

臺灣臺北地方法院民事裁定

110年度司更一字第2號

聲 請 人 遠業科技股份有限公司

法定代理人 林宗良

代 理 人 洪偉勝律師

複 代理人 胡珮琪律師

相 對 人 中國信託商業銀行股份有限公司

(國家發展基金加強投資策略性服務業信託專戶)

法定代理人 利明猷

代 理 人 施中川律師

相 對 人 林昭賢

孫素瑤

梁為富

黃祥德

梁心妍

劉至德

劉佳穎

邱義仁

端木正

上列聲請人聲請裁定股份收買價格事件，聲請人對於民國107年8月17日本院所為106年度司字第92號裁定提起抗告，經本院於109年3月30日以107年度抗字第459號裁定抗告駁回，聲請人不服提

起再抗告，經臺灣高等法院以109年度非抗字第69號裁定廢棄發回，再由本院以110年度抗更一字第1號廢棄原裁定，本院更為裁定如下：

主 文

聲請人收買相對人所持有聲請人股票之價格應為每股新臺幣柒拾柒點伍元。

聲請程序費用新臺幣伍仟零陸拾元及抗告程序費用新臺幣壹仟伍佰參拾元、再抗告程序費用新臺幣壹仟元均由聲請人負擔。

理 由

一、按公司法所定由法院處理之公司事件，由本公司所在地之法院管轄，非訟事件法第171條定有明文。本件聲請人聲請本院裁定股份收買價格，依其公司登記所在地位於臺北市信義區，有公司登記資料附卷可證，本院自有管轄權，合先敘明。

二、聲請人聲請意旨略以：聲請人主張與季科投資股份有限公司（下稱季科公司）依企業併購法（下稱企併法）及相關法令進行組織調整，於民國106年2月11日股東臨時會中決議通過與季科公司股份轉換，並停止公開發行，及依企併法第29條方式進行股份轉換，由季科公司以每股新臺幣（下同）32元對價取得其他股東持有聲請人之股份，經評估認每股股價為29.05元至33.14元，以每股價值32元作為轉換價格屬合理，相對人股東於股東臨時會前或當日異議，放棄表決權，要求聲請人買回持股，因其等請求買回價格與上開合理價格差異甚大，爰依企併法第12條第6項規定，聲請裁定股票收買價格。

三、相對人陳述意見略以：

（一）、相對人中國信託商業銀行股份有限公司（國家發展基金加強投資策略性服務業信託專戶）（下稱中信信託專戶）部分：

1.、聲請人於103年4月23日經董事會決議辦理現金增資發行新股共200萬股，並參酌市場行情、經營績效及投資人投資意願等因素，訂以每股73元溢價發行，相對人乃於同年6月以每

01 股73元投資持有聲請人該次發行之新股共120萬股。比較聲
02 請人自103年度至105年度之營業收入、營業利益、營業外收
03 支淨額、稅後純益等財務指標，整體而言並無顯著下降，更
04 有上升趨勢，且經相對人委請鑑價專家沈大白教授鑑定，認
05 聲請人於股東會決議日之股份市價以每股77.5元為合理。

06 2.、聲請人雖提出邱繼盛會計師出具專家意見書，而主張收買價
07 格為每股32元，但該專家意見書將屬於個別資產或負債評價
08 方法之成本法列入本件評價方法中，已有不符財團法人會計
09 研究發展基金會制定之評價流程準則公報第15條第2項規定
10 之情。且企併法第12條第1項規定之「當時」公平價格，乃
11 指「股東會決議日」，此專家意見書以105年12月9日作為評
12 價基準日，亦屬有誤。再者，邱繼盛會計師之選樣係請聲請
13 人提供同業名字，抽樣過程欠缺專業性與獨立性，所選樣本
14 公司主要業務亦與聲請人公司不同，而不具有參考性，且該
15 專家意見書亦存有採用本益比法、本淨比法計算時標準不一
16 致，未能說明給予聲請人公司股價高額流動性折價及認定控
17 制權溢價低於實務併購成數水準之原因，亦未能考慮興櫃市
18 場與集中交易市場差異而採用市價法作為評價依據等不合理
19 處。是邱繼盛會計師出具之專家意見書應無可採納。

20 (二)、林昭賢部分：聲請人係於興櫃掛牌交易，每日交易量（股數
21 及筆數）相較於同產業之上市櫃公司仍屬偏低，故每股成交
22 價格無法確實反映其真實價值，僅具部分參考價值，且聲請
23 人公司105年度股價成交價不振係因公司二度撤回上市所
24 致，聲請人應不得以105年度股價成交價作為基礎而稱每股3
25 2元為公平合理價格，本件應將101至104年股價列入參考，
26 並賦予成交量較大年度較高權數。又獨立專家出具專家意見
27 書時，需考量不同規模市場之公司表現是否經合理調整，選
28 取之樣本是否具代表性及合理性等，本件邱繼盛會計師專家
29 意見書所列之市場法係就醫療產業週邊支援服務為採樣，再
30 以其他國家相近公司之本益比、本淨比為計算樣本，應有謬
31 誤。實則聲請人前於103年間以每股73元辦理現金增資，且

