智慧財產及商業法院民事裁定

111年度商非字第1號

聲　請　人　中國人壽保險股份有限公司

法定代理人　譚碩倫
代　理　人　杜偉成律師
　　劉孟茹律師
相　對　人　林濬池
　　林士凱
　　林珊羽
　　何亞謙
　　游榮謙
　　程淑娟
　　游良福
上　三　人
共同代理人　黃冠嘉律師

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

一、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30元。

二、聲請程序費用由聲請人負擔。

理　　由

壹、程序方面：

一、按「當事人或關係人應委任律師為程序代理人；但當事人、關係人或其法定代理人具有律師資格者，不在此限。當事人或關係人之配偶、三親等內之血親、二親等內之姻親，或當事人、關係人為法人、中央或地方機關時，其所屬專任人員，具有律師資格並經商業法院認為適當者，亦得為前項之程序代理人。」、「商業事件，除別有規定外，應由程序代理人為程序行為。當事人或關係人未依前條規定委任程序代理人，或雖依前條第2項規定委任，法院認為不適當者，應

先定期命補正。」，商業事件審理法第6條第1、2項、第7條第1、2項分別定有明文。其立法理由明揭：由於商業事件具技術性及專業性，無律師資格者實不易勝任。為保護當事人或關係人權益，並使訴訟或非訟程序得以順利進行，強制當事人或關係人應委任律師為程序代理人。為貫徹律師強制代理制度之目的，依本法所進行之程序，包含調解、保全及非訟程序，均應由律師擔任程序代理人為之，當事人或關係人本人所為者，原則上均不生效力。又當事人或關係人未委任程序代理人所為之書面陳述或聲請，法院不得斟酌，亦為商業事件審理細則第9條所明定。本院前於民國111年2月10日裁定命相對人於7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，相對人林濬池、林士凱、林珊羽、何亞謙（下分稱其名，合稱林濬池等4人）均於111年2月14日收受上開裁定（見商非調卷第253至254、259至263、269頁），然迄未補正。依上開規定，林濬池、何亞謙分別於111年1月28日、同年2月7日提出之民事聲請答辯狀、答辯狀（見商非調卷第195至203頁、第231至249頁），本院自不得斟酌。

二、次按非訟事件法第182條第1項固規定「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。」，惟參酌同法第32條第1、2項分別規定：「法院應依職權或依聲請，調查事實及必要之證據。」、「法院為調查事實，得命關係人或法定代理人本人到場。」，上開條文於94年2月5日修法時增訂第2項之立法理由略為：事件之調查，如能訊問關係人，將使事實易於彰顯，有助於法院作成判斷，爰增訂第2項，規定法院為調查事實之必要，得命關係人或法定代理人本人到場。可知非訟事件法第182條第1項規定之立法目的，顯係因非訟程序不採辯論主義，係採職權探知主義，法院對於事實釐清及證據資料之調查，具有積極主動權限，亦有義務釐清事實，而可供

認定股份價格之事證，多偏在於公司一方，股東通常不易接近，上開條文乃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，並供法院憑以釐清及確認事實；又公司法第208條第3項明定股份有限公司之董事長對外代表公司，則於法院調查程序，公司對於事實之陳述、證據資料之提出，乃至於對法院訊問內容之回覆，皆是由負責人代表為之，故核非訟事件法第182條第1項之立法本意，應是由公司負責人代表公司於訊問期日到庭之意，非謂法院需當庭訊問負責人個人之意見。而本件係由聲請人依企業併購法第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；其提出聲請時，已依同條文第7項規定，提出會計師查核簽證之公司財務報表及公平價格評估說明書（見商非調卷第49至62、307至687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。且企業併購法第12條第8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。」，本院已於111年3月23日發函通知相對人就本件聲請陳述意見，林濬池等4人均於111年3月25日收受通知（見商非卷一第9至11、17至21、27頁），迄未委任律師為程序代理人陳述意見，游榮謙、程淑娟、游良福（下合稱游榮謙等3人，與林濬池等4人合稱相對人）則已委任律師為程序代理人陳述意見，是本件已依上開企業併購法、商業事件審理法之規定，賦與兩造陳述意見之機會，自無再依非訟事件法第182條第1項前段規定訊問聲請人負責人及相對人之必要，合先敘明。

