

01 智慧財產及商業法院民事裁定

02 113年度商非更一字第1號

03 聲 請 人 遠傳電信股份有限公司  
04 (即亞太電信股份有限公司之承受程序人)

05 法定代理人 徐旭東  
06 代 理 人 林繼恆律師  
07 余振國律師  
08 高偉傑律師  
09 吳佳霖律師  
10 相 對 人 台灣大哥大股份有限公司

11 法定代理人 蔡明忠  
12 代 理 人 黃朝琮律師  
13 林煒倫律師  
14 相 對 人 葉建中  
15 代 理 人 陳翊心律師  
16 相 對 人 周曉君

17 廖寶蓮 (即洪朝昇之承受程序人)

18 洪浩華 (即洪朝昇之承受程序人)

19 洪韻珊 (即洪朝昇之承受程序人)

20 上列當事人間聲請裁定收買股份價格事件，前經本院112年度商  
21 非字第2號裁定後，經最高法院113年度台抗字第10號廢棄發回，

01 本院裁定如下：

02 主 文

03 聲請人收買相對人持有亞太電信股份有限公司股份之價格應為每  
04 股新臺幣柒點捌肆元。

05 聲請程序費用由聲請人負擔。

06 理 由

07 壹、程序方面：

08 一、原聲請人亞太電信股份有限公司（下稱亞太公司）與遠傳電  
09 信股份有限公司（下稱遠傳公司）合併，遠傳公司為存續公  
10 司，其法定代理人為徐旭東，已依法聲明承受本件程序，有  
11 聲明承受狀、經濟部准予合併解散及變更登記函在卷可查  
12 （見最高法院卷第159-165頁）。原相對人洪朝昇於民國113  
13 年1月20日死亡，相對人廖寶蓮、洪浩華、洪韻珊為其繼承  
14 人（下稱廖寶蓮等3人），有繼承系統表、除戶及全體繼承  
15 人戶籍謄本可按（見商非更一卷第115-121頁），並經遠傳  
16 公司依商業事件審理法第19條適用非訟事件法第35條之1準  
17 用民事訴訟法第175條第2項規定聲明承受本件程序（見商非  
18 更一卷第145-146頁）。

19 二、本件係由亞太公司依修正前企業併購法（下稱企併法）第12  
20 條第6項規定，以全體未達成協議之股東為相對人，聲請法  
21 院為價格之裁定，亞太公司於聲請時及調解程序中已提出會  
22 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  
23 87-147頁）、蔡文精000出具之少數異議股東收買價格合  
24 理性意見書、陳慈堅000出具之換股比例合理性獨立專家  
25 意見書（見商非調卷一第245-255、256-264頁），使股東得  
26 悉公司評估價格之依據，與非訟事件法第182條第1項規範由  
27 股東依公司法規定聲請法院裁定收買股份價格之情形不同。  
28 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  
29 段分別規定：「法院為價格之裁定前，應使聲請人與相對人  
30 有陳述意見之機會。」、「公司法及企業併購法所定股東或  
31 公司聲請法院為收買股份價格之裁定事件，法院為裁定前，

01 應使聲請人與相對人有陳述意見之機會。」，亞太公司之法  
02 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  
03 第197、215、461、511、517頁），聲請人及相對人台灣大  
04 哥大股份有限公司（下稱台哥大公司）、葉建中（下逕稱其  
05 名）亦均委任律師為代理人到庭及具狀表示意見，且均經本  
06 院許可聲明專家證人提供專業意見（見商非卷一第451  
07 頁），已達成法院以調查訊問方式釐清及確認事實、取得證  
08 據之目的。復因商業事件應由律師強制代理，本院於113年7  
09 月30日裁定命相對人周曉君、廖寶蓮等3人（下合稱周曉君  
10 等4人，與其餘相對人合稱相對人）應於5日內補正委任律師  
11 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  
12 均於113年8月1日收受裁定（見商非更一卷第385-391頁），  
13 迄未補正，惟本院訊問期日已合法通知周曉君等4人應偕同  
14 或委任律師到庭（見商非更一卷第93、153-157頁），雖其  
15 等仍未委任律師為程序代理人陳述意見，然本件業依企併  
16 法、商業事件審理法之上開規定，賦與兩造陳述意見之機  
17 會，合先敘明。

18 貳、實體方面：

19 一、聲請意旨略以：

20 (一)亞太公司於111年2月25日召開董事會（下稱系爭董事會），  
21 於111年4月15日召集股東臨時會（下稱系爭股東會），決議  
22 通過與遠傳公司以吸收合併方式合併（下稱系爭合併案），  
23 由遠傳公司為存續公司，亞太公司為消滅公司。相對人為亞  
24 太公司之股東，分別持有亞太公司普通股股數如附表一所  
25 示，其等於系爭股東會集會前或集會中，以書面表示異議，  
26 或以口頭表示異議經記錄，並放棄表決權，且於系爭股東會  
27 決議日起20日內提出請求收買股份函，並向亞太公司指定之  
28 股務代理機構交存股票。亞太公司考量相對人及其餘股東最  
29 大利益，以系爭股東會當日收盤價即每股新臺幣（下同）6.  
30 93元作為收買價格。惟亞太公司與相對人協商後，仍未能於  
31 系爭股東會決議日起60日內達成價格協議，亞太公司已於11

01 1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  
02 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  
03 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  
04 份收買價格之裁定。

05 (二)系爭合併案之換股比例係亞太公司經營團隊為確保股東權  
06 益，與遠傳公司協商後所爭取到之最大價值，經營團隊與所  
07 有股東立場一致，合併條件並無獨厚任何股東情形，聲請人  
08 主張以每股6.93元收買相對人股份，已高於併購價格6.475  
09 元，應屬合理。由卷附「亞太股價與類股指數間之關係圖」  
10 及葉疏、馬嘉應00之專業意見可知，111年4月15日系爭股  
11 東會決議日當時亞太公司股價未受不當影響，應以該日作為  
12 公平價格基準日，且應以市價法為唯一評價方法。台哥大公  
13 司專家證人提出之3筆類比交易與系爭合併案均不具有類似  
14 性，無法作為可類比交易，縱認為可類比，計算方式應予修  
15 正。本件評價標的為少數股東之股份，不應加計控制權溢  
16 價；胡湘寧000就控制權溢價數額所依憑之Fact/Set Con  
17 trol Premium Study（下稱Fact/Set資料庫）及我國公開收  
18 購交易資訊均有不當，不得作為本件溢價判斷依據；縱認本  
19 件應考量控制權溢價，仍應斟酌亞太公司虧損之實際經營情  
20 況，不得逕以其他併購交易之中位數作為認定依據。

## 21 二、相對人陳述意見略以：

22 (一)台哥大公司以：亞太公司之系爭董事會及股東會並非在充分  
23 資訊下就合併對價為評估，故併購價格無由作為本件公平價  
24 格之參考。股東會決議時，併購資訊已為大眾所知悉，故不  
25 應擇取已受併購交易影響之股東會決議日作為公平價格基準  
26 日，應以最後不受影響之系爭董事會決議日為公平價格基準  
27 日。本件法院所需決定者乃亞太公司「企業權益之全部」價  
28 值，再以此計算異議股東在繼續經營情況下按持股比例可以  
29 獲得之該部分價值，而非股東持有股份之價格，因鴻海精密  
30 工業股份有限公司（下稱鴻海公司）為亞太公司之控制股  
31 東，計算亞太公司「企業權益之全部」價值且使用市價法評

01 價時，需加計控制權溢價。胡湘寧 0 0 0 所使用 Fact/Set 資  
02 料庫合於評價準則公報第十五號《評價方法及評價特定方  
03 法》第 33 條第 2 款規定，自得作為控制權溢價得比較觀察之  
04 基礎。另遵循最高法院發回意旨，在設定蒐尋條件為「交易  
05 公告期間：2000/1/1-2022/2/25」、「交易目的：策略及財  
06 務目的」、「營業收入：小於美金 4,200,000 仟元」、「交  
07 易規模：小於美金 3,000,000 仟元」（與亞太公司營業收  
08 入、系爭合併案之交易規模相當）等，重新於 Fact/Set 資料  
09 庫查詢後，得到相同結果之 14 筆併購交易（下稱系爭 14 筆控  
10 制權溢價併購交易），再以盒鬚圖檢驗僅有 1 筆屬異常值，  
11 而以統計方法上不受極端值影響的中位數法認定本件控制權  
12 溢價為 18.8%，係屬合理；又胡湘寧 0 0 0 另陳列 17 筆我國  
13 公開收購交易控制權溢酬（下稱我國 17 筆公開收購控制權溢  
14 價），其目的僅在於驗證上開 18.8% 控制權溢價未偏離我國  
15 資本市場狀況而具合理性。關於 109 年 9 月 4 日亞太公司董事  
16 會決議通過以每股 10 元向遠傳公司私募案之可類比交易，因  
17 私募股份繳納股款完成日為 110 年 9 月 10 日，故以該日最近期  
18 之亞太公司 110 年第 3 季財務報表淨值 30,634,082,000 元進行  
19 試算，得出股權價值淨值比為 1.3293。此外，應將亞太公司  
20 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  
21 合為 40M 之 2600MHz 頻段 5G 頻譜價值納入。亞太公司 108 年及 1  
22 09 年曾辦理兩次私募，本件公平價格如以該兩次私募每股 10  
23 元價格加計 15% 之控制權溢價，則公平價格至少應為 11.5 元  
24 （ $10 \times \langle 1 + 15\% \rangle$ ）以上等語。