01 之後營運狀況尚稱良好，每股盈餘亦逐年增長，若以同為安
02 控產業之奇偶科技股份有限公司（上市公司）比較，其EPS
03 為1.8元，106年5月26日收盤價為38.5元，又以上市櫃公司1
04 05年財報業績舉例：智冠EPS3.3元、股價88元至90元；金居
05 EPS3.05元、股價47.8元；雄獅EPS3.54元、股價90元；則聲
06 請人被收購前之EPS預估為3.64元，合理之收購價格應為77.
07 8元。

08 (三)、孫素瑀部分：我是因為聲請人宣稱基本面良好才購買該公司
09 股票，季科公司以每股32元收購，造成其重大損失，希望能
10 以公平合理價格收購。

11 (四)、梁為富、梁心妍部分：邱繼盛會計師就本件以市場法所採10
12 家可比對象為中國、澳洲、韓國、日本等國家之公司，與聲
13 請人業務範圍無涉，且邱繼盛會計師稱其係參酌聲請人提供
14 資料而選取可比對象，足見其取得之資訊非客觀。再者，邱
15 繼盛會計師出具之意見書就評價方式僅抽象說明市價法給予
16 較高之權重50%，市場法之本益比與本淨比則各給予較低之
17 權重25%，未交代權重數字由來。又相對人前就本件委請獨
18 立專家君盈聯合會計師事務所會計師李孟燕協助出具價格合
19 理性之獨立專家意見書，經李孟燕會計師評估後，認聲請人
20 每股股權價值之合理區間為73.19元至84.11元。

21 (五)、劉至德、劉佳穎部分：邱繼盛會計師出具之專家意見書存有
22 採用本益比法、本淨比法計算時標準不一。且邱繼盛會計師
23 於105年2月為其他公司收購同為興櫃公司之群環科技公司所
24 作之獨立專家意見書使用收購溢價，採用10%之流動性折價
25 比率，於本件使用控制權溢價，未說明給予季科公司5%至1
26 0%控制權溢價之原因，亦就聲請人公司在興櫃之股價給予2
27 5%至35%之高額折價比率，其評價公正性令人質疑。又季科
28 公司經此次股份轉換後，將擁有聲請人公司絕對控制權，故
29 在評價控制權溢價時應給予較高之比例，以符合聲請人之隱
30 含價值，其控制權溢價比例應在下限20%，上限40%之間，依
31 此計算出每股合理價格在44.82元至54.19元之間；另聲請人

01 曾於104年2月6日撤回上市申請，以致股價大幅下跌，對照
02 聲請人自行撤回上市申請日之前一年度（即103年2月6日至1
03 04年2月5日）之股票成交均價為61.96元，並參考前述每股
04 合理價格44.82元至54.19元區間，應認收買價格應為每股65
05 元。

06 (六)、邱義仁部分：依103年8月15日第一金證券投資顧問股份有限
07 公司（即輔導聲請人上市券商之所屬投顧公司）出具之評估
08 報告，針對聲請人在各種經營情況下預估每股折現價值最少
09 有117元，最高更可達310元。且興櫃股票價格透明度不足，
10 且易受操縱，而聲請人每日成交量平均未達100張，縱聲請
11 人有提出曾在興櫃市場交易、成交價格及數量，仍因非屬公
12 開市場操作而無參考價值。另聲請人曾於103年度辦理現金
13 增資，以每股73元溢價發行，公開說明書亦明確表示該次現
14 金增資計畫之可行性及對公司經營及競爭力正面之助益性，
15 且根據聲請人財務報表之合併綜合損益表所示稅前淨利科
16 目，101年為1億7,084萬5,000元、102年為3億5,196萬3,000
17 元、104年為3億1,805萬1,000元、105年為4億4,653萬3,000
18 元，基本每股盈餘101年為0.7元、102年為3.14元、104年為
19 2.76元、105年為2.88元，故聲請人以每股32元收購，就曾
20 以每股73元購入普通股後再參與現金增資者而言，堪稱不合
21 理，本件股份收買價格應為每股73元。

22 (七)、端木正部分：聲請人主要市場為北美及歐洲地區，邱繼盛會
23 計師卻以中、澳、韓、日本等國家為可比對象，對價格之評
24 估影響甚鉅，且聲請人為興櫃公司，興櫃市場之交易方式係
25 與券商議價，與集中市場由電腦撮合交易不同，故興櫃市場
26 中之交易價格代表性不如集中市場，惟邱繼盛會計師之評價
27 方式，係市價法給予較高之權重50%，市場法之本益比與本
28 淨比則各給予較低之權重25%，即將興櫃股票之市場交易價
29 格與一般上市櫃公司為同樣基礎，經加權平均後所定價格，
30 難認為合理價格。又聲請人於103年5月間以每股73元發行新
31 股，於103年8月間申請上市時與證券承銷商共同議定之承銷

01 價格為88元，且經會計師查核簽證財務報表，聲請人於10
02 3、104、105年度之本期淨利分別為1億4,115萬9,000元、1
03 億6,990萬7,000元、1億7,625萬6000元，基本每股盈餘分別
04 為2.28元、2.76元、2.88元，顯示聲請人經營狀況持續良
05 好，股票價格非如聲請人之主張。