貳、實體方面：

一、聲請意旨略以：伊於110年8月12日與中華開發金融控股股份有限公司（下稱中華開發金控公司）簽訂股份轉換契約，約定依企業併購法第29條第6項所定股份轉換方式，由聲請人將所有已發行股份讓與中華開發金控公司，以作為聲請人股東取得中華開發金控公司新發行特別股、普通股及現金之對價（下稱系爭股份轉換案），於股份轉換完成後，聲請人將成為中華開發金控公司百分之百持股之子公司。伊於110年10月1日召開110年度第一次股東臨時會（下稱系爭股東會）通過系爭股份轉換案，並於同年12月30日完成系爭股份轉換案，成為中華開發金控公司百分之百持股之子公司。相對人原均為聲請人之股東，分別持有聲請人普通股股數如附表所示，相對人於系爭股東會集會前或集會中，業已以書面表示異議並放棄表決權，復於系爭股東會決議日後，另以書面請求聲請人以如附表所載之金額買回其等持有之股份，並將股份交存於股務代理機構凱基證券股份有限公司（下稱凱基證券公司）。聲請人公司股票於系爭股東會當日在臺灣證券交易所成交之最高價、最低價及收盤價分別為每股新臺幣（下同）28.8元、29.05元、28.95元，聲請人另委請安侯建業聯合會計師事務所謝○○會計師就系爭股份轉換案出具股份轉換價格合理性之獨立專家意見書（下稱系爭意見書），則認聲請人每股合理價格為26.9元至30.8元，故聲請人認為收買相對人持股之公平合理價格應為每股30元，並於110年12月3日按每股30元之價格透過股務代理機構匯付股款予相對人，因兩造就股份收買價格自股東會決議日起無法達成協議已逾60日，爰依商業事件審理法第67條第1項、企業併購法第12條6項規定，聲請本院為價格之裁定。

二、游榮謙等3人陳述意見略以：依最接近系爭股東會之聲請人財務報告即110年8月31日半年報，聲請人每股淨值為36.06元；另依110年10月1日金融保險業平均本益比13.04乘以聲請人110年預估每股盈餘5.2元計算，聲請人每股公平價格應

為67.6元，加上控制權溢價30.4%，調整後為88.15元。故聲請人收買相對人股份之合理價格最低底限為36.06元，最高上限為88.15元。系爭意見書採用會計之穩健處理原則，僅以市場法評估聲請人股份之合理收購價，並取最小值，嚴重低估聲請人之整體價值。本件應以精算評估法算出聲請人之價值，作為本件公平價格之參考。

三、按公司進行企業併購法第29條之股份轉換時，進行轉換股份之公司股東及受讓股份之既存公司股東於決議股份轉換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。公司撤回聲請，或受駁回之裁定，亦同，此觀企業併購法第12條第1項第5款、第5項、第6項前段規定自明。

四、經查：

㈠聲請人原為股票上市公司，因與中華開發金控公司進行股份轉換，經聲請人於110年10月1日召開系爭股東會決議通過系爭股份轉換案。相對人均為聲請人股東，並分別於系爭股東會集會前或集會中即110年9月27日、同年10月1日向聲請人提出書面異議，且於系爭股東會決議日起20日內，向聲請人提出收買請求書，並列明如附表之請求收買價格及交存股票予凱基證券公司之憑證等情，有聲請人提出之110年8月12日、10月1日及11月16日公開資訊觀測站重大訊息公告、相對人異議聲明書、請求買回通知書、交存股票之憑證等在卷

