

最高法院民事裁定

113年度台抗字第886號

抗 告 人 遠傳電信股份有限公司

法定代理人 徐旭東

代 理 人 余振國律師

高偉傑律師

吳佳霖律師

上列抗告人因與相對人台灣大哥大股份有限公司等間聲請裁定收買股份價格事件，抗告人對於中華民國113年8月27日智慧財產及商業法院裁定（113年度商非更一字第1號），提起抗告，本院裁定如下：

主 文

抗告駁回。

抗告程序費用由抗告人負擔。

理 由

一、本件抗告人主張：伊之前身亞太電信股份有限公司（下稱亞太公司）於民國111年4月15日召集股東臨時會（下稱系爭股東會），決議通過以吸收合併方式與伊合併（下稱系爭合併案），伊為存續公司，亞太公司為消滅公司。相對人台灣大哥大股份有限公司（下稱台哥大公司）、周曉君、葉建中及廖寶蓮、洪浩華、洪韻珊（下稱廖寶蓮等3人）之被繼承人洪朝昇（經廖寶蓮等3人於原法院承受程序，下合稱台哥大公司等4人）分別持有亞太公司普通股股數如原裁定附表（下稱附表）一所示，其等於系爭股東會集會前或集會中，以書面或口頭表示異議經記錄，放棄表決權，並於系爭股東會決議日起20日內提出請求收買股份函，及向股務代理機構交存股票。惟雙方未能於系爭股東會決議日起60日內達成收買價格之協議，亞太公司已於同年7月12日依111年6月15日修正前企業併購法（下稱企併法）第12條第5項規定，按所認為之公平價格即每股新臺幣（下同）6.93元，扣除應代徵之證券交易

01 稅後支付價款予台哥大公司等4人，爰依企併法第12條第6項
02 規定聲請為股份收買價格之裁定。

03 二、原法院以：

04 (一)、系爭股東會決議通過系爭合併案，台哥大公司等4人就系爭
05 合併案表示異議並放棄表決權，向亞太公司提出請求收買股
06 份，因雙方未能就股份收買價格自系爭股東會決議日起60日
07 內達成協議，亞太公司於按其認為公平之價格即每股6.93元
08 支付價款予台哥大公司等4人後，依企併法第12條第6項聲請
09 為股份收買價格之裁定，即屬有據。

10 (二)、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
11 購而取得利益或遭受損害，僅係單純客觀反映併購當時之合
12 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
13 價格，除得因個案事實斟酌當地證券交易實際成交價格外，
14 並得就公司提出之財務報告、公平價格評估說明書、換股比
15 例合理性意見書、以及其他與價格算定有關之資料，如併購
16 價格、可類比公司或交易等資訊，以茲審認企業之價值。查
17 抗告人董事會前於109年9月4日決議，擬發行新股受讓第三
18 人鴻海精密工業股份有限公司(下稱鴻海公司)所持有之部分
19 亞太公司股份(下稱系爭換股協議)，該訊息發布前、後30個
20 交易日之亞太公司股價淨值比，分別為0.8459、1.1509，而
21 系爭合併案於111年2月25日亞太公司董事會決議通過前、後
22 30個交易日之亞太公司股價淨值比，分別為1.1400、0.939
23 8，可知系爭合併案發布後之亞太公司股價淨值比，趨近於
24 系爭換股協議消息公布前之比值。審酌系爭換股協議對亞太
25 公司股價之影響，本件公平價格基準日採系爭股東會決議
26 日，較為允妥。至系爭合併案之併購價格(每股6.475元)，
27 在其併購程序公平性未獲確保之情形下，尚無從以之核定公
28 平價格。

29 (三)、依現行企併法第12條第12項準用非訟事件法第182條第2項、
30 商業事件審理細則第40條第2項規定，兩造主張以市價法為
31 評價，並無不合。又依財團法人中華民國會計研究發展基金

01 會發布之評價準則公報(下稱評價準則公報)第十五號《評價
02 方法及評價特定方法》第33條第2款規定，控制權溢價適用於
03 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
04 制定決策及能否作出變動之差異。在異議股東請求收買股份
05 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
06 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
07 於企業原本之價值，自應由全體股東共享該控制權溢價。亞
08 太公司在系爭合併案決議前即為鴻海公司之子公司，鴻海集
09 團對其有控制力而存在控制股東，以市價法進行評價時，因
10 係參採集中交易市場上之股票交易價格，屬不具控制力之股
11 份買賣，以之評價屬控制權益之評價標的時，應加計控制權
12 溢價。

13 (四)、以系爭股東會前10日、20日、30日之亞太公司平均收盤價計
14 算，分別為6.75元、6.71元、6.67元。至於控制權溢價部
15 分，參酌台哥大公司所聲請之專家證人胡湘寧會計師(下稱
16 胡會計師)在Fact/Set Control Premium Study，設定與系
17 爭合併案具關聯性條件，蒐尋西元2000年1月1日至2022年2
18 月25日期間，有關電信通訊產業在我國及與我國經濟開發條
19 件相近之日本、中國、南韓，交易後取得標的公司50%以上
20 股權之友善非敵意併購，且與亞太公司營業規模差異並非過
21 大等資訊，得到14筆控制權溢價併購交易(下稱14筆併購
22 案)，其中位數為18.8%。經其以之與另查得之我國17筆公開
23 收購交易控制權溢價中位數19.62%，及抗告人於系爭合併案
24 委請李孟修會計師出具換股比例合理性意見書建議之收購溢
25 價率18%相驗證，均屬相當。衡酌胡會計師之取樣標準，已
26 考量14筆併購案與系爭合併案之關聯性，並採取中位數，避
27 免受極端值影響，而以盒鬚圖檢驗，僅有1筆控制權溢價34
28 3.6%屬異常值，將之排除後，應認控制權溢價之中位數為1
29 8.6%。是以市價法加計18.6%之控制權溢價計算，本件每股
30 公平價格介於7.91元至8.01元之間，中位數為7.90元(如附
31 表二)。

