臺灣臺北地方法院民事裁定

113年度抗字第303號

抗 告 人 林建全
辜曼蓉
蘇芸

共 同

代 理 人 龔新傑律師
林祐平律師

相 對 人 廿一世紀數位科技股份有限公司

法定代理人 詹宏志

上列當事人間聲請裁定股票收買價格事件，抗告人對民國113年7月31日本院112年度司字第8號民事裁定提起抗告，本院裁定如下：

主 文

抗告駁回。

抗告程序費用由抗告人各自負擔。

事實及理由

一、原審裁定略以：

（一）相對人於民國111年10月21日召開股東臨時會，決議通過與在開曼群島註冊之相對人子公司21st Financial Technology Co., Ltd.（下稱KY公司）以吸收合併方式進行合併，由KY公司為存續公司，相對人為消滅公司（下稱系爭合併案）。抗告人林建全、辜曼蓉、蘇芸分別持有相對人股份6124股、2萬0710股、1萬9533股，均於111年10月18日以存證信函聲明異議，且未就系爭合併案行使表決權，嗣因兩造就股票收買價格無法達成協議已逾60日，故相對人依企業併購法第12條第7項規定，聲請本院為價格之裁定。

（二）原審於112年9月8日以112年度司字第8號裁定謝一震會計

01 師為相對人之檢查人（下稱檢查人），檢查相對人財務實
02 況及111年10月21日之股份公平價格鑑定。原審再於113年
03 7月31日以112年度司字第8號裁定（下稱原裁定），以檢
04 查人所出具之鑑定報告書（下稱系爭鑑定）所載每股116.
05 91元，為相對人111年10月21日之公允價值。

06 二、抗告人即原審相對人之答辯及抗告意旨略以：

07 （一）相對人近期之實際股權交易既均採用收益法，本件自亦應
08 採用收益法評估相對人股權之價值。相對人111年4月時經
09 第三人評估之價值（下稱外部報告）為每股273.06至307.
10 2元，而相對人111年7月至9月間綜合損益有大幅之成長，
11 故相對人111年10月21日之股權價值應高於111年4月時之
12 估值，因此本件收買股份之公平價格至少為307.2元。

13 （二）相對人股份於111年10月21日前，有兩筆金額明確且已實
14 際完成之股權交易，於交易前皆應遵循企業併購法及公開
15 發行公司取得或處分資產處理準則等法令規定之程序，對
16 於交易價格進行評定確認，以做為股份換股比例之參考，
17 該兩筆交易之價格皆為當時相對人股票之市場價格，不應
18 有直接決定換股比例而不論股份之市場價格之違法程序，
19 前開相對人股權交易，屬依法定程序所評估後之價格作，
20 為換股比例之換算依據，為市場上客觀之成交價，係屬公
21 平價格，自得作為本件收買價格。檢查人捨相對人實際已
22 完成之交易價格，以不具相當性、類似性之公司為評價基
23 礎，不符評價準則公報，系爭鑑定之價格即原裁定所採之
24 116.91元，並非相對人於基準日時之每股公允價值。

25 （三）系爭鑑定雖以可類比公司法為鑑價方式，但卻是直接援用
26 相對人內部報告所選擇之同業為鑑價之基礎，即直接以相
27 對人財務部門自行選用之標的進行評估，檢查人直接以相
28 對人內部報告為基礎所出具之系爭鑑定，獨立判斷性已有
29 所欠缺。依照檢查人工時以觀，其花費大量時間查核內部
30 報告、外部報告，更直接係援引相對人準備之內部報告、
31 外部報告評估意見做為基礎，並未依法以獨立第三方角度

01 辦理檢查事項。檢查人既於前述兩份文件的範圍內進行評
02 估，無論進行如何之評估或檢查，最後的評估意見或檢查
03 意見皆無可能脫離相對人所準備的前述兩份文件框架，結
04 果亦自難脫逸於相對人自己之評估結果，檢查人完全錯認
05 檢查人之功能地位，系爭鑑定實難可採。

