

臺灣臺北地方法院民事裁定

113年度抗字第315號

抗 告 人 藍永峯

相 對 人 Calchen Biopharma Group Inc.

法定代理人 Chih-Ming Chen

代 理 人 羅淑文律師

陳緯人律師

黃柏維律師

上列當事人間聲請裁定股票收買價格事件，抗告人對於民國113年6月4日本院113年度司更一字第1號裁定提起抗告，本院裁定如下：

主 文

抗告駁回。

抗告費用由抗告人負擔。

理 由

壹、程序方面：

一、按外國公司，於法令限制內，與中華民國公司有同一之權利能力，公司法第4條第2項定有明文。查相對人Calchen Biopharma Group Inc.（下稱Calchen公司或相對人）係依英屬開曼群島法律設立登記之外國公司，有經濟部民國111年3月22日經授商字第11101036750號函可憑（見111年度司字第32號卷，下稱司字卷，第389頁），依上開規定，相對人即有當事人能力。

二、次按關於外國人或外國地涉訟之國際管轄權，我國涉外民事法律適用法並未規定，故就具體事件受訴法院是否有管轄權，應顧及當事人間實質上公平、裁判之正當妥適、程序之迅速經濟等訴訟管轄權法理，類推適用內國法之民事訴訟法

有關規定（最高法院108年度台上字第819號判決意旨參照）。本件相對人係依英屬開曼群島法律設立登記之外國公司，具有涉外因素，屬涉外民事事件。再按104年7月8日修正公布之企業併購法（下稱修正前企併法）第12條第11項規定：「非訟事件法第171條、第182條第1項、第2項及第4項規定，於本條裁定事件準用之。」；非訟事件法第171條規定：「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。」。查本件最初係由加陳國際藥業股份有限公司（下稱加陳公司）依修正前企併法第12條第6項規定（企併法業於111年6月15日修正，上述規定已修正為第7項，以下企併法相關條文均按修正後內容論列），向本院聲請裁定股票收買價格，嗣加陳公司依股東會決議、合併契約與Calchen公司於基準日111年2月28日合併，Calchen公司為存續公司，加陳公司為消滅公司，且已辦理合併解散登記，嗣由Calchen公司具狀承受本件程序等情，有民事聲明承受狀、加陳公司董事同意書、經濟部商工登記公示資料查詢服務、經濟部111年3月22日函、110年12月14日股東臨時會議事錄在卷可憑（見司字卷第21-22、377-389頁、限閱卷）。本院考量本件裁定收買股份價格事件之國際管轄權，涉外民事法律適用法並無明文規定，於合併案進行前，加陳公司係於我國設立登記之股份有限公司，透過公開收購、股份轉換取得我國上櫃公司即安成國際製藥股份有限公司（下稱安成藥公司）全部股權（見司字卷第123頁），獲得我國國民資金投資挹注，Calchen公司雖為外國公司，惟係依我國公司法、企業併購法規定與加陳公司合併，該等經濟活動發生在我國境內，且Calchen公司於本件指定我國境內送達代收人，並具狀承受程序，於本件抗告程序亦委任非訟代理人（見本院卷第51頁），自有願受我國法院裁定拘束之意思；抗告人則為我國人民，於我國境內接受法院通知之送達，於我國應訴最為便利。依修正前企併法第12條第11項準用非訟事件法第171條規定，公司法所定由法院處理之公司事件，

01 由公司所在地之法院管轄，核與本件依企併法第12條第7項
02 規定聲請法院裁定收買股份價格事件之性質相類似，爰類推
03 適用非訟事件法第171條規定，認加陳公司登記所在地之我
04 國法院有國際管轄權。

