智慧財產及商業法院民事裁定

111年度商非字第5號

聲　請　人　富邦金融控股股份有限公司(原名日盛金融控股股份有限公司)

法定代理人　蔡明興

代　理　人　杜偉成律師
　　劉孟茹律師
　　鍾伯君律師
　　謝孟哲律師

相　對　人　林濬池
　　林珊羽
　　柯秋玉
　　林士凱
　　林麗華

共同代理人　黃冠嘉律師

上列當事人間聲請裁定股票收買價格事件，本院裁定如下：

主　文

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12.41元。

聲請程序費用由聲請人負擔。

理　由

壹、程序方面：

一、聲請人日盛金融控股股份有限公司(下稱日盛金控公司)於本院審理中，與富邦金融控股股份有限公司(下稱富邦金控公司)合併，自民國111年11月11日合併基準日起，日盛金控公司之權利義務由合併後存續之富邦金控公司概括承受，有日盛金控公司、富邦金控公司公開資訊觀測站重大訊息(見商

非卷㈠第57、103頁）、日盛金控公司變更登記表（見限制閱覽卷第5至8頁）、經濟部函文（見限制閱覽卷第9頁）可佐。富邦金控公司嗣具狀聲明承受訴訟（見商非卷㈠第95至97頁），核與商業事件審理法（下稱商審法）第19條規定適用非訟事件法第35條之1準用民事訴訟法第169條第1項、第175條第1項規定相符，應予准許。

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。」，然依同法第32條第1、2項規定：「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。」，及94年5月5日修法時增訂上開條文第2項之立法理由：「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，係因非訟程序採職權探知主義，法院對於事實釐清及證據調查具有積極主動權限，亦有釐清事實義務，而可供認定股份價格之事證，偏在公司一方，股東通常不易接近，上開條文乃規定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，使聲請之股東知悉，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、證據之提出、對法院訊問之答覆，皆由代表公司之負責人為之，則非訟事件法第182條第1項規定之立法本意，應是公司負責人代表公司於訊問期日到庭，非謂法院需當庭訊問負責人個人意見。查日盛金控公司係依111年6月15日修正前企業併購法（下稱修正前企併法）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，並依同條第7項規定提出合併現金對價之股權價值合理性意見書、補充意見(見商非調卷㈠第7至14、31至49頁)，使股東知悉日盛金控公司評估價格之依據，與非訟事件法第182條第1項規範股東依公司法規定聲請法院裁定收買股份價格，已有不同。再依修正前企併法第12條第8項前段規定：「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。」；商審法第67條第1項前段規定：「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2月9日發函通知相對人就本件聲請陳述意見，相對人均於同年月11日收受通知(見商非調卷㈠第131、141至149頁)，並委任律師為程序代理人陳述意見，即已依修正前企併法、商審法之上開規定，賦予兩造陳述意見之機會，無再依非訟事件法第182條第1項前段規定訊問日盛金控公司負責人之必要，合先敘明。

貳、實體方面：

一、聲請意旨略以：日盛金控公司為上櫃公司，富邦金控公司於109年12月18日公告自同年月22日起，以每股新臺幣(下同)13元即日盛金控公司股票1個月平均市價溢價約24.8%之價格，公開收購日盛金控公司至少50.01%股份，日盛金控公司每股收盤價乃由10.95元上漲接近公開收購價格。110年3月23日公開收購條件成就，富邦金控公司於同年月30日取得日盛金控公司53.84%股份。嗣日盛金控公司基於整合資源、提升營運效率等考量，擬以其為消滅公司與富邦金控公司合併，遂委請獨立專家國富浩華聯合會計師事務所邱繼盛會計師就合併現金對價股權價值出具合理性意見書(下稱系爭意見書)，經審計委員會於同年9月16日就合併公平性、合理性完成審議後，因同年8月31日股東常會已通過發放每股現金股利0.38元及股票股利0.16元，董事會即於同日決議通過由富邦金控公司以每股現金13元，除權息後調整為每股12.41元之價格(下稱系爭合併價格)，取得日盛金控公司已發行所

