

併購價格作為股份收買公平價格

黃朝琮*

壹、前言

股份收買請求權之公平價格如何認定，同時涉及財務面之計算及法律面的評價，乃企業併購法制中關鍵但疑難的問題。以美國德拉瓦州法為例，即歷經數次變化，近來則認為，若經妥適程序而經併購交易雙方議定之併購價格，得以作為認定公平價格之強力證據¹。

儘管如此，併購價格作為公平價格，並非毫無限制，其數值亦未必然得以直接援用，德拉瓦州法即認為需要就綜效（synergy）進行調整，如何操作，又是否得於我國法下參照援用，均值得詳加探究，以為參考。

在此問題意識下，本文以下先概述股份收買公平價格於我國法下之認定，以為開展論述之背景，再於次一部分介紹近年來德拉瓦州法在使用併購價格認定公平價格時係如何操作，指出併購價格要作為公平價格，須確認係由妥適程序所生，且要扣除綜效，並需

足以反映併購交易完成時之公司價值。在此基礎上，本文觀察我國相關實務見解進行觀察，並為若干思考後，提出本文結論。

貳、公平價格之認定

企業併購法第12條規定，公司在為企業併購法定義之併購交易時，股東得於提出異議而投票反對或放棄表決權後，交存股票並請求公司收買之；若公司與異議股東無法就收買價格達成協議，公司應支付其認為之公平價格，並以全體異議股東為相對人，向法院聲請裁定收買價格²。

此等公平價格應如何計算，經濟部曾有函示指出，依國際會計準則所謂之「公平價格」有下列三種情形，係參考：1.市場上客觀之成交價；2.同類或類似產業股票之參考價；3.買賣雙方協議並載明於合約之價格³，而不乏有法院加以援用，並由此延伸認為，若採取金融財務界所承認或可接受之技巧、

* 本文作者係宏鑑法律事務所合夥律師

註1：DFC Glob. Corp. v. Muirfield Value Partners, L.P., 172 A.3d 346, 349 (Del. 2017).

註2：除企業併購法外，公司法第187條及第317條亦就股份收買請求權有所規定，然考量企業併購法作為特別法，除該法未有規定而應適用公司法外（企業併購法第2條第1項），企業併購法之規定已作為特別法而取代公司法，故為避免論述發散，將僅以企業併購法第12條為論述對象。另企業併購法亦對於股東行使股份收買請求權之流程設有詳細規定，相對瑣碎而與本文主題無關，故亦不就此多為著墨，合先敘明。

註3：經濟部（92）經商字第09202148190號函。

方法計算股份價值，應屬適當⁴。

至於所謂金融財務界所承認或可接受之技巧、方法，實務上係借助財團法人會計研究發展基金會發佈之評價準則公報，探求其內涵，蓋該等公報係考量企業有基於交易、稅務規劃、財務報導或經營管理等目的，而有評價需求，遂由行政院金融監督管理委員會證券期貨局指示財團法人會計研究發展基金會於96年5月成立評價準則委員會，參考現行國際上相關之評價準則及國內評價實務需求而制定、修訂⁵，有一定指標意義。

在財團法人會計研究發展基金會發布之一系列評價準則公報中，第十一號公告係關於企業之評價，第十五號公報則是關於評價方法及評價特定方法，而因公平價格係在就企業整體價值進行估算⁶，故與上開兩號關係較切。第十一號公報指出，企業評價之常用方法為收益法、市場法及資產法⁷，其中收益法

包括利益流量折現法及利益流量資本化法，前者係將評價標的之預估收益、現金流量或現金股利按適當折現率予以折現⁸，後者則是將具代表性之單一利益流量除以資本化率或乘以價值乘數⁹。市場法包括選擇與評價標的相似之交易進行估值的可類比交易法¹⁰、選擇與評價標的相似之可類比公開發行公司進行估值的可類比公司法¹¹，另使用活絡市場價格之價格資訊進行估算的市價法¹²，亦可歸於市場法下。資產法則是以評價標的之資產負債表為基礎，逐項評估其所有有形、無形資產及應承擔負債之價值，並考量表外資產及表外負債¹³。

上開各種評價方法中，評價人員固然得以選擇適當評價方法¹⁴，但評價準則公報指出，除因評價標的特性而慣用資產法外，不得以資產法為唯一評價方法¹⁵。另外，活絡市場之價格資訊通常被視為評價標的價值之

註4：如臺灣高等法院臺中分院112年度非抗字第402號民事裁定、臺灣高等法院110年度非抗字第108號民事裁定。

註5：智慧財產及商業法院112年度商非字第1號民事裁定，理由第四、(二)、1、(2)點。

註6：智慧財產及商業法院112年度商非字第2號民事裁定，理由第九、(三)、1點。

註7：評價準則公報第11號：企業之評價（以下簡稱「評價準則公報第11號」），第17條，<https://ifrs.sfb.gov.tw/ardf/av11-1.pdf>，2020年9月25日第一次修訂發布，（最後到訪日：2023年12月17日）。

註8：評價準則公報第11號，第18條第3項，進一步介紹可參見黃朝琮（2022），〈企業併購中之股份收買請求權——功能定位與公平價格之決定〉，《公司法論文集III：企業併購與股東權益》，第180-183頁，新學林。

註9：評價準則公報第11號，第18條第4項。

註10：評價準則公報第15號：評價方法及評價特定方法（以下簡稱「評價準則公報第15號」），第17條，<https://ifrs.sfb.gov.tw/ardf/av15.pdf>，2023年3月3日發布，（最後到訪日：2023年12月17日）。

註11：評價準則公報第15號，第25條。

註12：評價準則公報第15號，第9條。

註13：評價準則公報第11號，第20條。

註14：評價準則公報第15號，第5條。

註15：評價準則公報第11號，第21條第1項。

最有利證據¹⁶。除收益法、市場法及資產法此等為金融財務界所承認接受之估值方法，我國法院亦肯認併購價格於符合一定條件下，得用於評估公平價格¹⁷，而與本文主題相關，將後續為進一步分析說明。