06 四、按公司經股東會決議，得以股份轉換之方式，被他既存或新
07 設公司收購為其百分之百持股之子公司，企併法第29條第1
08 項定有明文。次按，公司於進行併購而有公司進行企業併購
09 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
10 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
11 中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決
12 權者，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股
13 份；股東與公司間就收買價格自股東會決議日起60日內未達
14 成協議者，公司應於此期間經過後30日內，以全體未達成協
15 議之股東為相對人，聲請法院為價格之裁定，同法第12條第
16 1項、第6項亦定有明文。查聲請人公司主張其於106年2月16
17 日召開106年第一次股東臨時會，通過與季科公司之股份轉
18 換案，由季科公司以每股32元為對價取得聲請人公司其他股
19 東持有之股份，相對人均係聲請人公司股東，或於會前或於
20 當日聲明異議、放棄表決權，而經記明於股東會議紀錄，並
21 於前開臨時股東會通過併購案後以書面提出收買價格，兩造
22 逾60日仍未能達成協議，其乃於106年5月11日提起本件聲請
23 等事，有聲請人公司106年度第1次股東臨時會議事錄、轉帳
24 明細及106年5月11日民事聲請狀在卷可查（見本院司字卷1
25 第4頁、第13頁至第14頁、卷4第8頁至第9頁），則聲請人以
26 未達成協議之股東即相對人為對造，聲請本院為價格之裁
27 定，應屬合法。

28 五、經查：

29 (一)、按公司於進行併購而有進行企併法第29條之股份轉換時，進
30 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
31 份轉換之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口

01 頭表示異議經記錄，放棄表決權者，股東得請求公司按「當
02 時公平價格」，收買其持有之股份，已如前述。又所謂「當
03 時公平價格」，係指股東會決議之日，該股份之市場價格而
04 言（最高法院71年度台抗字第212號裁判要旨參照）。

05 (二)、相對人中信信託專戶委託東吳大學會計系沈大白教授評估聲
06 請人公司於106年2月16日之每股股票合理價值，沈大白教授
07 乃參考中華民國會計研究發展基金會所制定之評價流程準則
08 進行，以評估聲請人公司100%具控制權之每股價值，並說明
09 企業評價主要之評價方法包含資產基礎法、收益法及市場
10 法，因資產法為評估資產型公司、控股公司及清算公司，聲
11 請人公司非此類型公司而不採用，且因收益法雖最能反映出
12 企業未來之獲益情形，但涉及較多假設性條件，具有較高的
13 不確定性，而不採用，及因聲請人公司曾為興櫃公司而採用
14 市場法，以比較同業間股價淨值比法、本益比法與EV/EBITD
15 A進行評估；進行評估時，則因聲請人公司主要從事醫療認
16 證相關服務及安控相關產品之故，而以之作為上市上櫃可類
17 比公司之搜尋條件，及參考類似產業與規模後隨機選取樣
18 本，先在醫療認證相關服務部分選擇HeathStream公司、Athenahealth公司、Premier公司、Cerner公司、Cegedim SA公
19 司為可比對公司，在安控相關產品部分選擇浙江大華公司、
20 海康威視公司、晶睿通訊公司、奇偶科技公司、陞泰科技公
21 司、杭特電子公司為比對公司，再以此等公司之股價淨值
22 比、本益比及EV/EBITDA計算同業平均市場乘數比，並以聲
23 請人公司最近期財報之股東權益、最近一年之淨利及EBITA
24 而計算出聲請人公司依股價淨值比法、本益比法及EV/EBITA
25 計算之之調整前每股價值分別為68.61元、69.57元、144.83
26 元，嗣因市場法之乘數係由市場上流通性且未具控制權之每
27 股價格計算，因評價標的原為興櫃及興櫃股票交易流動性不
28 足之故，而依據105年FMV資料庫資料給予16.11%流動性折
29 減，及因前述計算整體之股權價值包含100%股權，應考慮控
30 制權之每股價值，而依據Mergerstat Control Premium Stu
31

dy 2016給予33.71%之控制權溢價，而計算出聲請人公司依股價淨值比法、本益比法及EV/EBITA計算之調整後每股價值分別為76.96元、78.03元、162.45元，另因EV/EBITA需考量投入資本與實際獲利能力，而聲請人公司之稅率難以衡量，決定就前述以股價淨值比法、本益比法算出之聲請人公司調整後每股價值各給予50%之權重，平均計算出聲請人公司於106年2月16日之每股股票合理價值為每股77.5元等節，有沈大白教授出具之合理性意見書可稽（見本院司字卷3第100頁至第116頁），並據沈大白提出本次評價工作之工作底稿為據（見本院抗字卷第331至360頁）。本院審酌前述意見係以市場法之可類比標的之交易價格為依據，考量評價標的與可類比標的之差異，以適當之乘數估算評價標的之價值，堪稱合理，認本件收買價格應定為每股77.5元。