有股份之合併案(下稱系爭合併案)，並於同年11月5日召開110年度股東臨時會(下稱系爭股東會)通過系爭合併案，再與富邦金控公司合意訂定111年11月11日為合併基準日。相對人林濬池、林珊羽、柯秋玉、林士凱(下合稱林濬池等4人)、林麗華(下稱林麗華，與林濬池等4人合稱相對人)均為日盛金控公司股東，分別持有日盛金控公司普通股股數如附表1所示，其等於系爭股東會集會前或集會中，以書面表示異議並放棄表決權，復於系爭股東會決議日後，以書面請求日盛金控公司以如附表1所示金額買回其等持有之股份，並將股份交存於股務代理機構，而日盛金控公司股票於系爭股東會當日在財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心(下稱櫃買中心)成交之最低價、最高價、收盤價分別為每股12.3元、12.4元、12.35元，系爭意見書認日盛金控公司除權息後每股合理價格為11.87元至13.31元，日盛金控公司向相對人提出以每股13元(除權息後每股12.41元)買回股份之價格應屬合理，並已於111年1月27日按除權息後每股12.41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系爭股東會決議日起無法達成協議已逾60日，爰依111年6月15日修正前企併法第12條6項規定，聲請本院為股票收買價格之裁定。

二、相對人陳述意見略以：富邦金控公司於109年12月8日公告以每股13元之價格公開收購日盛金控公司股權，係以日盛金控公司109年第3季財務報告為評估基準，其於110年3月23日經公開收購程序取得日盛金控公司53.84%股權後，於110年及109年第3季合併財務報告以日盛金控公司持續經營獲利，至110年3月30日評價時淨資產有所增加為由，依相關會計準則認列廉價購買利益6億8,718萬7,000元。又日盛金控公司於110年6月11日召開股東常會全面改選董事，由富邦金控公司指派之代表人取得董事會全部席次，各董事明知日盛金控公司每股公平價格逾13元，仍於同年9月16日董事會決議以系爭合併價格與富邦金控公司合併，系爭股東會則於富邦金控

公司持有日盛金控公司過半股權下通過系爭合併案，富邦金控公司實係以日盛金控公司應分派予股東之股息作為其合併資金，剝奪日盛金控公司股東參與經營應取得之股利，系爭合併價格亦未評估富邦金控公司之控制權溢價，自非公平價格。另日盛金控公司之股價受系爭合併案影響，無法突破系爭合併價格，難以真實反應日盛金控公司持續經營獲利情狀，依櫃檯買賣中心上櫃公司申請終止有價證券櫃檯買賣處理程序(下稱櫃買中心終止買賣程序)第3條第3項規定，收購股份價格不得低於公司最近期經會計師查核或核閱財務報告之每股淨值，商業會計法第57條則明定商業在合併時，資產之計價優先以公允價格為衡量原則，所稱公允價格即為企併法第12條規定之公平價格，而依日盛金控公司之財務報告，其於110年9月30日之每股淨值為13.77元，加計按攤銷後成本衡量之債務工具投資及投資性不動產之帳面價值差額0.14元後之公允價格為13.91元，日盛金控公司於持續獲利下，以同年11月5日為評價股份基準日之股份公平價格應高於13.77元或13.91元，富邦金控公司委請獨立專家安永聯合會計師事務所何淑芬會計師出具之合理性意見書(下稱安永意見書)每股價格區間平均值更達15.31元，爰請求以日盛金控公司110年9月30日之每股淨值13.77元(除權息後每股13.17元)之價格，買回林濬池等4人之股份，及參考同日每股公允價格13.91元，請求以每股13.89元(除權息後每股13.29元)買回林麗華之股份。

三、按「公司於進行併購而有下列情形之一，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，並投票反對或放棄表決權者。」、「股東與公司間就收買價格達成協議者，公司應自股東會或董事會決議日起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3項請求收買之價格。」、「股東與公司間就收買價格自股東會或董事會決議日起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3項請求收買價格。公司撤回聲請，或受駁回之裁定，亦同。」，此觀修正前企併法第12條第1項第2款、第5項、第6項前段規定自明。