25 (二)葉建中則以：系爭合併案之程序及陳慈堅 0 0 0 出具之換股  
26 比例合理性意見書存有諸多瑕疵，併購價格不足作為公平價  
27 格之認定基準。股份交易價格亦非公平價格唯一依據，法院  
28 不應逕以股東會決議日之股價作為公平價格，因亞太公司兩  
29 大股東即遠傳公司及鴻海公司均同意系爭合併案，系爭股東  
30 會已無不通過之可能，致亞太公司股價產生定錨效應，故應  
31 以不受合併消息影響之系爭董事會決議日作為公平價格基準

01 日，且須將股份之市場成交價加計控制權溢價，才能得到公  
02 平價格。109年9月4日遠傳公司增資發行新股與鴻海公司協  
03 議交換亞太公司股份，當時係以0.1551447股遠傳公司新股  
04 交換亞太公司1股股份，以當日遠傳公司收盤價60.8元計  
05 算，亞太公司每股價格約為9.5元（ $60.8 \times 0.1551447$ ），加  
06 計18%之控制權溢價，則本件公平價格至少應為11.21元（ $9.5 \times (1+18\%)$ ）以上等語。

08 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  
09 於決議合併之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或  
10 以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者，股東得請求公司按  
11 當時公平價格，收買其持有之股份。」、「股東為第1項之  
12 請求，應於股東會決議日起20日內以書面提出，並列明請求  
13 收買價格及交存股票之憑證。」、「股東與公司間就收買價  
14 格達成協議者，公司應自股東會決議日起90日內支付價款。  
15 未達成協議者，公司應自決議日起90日內，依其所認為之公  
16 平價格支付價款予未達成協議之股東；公司未支付者，視為  
17 同意股東依第2項請求收買之價格。」、「股東與公司間就  
18 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  
19 此期間經過後30日內，以全體未達成協議之股東為相對人，  
20 聲請法院為價格之裁定。未達成協議之股東未列為相對人  
21 者，視為公司同意該股東第2項請求收買價格。」，此觀修  
22 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  
23 規定自明。經查，亞太公司為股票上市公司，因與遠傳公司  
24 合併，於111年2月25日經系爭董事會決議通過，並於111年4  
25 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  
26 每1股亞太公司普通股股份換取0.0934406股遠傳公司普通股  
27 股份。相對人均為亞太公司股東，葉建中、周曉君、洪朝昇  
28 （廖寶蓮等3人之被繼承人）就系爭合併案於系爭股東會集  
29 會前向亞太公司以書面表示異議，台哥大公司於系爭股東會  
30 以口頭表示異議經記錄，均放棄表決權，且均於系爭股東會  
31 決議日起20日內向亞太公司提出請求收買股份函，其上列明

01 如附表一之請求收買價格，並交存股票憑證，亞太公司已於  
02 111年7月12日按每股6.93元，扣除應代徵之證券交易稅後，  
03 支付價款予相對人等情，有亞太公司發布之重大訊息、股東  
04 臨時會議事錄、合併契約、葉建中寄發之存證信函、周曉  
05 君、洪朝昇之異議聲明書、相對人之請求收買股份函、亞太  
06 公司支付價款予相對人之收據、證券交易稅一般代徵稅額繳  
07 款書在卷可查（見商非調卷一第55、57-63、65-86、469-48  
08 2頁、見商非卷三第351-353頁）。因雙方就股份收買價格自  
09 系爭股東會決議日起60日內未達成協議，亞太公司依修正前  
10 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  
11 份收買價格之裁定，自屬有據。

12 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  
13 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  
14 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  
15 事，於審酌當時公平價格時，應得為股票收買價格之參考，  
16 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  
17 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  
18 股票者，法院得斟酌證券交易實際成交價格核定之即明。惟  
19 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  
20 證券交易實際成交價格乃「…以利實用，並免爭執」（見商  
21 非卷三第359頁），併觀法條規定「得斟酌」之文義，足認  
22 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  
23 之公平價格牽動併購市場之發展，企併法及公司法賦予異議  
24 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  
25 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  
26 回不受合併交易影響之股份價值，而不參與公司併購之機  
27 會，資以調和各該股東之利益，因此異議股東股份收買請求  
28 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  
29 害，而僅係單純客觀反映併購當時之合理權益。依此本旨核  
30 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  
31 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

01 務報告、公平價格評估說明書、換股比例合理性意見書、以  
02 及其他與價格算定有關之資料，如併購價格、可類比公司或  
03 交易等等資訊，以茲審認公平價值。

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

06 (一)亞太公司於109年11月5日召開董事會決議將其700MHz10MHz  
07 頻段與遠傳公司之2600MHz20MHz頻段進行交換，案經國家通  
08 訊傳播委員會（下稱NCC）於111年5月18日核准，有亞太公  
09 司之重大訊息、NCC第1015次委員會議紀錄在卷可查（見商  
10 非調卷二第335-340頁）。

11 (二)依亞太公司110年資產負債表，其權益總計為29,383,115仟  
12 元，流通在外股數為4,317,196,399股，以此計算每股帳面  
13 價值（淨值）為6.81元。另依亞太公司111年第1季資產負債  
14 表，其權益總計為27,774,647仟元，流通在外股數為4,317,  
15 196,399股，以此計算每股帳面價值（淨值）為6.43元，有  
16 亞太公司之合併資產負債表、公司登記歷史資料各2份足稽  
17 （見商非卷三第443-453頁）。

18 (三)亞太公司與遠傳公司合併前，分別委請獨立專家出具換股比  
19 例合理性意見書如下：

20 1. 亞太公司委請獨立專家陳慈堅000出具與遠傳公司合併、  
21 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  
22 獨立專家意見書」，係採取市價法（權重64%）、市場法之  
23 可類比交易法（權重36%）評估換股比例合理區間為亞太公  
24 司每股轉換為遠傳公司0.09286至0.09570股（見商非調卷一  
25 第257-264頁）。經證券交易所股份有限公司（下稱證交  
26 所）函請亞太公司說明控制權溢價之評估內容（見商非調卷  
27 二第21頁）。陳慈堅000於專家意見書補充說明：初步分  
28 析所得，擬建議將控制權溢價率設在平均值約15%，惟考量  
29 亞太公司營運狀況不佳等因素故未將控制權溢價調整列於意  
30 見書中說明（見商非調卷一第262頁）。

01 2. 遠傳公司委請獨立專家李孟修 0 0 0 出具與亞太公司合併、  
 02 評價基準日為111年2月18日之「合併換股比例合理性意見  
 03 書」，係採取市價法、資產法評估換股比例合理區間為亞太  
 04 公司每股轉換為遠傳公司0.090311股至0.147421股，上開評  
 05 估之上限採市價法以控制權溢價18%調整，下限採資產法則  
 06 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(下限)	0.147421
上限	8.1527	1.18	9.6202	6.04(下限)	66.8800(上限)	0.090311

08 備註：E欄以資產法評價亞太公司所得6.04元為下限；以市價法評價亞  
 09 太公司加計18%溢價後之9.6202為上限；以亞太公司股價上限除於遠傳  
 10 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  
 11 價格區間。

12 (四)111年2月25日系爭董事會當日亞太公司股票收盤價為7.97  
 13 元，遠傳公司之股票收盤價為69.3元，以系爭合併案換股比  
 14 例0.0934406計算，遠傳公司係以每股6.475元（69.3元x0.0  
 15 934406之換股比例）合併亞太公司。111年4月15日系爭股東  
 16 會當日亞太公司之股票收盤價為6.93元，有亞太公司與遠傳  
 17 公司之日收盤價資料在卷可憑（見商非調卷一第489-492  
 18 頁）。

19 六、兩造經本院許可聲明之專家證人提供專業意見如下：

20 (一)亞太公司聲請之專家證人葉疏 0 0 認為蔡文精 0 0 0 出具之  
 21 少數異議股東收買價格合理性意見書（見商非調卷一第245-  
 22 255頁）採市價法以系爭股東會決議日為評價基準日所建議  
 23 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  
 24 元，值得參考（見商非卷二第393-394頁）。

25 (二)葉建中聲請之專家證人馬秀如 0 0 嘗試採用3種評價方法，  
 26 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

01 交易，致未能以市場法評價，且亞太公司及遠傳公司未提供  
02 相關資訊致無法以收益法、資產法評價，因此未提供本件公  
03 平價格區間之具體數據建議（見商非卷二第201-219頁）。

04 (三)台哥大公司聲請之專家證人胡湘寧000則採市價法（以系  
05 爭董事會決議日為評價基準日）及可類比交易法，評價本件  
06 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  
07 非卷二第137頁），因以下第1點之私募案可能包含策略性投  
08 資溢價而調整修正為9.33元至9.82元（見商非卷三第81-82  
09 頁），其採取之3筆可類比交易之重大訊息公告如下：

10 1. 遠傳公司為謀求網路及頻譜資源效益極大化，擬與亞太公司  
11 就行動通訊業務合作，增加5G競爭力，以維護消費者利益，  
12 於109年9月4日董事會決議通過，以每股10元取得亞太公司  
13 私募普通股500,000,000股；亞太公司董事會亦於同日決議  
14 以私募方式辦理現金增資發行普通股，洽遠傳公司應募（下  
15 稱私募案），此有該2公司公告之重大訊息可稽（見商非卷  
16 三第363-369頁）。

17 2. 遠傳公司擬與亞太公司就通訊業務進行更廣泛深度合作，於  
18 109年9月4日董事會決議通過，擬發行新股受讓鴻海公司持  
19 有之部分亞太公司股份，以亞太公司普通股1股暫定換發遠  
20 傳公司普通股0.1551447新股（下稱換股案），此有遠傳公  
21 司公告之重大訊息足憑（見商非卷三第109-111頁）。