可稽（見商非調卷第25至31、33至41、713至719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，聲請人依企業併購法第12條第6項規定，於110年12月24日向本院聲請為股份收買價格之裁定（見商非調卷第7頁），自屬有據。

㈡聲請人主張系爭股份轉換案當時，其股份之公平價格為每股30元，應屬可採：

1.按「有關裁定收買股份價格事件之股份價格核定，商業法院得命關係人提出下列文件：一、會計師查核簽證之公司財務報表及公平價格評估說明書。二、曾辦理公開收購者，其公開收購說明書及法律意見。三、其他與股份價格算定有關之文書資料。」、「前項事件，收買股份為上市或上櫃股票者，商業法院並得斟酌證券交易實際成交價格核定之。」，商業事件審理細則第40條定有明文。又企業併購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，給予異議股東得有依決議當時公平價格取回其投資，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合併當時之合理權益。而股東會決議通過股份轉換，異議股東始得行使收買股票請求權，此公平價格之認定，自應以股東會決議之時作為衡量時點。至於公平價格之認定，依前揭規定，得參酌公司財務報表及公平價格評估說明書、證券交易實際成交價格，以及其他與價格算定有關之資料，如實際併購價格等。

2.經查：

⑴聲請人原為股票上市公司，系爭股份轉換案之股份轉換基準日定為110年12月30日，聲請人之普通股於該日起停止公開發行及終止上市，有公開資訊觀測站之歷史重大訊息公告在卷可考（見商非調卷第31頁），而聲請人依證券交易法第36條第1項第3款規定，應於每月10日以前公告並申報上月營運

情形；另依「臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司及境外指數股票型基金上市之境外基金機構資訊申報作業辦法」第3條第1項第5款規定，聲請人除需於每月10日前申報上月份營業額資料外，並得自願公開自結損益資訊；此部分每月揭露之資訊，較每季財務報告更為即時，證券投資人當會參酌該等即時資訊作為交易依據。故於110年12月30日前，聲請人股票之實際成交價格應可反映客觀之市場交易價值。而系爭股東會係於110年10月1日召開，當日聲請人股票於臺灣證券交易所成交之最低價、最高價及收盤價分別為每股28.80元、29.05元、28.95元，亦有聲請人110年10月各日成交資訊表在卷可佐（見商非調卷第47頁），可知於系爭股東會決議日，聲請人之股票於證券交易市場實際成交價格介於每股28.80元至29.05元間。

⑵又系爭股份轉換案為金融機構間之併購，最終交易對價為聲請人每股普通股換發現金11.5元、中華開發金控公司普通股0.80股及特別股0.73股，總計相當每股28.6元至29.7元（見商非調卷第26、60頁）。聲請人之審計委員會係於110年8月12日決議通過股份轉換契約，中華開發金控公司之審計委員會及董事會則於同日決議通過擬於股東會通過及向主管機關申請核准後進行系爭股份轉換案，其後聲請人、中華開發金控公司之股東會分別於110年10月1日決議通過系爭股份轉換案，並於110年11月16日取得主管機關金融監督管理委員會（下稱金管會）之核准等情，業經聲請人陳述在卷，並有聲請人、中華開發金控公司分別於公開資訊觀測站發布之重大訊息附卷可參（見商非調卷第25至31頁，商非卷一第302至303、309至319頁）。是系爭股份轉換案業已完成，中華開發金控公司取得聲請人股份之併購對價則為每股28.6元至29.7元。

⑶另觀聲請人委請獨立專家出具之系爭意見書，係以110年8月9日為評價基準日，評估聲請人每股價值為26.9元至30.8元，並說明：一般針對壽險公司常用之評價方法為市場法以

