

# 證券市場價格與股份收買公平價格

黃朝琮\*

## 壹、前言

在認定股份收買之公平價格時，證券市場價格為我國實務慣常引用之指標，早在1972年增訂非訟事件法修正時，即增訂第182條第2項，規定法院得斟酌聲請時當地證券交易實際成交價格核定之，核定上市或上櫃公司股票之公平價格。財團法人會計研究發展基金會於2023年3月3日發布之評價準則公報第十五號「評價方法及評價特定方法」，第9條亦指明活絡市場之價格資訊通常被視為評價標的價值之最有力證據。

然而，證券市場價格為何得以作為認定公平價格之有力依據，是否有其前提，在計算時又應進行何種調整，國內之討論仍屬有限，故本文以此為題，試為若干探討。

## 貳、證券市場之價格形成機制

在證券市場中，買方提出其願買價格、賣方提出其願賣價格，而由買賣雙方有所重疊者成交，使得成交價格所反應，乃當時最悲觀之賣方與最樂觀買方所同時接受的價格<sup>1</sup>。

證券市場之參與者要作成買入或售出之決定，必須先就目前的證券價格與自身所評斷之應有價格進行比較，若後者大於前者即買入，反之則售出<sup>2</sup>，而要形成應有價格之評價，又需藉助相關資訊<sup>3</sup>，使得資訊之取得即形重要。一旦證券市場上之資訊流通順暢，並有足夠數量的證券交易發生，將使得有價證券之價格能夠反映參與者對於相關資訊的評價<sup>4</sup>。

若證券市場上之價格能夠迅速反應市場上

\* 本文作者係美國賓州大學法學碩士，宏鑑法律事務所合夥律師。

註1：Richard A. Booth, *Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings*, 57 BUS. LAW. 127, 149 (2001).

註2：游啟璋（2016），〈證券交易法的基本功能〉，賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集編輯委員會編，《當前公司與證券法制新趨勢：賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集》，第114頁，元照。

註3：證券市場上交易的有價證券，其價值無從以檢視商品外觀的方式判斷，蓋有價證券之價值來自於其背後所表彰的商業機會（發行公司的營運狀況），需仰賴發行公司提供資訊，方可判斷，而在性質上被認為是一種信用財（credence good）。See Arthur R. Pinto, *The Nature of the Capital Markets Allows a Greater Role for the Government*, 55 BROOK. L. REV. 77, 84-85 (1989).

註4：要促使證券價格能夠反映對於資訊的評價，並不以所有參與者均知悉該等資訊的內容為必要，即令只有一部分參與者取得資訊，在渠等據以進行交易時，該等交易行為將會被其他參與者所察覺，其

的資訊而使參與者無法使用該資訊套利，將被認為具有資訊效率（informational efficiency）<sup>5</sup>，而根據證券市場所能反應的資訊，又可將資訊效率區分為弱勢、半強勢及強勢三種效率態樣。其中，弱勢效率係指資產價格僅依過去已反應於證券價格中之資訊進行調整；半強勢效率之資產價格則係除過去資訊外，並反映市場上之公開可得資訊；強勢效率之資產價格則同時反映過去價格，以及市場上之一切可得資訊（無論是否公開）<sup>6</sup>。

除關注於證券價格之變化與資訊間的關係，若一有價證券所處的市場具有資訊效率，而因此產生的價格又能夠反映其內在價值，將被認為該市場進一步具有基礎效率（fundamental efficiency）<sup>7</sup>。資訊效率與基礎效率並非總是相伴存在，一證券價格得以迅速對於新資訊有所變化，不當然意味著該等變化乃正確評價<sup>8</sup>，若市場上有未公開資訊而

未被納入考量進而反映於價格中，抑或證券市場上存有影響證券價格順暢變化的阻礙，都有可能使資訊效率與基礎效率脫鉤<sup>9</sup>。

### 參、股份收買公平價格之內涵

如要探討證券市場價格與股份收買價格間之關係，則除了要探討前者之形成機制，並應就後者的內涵進行分析，而此又要從股份收買請求權之目的著手。

就股份收買請求權之起源美國而言，此一權利之目的為何，學說上存有不同見解，但主要認為是在賦予異議股東無須參與其所不贊成之交易，而取回於公司投資之機會<sup>10</sup>。我國實務亦承此見解，智慧財產及商業法院（以下簡稱「商業法院」）即指出：「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

他參與者亦得根據該等交易行為，推測、評價證券價值的變化而進行交易，進而推動證券價格的變化。相關說明請參見黃朝琮（2022），〈效率市場概念於美國公司法上之應用〉，氏著，《公司法論文集IV：率市場與商業訴訟機制》，第7-8頁，新學林。

註5：Lynn A. Stout, *The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance*, 28 J. CORP. L. 635, 640 (2003).