在計算公平價格時，實務上常見之爭議，乃控制權溢價是否計入的問題。所謂控制權，係指可主導企業之營運、處分或為其他重要決策之能力¹⁸，而此等控制權所具有之價值，即為控制權溢價。

關於控制權溢價之分配，有認為在公司存在控制股東的場合，公平價格應計入控制權溢價¹⁹，實務上亦有承此見解，認為「法院核定異議股東股份收買請求權之公平價格，除涉及企業評價方法之選擇外，亦受法律價值判斷之影響，此制度係就股份對價公平性之確保設置之權利救濟機制，其不在使異議股東因公司併購而取得利益或遭受損害，而僅係單純客觀反映併購當時之合理權益…。在異議股東請求收買股份脈絡下判斷是否應加計控制權溢價，可審酌企業是否存在控制股東而有代理成本減省之企業價值，如存在控制股東而屬於企業原本之價值，自應由全

體股東共享該控制權溢價」²⁰。至於不存在控制股東之場合，公平價格是否仍加計控制權溢價，癥結在於收購方累積股權至獲取控制權的過程，因此所生之價值（即控制權溢價）評價上應由收購方取得或分配予標的公司股東，論者對此有不同意見。其中有認為僅在公司已有控制股東時，控制權溢價始計入公平價格，另有認為即令不存在控制股東，收購方在累積股權過程中所生之控制權溢價，仍應分配予異議股東²¹，我國實務則有認為：「證券交易法第43條之1第2項、第43條之2規定，就公開發行公司原則採取強制公開收購制度，並限制公開收購人應以同一收購條件為公開收購，已使控制權溢價由全體股東共享」²²，即採後者見解。

在控制權溢價應予計入的場合，於計算標的公司價值時，若使用之評價方法未計入控制權溢價，則須為相應調整，例如若使用股票市場價格，該等價格係就屬不具控制力之股份為買賣，故應加計控制權溢價²³，但若使用利益流量折現法，倘其係以公司資產所得產生之現金流為計算，所得數值即為公司整體價值²⁴，即無庸另行調整。

註16：評價準則公報第15號，第9條。

註17：智慧財產及商業法院112年度商非字第1號民事裁定，理由第四、（一）點。

註18：智慧財產及商業法院112年度商非字第2號民事裁定，理由第九、（二）點。

註19：游啟璋（2014），〈現金逐出合併時少數股東的股份收買請求權〉，《政大法學評論》，136期，第267頁。

註20：智慧財產及商業法院112年度商非字第2號民事裁定，理由第九、（三）、1.點。

註21：不同見解之梳理，see William W. Bratton, *Fair Value as Process: A Retrospective Reconsideration of Delaware Appraisal*, 47 DEL. J. CORP. L. 497, 538-41 (2023).

註22：臺灣臺南地方法院107年度司字第36號民事裁定。

註23：智慧財產及商業法院112年度商非字第2號民事裁定，理由第九、（三）、3.點。

註24：游啟璋，前揭註19，第267頁。

參、以併購價格計算公平價格：德拉瓦州法之觀察

由第貳部分之說明可知，我國實務關於公平價格之認定，近來多有精采論述，而有長足發展。將之與德拉瓦州案例法相映照，彼邦初始係採用所謂德拉瓦州塊狀法（Delaware Block），後續則以現金流折現法（discounted cash flow）為主流²⁵，晚近則又提出經過妥適程序而議定之併購價格，得以作為認定公平價格之強力證據²⁶。其中無論是德拉瓦州塊狀法或現金流折現法性質上均屬財務數學操作，理念上與我國評價準則公報相對應（至於我國與德拉瓦州關於財務數學方法之偏好孰優孰劣，則非本文關注焦點）；以併購價格為公平價格，其背後理念於我國雖已有文獻加以介紹²⁷，但實際上係如何操作，仍付之闕如，故本文以下梳理德拉瓦州近來案例，以呈現併購價格係如何於彼邦實務中，用於計算公平價格。

一、併購價格為可信

併購價格得以作為公平價格，其基礎在於

擁有未公開重大資訊之買方在決定以特定價格併購標的公司時，將最有能力及誘因就標的公司價值為妥適評斷²⁸，此時若標的公司亦處於對等地位而爭取可得之最高價格²⁹，則因此所生之價格，將可作為認定公平價格之有力證據。因此，判斷併購價格是否具有可信性，乃德拉瓦州法院在判斷是否採用併購價格的第一步³⁰。

併購價格是否可信，德拉瓦州法院將審酌併購交易的磋商程序中，是否存在得以判定併購價格具有可信性的客觀指標（object indicator），包括：1.併購交易之雙方是否立於對等地位（標的公司是否為收購方之從屬公司）；2.董事會是否不具有利害關係且具有獨立性；3.公開市場上是否存在關於標的公司價值之充分資訊；4.收購方是否進行實地查核（due diligence）而取得關於標的公司價值之非公開資訊；5.交易雙方是否就價格進行有效磋商；6.其他出價者於併購協議簽署後是否有機會參與競標³¹。

上開六個客觀指標中，前兩點係在確保標的公司在併購程序中，不會因併購方已擁有股權而受制於收購方，亦不會使董事會之運

註25：林建中（2014），〈美國德拉瓦州法上股份收買請求權的計算方式與衍生問題〉，《政大法學評論》，137期，第108-113頁。

註26：DFC, 172 A.3d at 349.

註27：陳盈如（2022），〈股份收買價格裁定之實務案例研究與分析—以上市上櫃公司為核心〉，《臺灣財經法學論叢》，4卷1期，第242-254頁；楊岳平（2021），〈論商業法院的商事法制再造功能—釋字第770號解釋、企業併購法修正草案及商業法院的股份收買價格裁定〉，《月旦法學雜誌》，310期，第107-110頁；黃朝琮，前揭註8，第195-198頁。

註28：Verition Partners Master Fund Ltd. v. Aruba Networks, Inc., 210 A.3d 128, 137 (Del. 2019).

