智慧財產及商業法院民事裁定

112年度商非字第2號

聲　請　人　亞太電信股份有限公司

法定代理人　陳鵬
代　理　人　高偉傑律師
　　林繼恆律師
複代 理 人　余振國律師
相　對　人　台灣大哥大股份有限公司

法定代理人　蔡明忠
代　理　人　黃朝琮律師
　　林煒倫律師
相　對　人　葉建中
代　理　人　黃正欣律師
　　王之穎律師
相　對　人　周曉君

　　洪朝昇

上列當事人間聲請裁定收買股份價格事件，本院裁定如下：

主　文

聲請人收買相對人持有聲請人股份之價格應為每股新臺幣柒點玖伍元。

聲請程序費用由聲請人負擔。

理　由

壹、程序方面：

一、按公司於進行併購而有下列情形之一，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。第1項股東之請求，於公司取銷同項所列之行為時，失其效力，企業併購法（下稱企併法）第12條第1項、第5項分別定有明文。聲請人於民國11

1年2月25日召開董事會（下稱系爭董事會），於111年4月15日召集股東臨時會（下稱系爭股東會），決議通過與遠傳電信股份有限公司（下稱遠傳公司）以吸收合併方式合併（下稱系爭合併案），嗣聲請人之股東李映怡對聲請人提起撤銷系爭股東會合併決議等訴訟，經本院於112年8月17日以111年度商訴字第13號判決應予撤銷（見商非卷三第461頁），惟聲請人已提起上訴，並發布重大訊息於112年10月27日召集股東臨時會討論決議繼續執行系爭合併案及補正追認原決議或有之瑕疵（見商非卷三第569頁），足見聲請人並未取銷合併行為，此並據聲請人代理人陳明在卷（見商非卷四第83頁），故本件聲請並未失其效力，合先說明。

二、次按公司法所定股東聲請法院為收買股份價格之裁定事件，法院為裁定前，應訊問公司負責人及為聲請之股東；必要時，得選任檢查人就公司財務實況，命為鑑定，非訟事件法第182條第1項定有明文。其立法目的係因非訟程序採職權探知主義，不採辯論主義，而可供認定股份價格之事證，多偏在於公司一方，故規定於股東依公司法規定聲請法院為收買股份價格之裁定事件，法院應透過訊問公司負責人及為聲請之股東之方式，令公司陳述對於收買股份價格之意見，及提供可供調查之證據資料，俾聲請之股東知悉。惟本件係由公司依修正前企併法第12條第6項規定，以全體未達成協議之股東為相對人，聲請法院為價格之裁定，聲請人於聲請時及調解程序中已提出會計師查核簽證之111年第1季公司財務報表（見商非調卷一第87-147頁）、蔡文精○○○出具之少數異議股東收買價格合理性意見書、陳慈堅○○○出具之換股比例合理性獨立專家意見書（見商非調卷一第245-255、256-264頁），使股東得悉公司評估價格之依據，與非訟事件法第182條第1項所欲規範之股東依公司法規定聲請法院裁定收買股份價格之情形，已有不同。又企併法第12條第9項前段、商業事件審理法第67條第1項前段分別規定：「法院為價格之裁定前，應使聲請人與相對人有陳述意見之機

會。」、「公司法及企業併購法所定股東或公司聲請法院為收買股份價格之裁定事件，法院為裁定前，應使聲請人與相對人有陳述意見之機會。」，本件聲請人之法定代理人已於歷次調解程序到庭並表示意見（見商非調卷二第197、215、461、511、517頁），聲請人及相對人台灣大哥大股份有限公司（下稱台哥大公司）、葉建中（下逕稱其名）亦均委任律師為代理人到庭及具狀表示意見，且均經本院許可聲明專家證人提供專業意見（見商非卷一第451頁），已達成法院以調查訊問方式釐清及確認事實、取得證據之目的。復因商業事件應由律師強制代理，本院於111年8月15日裁定命相對人周曉君、洪朝昇（下合稱周曉君等2人，與其餘相對人合稱相對人）應於10日內補正委任律師或具律師資格之特定關係人員為程序代理人之委任書，其等均於111年8月17日收受裁定（見商非調卷一第277、279頁），迄未補正，惟本院歷次期日均合法通知周曉君等2人應偕同或委任律師到庭，雖其等仍未委任律師為程序代理人陳述意見，然本件業依企併法、商業事件審理法之上開規定，賦與兩造陳述意見之機會，合先敘明。

貳、實體方面：

一、聲請意旨略以：聲請人於111年4月15日召集系爭股東會，決議通過與遠傳公司以吸收合併方式合併，由遠傳公司為存續公司，聲請人為消滅公司。相對人為聲請人之股東，分別持有聲請人普通股股數如附表一所示，其等於系爭股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，並放棄表決權，且於系爭股東會決議日起20日內提出請求收買股份函，並向聲請人指定之股務代理機構交存股票。聲請人考量相對人及其餘股東最大利益，以系爭股東會當日收盤價即每股新臺幣（下同）6.93元作為收買價格，應屬適當。惟兩造協商後，仍未能於系爭股東會決議日起60日內達成價格協議，聲請人已於111年7月12日依修正前企併法第12條第5項規定，按所認為之公平價格即每股6.93元，扣除應代徵

之證券交易稅後支付價款予相對人，爰依修正前企併法第12條第6項規定聲請為股票收買價格之裁定。

二、相對人陳述意見略以：

㈠台哥大公司以：股東會決議時，併購資訊已為大眾所知悉，故不應擇取已受併購交易影響之股東會決議日為公平價格基準日，系爭董事會決議日乃最後不受系爭合併案消息影響之日，適於為本件公平價格基準日。本件法院所需決定者乃聲請人之公司價值，非特定股東所持有之股份價格，當有控制股東時，法院不應為少數股權折價，而應以公司繼續經營之價值去計算異議股東所持有股份比例之價值，因鴻海精密工業股份有限公司（下稱鴻海公司）為聲請人之控制股東，計算聲請人之公司整體價值且使用市價法判定時，需將少數股權折價加回。聲請人董事會於109年11月5日決議通過與遠傳公司交換頻段後可整合為40M之2600MHz頻段5G頻譜，在衡量本件公平價格時，應將上開頻譜價值納入。另聲請人之系爭董事會及股東會並非在充分資訊下就合併對價為充分評估，故併購價格無由作為本件公平價格之參考。爰以聲請人108年及109年曾辦理兩次私募，本件公平價格如以該兩次私募每股10元價格加計15%之控制權溢價，則公平價格至少應為11.5元（10×〈1+15%〉）以上等語。

㈡葉建中則以：股份交易價格並非公平價格唯一依據，法院不應逕以股東會決議日之交易價格作為公平價格。系爭合併案之程序存有諸多瑕疵，併購價格亦不足作為公平價格之認定基準。決定異議股東股份之公平價格時，須自公司股份在市場上成交價加回少數股權折價，才能得到股份之公平價格。爰以109年9月4日遠傳公司增資發行新股與鴻海公司協議交換聲請人之股份，當時係以0.1551447股遠傳公司新股交換聲請人1股股份，以當日遠傳公司收盤價60.8元計算，聲請人每股價格約為9.5元（60.8×0.1551447），加計18%之控制權溢價，則本件公平價格至少應為11.21元（9.5×〈1+18%〉）以上等語。