四、經查：

㈠日盛金控公司原為股票上櫃公司，因與富邦金控公司進行合併，經日盛金控公司於110年11月5日召開系爭股東會決議通過系爭合併案。相對人均為日盛金控公司股東，分別於系爭股東會集會前或集會中向日盛金控公司提出書面異議，且於系爭股東會決議日起20日內即同年月15日、23日，向日盛金控公司提出收買請求書，並列明如附表1所示請求收買價格及交存股票予日盛金控公司指定之股務代理機構等情，有日盛金控公司提出之110年9月16日公開資訊觀測站重大訊息(見商非調卷㈠第25至28頁)、系爭股東會議事錄、異議股東收買全部股份聲明書、交存股票憑證(見商非調卷㈠第51至64頁)可佐。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，日盛金控公司於111年1月27日支付所認公平價格即除權息後每股12.41元予相對人，有日盛金控公司110年12月24日寄發之存證信函、日盛金控公司匯款與現金支付通知書、稅額繳款書(見商非調卷㈠第65至116頁)可稽，日盛金控公司依修正前企併法第12條第6項規定，於111年1月28日向本院聲請為股份收買價格之裁定(見商非調卷㈠第7頁)，自屬有據。

㈡日盛金控公司主張系爭股東會通過系爭合併案時，其股份之公平價格為每股13元(除權息後每股12.41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。又企併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，僅係單純客觀反映合併當時之合理權益。而股東會決議通過公司合併，異議股東始得行使收買股票請求權，公平價格之認定，自應以股東會決議之時作為衡量時點，此亦為兩造所是認(見商非卷第120頁)。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、其他與價格算定有關之資料，如實際併購價格等。

2.查：

⑴日盛金控公司原為股票上櫃公司，日盛金控公司股票實際成交價格應可反映股份客觀之市場交易價值。查系爭股東會係於110年11月5日召開，當日日盛金控公司股票於櫃買中心成交之最低價、最高價、收盤價分別為每股12.3元、12.4元、12.35元，有日盛金控公司110年11月成交資訊表(見商非調卷㈠第117頁)可按，可知日盛金控公司股票於系爭股東會決議日在證券交易市場實際成交價格介於每股12.3元至12.4元間。

⑵富邦金控公司於109年12月18日公告自同年月22日起以每股13元公開收購日盛金控公司普通股，於收購股數逾日盛金控公司全部股份總數50%，且公平交易委員會不禁止結合，公開收購條件即成就。嗣富邦金控公司於110年3月23日公告日盛金控公司累計應賣股數2,030,999,369股(占日盛金控公司

全部股份總數53.83%)，已逾最低收購數量，且公平交易委員會通過不禁止結合，公開收購條件已成就。又富邦金控公司公開收購取得日盛金控公司53.84%股份後，日盛金控公司擬與富邦金控公司合併，其審計委員會、董事會及富邦金控公司董事會，於110年9月16日先後決議通過以日盛金控公司為消滅公司，由富邦金控公司以每股13元(除權息後每股12.41元，計算式：【13元-現金股利0.385元】÷【1+0.0165仟股】=12.41元)作為合併對價之系爭合併案。嗣日盛金控公司、富邦金控公司股東會於110年11月5日各通過系爭合併案，並於111年9月20日取得主管機關金融監督管理委員會核准等情，業經日盛金控公司陳明在卷，並有日盛金控公司、富邦金控公司公開資訊觀測站重大訊息(見商非調卷㈠第25至28頁、卷㈡第125至133、137至140頁、商非卷第57、103頁)、日盛金控公司審計委員會審議報告書與議事錄(見商非調卷㈠第29頁、商非卷第109至111頁)、股東會議事錄(見商調卷㈠第51至52頁、卷㈡第141至143頁)可參，堪認系爭合併案已完成，富邦金控公司取得日盛金控公司股份之合併對價為每股13元(除權息後每股12.41元)。

⑶另觀諸日盛金控公司就系爭合併案委請獨立專家出具之系爭意見書，係以110年9月3日為評價基準日，認日盛金控公司具控制權下的每股合理價格為12.44元至13.90元(除權息前)，並說明：日盛金控公司為上櫃公司，股權可於證券市場交易自由流通，其股價最具參考價值，因此選用市場法下之市價法為主要評估方法，同時參酌市場法下之可類比公司法作為評估股權價值之基礎，且因日盛金控公司於110年8月31日股東常會通過發放109年股利，故每股價格評估係以評價基準日調整除權息後之結果。又根據市價法，考量日盛金控公司為上櫃公司，具備客觀之公開市場交易價格可參考，惟富邦金控公司於109年12月18日對外公開擬以每股13元收購日盛金控公司，且預計公開收購完成後，以每股相同之現金對價，促使日盛金控公司進行合併，因此資訊公開後股票

