臺灣臺北地方法院民事裁定

112年度司字第79號

聲　請　人　格上汽車租賃股份有限公司

000000000000000000

法定代理人　許國興

上　二　人

共同代理人　黃士豪

相　對　人　陳龍祥

000000000000000000

張男勝

上　一　人

代　理　人　張男福

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參拾陸元。

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：

（一）聲請人為非上市、上櫃或興櫃之未公開發行股份有限公司，民國112年5月11日止，已發行之股份總數為134,202,828股，包含112年4月19日已發行股份總數106,402,828股及112年4月27日增資之27,800,000股之總股數，每股面額新臺幣（下同）10元，第三人裕融企業股份有限公司（下稱裕融公司）為聲請人之股東，原已持有聲請人已發行股份122,123,027股，持股比例約91%，而相對人陳龍祥、張男勝亦為聲請人之股東，分別持有聲請人已發行股份34,470股及4,208股。

（二）聲請人之董事會為整合集團資源、提升營運效率，於112年5月11日依企業併購法第30條第1項、第2項規定決議通過，與裕融公司達成以每股36元現金為對價進行股份轉

換，使聲請人成為裕融公司持股100%之子公司（下稱本件股份轉換案），因聲請人為非公開發行公司，難以股票市場價格作為其公平價格，故裕融公司委託獨立專家阮瓊華會計師依聲請人108年至111年經會計師簽證財務報表、112年第一季公司自結財務報表等資料，以112年4月22日為評價基準日提出「裕融企業購買格上汽車股權價格合理性之專家意見書」(下稱系爭專家意見書)，並以市場法之可類比交易法及收益法評價後，計算出每股價格區間為32.44元至38.1元，故聲請人以每股36元收購少數股東股權，應屬合理。

（三）聲請人於112年5月11日公告本件股份轉換案、通知異議股東得於112年5月11日至112年6月10日之30日期間內，提出異議請求買回股份。相對人陳龍祥、張男勝以書面表示異議，分別請求聲請人以每股43元及72元之價格買回其股份，雙方未能就收買價格達成協議，爰依企業併購法（下稱企併法）第12條第6項規定，聲請本院為價格之裁定。

二、相對人陳述意見略以：

（一）陳龍祥部分：

1、聲請人以每股36元收購相對人之股份，不符企業併購法規定之「當時公平價格」，所謂當時公平價格依實務見解係指股東會決議之日，該股份之市場價格。復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參考。本件聲請人系爭專家意見書為其收購價格之依據，惟該意見書以第三人和泰汽車股份有限公司（股票代號：2207，下稱和泰汽車）作為可類比公司之一，和泰汽車於經濟部商業發展署登記之所營事業與聲請人的所營事業顯不相同，如此類比顯不適當。且系爭專家意見書僅以111年每股盈餘為基礎估算股權價值，惟111年初國內開始出現Covid-19之Omicron變異株，造成多起大小規模社區群聚感染事件並促使中央流行疫情指揮中心宣布三級警

戒，嚴重影響國內消費性經濟活動，實難認此計算方式客觀公平。

2、本件股份轉換案之股份收買價格應為每股43元。市場上計算標的公司之股份收購價格，一般係以本益比20倍為依據，而依系爭專家意見書所列之損益表，聲請人於110年及111年每股盈餘分別為3.0453元、2.7585元，故本件股份轉換案每股合理價格區間為55.17元至60.906元。輔以系爭專家意見書中約定之25%調整流動性折價，則每股合理價格區間為41.3775元至45.72元，取其中間值為每股43元。依坊間網站資訊，聲請人之董事會決議通過前述收購價格後，聲請人之股份交易價格每股為42.8元，與前述計算之價格每股43元相近，可認聲請人每股之合理價格應為43元。

（二）張男勝部分：

1、本件股份轉換案聲請人僅參考1家會計師事務所之財務報告，而依上市櫃公司併購或收購往例，應參考2家以上獨立專家意見，並成立特別委員會充分審議。聲請人為國內汽車租賃業之龍頭企業，股票收購價格卻未將品牌、無形資產、產業發展性等納入考量。本次收購案由聲請人董事會決議，董事會成員均為收購方裕融公司所指派，忽略利益迴避原則。系爭專家意見書估算股權價值僅以111年每股盈餘2.7585元為基準作為計算基準，惟111年全球經濟受到疫情、通膨、升息及烏俄戰爭等影響，經濟疲弱，且國內疫情尚未完全解封，衝擊國內汽車長、短期租賃需求，故111年每股盈餘偏低，以此為計算基礎不足採信。系爭專家意見書折溢價調整折價21.25%至29.39%，與上市櫃常見收購折溢價調整相悖，因股權收購非一般市場股權買賣，不適用未上市櫃公司流通性折價。且收購公司即裕融公司收購目標公司即聲請人，後續發展前景、控制權的增加所產生之協同效益，通常會以高於市場價格（非上市可為淨資產價格）購買目標公司流通股票，即溢價收購，

