

臺灣臺北地方法院民事裁定

110年度司字第14號

聲 請 人 信昌化學工業股份有限公司

法定代理人 鄭正

代 理 人 林俊宏律師

相 對 人 廖秀芬

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有聲請人股份之價格應為每股新臺幣壹拾捌元。

聲請程序費用新臺幣壹仟元由聲請人負擔。

理 由

壹、程序方面：

按當事人喪失訴訟能力或法定代理人死亡或其代理權消滅者，訴訟程序在有法定代理人或取得訴訟能力之本人承受其訴訟以前當然停止。第168條至第172條及前條所定之承受訴訟人，於得為承受時，應即為承受之聲明。民事訴訟法第170條、第175條分別定有明文。而民事訴訟法第168條至第180條及第188條規定，於非訟事件準用之，非訟事件法第35條之1亦有明文。本件聲請人之法定代理人原為辜公怡，嗣變更為鄭正，並經其具狀聲明承受訴訟，有民事聲明承受訴訟狀、經濟部110年8月18日經授商字第1100114820函附卷足憑，是其聲明承受訴訟，於法並無不合，應予准許。

貳、實體方面：

一、聲請意旨略以：聲請人與台灣水泥股份有限公司（下稱台泥公司）簽署股份轉換契約，並於民國109年11月5日第1次股東臨時會（下稱系爭股東會）通過股份轉換契約及其第1次增補協議之決議（下稱系爭股份轉換案），由台泥公司以聲請人每股普通股換發新臺幣（下同）18元現金對價之方式，取得聲請人全部已發行且流通在外之普通股股份，使聲請人

01 成為台泥公司100%持股之子公司。相對人於系爭股東會前即
02 109年10月28日提出股東異議聲明書，向聲請人以書面就系
03 爭股份轉換案表示異議，並放棄表決權；又於系爭股東會後
04 20日內即109年11月20日提出異議股東股份收買請求書，列
05 明請求聲請人以每股普通股收買價格100元，收買其所有聲
06 請人之50,000股普通股。聲請人雖向相對人表示願以每股18
07 元價格收買其所有聲請人之全數普通股，惟兩造所提價格差
08 異甚鉅，致未能於系爭股東會決議日即109年11月5日起60日
09 內達成協議，經勤業眾信聯合會計師事務所出具之信昌化學
10 工業股份有限公司民國108及107年度財務報告暨會計師查核
11 報告、信昌化學工業股份有限公司民國109及108年度第2季
12 財務報告暨會計師核閱報告（下稱系爭第二季財報）、銓興
13 聯合會計師事務所出具之信昌化學工業股份有限公司股份轉
14 換價格合理性意見書（下稱系爭意見書），亦認為每股現金
15 18元為對價應屬合理。爰依企業併購法第12條第6項規定，
16 聲請裁定以每股18元收買相對人持有之股份等語。

17 二、相對人則略以：市價法之採用係對於已於公開市場掛牌交易
18 之標的公司，可藉由在市場自由交易產生的市價，推估其合
19 理價值，若投資人買賣意願若受到限制或誘導，則市價便不
20 是自由交易所產生，系爭意見書所採用之市價期間為評估基
21 準日109年9月5日前10日、20日、35日個交易日平均成交
22 價，此期間市價當然不可採。又各項研究各項均指出不論是
23 資產減損、虧損減資、判列全額交割等訊息在台灣證券市場
24 均會導致股價呈現過度反應，且股價的負向異常情況會持續
25 一個月以上甚至長達一年，之後方能反轉回正常市價。聲請
26 人於109年2月5日宣告108年第四季單季認列資產減損754,66
27 0千元，又於109年4月21日股東常會照案通過減資案，再於1
28 09年5月20日判列為全額交割股，在109年2月至5月短短四個
29 月期間，聲請人連續而密集宣告重大負面訊息，以上訊息之
30 宣告導致聲請人之股價自109年初至109年7月8日前均處於過
31 度反應理論之情況，且實證研究指出任何一項負面訊息，便