交易市場之股價已受影響，故以資訊公開日前(含)10、20、30及60個營業日之平均收盤價為基準，評估日盛金控公司每股價值區間介於10.42元至10.56元。再根據可類比公司法，選取與日盛金控公司營運活動相似，且股票具活絡市場之台新金融控股股份有限公司(下稱台新金控公司)、國票金融控股股份有限公司(下稱國票金控公司)、永豐金融控股股份有限公司(下稱永豐金控公司)，採取股價淨值比(P/B)及本益比(P/E)作為比較參數，分別以評價基準日110年9月3日(含)前10、20、30及60個營業日平均收盤價，及各公司110年6月30日之每股淨值，以股價淨值比法評估每股價值區間為14.06元至14.88元、以本益比法評估每股價值區間為9.89元至10.39元。彙總市價法及可類比公司法，並考量我國自99年起上市櫃銀行業及證券業達取得控制權之併購案件，於公告日前30個營業日均價之股權溢價率，評估具控制權下之每股合理價格介於12.44元至13.90元，考量日盛金控公司已於110年8月31日股東常會通過發放109年股利(現金股利0.38元、股票股利0.16元)，調整後合理價格區間為11.87元至13.31元等語(見商非調卷㈠第31至47頁)，並於日盛金控公司110年9月16日董事會議後，另出具補充意見書表示日盛金控公司董事會決議現金對價每股12.41元，仍在除權息後合理價值區間11.87元至13.31元內，尚屬允當合理等語(見商非調卷㈠第49頁)。系爭意見書評價基準日雖為110年9月3日，然距系爭股東會決議日110年11月5日僅約2個月，在此期間並無證據證明日盛金控公司之營業狀況或整體價值有明顯改變，系爭意見書考量日盛金控公司之營業活動及交易條件等因素，以市價法與可類比公司法計算日盛金控公司於評價基準日每股價值區間，所採用之評價方法與依據亦無違背一般經驗法則之處，所為認定應屬可採。

⑷再細繹富邦金控公司就系爭合併案委請獨立專家安永聯合會計師事務所何淑芬會計師出具之安永意見書，係以110年7月30日為評價基準日，認日盛金控公司於評價基準日每股合理

價格為12.9元至19元(除權息前)，並說明：由於臺灣未有類似金融控股公司併購交易，且日盛金控公司為控股公司，主要價值來源為日盛證券股份有限公司(下稱日盛證券)及日盛國際商業銀行股份有限公司(下稱日盛銀行)，亦即日盛金控公司個體資產負債表之主要資產為對日盛證券及日盛銀行採用權益法之投資，故採取市場法之可類比公司法，經選取臺灣銀行業及證券業可類比公司後，分別計算日盛證券及日盛銀行之股權公允價值，再加計控制權溢價以反映日盛金控公司100%持有日盛證券及日盛銀行股權性質，最後以資產法評估日盛金控公司股權公允價值。又以㈠市場法分析：①檢視日盛金控公司主要經營業務與規模後，排除以人壽業務為主或規模較大之金融控股公司，選取台新金控公司、永豐金控公司及國票金控公司為可類比公司，計算出股價淨值比區間為0.98倍至1.24倍。②考量富邦金控公司預計運用控制權改善日盛金控公司之營運及現金流量，參考歷史期間銀行及證券產業之收購交易，計算出交易價格所隱含之控制權溢價比率15%至25%，作為把可類比公司法不具控制權價值基礎調整至具控制權價值基礎的量化依據。③根據市價法，因富邦金控公司於110年4月26日公告其已取得主管機關核准，擬自公開市場以每股13元(除權息後每股12.41元)持續買進日盛金控公司普通股股權，考量富邦金控公司上開公告後市場價值應為反映隱含控制權溢價之價格，因此以110年4月26日至評價基準日之日盛金控公司收盤價格12.9元至13元作為市價法之每股股權價值區間。④綜合可類比公司法、控制權溢價及市價法等結論，日盛金控公司採市場法分析之每股價值區間為12.9元至20.4元。㈡資產法分析：①日盛金控公司主要價值來源為100%持股之日盛證券及日盛銀行，就日盛證券部分採用市場法中之可類比公司法分析群益證券公司、統一證券公司、康和證券公司計算出股價淨值比區間為0.98倍至1.24倍，控制權溢價為15%至25%，其價值區間為324億2,800萬元；就日盛銀行部分採用市場法中可類比公司法分析聯邦銀