(三)、聲請人雖主張，法院所應審酌者為收購「當時之公平市場價格」，此與「公司股份價值」間存有差異，依沈大白出具之意見書，係在估算公司股份價值，而非應審酌之「市場價格」云云。然查，證人沈大白證述：「（問：證人意見書所評估者是否即為聲請人公司股票於股東會決議之日當時之公平價格？）我是根據當時評價時點來做的，根據106年2月16日之前的資料來做建議。我算的就是當時評價基準的公平價格，但評價本來就會有誤差」等語（見本院抗字卷第305頁），則沈大白出具之意見書所評價者，自為聲請人股票於股東會決議之日當時之公平價格，聲請人上開主張，容有誤會。

(四)、再聲請人雖以企併法第6條第4項、公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法（下稱併購委員會設置辦法）第6條第2項規定，主張企業併購過程應委請獨立專家出具價格合理性意見以供審議，所謂獨立專家係指會計師、律師、證券承銷商，且獨立專家不得與併購交易當事人為關係人或有利害關係而足以影響獨立性，沈大白教授僅任職東吳大學會計系而不具會計師資格，且擔任行政院國家發展基金會投資

01 評估審議委員會（下稱國發會投審會）之委員，行政院國家
02 發展基金會即相對人中信信託專戶之委託人，沈大白恐有藉
03 其出具之意見書為國發會投審會決議辯駁之嫌，於本件不具
04 獨立專家資格云云。然查：

05 1.、企併法第6條第3項、第4項係規定：「特別委員會或審計委
06 員會進行審議時，應委請獨立專家協助就換股比例或配發股
07 東之現金或其他財產之合理性提供意見」、「特別委員會之
08 組成、資格、審議方法與獨立專家之資格條件、獨立性之認
09 定、選任方式及其他相關事項之辦法，由證券主管機關定
10 之」、「併購委員會設置辦法第6條第2項規定：「特別委員會
11 進行審議時，應委請獨立專家協助就換股比例或配發股東之
12 現金或其他財產之合理性提供意見。獨立專家係指會計師、
13 律師或證券承銷商，且不得與併購交易當事人為關係人，或
14 有利害關係而足以影響獨立性。獨立專家之委任，應由特別
15 委員會全體成員二分之一以上同意行之」，均屬公開發行公
16 司併購特別委員會審議時應遵循之事項，而企併法並未規定
17 出具收買股份合理價格意見之鑑定人，所應具備之資格，亦
18 未限制審理法院於判斷公平之股份收買價格時，所採用鑑定
19 報告之鑑定人資格。法院依法係就收買股份之公平價格為裁
20 定，與企併法第6條第3項規定併購程序中特別委員會應委請
21 獨立專家出具價格合理性意見以供審議，實屬二事。聲請意
22 旨以聲請法院裁定收買股票價格亦應遵循上開規範，否則使
23 企併法成為具文，或以沈大白不具上開企併法、併購委員會
24 設置辦法所規定之「獨立專家」資格，而否認其出具之意見
25 書，尚無可採。

26 2.、復查沈大白現為東吳大學會計系教授，曾擔任中華民國會計
27 研究發展基金會財務會計準則制定委員會委員、中華民國會
28 計研究發展基金會評價準則制定委員會委員、中華企業評價
29 學會理事、中華民國證券櫃檯買賣中心上櫃審議委員會委
30 員、臺灣證券交易所上市審議委員會外部審議委員等（見本
31 院司字卷3第116 頁，本院抗字卷第475 、497 、530 、545

、562頁），且經證人沈大白證述：我是中興法商經濟、國外也是先念經濟再轉到財務、會計，81年回國後就一直在東吳大學會計系任教。我做的都是與風險有關的評價研究，指導的論文有指導過關於流動性，另外有一篇是控制權溢價是受什麼因素決定。最近工業技術研究院與經濟部工業局都在推無形資產的評價、有做相關的教材，我有參與校對、審查工作。我有時會去會計師工作演講會講述評價準則，我自己上課是教授會計理論，會計理論裡面有1/3 介紹與評價有關的知識。評價準則委員會就是制定評價準則，我目前已經是擔任第三屆，大概已經6年多。評價準則應該有10幾號，目前在定無形資產的評價指引，蠻嚴謹的，通常會三讀，研究員會參考國際IVS（國際評價準則）做翻譯作為初稿，我們就會討論審議，二讀完後會請四大會計師事務所及相關即法務部等相關政府單位表示意見，通過後才會實施。我對於評價準則公報的規定與精神大致熟悉。但詳細每行不可能背下來，但都知道訂定背後的理由。公報有時候也很麻煩、常常在變，昨天開會也還在變。評價準則在國際上其實也一直在變等語（見本院抗字卷第313 至315 頁），足認沈大白確具有鑑定聲請人公司股份收買價格之特別學識經驗，且伊既負責我國評價準則公報之制定與修改，對於評價之學理及實務應知之甚詳。且評價準則公報既為評價人員執行評價工作之重要依據，而沈大白具有制定評價準則公報之專業，益徵其具有執行本件評價聲請人股票工作之專業性。