如為私有化收購（即股權100%收購），溢價幅度更高等語。

2、聲請人疫情前每股盈餘介於4元至5元之間，若以4.5元計算，採用意見書股權價值推估理論價格合理區間為64.58元（計算式：39.59×4.5÷2.7585=64.58元）至85.66元（計算式：52.51×4.5÷2.7585=85.66元），加計私有化股權收購溢價以平均30%溢價計算，每股價格合理區間為83.95元至111.36元。故相對人主張本件股份轉換案之股份收買價格為每股72元，尚屬保守等語。

三、按公司以股份轉換收購其持有百分之九十以上已發行股份之子公司時，得作成轉換契約，經各該公司董事會以三分之二以上董事出席及出席董事過半數之決議行之，企業併購法第30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：六、公司進行第三十條股份轉換時，其子公司股東於決議股份轉換之董事會依第三十條第二項規定公告及通知所定期限內，以書面向子公司表示異議者；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，企併法第12條第1項第6款、第6項前段分別定有明文。又企併法第12條所指「當時公平價格」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等議案，仍繫於股東會決議通過與否，而異議股東方進一步有對公司發生收買股票請求權之問題，此公平價格之認定，自應以股東會決議之時，作為該股份市場價格之衡量時點（最高法院71年度台抗字第212號裁定意旨參照）。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日商字第09202148190號函釋）。另按公司法所定股東聲請法院為收買股份價格之裁定事件，法院為裁定前，應訊問公司負責人及為聲請之股東；

必要時，得選任檢查人就公司財務實況，命為鑑定。前項股份，如為上櫃或上市股票，法院得斟酌聲請時當地證券交易實際成交價格核定之，非訟事件法第182條第1項定有明文，該規定於上開企業併購事件準用之，企併法第12條第11項亦有明文。

四、經查：

（一）本件聲請人於112年5月11日召開董事會，決議通過與裕融公司之股份轉換案，相對人陳龍祥、張男勝為聲請人股東，均於30日內以書面表示異議，分別請求聲請人以每股43元及72元之價格買回其股份，聲請人認每股36元始為公平價格，與相對人2人就股份收買價格無法達成協議，故聲請人即依企併法第12條第6項中段規定，先行依聲請人所認為之公平價格，以匯款方式分別支付股份收買價款1,240,920元、151,488元予相對人陳龍祥、張男勝等情，有聲請人112年5月11日董事會議事錄、股份轉換契約、股東請求買回登記證明書、聲請人公司付款通知書等件影本為證（見本院卷第17頁至45頁）。是兩造就股份收買價格未達成協議，聲請人依企併法第12條第7項規定，於112年8月8日聲請本院裁定股份收買價格，自屬有據。

（二）聲請人主張依聲請人108年起至111年經會計師簽證之財務報表、112年第1季聲請人公司自結財務報表等資料，評估以每股36元為股份收買價格，應認屬當時之公平價格等語。而衡諸聲請人委請元和聯合會計師事務所阮瓊華會計師作成之「裕融企業購買格上汽車股權價格合理性專家意見書」略以：以評價基準日112年4月22日，以「市場法」中之「可類比公司法」、「可類比交易法」，及「收益法」作為評價方法，「可類比公司法」選擇以同業裕融公司、中租控股公司、和泰汽車公司，考量上開同業公司所營業務及獲利能力與聲請人之差異，根據聲請人111年每股盈餘資料，計算聲請人每股理論價格區間，並因聲請人公司為非上市櫃公司，按25%調整流動性折價後，每股理

論價格區間為29.69元至39.38元。另「可類比交易法」以聲請人最近增資價格每股36元作為每股理論價格。「收益法」以聲請人112年至116年計5年度財務預測為基礎，基於繼續經營且採用永續期間計算預估期間之自由現金流量。透過取具標的公司歷史性財務資訊，比較預估營收成長率、獲利率及有效稅率與歷史績效表現，參考可比較公司及產業近五年財務資料、產業資訊及營運狀況，以瞭解該財務預測之估計基礎，並就營業收入、營業成本、營業費用、營運資金及資本支出等項目進行必要之假設，每股理論價值區間為32.55元至38.51元。綜合上述評估方法，本件裕融公司擬以每股36元收購聲請人股權，並按持股比例以每股36元認購聲請人格上汽車現金增資發行之普通股股權，介於前揭價格區間內，尚屬合理等語，有該獨立專家意見書在卷可稽（見本院卷第47頁至第70頁）。而相對人對收買其等股份價格應為43元、72元等情，並未提出相關資料供本院參酌，難認相對人之主張為可採。從而，本院綜合參酌上情，堪認聲請人所提出之每股收買價格36元具合理性，聲請人之主張為允當。

五、綜上所述，聲請人主張本件收買股份之公平價格為每股36元，聲請以該價格收買相對人所有聲請人股份，為有理由，應予准許，爰裁定如主文第1項所示。

六、依企業併購法第12條第12項，非訟事件法第24條第1項，裁定如主文。

中　　華　　民　　國　　112　　年　　11　　月　　30　　日

民事第三庭　法　官　陳裕涵

以上正本係照原本作成。

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，並繳納抗告費新臺幣1,000元。

中　　華　　民　　國　　112　　年　　11　　月　　30　　日

書記官　林怡彣