註6：Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. FIN. 383, 383 (1970).

註7：Stout, *supra* note 5, at 640. 基礎效率是否可再區分為強勢、半強勢及弱勢效率，容有討論空間，蓋如認為基礎效率係指證券市場價格已反映內在價值之狀態，將只存在一個效率價格，但就定義而言，此等進一步區分在概念上並非不可能。

註8：Id.

註9：Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *Market Efficiency After the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs*, 100 VA. L. REV. 313, 317 (2014).

註10：相關討論請參見黃朝琮（2022），〈企業併購中之股份收買請求權一功能定位與公平價格之決定〉，氏著，《公司法論文集III：企業併購與股東權益》，第169-172頁，新學林。See also William J. Carney & Keith Sharfman, *The Death of Appraisal Arbitrage: Ending Windfalls for Deal Dissenters*, 43 DEL. J. CORP. L. 61, 68-72 (2018).

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」<sup>11</sup>。由此延伸，因公平價格在使異議股東取回投資而不參與併購，因此在計算公平價格時，即不應將併購所生之效益（即綜效）納入，我國實務對此已有指出：「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」<sup>12</sup>。

再者，公平價值之計算，係在賦予異議股東依其持股比例，獲取之整間公司為對象，我國實務已有指出，公平價格之「評價標的並非異議股東之持股，而係評價企業權益之全部後，再按異議股東之持股比例分配其價值」<sup>13</sup>，與比較法上之德拉瓦州案例法遙相

呼應<sup>14</sup>。此等評價對象為異議股東持股抑或是整體企業權益之別，將會涉及實際操作估算時的加減項操作，其中又以控制權溢價尤有疑義，將於本文後續第五、部分對此為進一步說明。

最後亦應指明者，公平價格之計算有收益法、市場法及資產法等不同方法，各自有其邏輯及不足<sup>15</sup>，如此或可認為當前可得之估價方法容有再行改善精進之處，但更為深層者，應在於認識到證券市場的價格形成自參與者對於「價格」的認定，該等認定又來自於參與者就「價值」之判斷與賦予，本帶有主觀判斷性格<sup>16</sup>，亦缺乏直接量測的機制，不同方法之使用與選擇，所考量者僅是哪一種方法所得出的價格，在具體個案中更能接近股份的價值<sup>17</sup>。因此，公平價格的認定不在得出唯一正確的數字，毋寧只是從既有工具中，於個案中尋找相對貼近的數值。

#### 肆、證券市場價格作為公平價格之考量因素

如前所述，公平價格之計算有不同方法，

註11：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12：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。

註13：智慧財產及商業法院111年度商非字第6號民事裁定，理由第七、（二）點。

註14：Dell, Inc. v. Magnetar Glob. Event Driven Master Fund Ltd, 177 A.3d 1, 21 (Del. 2017).

註15：不同方法之討論，請參見黃朝琮（2024），〈併購價格作為股份收買公平價格〉，《全國律師》，第28卷第4期，第18-19頁。

註16：In re USG Corp. Stockholder Litigation, No. CV 2018-0602-SG, 2020 WL 5126671, at \*20 (Del. Ch. Aug. 31, 2020) (“[b]elief in any particular intrinsic value, by any being less than an omniscient god, is necessarily a belief that is subjective in nature”).

註17：In re Stillwater Mining Co., No. CV 2017-0385-JTL, 2019 WL 3943851, at \*51 (Del. Ch. Aug. 21, 2019).

