

臺灣臺南地方法院民事裁定

109年度司字第25號

聲 請 人 台灣紙業股份有限公司

法定代理人 余美玲

非訟代理人 劉允正律師

相 對 人 陳厚銘

相 對 人 蘇思羽

相 對 人 蘇煒文

相 對 人 黃麗雪

相 對 人 蘇麗玉

相 對 人 簡鴻文

相 對 人 和高山國際投資有限公司

法定代理人 簡維明

上列二人

非訟代理人 陳偉仁律師

陳 明律師

相 對 人 李昀芷

相 對 人 李明哲

上列四人

非訟代理人 王明宏律師

檢 查 人 楊月雲會計師

第 三 人 財團法人中華民國會計師公會

上列當事人間裁定收買股票價格事件，本院裁定如下：

主 文

選任楊月雲會計師為台灣紙業股份有限公司之檢查人，就台灣紙業股份有限公司之財務實況及於民國109年4月16日之股票（股份）公平價格為鑑定。

理 由

一、本件聲請意旨略以：聲請人為股票於臺灣證券交易所（下稱證交所）掛牌交易之上市公司，於民國109年2月27日經併購特別委員會及董事會決議過後，與新誠資產管理股份有限公司（下稱新誠公司）共同簽訂股份轉換契約書，約定以股份轉換之方式，由新誠公司取得聲請人百分之百股份，並以新臺幣（下同）每股20.8元之對價，支付現金予全體股東（下稱系爭股份轉換案）。聲請人委請博業會計師事務所林金波會計師於109年2月14日提供合理性意見書（見本院卷(一)第73至78頁，下稱系爭合理性意見書），採用三家業務範圍相近上市公司（正隆股份有限公司、寶隆國際股份有限公司、永豐餘投資控股股份有限公司）之股價淨值比法、本益比法，及台灣紙業之市價法等評價方法，評估聲請人每股股份合理價值參考區間為7.87元至22.08元，故多方審議後，評估為20.8元，該價額高於109年4月16日聲請人股票在證交所之收盤價20.55元（見本院卷(一)第79頁成交資訊），而為公平價格。於系爭股份轉換案完成後，聲請人將成為新誠公司持股百分之百之子公司，並終止上市、撤銷公開發行。為此，聲請人即於109年4月16日召集109年第一次股東臨時會（下稱系爭股東臨時會），並將系爭股份轉換案列為討論事項第一

案。系爭股份轉換案表決時，出席股東表決權數為326,846,563權，贊成權數為316,394,330權，佔出席股東表決權數之96.80%，是系爭股份轉換案已依法表決通過。在證交所及金融監督管理委員會分別核准聲請人股票終止上市買賣及撤銷公開發行之申請後，聲請人即將109年6月1日訂為股份轉換基準日，並於同日終止上市買賣、成為新誠公司百分之百持股之子公司。相對人於系爭股東臨時會時，所持有之股數如下：相對人陳厚銘原為聲請人股東戶號708411號之股東，持有聲請人已發行普通股60,000股；相對人蘇思羽為聲請人股東戶號706580號之股東，持有聲請人已發行普通股15,000股；相對人蘇煒文為聲請人股東戶號704307號之股東，持有聲請人已發行普通股50,000股；相對人黃麗雪為聲請人股東戶號708488號之股東，持有聲請人已發行普通股10,000股；相對人蘇麗玉為聲請人股東戶號706548號之股東，持有聲請人已發行普通股50,000股；相對人簡鴻文為聲請人股東戶號696033號之股東，持有聲請人已發行普通股2,000股；相對人和高山國際投資有限公司（下稱和高山公司）為聲請人股東戶號657046號之股東，持有聲請人已發行普通股4,979,000股；相對人李昀芷為聲請人股東戶號675933號之股東，持有聲請人已發行普通股510,500股；相對人李明哲為聲請人股東戶號328110號之股東，持有聲請人已發行普通股953,053股。相對人雖已依法放棄系爭股份轉換案之表決權，並於系爭股東臨時會後20日內即109年5月6日前，以書面提出股份收買請求，並向聲請人指定之股務代理機構辦理交存股票。然聲請人認為收買相對人等持股之價格應為每股20.8元，而非相對人所主張之30元、50元、甚或120元。鑒於兩造未能於系爭股東臨時會後60日內達成協議，聲請人爰依企業併購法第12條第5項規定，先於109年5月29日以聲請人所認為之公平價格20.8元、支付共計137,481,020元（已扣除依法代扣之證券交易稅）之價款予相對人。又本件聲請人公司股票於下市前之市場價格當得作