及精算評估法，基於本案背景及評價目的，考量標的公司（即聲請人）營業活動性質及交易條件，採用市場法為主要評估方法，並以其中市價法及可類比公司法為基礎，設算合理交易價格區間，並考量中華開發金控公司及聲請人於110年股東常會通過發放之109年股利，故針對聲請人交易價格評估係以評價基準日調整除權除息後之結果為基礎；另考量本次交易係以現金、中華開發金控公司普通股及特別股為交易對價，故參考近十年歷史併購交易的標的為上市櫃公司且以非公開收購方式進行之交易，以其取得標的於公告日前30個營業日股價之溢價比率為基礎，另考量多數交易皆以取得100%股權為目的，惟本案交易前中華開發金控公司已取得聲請人之控制權，本次交易僅取得剩餘流通在外股數，故經分析歷史股份轉換溢價比率應介於第一四分位數至中位數，分別為10.6%至21.5%。因此根據市價法，考量近期市場大盤指數波動及金融類股股價趨勢等因素，在分析合理交易價格區間時，以聲請人評價基準日之普通股收盤價與評價基準日前之5、10、20、30、60及90個營業日平均普通股收盤價為基準，並調整歷史股份轉換溢價比率；依上述方法評估，認定聲請人之每股價值區間介於26.9元至30.8元。再根據可類比公司法，考量聲請人為人壽保險業之產業性質及規模，分析台灣上市之壽險及包含壽險業務之金融控股公司，並考量業務內容、營運情形及壽險公司與所屬金融控股公司股東權益金額之比重，選取三商美邦人壽保險股份有限公司（下稱三商美邦人壽公司）、富邦金融控股股份有限公司、國泰金融控股股份有限公司、中國信託金融控股股份有限公司、新光金融控股股份有限公司為可類比企業；並於評估分析標的交易價格時，考量聲請人價值動因，選擇市值隱含價值比(P/EV）及市值淨值比（P/B）作為價值乘數，分別以評價基準日及前90個營業日平均市值計算各可類比企業之價值乘數；關於隱含價值，採用各可類比企業法人說明會公布109年12月31日之隱含價值；淨值方面，考量台灣壽險業採用IFRS9後其

透過損益按公允價值衡量之金融資產與透過其他綜合損益按公允價值衡量之金融資產各期需以公允價值衡量，然保險負債採原始成本衡量，致資產面與負債面之衡量基礎相異，而致淨值易受市場利率變動影響，為排除前述影響，故採用110年3月31日各可類比企業普通股股東權益，並排除其他權益中相關科目金額；彙整上述評估，以可類比公司法評估聲請人每股價值區間為24.5元至38.6元。再彙總市價法以及可類比公司法計算聲請人於評價基準日每股價值區間，認定區間為每股26.9元至30.8元（見商非調卷第49至62頁）。系爭意見書之評價基準日雖為110年8月9日，然距離系爭股東會決議日即110年10月1日甚近，且因當時聲請人之110年第二季財務報告尚未公告（按依證券交易法第36條第1項第2款規定，第一、二、三季財務報告應於每季終了後45日內公告），系爭意見書雖係參酌聲請人110年第一季經會計師查核之財務報告（見商非調卷第50頁），然觀聲請人110年第一、二、三季財務報告，其各季每股盈餘分別為2.08元、1.41元、1.91元（見商非調卷第312、432、563頁），並無顯著差異，本件亦無證據足認110年8月9日至110年10月1日間，聲請人之營業狀況、整體價值有何明顯變動情形，且系爭意見書係考量聲請人營業活動性質及交易條件等各項因素，決定採用市價法以及可類比公司法計算聲請人於評價基準日之每股價值區間，其評價方法及依據並無違背一般經驗法則之處，所為認定應屬可採。

⑷此外，中華開發金控公司就系爭股份轉換案換股比例之計算，係依據資誠聯合會計師事務所出具之股權價值分析報告，以及該所黃○○會計師於110年8月11日出具之交易對價之合理性複核意見書（下稱複核意見書，見商非卷一第310、385至400頁）；複核意見書係以110年8月9日為評估基準日，評估聲請人每股價格區間為28.01元至31.20元，並詳細說明：中華開發金控公司於106年公開收購聲請人25.33%股份後，成為單一最大股東，110年初再度收購21.13%，加計