使用證券市場價格進行估算為其中之一，然其使用亦有其前提，並非當然適用。

證券市場價格得作為公平價格，係著眼於證券市場價格，乃證券市場眾多參與者本諸其對於股份價值之判斷而採取行為下，所匯集而成的結果，有其參考價值<sup>18</sup>。然同樣作為對於公司價值之判斷，德拉瓦州案例法毋寧甚少逕以證券市場價格為公平價格<sup>19</sup>，而是認為當處於地位對等而擬收購整間公司之買方，在其透過實地查核（due diligence）而取得未公開資訊，並有懇切動機收購整間公司而承擔不可分散之風險時，經過妥適程序所形成之收購價格，將較股票市場價格更足以表彰公平價格<sup>20</sup>。對此，我國實務雖亦有認為：「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」<sup>21</sup>，但是否採取併購交易價格優先證券市場價格之立場，則仍屬未明。

姑且不論併購價格與證券市場價格兩者間應如何擇取，在判斷個案中之證券市場價格是否足以參考時，有若干需要考量的事項。

首先，證券市場價格須為效率市場運作下

所生的結果。此處之效率僅需為資訊效率，背後邏輯在於證券市場若能迅速對於資訊有所反應，因此所生之價格將得以作為判斷公平價格的媒介（proxy），儘管該等價格並非總是等同於股份的內在價值<sup>22</sup>。

在判斷證券市場是否具有所需之效率程度時，係以評價之有價證券本身為斷，以德拉瓦州案例法為例，在*Stillwater*中，德拉瓦州衡平法院引用專家證人意見，在考量公司市值（越大則越有可能有較多機構投資人持股、越有可能在主要交易所掛牌而獲關注）、在市場上流通的股份數量（公司若存有控制股東將減損股票的資訊效率程度<sup>23</sup>）、每週交易量、造市者買進報價與賣出報價之價差（bid-ask spread）、追蹤該檔股票之分析師數量、發行公司是否具有以S-3表格進行申報的資格及申報狀況<sup>24</sup>、機構投資人持股狀況、市場價格是否有自相關（autocorrelation，即過去股價是否能用以預測未來股價，如未有自相關情事，將可認為具有資訊效率）、新消息出現時的價量變化等因素後，認定該案之有價證券係處於具有資訊效率之市場<sup>25</sup>。

然在*Regal Entertainment*中，德拉瓦州衡平

註18：DFC Glob. Corp. v. Muirfield Value Partners, L.P., 172 A.3d 346, 349 (Del. 2017).

註19：Fir Tree Value Master Fund, LP v. Jarden Corp., 236 A.3d 313, 316 (Del. 2020) (“it is not often that a corporation's unaffected market price alone could support fair value”).

註20：Verition Partners Master Fund Ltd. v. Aruba Networks, Inc., 210 A.3d 128, 138 (Del. 2019).

註21：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22：Aruba, 210 A.3d at 137.

註23：Dell, 177 A.3d at 25.

註24：適用S-3申報書之發行公司，其公司規模通常較大，且其有價證券之流通性較高。參見林建中（2020），〈美國證券法上效率市場的認定：近年案件發展〉，《月旦民商法雜誌》，第18期，第71頁，註14。

註25：Stillwater, 2019 WL 3943851, at \*54.

法院雖肯認公司股票處於資訊效率的市場，但在該公司具有控制股東、該控制股東正在進行鉅額交易（block sale）出售股份，且該公司同時受到產業利空消息影響並受短線交易者（short seller）狙擊，認為市場價格不適用於作為認定公平價格的指標<sup>26</sup>，顯見若市場價格因特殊事件而有所波動，亦不會為法院據以認定公平價格。

再者，資訊效率雖有弱勢、半強勢及強勢三種態樣，一般係認為證券市場需具有半強勢效率，即市場得以反應公開資訊<sup>27</sup>。因此若公司未有未公開的重大消息，將使證券市場價格作為公平價格的可信性更高<sup>28</sup>；反而言之，若具體個案中存有未公開之重大資訊，證券市場將無從對之作出反應，而以有進行實地查核而取得未公開資訊所生之收購價格，更能表彰股份的公平價格<sup>29</sup>。

最後，在確認個案所涉之有價證券價格具有資訊效率，法院在選用據以計算公平價格者，需為未受影響的證券市場價格（unaffected market price），而應擇取未受併購交易影響的價格數據，因此併購交易公告後之價格固然已受影響，雖未公告但市場若已對於併購交易之發生有所預期，亦同，而皆無從表彰

公平價格，須尋找更先前的市場價格數據，以為依據<sup>30</sup>。

## 伍、證券市場價格、控制權溢價與少數股權折價

在判定證券市場價格得用以認定公平價格後，尚需進一步判斷是否要就該數據為進一步調整，而非毫無保留地直接以之作為公平價格。在探討證券市場價格的各種調整項目中，尤以控制權溢價及少數股權折價最有疑義，而需進一步探討如下。