01 足以引過度反應而導致市場無效率，使市價偏離正常價格。
02 聲請人更於109年7月9日以辦理減資作業為由暫停股票交
03 易，再於109年7月20日股票重新恢復交易前，便由聲請人之
04 台泥公司發布重大訊息，宣布將於7月20日開始以每股18元
05 公開收購信昌化股票，且若公開收購後未能持有信昌化百分
06 之百股權，亦將會依法以超過三分之二以上股權讓股東臨時
07 會通過股權轉讓案及下市及撤銷公開發行，此舉無異在股票
08 恢復交易後的市價設下18元的天花板。再者，自109年至110
09 年4月23日止，收併購而中止下市之上市公司計有敦南（530
10 5）、康聯-KY（4144）、格威傳媒（8497）、鎧勝-KY（526
11 4）、台紙（1902）及聲請人信昌化（4725）等六家，其他五
12 家上市公司決議收併購終止下市之股東臨時會前9個月之公
13 告訊息，均無資產減損或虧損減資之訊息，且其價格合理性
14 意見書均與聲請人之價格合理性意見書採用市價法及市場價
15 值法以決定公平價值，聲請人之價格合理性意見書，在未考
16 慮聲請人個別特殊之情況而誤用一般常用之市價法。再者，
17 系爭意見書所採用市場法之股價淨值比法，完全未考慮該評
18 價報告之目的係用於信昌化之母公司台泥公司收購小股東之
19 股份，在採用信昌化109年度第二季財務報表之淨值時，並
20 未將提列資產減損金額視為應常規化調整之項目，自淨值中
21 加回，價格合理意見書中其股價淨值比法所計算之結果當然
22 不可採，提列未來年度之虧損不應由被強制收購之小股東承
23 擔。台泥公司身為聲請人關係企業母公司，並掌握聲請人董
24 事會絕對席次之下對關係人交易之及財務報表金額之選擇，
25 顯然是以台泥集團最大效益為考量，而未能依照公司治理之
26 精神，兼顧聲請人小股東權益，更足以佐證聲請人為求大幅
27 減低企業價值，於109年2月5日決定於108年度提列鉅額資產
28 減損損失之可能性甚大。相對人對於系爭意見書其評價之理
29 論及計算之程序並無意見，僅對市價法所採用評估基準日即
30 可109年9月4日所計算之市價及市場法所用之淨值直接採用
31 聲請人109年度第二季財務報表，認為評價人員未能依照評

01 價準則公報之規定進行調整，致評價人員推算聲請人之公平
02 價值時，引用錯誤之數值而求出偏低而不正確之結果，若將
03 評估基準日改為108年9月4日，淨值加回資產減損損失金
04 額，仍依照價格合理性意見書之方法計算，則可推出聲請人
05 之公平價值為每股37元等語。

06 三、按公司進行企業併購法第29條之股份轉換時，進行轉換股份
07 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
08 東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議
09 經記錄，放棄表決權者，股東得請求公司按當時公平價格，
10 收買其持有之股份；股東與公司間就收買價格達成協議者，
11 公司應自股東會決議日起90日內支付價款。未達成協議者，
12 公司應自決議日起90日內，依其所認為之公平價格支付價款
13 予未達成協議之股東；公司未支付者，視為同意股東依第2
14 項請求收買之價格；股東與公司間就收買價格自股東會決議
15 日起60日內未達成協議者，公司應於此期間經過後30日內，
16 以全體未達成協議之股東為相對人，聲請法院為價格之裁
17 定。未達成協議之股東未列為相對人者，視為公司同意該股
18 東第2項請求收買價格。公司撤回聲請，或受駁回之裁定，
19 亦同，此觀企業併購法第12條第1項第5款前段、第5項、第6
20 項前段自明。

21 四、得心證之理由：

22 (一)、本件聲請未逾法定期間，應屬合法：

23 經查，聲請人原為股票上市公司，因與台泥公司進行系爭股
24 份轉換案，經聲請人於109年11月5日召開系爭股東會決議通
25 過系爭股份轉換案，惟相對人已於股東會決議日之前即109
26 年10月28日向信昌公司提出書面異議，且於該股東會決議日
27 起20日內即109年11月20日，相對人向信昌公司提出收買請
28 求書，並列明請求收買價格，及交存股票之憑證予元大證券
29 股份有限公司（下稱元大證券公司）。因兩造未能達成協
30 議，信昌公司旋於110年1月14日向本院提出民事異議股東股
31 份收買價格裁定聲請狀以聲請本院為價格之裁定等情，有聲

01 請人109年第1次股東臨時會議事錄、股東異議聲明書、異議
02 股東股份收買請求書、股東印鑑卡、元大證券公司製作之客
03 戶餘額查詢表、相對人異議股東協議聲明書、聲請人108年
04 及107年度財務報告暨會計師核閱報告、系爭第二季財報、
05 系爭意見書等件及本件民事聲請狀上本院收文戳記在卷可
06 稽。是聲請人本件之聲請未逾法定期間，應屬合法。

