

臺灣新竹地方法院民事裁定

109年度抗字第21號

抗 告 人 捷邦國際科技股份有限公司

法定代理人 胡湘麒

代 理 人 曾大中律師

相 對 人 漢龍有限公司

法定代理人 金宗康

相 對 人 沈雪茹

相 對 人 吳崇權

上列當事人間聲請裁定股份收買價格事件，抗告人對於民國108年12月30日本院108年度司字第12號裁定提起抗告，本院裁定如下：

主 文

抗告駁回。

抗告程序費用新臺幣壹仟元由抗告人負擔。

理 由

一、抗告人聲請及抗告意旨略以：

(一)抗告人為上櫃公司，以產製粉末冶金應用於汽車零組件領域、家電產品零部件領域及其他電子產品領域為主要業務，應華精密科技股份有限公司（下稱應華公司）同為上櫃公司，其持有抗告人公司22.58%股權，雙方為整合資源及擴大營運規模，依企業併購法第29條規定，以股份轉換方式，由應華公司發行新股收購抗告人公司全部股份，雙方並於民國108年1月28日簽訂股份轉換契約進行合併，約定抗告人公司普通股1股轉換應華公司新發行普通股0.5291股，抗告人公司嗣於108年3月27日召開股東臨時會議，以已出席表決權總數高達99.95%之同意比例決議通過，成為應華公司百分之百持股之子公司。相對人等均為抗告人公司之股東，分別於該次股東臨時會前提出書面異議並放棄表決權，股東臨時會後又依企業併購法第12條第2項規定，於集保機構以帳簿劃撥之方式交存股票（相對人漢龍有限公司之持股為1,886,252股、相對人吳崇權之持股為500,684股、相對人沈雪茹之持

01 股為1,000,814股，共計為3,387,750股），並以書面列明
02 各自欲請求抗告人公司收購之股份價格為每股新臺幣（下同
03 ）20.5元、21元、21元，然與聲請人認為之公平價格即每股
04 17.45元有所差距，抗告人業於同年4月30日致函相對人等
05 ，表示希冀能於企業併購法第12條第7項所定60日期限內（
06 即108年5月26日前）達成共識，惟迄未能達成股份收買價
07 格之協議。

08 (二)「股份之市場價格」與所謂「公司真實價值」之意義不同，
09 而司法實務亦一致認為企業併購法第12條第1項所規定之「
10 公平價格」是指「股份之市場價格」而言，原裁定一方面引
11 用最高法院71年度台抗字第212號民事裁定之見解，另一方
12 面又以抗告人「公司股份市價有被低估、無法反映其股份真
13 實價格」等理由，捨抗告人股份在證券集中交易市場客觀實
14 際存在之交易價格不用，復未依非訟事件法第182條規定，
15 本諸職權選任檢查人，就公司財務實況為鑑定，卻逕行採用
16 由相對人為本件訴訟之特定目的，而單方面自行委託之胡振
17 龍會計師依學理分析所出具之合理性意見書作為認定事實之
18 基礎，非但與上開法律規定及司法實務之一致見解有違，亦
19 屬裁定理由前後矛盾，難昭公信。又抗告人公司股份在證券
20 集中交易市場之成交價格，自107年4月上旬起迄至108年
21 6月底止之逾1年期間，從未曾有超過每股20元之成交行情
22 ，原裁定認定之每股21元價格，完全與「股份之市場價格」
23 悖離。法院收買股份價格之裁定，性質上係就「實際存在」
24 之「當時公平價格」為確認，原裁定在沒有任何證據證明股
25 東會決議之日即108年3月27日當天抗告人股票市場價格有
26 受非經濟因素或其他異常情事影響之狀況下，即逕行否定該
27 日成交市價之公信力，自難謂為適法。

28 (三)從而，原裁定捨客觀存在之市場價格不採，而另以學理分析
29 方式，採用長期以來未曾在交易市場上有過成交紀錄之每股
30 21元，作為本件收買價格，顯然已逾越企業併購法「異議股
31 東之股份由公司收買之目的，不在使異議股東得因公司併購