05 三、再按法律行為發生債之關係者，其成立及效力，依當事人意
06 思定其應適用之法律。當事人無明示之意思或其明示之意思
07 依所定應適用之法律無效時，依關係最切之法律，涉外民事
08 法律適用法第20條第1、2項定有明文。又異議股東行使股份
09 收買請求權係與公司成立股份買賣契約，核屬債之關係，自
10 有上開規定之適用。查相對人係依修正前企併法第12條第6
11 項規定提起本件聲請，請求以每股新臺幣（下同）66元購買
12 抗告人持有之加陳公司股份15,000股，而修正前企併法第12
13 條之規定核屬本件「應適用之法律」。再參以本件所涉加陳
14 公司股份，投資人係先取得我國上櫃之安成藥公司股份，經
15 公開收購、股份轉換方式取得加陳公司股份（見司字卷第
16 123、242頁），加陳公司股份合理價格需參考我國市場交易
17 價格，且抗告人為我國國民，堪認我國法為關係最切之法
18 律，依前開規定，應以我國法律為本件準據法。

19 四、另按非訟事件法第182條第1項固規定「公司法所定股東聲請
20 法院為收買股份價格之裁定事件，法院為裁定前，應訊問公
21 司負責人及為聲請之股東；必要時，得選任檢查人就公司財
22 務實況，命為鑑定。」；惟企併法第12條第7項前段規定：

23 「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
24 內未達成協議者，公司應於此期間經過後30日內，以全體未
25 達成協議之股東為相對人，聲請法院為價格之裁定。」，與
26 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
27 法院裁定收買股份價格之情形不同，且企併法第12條第9項
28 前段規定：「法院為價格之裁定前，應使聲請人與相對人有
29 陳述意見之機會。」，是於公司依企併法前開規定聲請法院
30 為價格之裁定，如已賦與兩造陳述意見之機會，則無再依非
31 訟事件法第182條第1項前段規定訊問相對人負責人之必要

（最高法院112年度台抗字第888號、113年度台抗字第68號裁定，同此見解）。本件經兩造多次具狀陳述意見，並於111年6月7日、113年9月25日進行訊問抗告人及相對人之代理人（見司字卷第367-371頁、本院卷第83-85頁），自無再依非訟事件法第182條第1項前段規定訊問相對人公司負責人之必要。

貳、實體方面：

一、相對人即原審聲請人聲請及陳述意見略以：

（一）加陳公司擬與Calchen公司合併，Calchen公司為存續公司，加陳公司為消滅公司，合併對價為每股66元，並於110年12月14日召開加陳公司110年第2次股東臨時會（下稱系爭股東會），以討論事項第二案即加陳公司與法人股東Calchen公司合併案（下稱系爭合併案）提請系爭股東會表決通過。抗告人為加陳公司股東，業於系爭股東會召開前就系爭合併案聲明異議及放棄表決權，並於系爭股東會決議日起20日（即111年1月3日）前交付載明收買價格之異議股東股份收買請求書予加陳公司並交存股票。加陳公司於111年1月7日以存證信函向抗告人表示願以66元價格收買其持有加陳公司股份，並說明該價格之依據，惟抗告人要求加陳公司以每股278元價格收買其持有15,000股加陳公司股份，該價格遠超出會計師評估之每股公允價值區間，致兩造未能就收買價格達成共識，相對人依修正前企業併購法第12條第6項規定，已於111年2月16日將所認為之公平價格即每股66元先行支付價款予抗告人，爰依同法第12條第7項規定聲請法院為價格之裁定。

（二）抗告人於原審自陳110年9月30日至同年12月14日期間，並無發生影響股價之重大事件。又企併法第12條規定「當時合理價格」，不限於股東會決議「當日」，允許公司以股東會決議日「之前合理期間」推算合理價格；再者公司營收僅影響公司股價諸多因素之一，與股價漲跌並無必然正相關，無從以加陳公司未來財報預測逕自作為110年12月14日之價格。

01 抗告人所指貨櫃三雄（長榮、陽明、萬海）屬於海運業，
02 ABF三雄（南電、欣興、景碩）屬於高階IC載板業，與加陳
03 公司所屬製藥業南轅北轍，即便財報預測有時可能是帶動股
04 價之利多，然於110年9月30日至同年12月14日期間，除已納
05 入估算考量之資本公積發放現金股利外，加陳公司並無發生
06 可能劇烈影響股價事件，故凱博聯合會計師事務所（下稱凱
07 博事務所）唐瑋嬪會計師就加陳公司與Calchen公司合併價
08 格合理性評估出具之專家意見書（下稱系爭專家意見書）以
09 110年9月30日為基準日所做價格評估足可反應110年12月14
10 日之狀態。

