

臺灣臺北地方法院民事裁定

107年度司字第212號

聲 請 人 奧圖碼科技股份有限公司

法定代理人 陳士元

代 理 人 蔡耀瑩律師

陸昱青

陳曉穎

江鉅星

黃懷毅

相 對 人 許雯琳

廖陞汶

上列當事人間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貳拾伍點參伍元。

聲請程序費用新臺幣參拾伍萬貳仟元由聲請人負擔。

理 由

一、聲請意旨略以：伊於民國107年7月23日召開股東臨時會，決議由中強光電股份有限公司（下稱中強公司）依企業併購法第29條第6項規定，以每一普通股股權價值新臺幣（下同）11.02元之價格，收購伊全部已發行且流通在外之普通股股份，使伊於股份轉換基準日即107年9月1日後成為中強公司100%持股之子公司，而通過與中強公司之股份轉換案。相對人甲○○、乙○○分別持有伊10萬股、1萬股之普通股，且於股東臨時會時依企業併購法第12條第1項第5款對上開議案表示異議，並放棄表決權，嗣分別於107年8月7日、同年7月30日要求伊以每股70元、93.2元收買其等持有之股份，惟伊認以每股11.02元之價格收買其等之普通股股份始為合理，並於107年9月7日按每股11.02元之價格支付股款予相對人，因兩造就股票收買價格無法達成協議已逾60日，爰依企業併

01 購法第12條6項規定，聲請本院為價格之裁定。

02 二、相對人陳述意見略以：

03 (一)乙○○則以：相對人曾為興櫃公司，股票價格之估算應與其
04 96年股價相較，該年度相對人公司96年每股盈餘即Earnings
05 Per Share（下稱EPS）為3.47元，股價介於40至110元間，1
06 06年之EPS為4.66元，故股價應介於53.7至147.7元間始為合
07 理。又公司股票之價值應以其賺錢能力衡量，相對人為股本
08 小且極具爆發力之公司，且已擴大市場占有率，其股票價格
09 評價方法應以本益比法定之，並應以本益比20倍估算股票價
10 值，以EPS4.66元計算，股票收買價格應為93.2元，伊系非
11 自願遭收購股票，相對人應溢價收購，不應以每股11.02元
12 折價收購等語。

13 (二)甲○○則以：公司股票價值應以其獲利情形及市場未來發展
14 而定，非以公司淨值為斷，聲請人於107年7月23日股東臨時
15 會檢附之獨立專家意見書係以106年12月31日為衡量基準
16 日，且以該日淨值22.28元為股價衡量基準，忽略至107年7
17 月23日已累計至少兩季之獲利，嗣復刻意發放現金股利4.3
18 元及資本公積現金7.5元，使其每股淨值降至10元左右，再
19 以該股票價格與其所稱屬性相近之公司比較股價淨值比，並
20 據此以計算每股收購價格11.02元，聲請人依該獨立專家意
21 見書訂定以每股11.02元為當時之股票價格，顯偏離市場經
22 驗所認知之合理價格，況伊等小股東之股票係非自願被收
23 購，不應折價而應溢價收購。聲請人曾為興櫃公司，最高股
24 價曾達每股110元，且為中強公司之重要子公司，應以準上
25 市櫃公司規格視之，不應與一般未上市櫃之小公司類比，其
26 股票價格判斷標準，應以金管會證期局計算未上市櫃公司股
27 票承銷價格之參考公式計之，以相對人至107年9月30日止之
28 獲利1億6489萬4000元，加計本年度第4季獲利推估與前年度
29 同為2億0587萬元，依流通在外股數5846萬2000股計算，全
30 年每股獲利約為6.34元，比照106年度EPS為4.66元，取2者
31 平均即5.5元乘以本益比17.5倍，股價應為每股96.25元，伊