### 一、證券市場價格與少數股權折價

所謂少數股權折價，係認為即使在資訊透明且具有流通性的證券市場，其中所交易之股份因屬無法取得控制權之少數股權，故其在證券市場上的價格將受有折價<sup>31</sup>。

少數股權折價是否存在，學說上存有爭議。採否定見解者認為，證券市場對於股份的評價不存在差別待遇，不會對控制性股權及少數股權有不同對待，否認證券市場價格存在少數股權折價<sup>32</sup>。

採肯定見解者則認為公開市場上的交易價

註26：In re Appraisal of Regal Entertainment Group, No. CV 2018-0266-JTL, 2021 WL 1916364, at \*26 (Del. Ch. May 13, 2021).

註27：Dell, 177 A.3d at 25.

註28：Jarden, 236 A.3d at 323.

註29：Aruba, 210 A.3d at 138.

註30：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》，第4卷第1期，第237-238頁。

註31：Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, *The Short and Puzzling Life of the "Implicit Minority Discount" in Delaware Appraisal Law*, 156 U. PA. L. REV. 1, 5 (2007).

註32：William J. Carney & Mark Heimendinger, *Appraising the Nonexistent: The Delaware Courts' Struggle with Control Premiums*, 152 U. PA. L. REV. 845, 857-58 (2003).

格受有少數股權折價<sup>33</sup>，而有從代理成本的角度，認為在經營與所有分離下，證券市場上的參與者預期公司將因經營階層的行為而存在代理成本，公司之部分價值將為經營階層所用，而因此為證券市場參與者賦予折價<sup>34</sup>。除了因經營與所有分離所生之代理成本，若公司存在控制股東，將有控制股東可能利用掌控公司決策獲取私利之疑慮，同樣會產生代理成本，為證券市場價格帶來折價<sup>35</sup>。

就美國實務而言，德拉瓦州最高法院在1985年的*Van Gorkom*中，即曾引述兩造之不爭執事項，指出在證券市場價格僅是在量測少數股權的價值，故該等價格僅是表彰單一股權的價值<sup>36</sup>。不過少數股權折價是在後續歷經數個階段的發展後，於2000年初為德拉瓦州法院普遍承認其存在<sup>37</sup>。不過這樣的立場在近來有所動搖，雖仍肯認公司在存有控制股東時，證券市場價格將受有折價<sup>38</sup>，但已不若2000年初那時一般全面肯定少數股權

之存在<sup>39</sup>。

對此本文認為，所謂證券市場價格，乃參與者對於有價證券價值之主觀判斷的匯集，已如前述。故少數股權折價是否存在，涉及特定市場參與者之主觀認知，以及代理成本之氾濫程度等情，需透過實證研究以為釐清。另外，少數股權折價是否存在，與該等折價在計算公平價格時是否應予處置，乃不同問題，後者尤為關鍵，而將在釐清控制權溢價與少數股權折價兩者間之關係後，於第五、三、部分為進一步分析論述。

## 二、少數股權折價與控制權溢價

少數股權折價與控制權溢價往往成對出現，兩者關係為何，亦需加以探究。

如由收購方的角度出發，得以將控制權溢價廣義理解為，收購方為獲取控制權所額外支付之對價<sup>40</sup>。收購方願意支付此等額外對價，背後有不同考量，有可能係為繼續營運

註33：John C. Coates IV, "Fair Value" As an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions, 147 U. PA. L. REV. 1251, 1265 (1999); Barry M. Wertheimer, *The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value*, 47 Duke L.J. 613, 649 (1998); Brief of Amici Curiae Professors Audra Boone, Brian Broughman, Albert Choi, Jesse Fried, Mira Ganor, Antonio Macias, and Noah Stoffman in Support of Appellant and Reversal, *Verition Partners Master Fund Ltd. v. Aruba Networks, Inc.* (Del. 2019) No. 368, 2018, 2018 WL 4864506, at \*7-8 (Oct. 2, 2018).

註34：Brett A. Margolin & Samuel J. Kursh, *The Economics of Delaware Fair Value*, 30 DEL. J. CORP. L. 413, 429 (2005). 當代理成本達一定程度，在公司控制權市場的運作下，將有第三方發動非合意收購獲取經營權，使代理成本得受有節制，不會漫無邊際。

註35：Hamermesh & Wachter, *supra* note 31, at 11-12.