11 (三)抗告人宣稱漢達生技以胃食道逆流藥物搶占美國30%-40%之
12 市占率，使其營收大增，與加陳公司產品及市場相似云云。
13 惟漢達生技於105年12月28日興櫃，迄今仍未成功上市或上
14 櫃，不符系爭專家意見書選擇同業公司之「臺灣上市上櫃公
15 司」之範圍，且加陳公司與安成藥公司在法律上並非同一主
16 體，無從以安成藥公司亦是生產胃食道逆流藥物，即以安成
17 藥公司財務資訊逕自推斷加陳公司之股份價值。又保瑞藥公
18 司經營模式，透過快速連續併購，發展委託開發暨製造服
19 務，屬於生技業中下游代工製造鏈，與加陳公司透過子公司
20 安成藥公司著重自身新藥研發，大相逕庭。專家意見書採用
21 收益法下之現金流量折現法、市場法進行評價，市場法包含
22 可類比公司法，採用產業類別為「學名藥」之臺灣上市櫃公
23 司為基礎，參酌加陳公司建議符合利基型學名藥之同業進行
24 評估，已符合評價準則、專家出具意見書實務指引第18條之
25 要求，並無違法或不當之處。

26 二、抗告人答辯及抗告意旨略以：

27 (一)依最高法院71年度台抗字第212號裁定，所謂「當時公平價
28 格」，係指股東會決議之日，該股份之市場價格而言。本件
29 凱博事務所唐瑋嬪會計師出具之系爭專家意見書，係以110
30 年9月30日為評價基準日，並非以股東會決議日即110年12月
31 14日為基準日，顯然違反上開實務見解，企業併購涉及股東

01 憲法保障財產權之剝奪，加陳公司應另聘專家以110年12月
02 14日股東臨時會當日作為基準日進行評價。又系爭專家意見
03 書110年11月12日完成日迄至110年12月14日召開臨時股東會
04 期間，除發放現金股利外，發生諸多可能影響股價之事件，
05 原審並未審酌，例如系爭專家意見書依加陳公司提供之財務
06 預測，其中關於「111年起營收倍增，轉虧為盈，營業淨利
07 率穩定成長」都是影響股價上漲之利多，股票市場如貨櫃三
08 雄（長榮、陽明、萬海）、ABF三雄（南電、欣興、景碩）
09 皆因各項財務數字大好而刺激股價倍數增加，另此期間安成
10 藥公司之重要子公司安成生物科技公司董事股權有明顯異
11 動，是否影響股價不得而知。

12 (二)原審以保瑞藥公司為上市公司、漢達生技為興櫃公司，公司
13 規模、營運狀況及資訊公開程度與加陳公司有別為由，認為
14 不宜比附援引，惟漢達生技之經營模式、產品線（皆為胃食
15 道逆流治療藥物）與安成藥公司最相近，卻不採納為樣本公
16 司，實屬有疑。系爭專家意見書依加陳公司建議之同業名單
17 共9家，包括上市公司（生達、南光、美時、永信）、上櫃
18 公司（東洋、健亞、益得、易威、台微體），均屬利基型學
19 名藥公司，獨立專家並未針對前開公司做完整性、正確性、
20 合理性之評估程序，也未對同業名單進行檢視、查詢、評
21 估，造成系爭專家意見書之評估價值區間，多所違誤，同業
22 名單遭到破壞或污染，不符合「專家出具意見書實務指引」
23 第3條、第12條、第17條、第19條、第26條所定規範，且該
24 指引第10條第2款更明確指出：受評案件相關資訊由委託人
25 或相關當事人提供，應確認該資訊之來源及合理性，同指引
26 第18條第1項第1款亦要求評估與受評標的之類似性（包括質
27 性與量性）。

28 (三)另系爭專家意見書記載「加陳公司係為併購安成藥公司所成
29 立之特殊目的公司，目前未聘僱任何員工」、「加陳公司目
30 前以控股公司方式持有安成藥公司全部股份，安成藥公司為
31 實質營運藥業業務之主體」，由此可證加陳公司、安成藥公

