

「荷蘭商 TBC Holdings B.V.及 Harvest Cable Holdings B.V.申請變更境外投資架構案」鑑定意見

郭文忠

2020 September

本案係我國南桃園、北視、信和、群健、與吉元等五家有線電視之上層股東與管理公司之轉讓案。南桃園、北視、信和、群健等四家有線電視之上層主要大股東為 TBC Holdings B.V. 公司(間接持股共占四家有線系統 59.29%)，而吉元有線電視之上層股東 HARVEST CABLE HOLDING B.V. (間接持股共占吉元有線電視 8.8935%)。兩家外商公司之共同股東 Cable TV S.A.之股權則由於新加坡交易之 APTT 封閉式基金所 100%持有，而 AMPL 則為 APTT 之基金管理人並持有一小部份股權。本交易案為基金管理公司 AMPL 之上層 100%持股股東 Dynami Vision 之持股，由呂芳銘先生接近 100%持股之 Gear Rise Limited 收受 65%之 Dynami Vision 之持股讓與大大數位匯流公司。由於 AMPL 為 APTT 之基金管理者，若未遭更動基金管理者，本交易案完成後將形成大大數位匯流公司(與其 100%持股之大無畏全球投資控股公司)成為我國南桃園、北視、信和、群健、與吉元等五家有線系統(共 72.5 萬戶，全國市占率 14.7%)之實質經營權掌控者。本案之可能法律依據為有線廣播電視法第 15 條有關外國人投資有線廣播電視服務之審酌事項，不得有影國家安全、妨礙或不利產業健全發展、妨礙公平競爭或限制競爭等情事。或經認定符合公司法解釋中存在人事、財務或業務等控制而與大豐有線電視構成關係企業下，得依據第 23 條二項中有關讓與營業或受讓營業，以及經由關係企業之公司投資其他系統經營者，應向中央主管機關申請核准。且依據有線廣播電視系統經營者營業讓與合併及投資案件准駁標準，審理時應審酌市場競爭、消費者權益與公共利益等事項。

以下依據貴會所提供之聽證議題逐一提供個人淺見：

1. 投資動機與目的：本案之交易對象為基金管理者 Dynami Vision 之持股，雖具備前述五家有線電視之經營權，然而並未擁有五家有線電視系統之相當比例所有權，因而交易之價格僅約 3500 萬美元(約 10.3 億元新台幣)。以金額與所有權持有狀況，並無跡象顯示具備短線操作意圖與價值，然 TBC 所屬系統經歷 102 年、106 年與本次交易，管理權變動較為頻繁，恐不利對於長期經營規劃。買賣的目的研判應為賣方之呂芳銘先生無意繼續經營，而出售 65%股權給買方，而買方則可透過大無畏全球投資控股公司與大豐有線電視公司進行水平之整合，達到全國 19.37%之市占率，預料 TBC 旗下系統經營者可能與大豐等 3 家系統經營者未來將透過業務合作、聯合採購、甚至不排除未來進行整合品牌銷售，逐步達成水平整合。倘本案同意，TBC 旗下系統高階經營人員很可能出現異動情形，然而高階經營人員在經營權轉移時發生異動實屬常見。此外，此交

易案為 Dynami 之股權，而 Dynami 及以下主體並未變更，因此，過往針對 Dynami 或 TBC Holdings 之處分及附負擔效力並未改變。

2. 資金相關問題：本交易案若成立，最終受益人將增加大無畏全球控股公司之直接和間接持股股東，由於大無畏全球控股公司為大無畏投資公司、大峰投資公司、凱望投資公司、凱全投資公司、數碼網路有限公司及其他法人和自然人股東所有，最終受益人數較多且分散。交易案經專業評價人員進行鑑價，在折現率 6.21%與永續成長率 1.25%之設算下，此案之合理價值為 9.91846 億元新台幣(價值區間為 9.04 億元至 10.98 億元)，略低於本交易按實際交易價格，溢價率約為 3.8%，並未明顯超出合理之鑑定價值區間。此外，可能之還款來源為認列 AMPL 之管理費 700 萬元新幣收入，本案為與國泰世華商業銀行簽訂 5 年期 12 億元授信，其中 7.2 億元為擔保放款額度而其餘 4.8 億元為非擔保放款額度，合約中亦允許借款人得申請展延兩年而達七年授信期間。然實務上授信額度並非完全動用，也可進一步由貸款合約之議定利率判斷其可能投資風險。認列之管理費應可望足夠償還利息，但無法提供五年內償還本利和，而實務上銀行對企業授信若於到期後再另訂授信合約。此外，如 TBC 旗下系統經營者或 AMPL 有資金需求，由於 TBC 所有權屬於 APTT 所有，因此增資可由 APTT 進行。事實上，APTT 已藉由發行新的基金憑證完成增資 25%目的，增加 361,270,970 單位，每單位 0.128 元新幣，共取得 4.62 千萬新幣，其中 4.5 千萬新幣用於還款(佔增資 97.4%)，但僅有十萬新幣作為營運資金，其餘增資款項則用於增資行政費用。部分增資為洽特定人認購，媒體報導受讓人之關係人已成為 APTT 之最大股東，此改變雖存有事後追認之疑慮，然關係人增加 APTT 之持股可降低原本 AMPL 持有 APTT 股份比例過低之可能發生代理人問題，以及有助於穩定 AMPL 之基金管理身分，避免基金管理權遭撤換而形成經營權變更之情事。
3. 被投資之國內系統業者與其他相關產業有無合作規畫：目前資料仍缺乏新經營團隊與電信業者、頻道代理業者、OTT 業者、硬體業者之新具體合作規劃，以及未來是否投入 5G、智慧家庭、智慧醫療、AIOT 或大數據等數位產業發展之具體規劃。事實上，這些規劃為前次 106 年股權轉讓於呂芳銘與郭台銘所間接擁有之 Dynami 公司外界所期待者，期待呂芳銘所屬之鴻海集團與新經營團隊仍可持續加強跨業合作之具體規劃，抑或者新經營團隊能另尋更合適之跨業合作對象，積極發展數位匯流與數據經濟。
4. 公眾接近管道之開放性：目前資料仍缺乏對此部分之具體量化說明，申請資料僅說明南桃園等有線電視系統「將進一步發揮有線電視之地方性及公共性的特色，持續成為地方資訊交流、文化活動的傳播管道，並鼓勵學校、公益機關、團體、社區及民眾自行製作公益性、藝文性或社教性等節目，……」鑑定人建