三、按「公司進行第18條之合併時，存續公司或消滅公司之股東於決議合併之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。」、「股東為第1項之請求，應於股東會決議日起20日內以書面提出，並列明請求收買價格及交存股票之憑證。」、「股東與公司間就收買價格達成協議者，公司應自股東會決議日起90日內支付價款。未達成協議者，公司應自決議日起90日內，依其所認為之公平價格支付價款予未達成協議之股東；公司未支付者，視為同意股東依第2項請求收買之價格。」、「股東與公司間就收買價格自股東會決議日起60日內未達成協議者，公司應於此期間經過後30日內，以全體未達成協議之股東為相對人，聲請法院為價格之裁定。未達成協議之股東未列為相對人者，視為公司同意該股東第2項請求收買價格。」，此觀修正前企併法第12條第1項第2款、第2項、第5項、第6項前段規定自明。經查，聲請人為股票上市公司，因與遠傳公司合併，於111年2月25日經系爭董事會決議通過，並於111年4月15日召集系爭股東會決議通過系爭合併案，合併對價為以每1股聲請人普通股股份換取0.0934406股遠傳公司普通股股份。相對人均為聲請人股東，葉建中、周曉君等2人就系爭合併案於系爭股東會集會前向聲請人以書面表示異議，台哥大公司於系爭股東會以口頭表示異議經記錄，均放棄表決權，且均於系爭股東會決議日起20日內向聲請人提出請求收買股份函，其上列明如附表一之請求收買價格，並交存股票憑證，聲請人已於111年7月12日按每股6.93元，扣除應代徵之證券交易稅後，支付價款予相對人等情，有聲請人發布之重大訊息、股東臨時會議事錄、合併契約、葉建中寄發之存證信函、周曉君等2人之異議聲明書、相對人之請求收買股份函、聲請人支付價款予相對人之收據、證券交易稅一般代徵稅額繳款書在卷可查（見商非調卷一第55、57-63、65-86、469-482頁、見商非卷三第351-353頁）。因兩造就股份

收買價格自系爭股東會決議日起60日內未達成協議，聲請人依修正前企併法第12條第6項規定，於111年7月13日向本院聲請為股份收買價格之裁定，自屬有據。

四、查上市上櫃公司之股東請求公司收買其股份時，因公司股票係在集中交易市場以逐筆交易方式撮合，其價格為市場上客觀之成交價格，若無其他事證足認該成交價格存在不合理情事，於審酌當時公平價格時，應得為股票收買價格之參考，此參企併法第12條第12項準用非訟事件法第182條第2項、商業事件審理細則第40條第2項均規定收買股份為上市或上櫃股票者，法院得斟酌證券交易實際成交價格核定之即明。惟非訟事件法第182條第2項於61年制定時，立法理由說明斟酌證券交易實際成交價格乃「…以利實用，並免爭執」（見商非卷三第359頁），併觀法條規定「得斟酌」之文義，足認應無全然倚賴市場價格決定公平價格之考量。審酌法院核定之公平價格牽動併購市場之發展，企併法及公司法關於異議股東股份收買請求權，目的在於當大多數股東已依多數決原則就公司併購乙事作成決定後，給予反對併購之異議股東取回不受合併交易影響之股份價值，而不參與公司併購之機會，資以調和各該股東之利益，因此異議股東股份收買請求權之目的，不在使異議股東因公司併購而取得利益或遭受損害，而僅係單純客觀反映併購當時之合理權益。依此本旨核定企併法第12條第1項規定之當時公平價格，除得因個案事實斟酌當地證券交易實際成交價格外，並得就公司提出之財務報告、公平價格評估說明書、換股比例合理性意見書、以及其他與價格算定有關之資料，如併購價格、可類比公司或交易等等資訊，以茲審認企業之價值。

五、兩造不爭執事項如下（見商非卷一第447-450頁、商非卷四第86-89頁）：

㈠聲請人於109年11月5日召開董事會決議將亞太電信700MHz10MHz頻段與遠傳公司之2600MHz20MHz頻段進行交換，案經國家通訊傳播委員會（下稱NCC）於111年5月18日核准，有聲

請人之重大訊息、NCC第1015次委員會議紀錄在卷可查（見商非調卷二第335-340頁）。

㈡依聲請人110年資產負債表，聲請人權益總計為29,383,115仟元，流通在外股數為4,317,196,399股，以此計算每股帳面價值（淨值）為6.81元。另依聲請人111年第1季資產負債表，聲請人權益總計為27,774,647仟元，流通在外股數為4,317,196,399股，以此計算每股帳面價值（淨值）為6.43元，有聲請人之合併資產負債表、公司登記歷史資料各2份足稽（見商非卷三第443-453頁）。

㈢聲請人與遠傳公司合併前，分別依企併法委請獨立專家出具換股比例合理性意見書如下：

1.聲請人委請獨立專家陳慈堅○○○出具與遠傳公司合併、評價基準日為111年2月22日之「股份轉換之換股比例合理性獨立專家意見書」，係採取市價法（權重64%）、市場法之可類比交易法（權重36%）評估換股比例合理區間為聲請人每股轉換為遠傳公司0.09286至0.09570股（見商非調卷一第257-264頁）。經臺灣證券交易所股份有限公司（下稱證交所）函請聲請人說明控制權溢價之評估內容（見商非調卷二第21頁）。陳慈堅○○○於專家意見書補充說明：初步分析所得，擬建議將控制權溢價率設在平均值約15%，惟考量聲請人營運狀況不佳等因素故未將控制權溢價調整列於意見書中說明（見商非調卷一第262頁）。

2.遠傳公司委請獨立專家李孟修○○○出具與聲請人合併、評價基準日為111年2月18日之「合併換股比例合理性意見書」，係採取市價法、資產法評估換股比例合理區間為聲請人每股轉換為遠傳公司0.090311股至0.147421股，上開評估之上限採市價法以控制權溢價18%調整，下限採資產法則未以控制權溢價調整（見商非調卷二第153-181頁）。

	A 商非調 卷二P166	B	C(A*B)	E	D 商非調 卷二P167	F(E/D)

	亞太			亞太	遠傳	換股比例
	市價法	溢價			市價法	
下限	8.0855	1.18	9.5409	9.6202(上限)	65.2567	0.147421
上限	8.1527	1.18	**9.6202**	6.04(下限)	66.8800	0.090311

備註：E欄以資產法評價之6.04元為下限；以市價法加計18%溢價後之9.6202為上限；以亞太公司股價上限除於遠傳公司股價下限、亞太公司股價下限除於遠傳公司股價上限，以求取較大價格區間。

㈣111年2月25日系爭董事會當日聲請人股票收盤價為7.97元，遠傳公司之股票收盤價為69.3元，以系爭合併案換股比例0.0934406計算，遠傳公司以每股6.475元（69.3元×0.0934406之換股比例）合併聲請人。111年4月15日系爭股東會當日聲請人之股票收盤價為6.93元，有聲請人與遠傳公司之日收盤價資料在卷可憑（見商非調卷一第489-492頁）。

六、兩造經本院許可聲明之專家證人提供專業意見如下：

㈠聲請人聲請之專家證人葉疏○○認為蔡文精○○○出具之少數異議股東收買價格合理性意見書（見商非調卷一第245-255頁）採市價法以系爭股東會決議日為評價基準日所建議本件收買股份之公平價格合理價格區間每股6.67元至6.75元，值得參考（見商非卷二第393-394頁）。