06 (四) 檢查人應以法院委任為檢查人，並向法院出具報告，然檢
07 查人出具工作事項之函文，竟稱經原審推薦，蒙相對人委
08 任，顯然並未依照非訟事件法第182條第1項規範立場進行
09 檢查工作。

10 (五) 檢查人選用之同業除綠界科技股份有限公司外，其他類比
11 之同業上市地點皆非於我國。而相對人於基準日前即110
12 年無來自國外之外部客戶收入及國外營運部門，於基準日
13 時即111年之主要營運地點及客戶所在地皆為我國，外國
14 公司是否具有相當之類似性，殊有疑義。

15 (六) 抗告人再自行委請勤美聯合會計師事務所鍾志杰會計師協
16 助說明，並另行出具「廿一世紀數位科技股份有限公司普
17 通股股權公允價值鑑定報告書覆核意見書（下稱覆核意見
18 書）」，覆核意見書依據客觀公開資訊及相關適用之會計
19 法令，認為110年10月1日取得拍付國際資訊股份有限公司
20 股份之換股案（下稱拍付換股案）及111年4月27日至7月2
21 9日取得喬睿科技股份有限公司股份之換股案（下稱喬睿
22 換股案）股權交換價格具合理性，系爭鑑定之結論不符一
23 般公認會計原則、公司法、企業併購及會計與財務之實務
24 等相關規定並不可採，抗告人係因公司一再改組，已失去
25 最初投資之目的，因此希望取回當年之投資成本，並非任
26 意開價，相對人前向股東表示公司價值看高，卻於抗告人
27 等人請求買回時改稱公司無此等價值，實屬欺壓小股東之
28 行為。

29 (七) 爰聲明：

30 原裁定廢棄，相對人收買抗告人股票價格應為307.2元。

31 三、相對人即原審聲請人陳述意見略以：

01 (一) 相對人111年10月21日召開股東臨時會，決議通過系爭合
02 併案，抗告人嗣於110年10月25日要求相對人以每股307.2
03 元收買相對人持有之股份，惟相對人認以每股79.9元之價
04 格收買相對人之股份始為合理，並於112年1月16日按79.9
05 元之價格扣除應代徵之證券交易稅後匯款予相對人。

06 (二) 拍付換股案及喬睿換股案之交易對價均有考量交易完成後
07 產生之綜合效益在內，均無法作為本件之可類比交易。而
08 決定收買股份之公平價格時，不應考量企業合併後所產生
09 之綜合效益，否則與企業併購法第12條第1項本旨不符。
10 前述換股案並非單純以現金拍賣股份，尚涉及股權交換，
11 具有其他商業交易目的，存在股權交易完成後產生之策略
12 性投資價值，故此部價值自非以退出相對人公司為目的而
13 行使異議股東收買請求權之相對人所能享有。

14 (二) 檢查人為經兩造同意，依法由本院選任，且其本於超然獨
15 立之地位出具系爭鑑定，獨立性並無欠缺。抗告人事後僅
16 因該專業意見不如己意，恣意質疑獨立性，且未提出具體
17 證據，顯屬臨訟抗辯之詞。且非訟事件法並未就檢查人行
18 使職權設有具體規定，故檢查人本得基於超然獨立之地
19 位，要求任一方提供出具系爭鑑定所需之財務資料。檢查
20 人出具之系爭鑑定符合評價準則公報之規定，當然得作為
21 本件認定之基礎。

22 (三) 抗告人自行委請鍾志杰會計師就系爭鑑定出具覆核意見，
23 有諸多程序及實體上違誤，本無法作為有利於抗告人之證
24 據。抗告人蘇芸明確知悉相對人各交易案之內容後，本於
25 自由意志，決議參與先前之合併案，卻一再指謫相對人團
26 隊漠視其權利，顯於事實不符。並聲明：抗告駁回。

