

臺灣高雄地方法院民事裁定

108年度抗字第86號

抗 告 人 徐 朝 平

相 對 人 李 長 榮 化 學 工 業 股 份 有 限 公 司

法 定 代 理 人 洪 再 興

訴 訟 代 理 人 杜 偉 成 律 師

上列當事人間裁定收買股份價格事件，抗告人對於中華民國108年5月6日本院108年度司字第9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、相對人聲請意旨略以：相對人於民國107年7月22日經審計委員會、董事會決議通過與Carlton (Luxembourg) Holdings S .a .r .l 下稱Carlton 公司，係國際投資機構Kohlberg Kravis Roberts&Co .L .P .(下稱KKR)之關係企業V簽訂「Share Exchange Agreement」(下稱股份轉換契約)，雙方約定依企業併購法第29條規定之股份轉換方式，由相對人將全部已發行股份讓與Carlton 公司百分之百持股之台灣子公司楷榮股份有限公司(下稱楷榮公司)，以作為相對人之股東取得楷榮公司支付現金之對價。此一股份轉換案嗣於107年9月10日相對人第一次股東臨時會(下稱系爭股東臨時會)決議通過，而股東即抗告人徐朝平(股東戶號279098號股東、持有普通股4,000股)業於系爭股東臨時會以書面表示異議，復於系爭股東臨時會後即107年9月18日，以書面要求相對人以每股新臺幣(下同)82.66元買回其股份，相對人因認每股53.00000000元始為公平價格，而與抗告人自系爭股東臨時會決議日起60日內無法達成協議，爰依企業併購法第12條第6項規定，聲請法院為價格之裁定等語。並聲明：相對人收買抗告人所持有相對人股票之價格，應為每股53.00000000元。

01 二、抗告人於原審陳述暨抗告意旨略以：相對人所提出每月53.0
02 0000000元之買回價格遠低於公允市場價值，依相對人提出
03 之系爭股東臨時會會議紀錄，相對人主要經營者即大股東李
04 氏家族擁有已發行股份總數27.78%，卻與Carlton公司共謀
05 訂定低於公允價值的價格，收購相對人股票再轉賣予楷榮公
06 司，之後李氏家族再擁有Carlton公司之上層控股公司45%
07 股權，相對人之股東除李氏家族外，其他所有股東均無法回
08 購楷榮公司或Carlton公司上層控股公司股票，李氏家族卻
09 趁此機會持有45%股份，足見相對人之大股東李氏家族係利
10 用此一併購案與國際投資機構合謀，藉由壓低收購相對人公
11 司股價，以驅離大多數小股東，為己謀取橫財，故相對人在
12 此併購案中已是利害關係人，保障投資人之投資人及期貨人
13 交易人保護中心在系爭股東臨時會中，亦連番質疑此併購案
14 背後李氏大股東所扮演角色，並於107年8月28日、107年
15 9月5日分別發函要求相對人說明，才發現相對人日後仍舊
16 由李氏大股東擁有並經營，唯一不同是持股從28.82%一躍
17 變成45%，但李氏大股東在董事會及系爭臨時股東會卻未迴
18 避討論與表決。又原審固以相對人所提獨立專家林志隆會計
19 師出具之「普通股股權價值合理性意見書」（下稱系爭合理
20 性意見書）為據，認相對人每股合理價格區間為51.91元至
21 55.01元，相對人以每股53.00000000元作為轉換對價尚屬
22 公平允當，而裁定相對人收買抗告人之股份價格為每股53.0
23 0000000元，然該獨立專家係由相對人委託，採市價法、股
24 價淨值法、本益比法加權而評估合理收購價格，而相對人所
25 涉高雄氣爆事件，在賠償訴訟定讞前（按：其意係指本院10
26 5年度重訴字第45、63、77、93、109、159號等高雄市政府
27 代位災民向相對人公司求償事件於107年6月22日第一審
28 宣判前），因賠償責任不確定，乃造成股價長期低迷，此外
29 相對人於103年間轉投資虧損連連之福聚太陽能股份有限公
30 司（下稱福聚公司），相對人103年間之股價遂因氣爆陰影
31 及轉投資虧損連連而長期走低，但福聚公司於104年間破產

