

# 深化公司治理觀念教案—樂陞公開收購案

## 聲明

本教材由臺灣證券交易所股份有限公司及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下合稱甲方）委託社團法人中華公司治理協會（以下簡稱乙方）編製，以甲方為共同著作人。

本文所引用的案例事實，係綜整相關公開資訊及媒體報導所得，資料來源悉如附註所示，尚請自行查察，本文不負進一步查證之責，相關公開資訊截至 2018 年 12 月 31 日止。

為引導公司自發性重視公司治理及企業社會責任，民間機構於開設董監進修暨其他課程時如需運用本教材，應向甲方提出申請，並引用出處，註明著作權人甲方及研究單位乙方。

運用本教材申請請洽：證交所黃小姐：0819@twse.com.tw，櫃買中心王先生：jjwang@tpex.org.tw。

## 摘要

2016 年 5 月 31 日晚間，樂陞在毫無徵兆的情況下宣佈其策略投資人一日商百尺竿頭一將以每股新台幣 128 元（22% 的溢價）公開收購樂陞 25.71% 的股權。由樂陞三位獨立董事組成的審議委員會評估後認為收購價格尚屬公平且合理，而經濟部投資審議委員會也通過此收購案。就在所有收購條件已成就，僅待百尺竿頭匯入股權交割金即可完成收購案時，百尺竿頭突然宣布資金未到位無法完成收購，使此台灣遊戲業單一公司最高金額的入股案成為台灣史上首個公開收購違約交割的案例。本個案主旨在討論與收購相關的公司治理議題，包括董事會在收購案應盡之注意事項、如何評估收購價格合理性、以及獨立董事的職責與功能等議題。

## 產業一條龍優勢的遊戲公司

樂陞科技股份有限公司（以下簡稱樂陞）成立於 2000 年 8 月，為華人圈中少數的遊戲開發製作商，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，於 2011 年 8 月 3 日在櫃買中心正式掛牌上櫃。

<sup>1</sup> 樂陞主要業務為遊戲開發，商業模式以合作遊戲開發及國際授權為主。集團旗下包含樂陞科技、樂陞美術館、磁力線上和玩酷科技等公司，業務包含產業上游的遊戲研發、美術製作，中游的遊戲營運、代理發行，以及下游的通路銷售等，集團研發團隊成員總計近千人，為台灣遊戲公司中研發陣容最龐大者。<sup>2</sup>

樂陞董事長許金龍，原為聯合報記者，在朋友邀請下出資參與創立樂陞，沒想到樂陞成立後虧損連連，股東紛紛撒手而去。為避免血本無歸，許金龍辭去記者工作接下董事長一職，並透過大膽的經營策略及良好的政商關係，成功帶領樂陞起死回生。<sup>3</sup>

## 突如其來的收購

2016年5月31日晚間，樂陞突然發布重大訊息，指原策略性投資人百尺竿頭，擬於6月1日至7月20日間，以每股新台幣128元的價格，公開收購樂陞3.8萬張股票，約佔樂陞25.71%股權，收購總價為新台幣48.64億元，為台灣遊戲業單一公司最大金額的入股案<sup>4</sup>。而收購價格較前一日股票收盤價105元溢價22%。樂陞進一步說明在事前未知悉百尺竿頭將進行公開收購，因此並未按程序提前向主管機關申請停牌。而公司也會召開臨時董事會，對百尺竿頭的公開收購給予正式回應。

百尺竿頭原為一台灣投資公司，資本額新台幣五千萬元，後來被日商收購全部股權而成為外商公司。若此次公開收購順利完成，再加上先前參與私募案取得的百分之五股權，百尺竿頭將持有樂陞逾三成股權，躍身為最大單一股東。百尺竿頭公司負責人樞桵由昭表示會發動此收購案是因為曾向樂陞高層表達欲增加持股被拒，而收購目的純粹為財務投資，無意介入樂陞的經營。看上樂陞是因為其遊戲開發能力及在中國大陸市場的佈局，且樂陞與許多日本遊戲公司皆有業務往來，成長前景倍受看好，而樂陞目前股價是被大幅低估的。<sup>5</sup>

6月7日，許金龍親自前往日本與樞桵由昭展開會談，會後雙方達成四項共識，包括尊重現任管理層決議、不再增加持股或發動第二次公開收購、共同追求

---

<sup>1</sup> 資料來源：維基百科，樂陞科技，<https://zh.wikipedia.org/wiki/%E6%A8%82%E9%99%9E%E7%A7%91%E6%8A%80>，（搜尋日期：2018年9月21日）。

