

智慧財產及商業法院民事裁定

111年度商非字第7號

聲 請 人 聚紡股份有限公司

法定代理人 陳國欽

代 理 人 魏妧瑩律師

徐思民律師

陳芄諭律師

相 對 人 聚歲股份有限公司（兼附表編號1至5、7至17蔡秋雄等16人之被選定人）

法定代理人 蔡秋雄

代 理 人 陳健豪律師

林致平律師

複 代 理 人 林佩瑩律師

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、聲請人收買如附表所示股東持有聲請人股份之價格應為每股新臺幣49.732元。

二、聲請程序費用由聲請人負擔。

理 由

壹、程序方面：

一、按多數有共同利益之人，不合於非法人之團體者，得由其中選定一人或數人，為選定人及被選定人全體起訴或被訴。訴訟繫屬後，經選定前項之訴訟當事人者，其他當事人脫離訴訟，民事訴訟法第41條第1項、第2項定有明文。上開規定依商業事件審理法第67條第1項後段規定，於公開發行股票之公司裁定收買股份價格事件準用之。查如附表所示蔡秋雄等17人（下稱蔡秋雄等17人）均為聲請人之股東，聲請人依民國111年6月15日修正前企業併購法（下稱修正前企併法）第

01 12條第6項規定，聲請本院就蔡秋雄等17人持有之聲請人股
02 份為收買價格之裁定，蔡秋雄等17人係有共同利益之人，且
03 非屬民事訴訟法第40條第3項規定之非法人團體，附表編號1
04 至5、7至17之股東（下合稱選定人）選定相對人聚歲股份有
05 限公司為被選定當事人（見商非調卷二第7至37頁），為選
06 定人及被選定人全體被訴，經核並無不合，應予准許。

07 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
08 法院為收買股份價格之裁定事件，法院為裁定前，應訊問公
09 司負責人及為聲請之股東；必要時，得選任檢查人就公司財
10 務實況，命為鑑定。」，惟參酌同法第32條第1、2項分別規
11 定：「法院應依職權或依聲請，調查事實及必要之證
12 據。」、「法院為調查事實，得命關係人或法定代理人本人
13 到場。」，上開條文於94年2月5日修法時增訂第2項之立法
14 理由略為：事件之調查，如能訊問關係人，將使事實易於彰
15 顯，有助於法院作成判斷，爰增訂第2項，規定法院為調查
16 事實之必要，得命關係人或法定代理人本人到場。可知非訟
17 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
18 辯論主義，係採職權探知主義，法院對於事實釐清及證據資
19 料之調查，具有積極主動權限，亦有義務釐清事實，而可供
20 認定股份價格之事證，多偏在於公司一方，股東通常不易接
21 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
22 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
23 股東之方式，令公司陳述對於收買股份價格之意見，及提供
24 可供調查之證據資料，俾聲請之股東知悉，並供法院憑以釐
25 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
26 董事長對外代表公司，則於法院調查程序，公司對於事實之
27 陳述、證據資料之提出，乃至於對法院訊問內容之回覆，皆
28 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
29 本意，應是由公司負責人代表公司於訊問期日到庭之意，非
30 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
31 修正前企併法第12條第6項規定，以如附表所示全體未達成

01 協議之股東為相對人，聲請法院為價格之裁定；其提出聲請
02 時，已依同條文第7項規定，提出會計師查核簽證之公司財
03 務報表及公平價格評估說明書（見商非調卷一第89至157、
04 卷二第293至324頁），使股東得悉公司評估價格之依據，與
05 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
06 法院裁定收買股份價格之情形，已有不同。且修正前企併法
07 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
08 定：「法院為價格之裁定前，應使聲請人與相對人有陳述意
09 見之機會。」、「公司法及企業併購法所定股東或公司聲請
10 法院為收買股份價格之裁定事件，法院為裁定前，應使聲請
11 人與相對人有陳述意見之機會。」，兩造均已委任律師為程
12 序代理人陳述意見，是本件已依上開企併法、商業事件審理
13 法之規定，賦與兩造陳述意見之機會，自無再依非訟事件法
14 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，
15 併予敘明。