22 3. 台哥大公司為擴大營業規模，提升營運績效及競爭力，於11  
23 0年12月30日董事會決議通過，預計增資發行282,222,106股  
24 普通股予台灣之星電信股份有限公司（下稱台灣之星）股  
25 東，依企併法等相關規定吸收合併台灣之星，台哥大公司為  
26 存續公司（下稱第一次台台併案），此有台哥大公司公告之  
27 重大訊息可佐（見商非卷三第97-100頁）。

28 七、聲請人主張：其以每股6.93元收買相對人股份，已高於系爭  
29 合併案併購價格每股6.475元，應屬合理；本件應僅以市價  
30 法為評價方法，且以股東會決議日作為公平價格基準日；因  
31 評價標的為異議股東所持有股份，故不應加計控制權溢價；

01 縱認本件應考量控制權溢價，仍應斟酌亞太公司虧損之實際  
02 經營情況，不得逕以其他併購交易之中位數作為認定依據等  
03 情。相對人台哥大公司則以：併購價格無由作為本件公平價  
04 格之參考；應以系爭董事會決議日為公平價格基準日；本件  
05 應評價亞太公司「企業權益之全部」價值，再以此計算異議  
06 股東在繼續經營情況下按持股比例可以獲得之該部分價值，  
07 而非股東持有股份之價格，故不應為少數股權折價；另應納  
08 入亞太公司與遠傳公司交換頻段而可整合為40M之2600MHz頻  
09 段5G頻譜之價值等語。相對人葉建中以：併購價格不足作為  
10 公平價格之認定基準，且應以不受合併消息公布影響之系爭  
11 董事會決議日作為公平價格基準日，並將股份之市場成交價  
12 加回計控制權溢價等語，資為抗辯。故本件兩造之爭點在  
13 於：(一)系爭合併案之併購價格是否可以參採？(二)本件公平價  
14 格基準日為何？(三)是否應考量控制權溢價？如何考量？(四)是  
15 否應考量亞太公司與遠傳公司交換頻段而可整合為40M之260  
16 0MHz頻段5G頻譜之價值？(五)宜採用之評價方法及評價特定方  
17 法為何？(六)聲請人收買相對人持有亞太公司股份之公平價格  
18 為何？茲說明如下。

19 八、本件公平價格不宜參採系爭合併案之併購價格：

20 (一)聲請人主張：系爭合併案之換股比例係亞太公司經營團隊為  
21 確保股東權益，與遠傳公司協商後所爭取到之最大價值，經  
22 營團隊與所有股東立場一致，聲請人主張以每股6.93元收買  
23 相對人股份，已高於併購價格每股6.475元，應屬合理等  
24 情。相對人台哥大公司及葉建中均以：亞太公司之系爭董事  
25 會及股東會並非在充分資訊下就合併對價為評估，系爭合併  
26 案程序存有諸多瑕疵，併購價格無由作為本件公平價格之參  
27 考等語置辯。

28 (二)經查，亞太公司大股東寶鑫國際投資股份有限公司（下稱寶  
29 鑫公司，為鴻海公司之子公司）於系爭合併交易完成後，得  
30 將其原持有之亞太公司股份轉為遠傳公司股份，此與亞太公  
31 司其餘普通股股東得出脫原持有之亞太公司股份、取得遠傳

01 公司股份，並無不同，寶鑫公司指派之3名法人代表董事即  
02 亞太公司董事長陳鵬、董事龔文霖、趙元瀚（聲請人主張之  
03 亞太公司經營團隊）就系爭合併交易並非有利害關係而無不  
04 具獨立性之情形，固可認定。然經曉諭提出亞太公司已致力  
05 爭取最高併購價格等相關事證後，聲請人僅具狀陳報：台哥  
06 大公司與台灣之星公司於110年12月30日公告合併後，由於  
07 亞太公司於經營上將更不具規模，旋即開始尋求與其他電信  
08 業者併購之機會，由於市場上只剩下中華電信股份有限公司  
09 （下稱中華電信）及遠傳公司兩家電信公司，其中中華電信  
10 具官股色彩、市占率最大，主管機關基於政策考量，不可能  
11 同意其與亞太公司進行合併，故實際上除遠傳公司外，顯然  
12 欠缺其他潛在交易對象得與亞太公司洽談合併等語（見商非  
13 更一卷第474頁），究竟雙方如何談判併購對價、有無進行  
14 盡職調查，俱未經聲請人提出事證。惟由聲請人自承系爭合  
15 併案並無其他買家參與競價，聲請人提出之馬嘉應00意見  
16 書中亦敘及「亞太公司…於本次合併案相對遠傳公司而言不  
17 具影響力（即談判籌碼）」、「亞太經營有重大困難，亞太  
18 跟遠傳談判時幾乎沒有任何談判籌碼」等語（見商非卷一第  
19 503頁、商非更一卷第332頁），以及系爭合併案存有亞太公  
20 司董事會無充分時間審閱換股比例合理性意見書，就系爭合  
21 併交易進行審議時未獲得充足之評估建議，未使股東在系爭  
22 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  
23 資訊以及股份對價計算所憑依據等完整資訊等情事（見商非  
24 卷三第475-477、478-481頁本院111年度商訴字第13號判決  
25 理由），在本件併購程序之公平性未獲確保情況下，尚無從  
26 逕以系爭合併案之併購價格核定公平價格。

27 (三)聲請人固主張亞太公司大股東未取得控制權溢價，何來分享  
28 予相對人。查亞太公司就系爭合併案談判結果縱因欠缺談判  
29 籌碼致未能爭取獲得溢價，惟此與亞太公司有無控制權溢  
30 價，以及異議股東股份收買請求之制度目的在於客觀反映併

01 購當時股東之合理權益，在此脈絡下以市價法評價時應加計  
02 控制權溢價，要屬二事，故聲請人上開論點，並非可採。

03 九、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：

04 (一)相對人台哥大公司及葉建中雖辯稱：系爭股東會決議時，併  
05 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  
06 請議決之併購價格，故不應擇取已受影響之系爭股東會決議  
07 日作為公平價格基準日等語，並提出胡湘寧000、馬秀如  
08 00之專業意見書為憑（見商非卷二第121-123、183頁）。  
09 聲請人則主張：系爭董事會決議通過合併後，亞太公司股價  
10 下跌實際上原因是投資人原本預期就過於樂觀，造成原來股  
11 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  
12 不合理，進而推論系爭股東會決議日亞太公司股票收盤價格  
13 受到不當資訊影響等語，並提出葉疏00之專業意見書為憑  
14 （見商非卷二第392-393頁）。

15 (二)按公司法第317條所謂「按當時公平價格，收買其股份」，  
16 如為上市股票，依非訟事件法第89條第2項規定（按現行法  
17 為第182條第2項），法院得斟酌當地證券交易所實際成交價  
18 格核定之，而所謂「當時公平價格」，係指股東會決議之  
19 日，該股份之市場價格而言，此固有最高法院71年度台抗字  
20 第212號裁定可資參照。惟細譯判決理由，最高法院除斟酌  
21 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  
22 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  
23 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  
24 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  
25 361-362頁）。因此，如片面截取裁定理由「所謂『當時公  
26 平價格』，係指股東會決議之日，該股份之市場價格」一  
27 語，解釋公司法第317條第1項或企併法第12條第1項規定之  
28 「當時公平價格」，一律應以股東會決議日為公平價格基準  
29 日或以當日股價為唯一依據，並非允當，而應依個案事實參  
30 酌一切相關因素以為決定。

01 (三)查遠傳公司董事會於109年9月4日決議通過，擬發行新股受  
02 讓鴻海公司持有之部分亞太公司股份，以亞太公司普通股1  
03 股暫定換發遠傳公司普通股0.1551447新股（參第六(三)2.點  
04 換股案），為考量換股案對亞太公司股價之影響，爰計算10  
05 9年9月4日訊息發布前30個交易日平均股價為7.2407元，訊  
06 息發布後30個交易日平均股價為9.8513元（見商非卷三第37  
07 3-379頁、商非卷四第91-92頁），分別除以亞太公司109年上  
08 半年度財務報告每股淨值8.56元（見商非卷三第382頁），10  
09 9年9月4日訊息發布前30個交易日之股價淨值比為0.8459  
10 （7.2407/8.56），訊息發布後30個交易日之股價淨值比為  
11 1.1509（9.8513/8.56）。可知換股案消息發布前，亞太公  
12 司股價淨值比0.8459原本偏低，反映投資人對亞太公司營運  
13 悲觀預期。

14 (四)另考量111年2月25日系爭董事會決議通過系爭合併案對亞太  
15 公司股價影響，爰計算111年2月25日訊息發布前30個交易日  
16 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  
17 元（見商非卷三第589-595頁、商非卷四第93-97頁），分別  
18 除以亞太公司110年第3季財務報告每股淨值7.10元（見商非  
19 卷三第386頁），111年2月25日訊息發布前30個交易日之股價  
20 淨值比為1.1400（8.0943/7.10），訊息發布後30個交易日  
21 之股價淨值比為0.9398（6.6727/7.10），可知系爭合併案  
22 消息發布後，亞太公司之股價淨值比逐漸回復至低於1之0.9  
23 398，趨近於換股案消息公布前之股價淨值比0.8459，堪認  
24 聲請人主張投資人參酌換股案換股比例較高而過度期待，並  
25 非無據，此並有亞太股價與類股指數間之關係圖可參（見商  
26 非更一卷第335頁）。審酌本件前已有換股案影響亞太公司  
27 股價，依上開分析，本件公平價格基準日宜採111年4月15日  
28 系爭股東會決議日，較為允妥。

29 (五)台哥大公司固提出李志偉00之意見書為據，抗辯亞太公司  
30 於109年6月30日至111年2月25日期間之股價淨值比（簡稱P/  
31 B）相對平穩，且相較同業即中華電信、台哥大公司、遠傳

