臺灣臺北地方法院民事裁定

108年度司字第6號

聲　請　人　玉禮實業股份有限公司
法定代理人　賴明峰
代　理　人　黃仕翰律師
　　游弘誠律師
　　王筑威律師
相　對　人　台灣固網股份有限公司
法定代理人　蔡明忠

上列聲請人與相對人間聲請裁定收買股票價格事件，本院裁定如下：

主　文

相對人收買聲請人所持有台灣固網股份有限公司股票之價格應為每股新臺幣捌元參角。

聲請人其餘聲請駁回。

聲請程序費用新臺幣叁仟元由相對人負擔。

理　由

一、聲請意旨略以：

㈠聲請人持有原台灣固網股份有限公司（統一編號：00000000，下稱舊台固公司）股票70萬股（下稱系爭股票），嗣第三人台信國際電信股份有限公司（下稱台信公司）於民國96年3月至4月間在公開市場上，以每股新臺幣（下同）8.3元公開收購舊台固公司股票，第三人富邦商業銀行乃多次詢問聲請人是否願意將系爭股票出售予台信公司，然聲請人基於系爭股票具有長期持有投資獲利之利基，且台信公司公開收購之每股價額過低，即低於合併基準日（即96年6月5日）舊台固公司每股淨值10.76元，故伊乃表示拒絕出售之意思。又舊台固公司於96年6月29日舉行股東常會，決議通過與台信公司合併時，聲請人依斯時法規尚無規定得聲請法院裁定股票公平價格，聲請人遂依法聲請司法院大法官解釋，並經司法院大法官公布釋字第770號解釋（下稱釋字第770號），則依司法院大法官釋字第188號解釋意旨，聲請人自釋

字第770號公佈日之日起，始有權利向法院聲請公平價格裁定，是就公平價格之計算，自應以釋第770號解釋公布後為計算之基準。本件審酌舊台固公司於合併日前，持有第三人台灣大哥大股份有限公司（下稱台哥大公司）約20%之股權，合併當日台哥大公司股價為每股39.5元，股本為380.09億元，總市值約為1,501億3,555萬元；復釋字770號解釋公布日當日台哥大公司股價為每股109元，股本為342.09億元，總值約為3,728億7,810萬元，其中台哥大公司市值變動數差額，按照舊台固公司持有台哥大公司股份比例計算出，相對人應增加算入之價值為445億4,851萬元【計算式：（3,728億7,810萬元－1,501億3,555萬元）÷5】，據此應增加算入之價值除以台固公司總股數可知，舊台固公司公司應增加之每股價值為6.90元（台固公司已發行股數共64.54億股，計算式：445億4,851萬元÷64.54億股，四捨五入至小數點第二位），另加計舊台固公司決議合併當日淨值每股10.76元後，舊台固公司股票之推估每股淨值應為17.66元（計算式：6.9元＋10.76元）。依此，依釋字第770號公布日當日台灣股票交易市場可類比股票之股價淨值比之平均數2.91【以台灣大、中華電、遠傳、亞太電等四家公司為基準，計算式：（5.06＋2.25＋3.30＋1.03）÷4】，相對人應以每股公平價格51.39元【17.66元X2.91】向伊收買系爭股票方屬合理。

㈡又本院96年度司字第593號確定裁定（系爭另案裁定）係依修正前企業併購法之規範所為認定，且釋字第770號解釋已明確指出修正前企業併購法，未就「公平價格」有完整之保障機制，故特別指明本案救濟時，應適用現行即104年7月8日修正公布之企業併購法有關「公平價格」之規範。故而，系爭另案裁定既係依現行企業併購法修正前所為之裁定，聲請人復非該案件之當事人而無陳述意見之機會，無從踐行釋字第770號解釋理由書所稱「法院為價格裁定前應予公司及股東有陳述意見之機會，以達聽審請求權之保障」，本件

自不受系爭另案裁定認定之拘束。復所謂「公平價格」，因合併恆應以對參加合併公司均有利為前提，公司有利之前景事實，自應納入公平價格內考量，不應以合併當時之市價為判斷（當然不應低於市價），且依先進國家合併實務，恆有市價數成之溢價之舉，故「公平價格」除應就被合併公司當前之營運狀況進行評估外，尚應考量合併後可能產生之合併綜效等因素，並瞭解併購是否涉及控制股東利用未公開之內部資訊以謀取私利，例如計劃在合併後才進行新投資，或是預期可以獲取之商業利益（如產品研發有所突破，即將推出新產品，或是爭取市場有所進展，即將獲得長期之訂單等），如此才能在支持現金逐出制度以利企業成長壯大之外，同時嚇阻大股東濫用現金逐出制度，以攫取公司成長之收益，俾促進企業發展與保障小股東權益間取得平衡，此參諸釋字第770號解釋黃瑞明大法官之協同意見書及黃虹霞大法官之部分不同意見書可知；抑有進者，另由該釋字黃瑞明大法官之協同意見書意旨可知，判斷現金逐出合併規定是否合憲，審查重點在於有無達到完全補償之要求。是而依前開釋字意旨，企業併購法允以現金逐出合併之手斷，讓多數股東於違反少數股東之意願之下取得其股權，實質上無異允許私人徵收他人之財產，實屬對人民財產權之剝奪，自應予以不低於市價之完全補償，公平價格之考量自應考量公司有利之前景、合併後綜效之公司價值等因素。本件相對人雖提出第三人李貞萱會計事務所出具之價格合理性意見書（下稱系爭意見書）及第三人美商摩根大通銀行（JPMorgan，下稱摩根大通銀行）所提出之評估報告（下稱系爭評估報告），惟系爭意見書係針對價格合理性提出意見，系爭評估報告則係針對合併案件所為之評估，然上開兩文書均未就合併案合併後可能產生之合併綜效、是否涉及控制股東利用未公開之內部資訊，以謀取私利或是預期可以獲取之商業利益等因素加以考量，系爭意見書僅以「每股淨值法」及「市價法」據認定台信公司以每股現金價格8.3元吸收合併舊台固公司股票位於合

