



股份收買請求權計算公平價格之基準日及認定基礎

——評臺灣臺北地方法院110年度司字第14號民事裁定

■王志誠 中國文化大學法學院教授

本案事實¹

壹、聲請人主張

聲請人與台○水○股份有限公司（下稱台○公司）簽署股份轉換契約，並於民國（下同）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○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，使聲請人成為台○公司100%持股之子公司。相對人於系爭股東會前即109年10月28日提出股東異議聲明書，向聲請人以書面就系爭股份轉換案表示異議，並放棄表決權；又於系爭股東會後20日內即109年11月20日提出異議股東股份收買請求書，列明請求聲請人以每股普通股收買價格100元，收買其所

有聲請人之50,000股普通股。聲請人雖向相對人表示願以每股18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日內達成協議，經勤○眾信聯合會計師事務所出具之信○化學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報告、信○化學工業股份有限公司民國109及108年度第2季財務報告暨會計師核閱報告（下稱「系爭第二季財報」）、銓○聯合會計師事務所出具之信○化學工業股份有限公司股份轉換價格合理性意見書（下稱「系爭意見書」），亦認為每股現金18元為對價應屬合理。爰依企業併購法第12條第6項規定，聲請裁定以每股18元收買相對人持有之股份等語。

貳、相對人主張

市價法之採用係對於已於公開市場

DOI：10.53106/207798362023060132005

關鍵詞：公平價格、異議股東、股份收買請求權

¹ 本案事實整理自臺灣臺北地方法院110年度司字第14號民事裁定。

掛牌交易之標的公司，可藉由在市場自由交易產生的市價，推估其合理價值，若投資人買賣意願若受到限制或誘導，則市價便不是自由交易所產生，系爭意見書所採用之市價期間為評估基準日109年9月5日前10日、20日、35日各交易日平均成交價，此期間市價當然不可採。又各項研究均指出不論是資產減損、虧損減資、判列全額交割等訊息在臺灣證券市場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一個月以上甚至長達一年，之後方能反轉回正常市價。聲請人於109年2月5日宣告108年第四季單季認列資產減損754,660千元，又於109年4月21日股東常會照案通過減資案，再於109年5月20日判列為全額交割股，在109年2月至5月短短四個月期間，聲請人連續而密集宣告重大負面訊息，以上訊息之宣告導致聲請人之股價自109年初至109年7月8日前均處於過度反應理論之情況，且實證研究指出任何一項負面訊息，便足以引過度反應而導致市場無效率，使市價偏離正常價格。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易，再於109年7月20日股票重新恢復交易前，便由聲請人之台○公司發布重大訊息，宣布將於7月20日開始以每股18元公開收購信○化股票，且若公開收購後未能持有信○化百分之百股權，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，此舉無異在股票恢復交易後的市價設下18元的天花板。再者，自109年至110年4月23日止，收併購而中止下市之上市公司計有敦南（5305）、康聯-KY

（4144）、格威傳媒（8497）、鎧勝-KY（5264）、台紙（1902）及聲請人信昌化（4725）等六家，其他五家上市公司決議收併購終止下市之股東臨時會前9個月之公告訊息，均無資產減損或虧損減資之訊息，且其價格合理性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值法以決定公平價值，聲請人之價格合理性意見書，在未考慮聲請人個別特殊之情況而誤用一般常用之市價法。再者，系爭意見書所採用市場法之股價淨值比法，完全未考慮該評價報告之目的係用於信○化之母公司台○公司收購小股東之股份，在採用信○化109年度第二季財務報表之淨值時，並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擔。台○公司身為聲請人關係企業母公司，並掌握聲請人董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，顯然是以台○集團最大效益為考量，而未能依照公司治理之精神，兼顧聲請人小股東權益，更足以佐證聲請人為求大幅減低企業價值，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聲請人109年度第二季財務報表，認為評價人員未能依照評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價值時，引用錯誤之數值而求出偏低而

不正確之結果，若將評估基準日改為108年9月4日，淨值加回資產減損損失金額，仍依照價格合理性意見書之方法計算，則可推出聲請人之公平價值為每股37元等語。

爭 點

壹、上市公司與他公司進行股份轉換，異議股東行使股份收買請求權時，應以何日作為計算公司收買股份公平價格之基準日？

貳、上市公司進行股份轉換時，法院衡量收買股份公平價格之認定基礎為何？

裁定理由要旨

本案臺灣臺北地方法院綜合參酌系爭意見書、證券交易實際成交价格及其他相關情況後，認聲請人（信○化學工業股份有限公司）主張系爭股份轉換案當時之公平價格為每股18元，應屬可採，其理由主要如下：