㈡葉建中聲請之專家證人馬秀如○○嘗試採用3種評價方法，惟因無法依據評價準則公報之規定覓得可類比公司及可類比交易，致未能以市場法評價，且聲請人及遠傳公司未提供相關資訊致無法以收益法、資產法評價，因此未提供本件公平價格區間之具體數據建議（見商非卷二第201-219頁）。

㈢台哥大公司聲請之專家證人胡湘寧○○○則採市價法（以系爭董事會決議日為評價基準日）及可類比交易法，評價本件收買股份之公平價格區間原為每股為9.33元至9.97元（見商非卷二第137頁），修正後為9.33元至9.82元（見商非卷三第82頁），其採取之3筆可類比交易之重大訊息公告如下：

1.遠傳公司為謀求網路及頻譜資源效益極大化，擬與聲請人就行動通訊業務合作，增加5G競爭力，以維護消費者利益，於

109年9月4日董事會決議通過，以每股10元取得聲請人私募普通股500,000,000股；聲請人董事會亦於同日決議以私募方式辦理現金增資發行普通股，洽遠傳公司應募（下稱聲請人向遠傳私募案），此有遠傳公司及聲請人公告之重大訊息可稽（見商非卷三第363-369頁）。

2. 遠傳公司擬與聲請人就通訊業務進行更廣泛深度合作，於109年9月4日董事會決議通過，擬發行新股受讓鴻海公司持有之部分聲請人股份，以聲請人普通股1股暫定換發遠傳公司普通股0.1551447新股（下稱遠傳與鴻海之換股協議案），此有遠傳公司公告之重大訊息可稽（見商非卷三第109-111頁）。

3. 台哥大公司為擴大營業規模，提升營運績效及競爭力，於110年12月30日董事會決議通過，預計增資發行282,222,106股普通股予台灣之星電信股份有限公司（下稱台灣之星）股東，依企併法等相關規定吸收合併台灣之星，台哥大公司為存續公司（下稱台哥大與台灣之星合併案），此有台哥大公司公告之重大訊息可稽（見商非卷三第97-100頁）。

七、聲請人主張：異議股東之股份收買價格應以股東會決議通過日作為公平價格基準日；依相對人持股比例可知其等對聲請人均不具控制力，不應給予控制權溢價，況聲請人面臨嚴重虧損，控制權溢價可能為負數；參諸國際財務報導準則第13號公報《公允價值衡量》附錄B34(a)規定，本件應僅以市價法為評價方法等語。相對人台哥大公司則以：本件宜以不受併購消息影響之系爭董事會決議日作為公平價格基準日；本件法院所需決定者乃聲請人之公司價值，非特定股東所持有之股份價格，因聲請人有控制股東，以市價法計算其公司整體價值時，自應加計控制權溢價；另應納入聲請人與遠傳公司交換頻段而可整合為40M之2600MHz頻段5G頻譜之價值等語。相對人葉建中以：法院不應逕以股東會決議日之股價作為公平價格，系爭合併案程序存有諸多瑕疵，併購價格亦不足為憑等語，資為抗辯。故本件兩造之爭點在於：㈠本件公

平價格基準日為何？㈡是否應考量控制權溢價？㈢是否應考量聲請人與遠傳公司交換頻段而可整合為40M之2600MHz頻段5G頻譜之價值？㈣宜採用之評價方法及評價特定方法為何？㈤聲請人收買相對人持有其股份之公平價格為何？茲說明如下。

八、本件公平價格基準日宜採111年4月15日系爭股東會決議日：

㈠相對人雖辯稱：股東會決議時，併購資訊已為大眾所知悉，市場交易價格必會趨同於董事會提請議決之併購價格，故不應擇取已受影響之股東會決議日作為公平價格基準日等語，並提出胡湘寧○○○、馬秀如○○之專業意見書為憑（見商非卷二第121-123、183頁）。聲請人則主張：系爭董事會決議通過合併後，聲請人股價下跌實際上原因可能是投資人原本預期就過於樂觀，造成聲請人原來股價偏高，故不能由股價下跌推論系爭董事會通過之合併條件不合理，進而推論系爭股東會決議日之聲請人收盤價格受到不當資訊影響等語，並提出葉疏○○之專業意見書為憑（見商非卷二第392-393頁）。

㈡按「公司法第317條所謂『按當時公平價格，收買其股份』，如為上市股票，依非訟事件法第89條第2項規定（按現行法為第182條第2項），法院得斟酌當地證券交易所實際成交價格核定之，而所謂『當時公平價格』，係指股東會決議之日，該股份之市場價格而言」，此固有最高法院71年度台抗字第212號裁定可資參照。惟細譯判決理由，最高法院除斟酌證券交易所實際成交價格外，另衡酌收購公司與標的公司之每股淨值及合併之換股比例等各項後，認為股東會決議當日證券市場之收盤價格與標的公司之價值相當，因而採認證券市場之收盤價格為異議股東之股份收買價格（見商非卷三第361-362頁）。因此，如片面截取裁定理由「所謂『當時公平價格』，係指股東會決議之日，該股份之市場價格」一語，解釋非訟事件法第182條第2項或企併法第12條第1項規定之「當時公平價格」，一律應以股東會決議日為公

平價格基準日或以當日股價為唯一依據，並非允當，而應依個案事實參酌一切相關因素以為決定。

㈢查遠傳公司董事會前於109年9月4日決議通過，擬發行新股受讓鴻海公司持有之部分聲請人股份，以聲請人普通股1股暫定換發遠傳公司普通股0.1551447新股（參第六㈢2.點），為考量上開遠傳與鴻海之換股協議對聲請人股價之影響，爰計算109年9月4日訊息發布前30個交易日平均股價為7.2407元，訊息發布後30個交易日平均股價為9.8513元（見商非卷三第373-379頁、商非卷四第91-92頁），分別除以聲請人109年上半年度財務報告每股淨值8.56元（見商非卷三第382頁），109年9月4日訊息發布前30個交易日之股價淨值比為0.8459（7.2407/8.56），訊息發布後30個交易日之股價淨值比為1.1509（9.8513/8.56）。可知109年9月4日遠傳公司董事會決議受讓鴻海公司所持有之聲請人股份消息發布前，聲請人股價淨值比0.8459原本偏低，反映投資人對聲請人營運悲觀預期。

㈣另考量111年2月25日系爭董事會決議通過與遠傳公司合併案對聲請人股價影響，爰計算111年2月25日訊息發布前30個交易日平均股價為8.09元，訊息發布後30個交易日平均股價為6.67元（見商非卷三第589-595頁、商非卷四第93-97頁），分別除以聲請人110年第3季財務報告每股淨值7.10元（見商非卷三第386頁），111年2月25日訊息發布前30個交易日之股價淨值比為1.1400（8.0943/7.10），訊息發布後30個交易日之股價淨值比為0.9398（6.6727/7.10），可知系爭合併案消息發布後，聲請人之股價淨值比逐漸回復至低於1之0.9398，趨近於遠傳與鴻海之換股協議消息公布前之股價淨值比0.8459，堪認聲請人主張投資人可能參酌遠傳與鴻海之換股協議而過度期待，並不得逕行反推為系爭合併案之換股比例不當，並非無據。審酌本件前已有遠傳與鴻海之換股協議影響聲請人之股價，依上開分析，本件公平價格基準日宜採111年4月15日系爭股東會決議日，較為允妥。