理收購參考價8.85～8.72元之93.79％～95.18％，該價格與公開收購價格8.3元相同，無損於參與公開收購應賣股東之權益，預定吸收合併價格應尚屬合理云云，委無足採。此外，系爭意見書及評估報告非屬前開釋字所稱之公平價格評估說明書，本院應命相對人重新提出公平價格評估說明書。

㈢另依企業併購法第12條第7項之規定，聲請人聲請法院裁定公平價格時，相對人應提出台信公司及舊台固公司經會計師查核簽證之公司財務報表，惟相對人僅提出舊台固公司資產負債表，而未提出綜合損益表、現金流量表、權益變動表及台信公司之四大財務報表，爰請本院命相對人提出台信公司及舊台固公司會計師查核簽證之公司財務報表（含資產負債表、綜合損益表、現金流量表及權益變動表及各款報表必要之附註）及公平價格評估說明書，待對人提出上開兩公司之財務報表及必要之附註後，聲請人再另行表示意見。

㈣再者，舊台固公司95年底經會計師查核簽證之每股淨值為10.48元，嗣於96年6月5日合併基準日時，每股淨值已達10.76元、每股盈餘0.31元，顯見斯時舊台固公司已轉虧為盈，未來潛在價值明顯提升，然相對人卻於吸收合併後，隨即辦理下櫃，使其財務呈現不透明之狀態，則此併購案是否涉及控制股東利用未公開之內部資訊，以謀取私利，實非無疑，應有依非訟事件法第182條第1項規定選任檢查人進行鑑定之必要。

二、相對人陳述意見略以：

㈠聲請人原持有合併前舊台固公司之股票即系爭股票，並經聲請人將系爭股票設定質權予第三人富邦銀行建國分行；而台信公司原亦持有舊台固公司之9.95％股權，其後台信公司於96年3、4月間進行公開收購程序（此階段舊台固公司之股東可自行決定是否應賣），並取得舊台固公司74.0858％股權，合計持有舊台固公司84.0358％股權後，台信公司同時召開董事會，決議以每股8.3元現金吸收合併舊台固公司，然因台信公司董事蔡明忠身兼舊台固公司之董事，故依公司

法第206條準用第178條利益迴避規定未加入表決，惟仍經全體出席董事無異議照案通過，決議授權董事長張孝威依公司法第172條之1第1項規定，於舊台固公司96年度之股東常會召集前，以書面向舊台固公司提出由台信公司吸收合併舊台固公司之議案。而舊台固公司就前述收購案，於96年3月2日第三屆第13次董事會決議聘任摩根大通銀行擔任該次收購案之財務評估顧問，摩根大通銀行除列席第三屆第14次董事會外，並就本次收購案之收購價格提出專業評估意見，供出席董事就本次收購案進行討論及決議之參考，足見舊台固公司已遵行當時企業併購法第6條規定，委任獨立專家表示意見外，甚舊台固公司於96年6月29日召開股東常會（下稱系爭股東常會）前，亦依公司法規定寄送開會通知書予各股東，並依法載明合併議案後，始於系爭股東會中決議通過台信公司以每股8.3元吸收合併舊台固公司之議案（下稱系爭合併案），舊台固公司為消滅公司，台信公司為存續公司，台信公司並更名為「台灣固網股份有限公司（即相對人）」，系爭合併案之相關程序，均符合相關法令規範。是而，聲請人所持系爭股票業因系爭合併案而滅失，並取得合併對價款之利益，惟質權人富邦銀行建國分行對系爭股票之代位物（即合併對價款）仍有質權，故聲請人於98年9月23日辦理解除質權設定後，前述質權標的物已非系爭股票，而為合併後之對價款581萬元，然聲請人遲未向相對人領取合併對價款，迄至聲請人對相對人提起返還股票訴訟（即本院101年度重訴字第467號）後，相對人即於101年6月26日將前述合併對價款匯至聲請人所有台北富邦銀行建國分行帳戶。