註29：Van de Walle v. Unimation, Inc., No. CIV. A. 7046, 1991 WL 29303, at *17 (Del. Ch. Mar. 7, 1991).

註30：In re Appraisal of Regal Entertainment Group, No. CV 2018-0266-JTL, 2021 WL 1916364, at *27 (Del. Ch. May 13, 2021).

註31：Id. at *29-30.

作因成員私心而未追求股東最大利益³²，第三點及第四點則是在確保收購方充分取得與標的公司價值有關之資訊，皆相對明確。以下僅針對第五點及第六點，作進一步觀察。

交易雙方是否進行有效協商，應就整體過程觀之，關鍵在於董事會是否監督整個程序的進行³³，因此諸如公司經營階層未告知董事會即與交易相對人有所往來、董事會係在未理解公司價值的情況下監督協商之進行、聘請之財務顧問具有利益衝突或未提供充分分析等³⁴，皆會使法院對於協商是否有效進行，產生疑慮。然因在決定公平價格的脈絡中，法院並非在判斷協商過程若有不足而加以改善，是否得以獲得更高的併購價格³⁵，若標的公司於此過程中曾爭取到更佳的交易條件，例如使收購價格上調³⁶，或是爭取到採用較不嚴格的交易保護措施（例如降低標的公司終止併購協議所需支付之分手費數

額）³⁷，皆可作為協商係有效進行之表徵。

另外，若在併購協議簽署後，並未出現其他出價更高的競爭者，亦將是法院認為併購價格足以表彰公平價格之依據³⁸。在美國併購交易實務上，標的公司得以在併購協議簽署前，促使多方出價彼此競爭，以獲取最佳條件，亦得以在併購協議簽署後，約定標的公司得在一定期間內探詢有無以更優惠條件進行收購，或允許標的公司被動接受更高出價，並讓標的公司有更高出價的提案時，有權終止併購協議³⁹。因此在德拉瓦州法下，標的公司有單一出價者而與之簽署併購協議，本身不足以作為併購價格不具有可信性的理由⁴⁰，關鍵在於標的公司是否有為任何行為，使其他競爭者怯於出價競爭（例如在併購協議中設置阻卻其他競爭者出價競爭的嚴苛障礙）⁴¹。若標的公司未在事前使多方競爭，併購協議中亦未賦予標的公司逃脫契約

註32：在利害關係與獨立性的判斷上，德拉瓦州法院係著眼於董事會整體而為判斷，須過半數董事會成員具有利害關係或不具有獨立性，抑或雖未過半，但該等有利害關係或不獨立的董事有影響、介入整個交易過程情事，方會認為不具備第二點客觀指標。See *BCIM Strategic Value Master Fund, LP v. HFF, Inc.*, No. CV 2019-0558-JTL, 2022 WL 304840, at *18 (Del. Ch. Feb. 2, 2022).

註33：In re Appraisal of Panera Bread Co., No. CV 2017-0593-MTZ, 2020 WL 506684, at *25 (Del. Ch. Jan. 31, 2020).

註34：Id. at *24, *27, *33.

註35：Dell, Inc. v. Magnetar Global Event Driven Master Fund Ltd, 177 A.3d 1, 33 (Del. 2017).

註36：HFF, 2022 WL 304840, at *23.

註37：In re Appraisal of Panera Bread Co., No. CV 2017-0593-MTZ, 2020 WL 506684, at *29 (Del. Ch. Jan. 31, 2020).

註38：Aruba, 210 A.3d 136.

註39：HFF, 2022 WL 304840, at *23.

註40：Regal, 2021 WL 1916364, at *31.

註41：Id. at *32, *53. 在德拉瓦州法下，收購方為確保標的公司不會任意逃脫合約，得以約定諸如分手費或配對權等交易保護措施（deal protective measure），德拉瓦州法院於審查時，將著眼於該等保護措施是否阻礙標的公司董事追求股東最大利益。關於交易保護措施及其審查標準的介紹，請參見黃朝琮（2022），〈併購交易保護措施之司法審查〉，《公司法論文集I：受託義務之理論與應用》，第389-414頁，新學林。

之事後機制，則標的公司必須證明其董事對於公司業務有無可挑剔的知識（impeccable Knowledge），使法院相信標的公司不引入事前或事後的競爭機制為合理⁴²。

綜觀目前德拉瓦州法關於判斷併購價格是否可信之見解，可知其中與受託義務審查所採用者相仿，而與論者之預測相符⁴³，因此除非後續判決另有區辨，德拉瓦州衡平法院於受託義務脈絡下所提出之見解，將相當程度得以流用於併購價格是否具有可信性的判斷當中。

二、綜效之調整

在認定併購價格具有可信性後，因德拉瓦州普通公司法（Delaware General Corporation Law）第262條明文規定應排除因併購交易完成或期待其完成而對於股份價值之影響⁴⁴，因此若併購價格包含綜效，須將之扣除。

所謂綜效，係指收購方有意將標的公司作為一整體企業的一部分（而非一獨立存續的公司）加以營運時，對於標的公司股份價值所生之影響⁴⁵，由主張應就綜效進行調整的一方負舉證責任⁴⁶。於此，法院將進行兩步

驟的分析，首先須界定綜效之存否及其種類，其次則是判斷該等綜效內含於併購價格之數額⁴⁷。

（一）綜效存否之認定

在概念上，綜效得表彰為「併購後公司之價值」與「未進行併購時個別公司價值之總和」的差額⁴⁸。至於綜效之類別，論者間有提出不同見解，近日有提出詳細分類，而根據綜效發生的來源，區分為組織內部的內部綜效（internal synergy）、併購後增進市場地位之市場力量綜效（market power synergy）、組織外與特定交易相對人間之個別直接交易關係所生的關係性綜效（relational synergy，例如併購完成後，承繼標的公司之既有合約而拓展併購方本身之業務）、併購後加入一定關係網路所生之網路綜效（network synergy，例如藉由併購而打入標的公司之關係網路，諸如客戶、供應商等）、與關係網路以外之利害關係人間的非市場綜效（nonmarket synergy，例如併購致力於公司社會責任之企業而提升併購方本身之社會形象）⁴⁹，且不同類似綜效之產生與消長有其週期，與併購完成後之整合（integration）狀

註42：Panera, 2020 WL 506684, at *24.