16 貳、實體方面：

17 一、聲請意旨略以：聲請人為上櫃公司，於110年10月27日與興
18 采實業股份有限公司（下稱興采公司）簽訂股份轉換契約，
19 約定依企併法第29條第1項規定，由興采公司發行新股並以
20 現金進行股份轉換，以取得聲請人全部股份，聲請人之股東
21 每1股普通股可換發興采公司新發行普通股1.2股以及新臺幣
22 （下同）5元（下稱系爭股份轉換案），股份轉換完成後，
23 聲請人成為興采公司百分之百持股之子公司。聲請人業於11
24 1年3月1日召開111年第一次股東臨時會（下稱系爭股東會）
25 通過系爭股份轉換案。蔡秋雄等17人均為聲請人之股東，分
26 別持有聲請人普通股股數如附表所示，其等對於系爭股份轉
27 換案業以書面表示異議並放棄表決權，復於系爭股東會決議
28 日後，另以書面請求聲請人以每股60元買回其等持有之股
29 份，並將股票交存於股務代理機構凱基證券股份有限公司
30 （下稱凱基證券公司）。聲請人之股價原維持在21.73元至2
31 4.69元間，自109年3月興采公司開始收購聲請人股票及110

01 年10月宣布併購聲請人後，聲請人之股價始提升至32.89元
02 至40.03元，足徵股票交易市場價格已反應聲請人之合理價
03 格，本件以系爭股東會當日聲請人之股票收盤價每股40元作
04 為買回異議股東股份之公平價格，應屬合理。聲請人已按每
05 股40元之價格支付價款予蔡秋雄等17人，因兩造就股份收買
06 價格未能於系爭股東會決議日起60日內達成協議，爰依修正
07 前企併法第12條第6項規定，聲請本院為價格之裁定。

08 二、相對人陳述意見略以：證券交易成交價格僅係判斷股份收買
09 價格之參考依據之一，聲請人之股權高度集中，且均屬長期
10 投資股東或由公司經營團隊所持有，故聲請人之股票市場交
11 易量極低，市場成交價格無法反應其真正價值，本件自不得
12 逕以系爭股東會當日之聲請人股票收盤價40元作為收買股份
13 之公平價格。又聲請人所有之門牌號碼○○市○○區○○○
14 路0號建物（○○市○○區○○○段五小段224、224-1、224
15 -2、224-3、224-5、224-6、224-7、224-8、224-9、224-1
16 0、224-11、224-12、224-13、225、226、227、232建號建
17 物；下分以建號稱之，合稱系爭建物）及其坐落之土地（○
18 ○市○○區○○○段五小段100、100-1地號；下分以地號稱
19 之，與系爭建物合稱系爭不動產），以公告現值計算並扣除
20 土地增值稅後之淨值高達21億餘元，然帳上所列價值僅4億
21 9,000萬餘元，系爭不動產之重估增值利益高達16億元以
22 上，依此調整後，聲請人之每股淨值應為69.97元；另依相
23 對人委請會計師出具之聲請人普通股股權交易價格合理性意
24 見書，聲請人股份之參考價格為每股55.8至86.48元；又興
25 采公司曾於109年以每股40元公開收購聲請人股份，依興采
26 公司110年財務報表認列之廉價購買利益2億8,996萬元除
27 以其當時持有之聲請人47.15%股份即16,197,000股計算，其廉
28 價購買利益為每股17.9元，故興采公司認定之聲請人股份價
29 值為每股57.9元（40元+17.9元=57.9元）。考量上述各
30 點，相對人請求聲請人以每股60元買回股份，應屬合理有
31 據。