㈡又舊台固公司董事會及股東會於96年3月2日召開第三屆第13次董事會，就系爭合併案決議聘任摩根大通銀行擔任系爭合併案之財務評估顧問，提供收購及收購價格等專業評估意見，已如前述外，摩根大通銀行並於96年3月6日列席第三屆第14次董事會，就系爭合併案之收購價格提出系爭評估報告（附件一），且該評估報告係採用「分類加總估值法（Sum-of

-the-partanalysis)」，分析舊台固公司長期投資、有線電視業務、固網業務、隱含企業價值，扣除負債後，計算出每股價值約在7.8元至9.2元區間；復相對人於96年4月9日董事會決議合併前，另委託李貞萱會計師事務所評估合理合併價格，依李貞萱會計師出具之系爭意見書（附件四），其考量舊台固公司當時為興櫃公司，斯時上市櫃公司並無其他業務性質相同之固網業者可為類比公司，故股票價格之評估方式採「每股淨值法」及「市價法」比價。而依每股淨值法，舊台固公司95年底經會計師查核簽證之每股淨值為 10.48元；依市價法，舊台固公司股價自96年3月2日起受公開收購案件影響，平均交易價格大幅揚升，趨近於公開收購價格，故以舊台固公司最近30個、60個及90個營業日之實際平均交易價格作為市價法之參考準據，得出平均交易價格為6.96元至7.22元，再將每股淨值法及市價法得出價格之計算平均值為8.72元至8.85元，是本案吸收合併價格 8.3元為前述合理收購參考價8.72元至8.85元之95.18％至93.79％間，依此系爭合併案決議合併對價每股 8.3元，無損於參與公開收購應賣股東之權益，預定吸收合併價格，尚屬合理。

㈢另系爭另案裁定以「㈠相對人公司股票係未上市、上櫃股票，固無從斟酌證券交易所實際成交價格，然股票價格之評估與衡量，其最關鍵之考量因素，非『實際成交價格』莫屬，又所謂『股票價格』者，係指買賣雙方透過自由市場機制撮合、議定或其他交易方式所得之成交價格，有財政部證券暨期貨管理委員會91年6 月5 日台財證六字第091001212190號函可參。又所謂公平價格，依經濟部92年7 月29日經商字第092 02148190號函釋，依國際會計準則有下列三種情形：⑴市場上客觀之成交價。⑵同類或類似產業股票之參考價。⑶買賣雙方協議，並載明於合約之價格。查台信公司為成就本件收購案，自96年3 月2 日起以每股8.3 元公開收購相對人公司股份，陸續有相對人之法人股東大陸工程…等國內上市公司參與應賣…而台信公司收購相對人公司股份之時點僅距

本件合併案提前約2、3個月，該段期間相對人公司股票並無重大利空或利多消息，台信公司96年3、4月間收購相對人公司股份，至相對人系爭股東常會通過本件合併案時，應無存在足以影響成交價格顯著差異之因素，是台信公司收購相對人股份之交易價格，應可作為本件收買價格之參考。㈡又相對人雖非上市或上櫃公司，然自93年10月5日起已登錄興櫃交易，而自相對人登錄興櫃交易起，…其於市場上維持一定之交易流量。而前揭相對人股票之興櫃交易實際成交價格，自相對人於93年10月5日登錄興櫃交易以來，實際成交均價均於每股4元至每股6元之間盤旋，自台信公司宣佈公開收購之後，成交均價始昇至每股8元上下，未曾高過每股8.3元，於通過合併案之股東常會決議日當日，實際成交均價亦僅為每股7.84元，…是以，相對人所主張每股8.3元之收購價格已高於系爭股東常會當日實際成交價格及歷年來興櫃交易實際成交均價，應屬可信。」等理由，認定系爭合併案之系爭股票公平合理價格為每股8.3元在案。而參諸前揭理由，該裁定係考量相對人公開收購價格為每股8.3元，及舊台固公司自登錄興櫃交易以來，成交價格未曾高過每股8.3元等情，據而認定本件合併案之公平合理股價為每股8.3元，並駁回舊台固公司之異議股東請求以每股11.29元（即每股淨值10.76元加計每股盈餘0.31元）收買股份之請求，是不論有無表明異議行使股份收買請求權之股東，相對人均以每股8.3元收買股份，系爭另案裁定所認定之公平合理價格對本件合併案之所有異議股東，應同具有拘束力，以避免本件裁判歧異導致對其他舊台固股東之股東權益不公平。至聲請人雖謂釋字第770號解釋中明確指出，修正前企業併購法因未就「公平價格」有完整之保障機制，乃特別指出本案救濟時，應適用現行企業併購法有關「公平價格」之規範，則系爭另案裁定既係依修正前企業併購法之規範所為，其效力不當然拘束本案云云；然釋字第770號解釋雖為修正「93年5月5日修正公布之企業併購法就股票價格之法院裁定