01 為本件公平價格之認定依據，系爭合理性意見書評估價額已
02 高於109年4月16日聲請人股票在證交所之收盤價20.55元，
03 實無選任檢查人之必要。並聲請本院為本件收買價格之裁定
04 等語。

05 二、相對人則以：相對人為聲請人公司股東，且於股東臨時會時
06 依企業併購法第12條第1項第5款對上開議案表示異議，並放
07 棄表決權，並於系爭股東臨時會後20日內，以書面提出股份
08 收買請求，相對人陳厚銘請求以每股50元、相對人蘇思羽、
09 蘇煒文、黃麗雪、蘇麗玉請求以每股30元、相對人簡鴻文、
10 和高山公司、李昀芷、李明哲請求以每股120元買回所持有
11 之全部股份（見本院卷(一)第43至59頁）。又聲請人持有海內
12 外不動產，股價應屬低估。系爭合理意見書非以系爭股東臨
13 時會決議之日為評價基準，且聲請人定以每股20.8元作為收
14 買股份之價格顯屬偏低而不當。請求依多種評價方法決定公
15 平價格，使法院得以判斷收買股份之公平價格等語。

16 三、經查：

17 （一）按公司於進行併購而有下列情形之一，股東得請求公司按
18 當時公平價格，收買其持有之股份：……五、公司進行第
19 二十九條之股份轉換時，進行轉換股份之公司股東及受讓
20 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
21 會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄
22 表決權者。但公司依第二十九條第六項規定進行股份轉換
23 時，僅轉換股份公司之股東得表示異議。股東與公司間就
24 收買價格自股東會決議日起六十日內未達成協議者，公司
25 應於此期間經過後三十日內，以全體未達成協議之股東為
26 相對人，聲請法院為價格之裁定。非訟事件法第一百七十一
27 條、第一百八十二條第一項、第二項及第四項規定，於
28 本條裁定事件準用之。企業併購法第12條第1項第5款、第
29 6項前段、第11項分別定有明文。次按公司法所定股東聲
30 請法院為收買股份價格之裁定事件，法院為裁定前，應訊
31 問公司負責人及為聲請之股東；必要時，得選任檢查人就

01 公司財務實況，命為鑑定。前項股份，如為上櫃或上市股
02 票，法院得斟酌聲請時當地證券交易實際成交價格核定
03 之。非訟事件法第182條第1項、第2項亦有明文。

04 (二) 本件是否應依企業併購法第12條第11項準用非訟事件法第
05 182 條第1 項規定，選任檢查人就聲請人之財務實況、於
06 109 年4 月16日之股票（股份）公平價格為鑑定。經查：