01 僅要求以每股70元之價格收購，已屬低估等語。

02 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
03 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
04 第1項定有明文。次按公司於進行併購而有下列情形之一，
05 股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份：五、
06 公司進行第29條之股份轉換時，進行轉換股份之公司股東及
07 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
08 集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄
09 表決權者。但公司依第29條第6項規定進行股份轉換時，僅
10 轉換股份公司之股東得表示異議；股東與公司間就收買價格
11 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
12 過後30日內，以全體未達成協議之股東為相對人，聲請法院
13 為價格之裁定，企業併購法第12條第1項第5款、第6項前段
14 分別定有明文。又企業併購法第12條所指「當時公平價格」
15 為何，以該條文文義並參酌公司所提出以轉換股票辦理併購
16 等議案，仍繫於股東會決議通過與否，而異議股東方進一步
17 有對公司發生收買股票請求權之問題，此公平價格之認定，
18 自應以股東會決議之時，作為該股份市場價格之衡量時點
19 （最高法院71年度台抗字第212號裁定意旨參照）。再依國
20 際會計準則所謂之「公平價格」，有市場上客觀之成交價、
21 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
22 之價格等標準可資參考（經濟部92年7月29日商字第0920214
23 8190號函釋）。另按公司法所定股東聲請法院為收買股份價
24 格之裁定事件，法院為裁定前，應訊問公司負責人及為聲請
25 之股東；必要時，得選任檢查人就公司財務實況，命為鑑
26 定。前項股份，如為上櫃或上市股票，法院得斟酌聲請時當
27 地證券交易實際成交價格核定之，非訟事件法第182條第1項
28 定有明文，該規定於上開企業併購事件準用之，企業併購法
29 第12條第11項亦有明文。

30 四、經查：

31 (一)本件聲請人於107年7月23日召開股東臨時會，決議通過與中

01 強公司之股份轉換案。甲○○、乙○○均為聲請人股東，於
02 股東臨時會就上開股份轉換案表示異議，並經記明於股東會
03 議紀錄，嗣分別於107年8月7日、同年7月30日以書面請求聲
04 請人以每股70元、93.2元收買其等持有之股票，聲請人認每
05 股11.2元始為公平價格，與其二人自股東會決議日起60日內
06 就股份收買價格無法達成協議等情，有聲請人107年7月23日
07 股東臨時會議事錄、異議股東股份收買請求書、異議股東股
08 份收買通知書等件為證（本院卷一第17至24、57至67頁）。
09 兩造就股份收買價格未達成協議，聲請人依企業併購法第12
10 條第6項規定，於107年10月15日聲請本院裁定股份收買價
11 格，自屬有據。

12 (二)本院衡酌聲請人委請詹定勳會計師作成之獨立專家意見書
13 （本院卷一第35頁），係以106年12月31日為股份公平價格
14 之評價基準日，而非107年7月23日股東會決議時，且兩造主
15 張之股份收買價格差異甚鉅，另聲請人並非上市、上櫃或於
16 興櫃市場登錄進行買賣股票之公司，無何市場價格可資參
17 考，乃依上開規定選任謝國松會計師為檢查人，就聲請人之
18 財務實況及於107年7月23日股東臨時會決議時之股份公平價
19 格為鑑定。謝國松會計師為鑑定時，考量本件股票價格之鑑
20 定屬法律爭訟事件，而以「公平價值」為價值標準，且依聲
21 請人業務、財務及產業資料及過去暨目前之經營狀況，認聲
22 請人於可預見之未來並無重大停止營運清算之風險，得繼續
23 經營，而採用「繼續經營價值」為價值前提（見外放鑑定報
24 告第42至43頁）；另說明國際上企業評價主要之評價方法包
25 含資產法、市場法及收益法，其考量本件評價目的係供本院
26 判斷聲請人普通股每股公平價值，屬訴訟目的，且觀察聲請
27 人95年至101年Q2合併財報資訊，除101、102及108年為虧損
28 狀態外，其餘年度皆為獲利，且聲請人屬營運性公司，其公
29 平價值主要來自未來營運之潛在盈虧而非其持有資產，故不
30 採用資產法及市場法中之市價/淨值比法（P/B Method）、
31 企業價值對營收比法（EV/S Method）、企業價值對稅前息