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，法院得斟酌聲請時當地證券交易實際成交价格核定之，此觀企業併購法第12條第11項準用非訟事件法第182條第2項規定自明。又異議股東請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份時，所謂「當時公平價格」，係指股東會決議之日，該股份之市場價格而言（最高法院71年度台抗字

第212號裁定同此見解）。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依多數決原則就公司併購乙事作成決定後，給予異議股東得有依決議當時公平價格取回其投資，而不參與公司併購之機會，資以調和各該股東之利益，因此異議股東收買請求權之目的，不在使異議股東得因公司併購而取得利益或遭受損害，而僅係單純地客觀反映合併當時之合理權益。而股份轉換仍繫於股東會決議通過與否，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，作為衡量時點。

2.查，聲請人依企業併購法第31條規定，委請獨立專家朱○州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見書，內容略以：採用市價法、市場法之股價淨值比法的評價方式評估，並考量收購控制權溢價後，信○化工每股合理價值區間介於15.29元至19.86元間。復考量前次台○公司係以每股18元，公開收購信○公司流通在外股份。再考量公開收購期間結束後，在市場未知有股份轉換之情形下，信○公司平均股價為17.38元。股份轉換之現金對價每股不低於18元，其價格之訂定，應屬合理等語，有系爭意見書存卷可徵（見本院卷第281至291頁）。復參以系爭股份轉換案之股份轉換基準日定為

² 本案裁定要旨整理自臺灣臺北地方法院110年度司字第14號民事裁定。應補充者，台○水○股份有限公司（下稱「台○公司」）與信○化學工業股份有限公司（下稱「信○化工」）完成股份轉換後，信○化工已於2021年1月18日終止上市。其後，台○公司與長○樹脂股份有限公司簽署「股份買賣協議」，以新臺幣24億元出售信○化工全部股份，並於2021年8月17日完成交割。

109年9月4日，而聲請人信○公司之普通股於同年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33頁），故於109年9月14日前，聲請人股票於上市之成交資訊應可反映客觀之市場交易價值。復查，系爭股東會召開當月即109年9月間，聲請人信○公司股份最高價為17.95元，有個股歷史股價表在卷可佐（見本院卷第479頁），低於聲請人主張之每股18元價格，堪認聲請人主張系爭股份轉換按當時之公平價格為每股18元乙節，應屬有據。

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季單季認定資產減損754,660千元；於109年2月5日聲請人公司發布重大訊息宣布將於4月21日股東會討論並通過減資方案，辦理減資1,599,650,750元，銷除普通股股數159,965,075股，減資比率54.78725%，聲請人公司實收資本額為2,919,750,000元，發行股份為291,975,000股，減資後實收資本額為1,320,099,250元，發行股份為132,009,925股；聲請人公司於109年4月21日照案通過減資案；聲請人公司於109年5月20日打入全額交割，直到109年11月19日恢復為普通交易；聲請人公司辦理減資作業，自109年7月9日暫停舊股交易，減資後新股至109年7月20日開始上市買賣；台○公司於109年7月16日發布重大訊息宣布將於7月20日開始以每股18元公開收購聲請人公司股票，且若公開收購後未能持有

聲請人公司100%股權，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109年間處於過度反應狀態，並非合理價格，聲請人應將淨值加回資產減損損失金額，評估基準日改為108年9月4日，以每股37元買回股份等語。惟查，聲請人公司所為認列資產減損乙情，係符合國際會計準則所允許一節，既為相對人所不爭執（見本院卷第317頁），相對人就此雖以為何選擇於收購年度之2月5日決定大幅提列資產減損；資產減損中使用權資產乃長期租約，租約出租人為台○公司100%持有子公司台○再生資源股份有限公司（下稱「台○再生公司」），承租人明知生意會大賠竟維持原租約條件；採用折現率（稅前）為17.3%是否合理，以此比率計算即視為於108年底可回收金額為460,822,223元，相對人認因有上開因素，系爭意見書於採用市場法之股價淨值法時，應考量目的係為信○公司之母公司台○公司收購小股東之股份，在採用系爭第二季財報之淨值時，應將提列資產減損金額視為應常規化調整之項目，自淨值中加回，因提列未來年度之虧損不應由股東承擔等語。查，聲請人公司於108年因資產減損之損失而認列於損益，既符合前開會計準則，已如前述，則聲請人公司係因資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量表可參（見本院卷第353頁），相對人對此主張聲請人公司恣意決定認列損失時點云云，即不可採。再者，聲請人公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108及107年度財務報告暨會計師查核報告所載：聲請人公司於98年4月間與台○再生公司簽訂融資租賃契約承租生產設備合約，於102年11月簽訂增補合約，租賃契約至112年11月，另於106年6月簽訂增補合約，租賃契約延至116年5月等情，有該報告在卷可查（見本院卷第109頁），依上可知，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生聲請人公司前開虧損之理由，其前開主張，亦不可採。基此，聲請人公司主張其係經資產相關人員及會計師以相關會計準則及企業本身、所處產業之狀況與未來發展等因素，而擇定前開折現率一節，依上開說明，相對人並未具體指謫前開因素有何應依相對人所提方式予以調整之必要及依據，則相對人對此所述，亦無可採。