而取得利益或遭受損害，而僅係單純地客觀反映合併當時股票交易之合理權益」之目的，而使得相對人取得優於抗告人公司其他股東之額外利益，於法自屬有違等語。爰提起抗告，並聲明：1.原裁定廢棄；2.抗告人收買相對人所持有抗告人股份之價格，應為每股17.45元。

二、相對人就抗告人之抗告於本院陳述意見略以：

相對人於原審時已提出股東會決議日時，存在有公司重大營運資訊及獲利大幅成長之股票價格有關資訊尚未公開揭露，且提具該等訊息公開後股票價格大幅提升之事實，故有輔以市場交易價格外其他評價方式之必要。又抗告人就當時股份收買價格合理性所提之專家合理性意見書，存有評價作業中選樣偏頗之疑義，且抗告人委託之專家張明煌會計師於當庭表示，該意見書並未及於股東會決議日之當時價格合理性，即無法對股東會決議日之價格合理性提出結論。再者，相對人於原審即主動提出選任檢查人鑑定之請求，經原審徵詢抗告人之意見，遭其以非必要為由反對而受阻，現抗告人竟又指責原審未依法指派檢查人進行查核鑑定，立場顯有矛盾；相對人為維護應有權益，仍自費洽請具備專業資格及資深經驗之胡振龍會計師，本於公正客觀之立場，提具股份收買價格合理性意見書，呈為原審之參考，雖非由法院指派，然參考其查核主要內容及方法，確已依上市櫃公司所提及同業公開資訊及財務報表，完成相關必要財務及業務審查程序，並經出庭解說相關同業採樣原則，評估查核作業的方法及原則等，自可為公評而足以信實。至抗告人所稱台積電與聯電之例，依常理觀之，當一般上市櫃公司如聯電之「股價淨值比」處於遠低於半導體同業之水準，且台積電無論規模或營業額均遠高於聯電之情形下，彼此被選入比較樣本的機率相對較低。另抗告人固舉諸多裁判結果為當時上市櫃公司的股票收盤價，即指稱上市櫃公司股價判定僅能以市場交易價格為準，不應以其他公平價格為收買價格，否則有違法之說，卻未論個案之實際差異及法院所衡量諸多因素，實不足採等語

。並聲明：抗告駁回。

三、按公司經股東會決議，得以股份轉換之方式，被他既存或新設公司收購為其百分之百持股之子公司，企業併購法第29條第1項定有明文。次按，公司於進行併購而有公司進行企業併購法第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中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份；股東與公司間就收買價格自股東會決議日起60日內未達成協議者，公司應於此期間經過後30日內，以全體未達成協議之股東為相對人，聲請法院為價格之裁定，同法第12條第1項第5款本文、第6項亦有明定。查抗告人公司主張其於108年3月27日召開股東臨時會，決議通過以股份轉換方式成為應華公司100%持股子公司，相對人均係抗告人公司股東，業於該次股東臨時會前以存證信函或電子郵件之書面方式，向抗告人公司表示異議及放棄表決權，並於前開會議通過併購案後，相對人漢龍有限公司、吳崇權及沈雪茹分別以書面請求抗告人公司以每股20.5元、21元、21元之價格收買所持有之全部股份，惟抗告人公司認其當時公平價格為17.45元，兩造自決議日起逾60日仍未能達成協議，抗告人公司乃於108年6月10日提起聲請裁定股票收買價格等情，有抗告人公司股東臨時會議事錄、存證信函、電子郵件、相對人股票交存查詢單、相對人股份收買請求書、抗告人公司函暨所附協議書等件為憑（見原審卷一第21至29頁、第59至91頁），復為兩造所不爭執，則抗告人依上開規定以全體未達成協議之股東即相對人為對造，聲請本院為股票收買價格之裁定，係屬合法。