01 公司之股價淨值比未有數值過高情形等語（見商非更一卷第  
02 397、399-400頁）。惟查，上開第(三)(四)點之分析係驗證亞太  
03 公司股價是否受到109年9月間換股案之影響，與同業相比較  
04 並無意義，聲請人亦具狀主張李志偉00比較上開3家同業  
05 公司均與亞太公司係虧損狀態不同，不應採可類比公司法進  
06 行比較，故台哥大公司上開抗辯，礙難採酌。

07 十、本件依市價法評價時應加計控制權溢價：

08 (一)聲請人主張：台哥大公司、葉建中、廖寶蓮等3人、周曉君  
09 僅分別持有亞太公司9,717萬0,985股（持股比例2.250  
10 8%）、129萬股（持股比例0.02900%）、15萬7,000股（持股  
11 比例0.0036%）及5萬股（持股比例0.0012%），其等均對亞  
12 太公司不具控制力，本件評價標的為「少數股東之股份」，  
13 自不應加計控制權溢價等語，並提出葉疏00之專業意見書  
14 為憑（見商非卷二第385-386頁）。相對人則以：本件應評  
15 價亞太公司「企業權益之全部」價值，再以此計算異議股東  
16 在繼續經營情況下按持股比例可以獲得之該部分價值，因非  
17 單獨評價特定股東持股之價格，自應考量控制權溢價等語，  
18 並提出馬秀如00、胡湘寧000之專業意見書為據（見商  
19 非卷二第125頁、商非卷三第392頁）。

20 (二)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  
21 規定「控制權為可主導企業之營運、處分或為其他重要決策  
22 之能力。」（見商非卷二第185頁）。另評價準則公報第十  
23 五號《評價方法及評價特定方法》第33條第2款亦規定：  
24 「控制權溢價（有時亦稱為市場參與者收購溢價）與缺乏控  
25 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  
26 藉由行使控制而制定決策及能否作出變動之差異。」（見商  
27 非卷二第413頁）。關於「控制權溢價」與「缺乏控制權折  
28 價（即少數股權折價）」之關係，葉疏00認為少數股權折  
29 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  
30 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  
31 成控制力移轉股權之平均單價（見商非卷二第384頁）。馬

01 秀如 00 亦認為少數股東與控制股東相對，少數股東既無權  
02 參與公司營運，又處於資訊之弱勢，使其股權之價值降低，  
03 少數股權折價與控制權溢價二者性質相同，實為一體兩面  
04 （見商非卷二第187頁）。胡湘寧 000 則以：排除少數股  
05 權折價與加計控制權溢價為一體兩面，並可經由公式換算  
06 （見商非卷二第125頁）；其並到院證述：計算控制權溢價  
07 時，是依照控制權溢價除以不含控制權溢價的股價，計算少  
08 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  
09 價，故計算出來比例不會一樣，但金額是一樣等語（見商非  
10 卷二第458-459、486-488頁），葉疏及馬秀如 00 對此並無  
11 不同意見（見商非卷二第459頁），故排除少數股權折價與  
12 加計控制權溢價實為一體兩面之關係。

13 (三)本件異議股東請求收買股份如有少數股權折價情形，應加計  
14 控制權溢價：

15 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  
16 業評價方法之選擇外，亦受法律價值判斷之影響，此制度係  
17 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  
18 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  
19 反映併購當時之合理權益，已如前述（參第四點之說明）。  
20 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  
21 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  
22 價值，如存在控制股東而屬於企業原本之價值，於併購標的  
23 公司具控制權之權益而取得溢價情況下，自應由標的公司全  
24 體股東共享該控制權溢價。經查，亞太公司在系爭合併案決  
25 議前即為鴻海公司之子公司，鴻海集團對亞太公司有控制力  
26 而存在控制股東，此有亞太公司及鴻海公司110年財務報告  
27 暨會計師查核報告可稽（見商非卷三第397-404頁），足見  
28 亞太公司之企業價值內含控制權溢價，系爭合併購復由遠傳  
29 公司合併取得亞太公司全部股權而有控制權溢價，在本件異  
30 議股東請求收買股份脈絡下，應由亞太公司全體股東共享。  
31 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

01 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  
02 場上買賣股份下之意涵（評價標的為「股份」），與異議股  
03 東請求收買股份係評價企業權益之全部價值後按異議股東持  
04 股比例核定其股份價值（評價標的為「企業權益之全  
05 部」），二者核屬有異，本件既屬於後者情形，如採市價法  
06 評價自應加計控制權溢價。又評價準則公報第四號《評價流  
07 程準則》第22條規定：「當評價人員使用未於評價準則公報  
08 中定義之價值標準執行評價時，評價人員須瞭解並遵循評價  
09 基準日與該等價值標準有關之法規、判例及其他解釋性指  
10 引。」（見商非卷三第610頁），異議股東請求收買股份脈  
11 絡下之公平價格與評價準則公報第四號《評價流程準則》第  
12 16條第1項例示之5種價值標準不完全相同（見商非卷三第60  
13 8-609頁），評價人員自應瞭解並遵循法規及相關判決，馬  
14 嘉應00意見書以異議股東請求收買股份之控制權溢價定義  
15 未見於評價準則公報，並誤認本件評價標的為「少數股東之  
16 股份」，進而認為不應加計控制權溢價（見商非更一卷第33  
17 0頁），自有誤會，亦與評價準則公報第四號《評價流程準  
18 則》第16條第2項規定：「本公報並未禁止評價人員採用未  
19 於評價準則公報中定義之價值標準執行評價。」之意旨不符  
20 （見商非卷三第609頁），而不可採。

- 21 2. 次查，企併法第12條異議股東股份收買請求權規定係參採包  
22 括美國模範商業公司法第13章等外國法制而制定修正，美國  
23 模範公司法第13.01條關於異議股東股份收買請求權之公平  
24 價格定義第(iii)點即規定「不提列缺乏流通性折價或少數股  
25 權折價without discounting for lack of marketability  
26 or minority status)」。該條評論2B則說明：在大多數  
27 股份評價案件中，為缺乏流通性或少數股權折價是不適當  
28 的，因為大多數引發股權評價的交易是影響整個公司，而這  
29 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  
30 東的利益，第(iii)點「公平價值」定義採取對公司整體進行  
31 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

01 股東持有股份的價值 (Valuation discounts for lack of  
02 marketability or minority status are inappropriate  
03 in most appraisal actions, both because most transac-  
04 tions that trigger appraisal rights affect the cor-  
05 poration as a whole and because such discounts may  
06 give the majority the opportunity to take advantage  
07 of minority shareholders who have been forced agains  
08 t their will to accept the appraisal-triggering tran-  
09 -saction. Clause (iii) of the definition of “fair valu  
10 e” adopts the view that appraisal should generally  
11 award a shareholder his or her proportional interest  
12 in the corporation after valuing the corporation as  
13 a whole, rather than the value of the shareholder’s  
14 shares when valued alone. , 見商非卷三第392、395頁)。  
15 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  
16 係，故美國模範公司法第13.01條第(iii)點規定「不提列缺  
17 乏流通性折價或少數股權折價」，係指如有少數股權折價情  
18 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  
19 價之意，由此益見聲請人主張本件評價標的為「少數股東之  
20 股份」而非「企業權益之全部」，故不應加計控制權溢價，  
21 實有誤解。

22 3. 加計控制權溢價之理由、是否加計或排除因不同評價方法而  
23 異：

24 (1) 評價準則公報第十一號《企業之評價》第2條第2項規定：  
25 「企業評價係評估並決定企業價值之行為或流程，其評價  
26 標的可為企業整體、企業之部分業務及企業權益之全部或  
27 部分。」（見商非卷三第611頁）。評價企業權益時，由  
28 於受評權益對該企業控制力不同，而須進行控制權溢價、  
29 少數股權折價之調整，此乃評價準則公報第十一號《企業  
30 之評價》第4條第1項規定：「評價人員執行企業評價時，  
31 應確認評價標的之性質與範圍，惟執行企業權益之評價

01 時，應額外確認受評權益對該企業之控制程度（通常應考  
02 量權益之集中或分散程度、權益所有權人間之關係及其他  
03 實質影響企業決策之能力）。」之理由（見商非卷三第61  
04 1-612頁）。復因企業權益之全部較諸企業權益之部分更  
05 具控制力而有控制權溢價，故同條第2項規定「企業權益  
06 之部分價值，不必然等於企業權益之全部價值與其所有權  
07 比例之乘積。」（見商非卷三第612頁）。此乃評價「企  
08 業權益之全部」應考量控制權溢價之緣由。

09 (2)由於本件宜採用市場法下之「市價法」、「可類比交易  
10 法」進行評價（詳如下述第□點），故僅就此二評價特定  
11 方法是否應加計控制權溢價為說明。按評價準則公報第十  
12 五號《評價方法及評價特定方法》第33條第2款後段規  
13 定：「評價人員應考量控制權溢價與缺乏控制權折價之情  
14 況包括：(1)公開市場交易之股份通常因缺乏控制權而未  
15 能制定與公司營運有關之決策。因此當評價人員採用可類  
16 比公司法評價屬控制權益之評價標的時，考量控制權溢價  
17 可能係屬適當。(2)可類比交易法下之可類比交易通常反  
18 映控制權益之交易。當評價人員採用該方法評價屬非控制  
19 權益之評價標的時，考量缺乏控制權折價可能係屬適  
20 當。」（見商非卷二第413頁）。經查，前述第(1)點所指  
21 「市價法」或「可類比公司法」（可類比公司法係使用與  
22 評價標的相同或類似之可類比公開交易公司之資訊(例如  
23 股價)，以得出價值估計，此觀同號公報第25條規定即  
24 明，見商非卷二第410頁)均因採集中交易市場上之股票  
25 交易價格，而屬不具控制力之股份買賣，以之評價屬控制  
26 權益之評價標的時，應加計控制權溢價；採前述第(2)點  
27 「可類比交易法」評價時，由於可類比交易通常屬控制權  
28 益交易，故如欲參採為不具控制權之評價標的，則應排除  
29 控制權溢價，惟仍應視可類比交易是否屬控制權益交易而  
30 定，此乃評價準則公報使用「考量缺乏控制權折價可能係