註36：Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 876 (Del. 1985).

註37：Hamermesh & Wachter, *supra* note 31, at 16-24.

註38：Jacobs v. Akademos, Inc., 326 A.3d 711, 757 (Del. Ch. 2024).

註39：HBK Master Fund L.P. v. Pivotal Software, Inc., No. 2020-0165-KSJM, 2023 WL 10405169, at \*51 (Del. Ch. Aug. 14, 2023).

註40：採此定義者，如黃朝琮（2022），〈控制權溢價之意涵及其歸屬〉，氏著，《公司法論文集III：企業併購與股東權益》，第93-94頁。

標的公司以獲利、獲取併購交易完成後所生之綜效、更換經營團隊以提升標的公司營運表現等，不一而足，於計算公平價格時未必皆能納入<sup>41</sup>，因此如要採取此一定義下的控制權溢價，在認定公平價格時必須釐清其來源，以免將綜效等只有在完成併購交易後始生之效益，亦予納入，而高估公平價格。

如著眼於標的公司之角度，則可將控制權狹義理解為可主導企業之營運、處分或為其他重要決策之能力<sup>42</sup>，該等控制權所具有之價值，即為控制權溢價。此一定義下之控制權溢價範圍較窄，並未將併購交易完成所生之效益納入，與公平價格之計算較為相關。然此一定義需排除併購交易之影響，操作上不易認定<sup>43</sup>，對此美國實務是透過經驗法則之建立，予以應對，而在計算控制權溢價之數額時採廣義定義，將收購方所支付之高於當時證券市場價格部分之差額，均認定係為取得控制權而支付<sup>44</sup>，乃控制權溢價，如標的公司擬主張該等差額有來自於綜效或其他併購交易完成所生之效益，則由標的公司進行舉證，以排除於公平價格的計算之外<sup>45</sup>。我國商業法院於亞太案更一審裁定中，亦有類似見解認為：「聲請人復主張系爭14筆控制權溢價併購交易包含綜效，而異議股東不應享有綜效所反映之價值，而應扣除等語。查胡○○證述：資料庫是以Control Premium控

制權溢價名稱稱之，是有可能含綜效，但兩者無法區別，因為資料庫就是一個溢價，資料庫取得資訊無法知道有無含綜效，我能做的是去排除敵意併購，敵意併購較可能含有綜效等語…聲請人之專家證人葉○○亦認同會計上無法區分併購溢價內的各種可能成分…。胡○○擇取樣本時既已排除較可能含有綜效之敵意併購，資料庫內之各筆併購交易資訊究有無包括綜效或若干綜效僅談判之交易雙方知悉而非公開揭露資訊，審酌兩造均不聲請選派檢查人以資產法、收益法評價以求得亞太公司自身之控制權溢價，以市場法量化控制權溢價係以類比方式比擬標的公司之控制權溢價，目前評價技術復無析離資料庫內之控制權溢價與綜效以求得精確數字之可能，參以胡○○決定控制權溢價之評價過程符合業界之評價觀念及技術，且以價值區間而非特定單一價格呈現，故聲請人主張應扣除綜效，難予採酌」<sup>46</sup>。

就其定義而言，少數股權折價係因證券市場中所交易之股權非控制性股權所生的折價，控制權溢價則公司控制權所具有的價值，不難想像兩者具有對應關係，我國實務於亞太案中，即見商業法院指出：「關於『控制權溢價』」與『缺乏控制權折價（即少數股權折價）』之關係，葉○○認為少數股權折價為控制權溢價之反面概念，即少數

註41：Hamermesh & Wachter, *supra* note 31, at 38.

註42：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43：Coates, *supra* note 33, at 1280.

註44：Gibbons v. Schenley Industries, Inc., 339 A.2d 460, 468 (Del. Ch. 1975).

註45：Regal Entertainment, 2021 WL 1916364, at \*43.