<sup>2</sup> 資料來源：樂陞科技，<http://www.xpec.com.tw/about-xpec/>，（搜尋日期：2018年9月21日）。

<sup>3</sup> 資料來源：何醒邦，2016/9/2，「樂陞許金龍記者出身 政商人脈罩」，上報。

<sup>4</sup> 資料來源：陳昱翔，2016/6/1，「日商奇襲 公開收購樂陞 溢價22%」，經濟日報。

<sup>5</sup> 資料來源：陳昱翔，2016/6/2，「百尺竿頭：不會介入樂陞經營」，經濟日報。

股東利益最大化、及歡迎百尺竿頭取得一席董事。<sup>6</sup>

## 獨立審議委員會的建議

在樂陞臨時董事會中，決議由公司三位獨立董事：前經濟部長尹啟銘、前台北市副市長李永萍、媒體人陳文茜組成審議委員會，依法對此公開收購案進行審議並向公司股東提出建議。<sup>7</sup> 6月8日，樂陞審議委員會公告審議結果，依照許金龍與樞堃由昭會談達成的四項共識，以及安侯建業會計師事務所出具之價格合理性意見書，認為此次公開收購價格每股128元，落在價格合理意見書每股價值區間116元至139元內，因此，審議委員會認為百尺竿頭的收購價尚屬公平與合理，但仍呼籲股東閱讀白尺竿頭的公開收購書，並評估風險，決定是否參與此收購案。<sup>8</sup>

## 一步之遙

而也由於此次收購屬於外商入股台資企業案件，需經由經濟部投資審議委員會（以下簡稱投審會）審議通過，收購案才能完成。針對此案件的審議，投審會於7月22日正式核准日商百尺竿頭的入股案，百尺竿頭承諾透過英屬維京群島商億豪投資有限公司（Billion Pride Investment Limited），匯款48.64億元至指定專戶，預計在8月19日前完成收購。<sup>9</sup>

8月18日，樂陞公告所有收購條件已成就，只差股權交割金匯入後即可完成收購程序，而百尺竿頭須在8月26日前，將交割金匯入負責收購案的中國信託證券（以下簡稱中信證券）專戶內。<sup>10</sup> 8月22日，百尺竿頭公告本次收購案參與應賣者逾6.1萬張股票，但百尺竿頭只收購3.8萬張，因此會將多餘股權退回原應賣人，而交割日期也延長，最遲在8月31日前應完成交割作業。<sup>11</sup>

<sup>6</sup> 資料來源：陳昱翔，2016/6/9，「樂陞經營權之爭落幕」，經濟日報。

<sup>7</sup> 《公開收購公開發行公司有價證券管理辦法》第十四之一條第一項及第二項分別為：『被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購依第九條第六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四項規定資格條件之相關文件。』，『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。』

<sup>8</sup> 樂陞審議委員會結論原文為：「本次公開收購尚符合公平性及合理性之原則，但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之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。」樂陞科技，2016/6/8，重大訊息「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相關事宜說明」，公開資訊觀測站。

<sup>9</sup> 資料來源：陳昱翔，2016/7/23，「日商入股樂陞 投審會准了」，經濟日報。

<sup>10</sup> 資料來源：陳昱翔，2016/8/20，「日商併樂陞 下周見分曉」，經濟日報。

<sup>11</sup> 資料來源：陳昱翔，2016/8/23，「日商入股樂陞 延月底交割」，經濟日報。

## 峰迴路轉

8月30日晚間，百尺竿頭宣布無法完成本次收購案，各界譁然，這是台灣公開收購違約交割的首例。而《證券交易法》對公開收購毀約並沒有明確直接的罰則，只限制公開收購人一年內不能再公開收購被收購公司股份<sup>12</sup>，且相關法規亦未有要求公開收購人有預繳保證金或履約保證的制度。<sup>13</sup>也因此有高達三萬名參與應賣的股東權益受損，若以8月30日當日股票收盤價78元計算，相較原定收購價128元已折價逾39%，且先前參與應賣股東持有的股票均已交付券商保管，也無法立即處分持股。<sup>14</sup>

9月6日，百尺竿頭發表聲明指出，由於本次公開收購資金籌措是由數個資金提供者共同約定組成。此組成架構在向主管機關申請投資許可時，已依照主管機關要求加以說明，也確實向資金提供者取得相關資金證明與承諾。但在公開收購過程中，市場上關於詐欺的謠言、對樑楚由昭不實報導、及投機者大量拋售造成股價波動與大幅下跌，以致交割日前發生資金調度困難，最終資金提供者們決議不履行本次公開收購的承諾。<sup>15</sup>

## 亡羊補牢

受害投資人在百尺竿頭違約後組成樂陞收購自救會，盼金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）及財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心（以下簡稱投保中心）能替他們求償。而樂陞則表示公司本身也是本案件的受害者，總經理陳逸及子公司北京樂陞的財務長李柏衡也有參與應賣，公司將協助受害員工及股東向百尺竿頭求償，並採取法律行動捍衛公司聲譽。<sup>16</sup>許金龍則強調將盡力籌措資金，以每股128元的價格買回庫藏股，來彌補受害投資人的損失。然而截至2016年第二季，樂陞帳上現金僅剩6.37億元，市場投資人對樂陞如何補足公開收購的差額仍存有疑慮。<sup>17</sup>