01 三、按公司進行企併法第29條之股份轉換時，進行轉換股份之公
02 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
03 集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記
04 錄，放棄表決權者，股東得請求公司按當時公平價格，收買
05 其持有之股份。股東與公司間就收買價格達成協議者，公司
06 應自股東會決議日起90日內支付價款。未達成協議者，公司
07 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
08 達成協議之股東；公司未支付者，視為同意股東依第2項請
09 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
10 60日內未達成協議者，公司應於此期間經過後30日內，以全
11 體未達成協議之股東為相對人，聲請法院為價格之裁定。未
12 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
13 項請求收買價格。公司撤回聲請，或受駁回之裁定，亦同，
14 此觀修正前企併法第12條第1項第5款、第5項、第6項前段規
15 定自明。經查，聲請人原為股票上櫃公司，因與興采公司進
16 行股份轉換，經聲請人於111年3月1日召開系爭股東會決議
17 通過系爭股份轉換案。相對人均為聲請人之股東，並均於系
18 爭股東會集會前向聲請人提出書面異議及放棄表決權，且於
19 系爭股東會決議日起20日內，向聲請人提出請求買回股份申
20 請書，其上列明每股60元之請求收買價格，並交存股票予凱
21 基證券公司，聲請人已於111年5月27日按每股40元支付價款
22 共2億4,789萬2,440元（即每股40元×附表合計欄6,197,311
23 股＝2億4,789萬2,440元，扣除匯費、印花稅、證交稅，實
24 付金額為2億4,714萬7,877元）予未達成協議之蔡秋雄等17
25 人等情，有聲請人提出之系爭股東會議事錄、111年3月1日
26 公開資訊觀測站重大訊息公告、股份轉換契約、相對人之請
27 求買回股份申請書、簽收單及異議聲明書、交存股票至異議
28 股東股份交存專戶之凱基證券公司傳票、異議股東股票價金
29 統計表、凱基證券公司支票影本及111年2月22日函等在卷可
30 稽（見商非調卷一第27至79頁，商非卷三第165至202、243
31 至247頁）。因兩造就股份收買價格自系爭股東會決議日起6

01 0日內未達成協議，聲請人依修正前企併法第12條第6項規
02 定，於111年5月13日向本院聲請為股份收買價格之裁定（見
03 商非調卷一第9頁），自屬有據。

04 四、次按「有關裁定收買股份價格事件之股份價格核定，商業法
05 院得命關係人提出下列文件：一、會計師查核簽證之公司財
06 務報表及公平價格評估說明書。二、曾辦理公開收購者，其
07 公開收購說明書及法律意見。三、其他與股份價格算定有關
08 之文書資料。」、「前項事件，收買股份為上市或上櫃股票
09 者，商業法院並得斟酌證券交易實際成交价格核定之。」，
10 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
11 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
12 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
13 議當時公平價格取回其投資，而不參與公司併購之機會，資
14 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
15 的，不在使異議股東因公司併購而取得利益或遭受損害，而
16 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
17 股份轉換，異議股東始得行使收買股票請求權，此公平價格
18 之認定，自應以股東會決議之時作為衡量時點。至於公平價
19 格之認定，依前揭規定，得參酌公司財務報表及公平價格評
20 估說明書、證券交易實際成交价格，以及其他與價格算定有
21 關之資料。

22 五、系爭股東會決議時，聲請人股份之公平價格為每股49.732
23 元：

24 (一)聲請人股份之公平價格為每股49.732元：

25 1.系爭不動產為聲請人之主要資產，其於系爭股東會決議日之
26 價值為何，將影響聲請人股份公平價值之認定，而聲請人提
27 出之誠正海峽兩岸不動產估價師聯合事務所估價報告係以11
28 0年10月5日為價格日期，評估系爭不動產之價值為17億5,70
29 8萬2,649元（見商非調卷三第157至202頁）；相對人提出之
30 第一太平戴維斯不動產估價師事務所估價報告則係以111年1
31 月18日為價格日期，評估系爭不動產之價值為21億2,645萬

4,495元（見商非調卷一第365至502頁），上開兩份估價報告鑑估之系爭不動產價值差距近4億元，且均非以系爭股東會決議日為價格日期，本院徵得兩造同意後，另行囑託寶源不動產估價師事務所鑑定系爭不動產於111年3月1日之合理市場交易價格（見商非卷一第252至253頁），經該所於112年3月31日作成估價報告書（下稱寶源估價報告），評估系爭不動產於111年3月1日之合理市場交易價格為20億0,145萬8,813元（見外放寶源估價報告第2頁），上開估價結果係估價師會同兩造至現場勘估後，分析總體經濟、區域因素、系爭不動產個別因素，再以比較法及收益法評估100、100-1地號土地之單價均為每坪13萬4,000元，系爭土地之總價為16億4,152萬6,840元，並因系爭建物係作為廠房及員工宿舍使用，而以成本法評估系爭建物之成本價格為3億5,993萬1,973元（見外放寶源估價報告第2至3、59至60頁，其中第60頁土地價格誤載為16億4,152萬6,780元），應屬合理可採。惟就其中224-9、224-10建號建物（下合稱系爭兩建物）部分，聲請人主張系爭兩建物於111年3月1日已開始拆除，但尚未拆除完畢，估價師於112年1月13日至現場勘查時，系爭兩建物已拆除完畢而不存在，不應將系爭兩建物之價值計入（見商非卷二第218頁），並提出系爭兩建物之謄本、使用執照、聲請人檢送設備報廢或災害申請書等資料予北區國稅局中壢稽徵所之函文、該所勘驗報告表，以及聲請人出具之營利事業原物料、商品變質及固定資產報廢或災害損失聲明書，暨廠房拆除照片、聲請人與承包拆除工程之廠商簽訂之契約、財政部北區國稅局就聲請人申請固定資產及設備報廢案同意備查之函文等為證（見商非卷二第71至137頁）；相對人雖稱由聲請人提出之上開資料，無法確認系爭兩建物於111年3月1日是否已開始拆除及其狀態，然對於系爭兩建物於112年1月13日現場勘查時已不存在之事實，並不爭執（見商非卷二第219頁）。而財團法人中華民國會計研究發展基金會發布之評價準則公報第3號「評價報告準則」第5條第11