4.相對人雖稱：聲請人公司於109年2月5日宣告108年第4季單季認列資產減損，於109年4月21日股東會通過減資案，於109年5月20日判列為全額交割股，致聲請人公司股票股價自109年初至109年7月8日處於過度反應，並於109年7月9日，因聲請人公司以辦理減資作業為由暫停股票交易，經台○公司發布重大訊息於109年7月20日以每股18元公開收購聲請人公司股票，對照109年至110年4月23日其他因收併購而中止下市之上市公司等六家公司，並無資產減損或虧損減損之訊息，故系爭意見書並未考量聲請人公司個別特殊狀況云云。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認列，系爭意見書亦

於價值評估說明中，考量聲請人公司自108年度起即呈現虧損情形，於評估時即不適用本益比法；且系爭意見書以市價法、市場法之股價淨值比法，且該會計師亦說明於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果為低，應為化工類股指數本年度確有上漲，及反映109年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287至291頁），亦已說明系爭意見書就前開事由之評估等情，故相對人前開主張亦無足採。又，相對人雖以：系爭意見書並未在採用系爭第二季財報之淨值時，將提列資產減損金額視為應常規化調整之項目，並於淨值中加回等語。然則，上開資產減損既已經聲請人公司予以認列，且為系爭股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依據，則其此部分主張，亦非可採。另，相對人並以：應將評估基準日改為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37元等語。然則，相對人上開所指應予避免之重大訊息，既如前述為應予認定等情，已如前述，則相對人未就其主張買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，自無從為其有利之認定，故本件公平價格，自仍應以系爭股東會決議作成時即當月最高股價為18元為衡量時點，且核與系爭意見書所稱每股不低於18元相符。

評 析

壹、異議股東聲請收買股份公平價格之基準日

企業併購法賦予反對企業併購決議之異議股東具有股份收買請求權，其立法意旨在於，使異議股東有退出公司收回其投資之機會，以保障其投資權益。2022年6月15日修正企業併購法之重點，在於「保障股東權益」、「放寬非對稱併購適用範圍」及「擴大彈性租稅措施」。其中關於「保障股東權益」方面，除允許異議股東於投票反對後尚能行使股份收買請求權外（企業併購法第12條第1項第1款、第2款、第4款、第5款、第7款），更明定放棄表決權之股份數，不算入已出席股東之表決權數（企業併購法第12條第2項）。且鑑於公司踐行簡易併購、非對稱併購時，因僅經董事會決議，自應以董事會決議日作為計算支付價款或聲請法院為價格裁定期間之基準日（企業併購法第12條第6項、第7項）。惟異議股東聲請法院為公平價格之裁定，法院應以何時點作為計算公平價格之基準日，則有疑義。因本案涉及之併購類型為股份轉換，本文僅就股份轉換之相關規定加以討論及說明。

一、「當時公平價格」之衡量時點

(一) 文本解釋

依企業併購法第12條第1項第5款及第6款規定：「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：……公司進行第二十九條之股份轉換時，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，並投票反對或放棄表決權者。但公司依第二十九條第六項規定進行股份轉換時，僅轉換股份之股東得表示異議。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。」即明定公司進行股份轉換時，異議股東得按「當時」公平價格，收買其持有之股份。所謂「當時」公平價格，依企業併購法第12條第1項第5款及第6款之文義，應指「股份轉換時」之公平價格而言。相對地，若忽略「當時」二字，而僅著重於「公平價格」之用語，則學理上可能有企業併購公布日、股東會或董事會決議日、股份收買請求權行使日、股份收買請求期間屆滿日、企業併購效力生效日等之爭議³。