機制，僅適用於股東主動請求收買股票之情形，不適用於未贊同合併之股東不願被收買，卻因現金逐出合併而遭剝奪股權之情形」之立法疏漏，認應給予「未贊同合併股東」個案之救濟，惟法理上亦僅能給予等同「主動請求收買股東」之救濟機制，而不能超逾之，否則勢將造成同係股東而享有不同權益及救濟機制之矛盾，且無異於將立法疏漏之過錯轉嫁予相對人，遑論無論修正前或現行之企業併購法或公司法，法院應裁定者均係合併時之「當時公平價格」，並無差異，釋字第770 號理由書第10段所諭示相關「程序」準用現行企業併購法第12條第8 至12項規定辦理部分，復僅係關於救濟機制之規定，亦不影響所應裁定者及法律所規定者，均乃係合併行為當時之「當時公平價格」，聲請人謂系爭另案裁定既係依修正前企業併購法之規範所為，其效力不當然拘束本案，實無足採。

㈣再者，聲請人雖主張本案公平價格之計算應以釋第770 號解釋公布後為計算基準，然釋字第770 號解釋文中固允聲請人得以書面列明其主張之公平價格，向法院聲請為股票價格之裁定，惟觀其理由書中僅謂「本件原因案件公司合併時之93年5 月5 日修正公布之企業併購法第12條第1 項及第2 項規定，公司進行併購而有該項所示情形者，股東得請求公司按當時公平價格收買其持有之股份，並準用公司法第187 條及第188 條之規定。…是在93年5 月5 日修正公布之企業併購法之下，對於價格公平性之確保，有基本之救濟規範。…104 年7 月8 日修正公布之企業併購法（即現行企業併購法）就股東主動請求收買之情形，其公平價格已設有較為完整之保障機制，於個案救濟部分，可參照其部分規範。…」，即前開釋字雖給予未曾提出異議之聲請人超越法律明文之救濟途徑，但亦認為所謂公平價格應指「當時公平價格」。則參最高法院71年度台抗字第212 號裁定及本院96年度司字第283 號民事裁定意旨，公司法第317 條及企業併購法第12條等規定所謂「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，聲請人主張本案公平價格之計算，應以解釋第770號解釋公布後為計算基準，顯與公司法第317條及企業併購法第12條規定有違，而不可採。關於聲請人引用黃瑞明大法官協同意見書、黃虹霞大法官部分不同意見書、許志雄大法官協同意見書，主張股票價格不應低於市價，且應考量公司有利之前景、合併後綜效之公司價值等因素在內云云，惟上述意見書僅係使各大法官對於解釋文及解釋理由書之意見得以充分公開明確表達，即僅為各大法官之個人法律意見，無法律明文或大法官解釋賦予拘束各機關及人民之效力，自無法律拘束力，遑論舊台固公司股票之自93年10月5日登錄興櫃交易以來，實際成交均價均於每股4元至每股6元之間，嗣於台信公司宣佈公開收購舊台固公司股票後，成交均價始昇至每股8元上下，惟未曾高過每股8.3元，於通過合併案之股東常會決議日當日，實際成交均價亦僅為每股7.84元，系爭合併案收購價已高於股東常會當日市場之實際成交價格，顯見聲請人謂收購價格低於市價而未受完全受補償云云，要不足採。

㈤末聲請人主張以相對人持有台哥大公司股權於合併當日至釋第770號公布之日增加之價值，除以相對人公司總股數得出相對人增加每股價值6.9元，加計決議合併日每股淨值10.76元後，推估相對人每股淨值為17.66元，再乘以前開釋字公布日台灣股票交易市場可類比股票之股價淨值比平均數2.91，得出每股51.39元云云，然本件公平價格為每股8.3元之理由，已如前述外，相對人持有台哥大公司股權價值於股東會決議之日後變動情形，本即不應納入公平價格之計算，要非如是，股東會決議日迄今之相對人其餘資產負債項目，亦應一併納入公平價格之計算，何以僅加計相對人持有台哥大公司股權價值？亦且，取得可類比同業的財務報告及市價固為市場法中不可或缺的步驟之一，惟參考對象通常僅限於上市櫃公司，而本件相對人非上市（櫃）公司，股份流動性低，與聲請人引用之上市通信類股公司無論在規模、發展潛

力、產業地位、市場占有率上，差異甚大，實無法類比，故前述李貞萱會計師評估意見亦提及斯時上市櫃公司並無其他業務性質相同之固網業者可為類比公司，足見本件不應適用此評價方法，且聲請人主張之股價淨值比平均數為2.91，與相對人96年合併當時股價淨值比（股價7.84÷每股淨值10.76）約為0.73，差距將近4倍之多。縱認應採取此評價方法，亦應考量相對人非上市上櫃公司，聲請人復僅為少數股東不具控制權，均使股權價值相對較低，應予以折價。