九、本件依市價法評價時應加計控制權溢價：

㈠聲請人主張：相對人台哥大公司、葉建中、洪朝昇及周曉君僅分別持有聲請人9,717萬985股（持股比例2.2508%）、129萬（持股比例0.02900%）、15萬7,000股（持股比例0.0036%）及5萬股（持股比例0.0012%），其等均對聲請人不具控制力，自無法於本件請求因控制權而生之利益等語，並提出葉疏○○之專業意見書為憑（見商非卷二第385-386頁）。相對人則以：併購係以整間公司為標的進行交易，非僅收買少數股權，故應以企業之完整價值為交易之對價，而不得扣除少數股權折價，此參照美國模範公司法第13.01條關於異議股東收買請求權之公平價格定義第(iii)點「不提列缺乏流通性折價或少數股權折價(without discounting for lack of marketability or minority status)」之規定即明，因聲請人有控制股東，存在減少代理成本之企業價值，計算聲請人之公司整體價值時，自應考量控制權溢價等語，並提出馬秀如○○、胡湘寧○○○之專業意見書為據（見商非卷二第125頁、商非卷三第392頁）。

㈡按修正前評價準則公報第四號《評價流程準則》第3條第3款規定「控制權乃可主導企業之營運、處分或為其他重要決策之能力」（見商非卷二第185頁）。另評價準則公報第十五號《評價方法及評價特定方法》第33條第第2款亦規定：「控制權溢價（有時亦稱為市場參與者收購溢價）與缺乏控制權折價。此適用於反映可類比項目與評價標的間對是否能藉由行使控制而制定決策及能否作出變動之差異。」（見商非卷二第413頁）。關於「控制權溢價」與「缺乏控制權折價（即少數股權折價）」之關係，葉疏○○認為少數股權折價為控制權溢價之反面概念，即少數股權有無法累積以形成控制權移轉之情形，因而致少數股權之平均單價低於能夠造成控制力移轉股權之平均單價（見商非卷二第384頁）。馬秀如○○亦認為少數股東與控制股東相對，少數股東既無權參與公司營運，又處於資訊之弱勢，使其股權之價值降低，

少數股權折價與控制權溢價二者性質相同，實為一體兩面（見商非卷二第187頁）。胡湘寧○○○則以：排除少數股權折價與加計控制權溢價為一體兩面，並可經由公式換算（見商非卷二第125頁）；其並到院證述：計算控制權溢價時，是依照控制權溢價除以不含控制權溢價的股價，計算少數股權折價時，是用控制權溢價金額除以含控制權溢價的股價，故計算出來比例不會一樣，但金額是一樣等語（見商非卷二第458-459、486-488頁），葉疏及馬秀如○○對此並無不同意見（見商非卷二第459頁），故排除少數股權折價與加計控制權溢價實為一體兩面之關係。

㈢異議股東請求收買股份應排除少數股權折價（即加計控制權溢價）：

1. 查法院核定異議股東股份收買請求權之公平價格，除涉及企業評價方法之選擇外，亦受法律價值判斷之影響，此制度係就股份對價公平性之確保設置之權利救濟機制，其不在使異議股東因公司併購而取得利益或遭受損害，而僅係單純客觀反映併購當時之合理權益，已如前述（參第四點之說明）。在異議股東請求收買股份脈絡下判斷是否應加計控制權溢價，可審酌企業是否存在控制股東而有代理成本減省之企業價值，如存在控制股東而屬於企業原本之價值，自應由全體股東共享該控制權溢價。聲請人在系爭合併案決議前即為鴻海公司之子公司，鴻海集團對聲請人有控制力而存在控制股東，此有聲請人及鴻海公司110年財務報告暨會計師查核報告可稽（見商非卷三第397-404頁），足見聲請人之企業價值內含控制權溢價，在本件異議股東請求收買股份脈絡下，應由全體股東共享。聲請人固主張相對人持股不高不具控制力，無從請求因控制權而生之利益，惟此係不具控制力之少數股東在集中交易市場上買賣股份下之意涵（評價標的為「股份」），與異議股東請求收買股份係評價企業價值後按異議股東持股比例核定其股份價值（評價標的為「企

業」），二者核屬有異，本件既屬於後者情形，如有少數股權折價情形存在，自不應提列，而應加回控制權溢價。

2.聲請人援引臺灣臺北地方法院107年度司字第212號案件之鑑定報告主張：依國際評價準則之規範或美國NACVA所引用之美國模範公司法，於訴訟目的下採用公平價值作為價值標準，皆要求不得進行折溢價調整，無論是缺乏市場流通性折價、缺乏控制性折價或控制權溢價，均無須再做價值調整云云（見商非卷三第136-137頁）。惟查，國際評價準則第120.2條提及之美國模範公司法第13.01條關於異議股東收買請求權之公平價格定義第(iii)點係規定「不提列缺乏流通性折價或少數股權折價(without discounting for lack of mar-ketability or minority status)」。該條評論2B則說明：在大多數股份評價案件中，為缺乏流通性或少數股權折價是不適當的，因為大多數引發股權評價的交易是影響整個公司，而這種折價可能會讓大股東利用機會取得被迫接受交易之少數股東的利益，第(iii)點「公允價值」定義採取對公司整體進行評價後給予股東按其持股比例之利益的觀點，而非單獨評價股東持有股份的價值(Valuation discounts for lack of marketability or minority status are inappropriate in most appraisal actions, both because most transactions that trigger appraisal rights affect the corporation as a whole and because such discounts may give the majority the opportunity to take advantage of minority shareholders who have been forced against their will to accept the appraisal-triggering transaction. Clause（iii）of the definition of “fair value” adopts the view that appraisal should generally award a shareholder his or her proportional interest in the corporation after valuing the corporation as a whole,rather than the value of the shareholder’s shares when valued alone.，見商非卷三第392、395

頁）。由於排除少數股權折價與加計控制權溢價為一體兩面之關係，故美國模範公司法第13.01條第(iii)點規定「不提列缺乏流通性折價或少數股權折價」，係指如有少數股權折價情形應加回控制權溢價，如無少數股權折價情形亦不再扣減折價之意，聲請人主張美國模範公司法要求不得進行折溢價調整，顯有誤會。聲請人又援引本院111年度商非字第1號裁定「股份市場價格，應足以完整反映聲請人公司之價值」一語，主張應僅以股價認定公平價格，且不應加計控制權溢價；惟查，本院上開裁定參採併購雙方委請專家出具之股份轉換價格合理性意見書（均以市價法、可類比公司法評價），其中以市價法評價時分別以10.6%至21.5%、14.0%至20.6%之溢價比率調整（見商非卷四第175-179頁），裁定理由另提及股價足以完整反映標的公司價值，係指有公開市場交易價格之公司，得以市價法推估其合理價值，而不參採資產負債表上之每股淨值（見商非卷四第180頁），非指應以單一之市價法評價，或以市價法評價時不必加計控制權溢價，故聲請人之主張，自非足取。