又依企業併購法第31條第1項規定：「公司與他公司依前二條規定辦理股份轉換時，預定受讓全部已發行股份之公司為既存公司者，該公司與既存公司之董事會應作成轉換契約；預定受讓全部已發行股份之公司為新設公司者，

³ 日本於2006年所制定施行之「公司法」，並未明定計算公平價格之基準時點，學理上及實務上出現各種不同見解。參閱柴田義人、檀柔正、石原坦、廣岡健司編，M&A實務の基礎，株式會社商事法務，二版，2018年6月，438頁。

該公司之董事會應作成轉換決議；並均應提出於股東會。但依前二條規定免經股東會決議者，不在此限。」亦即，公司與他公司進行股份轉換時，董事會應作成轉換契約，且轉換契約尚應經雙方股東會決議通過。惟如為企業併購法第29條第6項所規定規模懸殊公司間之非對稱股份轉換，轉換股份公司仍應經股東會決議通過，而受讓股份之既存公司原則上僅需經董事會決議通過。至於企業併購法第30條所規定母子公司間之簡易股份轉換，其轉換契約於雙方董事會決議通過時生效。由此觀之，企業併購法第12條第1項第5款所規定之「股份轉換時」，應指受讓股份之既存公司與轉換股份公司之股東會決議通過之日。至於企業併購法第12條第1項第6款所規定簡易股份轉換之「股份轉換時」，則指母公司與子公司之董事會決議通過之日。質言之，受讓股份之既存公司與轉換股份公司進行股份轉換或非對稱股份轉換時，異議股東固得請求公司按「當時公平價格」，收買其持有之股份，而所謂「當時公平價格」，依企業併購法第12條第1項第5款之文義，應以股東會決議通過股份轉換之日為準。至於母公司與子公司進行簡易股份轉換時，依企業併購法第12條第1項第6款之文義，應

以公司董事會決議通過股份轉換之日為準。因此，若依文本解釋，異議股東行使股份收買請求權之際，應確保其所收回之投資為股東會或董事會為企業併購決議時之經營狀態，而不能分配因企業併購綜效(synergy)所可能提高之經營價值⁴。由於企業併購法第12條第1項第5款及第6款係規定異議股東得按「當時」公平價格，收買其持有之股份，故本件臺灣臺北地方法院110年度司字第14號民事裁定認為，異議股東收買請求權之目的，不在使異議股東得因公司併購而取得利益或遭受損害，而僅係單純地客觀反映合併當時之合理權益，即本於斯旨。

應補充說明者，就公開發行公司之併購實務而言，為避免參與併購公司之董事會或股東會通過內容不一致之轉換契約，則會安排雙方於同一天召開董事會或股東會⁵。

(二) 司法實務見解

關於公司收買股份公平價格之基準日應定為何日，我國最高法院過去對於公司合併之事件，皆認為所謂「當時公平價格」，應以公司股東會決議通過合併之日為準，藉以計算股份之公平價格。同理，若公司進行營業讓與、營業

⁴ 日本於2006年制定施行之「公司法」，就反對股東請求收買股份之價格規定為「公平價格」（公正な価格），而不再採用舊「商法」所規定之「為決議時其應有之公平價格」（決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格），故於計算公平價格時，一般認為應納入企業併購後之綜效所提高之價值。參閱江頭憲治郎、中村直人編著，論点体系会社法5，第一法規，二版，2021年5月，547頁。

⁵ 參閱公開發行公司取得或處分資產處理準則第25條第1項：「參與合併、分割或收購之公司除其他法律另有規定或有特殊因素事先報經本會同意者外，應於同一天召開董事會及股東會，決議合併、分割或收購相關事項。」

受讓、概括讓與、概括受讓、股份轉換或分割等併購行為時，所謂「當時公平價格」，亦應以公司股東會決議通過併購之日，計算股份之公平價格⁶。

抑有進者，觀諸我國高等法院對於公司收買股份公平價格之基準日，普遍援引上開最高法院71年度台抗字第212號民事裁定之見解⁷，認為所謂「當時公平價格」，係指股東會決議之日，該股份之市場價格而言。此外，雖有部分高等法院判決未援引最高法院71年度台抗字第212號民事裁定為依據，但亦認為企業併購法第12條第1項所謂「當時公平價格」，應指股東會決議之日，該股份之市場價格或公司股份價格而言⁸，並非以異議股東具狀向法院聲請之時為準⁹。至於我國地方法院對於公司收買股份公平價格之基準日，原則上仍秉持上開最高法院71年度台抗字第212號民事裁定之見解，認為所謂「當時公平價格」，應以股東會決議之時，作為該股份市場價格之衡量時點¹⁰。本件臺灣臺北地方法院110年度司字第14號民事裁定亦延