註43：Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, *Finding the Right Balance in Appraisal Litigation: Deal Price, Deal Process, and Synergies*, 73 BUS. LAW. 961, 983 (2018).

註44：DEL. CODE ANN. tit. 8, § 262(h) (2023).

註45：Aruba, 210 A.3d 133.

註46：In re Appraisal of Jarden Corp., No. CV 12456-VCS, 2019 WL 3244085, at *26 (Del. Ch. July 19, 2019).

註47：HFF, 2022 WL 304840, at *25.

註48：Edmund H. Mantell & Edward Shea, *Development and Application of Business Valuation Methods by the Delaware Courts*, 17 HASTINGS BUS. L.J. 335, 342 (2021).

註49：Emilie R. Feldman & Exequiel Hernandez, *Synergy in Mergers and Acquisitions: Typology, Life Cycles, and Value*, 47 ACAD. MGMT REV. 549, 552-57 (2022).

況有關，不同綜效亦有可能彼此相互影響而彼此互相增強或抵消⁵⁰。

上開由管理學角度所提出之各種綜效是否存在，仍須就個案為具體判斷，法院將根據其專業及所得證據，判斷綜效是否存在，其中收購方對於綜效之期待與估算，將會是具有說服力的證據⁵¹。

界定出綜效後，德拉瓦州法院接續並根據普通公司法第262條規定，判斷所謂的綜效，是否係因併購交易完成或期待其完成所生，因此諸如併購交易完成後所生之規模經濟、市場力量增加，或是經營效率提升、賦稅效益⁵²，抑或併購交易完成標的公司下市所節省之法令遵循成本⁵³，均應自併購價格中扣除，但若是標的公司本已在規劃進行之活動，即使效益是在併購交易完成後顯現，即不應扣除⁵⁴。另應特別指明者，綜效並不當然總是導致併購價格增加，而可能為正綜效或負綜效，前者在計算公平價格時應扣除，後者則應加回公平價格⁵⁵，例如為鼓勵標的公司人員留任所支付的留任金（retention

payment），即屬於因併購交易完成所生之負綜效而需加回⁵⁶。

（二）綜效之分配

在確認綜效存在後，德拉瓦州法院接續將判斷綜效於買賣雙方間之分配比例。於此，法院並不會推定標的公司必然獲配綜效，而是由標的公司負擔舉證責任⁵⁷。若證據顯示有綜效包含於併購價格中，則由法院依相關證據決定其數額，得參酌併購交易當事人所為自身評估、專家意見或一般性的研究以為決定⁵⁸。併購價格中究竟包含多少綜效，本無法精確判斷，而只能決定其合理數額⁵⁹。

就目前案例以觀，德拉瓦州法院有以「併購價格」減去「收購方進行實地查核後對於標的公司之估值」所得數字，決定併購價格中之綜效⁶⁰，亦有根據個案中之專家意見以為決定⁶¹。另外值得注意者，德拉瓦州法院已有四件判決之專家意見，係援用波士頓顧問公司（Boston Consulting Group）所發表之研究報告認定綜效的分配比例，該等專家意見雖為異議股東抗辯僅為一般性的研究而未

註50：Id. at 557-70.

註51：Regal, 2021 WL 1916364, at *35.

註52：Id. at *36.

註53：HFF, 2022 WL 304840, at *26.

註54：Regal, 2021 WL 1916364, at *36.

註55：HFF, 2022 WL 304840, at *24.

註56：Id. at *28.

註57：Regal, 2021 WL 1916364, at *43.

註58：HFF, 2022 WL 304840, at *28; Regal, 2021 WL 1916364, at *46. See also William W. Bratton, Fair Value as Process: A Retrospective Reconsideration of Delaware Appraisal, 47 DEL. J. CORP. L. 497, 553 (2023).

註59：Aruba, 210 A.3d 141.

註60：Id. at 132.

註61：In re Appraisal of Solera Holdings, Inc., No. CV 12080-CB, 2018 WL 3625644, at *28 (Del. Ch. July 30, 2018).

將個別交易的情況納入考量，惟尚未見德拉瓦州法院有因此即不採用專家意見或逕行調整綜效分配比例者⁶²。根據波士頓顧問公司之最新相關研究指出，標的公司股東整體來說，自2007年以來獲配綜效之比例為54%⁶³。

三、檢視標的公司價值於併購交易完成時是否變化而需調整

在判斷併購價格為可信並就綜效進行調整後，德拉瓦州法院下一步係審酌，因此所得之數值是否仍足以表彰併購交易完成時之公平價格，蓋併購價格係在併購協議簽署時決定，而在德拉瓦州法下，公平價格係表彰併購交易交割完成（closing）時之價值⁶⁴，故若公司之價值於併購協議簽署後有所變動，即須進行調整，而由主張之一方負擔舉證責任⁶⁵。

在判斷使用併購價格所得之公平價格是否調整時，法院固然需要斟酌可得事證決之，然德拉瓦州法院曾有認為，併購交易宣布後的市場價格因會反應市場對於併購交易是否完成之期待，故該等價格變動無法作為調整公平價格之基礎⁶⁶。再者，標的公司之營運