四、經查：

（一）據抗告人於原審所陳：「專家鑑定意見（指張明煌會計師所為股份轉換案之被收購價格合理性意見書）出具之目的是提供給股東會做為是否同意系爭併購案決議時之參考，其重點

01 是在於系爭併購案之換股比例，而不是做為決定異議股東收
02 買價格之用」、「專家意見書之目的…與本件收買價格之裁
03 定無必然直接之關係」等語（見原審卷一第193及195頁）
04 及本件抗告理由所述，抗告人顯然無意援引上開由張明煌會
05 計師所出具之合理性意見書作為本件收買價格裁定之論證。
06 鑑定人張明煌會計師亦到庭陳述：該份專家合理性意見書在
07 108年1月即已完成，並非針對108年3月27日當時的合理價格
08 表示意見，且為了避免別人認為自己採樣流於恣意之爭議，
09 所以是直接援用抗告人公司前一年度即107年度現金增資發
10 行新股的樣本等語，有原審108年11月21日訊問筆錄在卷為
11 憑（見原審卷一第355、356頁），顯見鑑定人本身亦不認為
12 其意見書符合本件之必要。由是可知，抗告人所提張明煌會
13 計師之意見書於本件不具關連性與重要性，更未據抗告人主
14 張援用，既如上述，則其採樣是否客觀、評估方法是否合理
15 等內容是否可採，本院即無予以審酌之必要。

16 (二) 抗告人主張企業併購法第12條第1項所謂之「當時公平價格
17 」，因抗告人係股票上櫃公司，係指「股份之市場價格」即
18 抗告公司股東臨時會決議之日，公司股份於證券交易所之實
19 際成交價格而言，除受非經濟因素或其他異常情事影響該交
20 易價格外，法院僅就該實際存在之市場交易價格確認係屬當
21 時之公平價格，並核定為股東請求收買股份之價格即可，不
22 應混淆所謂「公司真實價值」而更為審酌等語，無非係以最
23 高法院71年度台抗字第212號裁判要旨為其主要論據。惟細
24 繹最高法院裁判要旨謂：「公司法第317條所謂『按當時公
25 平價格，收買其股份』（按企業併購法第12條第1項之文字
26 亦同）如為上市股票，依非訟事件法第89條第2項（即現行
27 第182條第2項，並增列上櫃股票）規定，法院得斟酌當地
28 證券交易所實際成交價格核定之，而所謂『當時公平價格』
29 ，係指股東會決議之日，該股份之市場價格而言。」考其全
30 部文義，應係前後連貫，認為縱使上市櫃公司，依上開非訟
31 事件法之規定，法院仍係「得」斟酌證券交易所實際成交價

格以核定公平價格，僅當法院決定採取證券交易市場價格時，指明係股東會決議之日之市場價格而言，要不得斷章取其後段「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」之義而為片面解釋，否則法院即無審酌之餘地，概循此而為裁定即可。再者，由非訟事件法第182條第2項條文內容於61年制定時僅於草案說明中稱「…以利實用，並免爭執」及條文文義觀之，應無倚賴市場價格決定公平價格或優於其他估算方法之考量基礎。又以市場價格評定公平價格，或有認為市場將可有效率地將資訊藉由市場參與者的交易行為而反應在股價當中，因此在效率市場的運作下，股份有市場價格將可反應即真正價值，然不當然的表示反應的結果就是股份的真正價值，因為市場對於資訊的解讀未必正確，也有可能過度反應，且證券法令並未要求公司應將所有重大資訊皆鉅細靡遺地公開，而效率市場固然能迅速將公開資訊反應至價格當中，但亦僅限於公開且已知資訊，若要使市場價格足以表彰股票真正價值，則必須將所有影響公司價值評估之資訊皆予公開，始為可能，然對市場參與者而言，其並未知悉公司所未／不得揭露之機密資訊，亦無從預知未來事件的結果，因此市場價格與股票價值存有落差，乃無可避免之結果，如此即亦不難理解，為何併購交易進行前期，收購方必須對標的公司進行實地查核，以作為出價參考，而無法專以市場價格或公開資訊出價（見黃朝琮，企業併購中無之股份收買請求權一功能定位與公平價格之決定，臺北大學法學論叢第107期，頁132-133，107年9月）。復因股份收買請求權，係指當公司股東不同意公司進行某一重要而具基础性變更行為時，依法給予該股東得請求公司以公平價格購買其持股之權利，關於股份收買之公平價格，應係指假設異議股東將繼續持有標的公司股份（若該併購交易未發生），計算該股份於公司繼續營運時所將具有的價值，並依比例分配至異議股東之持股上，而不包括因併購交易所創造或毀壞之價值，及需扣除臆測屬併購交易完成所生或期待其完成