01 司實為同一公司，公司營運、財務具有一致性，並不能以公
02 司名稱不同，就認為係價值不同之兩家公司。本件應以伊原
03 始購買金額即每股278元或安成藥公司初次上櫃前公開承銷
04 之每股248元作為公平價格。如認系爭專家意見書具有參考
05 價值，如以台微體公司作為公平價格之參考標的，應以每股
06 148.90元為收購價格。因安成藥公司初次上櫃時曾以台微體
07 公司作為採樣公司，且二者均是由上櫃公司轉為私有化公
08 司，並離開臺灣資本市場，無法為廣大投資人繼續創造價
09 值，系爭專家意見書選取之其他公司都是選擇繼續留在臺灣
10 市場，有所不同。加陳公司密集召集臨時股東會並通過合併
11 決議，疑似大股東陳志明掌握經營資訊，不願與小股東共享
12 安成藥公司未來獲利，才進行併購。依非訟事件法第182條
13 第1項規定，必要時，得選任檢查人就公司財務實況，命為
14 鑑定，自應由公正客觀第三人重新公正擇定採樣母體公司，
15 重新評鑑公平價格等語。

16 三、本院之判斷：

17 (一)相對人依企併法第12條第7項規定聲請裁定股份收買價格，
18 應屬有據：

19 1.按「公司於進行併購而有下列情形之一，股東得請求公司按
20 當時公平價格，收買其持有之股份：...二.公司進行第18條
21 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
22 集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記
23 錄，並投票反對或放棄表決權者。」、「股東為第1項之請
24 求，應於股東會決議日起20日內以書面提出，並列明請求收
25 買價格及交存股票之憑證。」、「股東與公司間就收買價格
26 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
27 價款。未達成協議者，公司應自決議日起90日內，依其所認
28 為之公平價格支付價款予未達成協議之股東。」、「股東與
29 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
30 協議者，公司應於此期間經過後30日內，以全體未達成協議
31 之股東為相對人，聲請法院為價格之裁定。」、「公司聲請

01 法院為價格之裁定時，應檢附會計師查核簽證公司財務報表
02 及公平價格評估說明書，並按相對人之人數，提出繕本或影
03 本，由法院送達之。」，企併法第12條第1項第2款本文、第
04 3項前段、第6項前段、第7項前段、第8項定有明文。

05 2.查加陳公司為非公開發行公司，於110年12月14日召開系爭
06 股東會決議通過系爭合併案，合併對價為以每股66元，合併
07 後Calchen公司為存續公司，加陳公司為消滅公司，加陳公
08 司之權利義務由Calchen公司概括承受，合併後加陳公司解
09 散；抗告人為加陳公司股東，持有加陳公司股份15,000股，
10 於110年12月13日就系爭合併案以書面聲明異議，放棄表決
11 權，並請求加陳公司買回股份，嗣因兩造就股票收買價格自
12 股東會決議合併後已逾60日無法達成協議，加陳公司依企併
13 法第12條第7項規定聲請本院為股份收買價格之裁定等情，
14 有經濟部商工登記公示資料、加陳公司110年12月14日股東
15 臨時會議事錄、公司變更登記表、異議聲明書、異議股東股
16 份收買請求書、臺北北安郵局3號存證信函、支付股份收買
17 價款證明、系爭專家意見書、109年度及108年度加陳公司及
18 子公司合併財務報告暨會計師查核報告、公司變更登記表等
19 件在卷可稽（見司字卷第19-22、26、38、53-57、115-
20 140、143-207頁，見限閱卷），經核兩造就股份收買價格自
21 股東會決議日起60日未達成協議，則相對人依企併法第12條
22 第7項規定聲請本院為股份收買價格之裁定，即屬有據。