㈥至聲請人聲請調查證據部分，相對人吸收合併舊台固公司後，舊台固公司已消滅，聲請人復非相對人公司之股東，其聲請命相對人提出台信公司會計師查核簽證之財務報表，及聲請任檢查人就相對人合併後之公司財務實況為鑑定，依法均無所據，遑論系爭合併案決議通過當日，舊台固公司股票實際成交均價為每股7.84元，已如前述，本件既已有實際成交價格、合理性意見書可茲參照，雙方並已各自陳述意見，自無選任檢查人之必要性；命相對人提出台信公司及舊台固公司公平價格評估說明書部分，依經濟部經商字第09300553741號函（見附件9）可知，經濟部依據財政部證券暨期貨管理委員會93年5月13日台財證一字第0930119050號函釋，釋明企業併購法第6條規定獨立專家之定義，係指會計師、律師或證券承銷商，相對人所提出之系爭意見書及系爭評估報告，均屬企業併購法第6條規定之合理意見書，聲請人以前開意見書未就公司合併可能產生之合併綜效、是否涉及控制股東利用未公開之內部資訊，以謀取私利或是預期可以獲取之商業利益等因素加以考量，非釋字770號解釋理由書中所指之公平價格評估說明，聲請命相對人重新提出公平價格評估說明書云云，亦無足取。

三、按公司讓與全部或主要部分之營業或財產，應有代表已發行股份總數3分之2以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之同意行之；股東於股東會為前條決議前，已以書面通知公司反對該項行為之意思表示，並於股東會已為反對

者，得請求公司以當時公平價格，收買其所有之股份；前條之請求，應自第185 條決議日起20日內，提出記載股份種類及數額之書面為之。股東與公司間協議決定股份價格者，公司應自決議日起90日內支付價款，自第185 條決議日起60日內未達協議者，股東應於此期間經過後30日內，聲請法院為價格之裁定，公司法第185 條第1 項第2 款、第186 條、第187 條第1 項及第2 項分別定有明文。又公司於進行併購而有下列情形，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份：二、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前以書面向公司表示異議，或於股東會中以口頭表示異議經記錄，並放棄表決權者。…公司法187 條及第188 條規定，於前項各款情形準用之，104 年修正前企業併購法第12條第1 項第2 款、第2 項亦有明定。是依前述企業併購法及公司法相關規定可知，股東若反對公司合併，而欲請求公司收買其持有之股份，應於公司決議合併日起20日內，提出記載股份種類及數額之書面予公司，且若股東與公司自合併決議日起60日內就收買股份價格未達成協議，股東應於此期間經過後30日內，聲請法院為價格之裁定。本件聲請人為舊台固公司之股東，嗣舊台固公司於96年6 月29日召集系爭股東常會，並於該次股東會中決議通過系爭合併案，即由台信公司以每股8.3 元吸收合併舊台固公司，惟聲請人並未於決議合併日即96年6 月29日起20日內請求收買其所有之股份，並自決議日起60日內即於96年8 月28日前，與舊台固公司協議決定股份價格，如未達成協議者，聲請人應於該期間經過後之30日內即於96年9 月27日前，聲請法院為價格之裁定，惟聲請人遲至108 年1 月4 日始向本院聲請裁定股票收買價格，有聲請人聲請狀上之本院收狀戳可憑，顯已逾越上開法定期間，於法自有未合，然107 年11月30日公布之釋字第770 號解釋文，即表明聲請人得於本解釋送達之日起2 個月內，以書面列明其主張之公平價格，向法院聲請為價格之裁定，則聲請人於前開期日聲請本院為價格

之裁定，應屬合法，自應准許。

四、又依公司法所定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；前項股份，如為上櫃或上市股票，法院得斟酌聲請時當地證券交易實際成交價格核定之，非訟事件法第182 條第1 項及第2 項分別有明定。而關於企業併購法第12條所指「當時公平價格」為何，依最高法院71年度台抗字第212 號判決意旨，係指股東會決議之日，該股份之市場價格而言。蓋依企業併購法第12條第1 項「併購」致須決定異議股東之股份收買價格若干，仍繫於股東會決議通過與否，異議股東與公司間方進一步發生收買股票請求權之問題，故此公平價格之認定，應以股東會決議之時，為該股份市場價格之衡量時點。

㈠經查，聲請人本件主張其自釋字第770 號公布日之日起，始有權利向法院聲請就系爭股票裁定收買股票價格之權，是就系爭股票之公平價格計算，自應以釋字第770 號公布日為計算之基準，而釋字第770 號公布日時相對人持有台哥大公司股權比例及台哥大公司市值變動數差額，認舊台固公司股票每股應增加價值6.9 元，加計相對人決議合併當日淨值每股10.76 元後，舊台固公司股票之推估每股淨值應為17.66 元，再佐以釋字第770 號公布日當日台灣股票交易市場可類比股票之股價淨值比之平均數2.91後，據認系爭股票每股公平價格應為51.39 元云云，然依上開說明，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，則系爭股東常會決議之日即為96年6 月29日，自應以96年6 月29日之舊台固公司之市場價格，定本件系爭股票之應收買價格，聲請人主張應以釋字第770 號公布日即107 年11月30日之系爭股票市場價格定本件公平價格時點，容有違誤，遑論系爭股票業因系爭股東常會決議與台信公司進行現金吸收合併，並以台信公司為續存公司，舊台固公司為消滅公司，於合併日後，台信公司以現金作為換發舊台固公司股東所持股份之對價，舊