01 (五)、依評價準則公報第十一號《企業之評價》第13條規定，與兩
02 造協力調查事證及卷證資料，本件並採「可類比交易法」為
03 評價特定方法。系爭換股協議之換股標的為亞太公司股份，
04 符合評價準則公報第十五號《評價方法及評價特定方法》第
05 23條之原則規定，而無須作重大調整，且系爭換股協議之交
06 易資訊來源公開，反映當時市場環境，交易雙方即抗告人與
07 鴻海公司間復非關係人，爰將之列為可類比交易。系爭換股
08 協議嗣雖因系爭合併案而暫緩履行並告終止，惟此並不影響
09 該協議已成立生效而為可類比交易。又台哥大公司董事會於
10 110年12月30日決議通過，預計增資發行普通股予台灣之星
11 電信股份有限公司(下稱台灣之星公司)股東，以吸收合併台
12 灣之星公司之合併案(下稱第一次台台併案)，經葉建中聲請
13 之專家證人馬秀如教授依評價準則公報第十五號第23條規定
14 檢視，符合7項原則中之5項，且將之列入可類比交易，較僅
15 參採系爭換股協議之單一交易為佳，爰亦將之列為可類比交
16 易。第二次台台併案並非本件之可類比交易，胡會計師縱未
17 揭露其曾出具第二次台台併案之換股比例合理性意見書，惟
18 此非屬本次出具專業意見相關之案例，並無違商業事件審理
19 法第49條第2項第1款之規定。

20 (六)、另依評價準則公報第十五號《評價方法及評價特定方法》第
21 20條規定，可類比交易可使用帳面價值乘數(即股權價值淨
22 值比)為比較單位。又依同號公報第17條規定，可類比交易
23 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
24 值估計，則系爭換股協議、第一次台台併案之可類比交易，
25 均屬反映控制權益之交易，已含控制權溢價，既利用可類比
26 交易法評價，自宜參採可類比交易已含之控制權溢價。關於
27 系爭換股協議部分，係以亞太公司普通股1股暫定換發抗告
28 人普通股0.1551447新股，以此換股比例乘以109年9月4日抗
29 告人董事會決議當日之股票收盤價60.8元，再乘以亞太公司
30 向抗告人私募5億股後之已發行股份總數，據以估算亞太公
31 司之隱含總市值為407億2,324萬522元，除以亞太公司109年

01 度第2季財務報表之淨值326億6,884萬8,000元及加計私募之
02 50億元(每股10元),計出此可類比交易之股權價值淨值比為
03 1.0811,再以此淨值比乘以亞太公司111年第1季財務報表所
04 示淨值,據以估算亞太公司之股權價值下緣,除以系爭股東
05 會當日之已發行股份總數,計出含控制權溢價之股份價值下
06 緣為6.96元。另關於第一次台台併案部分,台哥大公司董事
07 會於110年12月30日決議增資發行2億8,222萬2,106股普通股
08 予台灣之星公司股東,以當日台哥大公司股票收盤價100元
09 推算,台灣之星公司之隱含總市值為282億2,221萬600元,
10 除以台灣之星公司最近期淨值,計出此可類比交易之股權價
11 值淨值比為1.2792,以此淨值比乘以亞太公司111年第1季財
12 務報表所示淨值,據以估算亞太公司之股權價值上緣,除以
13 系爭股東會當日之已發行股份總數,計出含控制權溢價之股
14 份價值上緣為8.23元。從而,採可類比交易法計算本件每股
15 公平價格介於6.96元至8.23元之間,中位數為7.6元(如附表
16 三)。

17 (七)、復依評價準則公報第十五號《評價方法及評價特定方法》第
18 9條規定,給予市價法80%、可類比交易法20%之權重,其價
19 格區間為7.72元至8.05元,單一價格為7.84元(如附表四)。
20 上開價格,介於李孟修會計師出具之換股比例合理性意見書
21 所載價格下限6.04元與上限9.62元之間。綜上,爰核定本件
22 抗告人收買台哥大公司等4人持有亞太公司股份之公平價格
23 應為每股7.84元。

24 三、以上原法院之認事用法,經核於法並無違誤。抗告意旨,指
25 摘原裁定違背法令,非有理由。末查,為期司法資源有效運
26 用,當事人應得到法院許可,始得將專家證人之意見作為證
27 據,此觀商業事件審理法第47條第1項規定即明。抗告人主
28 張原法院未依其聲請傳喚馬嘉應教授,有應調查證據未予調
29 查之違法云云,容有誤會。又抗告人於抗告程序,提出本院
30 112年度台上字第2646號判決,核屬新證據,本院不得審
31 酌。均附此敘明。

01 四、據上論結，本件抗告為無理由。依商業事件審理法第74條，
02 民事訴訟法第481條、第449條第1項、第95條第1項、第78
03 條，裁定如主文。

04 中 華 民 國 113 年 12 月 11 日

05 最高法院民事第六庭

06 審判長法官 李 寶 堂

07 法官 吳 青 蓉

08 法官 賴 惠 慈

09 法官 林 慧 貞

10 法官 許 紋 華

11 本件正本證明與原本無異

12 書 記 官 林 書 英

13 中 華 民 國 113 年 12 月 23 日