註46：智慧財產及商業法院113年度商非更一字第1號民事裁定，理由第十三、（一）、5點。

股權有無法累積以形成控制權移轉之情形，因而致少數股權之平均單價低於能夠造成控制力移轉股權之平均單價…。馬○○亦認為少數股東與控制股東相對，少數股東既無權參與公司營運，又處於資訊之弱勢，使其股權之價值降低，少數股權折價與控制權溢價二者性質相同，實為一體兩面…。胡○○則以：排除少數股權折價與加計控制權溢價為一體兩面，並可經由公式換算…；其並到院證述：計算控制權溢價時，是依照控制權溢價除以不含控制權溢價的股價，計算少數股權折價時，是用控制權溢價金額除以含控制權溢價的股價，故計算出來比例不會一樣，但金額是一樣等語…。葉○○及馬○○對此並無不同意見…故排除少數股權折價與加計控制權溢價實為一體兩面之關係。」

另應注意者，控制權溢價與少數股權折價雖為一體兩面之關係，但兩者並非等同，而是具有以下的換算關係<sup>47</sup>：

$$\text{少數股權折價} = 1 - \frac{1}{(1 + \text{控制權溢價})}$$

### 三、公平價格與證券市場價格之少數股權折價調整

在釐清少數股權折價與控制權溢價之內涵

及彼此關係後，即可進一步探討在認定公平價格時，若使用證券市場價格，是否、如何就控制權溢價/少數股權折價進行調整的問題。

如前所述，證券市場價格是否受有少數股權折價，學說上存有爭議<sup>48</sup>，如採否定見解，則證券市場價格無需就控制權溢價/少數股權折價再為調整，應屬明確。

如認為少數股權折價確實存在，則是否應將該等折價全數納入公平價格當中，論者有不同見解<sup>49</sup>，而有採取全面肯定見解，認為在使用證券市場價格估算公平價格時，均應將少數股權折價加回<sup>50</sup>。

另一方面，則有認為該等折價係因存在控制股東而產生代理成本所致<sup>51</sup>，而應針對控制股東之有無，就是否加回少數股權折價的問題為不同處理<sup>52</sup>。首先，若公司存在控制股東，證券市場參與者將認知市場上流通之股權為少數股權，受有折價，同時公司亦因控制股東存在而使經營與所有再行集中，使得原先經營與所有分離的代理成本受到抑制，企業整體權益獲得提升，則在以證券市場價格計算公平價格時，應將此等代理成本之抑制視為企業整體權益的一部分，而以加入控制權溢價（消除少數股權折價）的形式

註47：SHANNON P. PRATT, BUSINESS VALUATION DISCOUNTS AND PREMIUMS 17 (2d ed. 2009); Coates, *supra* note 33, at 1278 n.86.

註48：請參見第五、一、部分之說明。

註49：除以下所述，不同見解之評述，另可參見William W. Bratton, *Fair Value as Process: A Retrospective Reconsideration of Delaware Appraisal*, 47 DEL. J. CORP. L. 497, 538-41 (2023).

註50：Margolin & Kursh, *supra* note 34, at 433; Coates, *supra* note 33, at 1312.

註51：Hamermesh & Wachter, *supra* note 31, at 12.

註52：除以下所述，另可參見游啟璋（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》，第136期，第266-267頁。

納入<sup>53</sup>。若控制股東有藉由併購交易而將標的公司原有之商業機會導引為己所用的情況，該等商業機會所表徵之價值亦應納入作為控制權溢價的一部分而納入<sup>54</sup>。近來德拉瓦州案例法亦指明，在評估具有控制股東之公司股份的公平價格時，將審酌考量是否存在少數股權折價而予以上調<sup>55</sup>。

再者，若公司不存在控制股東，雖然標的公司仍因經營與所有分離同樣而存有代理成本，但該等成本乃公司治理結構下之必然存在，不應將之視為少數股東折價或控制權溢價，而是全體股東所應承受者<sup>56</sup>，若將之排除，反將使行使股份收買請求權之股東獲得非其應得之利益<sup>57</sup>。德拉瓦州案例法即指出，在公司不具有控制股東的場合，經營階層與股東間之代理成本所生之折價乃公平價格的一部分，不應消除<sup>58</sup>。

由此延伸，若收購者並非控制股東而在公開市場上收購股權，在此過程中控制權固然將因股權集中而浮現，證券市場價格並因大量股權收購行為而上漲，出現控制權溢價。

然該等價格變化乃收購者行為所致，若無該等行為將不會有價格上漲情事，則該等控制權溢價乃收購者耗費自身時間資訊所創造，乃併購交易所生之綜效，並非原先已存在於標的公司內之價值，無從將該等溢價納入作為公平價格的一部分<sup>59</sup>。