07 1.按現金逐出合併乃翻譯名詞，可採不同法律模式。通常指
08 合併公司已取得標的公司相當股數（如三分之一）以上，
09 為簡化股權結構，乃出價購入少數股份以專注經營。此為
10 公司的控制者驅逐少數股東最直接的方法，利用其對公司
11 的控制力量，強迫公司的非控制股東，出售其股份，因而
12 退出投資（王文字評釋字第770號解釋現金逐出合併案，
13 見月旦法學雜誌第289期第8頁）。又現金逐出合併，少數
14 股東並無選擇留在合併後存續公司的自由，加以合併本身
15 並非是透過常規交易來進行少數股東被迫以控制股東所訂
16 定的價格出售其持股。股份收買請求權所以存在，乃是因
17 為此時少數股東的地位特別脆弱，特別須要保護。再憲法
18 第15條規定人民財產權應予保障，旨在確保人民依財產之
19 存續狀態，行使其自由使用、收益及處分之權能，並免於
20 遭受公權力或第三人之侵害。公司股份本身具有一定之財
21 產價值；於公司營業獲益時，股東有機會參與股息與紅利
22 之分派；且持有普通股之股東亦有參與表決以間接參與公
23 司經營與治理之權；於公司解散時，股東另有賸餘財產分
24 配之權（公司法第232條第1項、第179條及第330條參
25 照）。是人民所持有之公司股份，亦受憲法第15條財產權
26 之保障。…… 依企業併購法第4條第3款所定，在股份有
27 限公司合併時，存續或新設公司支付予消滅公司股東之對
28 價，不以其本身發行之股份為限，尚得包括現金。是系爭
29 規定一許贊同合併之股東違反未贊同合併股東之意願，以
30 現金作為對價強制購買其股份（下稱現金逐出合併）之部
31 分，將剝奪未贊同合併股東之股權。……雖系爭規定一係

01 為利企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效率及提升
02 公司經營體質、強化公司競爭力而制定，然其不但使未贊
03 同合併股東喪失其彰顯於股份本身之財產權，且限制其投
04 資理財方式，並因而剝奪其透過對特定公司之持股而直接
05 或間接參與該公司事務以享受相關利益機會，對其股份所
06 表彰之權益影響甚大（司法院大法官釋字第770號解釋理
07 由書意旨參照）。

08 2. 聲請人就公司股票之公平價格，固然已提出系爭合理性意
09 見書為據。系爭合理性意見書就聲請人公司股份價值擬定
10 係以股價淨值比法、本益比法評價及市場法模組，考量控
11 制權益價率後，而評估每股股份合理價值參考區間為7.87
12 元至22.08元（見本院卷(一)第73-75頁）。又主張系爭股東
13 臨時會決議當日聲請人股票於證交所之收盤價為20.55
14 元，則依最高法院71年度台抗字第212號裁定意旨，本應
15 據此認定本件收買股份之公平價格為20.55元。然聲請人
16 堅持落實之小股東權益保障，仍願以每股20.8元之價格，
17 高於系爭股東臨時會決議當日之聲請人股票收盤價，益徵
18 以20.8元作為本件收買股份之公平價格，實屬公平云云。
19 經查，依企業併購法第12條第11項準用非訟事件法第182
20 條第1項、第2項之規定，法院為收買股份價格之裁定
21 時，該股份如為上市股票，法院「得斟酌」「聲請時」當
22 地證券交易「實際成交价格」核定之。由上開條文文義觀
23 之，關於「當時公平價格」，法院係「得斟酌」實際成交
24 價格，並非硬性規定法院須依照實際成交价格核定之。最
25 高法院71年度台抗字第212號民事裁定所稱「當時公平價
26 格」，限定係指「股東會決議之日，該股份之市場價
27 格」，顯然與上開條文文義所稱「得斟酌」不符。再者，
28 理論上，上市公司之股份在市場上交易的價格，因為買賣
29 雙方進行交易，都係出於自願且未被脅迫，而可謂是公平
30 價格。此時，買賣雙方可自由買入、賣出股票，在這種情
31 況下，買方若認為股價過高，即不會買入；相對地，賣方