27 四、本院之判斷

28 (一) 按公司法所定股票聲請法院為收買股份價格之裁定事件，
29 法院為裁定前，應訊問公司負責人及為聲請之股東；必要
30 時，得選任檢查人就公司財務實況，命為鑑定，非訟事件
31 法第182條第1項定有明文。原審依上開規定，選任謝一震

01 會計師為本件檢查人，由謝一震會計師考量本件評價目的
02 採用市場法之市價對淨值乘數估算普通股股權公允價值，
03 同時採資產法作為公允價值下限之參考。原裁定審酌上開
04 鑑定意見，認本件以系爭鑑定所載每股116.91元為相對人
05 111年10月21日之公允價值，要屬有據，且妥適合理。

06 (二) 相對人雖稱相對人111年4月時外部報告評估之價值為每股
07 273.06至307.2元，該外部報告以收益法評估相對人股權
08 價值，且相對人之綜合損益大福成長，該外部報告應有可
09 參考性云云。然系爭鑑定中已詳列本件鑑定不採收益法之
10 原因略為：外部報告評價基準日為110年12月31日，距離
11 本件評價基準日111年10月21日已有相當差距，且111年2
12 月起俄國正式入侵烏克蘭，並引爆通貨膨脹，加之美國為
13 打擊通膨所展開之暴力升息，造成外部報告所採取之關鍵
14 評價因子如無風險利率等，產生重大變動。另因財務預測
15 達成不佳，外部報告所採用之財測數字能否達成已有疑
16 義，且欠缺財務歷史數據，難以準確預測未來現金流量。
17 而外部報告預測資本結構，用以計算加權平均資金成本，
18 自有資金占總市值權重假設為70.03%，而於計算MCAPM股
19 權資金成本時，並未考量特定風險溢酬，惟同一專家針對
20 同一標的，於110年6月30日所出具之報告則自有資金占總
21 市值權重為28.15%，且採用之特定風險溢酬則高達10.5
22 1%，其MCAPM股權資金成本則分別為21.42%及13.17%，差
23 異高達8.25%，不論前述差異原因為何，凸顯本案採取收
24 益法並不適宜等語（見原審卷第464至466頁）。則鑑定人
25 已詳細敘明不採收益法及上述外部報告之理由，而評價方
26 法擇定均屬評價人員專業判斷範疇，容有判斷餘地，抗告
27 人所執理由，並無可採。

28 (三) 抗告人另主張應以拍付換股案、喬睿換股案之股票價格為
29 市場上客觀之成交價，檢查人捨棄不用，且檢查人以不具
30 相當類似性之外國公司為評價基礎，選用之資料為內部報
31 告書及相對人準備之外部報告書，未獨立蒐集資料，不具

01 獨立性云云。惟檢查人已於系爭鑑定說明市場法之可類比
02 交易中，拍付換股案因網家公司取得相對人股權，具控制
03 權且有合併綜效之股權交易，喬睿換股案因屬於交換資
04 產，併同現金以交換具控制權之喬睿股票，換出之相對人
05 股票不具控制權。2筆交易均非單純以現金買賣股份，尚
06 涉及股權交換，且2筆交易之標的價格差異變動過大，無
07 法以交易完成之股票價格作為公允市場價值之良好參考指
08 標。再檢查人於參考市場法時，對於可類比公司部分，具
09 體指明內部報告揭露同業剔除市值超過100億公司，取內
10 部報告其餘公司之市價淨值比中位數，並參考外部報告之
11 市價淨值比中位數，小於內部報告所用同業，及目前相對
12 人計畫赴美上市，內部報告採取之同業較具可比性，另參
13 酌其自行收集之控制權溢價計算標準、流動性折價計算標
14 準，計算本案公允價值。更可徵其本於檢查人地位蒐集資
15 料，而依據專業獨立查核判斷資料採酌，並無不具獨立性
16 問題，抗告人前述主張亦無可採。