表現若僅是短期間內之波動而非在呈現公司價值變化的長期趨勢，亦非調整公平價格之理由⁶⁷。另一方面，若在併購協議簽署後、併購交易完成前有稅務法律變更情事導致稅率下降，使標的公司之稅費支出因此減少，則須將因此所提升之公司價值計入公平價格，以適切反應標的公司之企業價值⁶⁸。

肆、我國法之觀察與思考

由前一部分關於德拉瓦州法之觀察可知，德拉瓦州法院目前在使用併購價格作為公平價格時，會依序判斷併購價格之可信性、調整綜效，再審酌併購交易完成時標的公司價值是否變化而予以調整。對此，本文試觀察我國相關見解，提出若干思考如下。

一、併購價格與公平價格

我國過往實務對於公平價格之計算方法紛陳，往往倚賴市場價格或專家意見，未有系統性論述⁶⁹。惟在各種認定公平價格的方法中，已見採用併購價格者，認為：「企業進行合併時，為使存續公司及被合併公司雙方

註62：Solera, 2018 WL 3625644, at *28 n.364; Panera, 2020 WL 506684, at *38; Regal, 2021 WL 1916364, at *50; HFF, 2022 WL 304840, at *29.

註63：Jens Kengelbach, Georg Keienburg, Timo Schmid, Dominik Degen & Sönke Sievers, *The 2018 M&A Report: Synergies Take Center Stage* (2018), at 18, https://web-assets.bcg.com/img-src/BCG-Synergies-Take-Center-Stage-Sep-2018_tcm9-202243.pdf (last visited 12/29/2023).

註64：Brigade Leveraged Cap. Structures Fund Ltd. v. Stillwater Mining Co., 240 A.3d 3, 17 (Del. 2020).

註65：Id.

註66：HFF, 2022 WL 304840, at *31.

註67：In re PetSmart, Inc., No. CV 10782-VCS, 2017 WL 2303599, at *31 (Del. Ch. May 26, 2017).

註68：Regal, 2021 WL 1916364, at *58.

註69：實務見解之觀察可參見黃朝琮，前註8，第228-230頁。

股東支持該項合併案，多由合併各方採用共同可接受之評價基礎模式方法設算可能之收購價格區間，再綜合衡量各公司所屬產業狀況、獲利能力、經營績效及未來發展條件等指標，經充分討論溝通並評估未來合併各公司可能產生之績效及貢獻度後計算換股比率（收購價格），因此多半會採取公允客觀之評價，其計算之每股收購價格與該股票之公平價值通常差異不大⁷⁰，但細譯其具體適用，法院並未檢驗該等併購價格之協商過程，如何因此認為所得之併購價格足以表彰公司價值，實非無疑。

於2021年商業事件審理法施行後，商業法院對於公司證交事件之用心與著力，有目共睹。商業法院雖不乏依個案狀況而參酌市場價格、專家意見決定公平價格⁷¹，但在聚紡案已有認為「併購價格能否作為認定公平價格之參考，應視併購程序是否充足而定，即應考量買方有無充分進行調查以取得與目標公司價值相關之資訊、目標公司是否積極談判以提高併購價格、買方與目標公司間是否處於公平交易關係，包含經營階層是否存在利害關係等」，而以收購方直間接股東擔任標的公司董事並有相當持股，認為交易雙方並非處於公平關係，而不採併購價格⁷²。另

外在亞太案中，商業法院亦以標的公司程序並不完備，否認該案之併購價格得以作為公平價格⁷³，並參酌該案專家證人意見，操作財務方法計算該案之公平價格，較過往實務，均有相當突破。

值得特別提出者，商業法院於泰昇案更進一步，不僅指出「法院得審酌公司財務報表及公平價格評估說明書、證券交易實際成交價格，以及其他與價格算定有關之資料加以換算。此外，併購價格如係經由雙方於併購程序中充分協議，而足以反映公司於併購時之整體資訊，亦得作為公平價格之認定基礎」⁷⁴，更於具體個案中，考量收購方曾對標的公司進行實地查核、標的公司已依法委任獨立專家、召開審計委員會及董事會，獨立專家意見並根據評價準則公報出具，併購議案並於股東會中，由律師說明併購交易之價格決定依據及獨立專家評估交易價格合理性之程序、併購交易之資金來源、價款支付程序暨異議股東收買請求權執行方式後決議通過⁷⁵，並參酌標的公司財務報告及股票市場價格⁷⁶，認為併購價格為合理，而以之為公平價格。

商業法院於泰昇案中，致力於建立以併購價格作為公平價格之理論基礎，其努力與用

註70：如臺灣臺南地方法院110年度司字第35號民事裁定。

註71：如智慧財產及商業法院111年度商非字第1號民事裁定、智慧財產及商業法院111年度商非字第4號民事裁定、智慧財產及商業法院111年度商非字第5號民事裁定。

註72：智慧財產及商業法院111年度商非字第7號民事裁定，理由第五、（二）、2點。該裁定已經最高法院112年度台抗字第888號民事裁定駁回抗告而確定。

註73：智慧財產及商業法院112年度商非字第2號民事裁定，理由第十三點。

註74：智慧財產及商業法院112年度商非字第1號民事裁定，理由第四、（一）點。

註75：智慧財產及商業法院112年度商非字第1號民事裁定，理由第四、（二）、1點。

註76：智慧財產及商業法院112年度商非字第1號民事裁定，理由第四、（二）、2點及第四、（二）、3點。

心，值得喝采，此一裁判亦有提醒、督促併購交易實務應妥適踐行相關程序之作用，有助於公司治理之提升與股東權益之保障。當然，如與德拉瓦州案例法相對照，彼邦對於交易價格之可信性，除關注於法定程序之遵守，更實質審酌於各程序是否具備可信性之客觀指標，尤其是協商程序是否有效進行⁷⁷，此點商業法院雖於聚紡案，曾稱併購價格之採用須「考量買方有無充分進行調查以取得與目標公司價值相關之資訊、目標公司是否積極談判以提高併購價格、買方與目標公司間是否處於公平交易關係」⁷⁸，但於泰昇案未見著墨，後續若能再著眼於此，將得以進一步提升併購價格作為公平價格之可信性。