01 所生之部分。而公平價格之評價，得依市場上客觀的成交價
02 、同類或類似產業股票參考價或買賣雙方協議並載明於合約
03 的價格等為參考，此有經濟部92年7月29日經商字第092021
04 48190號函釋可參。又企業進行合併時，為使存續公司及被
05 合併公司雙方股東支持該項合併案，多由雙方採用可共同接
06 受之評價基礎模式、方法，以設算收購價格區間，併綜合衡
07 量公司所屬產業狀況、獲利能力、經營績效及未來發展條件
08 等指標，經充分討論溝通及評估後，以公司既有之價值對未
09 來合併可能產生之績效、貢獻度計算換股比例（或收購價格
10 ），因此，若採取金融財務界所承認或可接受之技巧、方法
11 計算股份價值，應屬適當。準此，抗告人主張應依股份交易
12 價格作為本件公平價格之唯一標準，並非可採，原裁定另以
13 專家意見之估算方式決定當時公平價格，並裁定為本件股份
14 收買價格，尚無違誤。

15 (三)相對人委託胡振龍會計師於108年11月15日針對本件股份轉
16 換案之被收買價格出具合理性意見書，以抗告人公司召開股
17 東臨時會決議合併之日即108年3月27日為評價基準日，採
18 用市價法、本益比法、股價淨值比三種方式進行評價；市價
19 法以抗告人公司於評價基準日前30個營業日之平均股價17.2
20 4元為評估參考價格；本益比法係依據同業採樣公司於評價
21 基準日前30個營業日之平均本益比，考量溢價率17.72%，經
22 調整後推算抗告人公司每股價值為14.94元；股價淨值比法
23 係同業採樣公司於評價基準日前30個營業日平均收盤價及最
24 近財報淨值計算股價淨值比，考量溢價率17.72%，經調整後
25 推算抗告人公司每股價值為39.47元，而上開三種評價方式
26 ，因考量聲請人公司為上櫃公司，具備一定市場參考價值，
27 給予市價法50%、本益比法及股價淨值比法各25%權重，加
28 權計算結果為每股22.23元，復以市價法、本益比、股價淨
29 值比各3分之1權重，加權計算結果則為每股23.89元，而
30 認定抗告人公司股份被收買合理價格之參考區間為每股22.2
31 3至23.89元，有胡振龍會計師出具之股份轉換案之被收買