續過去司法實務之見解，以股東會決議日即109年11月5日作為股份市場價格之衡量時點。

二、異議股東及請求公司收買股數之判定

依企業併購法第12條第3項及第4項規定，異議股東為收買股份之請求，應以書面提出，並列明請求收買價格及交存股票之憑證，股東交存股票時，則應向公司委任股務業務之機構辦理。依經濟部之解釋，異議股東經向公司委任股務業務之機構辦理交存股票，即生股份之移轉效力¹¹。

所謂異議股東，係指公司進行併購時，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，並投票反對或放棄表決權者。由於企業併購法第12條第1項第1款、第2款、第4款、第5款及第7款明定股東必須於股東會「投票反對或放棄表決權」，始能具備行使股份收買請求權之資格，依文義解釋，異議股東得行使「股份收買請求權者」，除普通

⁶ 參閱最高法院71年度台抗字第212號民事裁定：「公司法第三百十七條所謂『按當時公平價格，收買其股份』如為上市股票，依非訟事件法第八十九條第二項規定，法院得斟酌當地證券交易所實際成交價格核定之，而所謂『當時公平價格』，係指股東會決議之日，該股份之市場價格而言。」其他最高法院之類似實務見解，參閱最高法院89年度台抗字第348號民事裁定。

⁷ 例如臺灣高等法院91年度抗字第578號民事裁定、臺灣高等法院91年度抗字第3795號民事裁定、臺灣高等法院92年度抗字第1129號民事裁定、臺灣高等法院108年度非抗字第92號民事裁定。

⁸ 例如臺灣高等法院106年度非抗字第70號民事裁定、臺灣高等法院108年度非抗字第2號民事裁定。

⁹ 參閱臺灣高等法院92年度抗字第1939號民事裁定。

¹⁰ 參閱臺灣臺北地方法院96年度司字第283號民事裁定、臺灣臺北地方法院97年度抗字第281號民事裁定、臺灣臺北地方法院108年度抗字第138號民事裁定。

¹¹ 參閱經濟部民國105年7月22日經商字第10502421440號函、經濟部民國106年2月20日經商字第10600510800號函。

股之股東外，尚包含有表決權之特別股股東¹²，但不包括無表決權之特別股股東。應注意者，若企業併購之議案尚應經特別股股東會決議通過，則有表決權之特別股股東除應於股東會投票反對或放棄表決權外，尚應於特別股股東會投票反對或放棄表決權，始符合異議股東之資格¹³。問題在於，無表決權之特別股股東或其他不得行使表決權之股東因無法於股東會「投票反對或放棄表決權」，若一概認為其不得行使股份收買請求權，顯然違反股東平等原則，實不合理。本文以為，企業併購法第12條第1項第1款、第2款、第4款、第5款及第7款有關股份收買請求權之規定，並未依股東有無表決權而分設其要件，應屬法律漏洞。鑑於無表決權之特別股股東或其他不得行使表決權之股東無法對股東會之議案「投票反對或放棄表決權」，故應目的性限縮企業併購法第12條第1項第1款、第2款、第4款、第5款及第7款所規定「投票反對或放棄表決權」之要件，僅適用於有表決權股東適用對象，而認為無表決權之特別股股東或其他不得行使表決權之股東若已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，即已具備行使股份收買請求權之要件。

相對地，若公司係進行簡易合併、

簡易股份轉換或簡易分割時，因企業併購法第12條第1項第3款、第6款或第8款僅規定子公司股東「以書面向子公司表示異議者」，即得行使股份收買請求權，故解釋上不論有表決權或無表決權之特別股股東，皆包括在內。

又異議股東及請求公司收買之股數，均以股東會決議當日之股東名冊所記載之股東及股數為準。若股東會決議當日異議股東已無持有公司股份，則不得行使股份收買請求權。同理，如為規模懸殊公司間之非對稱股份轉換或母子公司間之簡易股份轉換，關於轉換股份公司股東或子公司股東之通知對象及請求公司收買之股數，均以轉換股份公司或子公司董事會決議當日之股東名冊所記載之股東及股數為準¹⁴。至於若取得行使股份收買請求權資格之異議股東，其後將股份轉讓他人或死亡，解釋上其受讓人或繼承人仍得繼續請求公司收買其股份。