01 若認為股價過低，也不會賣出。因此，在正常情況下，公
02 開市場價格既係藉市場自然供需關係而形成，應足以反映
03 公開市場投資大眾對該公司的評價，而為公平價格（效率
04 市場假說）。但是，現實上，公開市場價格絕非如此單
05 純。一方面，公開市場價格會受到政治、經濟環境影響，
06 使得公司之股價短時間大幅漲跌，例如台積電獲利雖不斷
07 創新高，但受美國聯準會升息、縮表、美元升值等影響，
08 股價在三個月間即可由688元跌至505元，此股價之高低落
09 差，適足以說明以某一日之公開市場價格決定公平價格，
10 並不公平；另方面，公開市場價格亦可能受到公司經營階
11 層的操縱，而不足以反映公司內部未公開的資訊，此際公
12 開市場價格亦可能偏離公司真實價格。評價公司價值，本
13 屬不易，若立法直接以股東會決議之日明確的市場價格，
14 決定所謂「公平價格」，絕對是一種簡便方法，法院實務
15 上自樂於遵循；但揆諸上開條文文義及說明，若未加斟酌
16 其他條件，逕以市場價格為「當時公平價格」，顯然無法
17 反映真實之「公平價格」；尤其，在現金逐出合併時，允
18 許控制股東可以單方面選擇時機、決定價格，強制收買少
19 數股東的股份，對少數股東的權益，當然難以保障，而稱
20 不上「公平價格」。據上所述，本件公司併購係現金逐出
21 合併，不應單純採用無法充分反映價值之市場交易價格。

- 22 3.又依我國評價準則公報第四號「評價流程準則」（以下簡
23 稱評價公報第四號）第15條規定，評價人員應依據專業判
24 斷，考量評價案件之性質及所有可能之常用評價方法，採
25 用最適用於評價案件並最能合理反映評價標的價值之評價
26 方法。……針對事業或權益評價常用之評價方法包括下列
27 三種：1. 市場基礎法（一般簡稱市場法）。2. 收益基礎法
28 （一般簡稱收益法）。3. 資產基礎法（一般簡稱資產
29 法）。評價公報第四號第21條規定，資產基礎法係經由評
30 估評價標的涵蓋之個別資產及個別負債之總價值，以反映
31 事業或權益之整體價值。資產基礎法係於繼續經營前提下

01 推估重新組成或取得評價標的所需之對價。惟如評價標的
02 不以繼續經營或使用為前提，則應評估事業或權益之整體
03 清算價值。採用資產基礎法評估時，應以評價標的之資產
04 負債表為基礎，並考量表外資產及表外負債，以評估事業
05 或權益之整體價值。又評價報告準則第三號第16條規定，
06 詳細評價報告之本文係提供評價案件之整體資訊，其敘述
07 應具體明確，俾報告使用人得以充分瞭解評價案件之性
08 質、範圍及所處環境，以及評價執行流程。詳細評價報告
09 之本文內容至少應包括下列項目：……8. 評價方法：(1)所
10 採用者及其理由。(2)未採用者及其理由。……11. 價值之
11 折價、溢價調整。經查，系爭合理性意見書敘及「公司股
12 票價值之評估方法繁多，諸如淨資產法（又稱資產基礎
13 法，主要係以繼續營業前提下重新評估各項主要資產、負
14 債的公平價值，兩者相減即為公司公平價值）、收益法
15 （又稱收益基礎法，以選定之折現率，將標的公司未來營
16 運所產生之收益折算成現值，以決定其公司公平價值）及
17 市場比較法（又稱市場基礎法，以類似公司之交易價格換
18 算為價值乘數，再配合標的公司之財務狀況，取得可供參
19 考的企業公平價值區間）等」（見本院卷(一)第73頁）。依
20 系爭合理性意見書之說明，其就股份價值擬定係以股價淨
21 值比法、本益比法評價及市場法模組，而未採用資產法、
22 收益法；然其僅就收益法說明未採用之理由，就資產法，
23 並未依評價報告準則第三號之上開規定說明未採用之理
24 由。則系爭合理性意見書是否已考量評價案件之性質及所
25 有可能之常用評價方法，採用最適用於評價案件並最能合
26 理反映評價標的價值之評價方法，已非無疑。

27 4.再按評價人員應依據專業判斷，考量評價案件之性質及所
28 有可能之常用評價方法，採用最適用於評價案件並最能合
29 理反映評價標的價值之評價方法。又併購交易時，對重大
30 資產，尤其是土地，收購方應評估各項資產之公允價值，
31 以完成收購價格分攤之會計處理，即為資產法之運用；而