議新經營團隊可再補充具體可量化之規劃與指標。

5. 頻道內容多樣性:目前資料仍缺乏對此部分之具體量化說明，申請資料顯示新經營者「將積極確保有線電視播送平台中頻道內容之多樣性....並訂定公平合理且無差別待遇之上下架規章貫徹執行」。鑑定人亦建議新經營團隊可再補充具體可量化之規劃與指標。
6. 消費者利益之保障與回饋:申請內容並未提到收視費用之調整，然而此案相關五家有線電視系統收視費用過往依照有線廣播電視法第 44 條由地方政府組成費率審議會另行審議之，過往經驗顯示收視費率均在地方政府審議下維持並無大幅變動。此外，申請人主張將依照用戶需求引進新穎頻道及節目，以及將引進 FTTH G-PON 網路架構提供高品質傳輸服務，與 OTT 提供者合作，拓展智慧家庭與智慧社區等加值應用，期待買方進一步提供具體之量化指標規劃與承諾。
7. 經營效率之提升:申請人主張可藉由戴永輝先生過往的成功經驗與策略布局，提高此案所屬有線電視系統之經營效率。並未具體說明申請人將如何因應並與現有經營團隊互動，以及未來面臨數位匯流競爭市場，將如何塑造產品地位及提升企業形象，以及對未來經營規劃之願景。鑑定人亦建議新經營團隊可再補充具體說明與承諾。
8. 對於媒體相關市場之影響:本案為南桃園、北視、信和、群健、與吉元等五家有線系統(全國市占率 14.7%)之上層股東與經營權變更，若未來進一步透過大無畏全球投資控股公司與大豐有線電視公司進行水平之整合，將可達到全國 19.37%之市占率，屬於水平整合屬性，然仍未構成有線廣播電視法第 24 條全國訂戶 1/3 之限制，以有線電視傾向於規模經濟之特性，此一水平整合並未直接對水平市場出現明顯負面衝擊。然而應觀察水平整合對於上游市場的談判力提高，因而形成壓低授權費用之不利於內容產業之可能負面結果。本案為地方有線電視之整合，且買賣雙方均未經營電視新聞頻道，資料並未發現將造成媒體壟斷或言論自由受限之相關明顯事證。
9. 其他有助於公共利益目標者:本案為具水平整合屬性之經營權移轉，可進一步觀察水平整合是否可發揮規模經濟而達成促進通訊傳播新技術及服務之發展與綜效，目前所提供資料並未載明交易案對數位匯流之具體助益。

綜整所述，鑑定人認為此案為賣方持有者呂芳銘先生改變之前於民國 106 年時買入之規劃，擬淡出經營，引入買方新團隊。而對於買方而言，透過買入 Dynami 之 65%股權可達到有線電視系統之水平整合，期待可藉由經營能力、擴大市占率等提高經營效率，而買方藉由關係人對 APTT 持股之提高也可望降低代理人問題以

及鞏固 AMPL 之基金管理權。目前資料顯示，並未發現明顯違反有線廣播電視法第 9 條、15 條或 24 條之證據。

鑑定人並進一步提供以下具體建議：

1. TBC 所屬系統經營權轉讓過於頻繁，前兩次重大變動為民國 102 年與 106 年，連同本次共於九年內經歷三次經營權之重大變動。有線電視經營屬於規模經營且著重長期經營，經營權變動過於頻繁不利於長期規劃，買方應盡量避免於短中期內再次變動經營權。
2. 儘管此案之股權變動主題為涉及 Dynami 及以下主體之變動，然而此案之買方再次承諾 106 年前次移轉之附負擔，有助於承諾之維持與執行。特別亦應追蹤有關防範中國大陸資金、黨政軍投資、以及數項有關具體規劃傳播本國文化節目精進方案之質化與量化指標等承諾之履行情形。
3. 受讓人仍可持續透過 APTT 增資或其他方式，於不增加五家有線電視負債下，提供五家有線電視系統之營運資金，達到改善所屬有線電視系統之財務結構以及數位轉型所需之投資資金。
4. 持續密切觀察發生進一步水平整合對於上游市場的談判力提高之可能負面影響。期待買方應本於上下游之合作共榮，積極挹注本國內容投資。
5. 買方可就關於前述中資料未盡具體部分再行補充，包括具體之經營理念、數位匯流與數位發展規劃、公眾接近管道之開放性、頻道內容多樣性、經營效率之提升等內容提供明確、具體、可量化之說明與承諾。