01 屬適當」（「考量」意指評價人員應考量後決定是否加  
02 計、排除，非指一律應予加計或排除之意）用語之真意。

03 4. 聲請人主張亞太公司面臨嚴重虧損，控制權溢價可能為負  
04 數，且投資人知悉其有控制股東之資訊已反映於股價，進而  
05 主張採市價法仍無庸加計控制權溢價，並提出陳慈堅000  
06 出具之換股比例合理性獨立專家意見書、馬嘉應00之意見  
07 書為憑（參第五(三)1.點兩造不爭執事項、見商非更一卷第33  
08 0頁）。經查：

09 (1)陳慈堅000依據證交所函在其專家意見書補充說明「本  
10 000依初步分析所得，擬建議將控制權溢價率設在平均  
11 值約15%；惟經與管理當局討論後，考量未來亞太電信營  
12 運狀況不佳，且預估於112年度將面臨亞太電信淨值將低  
13 於股本的1/2，…若股票交易列為全額交割股，將造成股  
14 票流動性差，致使股價下跌，並同時影響債信…。另亞太  
15 電信在電信市場激烈競爭下，由於未達經濟規模，致使長  
16 年虧損，股價低於面值，無法於短期內改善，投資人投資  
17 意願低，籌資管道資金成本高，經考量以上因素，本00  
18 0將控制權溢價與未來預期之不利因素綜合考量後，故未  
19 將控制權溢價調整列於意見書中說明。」等語（見商非調  
20 卷一第262頁）。足見陳慈堅000以市價法評價時未加  
21 計控制權溢價係因與亞太公司討論後，將「未來預期之不  
22 利因素」及「流通性折價」納入考量，惟其既未採取將未  
23 來現金流量轉換為現值之收益法評價，考量未來預期之不  
24 利因素，復無視評價基準日當時亞太公司股票仍上市流通  
25 之事實而為流通性折價，除與企併法第12條第1項規定之  
26 「當時」公平價格扞格外，更有違折溢價調整之評價理論  
27 及實務，而不可取。

28 (2)另按關係人應協力於事實及證據之調查，非訟事件法第32  
29 條第4項定有明文，此規定依商業事件審理法第19條之規  
30 定於商業非訟事件亦適用之。查聲請人提出陳慈堅000  
31 出具之換股比例合理性獨立專家意見書（參第五(三)1.點兩

01 造不爭執事項)、蔡文精000出具之少數異議股東收買  
02 價格合理性意見書(見商非調卷一第245-255頁)、葉疏  
03 00之專家證人意見書(見商非卷二第390-391頁)、馬  
04 嘉應00之意見書(見商非更一卷第327-333頁),均未  
05 以收益法、資產法進行評價以提供公平價格之合理區間,  
06 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  
07 利其等採用收益法、資產法進行評價,其甚至具狀表示應  
08 僅以市價法評價,無必要選派檢查人以收益法、資產法就  
09 亞太公司財務實況為鑑定(見商非更一卷第229、312  
10 頁)。亞太公司面臨虧損,控制權溢價可能為負數之主張  
11 實與收益法、資產法攸關,而與市價法應加計控制權溢價  
12 無涉,此由台灣之星同為虧損公司,惟第一次台台併案由  
13 何淑芬000出具之股權換股比例合理性意見書記載「由  
14 於可類比公司法所採用的股價基礎為市場上不具控制權之  
15 股票交易價格…故進行可類比公司法計算時應該將可類  
16 比公司法不具控制權之價值基礎調整至具控制權之價值基  
17 礎。」等語即明(見商非卷一第396-397頁)。綜上,聲  
18 請人既未盡協力義務以利事實及證據之調查,以市價法評  
19 價時主張亞太公司虧損不應加計控制權溢價,復與評價理  
20 論及實務相違,故不予採酌。

21 (3)又亞太公司因有控制股東而存在代理成本減省之價值,縱  
22 為公開資訊,亦無礙少數股權在公開市場交易之價格因缺  
23 乏控制權而折價之結果,聲請人主張投資人知悉亞太公司  
24 有控制股東之資訊已反映於股價,進而主張採市價法仍無  
25 庸加計控制權溢價(見商非更一卷第460頁),亦不可  
26 採。

27 □、亞太公司與遠傳公司交換頻段而可整合為40M之2600MHz頻段  
28 5G頻譜之價值,無從納入考量:

29 台哥大公司辯稱亞太公司董事會於109年11月5日決議通過與  
30 遠傳公司交換頻段(參第五(-)點兩造不爭執事項),而可整  
31 合為40M之2600MHz頻段5G頻譜,則在衡量本件公平價格時,

01 應將上開頻譜價值納入，並提出依亞太公司財務報告估算、  
02 按台灣之星標金換算、由遠傳公司承認以3.5G標金計算亞太  
03 公司頻段價值等3種算法，據以估計交換頻段亞太公司資產  
04 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  
05 301-309頁）。查胡湘寧000認為市場法及收益法均不需  
06 對個別資產評價，僅有資產法需要計算單一資產的價值，此  
07 有其專業意見書可查（見商非卷二第129頁）。馬秀如00  
08 則認為採資產法評價時應納入考量亞太公司所持2600MHz頻  
09 段40M價值，採收益法評價時因已反應於現金流量，採市場  
10 法評價時則因價格已隱含此價值預期，均毋須額外調整，並  
11 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  
12 段及相關資產已構成現金產生單位，如假設成立，其構成現  
13 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  
14 估，此亦有其專業意見書足稽（見商非卷二第197、199  
15 頁）。查亞太公司未向NCC辦理網路設置計畫變更，未經NCC  
16 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  
17 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  
18 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  
19 目的，以尚未構成現金產生單位之假設來評價將生爭議，此  
20 經馬秀如00證述在卷（見商非卷二第469頁），且兩造均  
21 主張無必要選派檢查人以收益法、資產法就亞太公司財務實  
22 況為鑑定，聲請之專家俱未以收益法或資產法進行評價，故  
23 台哥大公司主張應將亞太公司因換頻取得之頻譜價值納入衡  
24 量，難為可採。

25 □、本件宜採用市價法及可類比交易法為評價特定方法：

26 (一)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  
27 單一之市價法評價，台哥大公司更辯稱應以私募案、換股  
28 案、第一次台台併案為可類比交易進行評價，並提出胡湘寧  
29 000之專業意見書為憑（參第六(三)1.2.3.點）。查企併法  
30 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  
31 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

01 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  
02 法評價，核無不合。次查，評價準則公報第十一號《企業之  
03 評價》第13條規定：「評價人員執行企業評價時，應採用兩  
04 種以上之評價方法。如僅採用單一之評價方法，應有充分理  
05 由，並於評價報告中敘明。」（見商非卷三第615-616  
06 頁），聲請人雖援引國際財務報導準則第13號公報《公允價  
07 值衡量》附錄B34(a)關於評價技術之輸入值記載「於集中市  
08 場，收盤價為輕易可得且通常代表公允價值。」、評價準則  
09 公報第十五號《評價方法及評價特定方法》第9條規定「儘  
10 管並無單一評價方法或評價特定方法可適用於所有情況，但  
11 活絡市場之價格資訊通常被視為評價標的價值最有力證  
12 據。」等語為據（見商非更一卷第229-230頁），主張應只  
13 以市價法為評價方法，惟財務報導目的與本件訴訟目的之評  
14 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  
15 股東請求收買股份脈絡下之公平價格，二者評價目的、價值  
16 標準既屬有異，自非僅採用單一評價方法之充分理由，至於  
17 前揭評價準則公報第十五號第9條僅規定市價通常被視為最  
18 有力證據，並非得憑為採用單一市價法評價之充分理由，故  
19 本件依兩造協力調查事實證據及卷證資料，爰採「市價法」  
20 及「可類比交易法」為評價特定方法。

21 (二)採「可類比交易法」之可類比交易部分：

22 1. 私募案（參第六(三)1.點）非屬可類比交易：

23 台哥大公司雖辯以亞太公司向遠傳公司私募案為可類比交易  
24 等語。惟公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項（下稱  
25 私募應注意事項）第二(二)1.點規定，上市公司私募之參考價  
26 格以下列二基準計算價格較高者定之：「(1)定價日前1、3或  
27 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  
28 配股除權及配息，並加回減資反除權後之股價。(2)定價日前  
29 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  
30 及配息，並加回減資反除權後之股價。」，可知私募參考價  
31 格係依市價為基礎計算；另私募應注意事項第七點規定：