07 (二)、聲請人主張系爭股份轉換案當時之公平價格為每股18元，應
08 屬可採：

09 1.按法院為收買股份價格之裁定事件，如為上櫃或上市股票，
10 法院得斟酌聲請時當地證券交易實際成交價格核定之，此觀
11 企業併購法第12條第11項準用非訟事件法第182條第2項規定
12 自明。又異議股東請求公司按當時公平價格，收買其持有之
13 股份時，所謂「當時公平價格」，係指股東會決議之日，該
14 股份之市場價格而言（最高法院71年度台抗字第212號裁定
15 同此見解）。蓋企業併購法及公司法關於異議股東收買請求
16 權，目的在於當大多數股東已依多數決原則就公司併購乙事
17 作成決定後，給予異議股東得有依決議當時公平價格取回其
18 投資，而不參與公司併購之機會，資以調和各該股東之利
19 益，因此異議股東收買請求權之目的，不在使異議股東得因
20 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
21 併當時之合理權益。而股份轉換仍繫於股東會決議通過與
22 否，異議股東方進一步有對公司發生收買股票請求權之問
23 題，此公平價格之認定，自應以股東會決議之時，作為衡量
24 時點。

25 2.查，聲請人依企業併購法第31條規定，委請獨立專家朱建州
26 會計師就系爭股份轉換案之每股轉換價格合理性出具系爭意
27 見書，內容略以：採用市價法、市場法之股價淨值比法的評
28 價方式評估，並考量收購控制權溢價後，信昌化工每股合理
29 價值區間介於15.29元至19.86元間。復考量前次台泥公司係
30 以每股18元，公開收購信昌公司流通在外股份。再考量公開
31 收購期間結束後，在市場未知有股份轉換之情形下，信昌公

01 司平均股價為17.38元。股份轉換之現金對價每股不低於18
02 元，其價格之訂定，應屬合理等語，有系爭意見書存卷可徵
03 （見本院卷第281至291頁）。復參以系爭股份轉換案之股份
04 轉換基準日定為109年9月4日，而聲請人信昌公司之普通股
05 於同年9月14日起停止公開發行及終止上市等情，此有聲請
06 人109年第1次股東臨時會議事錄附卷可考（見本院卷第25至
07 33頁），故於109年9月14日前，聲請人股票於上市之成交資
08 訊應可反映客觀之市場交易價值。復查，系爭股東會召開當
09 月即109年9月間，聲請人信昌公司股份最高價為17.95元，
10 有個股歷史股價表在卷可佐（見本院卷第479頁），低於聲
11 請人主張之每股18元價格，堪認聲請人主張系爭股份轉換案
12 當時之公平價格為每股18元乙節，應屬有據。

13 3.相對人雖主張：聲請人公司於108年11月22日起股票暫停融
14 資融券交易；於109年2月5日聲請人公司發布重大訊息公告
15 依國際會計準則第36號公報之規定108年第4季單季認定資產
16 減損754,660千元；於109年2月5日聲請人公司發布重大訊息
17 宣布將於4月21日股東會討論並通過減資方案，辦理減資1,5
18 99,650,750元，銷除普通股股數159,965,075股，減資比率5
19 4.78725%，聲請人公司實收資本額為2,919,750,000元，發
20 行股份為291,975,000股，減資後實收資本額為1,320,099,2
21 50元，發行股份為132,009,925股；聲請人公司於109年4月2
22 1日照案通過減資案；聲請人公司於109年5月20日打入全額
23 交割，直到109年11月19日恢復為普通交易；聲請人公司辦
24 理減資作業，自109年7月9日暫停舊股交易，減資後新股至1
25 09年7月20日開始上市買賣；台泥公司於109年7月16日發布
26 重大訊息宣布將於7月20日開始以每股18元公開收購聲請人
27 公司股票，且若公開收購後未能持有聲請人公司100%股權，
28 亦將會依法以超過三分之二以上股權讓系爭股東會通過系爭
29 股份轉換案及下市及撤銷公開發行等，認聲請人公司股票於
30 109年間處於過度反應狀態，並非合理價格，聲請人應將淨
31 值加回資產減損損失金額，評估基準日改為108年9月4日，