款定義之「期後事項」為「發生於評價基準日後至評價報告日止之事項」，第18條第4款則規定：「如有下列情形，評價報告應具體說明：...4. 存在期後事項時，其性質及影響。」（見商非卷二第286、291頁）；本件嗣經本院囑託中華徵信所企業股份有限公司（下稱中華徵信所）鑑定聲請人股份於111年3月1日之公平價值，並將寶源估價報告檢送中華徵信所參酌，中華徵信所則係於112年5月15日作成評價報告（下稱中華徵信所評價報告）；由兩造前揭陳述可知，系爭兩建物係於評價基準日即111年3月1日至112年1月13日間拆除完畢，中華徵信所既係於112年5月15日作成評價報告，應認系爭兩建物之拆除屬期後事項，依上開評價準則公報第3號第18條第4款規定，系爭兩建物既於評價基準日後已遭拆除而不復存在，無法繼續供聲請人使用收益，中華徵信所評價聲請人股份之公允價值時，即應評估該期後事項之性質及影響，而不應將系爭兩建物之價值計入聲請人之股東權益。

2. 中華徵信所評價報告係以111年3月1日為評價基準日，分別採市價法及資產法估算聲請人之每股價值；其中市價法部分，因聲請人為上櫃公司，故認其股權價值不須考量流動性折價，且依聲請人股票之成交量及公開市場交易之性質，認其成交價屬少數股權之成交價，故無需調整少數股權折價，以市價法得出之評價基準日即111年3月1日聲請人股價為40元（見外放中華徵信所評價報告第10頁）；另就資產法部分，因聲請人111年3月1日之資產負債表與110年12月31日之資產負債表並無重大差異及變動，故以110年12月31日之財務報表進行公允價值之評估，其中兩造爭執之不動產項目，參酌寶源估價報告鑑定之系爭不動產價值，扣除系爭兩建物後為1,992,662千元（即系爭不動產總價值2,001,458,813元—224-9建號建物價值7,884,292元—224-10建號建物價值912,456元＝1,992,662,065元，見外放寶源估價報告書第3頁），其餘科目則參考聲請人提出之資誠聯合會計師事務所出具之聲請人110年財務報表暨查核報告，作為評價基準日

之公允價值，並據此計算出聲請人之股東權益價值為2,209,691千元（見外放中華徵信所評價報告第11至16頁）。依評價準則公報第11號「企業之評價」第17條，評價人員執行企業評價時，常用之評價方法包括收益法、市場法與資產法，評價人員應依評價目的、評價標的之性質與資料蒐集之情況等採用適當之評價方法（見商非卷二第224頁）；中華徵信所評價報告係兼採市場法中之市價法、資產法，並已敘明理由及其依據，所採評價方法及計算結果應屬合理可採，故本件公平價格之認定，應可參酌中華徵信所評價報告，以市價法每股40元、資產法之股東權益價值為2,209,691千元為計算基礎；而系爭股東會時聲請人已發行股份為34,350千股（見商非調卷一第163頁），依上開股東權益計算，採資產法之每股價值即為64.33元（ $2,209,691 \text{ 千元} \div 34,350 \text{ 千股} = 64.33 \text{ 元}$ ）。至中華徵信所評價報告雖認興采公司已於109年取得聲請人47.15%之股份而具控制力，系爭股份轉換案係收購剩餘不具控制力之股權，故採資產法時應考量少數股權折價，並參考美國BVR資料庫與評價標的同領域之產業少數股權折價為13.54%，據以計算採資產法之每股價值為55.62元【即 $64.33 \text{ 元} \times (1 - 13.54\%) = 55.62 \text{ 元}$ ，參見外放中華徵信所評價報告第16頁】；然相對人辯稱本件係非自願性交易，不應考量少數股權折價（見商非卷二第492至499頁）；查國際評價準則第120.2條規定：「Examples of US and Canadian definitions of fair value are as follows: (a) The Model Business Corporation Act (MBCA) is a model set of law prepared by the Committee on Corporate Laws of the Section of Business Law of the American Bar Association and is followed by 24 States in the United States. The definition of fair value from the MBCA is the value of the corporation's shares determined: (1) immediately before the effectuation of the corporate action to which the shareholder objects, (2) us