3.、有關沈大白擔任國發基金投審會委員一事，經證人沈大白證述：以前有擔任過國發基金投審會委員，但現在不是。我印象中只有參加過一次而且是很久以前，只有審議過一個案子而已，當時委員聘期多久不知道。就是國發金要投資一家公司，我們去審議是否適宜投資這個案子。大概是7、8年前的事情，應該不是聲請人公司等語（見本院抗字卷第300至301頁），則沈大白目前並非國發基金投審會委員，其擔任投審會委員一事年代久遠，且並未參與國發基金投資聲請人公司

01 之審議，自難認獨立性受影響，亦無民事訴訟法第330條第1
02 項本文不得為鑑定人或同法第331條第1項鑑定人拒卻之情
03 形。

04 4.、按評價人員及其所隸屬之評價機構不得與評價標的、委任案
05 件委任人或相關當事人涉有除該案件酬金以外之現在或預期
06 之重大財務或非財務利益，評價準則公報第2號「職業道德
07 準則」第11條第1項定有明文（見本院抗字卷第478頁）。查
08 沈大白擔任國發基金投審會委員，係在接受本件評價委任之
09 前，且僅參加一次審議委員會，所審議案件亦與本件評價標
10 的即聲請人公司無關，已如上述；再就證人沈大白到庭證
11 稱：最近工業技術研究院與經濟部工業局都在推無行資產的
12 評價、有做相關的教材，我有參與校對、審查工作等語（見
13 本院抗字卷第314頁），即沈大白教授有擔任「無形資產評
14 價能力鑑定專業委員會」之委員，查該委員會係隸屬於財團
15 法人工業技術研究院，該院因辦理經濟部工業局所委託之產
16 業人才能力鑑定業務而成立，而沈大白擔任委員屬無給職，
17 有財團法人工業技術研究院105年10月24日函文可按（見本
18 院抗字卷第565頁），是沈大白與國發基金或經濟部工業局
19 之間，並無前開評價準則公報所規範之「現在或預期之重大
20 財務或非財務利益」之情事。則參酌前開評價準則公報第2
21 號「職業道德準則」第11條第1項規定，亦難認沈大白就本
22 件聲請人股票之評價工作有違反獨立性。

23 (五)、關於控制權溢價部分，聲請人雖主張：沈大白出具之意見書
24 載明係評價聲請人公司具「控制權」每股價值，然本件相對
25 人股份均屬「非具控制權」之股份，該意見書不能作為收購
26 相對人股份價格之公平合理依據云云。惟查，證人沈大白證
27 述：控制權權益是很重要的，價格是供需雙方一起決定。我
28 有做過研究，控制權從49-50的時候當然很重要，因為會過
29 半，但從50-51或到80都還好，但從99到100價值也差很多。
30 但這評價成立的話，100%可以擁有這個公司，所以我覺得
31 控制權溢價很重要。價格是由供需決定的，因掌握股票以後

就可以有很大的控制權，相對人的股票對聲請人而言是很有價值的，因為可以掌握控制權。例如在沙漠中水的價值就很高。我認為價格是由供需來決定的。本件相對人的股份對他們來講因為如果可以全部收購的話，就可以掌握100%的股份，所以價值是很高的，所以就給予控制權的溢價。我知道本件評價的客體即標的股份按照企併法必須強制出售予購入方的股份。就是因為這個強制，定價時就要特別小心、定價就顯得更重要。因為不能不賣。剛說到1%對99%是很重要，價格就會比較高。而且沒有選擇，一定要賣，被收購的人會認為我原來股票比較有價值，也許不想賣，但現在就是強制要收購，所以看市場價格就不會是個公允的價值。控制權溢價眾說紛紜，但我覺得若有參考依據還是比較好。所以有參考國外的資料庫即我的意見書第13頁的附註2，把全世界合理的溢價找出來，資料庫有做分類，我拿來參考。我覺得這個例子會取得100%，所以用資料庫的數據應該算穩健保守的，資料庫的購併應該只是平均的狀況，而本件是100%取得，所以採用資料庫的數據內容還算穩健。本件採用資料庫的數據而沒有另做調整等語（見本院抗字卷第302、306、316、320頁），已詳細說明其認定控制權溢價之原因，以及其採用國外相關之資料庫數據為其認定之基礎，核屬有據，難認有悖離一般評價原則。另參酌聲請人所提出之邱繼盛會計師所出具之轉換價格合理性之獨立專家意見書，亦給予聲請人股票5%至10%之控制權溢價（見本院司字卷1第30頁），益徵沈大白給予相對人所持聲請人股票控制權溢價，尚非無理。聲請人上開主張，無以採認。

(六)、關於流動性折價，聲請人雖主張：沈大白出具之意見書第13頁附註1資料庫之數據，就流動性折減給予16.11%乘數，並未考量本件股份收買乃係依據企業併購法而為強制收購之情形云云。惟證人沈大白證述：依據見意見書第13頁附註1的資料，一般流動性折價的比例10%-30%，範圍很大，後來我還是參考這邊的資料庫，沒有太主觀的判斷、沒有再去做