獲准，此後相對人不須負擔其虧損，並回沖轉投資損失，當年期每股盈餘也達到每股11.69元，股價隨後上漲，氣爆賠償案件一審判決後，相對人之股價已從107年均價45.7元、7月49.2元、上升至8月51.7元，但該林志隆會計師卻未考慮此一事實，仍採計107年6月22日一審判決前之股價，市價法之加權比重更占90%，相對人股票之價值因而被低估，實則氣爆賠償訴訟既會影響股價，自不應採計市價法，一般股市投資人評定個股有無投資價值，均以本益比法評定，故應以本益比法之平均價82.66（未加控制權溢價率）為合理收購價格。此外林志隆會計師未說明為何股價淨值法之加權比例僅5%，則其計算提出之每股合理價格，實無法客觀反映相對人之真實股價。再相對人固定資產（土地與廠房）與無形資產（專利技術）、金融資產未做過資產重估與鑑價，相對人之財務報告並未真實反映相對人公司之價值，相對人董事長曾表示106年度投資在研發費用4.18億申請23件專利，核准專利7件，但106年之財務報告此項支出卻列為費用，而所獲專利技術未列入公司無形資產，故相對人公司股份實質價格被低估，應有必要選派檢查人，對相對人公司財務進行實況鑑定、對土地及廠房做不動產估價、對專利技術做價值鑑定，以反映相對人公司真實價值，為此依法提起抗告，求為廢棄原裁定等語。

三、得心證之理由：

(一)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。又公司於進行併購而進行企業併購法第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；公司聲請法院為價格之裁定時，應檢附會計師查核簽證公司財務報表及公平價格評估說明書，並按相對人之人數，提出繕本或影本，由法院送達之；法院為價格之裁定前，應使聲請人與相對人有陳述意見之機會，同法第12條第1項第5款、第6項前段、第7項、第8項前段亦有明文。

(二)查相對人於107年9月10日召開系爭股東臨時會，通過與Carlton公司股份轉換案，每股轉換對價金額為53.00000000元，並以相對人公司每一股普通股換發現金之對價53.00000000元之方式，由收購方百分之百持股之楷榮公司支付現金對價予相對人全體股東，抗告人於系爭股東臨時會中以書面表示異議並放棄表決權，請求以每股82.66元收購抗告人所持有之股份等事實，有相對人提出之股份轉換契約書、系爭股東臨時會會議記錄、抗告人出具之請求買回股份通知書、系爭股東臨時會議事手冊在卷可佐（見原審卷第14頁至第46頁反面、第47頁、第61頁至第63頁），此部分事實已堪認定。又兩造自系爭股東臨時會決議日起60日內就股票收買價格未達成協議，則相對人依據企業併購法第12條第6項規定，於30日內之107年12月3日聲請原法院為價格之裁定（見原審卷第3頁本院收文章戳），乃於法有據。

(三)惟就聲請收買股份之「當時公平價格」應如何酌定一節，企業併購法第12條第11項已明定應準用非訟事件法第182條第2項之規定：「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价格核定之」。蓋企業併購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東已就公司併購一事作成決定後，異議股東仍有權依決議當時公平價格取回其投資，資以調和各該股東之利益；而上市或上櫃公司股票有公開報價之市場，交易價格係由市場供給、需求所決定，其評價除應考量公司目前經營狀況、資產與負債情形外，並重視公司未來之獲利能力，所反映者係公司於特定時點繼續營運的價值，故理論上市場價格會反映公司價值，買家

01 及專業投資人均可觀察到市價，故除非有事證足認成交價格
02 存在非合理事由，或遭人為操縱，否則市價應是判斷公司繼
03 續營運的價值時，最適切的判斷基準，最高法院就公司法第
04 317 條股東聲請法院為收買股份價格之裁定事件，亦以 71 年
05 度台抗字第 212 號裁定意旨闡釋：所謂「當時公平價格」，
06 係指股東會決議之日，該股份之市場價格而言。另金融監督
07 管理委員會證券期貨局認可之國際財務報導準則第 13 號，定
08 義公允價值為「於衡量日，市場參與者間在有秩序之交易中
09 出售資產所能收取或移轉負債所需支付之價格」，亦於第 58
10 項表明：「在許多情況下，交易價格將等於公允價值（例如
11 當交易日時，購買某一資產之交易發生於該資產將被出售之
12 市場，即可能屬此種情況）」（見本院卷第 113、117 頁）
13 。