01 「上市或上櫃公司辦理私募有價證券及嗣後所配發、轉換或  
02 認購之有價證券，應自該私募有價證券交付日起滿3年後，  
03 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  
04 意函，始得向本會申報補辦公開發行。」，因私募有價證券  
05 3年內無法於公開市場交易，故通常應考量流動性折價。經  
06 查私募案經亞太公司、遠傳公司雙方董事會於109年9月4日  
07 決議通過後（參第六(三)1.點），於110年4月22日經亞太公司  
08 股東臨時會決議通過授權董事會辦理，亞太公司於同年5月6  
09 日公告董事會決議110年第一次私募普通股發行價格為10  
10 元，未低於參考價格9.79元之八成，反係參考價格之102.1  
11 5%，此有重大訊息及私募有價證券申報作業資料可參（見商  
12 非卷三第413頁、商非調卷一第501-504頁），遠傳公司認購  
13 亞太公司流動性較低之私募普通股價格，反較具流動性普通  
14 股市價為高，並非常態，審酌應募人遠傳公司為策略性投資  
15 人，雙方係為加強公司業務合作，強化公司未來營運所需技  
16 術及擴大市場（見商非卷三第417頁），始有高於參考價格  
17 及市價之私募價格，胡湘寧000亦肯認私募案可能包含策  
18 略性溢價（見商非卷二第465、498頁），馬秀如00參照評  
19 價準則公報第十五號《評價方法及評價特定方法》第23條關  
20 於選擇可類比交易原則檢視私募案，亦認為私募案非屬可類  
21 比交易（見商非卷二第215頁）。胡湘寧000嗣後雖以私  
22 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  
23 價，將二者相互抵銷另行計算調整價格區間（見商非卷三第  
24 81-82頁），惟不提列流通性折價仍含策略性投資溢價，此  
25 二相抵銷之權宜算法，無從使不可類比之交易轉化為可類  
26 比交易，爰剔除私募案為可類比交易之資訊。

27 2. 換股案（參第六(三)2.點）為可類比交易：

28 聲請人雖主張遠傳公司與鴻海公司之換股案距本件公平價格  
29 基準日已長達1.5年，且因系爭合併案已完成故不可能進行  
30 換股，又換股案有其特定商業策略目的，故不可類比等情  
31 （見商非更一卷第470-471頁）。查遠傳公司與鴻海公司於1

01 09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  
02 換股協議，雙方並合意亞太公司與遠傳公司合併後換股協議  
03 即為終止（見商非調卷一第459頁），惟此不影響換股協議  
04 已成立生效而為可類比交易。依第九(三)(四)點之說明可知系爭  
05 董事會時亞太公司之股價淨值比大於1，尚未回復至換股案  
06 消息公布前之股價淨值比0.8459，足見換股案交易時間距本  
07 件評價基準日尚非久遠。另評價準則公報第十五號《評價方  
08 法及評價特定方法》第18條規定：「當所考量之可類比交易  
09 涉及評價標的時，此種方法通常稱為先前交易法。」（見商  
10 非卷二第407頁），而換股案換股標的即為亞太公司股份，  
11 此先前交易符合同號公報第23條選擇可類比交易原則中之  
12 「證據來自非常類似（理想上為相同）項目之交易」而無須  
13 作重大調整（見商非卷二第409頁），且換股案交易資訊來  
14 源公開，反映當時市場環境等，將其納入可類比交易，較僅  
15 參採第一次台台併案之單一交易為佳。又遠傳公司向鴻海公  
16 司換取亞太公司股權，縱有與亞太公司合作以極大化頻譜資  
17 源效益之商業策略目的，惟交易雙方係遠傳公司與鴻海公  
18 司，其等復非關係人（見商非卷三第109頁），自係本於自  
19 身利益協議換股比例而不受遠傳公司單方商業策略目的影  
20 響，故聲請人主張換股案有特定商業策略目的，不可類比，  
21 即非有據，爰將換股案列為可類比交易。

22 3. 第一次台台併案(參第六(三)3.點)為可類比交易：

23 (1)聲請人復主張台哥大公司與台灣之星嗣後是以第二次台台  
24 併案之交易條件進行合併，第一次台台併案公布之換股比  
25 例未考量繳回超額頻譜之價值，其併購價格客觀上即已無  
26 履行可能，自不得作為本件之可類比交易等語（見商非更  
27 一卷第468-470頁）。經查，台哥大公司董事會於110年12  
28 月30日決議通過合併台灣之星後（見商非卷三第97-98  
29 頁），NCC於112年1月18日決議附附款（即1GHz以下10MHz  
30 超頻頻譜，須於113年6月30日前自主無償繳回）通過第一  
31 次台台併案，台灣之星因此調整其淨值以反映頻譜價值減

01 損，並經胡湘寧000於112年2月22日出具第二次台台併  
02 案之換股比例合理性意見書，此有台哥大公司發布之重訊  
03 及上開合理性意見書存卷可憑（見商非更一卷第483頁、  
04 最高法院卷第423-447頁），惟此同不影響第一次台台併  
05 案之合併契約已成立生效而為可類比交易。且評價基準日  
06 乃反映評價標的經濟價值之特定時點，此為評價準則公報  
07 第三號《評價報告準則》第5條第1款所明文（見商非更一  
08 卷第537頁），異議股東請求收買股份之制度目的既在客  
09 觀反映「併購當時」之合理權益，而本件評價基準日為11  
10 1年4月15日，已如第九點之說明，自應以當時可得之評價  
11 資訊為據，當時既無NCC決議應繳回超頻頻譜附款情事存  
12 在，應用第一次台台併案為可類比交易時，自無庸考量繳  
13 回超頻頻譜致資產減損乙事，此由聲請人提出馬嘉應00  
14 意見書敘明「繳回超額頻譜此事實係發生於陳慈堅000  
15 出具合理性獨立專家意見書基準日之後，因此，上開分析  
16 仍維持台灣大哥大與台灣之星合併案皆未繳回超額頻譜時  
17 的換股比例，以評估亞太與遠傳換股比例合理範圍。」等  
18 語（見商非卷一第503頁），益資佐證。此外，馬秀如0  
19 0依評價準則公報第十五號《評價方法及評價特定方法》  
20 第23條選擇可類比交易之原則規定檢視，第一次台台併案  
21 亦符合7項原則中之5項，並非如私募案無一符合，有其專  
22 業意見書可稽（見商非卷二第215頁），且將第一次台台  
23 併案納入可類比交易，較僅參採換股案之單一交易為佳，  
24 爰將第一次台台併案列為可類比交易。

25 (2)按專家證人出具專業意見時，應揭露以下資訊：一、學經  
26 歷、專業領域及曾參與案例…。商業事件審理法第49條第  
27 2項第1款定有明文。考其立法理由乃專家證人對於有可能  
28 影響其中立、客觀陳述之事項，應予揭露；揭露內容應包  
29 括專家證人之學經歷、專長之專業領域，及是否曾從事與  
30 本次出具專業意見相關之案例暨其結果等專家證人資格相  
31 關事項。查第二次台台併案之基準日在本件111年4月15日

01 公平價格基準日之後，本非本件之可類比交易，胡湘寧 0  
02 00 縱未揭露其於112年2月22日出具第二次台台併案之換  
03 股比例合理性意見書，因其非屬本次出具專業意見相關之  
04 案例，故無違上開規定，併此敘明。

05 (三)台哥大公司雖提出李志偉 00 以台灣經濟新報之事件研究系  
06 統擬制計算亞太公司於111年4月15日之真實價格，主張消除  
07 系爭合併案之異常報酬後，真實價格為每股7.8621元，消除  
08 換股案、系爭合併案之異常報酬後，真實價格為每股8.9347  
09 元（見商非更一卷第397-406頁）。惟評價準則公報第十五  
10 號《評價方法及評價特定方法》提及之主要評價方法為市場  
11 法、收益法及成本法，並無事件研究法，且評價實務上鮮有  
12 採此方法者，李志偉 00 報告中使用之資本資產定價模式(C  
13 APM)諸多參數之假設限制均未予敘明，且有聲請人所指將選  
14 擇研究之事件即109年9月4日之換股案、111年2月25日亞太  
15 公司董事會通過系爭合併案，落於109年9月4日至111年4月1  
16 5日樣本期間之缺失（見商非更一卷第518-519頁），更有其  
17 自承「設定的事件期間逾1.5年，期間若有其他異常報酬事  
18 件（例如台股2021/5/12因疫情擴大而有512股災，兩天大跌  
19 913點，跌幅5.51%），此處的擬制股價將不會納入該等事件  
20 的影響」情事（見商非更一卷第405頁），其既未於報告敘  
21 明事件研究法係最能合理反映評價標的價值之評價方法的理  
22 由，自無從採酌。

23 □、聲請人收買相對人持有亞太公司股份之公平價格為每股7.84  
24 元：

25 查異議股東請求收買股份之「公平價格」係指標的公司股份  
26 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  
27 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  
28 評價方法核定標的公司未受合併影響之「企業權益之全部」  
29 價值時，固須擇定評價基準日以利進行評價，惟此乃指在評  
30 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  
31 交易法係按歷史價格、財務報告則是參照可取得最近期之公

01 開資訊，此有專家證人胡湘寧000在本院之陳述可稽（見  
02 商非卷二第457頁）。爰以系爭股東會決議日為公平價格基  
03 準日，以該日可取得最近期之財務報告或公開資訊，採「市  
04 價法」評價時加計控制權溢價，採「可類比交易法」評價則  
05 剔除非可類比之私募案交易，以換股案、第一次台台併案2  
06 筆可類比交易，計算核定本件公平價格如下：

07 (一)市價法：

- 08 1. 採市價法宜以未受109年9月4日換股案重大消息影響之系爭  
09 股東會決議日為公平價格基準日，已如第九點所述。以111  
10 年4月15日系爭股東會前10日、20日、30日之平均收盤價計  
11 算，分別為6.75元、6.71元、6.67元（參商非卷四第95頁、  
12 附表二）。至於控制權溢價，台哥大公司專家證人胡湘寧0  
13 00依Fact/Set資料庫設定「行業別：Telephone Communi-  
14 cations、Telegraph and other Message Communications  
15 、Communications Services」、「交易目的：策略及財務  
16 目的」、「營業收入：小於美金4,200,000仟元」、「交易  
17 規模：小於美金3,000,000仟元」等與系爭合併案具關聯性  
18 條件，蒐尋西元2000年1月1日至2022年2月25日期間，有關  
19 電信通訊產業在我國及與我國經濟開發條件相近之日本、中  
20 國及南韓，且交易後取得標的公司50%以上股權而對之具有  
21 控制權之友善非敵意併購案資訊，得到系爭14筆控制權溢價  
22 併購交易，其中位數為18.8%（見商非卷二第133、147頁、  
23 商非卷三第77-79頁、商非更一卷第261、433、435-437  
24 頁），胡湘寧000為驗證上開溢價率之可靠性，再以我國  
25 17筆公開收購控制權溢價中位數為19.62%（見商非卷二第14  
26 9頁），與經由Fact/Set資料庫查得資料結果，暨系爭合併  
27 案遠傳公司委請李孟修000出具之換股比例合理性意見書  
28 建議之收購溢價率18%均相當（參第五(三)2.點兩造不爭執事  
29 項，見商非卷二第149、463頁、商非調卷二第176頁），而  
30 認為應加計18.8%之控制權溢價。聲請人則以胡湘寧000  
31 採用Fact/Set資料庫臚列之控制權溢價資訊有：(1)未考量控