貳、公平價格之衡量基礎

異議股東向公司行使股份收買請求權，依企業併購法第12條第6項及第7項規定，其價格之決定係依「先協議後司法」之原則，若股東與公司間就收買價格未達成協議者，公司即應聲請法院為價格之裁定，而就公平價格為合理之裁

¹² 參閱經濟部民國100年3月16日經商字第10002017840號函。

¹³ 參閱江頭憲治郎，株式會社法，七版，有斐閣，2017年11月，845頁。

¹⁴ 參閱經濟部民國106年9月6日經商字第10602420870號函：「按企業併購法第30條規定，母子公司間進行簡易股份轉換，子公司董事會為股份轉換決議後，應於10日內公告決議內容、轉換契約應記載事項，並通知子公司股東，得於限定期間內以書面提出異議，請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。是以，為求股東權益公平性，子公司股東之通知對象及請求公司收買之股數，均以子公司董事會決議當日之股東名冊所記載之股東及股數為準。」

量。至於何謂公平價格，企業併購法及非訟事件法並無明確之定義，而委由法院決定之。

一、差異化處理之制度設計

依企業併購法第12條第12項規定：「非訟事件法第一百七十一條、第一百八十二條第一項、第二項及第四項規定，於本條裁定事件準用之。」即明定股份收買價格裁定事件之專屬管轄、審理程序、抗告中應停止執行等事項，準用非訟事件法之相關規定。依現行非訟事件法第182條第1項及第2項規定：「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（第1項）。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。（第2項）」再參酌立法者當時新增第2項規定之理由：「乃是鑑於當地證券交易所所定成交之價格為較客觀的標準，法院據以為核定之依據，可避免引起爭執。」¹⁵由此觀之，公平價格之衡量而言，法院審理股份收買價格裁定事件，應區分請求收買之股份是否為上櫃或上

市股票而考量不同之衡量因素。

若非上櫃或上市股票，除公司與股東之陳述意見外¹⁶，於必要時得選任檢查人鑑定公司財務實況。相對地，若為上櫃或上市股票，因已有市場價格之客觀標準存在，檢查人之選任即非必要，法院依法踐行公司與股東陳述意見之程序後，即得斟酌聲請時當地證券交易實際成交價格核定之¹⁷。惟因非訟事件法第182條第2項係規定「法院得斟酌」，性質上自非強行規定，解釋上法院仍得依職權採行其他合理標準核定公平價格。

二、學說見解

國內學者有認為實務上對於公平價格之判定，似以有無證券交易市場價格做為區分。其主要理由在於，國內上市股票，係於集中交易市場，以集中競價方式買賣之股票，每日有最大漲跌幅之限制，除非交易當日有影響市場價格之異常情事，其成交市場具有一定公信力。即因證券集中市場上，聚合買賣雙方，藉由上市（櫃）公司公開財務報告及主、客觀因素等訊息，相互搓合而定之交易價格，自得提供法院為核定收買股票公平價格之標準¹⁸，應可支持。蓋

¹⁵ 參閱立法院公報，61卷71期，委員會紀錄，27頁。

¹⁶ 參閱企業併購法第12條第9項：「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。相對人有二人以上時，準用民事訴訟法第四十一條至第四十四條及第四百零一條第二項規定。」

¹⁷ 經查非訟事件法第182條第2項曾於民國94年2月5日修正，其修正理由謂：「配合證券交易實務，將第二項有關『上市股票』修正為『上櫃或上市股票』。又上櫃股票係經由櫃檯買賣中心交易，上市股票則經由證券交易所交易，爰將『當地證券交易所實際成交價格』修正為『當地證券交易實際成交價格』，以符證券交易之現狀。」

¹⁸ 參閱劉連煜，現代公司法，十七版，2022年9月，180頁。

企業併購法關於異議股東收買請求權之制度設計，其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。上市（櫃）公司股票具有公開報價之市場，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，除非交易當日有影響市場價格之異常情事，所反映者係公司於特定時點繼續營運之價值，自具有一定之公信力。特別是在半強式效率市場下，證券之市場價格，充分反映過去及目前已公開之企業財報、股利發放及產業動態等資訊；且在強式效率市場下，證券之市場價格，充分反映目前所有已公開與未公開資訊。因此，若認為我國資本市場屬於半強式效率市場或強式效率市場，法院若斟酌上市（櫃）公司當地證券交易實際成交價格來核定公平價格，應具有合理基礎。