ing customary and current valuation concepts and techniques generally employed for similar businesses in the context of the transaction requiring appraisal, and (3) without discounting for lack of marketability or minority status except, if appropriate, for amendments to the articles pursuant to section 13.02(a)(5).... (中譯略為：美國和加拿大對公平價值之定義舉例如下：(a)美國模範商業公司法(MBCA)...定義公司股份的公平價值是依下列方式決定：(1)股東所反對的公司行動實行之前，(2)應用可類比企業當時慣用的評價概念與技術來評估，(3)不做缺乏市場性折價或少數股權折價之調整，除非公司章程有依Section 13.02(a)5作過修正。…」(見商非卷二第366頁)。上開規定認公平價值原則上不作少數股權折價之調整，係為保障小股東之權益。本件蔡秋雄等17人原係反對系爭股份轉換案，然因多數股東於系爭股東會決議通過該案，而選擇行使異議股東股份收買請求權，請求聲請人收買其等所持有之股份，非屬市場正常交易，自應參酌上開國際評價準則規定，認以資產法評估聲請人股份之公平價格時，不應再作少數股權折價。

3. 又依評價準則公報第3號「評價報告準則」第24條：「評價報告應敘明如何決定不同評價方法所得之價值估計，且應對該等不同價值估計間之差異予以分析並調節。若評價人員選擇以對每一價值估計給予權重之方式分析並調節不同價值估計間之差異，評價人員應於評價報告中敘明所給予之權重及其理由。」(見商非卷二第293頁)，中華徵信所評價報告係兼採市價法、資產法評估聲請人股份之價值，依上開兩種評價方法所得結果分別為每股40元、64.33元(不作少數股權折價)，業如前述；因上述兩種評價方法所得價值顯有差異，依前揭評價準則公報規定，評價人員應對該等不同價值估計間之差異予以分析並調節。中華徵信所評價報告雖稱其係審酌聲請人為上櫃公司，投資大眾可在公開市場上自由買

賣該股票，市場成交價及成交量反應投資大眾對於聲請人之未來期許與看法以及對其價值之共識，系爭不動產雖有大幅增值，但屬未實現利益，對於聲請人之實質獲利及每股盈餘並無幫助，且聲請人並無出售系爭不動產之計畫，該等增值能否實現仍存有不確定性，故認應採市場法75%、資產法25%之權重計算聲請人股份之公允價值（見外放中華徵信所評價報告第17頁、商非卷二第481至482頁）；惟相對人抗辯聲請人之股權高度集中，股票成交量極低，在併購消息公布後，市價將趨近於興采公司決定之收購價格，不應作為評估公平價格之主要依據（見商非卷二第499至500頁）；而聲請人之股票於111年1月至3月間各營業日之成交量多在10仟股以下，成交筆數亦多在10筆以下，有聲請人之111年1至3月個股日成交資訊在卷可稽（見商非調卷一第85、87、355、357頁），堪認相對人前揭所辯尚非無據，中華徵信所評價報告逕認市價較能反應聲請人股份之價值，而以市場法75%、資產法25%之權重計算聲請人股份之公允價值，並非妥適。本院審酌資產法係以公司自身擁有之資產直接估計公司之價值，並未劣於市場法；另參興采公司委請獨立專家黃國師○○○出具之換股比例合理性意見書，亦曾採市價法、市場比較法各給予25%之權值，調整不動產增值後之每股淨值給予50%權值之方式估算聲請人之每股價值（見商非調卷二第338頁），故兼採市場法、資產法時，兩者之權重原應相當；然依評價準則公報第11號第20條規定，評價人員以資產法評價企業時，應以受評企業之資產負債表為基礎，逐項評估受評企業之所有有形、無形資產及其應承擔負債之價值，並考量表外資產及表外負債，以決定受評企業之價值（見商非卷一第225頁）；惟中華徵信所評價時並無法查核聲請人之表外資產及表外負債項目，審酌本件中華徵信所評價時所採資產法有如上所述限制，本院認應以市場法60%、資產法40%之權重計算聲請人股份之公允價值，方能適當調整不同價值估計間之差異。依此計算，聲請人之股份於系爭股東會時之公平