由此可知，使用證券市場價格認定公平價格時應否加回少數股權折價/控制權溢價，目前德拉瓦州法將因標的公司是否存在控制股東而有不同處理，與2000年初一律加回的作法有所不同<sup>60</sup>，何者為是學說上存有不同見解，不乏有認為目前見解不利於少數股東之保護而有所批評<sup>61</sup>，有待繼續觀察。

相較之下，我國實務見解對於何時加回少數股權折價，仍有不同見解，商業法院在亞太案中，在指明少數股權折價與控制權溢價為一體兩面關係後<sup>62</sup>，進一步指出「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，於併購標的公司

註53：Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, *Rationalizing Appraisal Standards in Compulsory Buyouts*, 50 B.C. L. REV. 1021, 1052 (2009).

註54：Id. at 1053.

註55：HBK, 2023 WL 10405169, at \*52.

註56：Hamermesh & Wachter, *supra* note 31, at 45.

註57：Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, *The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law*, 31 J. CORP. L. 119, 145 n. 104 (2005).

註58：In re Appraisal of Jarden Corp., No. CV 12456-VCS, 2019 WL 3244085, at \*31 (Del. Ch. July 19, 2019).

註59：Hamermesh & Wachter, *supra* note 31, at 54.

註60：請參見第五、一、部分之說明。

註61：Charles Korsmo & Minor Myers, *What Do Stockholders Own? The Rise of the Trading Price Paradigm in Corporate Law*, 47 J. CORP. L. 389, 429-31 (2022).

註62：請參見第五、二、部分之說明。

具控制權之權益而取得溢價情況下，自應由標的公司全體股東共享該控制權溢價」<sup>63</sup>，係以控制股東之存在，作為存在得由全體股東共享之控制權溢價的理由，進而上修調整公平價格。

但在台硝案中，商業法院在未認定台硝公司是否存在控制股東下，即引用鑑定人意見認為「本件採用市場法之可類比上市上櫃公司法評估時，因可類比公司於公開市場交易之股權，及以市價法評估聲請人於公開市場交易之股權時，通常係為不具控制權之少數股權，故須作控制權溢價調整」<sup>64</sup>，似又不以控制股東之存在，作為發生控制權溢價而上修公平價格之前提<sup>65</sup>，可見我國對於是否需存在控制股東始就公平價格進行控制權溢價之調整，實務上仍見解紛陳，有待後續發展以為釐清。

## 陸、證券市場價格與流通性折價

流通性折價係指股權因流通性不佳，無法立即變現而受到之折價<sup>66</sup>。根據論者研究，

資產可能因為其價值評估不易、作為替代之其他可交易資產（在標的資產為股份的場合，即為其他可交易之普通股）數量稀少、已相當期間缺乏流通性，或是資產之一次性交易數量龐大等因素，而缺乏流通性<sup>67</sup>，使該等標的資產在交易時，受有流通性折價。

在控制性股權形成後，因在外流通之可交易標的公司股份減少，減損該等股份之流通性，使得少數股權如擬出售，將受到折價<sup>68</sup>。因在外流通股份稀少此一現象係存在整個標的公司股份市場，故控制性股權之出售同樣會受有流通性折價，且控制性股權若係一次全部出售，其尋找買家的難度將會進一步增加，亦會因此受有流通性折價<sup>69</sup>。由此可見，流通性折價不以少數股權為限，控制性股權的處分同樣受有流通性折價<sup>70</sup>。

關於流通性折價於公平價格脈絡中之處置，美國模範公司法第13.01條在對於公平價格的定義中，第(iii)點即指明公平價值之計算不提列缺乏流通性折價或少數股權折價（without discounting for lack of marketability or minority status）<sup>71</sup>，該條官方評論指出，

註63：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)、1點。

註64：智慧財產及商業法院111年度商非字第6號民事裁定，理由第五、(三)、4點。

註65：儘管如此，台硝案之收購方在併購交易前已持有標的公司40%股份，若已具有控制股東地位，則該案即使在亞太案的見解下，公平價格仍將納入控制權溢價。

註66：Mukesh Bajaj, David J. Denis, Stephen P. Ferris & Atuyula Sarin, *Firm Value and Marketability Discounts*, 27 J. CORP. L. 89, 91 (2001).

註67：*Id.* at 92-93.

註68：*Id.* at 93.