01 制權溢價資料庫之合併案與系爭合併案之差異性。(2)統計方  
02 法違反統計學之基本原則。(3)錯誤考量交易架構與系爭合併  
03 案截然不同之公開收購案件。(4)控制權溢價資料包含綜效之  
04 概念，而異議股東不應享有綜效所反映之價值。(5)設定之時  
05 間區間過長，未斟酌年代久遠之交易，其產業環境是否與系  
06 爭合併案相同等瑕疵（見商非更一卷第225-229頁）。

07 2. 查胡湘寧000取樣標準係與我國經濟開發條件較相近國家  
08 之通訊同業、交易後取得標的公司50%以上股權、友善非敵  
09 意併購、與亞太公司營業規模差異並非過大等資料庫資訊，  
10 已如前述，並有系爭14筆控制權溢價併購交易資料庫原始數  
11 據存卷可稽（見商非卷三第89頁）。聲請人雖指出其中SOLC  
12 OM Co., Ltd公司係從事土木工程業務，與亞太公司所營事業  
13 有異，查該標的公司實係經營電信、土木工程和資訊技術解  
14 決方案業務（Engages in the telecommunications, civil  
15 engineering and information technology solutions），  
16 有原始數據資料及標的公司所營事業之中譯文可資比對（見  
17 商非卷三第89頁、商非更一卷第435-437頁），實已考量控  
18 制權溢價資料庫合併案與系爭合併案之關聯性，聲請人片面  
19 截取「civil engineering」一詞任為指摘，難認允洽。至  
20 於聲請人主張第一次台台併案何淑芬000取樣110年亞太  
21 地區兩筆泰國電信業者間併購交易之控制權溢價率分別為7%  
22 及11%，最終認定第一次台台併案10%控制權溢價部分，已在  
23 可類比交易法為評價（詳下述第(二)2.(1)點），自無庸重覆列  
24 入評價。

25 3. 因胡湘寧000設定取樣之期間長達22年，控制權溢價數值  
26 差距自-45%至343.6%不等（見商非卷三第77-79頁），惟此  
27 乃因統計取樣數量太少恐缺乏代表性，且母體標準差越大，  
28 應抽樣樣本量越大，考量取樣需與系爭合併案具備關聯性而  
29 設定電信通訊產業、與我國經濟開發條件較相近國家、交易  
30 後取得標的公司50%以上股權、友善非敵意併購、與亞太公  
31 司營業規模差異復不能過大等條件後，如未設定較長期間恐

01 造成取樣數量太少致缺乏代表性之疑慮。至於系爭14筆控制  
02 權溢價併購交易之數值差距過大，胡湘寧000已採取中位  
03 數方式避免受極端值影響（見商非更一卷第290頁），並以  
04 盒鬚圖檢驗後僅有1筆控制權溢價343.6%屬異常值（見商非  
05 更一卷第263頁），故僅須排除該異常值即可（詳下述第6.  
06 點）。聲請人雖主張因統計學上中位數排除極端值之特性，  
07 導致類似於亞太公司此種虧損公司合併類型之控制權溢價數  
08 值遭到排除，故不應擇取中位數作為控制權溢價，並自公開  
09 資訊觀測站公開收購資訊專區整理107年至111年間被收購公  
10 司為經常性虧損公司之溢價率在5.77%至-19.25%之間為據  
11 （見商非更一卷第462、481頁）。惟查，亞太公司就系爭合  
12 併案欠缺談判籌碼致未能爭取控制權溢價，非謂亞太公司  
13 「企業權益之全部」無控制權溢價，已如第八(三)點所述，以  
14 市價法評價時應加計控制權溢價係因市場上不具控制權之股  
15 票交易價格，在異議股東請求收買股份脈絡下不應提列少數  
16 股權折價，而調整至具控制權之價值基礎，與標的公司是否  
17 虧損無涉，亦如第十(三)4.(2)點所述，此由陳慈堅及李孟修0  
18 00就系爭合併案以市價法評價時，分別計出15%、18%之控  
19 制權溢價，而非逕指出控制權溢價數額為0益明（參第五(三)  
20 1.2.點兩造不爭執事項），故聲請人僅取樣12家非電信業之  
21 虧損公司溢價率，無從在本件異議股東請求收買股份案件中  
22 審酌。何況系爭14筆控制權溢價併購交易中應排除之343.6%  
23 控制權溢價異常值，亦非聲請人主張之負數控制權溢價，故  
24 聲請人上開主張為不可採。

- 25 4. 聲請人又指稱胡湘寧000錯誤考量交易架構與系爭合併案  
26 截然不同之公開收購案件。查系爭14筆控制權溢價併購交易  
27 中有無公開收購交易不明，用以驗證之我國17筆控制權溢價  
28 資訊則均屬公開收購交易之控制權溢酬，此經胡湘寧000  
29 陳述在卷，並有我國17筆公開收購控制權溢價資訊可參（見  
30 商非卷二第149、464-465頁）。而公開收購為企業併購中經  
31 常採用之併購策略，指收購者不經由證券交易市場，直接並

01 公開向標的公司股東收購其持股之行為，收購者以公開收購  
02 方式取得控制性持股後，往往會接續進行與目標公司合併，  
03 因收購者公開收購目的係為取得控制權，故於此第一階段多  
04 以高於市場價格大量取得有價證券而內含控制權溢價，核與  
05 異議股東請求收買股份之公平價格意涵相合，自得援為控制  
06 權溢價量化資訊。另參考美國模範公司法第13.01條關於異  
07 議股東股份收買請求權規定之評論2B敘及：第13.01條允許  
08 考量「在合併的兩步驟交易中（指先購後併），公平價值是  
09 在第二步驟合併之前確定的，要考慮此期間價值的任何變  
10 化」（In a two-step transaction culminating in a mer  
11 ger, fair value is determined immediately before the  
12 second step merger, taking into account any interim  
13 changes in value.，見商非卷三第394頁）等語，即知公平  
14 價格應參採先購後併之第一階段為取得控制權益之公開收購  
15 價格，而非第二階段之併購價格，故聲請人主張胡湘寧00  
16 0引用交易架構與系爭合併案不同之公開收購資訊，用以驗  
17 證18.8%控制權溢價之合理性，係有瑕疵，即非足取。至於  
18 胡湘寧000取樣之我國17筆公開收購控制權溢價資訊非與  
19 通訊產業有關，係因我國公開收購案件中，並無被併購公司  
20 屬於通訊服務業的交易，且考慮此數據僅用於佐證Fact/Set  
21 資料庫查詢結果合理性，以及驗證18.8%控制權溢價是否偏  
22 離我國資本市場狀況，故未區分行業別，有胡湘寧000之  
23 補充說明可參，並經台哥大公司代理人陳明在卷（見商非更  
24 一卷第349、424-425、433頁）。

- 25 5. 聲請人復主張系爭14筆控制權溢價併購交易包含綜效，而異  
26 議股東不應享有綜效所反映之價值，而應扣除等語。查胡湘  
27 寧000證述：資料庫是以Control Premium控制權溢價名  
28 稱稱之，是有可能含綜效，但兩者無法區別，因為資料庫就  
29 是一個溢價，資料庫取得資訊無法知道有無含綜效，我能做  
30 的是去排除敵意併購，敵意併購較可能含有綜效等語在卷  
31 （見商非卷二第463、466頁）。聲請人之專家證人葉疏00

01 亦認同會計上無法區分併購溢價內的各種可能成分（見商非  
02 卷二第466頁）。胡湘寧000擇取樣本時既已排除較可能  
03 含有綜效之敵意併購，資料庫內之各筆併購交易資訊究有無  
04 包括綜效或若干綜效僅談判之交易雙方知悉而非公開揭露資  
05 訊，審酌兩造均不聲請選派檢查人以資產法、收益法評價以  
06 求得亞太公司自身之控制權溢價，以市場法量化控制權溢價  
07 係以類比方式比擬標的公司之控制權溢價，目前評價技術復  
08 無析離資料庫內之控制權溢價與綜效以求得精確數字之可  
09 能，參以胡湘寧000決定控制權溢價之評價過程符合業界  
10 之評價觀念及技術，且以價值區間而非特定單一價格呈現，  
11 故聲請人主張應扣除綜效，難予採酌。