23 (二)相對人收買抗告人持有加陳公司股份之公平價格為每股66
24 元：

25 1.按企併法關於異議股東股份收買請求權之目的，不在使異議
26 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
27 併購當時之合理權益。依此本旨核定企併法第12條第1項規
28 定之當時公平價格，除得因個案事實斟酌當地證券交易實際
29 成交價格外，並得就公司提出之財務報告、公平價格評估說
30 明書、換股比例合理性意見書、以及其他與價格算定有關之
31 資料，如併購價格、可類比公司或交易等資訊，以茲審認企

業之價值（最高法院113年度台抗字第886號裁定肯認）。又依國際會計準則所謂之「公平價格」可參考：(1)市場上客觀之成交價。(2)同類或類似產業股票之參考價。(3)買賣雙方協議並載明於合約之價格。是以，上市（櫃）公司之少數股東請求公司收買其股份或大股東進行現金逐出併購時，因上市（櫃）公司之股票係在集中交易市場進行交易，故證券市場客觀可見之股票成交價格似得作為法院裁定公平價格之依據（臺灣高等法院110年度非抗字第108號裁定意旨參照）。惟非上市（櫃）公司之股票並未於集中交易市場上進行交易，則須採用其他鑑價方法，以求取客觀之公平價格。再依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十一號「企業之評價」關於企業常用之評價方法包括收益法、市場法與資產法；收益法下常用之評價特定方法，包括利益流量折現法及利益流量資本化法；市場法下常用之評價特定方法，包括可類比公司法及可類比交易法（見司字卷第336-337頁）。另臺灣證券交易所股份有限公司及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心共同制定「專家出具意見書實務指引」（下稱實務指引）第3條：「專家受託出具意見書，悉依本指引辦理，本指引未規定者，應參酌不動產估價技術規則、財團法人中華民國會計研究發展基金會（下稱會計基金會）發布之評價準則公報或國際慣用方法辦理...」，說明欄第3點記載：「專家意見書與估價或評價報告之差異在於專家意見書非對受評標的表示價值結論，而係對委任內容表示是否具合理性或允當性意見，...」。

2. 查加陳公司係為併購安成藥公司所成立之特殊目的公司，加陳公司分階段將安成藥公司私有化，第1階段於108年3月加陳公司以每股72元公開收購安成藥公司股權，第2階段股份轉換，108年8月5日為換股基準日，以1股安成藥公司普通股轉換為1股加陳公司特別股，之後允許特別股股東申請轉換為普通股，嗣安成藥公司為加陳公司百分之百持有之子公司。加陳公司以控股公司方式持有安成藥公司全部股份，安

成藥公司為實質營運藥業業務之主體，其產品主要鎖定高技術之利基型學名藥及新藥開發，101年11月5日登錄興櫃掛牌交易，102年12月3日股票於證券櫃檯買賣中心掛牌交易。此外，安成藥公司之子公司TWI Pharmaceuticals USA, Inc. 強化安成藥公司產品在美國銷售競爭力，其佈局之自行銷售平台已建構完備，已獲得美國50州之藥品銷售許可證，安成藥公司自行研發之特殊學名藥已陸續於美國上市銷售；其子公司景德製藥股份有限公司，為專業眼藥產品之生產藥廠，攜手母公司安成藥公司共同進軍美國眼藥產品之開發，為安成藥公司提供代工生產服務等情，業據系爭專家意見書所載明，並有加陳公司109年度及108年度合併財務報表附註可佐（見司字卷第123-124、154頁）。

- 3.系爭專家意見書係依加陳公司提供之未來5年財務預測採收益法之現金流量折現法（Discounted Cash Flow Method）與市場法之企業價值與營業收入比（EV/Sales）及股權價值與淨值比（P/B）之價值參數，計算加陳公司100%股東權益公允價值，因不同計算方法所表彰之價值面向不同，取共同交集價值區間作為價值結論，依其分析及計算結果，加陳公司100%不具控制力之股權於基準日即110年9月30日之公允價值介於新臺幣7,166,147~8,118,140仟元間，以發行普通股股數106,574仟股計算，每股公允價值為67.24~76.17元，並考量加陳公司於基準日後預計配發現金股息每股約當9.44元，故將除息後每股公允價值調整為57.80~66.73元。加陳公司擬與持股98.79%之母公司即Calchen公司進行合併，由Calchen公司按合併基準日加陳公司股東名簿所載股東持有普通股股份，以每1股加陳公司普通股換發現金66元之合併對價支付予相對人以外之加陳公司其他股東，加陳公司於評價基準日後擬以資本公積配發現金股息每股約當9.44元，預計合併基準日於除息基準日後，合併價格落入前述加陳公司除息後每股公允價值區間內，合併價格尚屬合理等語，有該專家意見書在卷可憑（見司字卷第119、137頁）。系爭專家

