corporate-governance-personnel0.html>，瀏覽日期：2020年6月20日。

參考文獻

一、 書籍 (依作者姓氏筆畫排列)

1. 朱德芳，獨立董事不可或缺的工作夥伴-公司治理主管，收錄於：獨立董事，元照出版社，2020年6月。
2. 曾宛如，證券交易法原理，翰蘆圖書，二版，2001年12月。
3. 廖大穎，證券交易法導論，三民書局，修訂四版，2009年8月。
4. 劉連煜，現代公司法，新學林，增訂十一版，2015年10月。

二、 期刊 (依作者姓氏筆畫排列)

1. 王文宇、謝孟珊，從樂陞案檢討我國公開收購制度，月旦法學雜誌，第267期，2017年8月。
2. 朱德芳，效率、併購與公司治理-以敵意併購法規範為核心，中原財經法學，第17期，2006年12月。
3. 朱德芳、陳彥良，公司之透明、信賴與問責-以實質受益人規範為核心，中正財經法學，第16期，2018年1月。
4. 朱德芳，董事忠實義務與利益衝突交易之規範-以公司法第206條為核心，政大法學評論，第159期，2019年12月。
5. 林黎華，英國強制收購制度之研究，證券暨期貨月刊，第23卷第2期，2005年2月。
6. 許杏宜，跟董事平起平坐：「公司秘書」制度之介紹與探討，會計研究月刊，第356期，2015年7月。
7. 許秀惠，公開收購制度簡介，證券暨期貨月刊，第30卷第10期，2002年10月。
8. 郭大維，我國公開收購制度之探討-兼論英美相關立法例，臺北大學法學論叢，第65期，2008年3月。

9. 陳春山、楊沛柵，建制我國董事會秘書制度之研究，證券暨期貨月刊，第 28 卷第 5 期，2000 年 5 月。
10. 楊竹生，論董事注意義務中監督公司業務執行之義務，中原財經法學，第 13 期，2004 年 12 月。

三、網站資料及新聞報導

1. 朱致宜、盧沛樺，「50 億股市騙局，樂陞案如何層層失守？」，天下雜誌，<http://www.cw.com.tw/article/article.action?id=5078180>
2. 宋宜芳，「百尺竿頭收購樂陞破局 股價開盤直接打入跌停板」，鉅亨網，<https://news.cnyes.com/news/id/2176294>
3. 呂淑美，「樂陞應賣投資人慘賠 19 億」，工商時報，<http://www.chinatimes.com/newspapers/20160831000102-260202>
4. 杜燕，「北京工商“e 註冊”全市推廣 公司登記全流程網上辦理」，中國日報，http://tech.chinadaily.com.cn/2018-02/08/content_35671478.htm
5. 尚清林，「樂陞荒謬劇五大疑點：併購案離奇成局又破局，2 萬名小股東慘遭坑殺」，The News Lens 關鍵評論，<https://www.thenewslens.com/article/48721>
6. 林燦澤，「樂陞案，投保向法院提出團體訴訟」，工商時報，<http://www.chinatimes.com/newspapers/20161008000150-260206>
7. 美國證券交易委員會網站，<https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html#create>
8. 馬秀如，「翻修公司法 要有 e 化概念」，經濟日報，<https://money.udn.com/money/story/5629/2435485>
9. 張慧雯，「樂陞記者會許金龍未現身 不告中信銀、百尺」，自由時報，<http://news.ltn.com.tw/news/business/breakingnews/1820022>
10. 陳昱翔，「三大疑點，看樂陞完美風暴」，經濟日報，

- <http://money.udn.com/money/story/5612/1947283>
11. 陳月秀，如何運用公司治理人員除弊興利，德勤商務法律事務所-議題觀點，<https://www2.deloitte.com/tw/tc/pages/legal/articles/corporate-governance-personnel0.html>
 12. 黃銘傑，「學者觀點－從樂陞案 看公司法修正的未來」，工商時報，<http://www.chinatimes.com/newspapers/20170310000087-260202>
 13. 劉文正，「董事會督導責任的好幫手-審計委員會」，經濟日報，<https://money.udn.com/money/story/10900/2422885>
 14. 韓婷婷，「樂陞獨董終於出面，發表 10 點聲明」，中央社，<https://www.cna.com.tw/news/firstnews/201609020274.aspx>
 15. 魏喬怡、彭禎伶、林燦澤，「樂陞案，中信道義補償 5 億」，工商時報，<http://www.chinatimes.com/newspapers/20161110000116-260205>
 16. 蕭文康，「樂陞 30 億收購遊戲平台，投審會點頭」，蘋果日報，<http://www.appledaily.com.tw/realtimenews/article/new/20140930/479320/>
 17. 證券櫃檯買賣中心公告，發文字號：證櫃監字第 10502011414 號
https://www.tpex.org.tw/web/bulletin/announcement/ann_detail.php?l=zh-tw&content_file=MTA1MDIwMTE0MTQuaHRt&content_number=MTA1MDIwMTE0MTQ%3D
 18. 關重熙，「健全公司治理，獨立董事應扮演吹哨者」，工商時報，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20180124000251-260202?chdtv>
 19. 龔天行，「公司登記 E 化 為數位經濟奠基」，經濟日報，<https://money.udn.com/money/story/5629/2441752>
 20. 龔天行，「監督型董事會存在的必要性」，經濟日報，<https://cgc.twse.com.tw/latestNews/promoteNewsArticleCh/1667>
 21. FATF guidance 「TRANSPARENCY AND BENEFICIAL OWNERSHIP」，<http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/Guidance->

[transparency-beneficial-ownership.pdf](#)

22. Guide to Beneficial Ownership Information: Legal Entities and Legal Arrangements, https://star.worldbank.org/star/sites/star/files/bo_country_guide_uk_dec2017.pdf
23. THE BENEFICIAL OWNERSHIP (COMPANIES) REGULATIONS, 2017, <http://www.caymanfinance.gov.ky/portal/pls/portal/docs/1/12412369.PDF>



附件

附件一：2016年6月14日百尺竿頭公開收購說明書修訂版。

附件二：2016年6月1日樂陞重大訊息公告「公告本公司臨時董事會決議成立審議委員會」。

附件三：2016年6月8日樂陞重大訊息公告「本公司對百尺竿頭數位娛樂有限公司公開收購本公司普通股股份之審議委員會結果」。

附件四：2015年08月28日矽品精密工業股份有限公司重大訊息公告「本公司審議委員會對日月光半導體製造股份有限公司公開收購本公司普通股股份及美國存託憑證之審議結果」。

附件五：2019年11月22日文晔科技股份有限公司重大訊息公告「本公司對大聯大投資控股股份有限公司公開收購本公司普通股股份之審議委員會結果」。