價格應為49.732元【(市場法40元×60%) + (資產法64.33元×40%) = 49.732元】。

4.又在企業經營上，因具控制權之股東可利用控制權決定企業營運策略、處置資產等，故在企業併購中，對具控制力之多數權益，併購者通常願意付出較高之買價，而形成控制權溢價；此外，併購者可在併購後，透過擴大市場占有率、垂直整合、多角化經營而分散風險等方式形成綜效，故併購者常以高於市價之策略價格收購具綜效之對象，而形成策略併購溢價；是併購溢價與控制權溢價之概念並非等同。然上開綜效係因併購而產生，計算異議股東請求收買股份之公平價格時，因異議股東係於公司併購前即表示反對，並請求公司收買其股份，而不欲其投資受併購影響，自不得主張享有因併購所生綜效之利益，況綜效價值係併購交易完成後始會具體反映於公司之營運上，而異議股東請求收買股份之公平價格基準時點為股東會決議日，斯時綜效價值尚未發生，計算公平價格時亦無從將綜效價值納入。經查，興采公司於系爭股份轉換前即持有聲請人47.85%之股份（見商非調卷二第327頁），聲請人之110年度及109年度個體財務報告暨會計師查核報告亦記載興采公司自109年4月17日起成為聲請人之母公司（見商非調卷二第547頁），兩造對於系爭股份轉換前，興采公司對聲請人已具控制力，並無爭執，且於112年3月16日之鑑定詢問會中合意本件計算公平價格時不應考慮控制權溢價，有鑑定詢問會會議紀錄摘要在卷可佐（見商非卷二第483頁）；故本件計算聲請人股份之公平價格時，自無庸加計控制權溢價。相對人雖稱聲請人及興采公司委請之獨立專家出具之價格合理性意見書中，均於計算併購價格時加計溢價率，故本件評定股份公平價格時應加計併購溢價（見商非卷三第165頁），然聲請人及興采公司委請之獨立專家係針對兩家公司併購時換股比例是否合理出具意見書，本件所涉者則為異議股東請求收買股份之公平價格，兩者應衡量之因素並非等同；又依前所述，蔡秋雄等17人均為反對系爭股份

01 轉換案之異議股東，計算收買其等股份之公平價格時，自不
02 應考量因併購而增加之價值，且本件公平價格基準時點為系
03 爭股東會決議日，當時綜效價值尚未發生，計算公平價格時
04 亦無從將綜效價值納入，故相對人前揭抗辯不足為採。

05 5.依上所述，本件依市價法、資產法評估之聲請人股份價值分
06 別為40元、64.33元，資產法部分不應再計算少數股權折
07 價，本件亦無庸加計控制權溢價或併購溢價，經依市場法6
08 0%、資產法40%之權重計算後，聲請人之股份於系爭股東會
09 時之公平價格應為49.732元。又本件決定相對人等異議股東
10 請求收買股份之公平價格時，無庸考量少數股權折價及併購
11 溢價，業經本院參酌國際評價準則等規範認定如前，聲請人
12 聲請再行函詢中華徵信所評估本件公平價格時是否應加計收
13 購價格與收購消息發布前市價之差額等問題，以及請中華徵
14 信所提供其評價報告引用之美國BVR資料庫少數股權折價數
15 據相關資料（見商非卷三第91至93頁），均無再予調查之必
16 要，併予敘明。