3.是否排除少數股權折價（即加計控制權溢價）因不同評價方法而異：

按評價準則公報第十五號《評價方法及評價特定方法》第33條第2款後段規定：「評價人員應考量控制權溢價與缺乏控制權折價之情況包括：(1)公開市場交易之股份通常因缺乏控制權而未能制定與公司營運有關之決策。因此當評價人員採用可類比公司法評價屬控制權益之評價標的時，考量控制權溢價可能係屬適當。(2)可類比交易法下之可類比交易通常反映控制權益之交易。當評價人員採用該方法評價屬非控制權益之評價標的時，考量缺乏控制權折價可能係屬適當。」（見商非卷二第413頁）。由於本件以市場法下之「市價法」、「可類比交易法」進行評價（詳如下述第□點），故僅就此二評價特定方法是否應排除少數股權折價（即加計控制權溢價）為說明。查市價法或可類比公司法均

因參採集中交易市場上之股票交易價格，而屬不具控制力之股份買賣，以之評價屬控制權益之評價標的時，應加計控制權溢價；採可類比交易法評價時，由於可類比交易通常屬控制權益交易，故如欲參採為不具控制權之評價標的，則應消除控制權溢價，惟仍應視可類比交易是否屬控制權益交易而定，此乃評價準則公報使用「考量缺乏控制權折價可能係屬適當」（「考量」意指評價人員應考量後決定是否加計、排除，非指一律應予加計或排除之意）用語之真意。

4. 聲請人固主張評價準則公報第十五號《評價方法及評價特定方法》第33條第2款第1目規定係以評價「控制權益」為前提，與本件係評價「非控制權益」之少數股權情形不同，無該條款之適用云云（見商非卷三第141頁）。惟查，異議股東請求收買股份，法院係評價企業價值後，按異議股東持股比例核定其股份價值，其評價標的為「企業」而非「股份」，因聲請人有控制股東，其企業價值內含控制權溢價，從而以市價法評價聲請人之企業價值時，因屬控制權益，依前揭規定，加計控制權溢價自屬適當，聲請人主張本件評價標的為「非控制權益」之少數股份，容有誤解。又聲請人因有控制股東而存在代理成本減省之企業價值，縱為公開資訊，亦無礙少數股權在公開市場交易之價格因缺乏控制權而折價之結果，聲請人主張投資人知悉其有控制股東之資訊已反映於股價，進而主張採市價法仍無庸加計控制權溢價（見商非卷三第146頁），為不可採。

5. 聲請人再主張其面臨嚴重虧損，控制權溢價可能為負數，並提出陳慈堅○○○出具之換股比例合理性獨立專家意見書為憑（參第五㈢1.點兩造不爭執事項）。查陳慈堅○○○依據證交所函在其專家意見書補充說明「本會計師依初步分析所得，擬建議將控制權溢價率設在平均值約15%；惟經與管理當局討論後，考量未來亞太電信營運狀況不佳，且預估於112年度將面臨亞太電信淨值將低於股本的1/2，…若股票交易列為全額交割股，將造成股票流動性差，致使股價下跌，並

同時影響債信…。另亞太電信在電信市場激烈競爭下，由於未達經濟規模，致使長年虧損，股價低於面值，無法於短期內改善，投資人投資意願低，籌資管道資金成本高，經考量以上因素，本會計師將控制權溢價與未來預期之不利因素綜合考量後，故未將控制權溢價調整列於意見書中說明」等語（見商非調卷一第262頁）。足見陳慈堅○○○以市價法評價時未加計控制權溢價係因與聲請人討論後，將「未來」預期之不利因素納入考量，惟其既未採取收益法評價，將未來預期之不利因素納入考量，難認合理，更與企併法第12條第1項規定之「當時」公平價格扞格。另按關係人應協力於事實及證據之調查，非訟事件法第32條第4項定有明文，此規定依商業事件審理法第19條之規定於商業非訟事件亦適用之。查聲請人提出陳慈堅○○○出具之換股比例合理性獨立專家意見書（參第五㈢1.點兩造不爭執事項）、蔡文精○○○出具之少數異議股東收買價格合理性意見書（見商非調卷一第245-255頁），均未以收益法、資產法進行評價以提供公平價格之合理區間，聲請人於本件程序進行中亦未提供相關資訊予專家證人以利其等採用收益法、資產法進行評價，其甚至具狀表示不宜採用收益法及資產法評價（見商非卷三第149頁），而聲請人面臨虧損，控制權溢價可能為負數之主張復與收益法、資產法攸關，而與市價法之控制權溢價無涉，其既未盡協力義務以利事實及證據之調查，此部分之主張即無從審酌。

6. 聲請人雖主張評價準則公報第十五號《評價方法及評價特定方法》係於系爭合併案後之112年6月30日實施，本件無該號公報之適用，不應依該號公報第33條第2款規定加計控制權溢價云云（見商非卷三第537頁）。查財團法人中華民國會計研究發展基金會發布評價準則公報之目的在規範及提升評價之品質，俾使評價結果能允當反映評價標的之經濟價值（見商非卷三第597頁），評價準則公報第十五號雖發布在系爭合併案後，惟係參採國際慣用方法等一般公認估價或評

價方法訂定，依證交所與中華民國證券櫃檯買賣中心共同制定並發布之「專家出具意見書實務指引」（中華民國會計師公會全國聯合會自111年起援為會計師出具專家意見書之自律規範）第3條規定專家受託出具意見書應參酌不動產估價技術規則、評價準則公報或國際慣用方法辦理（見商非卷三第599-602頁），胡相寧○○○援引參酌評價準則公報第十五號規定以允當反映評價標的之價值，應屬妥適。何況評價準則公報第十一號《企業之評價》第15條已規定：「評價人員執行企業評價時，在形成價值結論前，應考量控制權及市場流通性等因素對評價之影響，並於評價報告中敘明所作溢折價調整之依據及理由。」、專家出具意見書實務指引第12條第1項第6款亦規定：「專家於形成意見書結論時，應依所適用情況評估調整前之價值，及所作之各項折、溢價調整之理由、依據、攸關性及適當性是否遵循相關規範」（見商非卷三第604、616頁），換言之，在形成企業評價之價值結論前本應考量折溢價並敘明調整之依據及理由，故聲請人以評價準則公報第十五號發布在後，不得為本件加計控制權溢價之依據，自非可採。

十、聲請人與遠傳公司交換頻段而可整合為40M之2600MHz頻段5G頻譜之價值，無從納入考量：

台哥大公司辯稱聲請人董事會於109年11月5日決議通過與遠傳公司交換頻段（參第五㈠點兩造不爭執事項），而可整合為40M之2600MHz頻段5G頻譜，則在衡量本件公平價格時，應將上開頻譜價值納入，並提出依聲請人財務報告估算、按台灣之星標金換算、由遠傳公司承認以3.5G標金計算聲請人頻段價值等3種算法，據以估計交換頻段聲請人資產重估後每股可增加2.35元左右之價值等語（見商非調卷二第301-309頁）。查胡湘寧○○○認為市場法及收益法均不需對個別資產評價，僅有資產法需要計算單一資產的價值，此有其專業意見書可查（見商非卷二第129頁）。馬秀如○○則認為採資產法評價時應納入考量聲請人所持2600MHz頻段40M價值，