01 以每股37元買回股份等語。惟查，聲請人公司所為認列資產
02 減損乙情，係符合國際會計準則所允許一節，既為相對人所
03 不爭執（見本院卷第317頁），相對人就此雖以為何選擇於
04 收購年度之2月5日決定大幅提列資產減損；資產減損中使用
05 權資產乃長期租約，租約出租人為台泥公司100%持有子公司
06 台泥再生資源股份有限公司（下稱台泥再生公司），承租人
07 明知生意會大賠竟維持原租約條件；採用折現率（稅前）為
08 17.3%是否合理，以此比率計算即視為於108年底可回收金額
09 為460,822,223元，相對人認因有上開因素，系爭意見書於
10 採用市場法之股價淨值法時，應考量目的係為信昌公司之母
11 公司台泥公司收購小股東之股份，在採用系爭第二季財報之
12 淨值時，應將提列資產減損金額視為應常規化調整之項目，
13 自淨值中加回，因提列未來年度之虧損不應由股東承擔等
14 語。查，聲請人公司於108年因資產減損之損失而認列於損
15 益，既符合前開會計準則，已如前述，則聲請人公司係因資
16 產發生減損而認列減損損失所致，並有聲請人提出之價格數
17 量表可參（見本院卷第353頁），相對人對此主張聲請人公
18 司恣意決定認列損失時點云云，即不可採。再者，聲請人公
19 司關於租賃使用權資產減損損失之認列一節，依聲請人公司
20 108及107年度財務報告暨會計師查核報告所載：聲請人公司
21 於98年4月間與台泥再生公司簽訂融資租賃契約承租生產設
22 備合約，於102年11月簽訂增補合約，租賃契約至112年11
23 月，另於106年6月簽訂增補合約，租賃契約延至116年5月等
24 情，有該報告在卷可查（見本院卷第109頁），依上可知，
25 聲請人公司前開租賃契約及增補合約均係在108年前即已成
26 立生效，相對人並未說明何以得逕以變更租約條件而避免發
27 生聲請人公司前開虧損之理由，其前開主張，亦不可採。基
28 此，聲請人公司主張其係經資產相關人員及會計師以相關會
29 計準則及企業本身、所處產業之狀況與未來發展等因素，而
30 擇定前開折現率一節，依上開說明，相對人並未具體指謫前
31 開因素有何應依相對人所提方式予以調整之必要及依據，則

01 相對人對此所述，亦無可採。

02 4.相對人雖稱：聲請人公司於109年2月5日宣告108年第4季單
03 季認列資產減損，於109年4月21日股東會通過減資案，於10
04 9年5月20日判列為全額交割股，致聲請人公司股票股價自10
05 9年初至109年7月8日處於過度反應，並於109年7月9日，因
06 聲請人公司以辦理減資作業為由暫停股票交易，經台泥公司
07 發布重大訊息於109年7月20日以每股18元公開收購聲請人公
08 司股票，對照109年至110年4月23日其他因收併購而中止下
09 市之上市公司等六家公司，並無資產減損或虧損減損之訊
10 息，故系爭意見書並未考量聲請人公司個別特殊狀況云云。
11 然查，聲請人公司既有前開之虧損經會計師以相關會計準則
12 認列，系爭意見書亦於價值評估說明中，考量聲請人公司自
13 108年度起即呈現虧損情形，於評估時即不適用本益比法；
14 且系爭意見書以市價法、市場法之股價淨值比法，且該會計
15 師亦說明於109年7月22日，因聲請人公司被公開收購而出具
16 之合理性意見，股價淨值比合理區間較系爭意見書之整理結
17 果為低，應為化工類股指數本年度確有上漲，及反映109年
18 第二季樣本公司平均每股淨值下降之事實等情（見本院卷第
19 287至291頁），亦已說明系爭意見書就前開事由之評估等
20 情，故相對人前開主張亦無足採。又，相對人雖以：系爭意
21 見書並未在採用系爭第二季財報之淨值時，將提列資產減損
22 金額視為應常規化調整之項目，並於淨值中加回等語。然
23 則，上開資產減損既已經聲請人公司予以認列，且為系爭股
24 份轉換案發生前之既定事實，相對人並未說明其應予調整之
25 依據，則其此部分主張，亦非可採。另，相對人並以：應將
26 評估基準日改為108年9月4日，以迴避109年度因聲請人公司
27 密集發布諸多重大訊息足以影響股價之期間，並以系爭意見
28 書所採方法予以評估聲請人公司之股票股價公平價值為每股
29 37元等語。然則，相對人上開所指應予避免之重大訊息，既
30 如前述為應予認定等情，已如前述，則相對人未就其主張買
31 回價格提出合理之評估及計算基準，且就聲請人公司之股價

01 評估基準日改為108年9月4日之具體理由，自無從為其有利
02 之認定，故本件公平價格，自仍應以系爭股東會決議作成時
03 即當月最高股價為18元為衡量時點，且核與系爭意見書所稱
04 每股不低於18元相符。

05 (三)、綜上所述，本院綜合參酌系爭意見書、證券交易實際成交價
06 格及其他相關情況後，認聲請人主張：於系爭股東會決議通
07 過系爭股份轉換案時，聲請人股份之公平價格為每股18元乙
08 節，應屬適當，故聲請人應以該價格收買相對人所有聲請人
09 股份，爰裁定如主文第1項所示。

10 五、依企業併購法第12條第12項，非訟事件法第24條第1項，裁
11 定如主文。

12 中 華 民 國 110 年 11 月 30 日
13 民事第六庭 法 官 陳智暉

14 以上正本係照原本作成。

15 如不服本裁定應於送達後10日內向本院提出抗告狀，並繳納抗告
16 費新臺幣1,000元。

17 中 華 民 國 110 年 11 月 30 日
18 書記官 陳嫻舒