14 (四) 本件相對人將全部已發行股份讓與楷榮公司之股份轉換案，
15 係於 107 年 9 月 10 日系爭股東臨時會決議通過，又相對人為
16 上市公司，系爭股東臨時會當日之股票之最高股價與最低股
17 價分別為 51.50 元、51.20 元，有相對人提出該公司於 107
18 年 9 月間各日成交資訊表在卷可佐（見原審卷第 52 頁），則
19 相對人提出之每股收買價格 53.00000000 元，與系爭股東臨
20 時會當日之實際成交价格相當且略高，且相對人與 Carlton
21 公司共同簽訂之股份轉讓契約（見原審卷第 14 頁），Carlto
22 n 公司係以每股 56 元不含利息之價格收購相對人公司之股份
23 ，扣除股東會決議發放之股息每股約 2.90 元（見原審卷第 54
24 頁系爭合理性意見書所載），實際收購價格為 53.10 元，此
25 亦與相對人提出之收買價格相當，就此而論，自難認有抗告
26 人所述「買回價格遠低於公允市場價值」之情形。再獨立專
27 家林志隆會計師受相對人委託，採用市場法之市價法、股價
28 淨值比法及本益比法綜合評估相對人公司之每股理論價值，
29 市價法方面，其以評價基準 107 年 7 月 20 日（含）前 10、20
30 、30、60、90 個營業日之收盤價，計算出每股理論價值為 42
31 .37-45.10 元；本益比法、股價淨值法方面，則以同業公司

之股價淨值、本益比，計算相對人之每股理論價值為81.43元至83.89元、58.71元至61.01元，復考量相對人公司為公開市場交易之上市公司，具備客觀之市場交易價值，故給予市價法90%之權重，股價淨值法、本益比法則各給予5%之權重，再考量非量化調整之股權控制權溢價後，亦評估相對人公司之每股股權之價格合理價格區間為51.91-55.01元，因而認聲請人以53.00000000元之價格進行股份轉換之現金對價尚屬允當，此有其出具之系爭合理性意見書附卷可稽（見原審卷第53至58頁），更足徵相對人提出之每股收買價格53.00000000元，確與相對人公司之股權價值相當。

- (五) 抗告人雖質疑林志隆會計師受相對人委託，已失公正性，且未考量相對人於107年6月22日以前之市價有因氣爆案件遭求償及轉投資虧損而低估，市價法採計之股價失準，加上該會計師將市價法給予90%權重，未給予多數股東投資評估股價時使用之本益比法較大權重，其評估之每股合理價格因而失準，並主張應以本益比法估算每股合理價格云云，惟查：
1. 依金融監督管理委員會證券期貨局認可之國際財務報導準則第13號（公允價值衡量）第62項訂明：「採用評價技術之目的係為估計於衡量日，在現時市場狀況下，市場參與者間在有秩序之交易中會發生出售資產或移轉負債之價格。三種廣泛採用之評價技術為市場法、成本法及收益法。該等方法之要點彙總於第B5至B11段。企業應採用與一種或多種該等方法一致之評價技術以衡量公允價值。」（見本院卷第117頁），故林志隆會計師係採用市價法、股價淨值比及本益比法作為依據，合於上開國際通用之評價技術。又前開國際財務報導準則第13號第72項、第76項、第79項b亦載明：「為增加公允價值衡量及一致性及可比性，本國際財務報導準則建立一項公允價值，將用以衡量公允價值之評價技術輸入歸類為三等級。公允價值層級對於相同資產或負債於活絡市場之報價（未經調整）（第1等級輸入值）給予最高之優先順序，而給予不可觀察輸入值，（第三等級輸入值）最低之優先

01 順序」、「第1等級輸入值為企業於衡量日對相同資產或負
02 債可取得之活絡市場報價。」、「除活絡市場之報價不代表
03 衡量日之公允價值時（例如重大事項發生在市場收盤後但在
04 衡量日之前），企業不得對第一等級輸入值加以調整」（見
05 本院卷第119、119頁反面），足見市場價格係公允價值最
06 高、最優先之評估要素，當有市場之價格可資採用時，自應
07 優先列為評估要素，以確保公允價值之一致性及可比性，並
08 減少人為操弄，使評估之價格得以客觀公允。