採收益法評價時因已反應於現金流量，採市場法評價時則因價格已隱含此價值預期，均毋須額外調整，並以台哥大公司所提3種計算頻譜價值方法隱含假設，係該頻段及相關資產已構成現金產生單位，如假設成立，其構成現金產生單位，則能基於增加之現金流量而採用收益法進行評估，此亦有其專業意見書足稽（見商非卷二第197、199頁）。此外，聲請人迄今未向NCC辦理網路設置計畫變更，未經NCC同意得將換頻之頻段改作5G服務應用，亦未投入任何成本替換機器設備或電腦軟體以升級為5G服務應用，由於尚未構成現金產生單位無從以收益法評價，參以本件評價目的為訴訟目的，以尚未構成現金產生單位之假設來評價將生爭議，此經馬秀如○○證述在卷（見商非卷二第469頁），且兩造聲請之專家均未以收益法或資產法進行評價，故台哥大公司主張應將聲請人因換頻取得之頻譜價值納入衡量，難為可採。

□、本件宜採用之評價方法及評價特定方法部分：

㈠聲請人主張應僅以市價法進行評價。相對人均抗辯不應只以單一之市價法評價聲請人之公司價值，台哥大公司更辯稱應以聲請人向遠傳私募案、遠傳與鴻海之換股協議、台哥大與台灣之星合併案為可類比交易進行評價，並提出胡湘寧○○○之專業意見書為證（參第六㈢點）。查企併法第12條第12項準用非訟事件法第182條第2項、商業事件審理細則第40條第2項均規定收買股份為上市或上櫃股票者，法院得斟酌證券交易實際成交價格核定之，故兩造主張以市價法評價，核無不合。次查，評價準則公報第十一號《企業之評價》第13條規定：「評價人員執行企業評價時，應採用兩種以上之評價方法。如僅採用單一之評價方法，應有充分理由，並於評價報告中敘明。」（見商非卷三第615-616頁），聲請人雖援引國際財務報導準則第13號公報《公允價值衡量》附錄B34(a)關於評價技術之輸入值記載「於集中市場，收盤價為輕易可得且通常代表公允價值」等語為據，主張應只以市價法為評價方法，惟財務報導目的與訴訟目的之評價目的不同，

且財務報導目的之公允價值不全然等同於異議股東請求收買股份脈絡下之公平價格，二者評價目的、價值標準既屬有異，自非僅採用單一評價方法之充分理由，故本件依兩造協力調查事實證據及卷證資料，爰採「市價法」及「可類比交易法」為評價特定方法。

㈡採「可類比交易法」之可類比交易部分：

1.聲請人向遠傳私募案非屬可類比交易（參第六㈢1.點）：

台哥大公司雖辯以聲請人向遠傳私募案為可類比交易等語。惟公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項（下稱私募應注意事項）第二㈡1.點規定，上市公司私募之參考價格以下列二基準計算價格較高者定之：「⑴定價日前1、3或5個營業日擇一計算普通股收盤價簡單算數平均數扣除無償配股除權及配息，並加回減資反除權後之股價。⑵定價日前30個營業日普通股收盤價簡單算數平均數扣除無償配股除權及配息，並加回減資反除權後之股價。」，可知私募參考價格係依市價為基礎計算；另私募應注意事項第七點規定：「上市或上櫃公司辦理私募有價證券及嗣後所配發、轉換或認購之有價證券，應自該私募有價證券交付日起滿3年後，先取具證交所或櫃檯買賣中心核發符合上市或上櫃標準之同意函，始得向本會申報補辦公開發行。」，因私募有價證券3年內無法於公開市場交易，故通常應考量流動性折價。經查，聲請人向遠傳私募案經雙方董事會於109年9月4日決議通過後（參第六㈢1.點），於110年4月22日經聲請人股東臨時會決議通過授權董事會辦理，聲請人於同年5月6日公告董事會決議110年第一次私募普通股發行價格為10元，未低於參考價格9.79元之八成，反係參考價格之102.15%，此有重大訊息及私募有價證券申報作業資料可參（見商非卷三第413頁、商非調卷一第501-504頁），遠傳公司認購聲請人流動性較低之私募普通股價格，反較具流動性普通股市價為高，並非常態，審酌應募人遠傳公司為策略性投資人，雙方係為加強公司業務合作，強化公司未來營運所需技術及擴大市場（見

商非卷三第417頁），始有高於參考價格及市價之私募價格，胡湘寧○○○亦肯認聲請人向遠傳私募案可能包含策略性溢價（見商非卷二第465、498頁），馬秀如○○參照評價準則公報第十五號《評價方法及評價特定方法》第23條關於選擇可類比交易原則檢視聲請人向遠傳私募案，亦認為聲請人向遠傳私募案非屬可類比交易（見商非卷二第215頁）。胡湘寧○○○嗣後雖以聲請人向遠傳私募案可能包含策略性投資溢價，因此不另調整缺乏流通性折價，將二者相互抵銷另行計算價格區間（見商非卷三第81-82頁），惟不提列流通性折價仍含策略性投資溢價，此二相抵銷之權宜算法，無從使不可類比之交易轉化為可類比交易，爰剔除聲請人向遠傳私募案為可類比交易之資訊。

2. 遠傳與鴻海之換股協議案為可類比交易（參第六㈢2.點）：聲請人雖主張遠傳與鴻海之換股協議並非已實際完成之交易，不可類比等語。查遠傳公司與鴻海公司於109年9月4日簽訂換股協議，嗣後雖因系爭合併案而暫緩履行換股協議，雙方並合意聲請人與遠傳公司合併後換股協議即為終止（見商非調卷一第459頁），惟此不影響換股協議已成立生效而為可類比交易。且評價準則公報第十五號《評價方法及評價特定方法》第18條規定：「當所考量之可類比交易涉及評價標的時，此種方法通常稱為先前交易法。」（見商非卷二第407頁），再依同號公報第23條關於選擇可類比交易原則檢視遠傳與鴻海之換股協議可知，此先前交易之換股標的為聲請人之股份，依第八㈢㈣點之說明可知系爭董事會時聲請人之股價淨值比大於1，尚未回復至遠傳與鴻海之換股協議消息公布前之股價淨值比0.8459，足見該筆交易時間距本件評價基準日尚非久遠，遠傳公司與鴻海公司間非關係人（見商非卷三第109頁），交易資訊來源公開，反映當時市場環境等，將其納入可類比交易，較僅參採台哥大與台灣之星合併案之單一交易為佳，爰將遠傳與鴻海之換股協議案列為可類比交易。

3.台哥大與台灣之星合併案為可類比交易(參第六㈢3.點)：

聲請人復主張台哥大與台灣之星合併案與異議股東收買價格程序不同，不可類比等語。惟查，聲請人所提出陳慈堅○○○出具之「股份轉換之換股比例合理性獨立專家意見書」亦將台哥大與台灣之星合併案列為可類比交易，馬秀如○○依評價準則公報第十五號第23條規定之原則選擇可類比交易，7項原則符合其中5項，足見並非如聲請人向遠傳私募案完全不可類比，此有其專業意見書可稽（見商非卷二第215頁），且將其納入可類比交易，較僅參採遠傳與鴻海之換股協議案之單一交易為佳，爰將台哥大與台灣之星合併案列為可類比交易。

