

臺灣士林地方法院民事裁定

111年度司字第85號

聲請人 英特泰斗股份有限公司

法定代理人 謝銘元

代理人 簡榮宗律師

黃翊華律師

相對人 中國信託商業銀行股份有限公司

法定代理人 利明獻

上列當事人間聲請裁定股票收買價格事件，本院裁定如下：

主 文

聲請人收買相對人所持有聲請人股份之價格應為每股新臺幣拾參點參肆元。

聲請程序費用新臺幣貳仟元由聲請人負擔。

理 由

一、聲請意旨略以：聲請人係經營第三方倉儲、SaaS及專案服務之公司，實收資本額為新臺幣（下同）1,444萬4,440元，每股面額10元。聲請人於民國111年8月23日召開股東臨時會，決議將主要部分之營業讓與予第三人永悅健康股份有限公司（下稱永悅公司），嗣相對人依據企業併購法（下稱企併法）第12條之規定請求聲請人以每股105元之價格收買其所持有之股份，聲請人認每股價格應以13元計算方屬公平之價格，雙方迄今尚未達成合意，聲請人因此提出聲請人110年度財務報表暨會計師查核報告（下稱查核報告）、中華徵信所企業股份有限公司（下稱中華徵信所公司）所出具之整體股權評價報告（下稱評估書），依據企併法第12條第7項之規定，向本院聲請裁定股份收買之價格。

二、相對人陳述意見略以：中華徵信所公司所採用之流動性折價率為39.53%及34.98%，與相關文獻中所記載我國未上市櫃公司之流動性折價率有所不同，相關文獻中記載我國未上市櫃公司之流動性折價率約為29.39%。按屬上市、上櫃及興櫃股票公司者，所訂私募普通股每股價格低於參考價格之八

成，或特別股、轉換公司債、附認股權特別股、附認股權公司債、員工認股權憑證之發行價格低於理論價格之八成者，應併將獨立專家就訂價之依據及合理性意見載明於開會通知，以作為股東是否同意之參考。公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項第4條第1項第4款就此定有明文，可見股權交易固然有流動性之折價，但證券主管機關認為上市櫃公司私募股票之所應計算之流動性折價率應於20%以下，無論係上開文獻中所記載之29.39%抑或是法令所要求之20%均低於評估書所載之39.53%及34.98%，中華徵信所公司所採用之流動性折價率顯然偏高。鑑於市價法之參數容易遭到操作，因此伊認為每股價格應不低於中華徵信所公司所評價結果11.14元及15.54元之算數平均數13.34元，該金額與聲請人110年度財務報表淨值所載之13.32元相近。

三、按公司經股東會決議，得以公司法第185條第1項第2款讓與營業之方式被他既存公司收購，企併法第27條第1項定有明文。次按公司於進行併購而有下列情形之一，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份：四、公司進行第27條之收購時，公司股東於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，並投票反對或放棄表決權者。又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，企併法第12條第1項第4款、第7項前段分別定有明文。再依國際會計準則所謂之「公平價格」，有市場上客觀之成交價、同類或類似產業股票之參考價、買賣雙方協議並載明於合約之價格等標準可資參考（經濟部92年7月29日經商字第09202148190號函釋）。

四、經查：

(一)、本件聲請人於111年8月23日召開股東臨時會，決議通過將主要部分之營業讓與於永悅公司。相對人為聲請人之股東，於股東臨時會中就上開主要部分之營業讓與案表示異議，並記

01 名於股東會議紀錄，嗣於111年9月8日以書面請求聲請人以9
02 10萬元之1.5倍收買伊所持有之股票，聲請人認每股13元始
03 為公平之價格，故與相對人自股東臨時會決議日起60日內就
04 股份收買價格無法達成協議，有相對人111年9月8日中信銀
05 字第1112005615號函在卷可稽（見本院卷第12頁）。兩造就
06 股份收買價格未能達成協議，聲請人依企併法第12條第7項
07 之規定，於111年11月18日聲請本院裁定股份收買價格，應
08 屬有據。