子公司凱基證券公司之持股，目前合計持有聲請人流通在外之55.95%股權，考量中華開發金控公司整體策略發展規劃，擬採股份轉換方式取得聲請人之100%股份；針對聲請人之股權價值評估分析，綜合考量各評價方法之特性及使用限制、中華開發金控公司之投資目的、收購後之營運規劃，採市價法及市場法之樣本公司比較法進行價值評估。以市價法評估分析，觀察標的公司（即聲請人）自107年初起至109年初之市場交易價格，其價格逐步下跌，與逐漸上漲之金融指數走勢差距不斷擴大；另觀察109年股價區間，109年下半年後聲請人股價逐漸回升並與金融指數走勢同步，綜合考量近期市場股價波動、長期股價區間等因素，分析評估基準日前5、10、20、30、60及90個交易日之交易均價做為市價法之評估參考；另經檢視89年迄今國內金融業併購交易案中，多為一次性收購100%股權，樣本參考性不高，故進一步檢視105年迄今國內併購交易之收購溢價，以交易案件數觀之，收購溢價較多介於10%至20%，同時，歷史交易案件中，收購公司原持有股權比例大多小於50%，而欲透過該交易取得過半持股及控制權或成為第一大股東，然考量中華開發金控公司已於本次交易前取得聲請人55.95%持股，並具一定之控制權，故採用第一四分位數14.0%至平均數20.6%作為本交易之控制權溢酬區間，評估聲請人具控制權之股權公平價值區間為每股29.23至32.31元。另以市場法之樣本公司比較法評估分析，考量國內上市櫃之壽險公司僅三商美邦人壽公司，為增加樣本公司數量，另將國內上市金融控股公司具壽險子公司者納入，經綜合考量各壽險公司之營運及資產規模，並考量其業務特性，以國泰人壽公司、富邦人壽公司及台灣人壽公司做為樣本公司，綜合考量標的公司與樣本公司之營運規模、股東權益報酬率、隱含價值對帳面價值比、樣本公司之金控布局等各項因素，選取適當之市值對隱含價值乘數及市值對淨值乘數區間，據以評估標的公司股權於評估基準日之公平價值，另考量14.0%至20.6%之控制權溢價後，採樣本公司比較

法推估之聲請人具市場流通恍皮控制權之股權公平價值區間為每股30.41元至34.45元。經採前述之市價法以及樣本公司比較法，進行聲請人具控制權之股權公平價值區間分析，綜合考量各價值評估方法之適用性及參考性，分別以市價法75%及市場法25%之權重，採用兩種評估方法上限及下限之加權平均，聲請人之具市場流通性及控制權之股權公平價值區間為每股29.53至32.85元；另考量聲請人將配發每股0.4元現金股利及0.4元股票股利，除權息調整後之具市場流通性及控制權之股權公平價值區間為每股28.01至31.20元（見商非卷一第385至400頁）。上開複核意見書之評價基準日雖為110年8月9日，然距離系爭股東會決議日即110年10月1日甚近，依前所述，亦無證據足以顯示其間聲請人之營業狀況、整體價值有明顯變動情形，且前述複核結果係考量各評價方法之特性及使用限制、中華開發金控公司之投資目的、收購後之營運規劃，決定採市價法及市場法之樣本公司比較法進行價值評估，其評價方法及依據尚無違背一般經驗法則之處，所為認定亦與系爭意見書之評估結論相當，應屬可採。

⑸依上所述，本院綜合審酌系爭股東會決議日聲請人股票於證券交易市場之實際成交價格介於每股28.80元至29.05元，系爭股份轉換案之最終交易對價則為聲請人每股普通股換發現金11.5元、中華開發金控公司普通股0.80股及特別股0.73股，相當每股28.6元至29.7元，以及聲請人委請獨立專家出具之系爭意見書評估聲請人每股價值為26.9元至30.8元，中華開發金控公司委請會計師出具之複核意見書評估聲請人每股價值為28.01元至31.20元，認聲請人主張系爭股東會決議日其股份之公平價值為每股30元，應屬合理有據。