行、台中銀行、遠東銀行、京城銀行、安泰銀行、高雄銀行計算出股價淨值比區間為0.62倍至0.94倍，控制權溢價為10%至30%，其價值區間為158億1,400萬元至283億3,500萬元。②將日盛金控公司對日盛證券及日盛銀行認列之權益法投資帳面金額，以上開價值區間取代，加上日盛金控公司110年3月31日之個體資產負債表中其他淨資產之帳面金額，除以日盛金控公司流通在外之普通股股數，得出日盛金控公司於資產法下之每股價值區間為11.8元至19元。㈢擇取市場法及資產法每股價值區間之交集，得出日盛金控公司每股價值區間為12.9元至19元，惟考量日盛金控公司於110年8月31日股東會通過每股分配現金股利0.38元及股票股利0.16元，除權息後調整每股價值區間為12.3元至18.8元(見商非調卷㈡第193至200頁)。安永意見書評價基準日雖為110年7月30日，然無證據證明日盛金控公司於110年7月30日至11月5日之營業狀況、整體價值有明顯改變，其考量日盛金控公司之營業活動及交易條件等因素，採用市場法之可類比公司法及資產法進行價值評估，無違背一般經驗法則之處，所為認定亦屬可採。

⑸綜上所述，本院審酌系爭股東會決議日之日盛金控公司股票於證券交易市場實際成交價格介於每股12.3元至12.4元；日盛金控公司委請獨立專家出具之系爭意見書評估日盛金控公司每股除權息後合理價格區間為11.87元至13.31元；富邦金控公司委請獨立專家出具之安永意見書評估日盛金控公司每股除權息後合理價格區間為12.3元至18.8元，及相對人表明系爭意見書及安永意見書之內容均可供為本件參考等語(見商非卷第122頁)，認日盛金控公司主張系爭股東會決議日其股份之公平價格為每股13元(除權息後每股12.41元)，應屬合理有據。至富邦金控公司與日盛金控公司於110年9月16日、同年11月5日各經董事會、股東會通過合併價格(即上開⑵所述)，因富邦金控公司於109年3月23日經公開收購程序取得日盛金控公司53.83%股份後，迄110年8月27日止，富邦

金控公司持有日盛金控公司股份比例已達56.92%，日盛金控公司於110年8月31日之股東常會選任之一般董事且均由富邦金控公司指派之代表人當選，有日盛金控公司公開資訊觀測站重大訊息可稽(見商非調卷㈠第25至28頁、卷㈡第135頁)，系爭合併案顯係由取得日盛金控公司控制權之股東富邦金控公司所發動，其等董事會、股東會就合併價格之決議衡已滲入控制權因素，爰不採為本件股份公平價格之參考，附此敘明。

㈢相對人雖稱富邦金控公司於110年3月23日以每股13元之價格公開收購取得日盛金控公司股權後，其110年及109年第3季合併財務報告認列廉價購買利益6億8,718萬7,000元，於日盛金控公司繼續經營獲利下，日盛金控公司董事會仍決議以每股13元價格合併，係剝奪日盛金控公司股東參與經營應獲得之股利，亦未將富邦金控公司之控制權溢價列入評估云云。惟：

1.依富邦金控公司110年及109年第3季合併財務報告暨會計師核閱報告中關於「廉價購買利益」所載：「合併公司於民國109年12月18日以日盛金控民國109年第3季財報為評估參考，決定公開收購每股價格，於民國110年3月23日公開收購成就後，以股票交割完成日民國110年3月30日為取得可辨認淨資產之公允價值評價基準日。因收購價格決定日與可辨認淨資產之公允價值之評價基準日約有6個月的時間差，且於此期間日盛金控持續經營獲利及淨資產增加，故可辨認淨資產公允價值與收購價格產生之差額，依相關會計準則認列廉價購買利益，合併公司於收購日將產生之利益687,187千元列報於合併綜合損益表之『其他利息以外淨損益』。」等語(見商非調卷㈠第194頁)，可知富邦金控公司於上開財務報告認列廉價購買利益，係因其公開收購日盛金控公司股份付出之買價低於取得之可辨認淨資產依相關會計準則衡量所得金額，並非針對日盛金控公司股份公平價格所為之評價。又企業編制財務報告應依循相關之財務報告編製準則(如證券