17 (二)聲請人主張本件收買股份之公平價格為每股40元，並非合
18 理：

19 1.系爭股東會係於111年3月1日召開，當日聲請人股票於證券
20 市場成交之收盤價為每股40元，固有聲請人111年3月各日成
21 交資訊表在卷可佐（見商非調卷一第85頁），然系爭股份轉
22 換案之交易對價為聲請人每股普通股換發興采公司普通股1.
23 2股及現金5元，有股份轉換契約在卷可稽（見商非調卷一第
24 37頁），以系爭股東會當日興采公司股票之收盤價每股31.3
25 元（見商非卷二第281頁）計算，興采公司取得聲請人股份
26 之併購對價為每股42.56元【 $(31.3 \text{元} \times 1.2) + 5 \text{元} = 42.56 \text{元}$ 】），高於上開聲請人股票之收盤價。又聲請人曾委請獨
27 立專家巫毓琪會計師出具換股比例合理性意見書，以110年1
28 2月30日為評價基準日，依市價法50%、本益比法10%、股價
29 淨值比法20%、調整後股價淨值比法20%，再加計24.18%之溢
30 價率後，評估聲請人每股價值為44.68元至47.77元（見商非
31

調卷二第293至324頁）。興采公司亦曾委請獨立專家黃國師會計師出具換股比例合理性意見書（見商非調卷二第325至346頁），以110年12月30日為評價基準日，依市價法、市場比較法、調整不動產增值後每股淨值各給予1/3之權值計算，認聲請人之每股價值為46.91元至46.96元，如採市價法、市場比較法各給予25%之權值，調整不動產增值後之每股淨值給予50%之權值，聲請人之每股價值則為49.85元至49.89元（見商非調卷二第337至338頁），並據此認定聲請人每一普通股可取得興采公司所支付之5元現金對價，並換發興采公司之普通股1.1585至1.2349股，系爭股份交換案之換股比例落於上開區間，係屬合理（見商非調卷二第344頁）。上開聲請人及興采公司委請獨立專家出具之意見書評估之聲請人每股價值，亦均高於上開股票收盤價每股40元。是聲請人主張以系爭股東會當日之股票收盤價每股40元作為本件收買股份之公平價格，顯非合理。

2. 聲請人雖另主張實務上裁定股票收買價格事件，法院裁定之公平價格均未超過併購價格，本件公平價格亦不應超過每股42.56元（見商非卷二第275至276頁）。然查，併購價格能否作為認定公平價格之參考，應視併購程序是否充足而定，即應考量買方有無充分進行調查以取得與目標公司價值相關之資訊、目標公司是否積極談判以提高併購價格、買方與目標公司間是否處於公平交易關係，包含經營階層是否存在利害關係等。而興采公司於系爭股份轉換前即持有聲請人47.85%之股份，業如前述；相對人陳稱聲請人110年間前10大股東包含興采公司、其董事長陳國欽（同時亦為聲請人董事長）、陳國欽之配偶賴美惠、陳國欽與賴美惠之一等親親屬陳維廷與陳維翊擔任負責人之秉豐投資股份有限公司與采盟投資股份有限公司，持股比例合計達68.55%，並提出聲請人110年4月13日持股比例占前10名之股東相互關係資料表為證（見商非調卷一第243至244、297頁）；參以聲請人自行委請巫毓琪會計師出具之換股比例合理性意見書評估聲請人每

01 股價值為44.68元至47.77元（見商非調卷二第322頁），聲
02 請人卻稱本件股份轉換之價格依興采公司股價換算後為42.5
03 6元（見商非卷二第276頁），尚低於上開意見書評估之聲請
04 人每股價值，是系爭股份轉換案締約雙方是否處於公平交易
05 關係，已有疑問。聲請人主張本件公平價格不應高於併購價
06 格，即無足採。

07 (三)相對人辯稱應以每股60元為本件收買股份之公平價格，亦非
08 合理：

09 1.相對人雖援引興采公司110年第4季及111年第1季合併財務報
10 表、111年第2季合併財務報表，辯稱其帳上認列聲請人股份
11 之公平價值約為每股60元，應以每股60元為本件收買股份之
12 公平價格云云（見商非調卷三第273至274頁、商非卷二第26
13 2至263頁）。惟查，財報報表之目的係為供使用者瞭解企業
14 財務狀況、經營績效及財務狀況變動相關資訊，並非用於企
15 業評價，且上開興采公司財務報表之時點均在系爭股東會之
16 後，僅簡略記載其持有被投資公司即聲請人之股數及帳面金
17 額（見商非調卷三第319、323、327頁），並無計算依據，
18 無從判斷財務報表上所列帳面金額是否係依合理之企業評價
19 方法計算所得，自不得據以推論聲請人之股份於系爭股東會
20 當時之公平價格即為60元。