3.游榮謙等3人雖稱聲請人收買相對人股份之合理價格最低底限為36.06元，最高上限為88.15元，系爭意見書評估之聲請人每股價值過低，應以精算法計算聲請人公司之價值云云。惟查：

⑴游榮謙等3人係以最接近系爭股東會之聲請人財務報告即110年8月31日半年報為據，認聲請人每股淨值為36.06元，應以上開淨值作為聲請人收買相對人股份之合理價格最低底限（見商非卷一第194頁）。惟資產負債表上所列計之公司資產價值，依基本會計原則中「成本原則」，僅係該等資產之歷史成本，即各該資產購買時之實際成本，故資產負債表上之記載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。又公司每股淨值之計算方式為將資產負債表所列股東權益總額除以已發行股份總數，然而股票市場之投資人從事股票買賣，考量者多為公司未來預期獲利，帳面價值固得提供公司經營成果之歷史資訊，惟不能保證公司未來之獲利，帳面價值與投資人願意支付之股票購買價格間，經常存在極大之落差，股價高於或低於每股淨值，為普遍存在之現象，故每股淨值並非衡量股票價值之準確標準，僅為影響證券價格之因素之一。評估企業價值時，成本法中之每股淨值法，主要適用於無市場交易之評價標的，然聲請人原為上市公司，有公開市場交易價格，得以市價法推估其合理價值，雖其因系爭股份轉換案而成為中華開發金控公司之子公司，惟仍以繼續經營為前提，公開市場上之理性投資人已考慮其未來損益，針對聲請人繼續營運之價值，形成股份市場價格，應足以完整反映聲請人公司之價值。且聲請人係屬壽險業，系爭意見書已說明：淨值方面，考量台灣壽險業採用IFRS9後其透過損益按公允價值衡量之金融資產與透過其他綜合損益按公允價值衡量之金融資產各期需以公允價值衡量，然保險負債採原始成本衡量，致資產面與負債面之衡量基礎相異，而致淨值易受市場利率變動影響；為排除前述影響，故採用110年3月31日各可類比企業普通股股東權益，並排除其他權益中相關科目金額（見商非調卷第53頁）。足見聲請人之股權價值無法逕採淨值計算，游榮謙等3人前揭抗辯難認可採。

⑵游榮謙等3人另稱：110年10月1日金融保險業平均本益比為13.04，乘以聲請人110年預估每股盈餘5.2元，公平價格應為67.6元，加上控制權溢價30.4%，調整後為88.15元，此為聲請人合理收購價之最高上限；如以聲請人最近四季經會計師查核或核閱之財務報告，每股盈餘為4.99元，乘以上開平均本益比13.04，聲請人之公平價格應為每股65元云云（見商非卷一第194至195頁）。惟查，觀諸游榮謙等3人所提金融保險業110年10月1日個股日本益比、殖利率及股價淨值比明細表（見商非卷一第237頁），其上所列金融保險業公司，包含未經營保險業務之銀行、票券、證券、期貨及部分金控公司，至於有經營保險業務之金控公司，除保險業務外，亦同時經營銀行、票券、證券或期貨等業務，與聲請人僅經營人壽保險業務有所差異，且該表所列各公司，除統一證之本益比為5.21，低於聲請人之5.69外，其餘33家公司之本益比皆高於聲請人，更有多家銀行或金控公司之本益比介於15至25間（包含彰銀、高雄銀、遠東銀、華南金、玉山金、兆豐金、第一金、合庫金）；游榮謙等3人未將其他金融保險業與聲請人之公司性質、業務差異等納入考量，逕以金融保險業整體平均本益比推算聲請人股份之公平價格，並非合理。至於游榮謙等3人所稱控制權溢價30.4%，依據為臺灣新竹地方法院106年度司字第22號裁定中摘錄之該案相對人所為陳述（見商非卷一第194、202頁），惟該案所涉公司係經營功率放大器、藍牙晶片等產品，與本件所涉者為人壽保險業並不相同，且該案法院裁定時係認無須考量控制權溢價（見商非卷一第202、207頁），游榮謙等3人僅憑該案相對人之單方主張，逕認本件應加計控制權溢價30.4%，顯無足採。