台固公司股票因而銷除，是於釋字第770號公布日前，系爭股票即已銷除，自無市場上之交易價格可言，聲請人此部主張，委無足取。依此，本件應以系爭股東常會決議日即96年6月29日定系爭股票之公平價格，先予敘明。

㈡又「股票價格」者係指買賣雙方透過自由市場機制撮合、議定或其他交易方式所得之成交價格，此有財政部證券暨期貨管理委員會91年6月5日台財證6字第0910012121 90號函釋意旨可茲參照。本件舊台固公司股票於系爭股東常會時雖非上市、上櫃股票，惟已登錄興櫃交易，尚非無客觀、普遍性之公開交易市場價格，無從斟酌證券交易所或交易市場上之實際成交價格。故系爭股票之股票價格評估與衡量，其最關鍵之考量因素，仍非「實際成交價格」莫屬。復所謂公平價格依經濟部92年7月29日經商字第09202148190號函釋可知，依國際會計準則有下列三種情形：⑴市場上客觀的成交價；⑵同類或類似產業股票的參考價；⑶買賣雙方協議並載明於合約的價格。查：

1.舊台固公司雖非上市或上櫃公司，然其自93年10月5日起已登錄興櫃交易，而自登錄興櫃交易起，第1年共3個月交易期間成交股數為2億5,150萬9,280股、成交筆數3,742筆，94年度成交股數達6億6,687萬6,073股、成交筆數1萬0,158筆，95年度成交股數為5億9,313萬9,348股、成交筆數1萬4,084筆，96年度於系爭股東常會召集前6個月期間，則有成交股數6億6,895萬7,091股、成交筆數1萬4,076筆，此經本院依職權調閱系爭另案裁定卷宗核兌卷附之財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心「興櫃股票年度成交資料彙總表」無訛（見系爭另案裁定卷影件附件四），顯見舊台固公司股票於興櫃市場上維持一定之交易流量，其交易價格具有相當之公信力，足以代表非上市（櫃）公司於市場上客觀的成交價，於本件審酌系爭股票於系爭合併案時當時之公平價格時，自得參酌之。細繹舊台固公司股票之興櫃交易實際成交價格，舊台固公司自93年10月5日登錄興櫃交易以

來，股票實際成交均價均於每股4元至每股6元間浮動，迄自相對人宣佈公開收購舊台固公司股票後，成交均價始昇至每股8元上下。嗣相對人為成就系爭收購案，自96年3月2日起以每股8.3元公開收購舊台固公司股票，陸續有舊台固公司之法人股東大陸工程、鴻海精密、長榮海運、長榮航空、日月榮投資、東元電機、華新麗華、明基電通、宏碁及仁寶電腦等國內上市公司參與應賣，截至收購末日96年4月13日止，獲得總計47億8,150萬0,833股應賣股數（見系爭另案裁定卷附件二），前開公開收購程序應賣股數約占舊台固公司當時已發行股份總數74.0858％。而相對人收購舊台固公司股份之時點，僅距系爭合併案提前約2、3個月，該段期間舊台固公司股票並無重大利空或利多消息，勘認相對人96年3月、4月間收購舊台固公司股份，至系爭股東常會通過系爭合併案時，應無存在足以影響成交價格顯著差異之因素；甚且，舊台固公司96年6月1日起至96年6月29日系爭股東常會召集日股票成交均價，即交易市場上之實際成交價格僅為8.14元，期間最高為8.25元，於該次股東會中決議通過系爭合併案日成交均價亦僅為7.84元，均未高於相對人現金逐出合併收購價格8.3元，此亦有系爭另案裁定卷附件四之興櫃股票個股歷史行情可稽，是相對人公開收購系爭股票價格8.3元，應可為本件認定公平價格之依據。

2.又相對人於96年4月9日董事會決議合併前曾委託李貞萱會計師事務所評估系爭合併案之合理收購價格，觀諸李貞萱會計師所出具之系爭意見書記載，評估公司價值之理論模型主要以倍數比法為主，選樣經營型態相同或類似之已上市／櫃公司為比較基礎，採用其可資參考之比率（如：股價淨值比法或本益比法等），當作共同倍數，以評估合理之股價區間。惟因目前上市櫃公司中並無其他業務性質相同之固網業者可為類比公司，系爭意見書就舊台固公司之股票價格評估方式，乃採每股淨值法，依舊台固公司最近期（95年12月31日）會計師查核簽證之每股淨值10.48元，作為「每股淨值法」