21 2.相對人雖另稱聲請人曾遭桃園市政府環境保護局（下稱環保
22 局）要求繳納101年至105年之空氣污染防制費1億3,870萬7,
23 000元、106年之空氣污染防制費1,709萬7,000元，然環保局
24 之計算基礎於法無據，聲請人已就106年空氣污染防制費於
25 臺北高等行政法院與環保局達成和解，並據此申請退回1,12
26 8萬9,000元，另針對101年至105年之空氣污染防制費提起行
27 政訴訟，現由臺北高等行政法院以107年度訴字第957號案件
28 審理中（下稱957號行政訴訟案），此部分應可預期聲請人
29 可取回相當比例之退款，該等退款亦屬聲請人之財產，於評
30 價本件公平價格時應一併納入計算（見商非卷二第263至264
31 頁）。然查，957號行政訴訟案業經臺北高等行政法院於109

01 年2月25日裁定於臺灣高等法院108年度上易字第2304號詐欺
02 案件終結前，停止訴訟程序（見商非卷二第467至469頁）；
03 而上開詐欺案件目前仍在進行準備程序，尚未判決，有聲請
04 人提出之臺灣高等法院刑事庭傳票在卷可稽（見商非卷二第
05 471頁），957號行政訴訟案既尚未經法院判決或達成和解，
06 自難認聲請人必定可取回已繳納之101年至105年之空氣污染
07 防制費及其數額，相對人認應將該部分退款計入聲請人之財
08 產以評價本件公平價格，亦屬無據。

09 六、綜上所述，本院綜合參酌寶源估價報告鑑定之系爭不動產價
10 值，中華徵信所評價報告評估之市價法每股40元、資產法之
11 股東權益價值2,209,691千元，認以上開估價方法計算之聲
12 請人每股價值分別為40元、64.33元，並以市場法60%、資產
13 法40%之權重計算後，認系爭股東會決議通過系爭股份轉換
14 案時，聲請人股份之公平價格為每股49.732元，故聲請人應
15 以該價格收買蔡秋雄等17人所有之聲請人股份，爰裁定如主
16 文第1項所示。

17 七、依企業併購法第12條第13項、商業事件審理法第67條第3
18 項，裁定如主文。

19 中 華 民 國 112 年 8 月 7 日

20 商業庭

21 審判長法 官 林欣蓉

22 法 官 吳靜怡

23 法 官 陳蒨儀

24 以上正本係照原本作成。

25 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
26 告費新臺幣1,000元。

27 中 華 民 國 112 年 8 月 7 日

28 書記官 林佳蘋

29 【附表】

30

項次	股東	持有並交存 之股數	聲請人簽收蔡 秋雄等17人異 議聲明書日期	股東會決議日 起20日內提出 收買請求日期	請求買回股份 申請書所列每 股收買價格

證據 出處			商非卷三第16 5至182頁	商非調卷一第4 7至79頁	商非調卷一第 47至79頁
1	蔡秋雄	1,524,863	均為111年2月 25日	111年3月18日	均為60元
2	林淑惠	206,189		111年3月18日	
3	張維倪	31,000		111年3月18日	
4	李孟娟	18,478		111年3月18日	
5	蔡文賢	2,000		111年3月18日	
6	聚歲股份有 限公司	2,582,504		111年3月18日	
7	馬岳宏	78,851		111年3月18日	
8	柯素秋	787		111年3月18日	
9	馬岳成	6,770		111年3月18日	
10	柯懿庭	86,078		111年3月18日	
11	馬金泉	479		111年3月18日	
12	江品慧	430,162		111年3月4日	
13	蔡素琴	3,000		111年3月18日	
14	蔡志瑋受託 蔡秋雄信託 財產專戶	1,100,000		111年3月18日	
15	梁麗娜	55,150		111年3月3日	
16	永泉化工原 料有限公司	51,000		111年3月7日	
17	金志遠	20,000		111年3月18日	
	合計	6,197,311			