意見書係由凱博事務所唐瑋嬪會計師出具，該會計師並未受相對人或加陳公司聘僱擔任經常工作、支領固定薪水，與相對人、加陳公司之董監事、經理人、職員間亦無配偶、二親等內親屬關係，復無交易關係人身分或重大財務利益關係；評價之主要資料包括加陳公司108、109年度合併財務報告暨會計師查核報告、110年9月自結報表、未來5年財務預測、臺灣經濟新報資料庫等（見司字卷第139、122頁）；評價基準日為110年9月30日；以加陳公司及其關聯企業之營業符合相關法令規範且繼續經營為價值前提（見司字卷第121頁）；以公允價值（Fair Value）為系爭專家意見書之價值標準（Standard of Value），採用評價程序及方法係遵循會計基金會發布之評價準則公報相關規範，綜合評價加陳公司於基準日後擬以資本公積配發現金股息每股約當9.44元，預計合併基準日於除息基準日後，合併價格落入除息後每股公允價值區間介於57.80～66.73元，加陳公司以每股66元作為收買抗告人持有股份之公平價格，落入前開公允價值區間內，合併價格尚屬合理等語之專家意見。系爭專家意見書既由唐瑋嬪會計師本於其會計專業獨立進行，其與兩造並無交易關係人或重大財務利益關係，且無證據可認該會計師有收取酬金或事先設定意見結論之情事，其所為系爭意見書應屬專業客觀而可採。系爭意見書係該會計師自行估算受評標的價值以作為出具意見書之基礎，採用二種以上評價方法，並就獲得之結果進行綜合比較，決定最終評估結論，並敘明形成意見結論之重要判斷，符合實務指引第26條關於出具意見書必要記載事項之規定。本院參考加陳公司109年度及108年度合併財務報表附註記載，列為合併財務報告之子公司包括加陳公司子公司安成藥公司、安成藥公司子公司安成生物科技股份有限公司、TWi Pharmaceuticals USA, Inc.、TWi Pharmaceuticals Europe, Limited、景德製藥股份有限公司（見司字卷第157頁），依合併資產負債表、合併權益變動表，顯示109年12月31日加陳公司及子公司之權益總額為32

01 億6,830萬4,000元，除以加陳公司股份總數106,573,629
02 股，每股淨值僅約30.67元（小數點後2位四捨五入，見司字
03 卷第149、151、186頁），復參以加陳公司110年10月20日、
04 110年12月14日股東會決議配發現金股息每股1.81元、7.64
05 元（小數點後2位四捨五入），有股東臨時會議事錄2份可憑
06 （見司字卷第141頁、限閱卷），系爭專家意見書雖採用110
07 年9月30日為評價基準日，但已將評價基準日後擬配發現金
08 股息之重大因素列入考量，實際上加陳公司於基準日後確有
09 配發現金股息每股共計9.45元，相對人以每股66元作為收買
10 股份價格，已趨近公允價值區間之最高值，應屬合理公平。
11 抗告人未具體指明意見書中所述之事實，有何違反真實或不
12 正確之處，所使用於作業程序之資訊有何不合理之處，所採
13 用估價或評價方法、所使用參數有何不適當或欠缺合理性、
14 正確性，空言指稱唐瑋嬪會計師不符合專家出具意見書實務
15 指引，依非訟事件法第182條第1項規定請求選任檢查人就加
16 陳公司財務狀況進行鑑定云云，自非可採，且無必要。