□、聲請人收買相對人持有其股份之公平價格為每股7.95元：

查異議股東請求收買股份之「公平價格」係指標的公司股份不受合併交易影響所具有的價值，在併購程序之公平性未獲確保無從以併購價格核定公平價格，而需參照其他因素或以評價方法核定標的公司未受合併影響之企業價值時，固須擇定評價基準日以利進行評價，惟此乃指在評價基準日覓得最佳評價所需資訊，例如採取市場法之可類比交易法係依歷史價格、財務報告是參照可取得最近期之公開資訊，此有專家證人胡湘寧○○○在本院之陳述可稽（見商非卷二第457頁）。聲請人雖主張應以線性方式推估其公司淨值，不應以最近期財務報告為據（見商非卷四第85-86頁），惟線性推估具爭議性（見商非卷二第458頁），淨值復非核定公平價格唯一之資訊，聲請人既未依非訟事件法第32條第4項規定提出系爭董事會、股東會當日之資產負債表及線性推估資料，且於本院踐行事實及證據調查完畢後更異主張（見商非卷二第457-458頁、商非卷四第85-86頁），因其未盡協力義務且遲延程序進行而不可採，爰以系爭股東會決議日為公平價格基準日，以該日可取得最近期之財務報告或公開資訊，採「市價法」評價時排除少數股權折價（即加計控制權溢價），採「可類比交易法」評價則剔除非可類比之聲請人向

遠傳私募案交易，以遠傳與鴻海之換股協議、台哥大與台灣之星合併案2筆可類比交易，計算核定本件公平價格如下：

㈠市價法：

1.採市價法宜以未受109年9月4日遠傳與鴻海之換股協議重大消息影響之系爭股東會決議日為評價基準日，已如第八點所述，以111年4月15日系爭股東會前10日、20日、30日之平均收盤價計算，分別為6.75元、6.71元、6.67元（參商非卷四第95頁）。至於控制權溢價，胡湘寧○○○依Fact/Set Control Premium Study（下稱Fact/Set資料庫）蒐尋通訊同業於台灣、日本、中國及南韓歷年友善非敵意併購案股權的控制權溢價中位數為18.8%（見商非卷二第133、147頁、商非卷三第77-79頁），胡湘寧○○○為驗證上開溢價比例之可靠性，再以台灣股市公開收購交易之控制權溢酬中位數為19.62%，與經由上開資庫查詢的資料結果，暨系爭合併案遠傳公司委請之李孟修○○○出具之換股比例合理性意見書建議之收購溢價率18%均相當（參第五㈢2.兩造不爭執事項，見商非卷二第149、463頁、商非調卷二第176頁）。故本院認為加計18.8%之控制權溢價，應屬允妥。

2.前述控制權溢價18.8%主要來自Fact/Set資料庫14筆併購交易之中位數，即被併購標的Invoice,Inc.及Taiwan Fixed Network Co.,Ltd.(台灣固網股份有限公司，下稱台灣固網）等2筆交易控制權溢酬19.0%及18.6%之平均數（見商非卷三第77-79頁）。其中台哥大公司之孫公司台信國際電信股份有限公司以每股8.3元收購台灣固網之交易，依台灣固網興櫃平均價格核算控制權溢價為20.12%（〈8.3-6.91〉/6.91，見商非卷三第425-429頁），與上開資料庫記載之控制權溢價18.6%差距尚非重大。另參閱台灣固網91年至95年財務資料，各年度營業損失介於7.8億元至15.56億元之間，稅前淨利主要來自採權益法認列之投資利益，且95年度尚因通訊市場價格競爭激烈，新通訊技術成熟後形成跳躍式發展及IP技術與網路取代傳統交換機設備，認列鉅額減損損失44.22

億元之情事，有台灣固網95年股東會年報可參（見商非卷三第433-434頁），以此樣本觀之，尚未發現有顯與聲請人經營狀況迥異而不得類比之情事。故聲請人主張胡湘寧○○○未考量其為虧損公司，加計18.8%控制權溢價過高，尚非可取。

3.承上，以系爭股東會為評價基準日採市價法加計18.8%之控制權溢價計算本件每股公平價格介於7.92元至8.02元之間，中位數為7.91元（參附表二）。

㈡可類比交易法：

1.評價準則公報第十五號《評價方法及評價特定方法》第20條規定：「可類比交易法可使用各種不同之可類比資料依據（亦稱為比較單位）構成比較之基礎。例如，常用於企業評價之比較單位包括息前稅前折舊攤銷前盈餘乘數、盈餘乘數、收入乘數及帳面價值乘數。」（見商非卷二第408頁）。胡湘寧○○○提出之專業意見書採取可類比交易之帳面價值乘數（即股權價值淨值比），其先排除可類比交易之控制權溢價，排除比例則以Fact/Set資料庫查得之控制權溢價18.8%（即少數股權折價15.8%）為據，再除以可類比交易之標的公司最近期淨值，以此計出該可類比交易之股權價值淨值比，再將此股權價值淨值比乘以聲請人之最近期淨值，據以計算聲請人之股權價值後，再加回上開18.8%之控制權溢價。經詢何以不逕採可類比交易內含之控制權溢價，胡湘寧○○○證述：資料庫資料比單一併購案之可類比交易可靠等語在卷（見商非卷二第461-462、465頁）。惟查，可類比交易法係使用與評價標的相同或類似項目之交易資訊，以得出價值估計，遠傳與鴻海之換股協議、台哥大公司與台灣之星合併案之可類比交易均屬反映控制權益之交易（見商非卷三第435-437頁、第397-404頁），已含控制權溢價，既利用可類比交易法評價，自宜參採可類比交易已含之控制權溢價，爰調整胡湘寧○○○上開計算方式，逕採可類比交易之控制權溢價。

2.茲以系爭股東會決議日為基準日，依據台哥大公司與台灣之星合併案、遠傳與鴻海之換股協議此2筆可類比交易的股權價值淨值比，據以計算本件收買股份之合理價格如下：

⑴台哥大公司與台灣之星合併案：

台哥大公司董事會於110年12月30日決議通過，預計增資發行282,222,106股普通股予台灣之星股東，依企併法等相關規定吸收合併台灣之星（參第六㈢3.點），以當日台哥大公司股票收盤價100元（見商非卷三第439頁）推算此合併案交易價格即台灣之星隱含總市值為28,222,210,600元（282,222,106股×100元/股），除以台灣之星最近期淨值22,062,409,000元（見商非卷二第501頁、商非卷三第94頁），計出此可類比交易之股權價值淨值比為1.2792，以此帳面價值乘數乘以聲請人111年第1季財務報表所示淨值27,774,647,000元（見商非卷三第450頁），據以估算聲請人之股權價值上緣為35,529,328,442元。再除以系爭股東會當日聲請人已發行股份總數4,317,196,399股，計出聲請人含控制權溢價之股份價值上緣為8.23元（參附表三之一）。

⑵遠傳與鴻海之換股協議案：

遠傳公司董事會於109年9月4日決議通過，擬發行新股受讓鴻海公司持有之部份聲請人股份，以聲請人普通股1股暫定換發遠傳公司普通股0.1551447新股（參第六㈢2.點），以此換股比例乘以遠傳公司當日股票收盤價每股60.8元（見商非卷三第455頁），計算換股協議之交易價格即聲請人之每股市值為9.43元（0.1551447×60.8），再乘以聲請人110年9月向遠傳公司私募500,000,000股後之已發行股份總數4,317,196,399股（見商非卷三第457頁，以110年9月亞太私募增資發行新股後之已發行股份總數計算，係因109年9月4日同日辦理私募及換股，換股比例應已考量增資股數），據以估算聲請人隱含總市值為40,723,240,522元；再除以聲請人109年度第2季財務報告之淨