17 (四) 抗告人復提出覆核意見書，主張拍付換股案及喬睿換股案
18 之交易價格為公允市場價值，檢查人之結論並不可採云
19 云。然前述覆核意見書除敘明併購之法定程序及大小股東
20 應予平等對待外，對於換股交易案與現金買賣之性質不
21 同，2筆交易股價金額差距、2筆交易評估方式均為收益
22 法，是否適宜本案等節均未論及，難認抗告人憑此覆核意
23 見書之主張可採。

24 (五) 抗告人另主張檢查人係經相對人委任云云，然本案檢查人
25 前經會計師公會推薦後，由兩造同意選任，系爭鑑定聲明
26 事項伍、陸亦已說明本案無或有酬金情事及無意見結論已
27 事先設定情事；本團隊與本案當事人及相關專業估價者或
28 估價人員間無利益衝突關係等語，抗告人主張亦無可採。

29 (六) 末抗告人主張因相對人一再改組，已失去最初投資之目
30 的，因此希望取回當年之投資成本云云，惟裁定股票收買
31 價格，並非使抗告人取回投資成本，僅為核定收買股份之

01 當時公平價格，抗告人主張亦無可採。

02 (七) 抗告人另請求調查：

- 03 1. 系爭鑑定第6頁提及之漢華企業暨無形資產評價股份有限
04 公司111年3月31日出具之「股權價值評價報告」。
- 05 2. 系爭鑑定第14頁提及之國富浩華聯合會計師事務所林志隆
06 會計師於110年9月14日出具之網家公司取得相對人股權價
07 值之評價複核意見書。
- 08 3. 系爭鑑定第16頁提及之漢鼎國際資產評價股份有限公司於
09 111年1月28日出具之網家公司取得相對人45.23%股權收購
10 價格分攤報告。
- 11 4. 相對人111年度會計師查核簽證之財務報告。
- 12 5. 調閱網家公司董事會關於拍付換股案議案議事錄及董事會
13 決議應附文件。
- 14 6. 調閱相對人董事會關於喬睿換股案議案議事錄及董事會決
15 議應附文件。
- 16 7. 函詢安侯建業聯合會計師事務所，網家公司對相對人之持
17 股是否有減損跡象。

18 抗告人請求拍付換股案、喬睿換股案相關議案議事錄及決
19 議應附文件，包含價格報告書等，以佐前述換股交易價格
20 合理性，然就前述交易為何非屬公允市場價格及該報告是
21 否可採等節，均經檢查人敘明於系爭鑑定，並經本院認定
22 如前，抗告人執此請求調查證據，並無必要。再就相對人
23 財務報告部分，未見抗告人具體敘明待證事項，再函詢網
24 家公司持股減損與否，亦與本案收買股票公平價格無涉，
25 抗告人請求均無足採。

26 五、綜上所述，相對人依企業併購法第12條第7項之規定請求本
27 院為價格之裁定，原裁定審酌兩造意見與提出之證據暨系爭
28 鑑定，裁定相對人以每股116.91元價格收買抗告人所持有之
29 股權，並無不合。抗告人指原裁定不當、求予廢棄，難認有
30 據，不應准許，爰予駁回。

31 六、據上論結，本件抗告為無理由，依非訟事件法第21條第2

01 項、第24條第1項、第46條、民事訴訟法第495條之1第1項、
02 第449條第1項、第95條第1項、第78條，裁定如主文。

03 中 華 民 國 114 年 3 月 11 日
04 民事第六庭 審判長 法官 林瑋桓

05 法官 余沛潔

06 法官 曾育祺

07 以上正本係照原本作成。

08 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
09 告，應於裁定送達後10日內委任律師為代理人向本院提出再抗告
10 狀，並繳納再抗告費新臺幣1,500元。

11 中 華 民 國 114 年 3 月 11 日
12 書記官 林祐均