進一步的調整，也是比較穩健保守的判斷。因為資料庫的數據是一般客觀性的數據，所以不需再納入不對稱的調整等語（見本院抗字卷第316至317頁），已說明其認定之理由及依據。聲請人雖以沈大白所參考之資料庫並未特別區分強制收購或市場收購之狀況乙節為指摘，然該資料庫既屬於平均性之數據，且聲請人亦未指出沈大白於本件所判斷之乘數有何錯誤或恣意、不當，或與一般同類型案件顯然相違，悖離一般會計及評價原則之情事，其逕以該資料庫為平均數據即認該意見書之價格為不可採，尚非有據。

(七)、關於聲請人公司股票之興櫃市場價格部分：

1.、聲請人主張：在沈大白出具之意見書第3頁、第9頁指出「遠業公司曾為興櫃公司，在股票市場上流通，有市場交易價值可供參考」；於第10頁肆、價值計算部分，謂「興櫃股票市場…股價不具參考性」，第13頁伍、價值結論就「市價-當日收盤價」未給予任何權重。該意見書一方面論聲請人公司有市場交易價值可供參考，而採取市場法，另一方面卻於計算價值時，未給予任何權重，顯見該意見書論述前後矛盾云云。惟經證人沈大白證述：聲請人公司有市場交易價值可供參考的意思，只是我有蒐集公司股價的資料來做分析比較，但最後判斷參考價值太低，所以不給予權重等語（見本院抗字卷第304頁），並無聲請人所指摘之上開矛盾，其此部分所言，應有誤會。

2.、再聲請人主張：興櫃市場仍為公開有效市場，交易價格仍為市場價格判斷之重要指標之一，然上開意見書於評價時將聲請人公司興櫃市場之交易價格不予任何參考，有嚴重違誤等語。惟此部分經證人沈大白證述：一般興櫃的股票流動性比較差，流動性比較好的股票才會採用市價，如上市上櫃的股票。所以本件認為興櫃股票價額沒有參考價值。當時我有看到兩個月的股價（即2016年11月中旬到2017的1月初）應該是要揭露可以退興櫃了，那是個重大事件，股價通常有可能比較低。以金融海嘯舉例，一個重大事件發生後可能大家都

會去急售，這價格就比較沒有參考價值。另聲請人公司相對一般興櫃公司交易量比較大，若100個人要去買賣股票，正常來說如果99個人買、1 個人賣，價格就會變漲停，99人要賣、1 個人要買的話，就會大跌。但如果價格相對平穩的話，代表可能有一半的人要買、一半的人要賣，大家的資訊是不一致的，所以有資訊不對稱的情形。資訊一致的話，價格就會變動，但那兩個月發現價格很平穩，差異在2、3 塊錢，聲請人公司的交易量比一般興櫃市場要大，所以判定為交易量大但價格沒有太大波動的話，會認為有市場資訊不對稱的情況，所以就會認為該價格比較沒有參考價值。如果市場有資訊不對稱、缺漏的時候，採取的價格就要非常謹慎。我是會計研究發展基金會評價準則制定會的委員。一般是認為如果市場價格被判定為正常價格的時候，才會拿來參考。有個關於可以檢測股價是否是隨機的檢測（無母數統計）的方式，我有就聲請人公司該2個月價格的變動做檢測，但不能證明是隨機的，理論上是要隨機的比較合理，所以當時聲請人公司市場上的價格，我會認為不是一個公平市場的價格、公允價值，最後就沒有採用市價。我說的重大事件是指聲請人公司撤回上市櫃，這個重大事件後的價格我認為沒有參考性。現行法有提到資訊缺漏、非常規交易，這些情況下使用市場法要特別注意，一定要謹慎判斷。因是興櫃很多都不確定，無法看到後面買賣的人是誰，所以無法安心用市價。一般實務上的確也是興櫃的價格通常用市場法的比例很低，例如評價財報、幾十家幾乎都沒有用興櫃的交易價格等語（見本院抗字卷第305至306、312至313頁），已說明其專業考量後不採用聲請人公司股票興櫃市場價格之理由及依據，聲請人以沈大白未採用興櫃市場價格逕認該意見書有違誤，尚無可採。

3.、聲請人再主張：依沈大白所提出之工作底稿所載（本院抗字卷第333頁）可知，證人沈大白有與經濟部工業局及律師溝通後，並依其等要求更改原有專業意見之情形，非其獨立製