前盈餘比法（EV/EBIT Method）及企業價值對稅前息前折舊攤銷前盈餘比法（EV/EBITDA Method），而採用市場法下之本益比法（P/E Method）及收益法下之盈餘流量折現法，作為評估聲請人股票公平價值之判斷標準（鑑定報告第1、44至47頁），並以市場法佔40%、收益法佔60%之權重進行兩種方法之調節，以得出單一金額之結果（鑑定報告第55頁）。依其鑑定報告，以本益比法計算，以聲請人107年至111年實際暨預估之稅後淨營業利益為基準，計算聲請人未來長期可持續維持稅後淨營業利益為1億3534萬1000元，另評估聲請人於興櫃掛牌期間即96年至102年7年間之平均本益比為17.52，以聲請人自撤興櫃日至107年7月23日間之GDP成長率、銀行基本放款利率及10年期以上公債殖利率為調節指標，計算107年7月23日調節後之本益比為14.85，兩者相乘後推估聲請人全部股東權益之公平價值為20億0981萬4000元，復以107年7月23日流通在外之普通股股數5639萬計算，聲請人依本益比法計算之每股公平價值為35.64元（鑑定報告第48至49頁）。另謝國松會計師依收益法中之盈餘流量折現法計算聲請人股票公平價格，係以資本資產定價模型（Capital Asset Pricing Model，下稱CAPM）估計聲請人未來盈餘流量之現值，依其對聲請人關於無風險利率、平均市場風險溢酬、Beta值、企業之規模風險溢酬及永續成長率等參數值之估計，採用CAPM模型計算存續期間及預測期間（107年至111年）之折現率均為18.55%，存續期間之盈餘流量資本化率則為15.55%，再將聲請人107年至111年實際暨預估之稅後淨營業利益帶入公式計算，可推估聲請人全部股東權益之公平價值為10億4080萬5000元，以聲請人107年7月23日流通在外之普通股股數5639萬計算，聲請人依盈餘流量折現法計算之每股公平價值為18.46元（鑑定報告第22頁、第49至50頁），依前述市場法40%、收益法60%之權重進行調節，聲請人107年7月23日之公平價格鑑定為每股25.35元（鑑定報告第55頁）。本院審酌上開鑑定意見考量聲請人進行股份轉換後仍

有繼續經營之現況及前景，而以聲請人107年至111年實際暨預估之稅後淨營業利益為計算基準，依市場法中之本益比法及收益法中之盈餘流量折現法為依據，以適當之乘數估算評價標的之價值，認本件以鑑定報告所載每股25.35元為聲請人107年7月23日之公平價格，應屬合理。

(三)聲請人固主張謝國松會計師採用盈餘流量折現法時，將計算參數中之永續成長率假設為3%，與全球投影機市場未來成長趨勢不符，並主張投影機市場之未來成長情況預估，應為銷售數量逐漸下降、但產品單價上升，銷售額維持相近金額之狀態，故永續成長率應為0%云云，並提出PMA Research全球投影機銷售統計為證（本院卷二第333頁）。惟觀該統計表所載110年（即西元2022年）第2季之銷售數據與去年同季相較，呈成長趨勢，且本件謝國松會計師之鑑定報告亦已敘明其將聲請人永續成長率設定為3%，係考量聲請人所屬產業未來之發展前景及臺灣過去GDP之長期平均成長，且臺灣110年之GDP成長率已上調為5.88%，及聲請人母公司中強公司於110年7月27日第2季法說會上，亦預測因COVID-19疫情將加速顧客對遠距設備之需求與佈局，加以聲請人持續創新研發之努力，聲請人產品將有爆炸性之發展，其聯屬公司間成長性亦指日可待等情所為之判斷，故本院認鑑定報告將聲請人之永續成長率設定為3%，應屬可採，聲請人主張其永續成長率應為0%，洵無足取。