二、綜效之處置

泰昇案並未觸及綜效之處置，此是否係因卷內事證不足或當事人未有主張所致，無從確知，但我國實務後續如擬採用併購價格作為公平價格，將會是必須要面對的問題，而為本文此部分所要加以討論者。

（一）實務見解之觀察

綜效是否應包含於公平價格中，實務上似有不同見解。黃瑞明大法官於釋字770號解釋協同意見書中指出：「本席認為法院應要求公平價格評估說明書必須考量納入合併後綜

效之公司價值，另亦應瞭解併購是否涉及控制股東利用未公開之內部資訊，以謀取私利，例如計劃在合併後才進行新的投資，或是預期可以獲取之商業利益（例如產品研發有所突破，即將推出新產品，或是爭取市場有所進展，即將獲得長期之訂單等），如此才能在支持現金逐出制度以利企業成長壯大之外，同時嚇阻大股東濫用現金逐出制度以攫取公司成長之收益，俾在促進企業發展與保障小股東權益間取得平衡」⁷⁹，另外黃虹霞大法官於同號解釋之部分不同意見書中，亦認為「何謂公平價格，因為合併恆應以對參加合併公司均有利為前提，因此，公司有利之前景事實應被納入公平價格之考量，而不應以合併當時之市價為判斷（當然不應低於市價）」⁸⁰，似認為綜效應列入作為公平價格之一部分⁸¹。

相對而言，商業法院在聚紡案中指出：「…企併購者可在併購後，透過擴大市場占有率、垂直整合、多角化經營而分散風險等方式形成綜效，故併購者常以高於市價之策略價格收購具綜效之對象，而形成策略併購溢價…異議股東係於公司併購前即表示反對，並請求公司收買其股份，而不欲其投資受併購影響，自不得主張享有因併購所生綜效之利益，況綜效價值係併購交易完成後始

註77：請參見第參、一、部分之說明。

註78：智慧財產及商業法院111年度商非字第7號民事裁定，理由第五、（二）、2.點。

註79：司法院釋字第770號解釋黃瑞明大法官協同意見書，第5頁。

註80：司法院釋字第770號解釋黃虹霞大法官部分不同意見書，第6頁。

註81：就字面觀之，黃瑞明大法官其實僅稱「法院應要求公平價格評估說明書必須考量納入合併後綜效之公司價值」，並未說明在將綜效納入公平價格評估說明書後，是應作為公平價格一部分，抑或是作為公平價格之調整項。黃虹霞大法官所稱「公司有利之前景事實應被納入公平價格之考量」，該等前景事實是否包含合併完成後之情境，亦有未明。

會具體反映於公司之營運上，而異議股東請求收買股份之公平價格基準時點為股東會決議日，斯時綜效價值尚未發生，計算公平價格時亦無從將綜效價值納入」⁸²。

（二）由制度目的反思股份收買請求權中之綜效分配

由以上對於我國實務見解之觀察，可知綜效應如何處置，於我國尚無定論，本文認為其中癥結，或許是對於股份收買請求權之制度目的，存有不同理解所致。黃瑞明大法官及黃虹霞大法官似認為應將公司併購後之前景納入考慮，應是認為股東行使股份收買請求權時，其異議並不是在反對併購交易之進行，而是在就併購交易之對價數額表達異議，認為應予提高，從而公平價格是在決定「標的公司股份於併購交易中之應有價格」。商業法院則認為股東之異議是在反對併購交

易之進行，故股東行使股份收買請求權，是為了取回其投資，公平價格是在決定「標的公司股份於併購交易未發生時之價值」。

就比較法而言，股份收買請求權係源自美國⁸³，最早見於賓州之1861年立法⁸⁴，係作為將併購交易須經全體股東同意，修改為只要股東多數決即可進行之配套⁸⁵。德拉瓦州法院於闡釋其普通公司法之股份收買請求權規定時⁸⁶，亦認為股份收買請求權係在假設若無併購交易發生，異議股東將願意繼續保有於標的公司之投資的前提下而進行⁸⁷，認為股份收買請求權係在使異議股東取回於標的公司之投資⁸⁷，故公平價格並非在計算標的公司股份於併購交易中之應有價格⁸⁹。股東如認為併購價格過低而未反應標的公司股份於併購交易中之應有價格，係應透過主張董事違反受託義務的方式求償⁹⁰，或於交易完成前請求法院

註82：智慧財產及商業法院111年度商非字第7號民事裁定，理由第五、（一）、4點。該段論述並另指明綜效與控制權溢價乃不同概念，該部分雖為本文避免論述失焦而未予引用，但亦值得一讀。另外，該號裁定雖以股東會決議日為公平價格基準日，但由晚近實務見解可知，基準日應依個案事實參酌一切相關因素以為決定（參見第肆、二、（三）部分之說明），惟至多仍不會晚於併購交易交割完成之日。

註83：Alexandros Seretakos, *Appraisal Rights in the US and the EU, in CROSS-BORDER MERGERS DIRECTIVE: EU PERSPECTIVES AND NATIONAL EXPERIENCES* 65, 65 (Thomas Papadopoulos ed. 2019).

註84：Bayless Manning, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 YALE L.J. 223, 246 n.38 (1962). 但有認為俄亥俄州於1860年代已有具備股份收買請求權雛形之立法。See MELVIN A. EISENBERG, *THE STRUCTURE OF THE CORPORATION* 75 (1976).

註85：William J. Carney & Keith Sharfman, *The Exit Theory of Judicial Appraisal*, 28 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 1, 5-6 (2023).

註86：關於德拉瓦州股份收買請求權之沿革，see Charlotte K. Newell, *The Legislative Origins of Today's Appraisal Debate*, 35 DEL. LAW. 12, 13-14 (2017).