資產法特別適用於評價固定資產比重高的公司(即通稱之「資產股」公司)，因為該類「資產股」公司通常為歷史悠久之公司，其資產(例如土地)通常以多年前取得成本為入帳基礎，後續衡量採成本模式，則土地資產若未經專業之重估價，其帳列之歷史成本，自然是嚴重低於其現時價值。經查，聲請人公司擁有臺南、臺中多筆不動產，有土地明細表、土地登記謄本(見本院卷(一)第259-495頁)、臺南市新營區土地、臺中市北屯區土地不動產估價報告書(見本院卷(二)第51-336頁)在卷可按。其中臺南市新營區土地取得距今約已50年、臺中市北屯區土地取得亦已逾20年；以目前土地價值高漲情形觀之，其歷史成本顯然與土地現在之價值相去甚遠。聲請人主張上開資產之價值均已受市場價格評估，顯然忽略資產股公司特性。另聲請人在越南之投資、土地價值27,187,809,500元，亦有不動產價格預估單、經我國駐越南國胡志明市台北經濟文化辦事處驗證之地價諮詢報告及其中文譯文(見本院卷(三)第99-101頁、(四)第133-177頁)在卷可憑，雖土地使用權並不同所有權，或僅應認列於租賃交易之會計項目；然縱不計入在越南之投資、土地價值，以臺南市、臺中市之土地價值，系爭合理性意見書所採取之評價方法似未能反映聲請人公司股價之公平價格。

5.據上所述，本件公司併購係現金逐出合併，斟酌聲請人公司資產性質，系爭合理性意見書以股價淨值比法、本益比法評價及市場法模組，考量控制權益價率後，而評估每股股份合理價值參考區間為7.87元至22.08元，就聲請人公司資產價值，仍有疑慮，且兩造就股票收買價格之主張差距懸殊，是本院認有選任檢查人就聲請人財務實況及股份公平價格為鑑定之必要。

(三)又兩造就檢查人之選，聲請人係推薦：勤業眾信聯合會計師事務所、安永聯合會計師事務所、安侯建業聯合會計師事務所、國富浩華聯合會計師事務所、信永中和聯合會

計師事務所。相對人則推薦：顏慶章、馬嘉應教授、鄭桂蕙教授、陳麗秀會計師。經查：

- 1.兩造對於由何人擔任檢查人一節，爭執甚烈，所推薦之人選，亦無相同者可供擇定。尤其聲請人就相對人所建議之人選，能否公正執行業務存有疑慮，是無論委由何人，雙方均無法信服。不若由客觀上與兩造無任何關係之第三人會計師公會輪派者擔任，較無疑慮。
- 2.聲請人就本件檢查人之入選，未具體推薦任何會計師，而係推薦勤業眾信聯合會計師事務所等五家事務所，再委由該事務所指派，並舉臺灣桃園地方法院（下稱桃園地院）109年度抗字第33號民事裁定，說明法院實務亦有由會計師事務所推派合適檢查人人選之前例云云。經查，桃園地院109年度抗字第33號裁定（聲請變更檢查人事件）係維持原審裁定，駁回抗告人之抗告；其原審裁定為桃園地院108年度司字第70號裁定，該裁定主文為：選派李憲宇會計師為鑫寶發國際綠能股份有限公司之檢查人……。依該裁定理由所載「本院認仍以選任會計師擔任檢查人較為適當。經本院函詢廣達會計師事務所，該所推派李憲宇會計師……」等語。從上開裁定理由可知，該裁定仍係選任會計師而非會計師事務所擔任檢查人，並非選任會計師事務所擔任檢查人。至於該裁定捨會計師公會推薦一途，而逕行函詢某一會計師事務所推派會計師，雖有此一例，畢竟為特例，與實務多數均委由公會推薦相異，其公正性即易遭對造所質疑（桃園地院109年度抗字第33號裁定抗告人抗告意旨參照），自為本院所不採。
- 3.再按領有會計師證書者，應設立或加入會計師事務所，並向主管機關申請執業登記及至少加入主（或分）會計師事務所所在地之省（市）會計師公會為執業會員後，始得於全國執行會計師業務；會計師公會不得拒絕其加入。會計師得執行下列業務：三、充任檢查人、清算人、破產管理人、仲裁人、遺囑執行人、重整人、重整監督人或其他