價格合理性意見書可參（見原審卷一第327至349頁）。至於上開採樣公司之擇定，係以同業類比法，依產業、資本規模、營業額之相似度評比，並排除連續虧損及其他有影響公司商譽（無形價值）等不宜採樣之情況者後，採取積分最高之皇田、鋁泰、江興鍛3家公司，再加上抗告人公司採樣之台翰公司、及應華公司採樣之巨庭公司，共計5家採樣公司，作為評估股票公平價值之可比較同業，亦有胡振龍會計師意見書所附之股票價值評估採樣公司評比表附卷可參。又抗告人針對上述3種評價方法權重比例分配及採樣公司評比所為之質疑，胡振龍會計師曾於原審到庭結稱：電子機械類的上櫃公司有45家，用抗告人公司資本額8.5億元上下50%確定樣本區間，用這個區間找出19家公司，做為樣本池，確定是這19家之後用數學方法計算相似度，用積分的高低決定樣本。以鋁泰為例，鋁泰資本額為7.9億，除以捷邦公司的資本額8.5億，相似度是93%，滿分5分，再乘以5分就是4.5分。產業摘要的積分是2.5分，機電類是2分，工具機再加0.5、汽車零件再加0.5，往上累加。營業收入金額的積分是鋁泰的營業額45億來除以捷邦公司的55億元，相似度是80%，再乘以5，積分就是4，再把這三個積分加起來就是11分，從這19公司選三家最高積分的公司做為樣本。因為慶騰公司已經被搜索，股價會大幅變動，不具客觀性，所以把慶騰公司剔除。我個人看法因為有市價所以應該加權計算，原則上是有幾種評價方法就除以幾，也就是三種方式就各除三分之一，但是應華公司財務專家針對本件併購案出具的意見書也是用50%、25%、25%計算等語綦詳（見原審卷二第10至12頁），並經相對人提出其他會計師針對他案所出具之合理性意見書內容為佐。是以，相對人所提出胡振龍會計師出具之合理性意見書，無論評價方法之擇定、採樣公司之評比、權重比例之分配，均具有專業性、客觀性及合理性，並無抗告人所辯之偏頗情事，本院認為以之作為估算相對人所持抗告人公司股份之收買價格之參考，應屬允當。

01 (四)承上專家意見書，胡振龍會計師採用市價法、本益比法、股
02 價淨值比法3種評價方式，採樣皇田、鋁泰、江興鍛、台翰
03 及巨庭等5家公司作為評估股票公平價值之可比較同業，並
04 考量收購溢價率17.72%，經加權計算後，估得每股被收買之
05 合理價格區間為22.23元至23.89元；而抗告人公司於108
06 年3月27日收盤價為每股17.45元，應華公司於本件股份轉
07 換案係以每股17.91元之價格收購抗告人公司股份，堪認抗
08 告人公司之真實價值應高於其當時之市場價值，故不宜逕以
09 抗告人主張之108年3月27日當日收盤價每股17.45元為本
10 件收買股份之公平價格。再參酌抗告人公司於108年第1季
11 之獲利能力、經營績效均有成長，而該季財務報表於同年5
12 月14日對外揭露，股票之交易價格亦隨之呈上漲趨勢，業據
13 相對人於原審提出相關綜合損益表、網路新聞及股價走趨圖
14 為憑（見原審卷一第223至231頁），因而本院認抗告人公
15 司收買相對人所持有公司股份之公平價格應以每股21元為適
16 當。

17 五、綜上所述，本件原審裁定抗告人收買相對人所持有之抗告人
18 公司股票之價格，以每股21元之價格計算，符合當時之公平
19 價格，並無違誤，抗告意指摘原裁定不當，求予廢棄原裁定
20 ，為無理由，應予駁回。

21 六、兩造其餘之功擊防禦方法及證據資料，經本院審酌後，認均
22 與本裁定之結果無影響，爰無逐一論述之必要，附此敘明。

23 七、據上論結，本件抗告為無理由，依非訟事件法第21條第2項
24 、第24條第1項、第46條，民事訴訟法第495條之1第1項
25 、第449條第1項、第95條、第78條，裁定如主文。

26 中 華 民 國 109 年 9 月 28 日

27 民事第二庭 審判長法官 彭淑苑

28 法官 周美玲

29 法官 傅伊君

30 以上正本係照原本作成。

31 如不服本裁定，僅得於收受本裁定正本送達後10日內，以適用法

01 規顯有錯誤為理由，向本院提出再抗告狀，（須附繕本一份及繳
02 納再抗告裁判費新台幣1,000元），經本院許可後始可再抗告。
03 中 華 民 國 109 年 9 月 28 日
04 書記官 林琬茹