註87：Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 684 A.2d 289, 298 (Del. 1996).

註88：Salomon Brothers Inc. v. Interstate Bakeries Corp., 576 A.2d 650, 652 (Del. Ch. 1989).

註89：M.P.M. Enterprises, Inc. v. Gilbert, 731 A.2d 790, 795 (Del. 1999).

註90：Andra v. Blount, 772 A.2d 183, 192 n.22 (Del. Ch. 2000). See also *In re Mindbody, Inc., Stockholder Litigation*, No. 2019-0442-KSJM, 2023 WL 7704774, at *7 (Del. Ch. Nov. 15, 2023).

阻斷 (enjoin) 併購交易之續行⁹¹。

因此，若著眼於股份收買請求權之制度目的，似應認為公平價格不在使異議股東得以分享綜效。我國商業法院亦指出：「企業併購法及公司法關於異議股東股份收買請求權，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，因此異議股東股份收買請求權之目的，不在使異議股東因公司併購而取得利益或遭受損害，而僅係單純客觀反映合併當時之合理權益」⁹²，則由此認為綜效不應納入公平價格之計算，即屬邏輯一貫。

(三) 我國法與德拉瓦州法於實定法上之差異？

由股份收買請求權制度之目的出發，固然可以推導出綜效不應納入公平價格當中，然德拉瓦州普通公司法於規定股份收買請求權時，已明文排除因併購交易完成或期待其完成而對於股份價值之影響⁹³，為我國法所無。再者，我國企業併購法第12條並未明文排除併購交易完成或期待其完成而對於股份價值之影響，甚至非訟事件法第182條第2項規定法院就上櫃或上市股票，其公平價格得斟酌聲請時當地證券交易實際成交價格核定

之，則此等立法上的不同，是否有可能在我國法下，推導出綜效應納入公平價格之結論，而與德拉瓦州法不同？

首先，德拉瓦州普通公司法第262條固然明文排除併購交易完成或期待其完成而對於股份價值之影響，惟該等文字之存否是否即影響綜效是否納入之判斷，實非無疑。論者即有指出，即使將該等排除規定的文字刪除，仍不會改變不應計入綜效的結論，蓋法院所要決定者，為股份之「公平」價格，若異議股東反對併購交易之進行，其意在不使該交易生效，允許異議股東取得併購交易生效所生之綜效，豈是公平⁹⁴？而在德拉瓦州法以外，美國模範公司法關於股份收買請求權之規定，未有類似德拉瓦州法之排除文字，但仍在公平價格之範圍，限定為併購交易發生效力前之公司價值⁹⁵，可見即使未有該等排除規定之文字，並不會改變綜效不應計入之結論⁹⁶。

再者，我國非訟事件法第182條第2項雖規定法院得斟酌採用上櫃或上市股票之市場價格為公平價格，但要由此推論出綜效得以計入，有其前提，而須法院採用併購交易公告後（通常為董事會決議後）之市場價格，方能以法院採用之市場價格已對於併購交易及其內含之綜效有所反應，認為非訟事件法第182條第2項允許在公平價格中包含綜效。

註91：S. Samuel Arshat & Walter K. Stapleton, *Delaware's New General Corporation Law: Substantive Changes*, 23 BUS. LAW. 75, 90 (1967).

註92：智慧財產及商業法院111年度商非字第1號民事裁定，理由第四、(二)、1.點。

註93：DEL. CODE ANN. tit. 8, § 262(h) (2023).

註94：Steven J. Cleveland, *Appraisal Rights and "Fair Value"*, 43 CARDOZO L. REV. 921, 963 (2022).

註95：MODEL BUS. CORP. ACT § 13.01 (2016).

註96：Cleveland, *supra* note 94.

對此，我國最高法院曾認為「公司法第317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89條第2項規定（按：現行法為第182條第2項），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」⁹⁷，則若字面解讀上開最高法院見解，因股東會是在董事會後決議，斯時併購交易已經公告，市場價格已受併購交易影響而將反應綜效，則搭配非訟事件法第182條第2項及上開最高法院見解，似可論斷得將綜效納入公平價格當中。

惟近來實務不乏有重新檢視該段文字意涵，認為最高法院「除斟酌證券交易所實際成交價格外，另衡酌收購公司與標的公司之每股淨值及合併之換股比例等各項後，認為股東會決議當日證券市場之收盤價格與標的公司之價值相當，因而採認證券市場之收盤價格為異議股東之股份收買價格…因此，如片面截取裁定理由「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」一語，解釋非訟事件法第182條第2項或企併法第12條第1項規定之「當時公平價格」，一律應以股東會決議日為公平價格基準日或以當日股價為唯一依據，並非允當，而應依個案事實參酌一切相關因素以為決定」⁹⁸，從而非訟事件法第182條第2項本身，不足以作為

我國應將綜效納入公平價格之依據。

何況在德拉瓦州法下，如要以市場價格為公平價格，必須為未受影響的市場價格（unaffected market price）⁹⁹，故德拉瓦州法院曾有認為，併購交易宣布後的市場價格因會反應市場對於併購交易是否完成之期待，故該等價格變動無法作為調整公平價格之基礎¹⁰⁰。我國非訟事件法第182條第2項雖允許法院得斟酌採用市場價格，但該項文義並未要求法院使用「受併購交易影響的市場價格」，則我國實務過往逕以股東會決議日之市場價格為公平價格，究竟是有意為之，抑或僅是無意識地選擇未臻妥適的市場價格，實非無疑。近來已有法院裁判提出省思，認為「企業併購法第12條所指當時公平價格為何，應係指股份不受合併或收購交易之影響所應具有的價值，而股東會決議時，併購資訊已為大眾所知悉，市場交易價格必會趨同董事會提請議決之股份收購價格，故以股東會決議日之交易價格（不論以收盤價格或當日最高價格與最低價格之平均價格作為依據）作為公平價格之認定依據，自有不妥」¹⁰¹，誠屬的論，亦顯示無從僅因非訟事件法第182條第2項提示得採用市價價格，即進一步推論得將綜效納入公平價格當中。

綜上所述，我國企業併購法雖與德拉瓦州普通公司法不同，未就公平價格之計算，明文排除併購交易完成或期待其完成而對於股

註97：最高法院71年度台抗字第212號民事裁定。

註98：智慧財產及商業法院112年度商非字第2號民事裁定，理由第八、（二）點。

註99：關於未受影響市場價格之內涵，請參見陳盈如，前揭註27，第237-239頁。

註100：HFF, 2022 WL 304840, at *31.