至於所謂交易當日有影響市場價格之異常情事，例如交易當日因發生重大災變或天然災害等非經濟因素，導致股市全面崩盤，但因最大跌幅限制而使成

交價格無法反映合理之最低價格。又縱有此等情事影響市場價格之異常情事發生，亦可斟酌該上市（櫃）公司股票之長期市場價格作為判斷基礎。有疑義者，若上市（櫃）公司於併購前，曾有實質減資之情事，是否構成影響市場價格之異常情事？鑑於上市（櫃）公司之實質減資或為彌補虧損而形式減資，必須依公司法第168條第1項規定經股東會決議，其資訊完全公開，股票價格亦會有所調整，若自公司減資之資訊公開後至股東會決議通過企業併購案之間，已有相當時日可反映客觀之市場交易價值，即尚難據以認定構成異常情事。

三、司法實務之見解及趨勢

（一）上市（櫃）公司股票之公平價格

我國法院實務對於上櫃或上市公司股票，普遍認為除非交易當日有影響市場價格之異常情事，可直接以該股份之市場價格為收買價格，其立論依據為非訟事件法第182條第2項規定所謂「當地證券交易實際成交價格」而來¹⁹。若法院依非訟事件法第182條第2項規定，採用斟酌聲請時當地證券交易實際成交價

¹⁹ 參閱臺灣高等法院91年度抗字第3795號民事裁定：「查相對人為上市公司，為兩造不爭之事實，雖抗告人主張本件不能依非訟事件法第八十九條第二項規定核定云云，但國內上市上櫃公司股票，係在集中交易市場，以集中競價方式買賣，每日有最大漲跌幅限制，除非交易當日有影響市場價格之異常情事，其成交市價具有一定之公信力。而九十一年三月八日相對人股東會決議日即抗告人聲請收買其持有之股份時，證券集中交易市場並無影響交易價格之非經濟因素存在，抗告人亦未能提出當時有影響交易價格之事證，是以證券集中市場聚合買賣雙方，藉由上市公司公開財務報表等訊息，相互磋商而定之成交價格自為公平價格，即得為核定收買股份價格之標準。」其他類似之司法實務見解，參閱臺灣高等法院92年度抗字第1129號民事裁定、臺灣高等法院92年度抗字第1939號民事裁定、臺灣臺北地方法院96年度司字第283號民事裁定、臺灣臺北地方法院108年度抗字第138號民事裁定、臺灣高雄地方法院108年度抗字第86號民事裁定。

格為標準來核定公平價格，因企業併購法第12條第1項所規定「當時公平價格」之衡量時點，係指股東會決議日或簡易併購之董事會決議日，故原則上應該日上櫃或上市公司股票之實際成交價格為計算基準。問題在於，股份在證券集中交易市場從開盤到收盤之期間漲跌互見，其漲跌幅度可能相當可觀，究竟應以股東會或董事會決議當日何時之交易價格為準？關於此問題，我國司法實務則有下列二種見解，有認為應以決議當日「收盤價」為公平價格²⁰；有認為應以決議當日「最高價與最低價之平均價」為公平價格²¹。本文以為，可委由法院參照決議日（若決議日非營業日，則為其後之營業日）之市場情況為合理之裁量。至於如交易當日有影響市場價格之異常情事，法院亦可參考決議日前一定合理期間之收盤平均價，以裁定公平價格。目前企業併購之實務上，通常係以市場法之股價淨值比法估算其股票之公平價值。經查本件臺灣臺北地方法院110年度司字第14號民事裁定即認為，聲請人股票於上市之成交資訊應可反映客觀之市場交易價值，且股東會召開當月，聲請人股票最高價為17.95元，低於聲請人主張之每股18元價格，故認聲請人主張系爭股份轉換案當時之公平價格為每股18元，應屬有據。

應注意者，由於非訟事件法第182

條第2項係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價格核定，故法院亦得考量其他合理因素，以核定公平價格。

(二)非上市（櫃）公司股票之公平價格

國內上市（櫃）公司股票，係在集中交易市場，以集中競價方式買賣，每日有最大漲跌幅之限制，其成交市價具有一定之公信力。相對地，未上市（櫃）公司，其股票之轉讓係由買賣雙方私下交易或透過盤商來進行，由於買賣雙方之資訊不對稱，其成交價格並不具公信力。因此，法院自以選任檢查人鑑定為宜。應注意者，司法實務上亦有認為，非上市（櫃）公司之「當時公平價格」，應認依非訟事件法第182條第1項規定，以選任檢查人鑑定為宜，惟應考量股利、保留盈餘審酌股份價格之因素，始符股東及併購公司雙方權益²²。