註69：*Id.*

註70：Booth, *supra* note 1, at 131. 關於流通性折價之文獻回顧，see Johan Van den Cruyce, Starlyn Endres, *The Impact of Contractual Transfer Restrictions and Micro Liquidity on the Discount for Lack of Marketability*, 47 DEL. J. CORP. L. 3, 8-16 (2022). 中文文獻則可參見李昌峻(2017)，〈無市場流通性折價理論與文獻回顧〉，《貨幣觀測與信用評等》，第128期，第16-24頁。

註71：MODEL BUS. CORP. ACT § 13.01 (updated through Apr. 5, 2024).

在大多數股份評價案件中，因缺乏流通性或為少數股權而折價是不適當的，因為大多數引發股權評價的交易是影響整個公司，而這種折價可能會讓大股東利用機會取得被迫接受交易之少數股東的利益，第 (iii) 點「公平價值」定義採取對公司整體進行評價後給予股東按其持股比例之利益的觀點，而非單獨評價股東持有股份的價值<sup>72</sup>。

依上開見解，公平價格之計算應排除流通性折價，因此即令異議股東之股份缺乏流通性，亦將流通性折價加回。對此我國法院曾於奧圖碼案中認為：「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，認本件無須考量適用因市場流通性不足所生之折價」<sup>73</sup>，即採此一見解。

然亦應指明者，如細觀奧圖碼案之事實，該案標的公司雖已非上市櫃公司，然在併購交易完成前為興櫃公司，係因收購方以股份轉換方式收購全部股權而下興櫃，因此若該

案之併購交易不發生，異議股東之持股仍可持續在興櫃市場中交易，而應在此前提下進行公平價格之認定，無須考量流通性折價，不因標的公司於法院裁定當下已非公開發行公司而受影響。

事實上，如細觀前引美國模範公司法第 13.01 條之官方評論，可知美國模範公司法不提列流通性折價的理由，在於「引發股權評價的交易是影響整個公司，而這種折價可能會讓大股東利用機會取得被迫接受交易之少數股東的利益」，強調公平價格「採取對公司整體進行評價後給予股東按其持股比例之利益的觀點，而非單獨評價股東持有股份的價值」，因此流通性折價之不予提列，應是針對同一公司內有不同類型股份的場合（例如同時有掛牌股份及私募股份），旨在避免不同類型股份間之差別待遇，若標的公司本身在併購交易前、後均非公開發行公司，其股份流通性不佳乙節，仍應在計算公平價格時給予適當折價，蓋此乃該公司全部股東皆受到的處遇，非特定股東所獨有。

## 柒、結論

儘管德拉瓦州法上偏好以通過妥適程序所

註72：Id. §13.01 cmt. 2.B (“Valuation discounts for lack of marketability or minority status are inappropriate in most appraisal actions, both because most transactions that trigger appraisal rights affect the corporation as a whole and because such discounts may give the majority the opportunity to take advantage of minority shareholders who have been forced against their will to accept the appraisal-triggering transaction. Clause (iii) of the definition of “fair value” adopts the view that appraisal should generally award a shareholder his or her proportional interest in the corporation after valuing the corporation as a whole, rather than the value of the shareholder's shares when valued alone”).

註73：臺灣臺北地方法院107年度司字第212號民事裁定。

形成之併購價格，計算公平價格，但亦不乏有以證券市場價格認定公平價值者，只是如此作為有其前提，需該股份處半強勢效率市場，且無市場所不知之未公開重大資訊，並應擇取未受併購交易消息影響之證券市場價格。

在使用證券市場價格認定公平價格時，是否要就少數股權折價/控制權溢價進行調整，學說上有不同見解，德拉瓦州案例法於2000年初雖採取一律加回少數股權折價的立場，但近來已有所調整，於存在控制股東之公司而使用證券市場價格認定公平價格時，方加回少數股權折價，若公司於併購交易前不存

在控制股東，收購方因收購股權而達控制股權之程度，乃其努力所得，因此所生之控制權溢價並非併購交易發生前即已存在，無從納為公平價格的一部分。

另外，因公平價格之計算不提列流通性折價，因此即令異議股東之股份相較於其他股東之流通性較差，在計算公平價格時亦不因此受有折價。然而，若標的公司因本身為非公開發行公司等原因而使其全部股份皆缺乏流通性，不存在不同股東間之差別待遇，仍應得以在考量該公司企業整體權益時，考量其股份缺乏流通性而適度反應於評價當中。

（投稿日期：2025年4月28日）