17 (三)關於「當時」公平價格之認定：

18 1.抗告人雖主張系爭專家意見書以110年9月30日為評價基準
19 日，違反最高法院所持應以股東會決議之日之見解云云。按
20 「公司法第317條所謂『按當時公平價格，收買其股份』，
21 如為上市股票，依非訟事件法第89條第2項規定（按現行法
22 為第182條第2項），法院得斟酌當地證券交易所實際成交價
23 格核定之，而所謂『當時公平價格』，係指股東會決議之
24 日，該股份之市場價格而言」，固有最高法院71年度台抗字
25 第212號裁定可資參照。惟細譯裁判理由，最高法院除斟酌
26 證券交易所實際成交價格外，另衡酌收購公司與標的公司之
27 每股淨值及合併之換股比例等各項後，認為股東會決議當日
28 證券市場之收盤價格與標的公司之價值相當，因而採認證券
29 市場之收盤價格為異議股東之股份收買價格。因此，如片面
30 截取裁定理由「所謂『當時公平價格』，係指股東會決議之
31 日，該股份之市場價格」一語，解釋非訟事件法第182條第2

01 項或企併法第12條第1項規定之「當時公平價格」，一律應
02 以股東會決議日為公平價格基準日或以當日股價為唯一依
03 據，並非允當，而應依個案事實參酌一切相關因素以為決定
04 （智慧財產及商業法院112年度商非字第2號裁定參照）。

05 2.查加陳公司並非公開發行公司，抗告人所持有加陳公司股
06 份，並未上市、上櫃，其股份轉讓係由買賣雙方私下交易或
07 通過盤商進行，故無公開交易市場之成交價可供參考，可認
08 股份公平價格非必然須以特定基準日為依據。再查，系爭專
09 家意見書評價基準日110年9月30日至同年12月14日股東會決
10 議之日，期間除發放現金股利外，並無發生可能劇烈影響加
11 陳公司公平價格之事件，此經抗告人及其他股東陳明在卷
12 （見司字卷第369-370頁），本院審酌系爭合併案決議通過
13 前，Calchen公司已持有加陳公司98.79%股份，少數股東持
14 有股份流動性低，系爭專家意見書以110年9月30日為評價基
15 準日，與股東會決議之日相距不超過3個月，基準日後配發
16 現金股息之重大因素已列入考量，期間亦無影響股份公平價
17 格重大事件發生，獨立專家就基準日所為公平價格區間之評
18 估，於股東會決議之日即110年12月14日仍具有公平價格之
19 代表性及合理性，應可認定。

20 3.抗告人事後改稱依加陳公司提出未來5年財務預測，營收倍
21 增，是影響股價上漲之利多云云。惟查，加陳公司提出之5
22 年財報預測，系爭專家意見書已將之列入收益法價值計算範
23 疇（見司字卷第134頁），並非屬於評價基準日至股東會決
24 議之日期間影響公平價格之重大因素，抗告人此部分主張，
25 並非可採。至安成藥公司董事股權異動與加陳公司股份價格
26 有何影響，未據抗告人具體說明，無從認定為重大影響因
27 素。

28 (四)抗告人主張獨立專家未對加陳公司提供9家同業名單進行完
29 整、正確、合理之評估，導致最終價值區間有誤云云。查加
30 陳公司主要業務為產業投資控股，其與子公司主要經營業務
31 為學名藥新藥開發、製造及委託服務等，有加陳公司109年