之評估依據外；因舊台固公司股價自96年3月2日起因受公開收購案件之影響，平均交易價格大幅揚升，趨近於相對人公開收購舊台固公司股票之價格，系爭意見書另依中華民國櫃檯買賣中心興櫃交易股價資料，以價格區間方式，即以96年3月30日為基準日，參佐舊台固公司最近30個營業日、60個營業日及90個營業日之實際平均交易價格作為其「市價法」之參考準據，得出舊台固公司股票實際市場平均交易價格為7.22元至6.96元間，並據依「每股淨值法」及「市價法」得出系爭合併案之合理收購參考價值應為8.85元至8.72元間，此有相對人所提出系爭意見書附卷可佐。另舊台固公司董事會及股東會於96年3月2日召開第三屆第13次董事會時，決議聘任摩根大通銀行擔任系爭合併案之財務評估顧問，由其提供收購及收購價格等專業評估意見，並經摩根大通銀行出具系爭評估報告（附件一）；參該評估報告可知，摩根大通銀行依據舊台固公司之公開資訊（舊台固公司94年年報與財務報告、台灣大哥大所提供文件與投資人報告）及非公開資訊（舊台固公司95年自結財務報告、舊台固公司96年有線電視業務預算、舊台固公司96年固網業務預算、舊台固公司簡介報告、舊台固公司長期投資與股權分布資料、Spectrum顧問公司對舊台固公司固網業務估值之評估報告、舊台固公司子公司95年自結財務報告），並採用「分項加總估值法（Sum -of-the-partanalysis）」分析舊台固公司長期投資、有線電視業務、固網業務、隱含企業價值，扣除負債後，認定舊台固公司股票缺乏流動性且部分業務和投資缺乏可變現的方法，其內含價值之實現度低，並據以認定舊台固公司股票每股價值約在7.8 元至9.2 元區間，此亦經相對人提出系爭評估報告在案可參。

3. 依此，本件相對人現金逐出合併收購價格為8.3 元，該價格位於摩根大通銀行系爭評估報告評定價值7.8 元至9.2 元區間內，雖該價格僅為李貞萱會計師事務所提出系爭意見書評定合理收購參考價8.72元至8.85元之95.18 ％至93.79 ％間

，即每股8.3元低於系爭意見書評定合理收購參考價格區間，然此係因系爭意見書分別採用「每股淨值法」及「市價法」之每股價值，二者相加平均相除，得出舊台固公司股票每股合理收購參考價值區間，高於相對人現金逐出合併收購價格，惟其結論仍認吸收合併價格8.3元與公開收購價格8.3元相同，無損於參與公開收購應賣股東之權益，預定吸收合併價格應尚屬合理等語。核前開評估報告及意見書結果乃本於會計師或金融機構專業知識、經驗所為，並已詳細敘明鑑定方法及依據，聲請人復未能提出任何可供本院即時調查之證據以釋明李貞萱會計師或摩根大通銀行就舊台固公司進行合併合理股票交易價值之評估有何不適任或可能偏頗之處，或具體舉證該等文件資料有何虛偽不實情形，系爭評估報告及意見書應可憑採，相對人辯稱舊台固公司於系爭股東常會決議日股票之公平價格為8.3元，已非無憑。雖聲請人稱系爭意見書及系爭評估報告非屬前開釋字所稱之公平價格評估說明書云云，惟經濟部業依財政部證券暨期貨管理委員會93年5月13日台財證一字第0930119050號函，釋明企業併購法第6條規定獨立專家之定義，係指會計師、律師或證券承銷商，此有經濟部經商字第09300553741號函附卷可參（見附件9），則相對人所提出之系爭意見書及系爭評估報告，即係分別由李貞萱會計師及經營證券業務、投資、金融交易處理、投資管理、商業金融服務之摩根大通銀行所具名提出，自屬企業併購法第6條規定所稱之合理意見書，聲請人謂該文書非屬釋字第770號所稱平價格評估說明書，委無足採。

4.至聲請人主張公平價格衡量除應就被合併公司當前之營運狀況進行評估外，尚應考量合併後可能產生之合併綜效，故公司有利之前景事實應被納入公平價格內考量，不應以合併當時之市價為判斷，進而謂舊台固公司於合併日前持有台哥大公司約20%之股權，舊台固公司每股價值應增加6.9元，是舊台固公司決議合併當日每股淨值10.76元加計6.9元後，舊台固公司股票之推估每股淨值應為17.66元（計算式：6.

9 元＋10.76 元），並乘以釋字第770 號公布日當日台灣股票交易市場可類比股票之股價淨值比之平均數2.91後，系爭股票每股公平價格應為51.39 元云云，然股份收買請求權，係指當公司股東不同意公司進行某一重要而具基礎性變更行為時，依法給予該股東得請求公司以公平價格購買其持股之權利，關於股份收買之公平價格，應係指假設異議股東將繼續持有標的公司股份（若該併購交易未發生），計算該股份於公司繼續營運時所將具有之價值，並依比例分配至異議股東之持股上，並未包括因併購交易所創造或毀壞之價值，及需扣除臆測屬併購交易完成所生或期待其完成所生之部分，聲請人謂應將合併後之綜合效益列入考量所云，尚非足取；再企業併購法第12條所指「當時公平價格」應以股東會決議之時，為該股份於交易市場之價格衡量之，業如前述，茲不贅述，是聲請人主張酌定本案系爭股票之公平價格，應考量釋字第770 號公布日當日台灣股票交易市場可類比股票之股價淨值比之平均數部分，亦無足取；亦且，所謂「每股淨值法（即每股帳面價值）」其計算方式，係將資產負債表上所列股東權益（股東權益＝資產－負債）總額除以已發行股份總數所得出之每一股份之帳面價值，惟依基本會計原則中「成本原則」，資產負債表上所列計之公司資產價值，實僅係該等資產之歷史成本，為各該資產購買時之實際成本，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，因此每股帳面價值，並非公司實際清算時可收回的金額，更不足以反映產業經營風險、獲利能力等重要因素，是以國內上櫃或上市公司之股價低於每股淨值者，所在多有，此亦由李貞萱會計師依「市價法」得出舊台固公司股票實際市場平均交易價格僅7.22元至6.96元，低於「每股淨值法」所得出每股淨值10.48 元甚多可證。職是，非訟事件法第182 條第2 項乃規定，如為上櫃或上市股票，法院斟酌之公平價格，仍為當時證券交易之實際成交價格，而非以每股淨值為據，即股票價格之核定斟酌因素仍以該股票之實際成交價格