參、檢查人之選任

依非訟事件法第182條第1項規定，法院對於非上市（櫃）公司之股票為公平價格之裁定時，自以選任檢查人鑑定為宜。相對地，觀諸國內司法實務之見解，法院對於上市（櫃）公司之股票為公平價格之裁定時，普遍以證券交易實際成交價格為據核定公平價格，而鮮少選任檢查人²³。

²⁰ 參閱臺灣高等法院91年抗字第5137號民事裁定、臺灣臺北地方法院108年度抗字第138號民事裁定。

²¹ 參閱臺灣高等法院92年度抗字第1939號民事裁定、臺灣臺北地方法院96年度司字第283號民事裁定。

²² 參閱臺灣臺中地方法院99年度聲字第21號民事裁定。

²³ 例如臺灣高等法院91年度抗字第3795號民事裁定、臺灣高等法院92年度抗字第1129號民事裁

問題在於，法院於衡量上櫃或上市股票之公平價格時，是否絕對無必要選任檢查人，以協助法院評價公司之合理價值？觀諸國內司法實務之見解，有明確認定無選任檢查人必要者²⁴。反之，晚近亦有認為，依企業併購法第12條第11項（2022年6月15日修正後則調整項次為12項）準用非訟事件法第182條第1項、第2項規定，法院為收買股份價格之裁定時，該股份如為上市股票，法院「得斟酌」「聲請時」當地證券交易「實際成交價格」核定之。由上開條文文義觀之，關於「當時公平價格」，法院係「得斟酌」實際成交價格，並非硬性規定法院須依照實際成交價格核定之。在正常情況下，公開市場價格既係藉市場自然供需關係而形成，應足以反映公開市場投資大眾對該公司的評價，而為公平價格（效率市場假說）。但是，現實上，公開市場價格絕非如此單純。一方面，公開市場價格會受到政治、經濟環境影響，使得公司之股價短時間大幅漲跌。評價公司價值，本屬不易，若立法直接以股東會決議之日明確的市場價格，決定所謂「公平價格」，絕對是一種簡便方法，法院實務上自樂於遵循；但揆諸上開條文文義及說明，

若未加斟酌其他條件，逕以市場價格為「當時公平價格」，顯然無法反映真實之「公平價格」；尤其，在現金逐出合併時，允許控制股東可以單方面選擇時機、決定價格，強制收買少數股東的股份，對少數股東的權益，當然難以保障，而稱不上「公平價格」²⁵，遂裁定選任檢查人進行鑑定。其後續發展，殊值注意。

結 論

公司與他公司進行股份轉換時，異議股東固得請求公司按「當時公平價格」，收買其持有之股份，所謂「當時公平價格」，依企業併購法第12條第1項第5款規定之文義，應以公司股東會決議通過股份轉換之日為準。又依我國司法實務之見解，亦認為所謂「當時公平價格」，應以公司股東會決議通過併購之日為基準日，計算股份之公平價格。

公平價格之衡量基礎應以有無證券交易市場價格作為區分。蓋國內上市（櫃）公司之股票，係於集中交易市場，以集中競價方式買賣之股票，其成交市場具有一定公信力。即因證券集中市場上，聚合買賣雙方，藉由上市櫃公

定、臺灣高等法院92年度抗字第1939號民事裁定、臺灣臺北地方法院96年度司字第283號民事裁定、臺灣臺北地方法院108年度抗字第138號民事裁定。

²⁴ 參閱臺灣高雄地方法院108年度抗字第86號民事裁定：「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。……本院認相對人既已於股份轉換前，委由獨立專家即林○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○隆會計師之必要。」

²⁵ 參閱臺灣臺南地方法院109年度司字第25號民事裁定。

司公開財務報告及主、客觀因素等訊息，相互搓合而定之交易價格，自得提供法院為核定收買股票公平價格之標準，不以選任檢查人為絕對必要之程序。目前我國司法實務對於上市（櫃）公司股票，基於企業併購朝向簡化及明確目標之考量，則普遍直接以該客觀上之股票市場價格作為收買價格，而未另行選任檢查人。惟晚近亦有法院於決定上市（櫃）公司進行現金逐出合併之公平價格時，在程序上先裁定選任檢查人鑑定之案例，殊值注意。♣

（本文已授權收錄於月旦知識庫 www.lawdata.com.tw；更多裁判分析請參閱月旦法律分析庫 lawwise.com.tw）