01 做云云。惟查，參以評價準則公報第5號「評價工作底稿準
02 則」第16條規定：「評價人員如於出具評價報告前向委任人
03 說明其價值結論，而委任人對價值結論有不同意見，評價人
04 員因此修改價值結論者，應將下列事項列入工作底稿：1. 價
05 值結論修改前及修改後之內容。2. 價值結論修改之理由。3.
06 對價值結論提出不同意見者之姓名、職稱、提出日期與地點
07 及其意見內容」（見本院抗字卷第536頁）。查國發基金以
08 信託方式，經由相對人中信信託專戶投資聲請人公司，其執
09 行單位為經濟部工業局（見本院抗字卷第403、433頁），則
10 沈大白於出具評價報告前，就其評價結論與經濟部工業局及
11 其委任律師討論，其間就評價報告未採用控制權溢價有所疑
12 義，進而向評價人員沈大白表示聲請人所提出之評價報告亦
13 載有控制權溢價乙節，供沈大白參酌。沈大白經審酌後，亦
14 認控制權溢價為可採，進而調整，並將其過程載明於工作底
15 稿中，符合前開評價準則公報第5號第16條之規定，難認過
16 程有何瑕疵。此外，該工作底稿載以：「2010.10.20星期五
17 11:03Da-baiShen以利好，剛和工業局與律師們討論完，要
18 再麻煩你做些更動，1. 本來我不贊成控制權溢價，但律師覺
19 得既然對方都承認，我們也沒必要完全限縮，就麻煩你評估
20 一個較保守的溢價數字，或依你們資料庫接近下限…（例如
21 百分之五但要有個依據）。2. 因對方有列評價程序我們雖有
22 作到，甚至超過，但沒有介紹怕被法官誤解，可否加上一些
23 內容，例如你有去網站盡量蒐集那些公司資料，以及確認標
24 的基準日等等…。3. 抽樣母體為何，與樣本如何決定（包括
25 有的最後可能隨機選取），也請作些增添，不好意思有些趕
26 大致下週二晚上有可能完成嗎？」等語，僅為沈大白與工業
27 局與律師們討論後，對於意見書認有應予修改之部分，具體
28 指示應為如何之修正或增添，應屬沈大白指示其助理人員依
29 照其指示為修正、增添及調整，就該意見書係沈大白本人基
30 於其專業所出具之判斷意見，難認有何影響。復參評價準則
31 公報第1號「評價準則總綱」第4條所規定：「評價人員應妥

適規劃及執行評價工作，如有助理人員應善加督導」（見本院卷第468頁），可知評價人員進行評價時，本會有助理人員參與、協助，而沈大白就上開意見書內容，亦經其到庭詳為說明，足認為係其本人依專業出具之意見。聲請人主張該意見書非沈大白親自撰擬製作云云，尚難採認。至上開工作底稿所載：「本來我不贊成控制權溢價，但律師覺得…」之內容，僅代表沈大白原本不贊成控制權溢價，但參酌聲請人所提出之專家意見書，就聲請人股票亦認定有控制權溢價，故認為此部分亦可納入考量，而指示助理就此部分為增添、補充，並於本院證述變更採納之理由。其並非依委託人要求更改原有專業意見，聲請人主張此節，實有誤會。

(八)、聲請人固另提出邱繼盛會計師之專家意見書，而主張本件股份收買價格應為每股32元。然查：

- 1.、所謂「當時公平價格」，係指股東會決議之日，該股份之市場價格而言，業據前述。而本件邱繼盛會計師所提專家意見書乃係以105年12月9日為評價基準日，此觀其專家意見書即可得知（見本院司字卷1第19頁至第31頁），且聲請人係於106年2月16日臨時股東會決議通過與季科公司合併乙節，亦有股東會議事錄可稽（見本院司字卷1第13頁至第14頁），邱繼盛會計師所提專家意見書既非以股東會決議之日為評價基準日，聲請人據此主張公平價格為32元，證明即有不足。
- 2.、依該專家意見書之記載，其係採取市價法計算之每股價值區間占權重50%、市場法之本淨比及本益比算出之每股價值區間各占權重25%之方式加權計算出聲請人公司平均每股價值為29.65元至33.14元，而認定每股轉換價格以32元為合理。惟聲請人曾於103年5月以每股73元辦理現金增資一事，有聲請人公司簡式公開說明書附卷為憑（見本院司字卷1第133頁至第205頁）；且聲請人於103年8月間初次申請股票上市時，證券承銷商評估聲請人公司未來營運績效、同業狀況及發行市場場現況後，決定採取市價法並參酌現金流量折現法及最近一個月興櫃成交價格後，與聲請人公司共同商議承銷

01 價格暫訂為88元乙節，亦有股票初次申請上市證券承銷商評
02 估報告在卷可佐（見本院司字卷3第185頁至第192頁），且
03 該承銷價格具有參考價值，能反映聲請人公司之股票價格，
04 亦經證人沈大白證述：「我不認為回來的股價是基本面，這
05 我不贊成，反而認為88元的承銷價才比較像是基本面。因承
06 銷價格訂定的時候都蠻嚴謹的，因是有第三人會計師跟承銷
07 商的共同參與、不能自己亂定。承銷價就是市場法去定的，
08 市場法就是成數，台灣股票承銷價格幾乎90%以上，都是用
09 市場法去類比價格，所以我認為承銷價格反而比較有參考價
10 值」等語（見本院抗字卷第304頁）。然聲請人後於104年2
11 月6日決議撤回上市申請案，此後公司股價即未曾回復一
12 情，觀諸104年4月28日新聞報導記載：「…今年2月興櫃登
13 錄公司（3307）突然宣布撤回股票上市申請，股價最低曾跌
14 至23.37元，讓8個月前用每股73元認購遠業現金增資股的兩
15 大政府基金同步套牢…驚訝的是，遠業撤回上市申請，不是
16 因為公司財務、業務出問題，而是因主辦承銷商第一金證券
17 遭人檢舉，指該公司承銷部主管用親屬名義大買遠業股票，
18 導致遠業被迫撤回上市申請，對於公司撤回上市申請，遠業
19 獨立董事、律師柯君重不但在董事會上發言反對，還要求載
20 明在董事會會議事錄，並讓公司發佈重大消息，公開指稱：
21 『遠業申請上市的過程及要件完全符合法令，根本不需撤
22 回。』…」即可得知（見本院司字卷3第24頁），參諸前開
23 報導提及：獨立董事柯君重律師就撤回股票上市申請之意見
24 為「本公司申請上市之過程及要件完全符合法令，並無自行
25 撤件之必要。」部分，有聲請人公司發佈之重大訊息可證
26 （見本院司字卷3第26頁），堪認聲請人公司股價確因公司
27 撤回股票上市申請一事而下跌並未回復。又聲請人自承其公
28 司於103年美洲市場收入為13億2,738萬5,000元、歐洲市場
29 收入為1億4,440萬6,000元，合計為15萬3,963萬2,000元，1
30 04年美洲市場收入為13億2,840萬1,000元、歐洲市場收入為
31 1億751萬元，合計為14億6,800萬2,000元，105年美洲市場