09 (二)、本院衡酌聲請人委請之中華徵信所公司於112年2月3日所製
10 作之整體股權評價報告（見本院卷第128頁至第186頁），中
11 華徵信所公司考量聲請人近年營運狀況持續萎縮，虧損並無
12 改善之跡象，且聲請人無法提供未來營收財測等資料，因此
13 認為不適合以收益法進行評估，而聲請人於評價基準日時點
14 並無清算或解散之情況，因此亦不採取資產法進行評估，因
15 此該公司最後決定採用市場法進行評估。市場法常用之評價
16 特定方法，包括可類比上市上櫃公司法（Guideline Public
17 Company Method）及可類比交易法（Guideline Transactio
18 n Method）。其中可類比上市上櫃公司法即係參考從事相同
19 或類似業務之企業，其股票於活絡市場之成交價格，以決定
20 受評企業之價值，可類比交易法則係參考相同或相似企業業
21 務或企業權益之成交價格，該等價格所隱含之價值乘數及相
22 關交易資訊，以決定受評企業之價值。就可類比同業公司之
23 選取，中華徵信所公司係選取於國內外掛牌與聲請人從事同
24 樣業務之公司作為參考，依其業務項目與產品類型挑選可類
25 比之同業，包含「嘉里大榮」、「捷訊」、「宅配通」、
26 「中菲行」等4家公司作為參考（見本院卷第168頁），至於
27 價值乘數之選取係採取上開同業公司以及美國紐約大學Aswa
28 th Damodaran資料庫中針對新興市場Transportation（213
29 家）產業之本益比（P/E值）、價格營收比（P/S值）、價格
30 淨值比（P/B值）、企業價值/EBIT比（EV/EBIT值）進行評
31 估與對照。在本益比（P/E值）由於聲請人近年皆屬虧損之

01 情況，因此無法採用，而在價格營收比（P/S值）上，雖然
02 同業之平均數及中位數與產業統計相近，然在價格營收比通
03 常適用於成本及費用占比較低之產業，故亦未予以採用，最
04 終中華徵信所公司係採用價格淨值比（P/B值）及EV/帳面價
05 值比進行評估，認本件聲請人之整體股權公允價值於評價基
06 準日時點應介於1,608萬5,019元至2,244萬8,150元，每股價
07 值約介於11.14元至15.54元之間。

08 (三)、經本院審酌聲請人股票之市場流動率，相對價值，經營成本
09 及110年會計師之查核結果，認本件之收買價格應為中華徵
10 信所公司每股價值之算術平均數13.34元，此與聲請人110年
11 經會計師查核之財務報表淨值13.32元相近（計算式：1,925
12 萬0,093元÷144萬4,444股＝13.32元，元以下四捨五入，見
13 本院卷第82頁權益變動表），亦符合上開中華徵信所公司之
14 價值評估。而聲請人雖認為每股應為13元，但其主張之數額
15 即與其110年會計師評估之淨值有所落差，且係以109年之會
16 計師評估淨值為據，當難採認。

17 (四)、另相對人雖以未上市櫃公司暨私募股票評價研究-流動性折
18 價指標主張聲請人公司之股票普通股每股價格低於參考價格
19 8成，或特別股、轉換公司債、附認股權特別股、附認股權
20 公司債、員工認股權憑證之發行價格低於合理價格之8成
21 者，應併將獨立專家就訂價之依據及合理性意見載明於開會
22 通知，以作股東是否同意之參考。可見證券主管機關認為上
23 市櫃公司私募股票折價率為20%以下為合理，未上市櫃股票
24 經研究折價率為29.39%，中華徵信所公司採用流動性折價
25 率顯然偏高，且鑑於市價法之參數易操縱，惟相對人所主張
26 之未上市櫃公司暨私募股票評價研究-流動性折價指標屬於
27 學術性論文，其與實際價格當有所落差，且中華徵信所公司
28 業已就如何計算折價率，以及相關金額如何得出，業已函覆
29 本院（見本院卷第248頁），是以相對人此部分主張，難謂
30 可採。

31 五、綜上所述，本件聲請人聲請本院為股票收買價格之裁定，於

01 法有據，聲請人111年8月31日之股票公平價格應為每股13.3
02 4元，聲請人應以該價格收買相對人所有聲請人之股份，爰
03 裁定如主文第1項所示。

04 六、未按因財產權關係為聲請者，按其標的金額100萬元以上未
05 滿1000萬元者，以2,000元徵收費用。非訟事件程序費用，
06 除法律另有規定外，由聲請人負擔，非訟事件法第13條第3
07 款、第21條第1項前段分別定有明文。經查，本件收買股票
08 之公平價格應為每股13.34元，相對人持有之股份共13萬
09 股，標的金額共173萬4,200元，應徵聲請程序費用2,000
10 元。

11 七、依企業併購法第12條第12項，非訟事件法第24條第1項，裁
12 定如主文。

13 中 華 民 國 112 年 8 月 11 日
14 民事第一庭 法 官 唐一強

15 以上正本係照原本作成。

16 如對本裁定抗告，應於裁定送達後10日內向本院提出抗告狀，並
17 繳納抗告費新臺幣1,000元。

18 中 華 民 國 112 年 8 月 11 日
19 書記官 鍾堯任