09 2. 又依系爭合理性意見書所載，林志隆會計師另採取之本益比
10 法，係依據臺灣化學纖維股份有限公司（下稱台化公司）、
11 台灣塑膠工業股份有限公司（下稱台塑公司）、台橡股份有
12 限公司（下稱台橡公司）等三個同業之最近四季財務報表之
13 每股盈餘，並考量除息後平均收盤價，計算出三個同業之平
14 均本益比為18.85至19.36倍，再乘上相對人公司近4季之
15 每股盈餘4.32元，估算出每股理論價格區間為81.32至93.8
16 9元；其另採用之股價淨值比法，亦係依據上述三個同業之
17 107年第一季財務報表，以上述三個同業之股價除以除息後
18 每股帳面價值，而計算出三個同業之平均股價淨值比為1.79
19 至1.86，再乘上相對人公司107年第一季財務報表之每股淨
20 值即帳面價值32.80元，估算出每股理論價格區間為59.70
21 至61.01元（見原審卷第56-57頁），惟系爭合理性意見書
22 業載明同業中尚無與相對人公司產銷產品完全類似者，上述
23 三家同業，僅係將與相對人主要產銷產品相同之同業上市櫃
24 公司，依產品銷售、業務內容及營運模式等較為相近之標準
25 所篩選出（見原審卷第55頁），本院審酌上述三間同業公司
26 與相對人公司之資產、營業項目條件本非相同，股價亦有差
27 異，此由台橡公司之平均本益比介於32.71至33.17倍，顯
28 然高於台化公司或台塑公司之本益比達1倍以上，即可得見
29 ，因此以台化公司、台塑公司及台橡公司三者平均後所得出
30 之本益比區間或平均股價淨值比，均難認可精準反映相對人
31 公司之本益比或股價淨值比，故上述本益比法、股價淨值比

法計算出之每股理論價值均為推估值，無法驗證且存在誤差之可能性大，與市價法有客觀之成交價格為計算基礎相比，市價法自應給予最高之權重，是林志隆會計師就市價法、本益比法、股價淨值法計算出之每股理論價值，給予市價法90%之權重，本益比法、股價淨值法則分別給予5%之權重，乃合於前開評價技術規範，應屬合理妥適。

3. 至抗告人質疑相對人之股價因氣爆事件，長期低迷無法反映真實價值，待高雄市政府對相對人代位求償之訴訟案件，於107年6月22日一審判決相對人僅負三成損害賠償責任後，股價始慢慢回復至應有價格，故市價法不應採計宣判前之成交價格一節，查高雄氣爆事件發生在103年7月31日，距相對人於107年7月公布股份轉換案、系爭股東臨時會於107年9月10日開會時，已經過約4年，又相對人依證券交易法所提出之105、106年個體財務報告暨會計師查核報告（下稱財務報告），負責查核之會計師已特別將氣爆事件遭訴訟求償列為「或有事項」（可能發生事項），並於財務報告揭露相對人公司在各訴訟被求償之金額（見本院卷第68-69頁），抗告人亦不爭執該財務報告已於107年3月31日以前公告於公開資訊觀測站上，任何人均得閱覽及下載（見本院卷第107頁），則投資人既得以知悉上開資訊，自會對相對人公司將來所需支付之賠償金、對公司營運之影響，做理性之評估預期，而反映在股價上，故林志隆會計師就市價法採計107年7月20日（含）前10、20、30、60、90個營業日之收盤價時，氣爆事件對相對人公司股價之影響應已趨於穩定，相對人公司之股價應已適度反映相對人將來需支付鉅額賠償金之影響。又107年6月22日宣判後，相對人公司每日股價雖呈上漲之趨勢，但均僅微幅上漲，並無漲停板或急遽上升之情形，抗告人亦自承107年每股均價為45.7元、7月為49.2元、8月為51.7元，此與抗告人所主張之合理股價82.6元相差甚遠，可見相對人須負氣爆賠償責任此一不利因素，在107年間對相對人公司股價之影響，並非如抗告人所述

之劇烈，故林志隆會計師以評價基準107年7月20日（含）前10、20、30、60、90個營業日之收盤價，計算市價法之每股理論價值，應無受氣爆事件或氣爆訴訟一審判決出爐而過度反應之情形，當時之市價應已適度反映損害賠償金額相對確定之因素，可排除因損害賠償責任不確定而導致股價低估之疑慮。佐以系爭股東臨時會開會時，出席及委託代表出席之股東股數達87.47%，贊成53.00000000元收購之股東達出席股東表決權數之95.40%，因而通過股份轉換案，此有會議紀錄可憑（見原審卷第40、46頁），可見絕大多數股東亦認此一收購價格高於或相當於股份真實價值，始會同意此一股份轉換案，而此一收購價格僅略高於當日成交價格或107年7月以前之股價，可見當時成交價格並無抗告人所述遠低於真實價值之情形。則抗告人仍主張系爭股東臨時會開會時或107年7月20日前30、60、90個營業日之股價未完全反映其應有價值，故不得作為股份收買價格之合理標準，並不足採。