值32,668,848,000元（見商非卷三第460頁），計出此可類比交易之股權價值淨值比為1.2465，以此帳面價值乘數乘以聲請人111年第1季財務報表所示淨值27,774,647,000元（見商非卷三第450頁），據以估算聲請人之股權價值下緣為34,621,097,486元。再除以系爭股東會當日聲請人已發行股份總數4,317,196,399股，計出含控制權溢價之股份價值下緣為8.02元（參附表三之二）。

⑶綜上，以系爭股東會為公平價格基準日，採可類比交易法之帳面價值乘數即股權價值淨值比（內含可類比交易之控制權溢價），計算本件每股公平價格介於8.02元至8.23元之間，平均數為8.12元（參附表三之三）。

㈢價值結論：

評價準則公報第十五號《評價方法及評價特定方法》第9條規定：「並無單一評價方法或評價特定方法可適用於所有情況，但活絡市場之價格資訊通常被視為評價標的價值之最有力證據。」（見商非卷二第405-406頁），爰參照胡湘寧○○○之建議，給予市價法80%之權重，給予可類比交易法20%之權重，並以價格區間及單一價格表達（見商非卷二第135頁）如附表四所示，即價格區間為7.94元至8.06元之間，單一價格為7.95元。審酌上開價格介於遠傳公司委請之李孟修○○○就系爭合併案出具之意見書價格下限6.04元與上限9.62元之間（參第五㈢2.點兩造不爭執事項），爰核定相對人請求聲請人收買股份之公平價格為每股7.95元。

□、末查，聲請人主張其以退出電信產業之立場與遠傳公司進行談判，可見聲請人經營團隊與所有股東之立場均為一致，系爭合併案併購價格應得作為本件價格之參考依據等語。經查，聲請人股東寶鑫國際投資股份有限公司（下稱寶鑫公司，鴻海公司之子公司）於系爭合併交易完成後，得將其等原持有之聲請人股份轉為遠傳公司之股份，此與聲請人之其餘普通股股東得出脫原持有之聲請人股份、取得遠傳公司之股份，並無不同，寶鑫公司指派之3名法人代表董事即聲請

人董事長陳鵬、董事龔文霖及趙元瀚就系爭合併交易並非有利害關係而無不具獨立性之情形；然系爭合併案仍有董事李和音未於董事會說明其自身利害關係之重要內容、未使股東在系爭股東會開會之一定合理期間前，及時獲取有利害關係之董事資訊以及股份對價計算所憑依據等完整資訊；聲請人提出之換股比例合理性意見書之獨立專家並非由聲請人審計委員會委任，聲請人之審計委員會、董事會無充分時間審閱換股比例合理性意見書，就系爭合併交易進行審議時未獲得充足之評估建議等情形，此有本院111年度商訴字第13號判決在卷可參（見商非卷三第475-477、478-481頁），在本件併購程序之公平性未獲確保情況下，尚無從逕以系爭合併案之併購價格核定公平價格，關於聲請人主張大股東未取得控制權溢價，何來分享予相對人之論點，亦因此無從審酌。又資產負債表並不足以表彰各該資產於現在之實際價值，僅得作為判斷時之參考，每股淨值亦非衡量股份價值之準確標準，僅為影響證券價格因素之一，故聲請人主張其111年第1季淨值6.43元（參第五㈡點兩造不爭執事項），應作為本件公平價格之依據，礙難採酌。

□、綜上所述，本件評價基準日宜採111年4月15日系爭股東會決議日，依市價法評價時應排除少數股權折價（即加計控制權溢價），依可類比交易法則因可類比交易已隱含控制權溢價，故不再重複加計，本院綜合參酌證券交易實際成交價格、遠傳與鴻海之換股協議案、台哥大與台灣之星合併案此2筆可類比交易，以及葉疏、胡湘寧、馬秀如3位專家之專業意見，認兩造主張之收買價格均非允當，而核定聲請人收買相對人持有聲請人股份之價格應為每股新臺幣7.95元，爰裁定如主文第1項所示。

□、依企業併購法第12條第13項、商業事件審理法第67條第3項，裁定如主文。

中　　華　　民　　國　　112　　年　　10　　月　　31　　日

商業庭

審判長法　官　林欣蓉

法　官　林昌義

法　官　吳靜怡

以上正本係照原本作成。

如不服本裁定，應於送達後10日內向本院提出抗告狀，並繳納抗告費新臺幣1,000元。

中　　華　　民　　國　　112　　年　　11　　月　　1　　日

書記官　程翠璇

附表一

		A	B	C	D(C-A)	E(A*B)	F	G(A*C)	H(G-E)或(A*D)
編號	相對人姓名/名稱	相對人持有及繳存股數	聲請人主張每股價格	相對人請求收買之每股價格	價差	聲請人主張總金額	聲請人匯款金額	相對人主張總金額	價款差價
1	台哥大公司	97,170,985	6.93	11.5	4.57	673,394,926	671,374,742	1,117,466,328	444,071,401
2	周曉君	50,000	6.93	10	3.07	346,500	345,461	500,000	153,500
3	葉建中	1,290,000	6.93	11.21	4.28	8,939,700	8,912,881	14,460,900	5,521,200
4	洪朝昇	157,000	6.93	9.55	2.62	1,088,010	1,084,746	1,499,350	411,340
		98,667,985				683,769,136	681,717,830	1,133,926,578	450,157,441

附表二：以市價法計算公平價格區間

	A	B(A*0.188)	C(A+B)	
	系爭股東會前亞太股票均價	**排除15.8%少數股權折價即加計18.8%控制權溢價**	**市價法之公平價格加計18.8%控制權溢**	
前10日均價	6.75	1.27	8.02	**(每股公平價格上緣)**
前20日均價	6.71	1.26	7.97	
前30日均價	6.67	1.25	7.92	**(每股公平價格下緣)**
系爭股東會前30日股價中位	6.66	1.25	7.91	**(每股公平價格中位數)**

附註1：公平價格基準日為111年4月15日系爭股東會決議日

附註2：系爭股東會前10日、20日、30日均價及股價中位數參見商非卷四第95頁

附註3：排除15.8%少數股權折價即加計18.8%控制權溢價係參採胡湘寧　　蒐尋Fact/Set資料庫資訊之中位數

附表三：以市場法之可類比交易法計算公平價格區間

（詳次頁）

附表四：公平價格之結論

一、以價格區間表達

	A	B	C	D(A*C)	E(B*C)
	下緣	**上緣**	**權重**	**公平價格下緣**	**公平價格上緣**
市價法	7.92	8.02	80%	6.34	6.42
可類比交易法	8.02	8.23	20%	1.60	1.65
每股公平價格				7.94	8.06

二、以單一金額表達

	A	B	C(A*B)
	中位數平均數	**權重**	
市價法	7.91	80%	6.33
可類比交易法	8.12	20%	1.62
每股公平價格			7.95