發行人財務報告編製準則、國際財務報導準則、國際會計準則，證券交易法第14條第1、2項參照)，其目的在揭露企業經營績效與財務狀況變動等資訊，供相關使用者決策參考(證券發行人財務報告編製準則【採國際財務報導準則版本】第4條第1項規定參照)，與企業收購時需由評價人員依其專業判斷，考量評價案件之性質，採用最能合理反應企業價值之方法對企業評價，顯然有別，此由系爭意見書、安永意見書關於股權評價方法之說明即明(見商非調卷㈠第39頁、卷㈡第195頁)，上開基於會計原則編製之財務報告自與企業收購時之企業評價無涉，無從依上開財務報告關於廉價利益之記載，作為系爭合併案股份公平價格之論據。

2.另審酌系爭意見書所載：「…四、評價模式…㈡評估方法之選用：由於日盛金控…股權可於證券市場中交易，並具活絡可自由流通性…因此選用市場法下之市價法…同時參酌市場法下之可類比公司法，選取與標的公司營運活動業態相似，且股票具活絡市場之可類比上市上櫃同業，計算出所隱含之價值乘數股價淨值比及本益比以作為評估標的公司股權價值之基礎…日盛金控於可預見之未來將繼續經營，亦無處分主要子公司之計畫，且未發現可能導致公司無法繼續經營之情形，故本次評估將不採用資產法。…五、評價標的股權價值計算…㈢非量化調整因素-溢價率：因本案係以在日盛金控董事會及股東會同意之前提下，促使日盛金控進行合併…故本會計師係以自99年以來台灣收購上市櫃銀行業及證券業達取得控制權案件之公告日前30個營業日均價之股權溢價率…作為非量化調整之區間…。」(見商非調卷㈠第39、41、43頁)；安永意見書所載：「…四、採用之評價方法：…㈡市場法：…本會計師採用可類比公司法評估日盛金控之股權公允價值，再加計控制權溢價以反映本交易取得具控制力股權之性質…六、意見書結論：…在日盛金控的業務繼續經營的假設前提下，本會計師評估日盛金控100%股權於評價基準日之每股公允價值區間…。」等語(見商非調卷㈡第195、200

頁），可知系爭意見書與安永意見書均已將日盛金控公司繼續經營獲利及富邦金控公司控制權溢價等因素列入股份公平價格評估考量，亦無相對人所指剝奪其等應得之股利或欠缺評估控制權溢價情事。

㈣相對人復稱日盛金控公司股價受系爭合併案影響，無法突破系爭合併價格，難以真實反應該公司持續經營獲利情狀，且系爭合併價格低於日盛金控公司110年第3季財務報告所載每股淨值13.77元，或以該每股淨值加計按攤銷後成本衡量之債務工具投資及投資性不動產之帳面價值差額0.14元後之公允價格13.91元，顯有不當云云。惟系爭合併案經公告後，公開市場上之理性投資人考慮日盛金控公司合併後未來之損益與價值，所形成之股份市場價格，應足供為日盛金控公司價值之參考，無再針對日盛金控公司資產細項重新評估，計算其股份帳面價值之必要。再者，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，此觀諸相對人不爭執之如附表2所示日盛金控公司108年、109年每股月平均價與淨值即明，故每股淨值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，日盛金控公司原為上櫃公司，有公開市場交易價格得以市價法推估其合理價值，較以公司資產細項核算之淨值足以完整反映日盛金控公司之價值，相對人以日盛金控公司帳面價值計算之每股淨值，指摘系爭合併價格不當，難認可採。