註101：臺北地方法院111年度司字第24號民事裁定。

份價值之影響，然該等文字之存否，對於綜效是否納入之討論，並無影響。我國非訟事件法第182條第2項另提示法院得以市場價格認定公平價格，然市場價格須為未受影響併購交易消息影響的數值，故市場價格之採用本身，亦無法推導出應納入綜效之結論，從而我國與德拉瓦州於實定法上之差異，對於綜效是否納入之討論並無影響，而仍應回歸股份收買請求權之制度目的，採否定見解。

（四）由舉證責任角度決定綜效之處置

如肯定在使用併購價格為公平價格時，應就綜效（如有）進行調整，則應如何操作，則為迎面而來需要面對的問題。

由德拉瓦州案例法的發展可知，法院將先確認併購交易是否具有綜效，再決定該等綜效之分配比例，就收購價格進行調整，而由主張應就綜效進行調整之一方負擔舉證責任¹⁰²，故如主張之一方對於綜效的存否、於併購價格中所佔數額未有充分證據，應承擔因此所生之不利益而無從請求法院調整併購價格¹⁰³。因綜效之存在往往導致公平價格下修，故此等舉證責任配置，將可鼓勵標的公司於協商過程中，詳列併購交易之綜效，並估算其可能數額，如此亦將使董事獲得更多與併購交易相關之資訊，得以更為妥適地進行評估並與併購方為協商，故此等舉證責任配置，亦有提升決策品質的效果。

再者，標的公司為獲取調整綜效之利益，將必須詳加準備相關文件，並紀錄獨立委員會及董事會之決策程序。近來我國實務亦開始關注併購交易應踐行正當程序，而提倡最佳實務（best practice）之遵行，其中即包括獨立委員會及董事會討論過程之詳實紀錄，以及決策所需文件之準備與留存¹⁰⁴，則使該等最佳實務之執行獲取調整綜效的法律效果，彼此將相得益彰。

在決定綜效的配置時，本文認為或可參考德拉瓦州判決，審酌併購交易當事人所為自身評估、專家意見或一般性的研究以為決定¹⁰⁵。德拉瓦州法院近來雖多次援用波士頓顧問公司所發表之研究認定綜效的分配比例¹⁰⁶，然是否恆常如此、後續是否有其他認定綜效分配的方法與研究，波士頓顧問公司之研究結果又是否與我國併購交易實情相符，皆有必要再為觀察評估。此外，德拉瓦州法院並曾斟酌併購交易當事人之談判地位強弱及談判狀況，評估標的公司爭取獲得綜效的可能性而調整綜效之分配比例¹⁰⁷，而亦可為我國實務參考而援用。如此亦可促使標的公司戮力協商，而對全體股東均屬有益。

伍、結論

隨著我國實務出現得使用併購價格計算公

註102：Jarden, 2019 WL 3244085, at *26.

註103：Hamermesh & Wachter, *supra* note 43, at 1005.

註104：台北律師公會（2023），《企業併購實務指引》，第136-164頁及第177-220頁，新學林。

註105：HFF, 2022 WL 304840, at *28; Regal, 2021 WL 1916364, at *46.

註106：請參見第參、二、（二）部分之說明。

註107：Verition Partners Master Fund Ltd. v. Aruba Networks, Inc., No. CV 11448-VCL, 2018 WL 922139, at *45 (Del. Ch. Feb. 15, 2018).

平價格之見解，應如何細緻化其中操作，為我國法接下來所要面對的問題。本文參考德拉瓦州法院近來見解，認為得先審酌併購價格是否具有可信性，以該等價格之形成過程是否具備相關客觀指標為斷。此一步驟，殆可對應於我國實務所稱「併購價格能否作為認定公平價格之參考，應視併購程序是否充足而定」¹⁰⁸、「併購價格如係經由雙方於併購程序中充分協議，而足以反映公司於併購時之整體資訊」¹⁰⁹。

再者，於判斷併購價格具有可信性後，法院接續應判斷該等併購價格中是否包含綜效，若有，則應予以調整，將正綜效自併購價格扣除、負綜效加回併購價格，並審酌該等綜效於併購交易當事人間的分配狀況。綜效之調整應由主張之一方負擔舉證責任，若在併購交易協商過程中未有估算，或無相關

事證顯示綜效之存在，即不應調整。另外在審酌綜效之分配時，法院固然得參考一般性研究資料以為酌定，並亦可根據併購交易雙方協商時的談判地位強弱，調整分配比例。

最後，德拉瓦州法上會再判斷併購價格調整綜效後之數值，是否仍適足以反應標的公司於併購交易交割完成時之價值，若否則為適切調整。我國目前雖尚未見以併購交易交割完成時為基準日者，但因併購價格為簽署併購協議時所議定，因此若法院擇定之基準日距離簽署併購時有相當時間，而標的公司或異議股東亦抗辯公平價格於這段時間內有所波動，即應審酌客觀事證，再為調整。

我國實務近來於公平價格之認定，有逐漸深化之趨勢，值得敬佩與贊同。本文試為若干分析與思考，期能對於學說實務之發展，有所助益。

註108：智慧財產及商業法院111年度商非字第7號民事裁定，理由第五、（二）、2點。

註109：智慧財產及商業法院112年度商非字第1號民事裁定，理由第四、（一）點。