(六) 抗告人固質疑相對人之財務報告就不動產、廠房、設備僅以購入之成本衡量認列，所獲專利技術未列入公司無形資產，故相對人股份實質價值被低估，有必要選派檢查人進行公司財務實況鑑定，土地、廠房之估價、專利技術之價值鑑定，以反映相對人公司真實價值云云，惟查，資產負債表上所列計之公司資產價值，依基本會計原則中「成本原則」，僅係該等資產之歷史成本，即各該資產購買時之實際成本，故資產負債表上之記載並不足以表彰各該資產於現在之實際價值，僅得作為判斷時之參考，而公司資產負債表所載，主要係供評估股份帳面價值即每股淨值，其計算方式為將資產負債表所列股東權益總額除以已發行股份總數，然而股票市場之投資人從事股票買賣，所圖者多為公司未來獲利之預期，帳面價值固得提供公司經營成果之歷史資訊，惟不能保證公司未來之獲利，帳面價值與投資人願意支付之股票購買價格間，經常存在極大之落差，股價高於或低於每股淨值，為吾人

週知之合理或普遍存在之現象，故每股淨值非衡量股票價值之準確標準，而僅是影響證券價格之因素之一（最高法院99年度台上字第5926號刑事判決意旨參照），相對人依會計準則所提出之財務報表，其中不動產以當初購買成本評估，雖可能與市價有差距，而有被低估之可能，但本件相對人於請求收買股份時，公開市場上之理性投資人已考慮公司未來之損益，針對相對人公司繼續營運之價值，形成股份市場價格，而足以完整反映相對人公司之價值，自無再針對公司資產之細項，重新評估、計算其股份帳面價值之必要。

(七) 抗告人另質疑相對人之大股東李氏家族係利用此併購案，與國際投資機構合謀，藉由壓低收購相對人公司股價，以驅離大多數小股東，為己謀取橫財，惟相對人公司之絕大多數股東均贊成此一股份轉換案及收購價格，業如前述，且此部分之質疑與抗告人之股份應以若干價格收買始為公平，並無直接關連，故抗告人此部分之質疑，尚無礙本院對收買其股份之公平價格之判斷。

(八) 復按企業併購法第12條之股東股份價格裁定事件，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，企業併購法第12條第11項準用非訟事件法第182條第1項定有明文，抗告人雖據此聲請本院選任檢查人鑑定，或訊問出具系爭合理性意見書之林志隆會計師，釐清其給予本益比法低權重之理由，然本院認相對人既已於股份轉換前，委由獨立專家即林志隆會計師提出系爭合理性意見書，且經本院審查確具相當客觀憑信性，其採用之評估方法、權重比例亦屬適當，故應無再選任檢查人鑑定，或訊問林志隆會計師之必要。再原法院漏未依企業併購法第12條第11項準用非訟事件法第182條第1項規定，於裁定前訊問相對人公司負責人及股東即抗告人，於法未合，然相對人對此並無異議（見本院卷第33頁），抗告人則表示同意由本院踐行訊問程序補正原法院之瑕疵（見本院卷第97頁），該項瑕疵亦經本院踐行訊問程序而補正（見本院

卷第107-109頁），故抗告意旨指摘原裁定不當，求予廢棄，為無理由。

五、綜上所述，原審以每股53.00000000元作為相對人收買抗告人所持有相對人公司股份之價格，尚屬公允，抗告論旨指摘原裁定不當，求為廢棄原裁定，並無理由，應予駁回。

六、依非訟事件法第46條、民事訴訟法第495條之1第1項、第449條第1項、第95條、第78條，裁定如主文。

中 華 民 國 109 年 8 月 26 日
民 事 第 四 庭 審 判 長 法 官 謝 雨 真
法 官 葉 晨 暘
法 官 陳 筱 雯

以上正本係照原本作成。

如不服本裁定，應於送達後10日內向本院提出再抗告狀（並按他造當事人之人數附繕本），並繳納再抗告費新台幣1,000元。

再為抗告僅得以適用法規顯有錯誤為理由，並應委任律師為代理人。

中 華 民 國 109 年 8 月 26 日
書 記 官 張 宸 維