在民事部分，投保中心向百尺竿頭、其負責人樑楚由昭及相關企業 Mega

<sup>12</sup> 《證券交易法》第四十三之五條第三項之規定：「公開收購人未於收購期間完成預定收購數量或經主管機關核准停止公開收購之進行者，除有正當理由並經主管機關核准者外，公開收購人於一年內不得就同一被收購公司進行公開收購。」

<sup>13</sup> 資料來源：江禹嬋，2017/1/1，「樂陞坑殺股東 台金融界公開收購毀約首例」，大紀元。

<sup>14</sup> 資料來源：陳昱翔，2016/8/31，「樂陞案破局 3萬股東慘套」，經濟日報。

<sup>15</sup> 資料來源：韓婷婷，2016/9/6，「收購樂陞破局 百尺竿頭：研擬解決方案」，中央社。

<sup>16</sup> 資料來源：樂陞科技，2016/8/30，重大訊息「澄清 105 年 8 月 30 日聯合晚報 A1 版報導」，公開資訊觀測站。

<sup>17</sup> 資料來源：陳昱翔、葉子菁，2016/9/1，「董座喊話 籌資買回股票」，經濟日報。

Cloud 求償 46 億元，已獲臺北地方法院判准<sup>18</sup>。樞堃由昭則因為是日籍人士，且早已出境台灣，目前仍被通緝中。而金管會也以未善盡專業職責與注意為由，裁罰中信證券停止執行相關業務 3 個月、中信銀行 300 萬罰鍰及停止辦理公開收購相關的信託業務 3 個月。

除此之外，外界也將矛頭指向樂陞審議委員會的三位獨立董事，認為三位獨立董事並未盡責替股東把關。獨立董事陳文茜隨即在 9 月 6 日請辭，而另兩名獨立董事尹啟銘及李永萍也在 11 月 7 日辭去職務。在刑事方面，由金管會向台北地檢署告發<sup>19</sup>，經台北地檢署調查後，認為三人長期遭許金龍蒙蔽，並未涉及詐欺，故對三人予以不起訴處分。

為預防類似案件再發生，立法院也於 2016 年 11 月 18 日三讀通過《證券交易法》第 43 條之 1 修正案，明訂公開收購者應提出具有履行支付收購對價能力的證明，向主管機關申報並公告特定事項後，才能進行收購，此修法也被稱為「樂陞條款」。<sup>20</sup>

## 問題與討論

- 一、 請問公開收購一家公司的相關程序與法規為何？
- 二、 在併購案中，董事會應如何評估收購價格的合理性？
- 三、 對於百尺竿頭收購案的評估，除價格外，董事會應盡的注意事項為何？
- 四、 對於樂陞投資人在百尺竿頭未履約所受到的損害，獨立董事可能得負的民、刑事責任為何？
- 五、 在樂陞案後，市場掀起了一波獨立董事辭職潮<sup>21</sup>。獨立董事的職責及功能為何？擔任獨立董事應具備什麼樣的條件？

<sup>18</sup> 資料來源：臺灣臺北地方法院民事判決 106 年度金字第 22 號，2017/8/18。

<sup>19</sup> 資料來源：陳志賢，2016/9/3，「金管會昨告發百尺竿頭 樂陞案 追禿鷹查詐欺」，中國時報。

<sup>20</sup> 資料來源：林思慧、陳昱光，2016/11/19，「樂陞條款三讀 公開收購須財力證明」，工商時報。

<sup>21</sup> 資料來源：朱美宙，2017/4/4，「獨董責任變重 爆辭職潮」，經濟日報。

附表一：事件發生時間軸

2016 年	5 月 31 日	百尺竿頭宣布以每股 128 元公開收購樂陞 3.8 萬張股票
	6 月 1 日	樂陞召開臨時董事會，並由獨立董事組成審議委員會
	6 月 7 日	許金龍與樞堃由昭展開會談，並達成四項共識
	6 月 8 日	審議委員會公布審議結果
	7 月 22 日	投審會正式核准百尺竿頭公開收購
	8 月 18 日	公開收購條件成就，只差交割金入帳即可完成
	8 月 22 日	百尺竿頭公告將交割金入帳期限延長至 8 月 31 日
	8 月 31 日	百尺竿頭宣布無法完成公開收購
	9 月 2 日	樂陞董事會決議買回庫藏股 625 萬股
	9 月 6 日	獨立董事陳文茜請辭
	9 月 7 日	許金龍被台北地檢署列為被告並限制出境
	9 月 29 日	法院裁定羈押許金龍
	10 月 4 日	樂陞股票被打入全額交割股
	10 月 21 日	安永聯合會計師事務所終止委任
	11 月 7 日	獨立董事李永萍及尹啟銘辭職
	11 月 17 日	樂陞因逾期未繳交財務報表，股票停止交易
2017 年	8 月 18 日	臺北地方法院判決百尺竿頭、樞堃由昭及 Mega Cloud 須賠償 46 億元。