(四)聲請人另主張其非公開市場掛牌交易之上市櫃公司，無證券集中交易市場交易價格，需考量控制權議價、少數股權折價、流動性折價等因素，始能反映市場上之真實價值，故應進行7%以上流動性折價，調整後每股公平價格至多為23.44元云云，並提出蔡志堅會計師之他案鑑定意見書為證（本院卷二第363至369頁）。惟他案鑑定意見書並無拘束本院之效力，且謝國松會計師於鑑定報告中已表明因本件評價目的係供本院判斷聲請人普通股每股公平價值，屬訴訟目的，且適用之價值標準為公平價值，依國際評價準則之規範或美國NA

01 CVA所引用之美國標準公司法，於訴訟目的下採用公平價值
02 作為價值標準，皆要求不得進行折溢價調整，無論是缺乏市
03 場流通性折價、缺乏控制性折價或控制權溢價，均無須再做
04 此等價值調整（鑑定報告第51至53頁）。本院審酌企業併購
05 法及公司法關於異議股東收買請求權，目的在於當大多數股
06 東已依多數決原則就公司併購乙事作成決定後，給予異議股
07 東得有依決議當時公平價格取回其投資，而不參與公司併購
08 之機會，資以調和各該股東之利益，因此異議股東收買請求
09 權之目的，不在使異議股東得因公司併購而取得利益或遭受
10 損害，而僅係單純地客觀反映合併當時之合理權益，認本件
11 無須考量適用因市場流通性不足所生之折價，聲請人主張其
12 每股公平價格應折價7%，亦屬無據。

13 (五)相對人乙○○雖主張聲請人股票價格應與其興櫃期間相較，
14 並以本益比20倍計算云云，然並未提出計算依據，且未考量
15 任何調節指標，尚難憑採；相對人甲○○固主張股票價格判
16 斷標準，應以金管會證期局計算未上市櫃公司股票承銷價格
17 之參考公式計算云云，惟上開公式係出自81年2月12日發布
18 之股票承銷價格訂定使用財務注意事項第3點，該注意事項
19 業於93年12月6日廢止（本院卷二第399頁），甲○○仍持該
20 公式為計算依據，並主張以本益比17倍計算聲請人股票之公
21 平價格，亦難憑採；至其二人均主張聲請人應溢價收購其等
22 之股份云云，與前述企業併購法賦予異議股東股份收買請求
23 權，係為使該等股東得有以公平價格取回其投資，而不參與
24 公司併購之機會，並非為使該等股東得因公司併購而取得利
25 益或遭受損害之目的有違，亦無足採。

26 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
27 法有據，聲請人107年7月23日之股票公平價格應為每股25.3
28 5元，聲請人應以該價格收買相對人所有聲請人之股份，爰
29 裁定如主文第1項所示。

30 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
31 滿1000萬元者，以2,000元徵收費用。非訟事件程序費用，

01 除法律另有規定外，由聲請人負擔，非訟事件法第13條第6
02 款、第21條第1項前段分別定有明文。又聲請程序費用及檢
03 查人之報酬，由公司負擔，則為企業併購法第12條第12項所
04 明定，自屬非訟事件法第21條第1項所稱「法律另有規定」
05 之情形。查本件收買股票之公平價格應為每股25.35元，相
06 對人持有之股份共11萬股，標的金額共278萬8500元，應徵
07 聲請程序費用2,000元。又本件經依企業併購法第12條第11
08 項準用非訟事件法第182條第1項規定選任謝國松會計師為檢
09 查人就聲請人財務實況命為鑑定本件收買價格，並由相對人
10 預納檢查人報酬共35萬元（本院卷二第169、269頁）。上開
11 聲請程序費用合計35萬2000元。依企業併購法第12條第12項
12 之規定，應由聲請人負擔。

13 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
14 定如主文。

15 中 華 民 國 111 年 3 月 14 日
16 民事第六庭 法 官 蕭清清

17 以上正本係照原本作成。

18 如對本裁定抗告須於裁定送達後10日內向本院提出抗告狀，並繳
19 納抗告費新臺幣1,000元。

20 中 華 民 國 111 年 3 月 14 日
21 書記官 林家鉉