為首。聲請人主張應以舊台固公司決議合併當日每股淨值10.76元，加計舊台固公司持有台哥大公司股權每股應增價值6.9元計算本案公平價格，與非訟事件法第182條第2項規定有違，不應准許。

㈢依上開所述，舊台固公司自登錄興櫃交易起，公司股票於交易市場上之歷年實際成交均價，僅於每股4元至6元間浮動，系爭股東常會召集日交易市場上之實際成交價格亦僅為8.14元，舊台固公司股票未曾有高過每股8.3元之情形，即相對人所主張每股8.3元之收購價格已高於系爭股東常會決議通過系爭併購案當日實際成交價格及歷年來興櫃交易實際成交均價，且台信公司與舊台固公司現金吸收合併乙案，已依法提出獨立專家或會計師之系爭意見書、系爭評估報告，具有相當客觀憑信性，舊台固公司並於96年3月2日第三屆第13次董事會聘任摩根大通銀行擔任財務評估顧問，由其就系爭合併案之收購價格提出專業評估意見，供出席董事就本次收購案進行討論及決議之參考，而聲請人即未舉證舊台固公司之股票於上開前間內有何超過8.3元之記錄資料，復無其他事證足認該成交市價存在非合理事由之情況下，本院認相對人主張應以每股8.3作為收買聲請人持有系爭股票之公平價格，應屬可採。

五、綜上所述，本院審酌公平價格之評價，得依市場上客觀的成交價、同類或類似產業股票參考價或買賣雙方協議並載明於合約的價格等為參考。又企業進行合併時，為使存續公司及被合併公司雙方股東支持該項合併案，多由合併各方採用共同可接受之評價基礎模式方法設算可能之收購價格區間，再綜合衡量各公司所屬產業狀況、獲利能力、經營績效及未來發展條件等指標，經充分討論溝通並評估未來合併各公司可能產生之績效及貢獻度後計算換股比率（收購價格），因此多半會採取公允客觀之評價，其計算之每股收購價格與該股票之公平價值通常差異不大，因此，若採取目前市場上常用之企業價值評估分析模式，計算每股合理價格，應屬適當。

故本院據依系爭評估報告及系爭意見書，以及相對人以每股8.3元吸收合併舊台固公司、相對人於96年3、4月間以每股8.3元公開收購舊台固公司股份，及舊台固公司自登錄興櫃交易以來，成交價格未曾高過每股8.3元等情，本院認為舊台固公司合併時公平合理之價格為每股8.3元，亦即相對人應以該價格收買聲請人之股份，應屬允當，爰裁定如主文第一項所示。至聲請人超過上開價額之聲請，為無理由，應予駁回。再者，聲請人聲請命相對人提出台信公司之四大財務報表及依非訟事件法第182條第1項規定選任檢查人，就舊台固公司與台信公司合併後續存公司財務狀況進行檢查，惟舊台固公司於系爭股東常會時仍為興櫃公司，並於交易市場上維持一定交易而存有公開交易市場上之價格，客觀上，已有當時市場交易價值得足資判斷，本諸公司合併朝簡化及明確化之目標，並兼顧異議股東之保護，在審酌當時公平價格時，非不得以該證券交易所或交易市場上之實際成交價格之證據判斷之，遑論本案已有系爭意見書、系爭評估報告附卷可供參酌，是否仍有鑑定之必要，已非無疑；況本案相對人應收買聲請人所持有系爭股票價格業經本院認定如前，且台信公司以現金遂出合併舊台固公司後，舊台固公司及系爭股票業因吸收合併而銷滅，聲請人復非台信公司或續存之相對人公司之股東，該公司之營運及財務狀況亦與本件舊台固公司股票於系爭股東常會時之該股份之市場價格無涉，其此部分之聲請，自不應准許，併予敘明。

六、依企業併購法第12條第12項，非訟事件法第21條第1項、第24條第1項，裁定如主文。

中　　華　　民　　國　　108　　年　　9　　月　　11　　日

民事第五庭　法　官　張詠惠

以上正本係照原本作成。

如對本裁定抗告須於裁定送達後10日內向本院提出抗告狀，並應繳納抗告費新台幣1000元。

中　　華　　民　　國　　108　　年　　9　　月　　11　　日

書記官　洪彰言