12 6. 綜上說明，經以盒鬚圖檢驗系爭14筆併購交易之控制權溢價  
13 離散情形，僅有1筆343.60%為極端值，將之排除後控制權溢  
14 價之中位數為18.6%（見商非卷三第77-79頁）。又系爭合併  
15 案亞太公司委請陳慈堅000、遠傳公司委請李孟修000  
16 出具之換股比例合理性意見書雖分別採取15%、18%之控制權  
17 溢價，惟其等取樣自公開資訊觀測站之公開收購交易僅設定  
18 取得100%或50%股權之併購交易條件，且被收購之標的公司  
19 俱非與系爭合併案性質相同或類似之通訊產業（見商非調卷  
20 一第262頁、商非調卷二第176頁），較諸胡湘寧000設定  
21 類比於亞太公司之營業性質、規模、類比於系爭合併案之交  
22 易目的、符合我國經濟發展情況等條件所獲取之樣本，陳慈  
23 堅及李孟修000採取之併購溢價率與系爭合併案之關聯性  
24 較低，且該等換股比例合理性意見書之評價目的、價值標準  
25 均與本件不同，故不予採納。爰以系爭股東會為評價基準日  
26 採市價法加計18.6%之控制權溢價計算本件每股公平價格介  
27 於7.91元至8.01元之間，中位數為7.90元（參附表二）。

28 (二)可類比交易法：

29 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  
30 規定：「可類比交易法可使用各種不同之可類比資料依據  
31 （亦稱為比較單位）構成比較之基礎。例如，常用於企業評

01 價之比較單位包括息前稅前折舊攤銷前盈餘乘數、盈餘乘  
02 數、收入乘數及帳面價值乘數。」（見商非卷二第408  
03 頁）。查胡湘寧000提出之專業意見書採取可類比交易之  
04 帳面價值乘數（即股權價值淨值比），其先排除可類比交易  
05 之控制權溢價，排除比例以Fact/Set資料庫查得之系爭14筆  
06 控制權溢價併購交易之中位數18.8%為據，再除以可類比交  
07 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  
08 值淨值比，再將此股權價值淨值比乘以亞太公司之最近期淨  
09 值，據以計算亞太公司之股權價值後，再加回上開18.8%之  
10 控制權溢價（見商非卷三第84、91頁）。惟按可類比交易法  
11 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  
12 估計，此有同號公報第17條規定可按（見商非卷二第407  
13 頁），換股案、第一次台台併案之可類比交易均屬反映控制  
14 權益之交易（見商非卷三第435-437頁、第397-404頁），已  
15 含控制權溢價，既利用可類比交易法評價，自宜參採可類比  
16 交易已含之控制權溢價。其中換股案標的同為亞太公司股權  
17 而屬與評價標的非常類似之資訊，惟因基準日及取得股權數  
18 量不同，仍屬以類比方式比擬系爭合併案亞太公司之控制權  
19 溢價，不可能如收益法或資產法求得與亞太公司相同之控制  
20 權溢價，應予說明。爰調整胡湘寧000上開計算方式，逕  
21 採可類比交易之控制權溢價。

22 2. 茲以系爭股東會決議日為基準日，依據第一次台台併案、換  
23 股案此2筆可類比交易的股權價值淨值比，據以計算本件收  
24 買股份之合理價格如下：

25 (1)第一次台台併案：

26 台哥大公司董事會於110年12月30日決議通過預計增資發  
27 行282,222,106股普通股予台灣之星股東，依企併法等相  
28 關規定吸收合併台灣之星（參第六(三)3.點），以當日台哥  
29 大公司股票收盤價100元（見商非卷三第439頁）推算此合  
30 併案交易價格即台灣之星隱含總市值為28,222,210,600元  
31 （282,222,106股×100元/股），除以台灣之星最近期淨值

01 22,062,409,000元（見商非卷二第501頁、商非卷三第94  
02 頁），計出此可類比交易之股權價值淨值比為1.2792，以  
03 此帳面價值乘數乘以亞太公司111年第1季財務報告所示淨  
04 值27,774,647,000元（見商非卷三第450頁），據以估算  
05 亞太公司之股權價值上緣為35,529,328,442元。再除以系  
06 爭股東會當日亞太公司已發行股份總數4,317,196,399股  
07 （見商非更一卷第539、543頁），計出亞太公司含控制權  
08 溢價之股份價值上緣為8.23元（參附表三之一）。

09 (2)換股案：

10 ①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  
11 鴻海公司持有之部份亞太公司股份，以亞太公司普通股1  
12 股暫定換發遠傳公司普通股0.1551447新股（參第六(三)2.  
13 點），以此換股比例乘以遠傳公司當日股票收盤價每股6  
14 0.8元（見商非卷三第455頁），計算換股協議之交易價格  
15 即亞太公司之每股市值為9.43元（ $0.1551447 \times 60.8$ ），再  
16 乘以亞太公司向遠傳公司私募500,000,000股後之已發行  
17 股份總數4,317,196,399股（見商非卷三第457頁，以亞太  
18 公司私募增資發行新股後之已發行股份總數計算，係因10  
19 9年9月4日同日辦理私募及換股，換股比例應已考量增資  
20 股數），據以估算亞太公司隱含總市值為40,723,240,522  
21 元；再除以亞太公司109年度第2季財務報告之淨值32,66  
22 8,848,000元（見商非卷三第460頁），並加計私募之5,00  
23 0,000,000元（每股10元，第六(三)1.點），合計為37,668,  
24 848,000元，計出此可類比交易之股權價值淨值比為1.081  
25 1，以此帳面價值乘數乘以亞太公司111年第1季財務報告  
26 所示淨值27,774,647,000元（見商非卷三第450頁），據  
27 以估算亞太公司之股權價值下緣為30,027,170,872元。再  
28 除以系爭股東會當日亞太公司已發行股份總數4,317,196,  
29 399股（見商非更一卷第539、543頁），計出亞太公司含  
30 控制權溢價之股份價值下緣為6.96元（參附表三之二）。

01 ②台哥大公司抗辯：私募案繳納股款完成日為110年9月10日  
02 （見商非調卷一第501頁），應以該日最近期之財務報告  
03 資訊即亞太公司110年第3季之財務報告淨值30,634,082,0  
04 00元試算，換股案之股權價值淨值比為1.33等語（40,72  
05 3,240,522÷30,634,082,000 = 1.3293、見商非卷三第29  
06 6、313、320頁），惟亞太公司110年第3季財務報告淨值  
07 除私募金額之外，尚反映換股案後1年期間即109年9月至1  
08 10年9月亞太公司之經營績效，與換股案基準日109年9月4  
09 日差距1年而有未洽，故宜以聲請人主張109年度第2季財  
10 務報告所揭露之淨值加計私募金額5,000,000,000元予以  
11 調整為宜（見商非更一卷第472-473頁）。

12 (3)綜上，以系爭股東會為公平價格基準日，採可類比交易法  
13 之帳面價值乘數即股權價值淨值比（內含可類比交易之控  
14 制權溢價），計算本件每股公平價格介於6.96元至8.23元  
15 之間，中位數為7.60元（參附表三之三）。

16 (三)價值結論：

17 評價準則公報第十五號《評價方法及評價特定方法》第9條  
18 規定：「並無單一評價方法或評價特定方法可適用於所有情  
19 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  
20 力證據。」（見商非卷二第405-406頁），爰參照胡湘寧0  
21 00之建議，給予市價法80%之權重，給予可類比交易法20%  
22 之權重，並以價格區間及單一價格表達（見商非卷二第135  
23 頁）如附表四所示，即價格區間為7.72元至8.05元之間，單  
24 一價格為7.84元。審酌上開價格介於遠傳公司（即聲請人）  
25 委請之李孟修000就系爭合併案出具之意見書價格下限6.  
26 04元與上限9.62元之間（參第五(三)2.點兩造不爭執事項），  
27 爰核定相對人請求聲請人收買股份之公平價格為每股7.84  
28 元。

29 □、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  
30 議日，依市價法評價時應加計控制權溢價，依可類比交易法  
31 則因可類比交易已隱含控制權溢價，故不再重複加計，本院

01 綜合參酌證券交易實際成交價格、換股案、第二次台台併案  
02 此2筆可類比交易，以及兩造聲請專家之專業意見，認兩造  
03 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  
04 請人股份之價格應為每股新臺幣7.84元，爰裁定如主文第1  
05 項所示。

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

08 中 華 民 國 113 年 8 月 27 日

09 商業庭

10 審判長法官 林欣蓉

11 法官 林昌義

12 法官 吳靜怡

13 以上正本係照原本作成。

14 如不服本裁定，應於送達後10日內向本院提出抗告狀。

15 中 華 民 國 113 年 8 月 27 日

16 書記官 程翠璇

17 =====強制換頁=====

01 附表一：相對人持股數、請求收買價格、與聲請人主張之價差

02

編號	相對人姓名/名稱	A 相對人持有及繳存股數	B 聲請人主張每股價格	C 相對人請求收買之每股價格	D(C-A) 價差	E(A*B) 聲請人主張總金額	F 聲請人匯款金額	G(A*C) 相對人主張總金額	H(G-E)或(A*D) 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	廖寶蓮等3人	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

03 附表二：以市價法計算公平價格區間

04

	A 系爭股東會前亞太股票均價及中位數	B(A*0.186) 加計18.6%控制權溢價	C(A+B) 市價法之公平價格 加計18.6%控制權溢價	
前10日均價	6.75	1.26	8.01	(每股公平價格上緣)
前20日均價	6.71	1.25	7.96	
前30日均價	6.67	1.24	7.91	(每股公平價格下緣)
系爭股東會前30日股價中位數	6.66	1.24	7.90	(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日均價及系爭股東會前30日股價中位數參見商非卷四第95頁

附註3：18.6%控制權溢價係參採胡湘寧 蒐尋Fact/Set資料庫資訊排除異常值後之中位數

05 附表三：以市場法之可類比交易法計算之公平價格區間

06 (詳次頁)

07 附表四：公平價格之結論

08

四之一、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	7.91	8.01	80%	6.33	6.41
可類比交易法	6.96	8.23	20%	1.39	1.65
每股公平價格				7.72	8.05
四之二、以單一金額表達					
	A	B	C(A*B)		
	中位數	權重			
市價法	7.90	80%	6.32		
可類比交易法	7.60	20%	1.52		
每股公平價格			7.84		