01 收入為13億163萬2,000元，歐洲市場收入為8,162萬元，合
02 計為14億1,042萬6,000元（見本院司字卷3第301頁反面），
03 可見聲請人公司於103年至105年收入尚稱穩定，以此綜合前
04 述聲請人公司董事會決議撤回股票上市申請對股價之影響，
05 足徵相對人抗辯聲請人公司基本面良好，103年至105年間營
06 收穩定，股價大跌而未能回復發行新股及申請上市時水準一
07 事，與聲請人公司撤回上市申請有關等語，並非無據。

08 3.、再衡以興櫃股票之櫃檯買賣，得採經紀或自營方式，以議價
09 方法為之，其買賣雙方至少有一方須為該興櫃股票之推薦證
10 券商，財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心興櫃股票買賣辦
11 法第4條第1項定有明文。是興櫃公司之股票買賣，係採議
12 價方式交易，未如上市公司於公開集中交易市場，或上櫃公
13 司於店頭市場，以競價方式買賣，因此興櫃股票並不具有活
14 絡之交易市場，且其交易一方必須為證券商，其參與股票買
15 賣一方之資格受有限制，則興櫃股票價格較不具參考性，證
16 人沈大白亦證述：一般興櫃股票流動性比較差，流動性比較
17 好的股票才會採用市價，如上市上櫃的股票，興櫃就不會採
18 用。聲請人股票之興櫃股價參考價值太低乙情，已如上述，
19 則本件有關聲請人公司股份於106年2月16日之每股公平價
20 格，應較不適合採用興櫃市場上之成交價為認定。本件邱繼
21 盛會計師提出之專家意見書既有未能審酌上開情事，而併採
22 用聲請人公司興櫃市場價格作為評量標準並給予高達50%權
23 重之情，其所認定之每股32元自難以認為係公平價格。

24 4.、聲請人雖主張：聲請人公司於103年5月以每股73元辦理現金
25 增資，嗣後於103年8月間初次申請股票上市時商議承銷價格
26 暫訂為88元，姑不論該價格僅為預估承銷價格，並非實際承
27 銷或交易價格，況當時聲請人公司既有上市之準備，則當時
28 之市場價格自然反應此上市之預期而有溢價。而聲請人公司
29 於104年2月6日決議撤回上市申請案後，該上市之預期消
30 滅，市場價格回復為公司基本面等語。惟經證人沈大白證
31 述：我不認為回來的股價是基本面，這我不贊成，反而認為

88元的承銷價才比較像是基本面。因承銷價格訂定的時候都蠻嚴謹的，因是有第三人會計師跟承銷商的共同參與、不能自己亂定。承銷價就是市場法去定的，市場法就是成數，台灣股票承銷價格幾乎90%以上，都是用市場法去類比價格，所以我認為承銷價格反而比較有參考價值等語（見本院抗字卷第304頁）。且衡酌該承銷價格既為聲請人公司為股票上市所訂定，實無可能恣意而為，另參酌該股票初次申請上市證券承銷商評估報告載以：本證券承銷商評估聲請人公司未來營運績效、同業狀況及發行市場場現況後，決定採取市價法，並參酌現金流量折現法作為設算承銷價基礎，及參酌最近一個月興櫃成交價格後，與聲請人公司共同商議承銷價格暫訂為88元，尚無重大異常之處等語（見本院司字卷3第185至192頁），可知該承銷價格具有參考價值，應能相當反應聲請人公司股票當時之公平合理價格。是以，聲請人上開主張該承銷價格係屬溢價等語，尚難採認。

(九)、另聲請人雖聲請本院囑託台北市會計師公會指派會計師就本件聲請人公司提出收購相對人股份之公平價格為鑑定，惟證人沈大白所出具之意見書可認為係當時之公平市場價格，已如上述，自無再予調查之必要。

六、綜上所述，本院認本件聲請人收買相對人所持有之聲請人公司股票之價格，以每股77.5元之價格計算為公平價格，爰裁定如主文第1項所示。

七、依企併法第12條第12項規定，裁定如主文。

中華民國 110 年 12 月 27 日
民事第五庭 法官 蔡牧容

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 110 年 12 月 27 日
書記官 周芳安