⑶游榮謙等3人又稱：中華開發金控公司106年第一次收購聲請人25%股權之收購價為每股35元，聲請人105年之每股盈餘為2.73元；中華開發金控公司110年收購聲請人100%股權，聲請人109年之每股盈餘為3.29元，依此推算，聲請人之公平價格應為每股42元（其計算式應為：第一次收購價格35元

□105年每股盈餘2.73元□109年每股盈餘3.29元=42.18元)云云（見商非卷一第195頁）。然查，中華開發金控公司前曾兩度收購聲請人股權，第二次係於110年1月4日取得金管會核准後，於110年1月6日起透過公開收購方式取得聲請人21.13%之股權，業經聲請人陳述在卷，並有第二次收購之公開收購說明書在卷可參（見商非卷一第305、335至336頁），上開說明書所載收購對價為每股23.6元，可知與系爭股份轉換案時點較為接近者應為第二次收購，如依游榮謙等3人所述上開方式計算，所得價格應為23.6元（計算式：第二次收購價格23.6元□109年每股盈餘3.29元□109年每股盈餘3.29元=23.6元）。游榮謙等3人未考量第二次收購之價格，僅以106年間中華開發金控公司第一次收購聲請人股份之價格作為計算本件聲請人股份公平價格之依據，亦非合理。

⑷游榮謙等3人復稱：系爭意見書低估聲請人之價值，應以精算評估法算出聲請人之價值，作為本件公平價格之參考云云（見商非卷一第195頁）。惟精算價值係以分析保險業所創造未來營運產生之現金流量為評估基礎，透過精算假設將調整後淨資產、有效業務價值(前二者合計即為隱含價值)與新業務價值綜合考量。在精算過程中，除需對不確定性較高之未來新業務價值加以預估外，尚需對脫退率、死亡率、罹病率、費用率、分紅率、稅賦、投資報酬率、風險折現率、通貨膨脹率等參數進行假設（中華民國精算學會107年3月26日發布之人壽保險業隱含價值評估精算實務處理準則參照），其中多項均涉及個人主觀判斷；且系爭意見書已將市值隱含價值比(P/EV）及市值淨值比（P/B）作為可類比公司法之價值乘數，據以評估分析聲請人之股權價值（見商非調卷第53頁），自無再行計算精算價值之必要。

五、綜上所述，本院綜合參酌證券交易實際成交價格、系爭股份轉換案之交易對價，以及獨立專家出具之系爭意見書、複核意見書等，認聲請人主張：於系爭股東會決議通過系爭股份轉換案時，聲請人股份之公平價格為每股30元，應屬可採。

故聲請人應以該價格收買相對人所有聲請人股份，爰裁定如主文第1項所示。

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

中　　華　　民　　國　　111　　年　　12　　月　　12　　日

商業庭

審判長法　官　林欣蓉

法　官　吳靜怡

法　官　陳蒨儀

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　　111　　年　　12　　月　　12　　日

書記官　林佳蘋

附表：

項次	相對人	相對人持有並繳存之普通股股數	相對人請求買回股份通知書所列每股收買價格	卷證出處（商非調卷）
1	林濬池	2,000	75.6	第34頁
2	林士凱	1,000	75.6	第35頁
3	林珊羽	1,000	75.6	第36頁
4	游榮謙	14,000	42	第39頁
5	程淑娟	8,605	42	第38頁
6	游良福	1,000	42	第37頁
7	何亞謙	15,600	35.66	第40頁