度及108年度合併財務報表附註記載可參（見司字卷第154頁）。系爭專家意見書將加陳公司主要營運業務定位為利基型學名藥，並依嘉實資訊資料庫產業類別歸屬為「學名藥」之臺灣上市櫃公司為基礎，依加陳公司建議之同業名單及產品屬於利基型學名藥之9家公司作為計算市場同業價值乘數，據以推算加陳公司100%不具控制力股權之價值，將其中有負值或極端值，排除樣本之統計計算（見司字卷第135-136頁），符合評價準則公報第十一號企業之評價第26條「評價人員採用市場法評價企業時，應審慎選擇可類比企業。可類比企業應與受評企業屬於同一產業或屬於受相同經濟因素影響之產業。選擇可類比企業需考量之因素包括：1. 與受評企業之類似性。2. 可類比企業資料之數量、可驗證性、時效性及攸關性。3. 可類比企業之價格是否屬常規交易之價格。」、第四號評價流程準則第25條記載「所採用之價值乘數與評價標的價值具有高度之相關性，並能合理反映評價標的之價值」、「所採用之可類比標的價值乘數應來自常規交易」（見司字卷第339、350頁）。至抗告人指摘漢達生技、保瑞藥公司應列入同業名單云云。惟查漢達生技迄今仍未上市、上櫃，有公司基本資料可參（見本院卷第93頁），獨立專家因其非屬上市櫃公司，並無常規交易價格可供參考而將之排除，並無不妥；保瑞藥公司則是以快速連續併購，發展委託開發暨製造服務（Contract Development and Manufacturing Organization, CDMO）為經營模式，有遠見雜誌報導可參（見本院卷第103頁），核與加陳公司專門進行利基型學名藥開發，確屬不同商業經營模式，獨立專家未將上開2家公司列為價值乘數，並無疏漏；至台微體公司雖列入9家樣本公司，然計算結果屬於負值或極端值，獨立專家將之排除樣本之統計計算（見司字卷第135-136頁），亦屬合理。

(五)抗告人另主張加陳公司、安成藥公司實為同一公司，公司營運、財務具有一致性，本件應以其當初購買安成藥公司每股

278元或該公司初次上櫃前公開承銷每股248元作為公平價格云云。惟查，安成藥公司雖為加陳公司之子公司，然2家法律上並非同一主體，且安成藥公司係於102年12月3日於櫃檯買賣中心掛牌交易，迄至本件系爭合併案股東會決議之日110年12月14日，長達8年之久，如逕以安成藥公司先前上櫃股價或安成藥公司單獨財務資料作為加陳公司合併時之股份公平價格，有失客觀。本件依加陳公司109年度及108年度合併財務報表（見司字卷第000-000-0頁），該財務報表既經資誠聯合會計師事務所鄧聖偉會計師出具查核報告，並為獨立性聲明，應可採信，尚無依非訟事件法第182條第1項選任檢查人鑑定加陳公司財務實況之必要。該合併財務報表已將加陳公司子公司、安成藥公司子公司均列入製作合併財務報表，已如前述，系爭專家意見書既已將107年12月31日迄至110年9月30日之資產負債表列入考量，並參考加陳公司提出未來5年財務預測，應已將加陳公司及其子公司於基準日可能影響股權價值一併列入考量，且評價加陳公司企業價值時亦著眼於未來經營發展所貢獻之經濟利益，而非以現有帳面資產價值為決定（見司字卷第129頁），抗告人空言系爭專家意見書低估加陳公司股權價值，難謂可採。

四、綜上所述，加陳公司係非公開發行公司，於系爭股東會決議日並無公開交易市場之成交價可作參考，系爭專家意見書評價基準日與系爭股東會決議日相距未超過3個月，且已將基準日後配發股息重大因素列入考量，上開期間亦無影響股份公平價格重大事件發生，系爭專家意見書以評價基準日出具之意見具有代表性及合理性，並無委任獨立專家重新評估公平價格之必要。又相對人所提每股66元之收買價格，落入系爭專家意見書估算除息後每股公允價值區間57.80～66.73元，且每股收買價格亦高於109年度及108年度加陳公司財報顯示於109年12月31日之每股淨值約30.67元，原審裁定相對人以每股66元價格收買抗告人所持有加陳公司股份，並無不合。抗告人指摘原裁定不當，求予廢棄，難認有據，不應准

01 許，爰予駁回。

02 中 華 民 國 115 年 2 月 4 日

03 民事第八庭 審判長法官 蔡世芳

04 法官 黃柏家

05 法官 張瓊華

06 以上正本係照原本作成。

07 本裁定僅得以適用法規顯有錯誤為理由提起再抗告。如提起再抗
08 告，應於裁定送達後10日內委任律師為非訟代理人向本院提出再
09 抗告狀，並繳納再抗告費新臺幣1,500元。

10 中 華 民 國 115 年 2 月 4 日

11 書記官 邱美榕