㈤至相對人依櫃買中心終止買賣程序第3條第3項規定，主張日盛金控公司收購股份價格不得低於該公司最近期經會計師查核或核閱財務報告之每股淨值云云。然依櫃買中心終止買賣程序第3條第1項規定：「上櫃公司申請終止有價證券櫃檯買賣者，應至少由董事會決議時對申請終止議案提請股東會討論表示同意之董事負連帶責任承諾收購公司股票，但獨立董事不在此限。」、第3項規定：「前項收購起始日為終止櫃檯買賣之日，收購期間應為50日，且應於收購期間屆滿後辦理交割，收購價格不得低於股東會決議日或董事會決議日前1個月股票收盤價之簡單算術平均數之孰高者，且不得低於該公司最近期經會計師查核或核閱財務報告之每股淨值。」，及其立法理由：「依現行處理程序，上櫃公司主動申請下櫃時，應由其董事及監察人承諾收購公司股票。惟考量實務上，公司監察人未必參加董事會，縱使參加其亦無表決權，與表示反對之董事，似皆不宜強制要求其承諾收購，爰修正如上。並考量獨立董事職權之行使，爰予排除之。」、「另有關收購價格方面，考量一般公司股票於未上市櫃市場之評價，例如國稅局核定遺產稅等，皆係以其淨值為標準；且為避免公司於市場上刻意壓低股票收盤價格，以達降低收購價格之目的，而影響被收購股東之權益；故增訂其收購價格不得低於公司每股淨值之規定。」等語，可知櫃買中心終止買賣程序第3條係為保護投資人權益，明定於上櫃公司主動申請下櫃時，一般董事有以不低於該公司最近期經會計師查核或核閱財務報告之每股淨值價格，收購自家公司股份之義務，此與日盛金控公司因系爭合併案成為消滅公司應予解散(公司法第315條第1項第5款規定參照)，櫃買中心因而終止其櫃檯買賣管理股票之交易(櫃買中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第13條之1第1項第5款規定參照)，日盛金控公司乃依櫃買中心終止買賣程序相關規定申請終止其有價證券櫃檯買賣有別。又相對人係依修正前企併法第12條第1項第2款規定請求日盛金控公司收買其等持有之

股份，日盛金控公司則因未與相對人達成股份收買價格協議，依同條第6項前段規定聲請本院為價格之裁定，與櫃買中心終止買賣程序之上開規定相較，關於購買股份主體、價格形成方式及董事是否負收購股份義務，二者規範亦有差異，櫃買中心終止買賣程序第3條第3項就上櫃公司主動申請下櫃時股票收購價格之規定，於本件應無適用餘地，相對人依該條項主張日盛金控公司收購股份價格不得低於該公司最近期經會計師查核或核閱財務報告之每股淨值云云，委無足採。

五、綜上所述，本院綜合參酌日盛金控公司股票實際成交價格及獨立專家出具之系爭意見書、安永意見書等，認日盛金控公司主張於系爭股東會決議通過系爭合併案時，日盛金控公司股份之公平價格為每股13元(除權息後每股12.41元)，應屬可採。又日盛金控公司為本件聲請時已除權息，為相對人所不爭執，爰以日盛金控公司除權息後之公平價格，諭知日盛金控公司應以每股12.41元之價格收買相對人所有之日盛金控公司之股份。

六、依企併法第12條第13項、商審法第67條第3項，裁定如主文。

中　　華　　民　　國　　112　　年　　10　　月　　23　　日

商業庭

審判長法　官　林欣蓉

法　官　吳靜怡

法　官　林昌義

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　　112　　年　　10　　月　　24　　日

書記官　張禎庭

附表1：

項次	相對人	相對人持有	相對人請求買回股	卷證出處

		並繳存之普通股股數	份通知書所列每股收買價格(除權息前/除權息後)	(商非調卷㈠)
1	林濬池	248,888	13.77/13.17	第53、155頁
2	林士凱	163,000	13.77/13.17	第55、155頁
3	林珊羽	189,000	13.77/13.71	第57、155頁
4	林麗華	1,277,346	13.89/13.29	第59、155頁
5	柯秋玉	449,545	13.77/13.17	第63、155頁

附表2：日盛金控公司108年、109年每股市場月平均價與淨值表

108年/月份	市場價格(收市平均價)	每股淨值(每季)
1	8.89	12.62
2	9.38	
3	9.47	
4	9.33	12.4
5	10.34	
6	10.72	
7	10.69	12.27
8	9.71	
9	9.68	
10	9.64	12.29
11	9.72	
12	9.72	
卷證出處：商非調卷㈠第431至433、439頁		

109年/月份	市場價格(收市平均價)	每股淨值(每季)
1	9.96	12.03
2	10.01	

3	9.07	
4	9.27	12.38
5	9.29	
6	9.61	
7	10.26	12.39
8	10.34	
9	10.8	
10	10.76	12.82
11	10.41	
12	11.27	
卷證出處：商非調卷㈠第435至437、441頁		