01 受託人。會計師法第8條第1項、第39條分別定有明文。由
02 上開規定可知，會計師得充任檢查人，而會計師要執行業
03 務，須加入會計師事務所所在地之省（市）會計師公會為
04 執業會員。因此，可以執行業務之會計師，皆應已加入公
05 會。聲請人所推薦之事務所，不論指定那一家，亦只會推
06 派該事務所內之會計師擔任，所得選擇人選之來源，不如
07 公會來得多元、廣泛。兩造就檢查人能否公正執行業務既
08 存有疑慮，所以，本院認為仍應依實務慣行由會計師公會
09 推薦會員，公平性較不具爭議。

- 10 4. 又就檢查人之人選，經本院函請社團法人中華民國會計師
11 公會全國聯合會（下稱會計師全聯會）推薦適當之檢查
12 人，就聲請人之財務實況及股票公平價格為鑑定，會計師
13 全聯會函轉社團法人臺灣省會計師公會（下稱臺灣省會計
14 師公會），臺灣省會計師公會於110年5月26日推薦該會會
15 員楊月雲會計師擔任本件檢查人。經查，楊月雲會計師為
16 淡江大學會計系畢業；曾任高雄市會計師公會常務理事、
17 中華民國會計師公會全國聯合會理事、中華民國會計師公
18 會全國聯合會法規法務委員會副主委、高雄市、縣有線廣
19 播電視費率審議委員會委員、高雄縣縣立鳳山、崗山醫院
20 考核小組委員、高雄市政府反貪工作會報委員、高雄市政
21 府法制局訴願審議委員會委員、93年度多元就業開發方案
22 之諮詢輔導委員、財團法人金屬工業研究發展中心帳務主
23 任、桃園縣政府主計室股長、臺灣臺南地方法院108年度
24 司字第19號檢查人、臺灣臺南地方法院106年度司字第26
25 號檢查人等職務；目前擔任冠盟會計師事務所所長、臺灣
26 消費者保護協會理事長、高雄市消費爭議調解委員會委
27 員；執行會計及內部稽核等會計師業務已逾28年，有臺灣
28 省會計師公會提供之會員學經歷表在卷可稽（見本院卷(五)
29 第175頁）。依楊月雲會計師上開學、經歷可知，其專業
30 能力、經驗兼備，認由其擔任聲請人之檢查人應屬適當。
31 至聲請人雖主張楊月雲會計師於擔任源豐貿易股份有限公

01 司檢查人時，經臺灣高雄地方法院108年度聲字第106號裁
02 定解任；另其並無擔任非訟事件法第182條股份收買價格
03 事件檢查人之經驗云云。惟查，該裁定僅為個案，係為調
04 解而影響進度，並不能因此即認定楊月雲會計師此後就不
05 能再擔任檢查人；又會計師擔任檢查人業務，若有承辦經
06 驗固甚佳，然縱未曾承辦相同案件，亦非不能依其學、經
07 歷及擔任檢查人之經驗，妥適執行股份收買價格事件檢查
08 人之業務，附此敘明。

09 （四）爰依企業併購法第12條第11項準用非訟事件法第182條第1
10 項規定，選任楊月雲會計師為聲請人之檢查人，就聲請人
11 之財務實況及於109年4月16日之股票（股份）公平價格為
12 鑑定。

13 四、爰裁定如主文。

14 中 華 民 國 111 年 6 月 7 日
15 民事第五庭 法 官 張麗娟

16 以上正本證明與原本無異

17 本裁定不得抗告。

18 中 華 民 國 111 年 6 月 7 日
19 書記官 高培馨