

中投出售中影股權價格合理性之意見

一、衡平資產鑑定公司之評估方法：

衡平公司於 95 年 4 月 26 日所出具之「股權交易價格合理性評估報告書」，係依據大中聯合會計師事務所林寬照會計師於 95 年 4 月 4 日所出具之「中央電影事業股份有限公司財務報表暨會計師查核報告」中中影公司 94 年底資產負債表之股東權益作為計算基礎。依據會計師簽證之 94 年度財報，中影公司 94 年底之股東權益總額為 \$4,246,638,873；而 94 年底股數為 58,578,500 股，據此算得每股淨值 \$72.49。再自上市公司中選取台鹽及台肥為類比公司，觀察其 93 年 1 月至 95 年 3 月止計之股價淨值比，以兩家公司股價淨值比之平均數 1.090 倍為參考值；再以中影公司股權之流通性及變現性、獲利及經營績效等不及類比公司為由，再以 81% 作「調整數」；最後再考量單一價值結論之風險，採上、下 5% 之價值區間作為本案之估價結論。其結論為「…合理易價格，每股介於 60.80 至 67.20 元之間…認為尚屬合理。」(評估報告書第 13 頁)。

二、「評價準則公報」之規定

企業評價早期並未訂定規範，財團法人中華民國會計研究發展基金會於 96 年 5 月 30 日成立「評價準則委員會」，並陸續頒布共十一號的「評價準則公報」；其中第 11 號公報即為「企業之評價」。該公報於民國 104 年 12 月 3 日公布，同年 12 月 25 日實施。該公報分為評價人員評估企業整體、企業部份業務、企業權益之全部或部分價值之準據。引用十年後頒布之評價準則公報評論衡平公司之中影公司股交易價格合理性評估報告書，乃事後諸葛亮，有失公允。我們無意苛責衡平公司，但我們仍可依公報規定之要旨，檢討中影股權交易價格之合理性。

第 11 號公報第 4 條「…執行企業權益之評價時，應額外確認受評權益對該企業之控制程度(通常應考量權益之集中或分散程度、權益所有權人間之關係及其他實質影響企業決策之能)」。簡言之，就是應考慮受評權益對企業的控制能力，如具有控制能力，在評價時應考慮「控制權」價值之評估，而不宜僅考慮「流動性折價」。

11 號公報第 5 條「評價人員執行企業評價時，應瞭解評價案件之目的，據以採用適當之價值標準」、第 6 條「評價人員執行企業評價時，應針對評價標的之最可能交易情境，採用適當之價值前提。」意即，如買方將繼續經營，則以「繼續經營」為價值前提；如買方將結束清算，應以「清算」為價值前提。

三、如套用公報，衡平公司評估報告有下列缺失：

衡平公司評估並未「針對評價標的之最可能交易情境，採用適當之價值前提」。逕以會計師簽證報告上之每股淨值為基礎，以台肥、台鹽為類比公司，依據類比公司 93 年 1 月至 95 年 3 月之股價淨值比平均數，再以流通性、變現性、獲利及績效等，給予 81%之「調整數」。其引用數字固有其根據，其評估過程亦有其道理，但未考慮本次交易最可能之交易情境，採用適當之價值前提。且此次股權交易占中影公司已發行股數 80%以上，顯然買方於買受後對中影公司具有絕對之控制能力。但衡平公司之報告並未考慮此種「控制權」之價值，反而認為中影股權欠缺流動性等因素，再以 81%予以折價。綜合言之，其評估報告既未採用適當的「價值前提」、亦未考慮「控制權」價值。

四、中影公司此次權交易，其「價值前提」為何？

此次交易之評估，究竟應採類比公司無控制權之股權交易的

「市場交易價值」或其他價值前提？查中影公司之主要資產為土地建物等不動產，其本業之績效無足輕重，在出售絕大多數股權之情形下，「土地資產之價值」理應為買賣方議價之焦點。

林寬照會計師於 95 年 4 月 4 日出具之查核報告，其 94 年底資產負債表中列示之固定資產淨額\$5,832,092,262，其中之「土地」及「出租土地」係以 94 年 6 月 30 日為基準日按「土地公告現值」重估，重估增值計\$3,703,103,865，並提列\$1,187,901,305 之土地增值稅準備。此外對主要固定資產（土地、建物、機器設備及出租資產），參酌專業機構鑑價報告，將部分固定資產之可回收金額低於帳面金額部分提列減損損失計\$570,253,068。同時，帳列閒置資產（包括土地及建物），亦參酌專業機構鑑價報告再提列減損損失\$100,342,660，加上 93 年度已提列之備抵跌價損失\$17,667,041，合計列於閒置資產之累計減損為\$118,009,701。以上乃會計師依當時商業會計法第 51 條所作之土地重估價，及依當時財務會計準則公報第 35 號「資產減損之會計處理準則」所作之調整，此種「繼續經營」下之「價值」，在財務報表之允當表達方面，會計師之處理無可非議。

但在類似買賣整個公司之股權交易評估中，衡平公司逕以會計師查核報告之「每股淨值」為評估基礎，其「價值前提」無異逕以「繼續經營」為前提，即受評之中影公司在可預見之未來將持續正常營業，並無因股權移轉而有清算或重大縮減其營業範圍之意圖或必要性。中影公司股權移轉案至今已逾十一年，中影公司如於股權移轉後買方仍持續正常營業一段相當長之時間，則衡平公司評估所採用之「價值前提」方屬適當。否則，此評估報告之價值前提即有偏差。

五、如改以「資產法」評估，並考慮控制能力而不以流動性之欠缺而

加以折價，則此次股權交易之合理可能金額究為多少？

查中影公司於亦曾委託國內資產鑑價之專業機構中華徵信所針對其主要之三項資產鑑價，中華徵信所分別於 94 年 6 月 10 日、16 日、17 日出具華夏大樓、士林文化城、新世界大樓之鑑價報告，除士林文化城土地之開發需變更土地使用分區而採「限定價格」外，其餘兩案均採「正常價格」。中影公司於鑑價之合理期限內如欲出售該三項資產，理應接近中華徵信所所鑑定之價格。而該三項主要資產於會計師簽證報告中所反映之資產帳面金額，除華夏大樓鑑價後有「減損」，會計師據以提列減損，故華夏大樓於民國 94 年底之「價值」，會計師簽證報告與中華徵信所鑑定之價值相同，此部分並無爭議。但士林文化城與新世界大樓，僅僅就土地而言，會計師簽證報告中之「帳面金額」（即當時之公告現值），與鑑價報告之「評估總價」即有相當大之差異，其差異如下表所示：

<u>資產項目</u>	<u>會計師帳列金額</u>	<u>鑑價報告金額</u>	<u>差異金額</u>
文化城土地	\$2,930,414,063	\$3,623,754,831	\$693,340,768
新世界大樓土地	<u>655,441,732</u>	<u>1,420,348,258</u>	<u>764,906,526</u>
合計	<u>\$3,585,855,795</u>	<u>\$5,044,103,089</u>	<u>\$1,458,247,294</u>

由該表可知，僅就文化城與新世界大樓之土地而言，會計師簽證報告上之金額即比鑑價報告之評估金額低了 14.58 億元。另因當時商業會計法及財務會計準則公報之規定，非營業用之資產不得辦理重估。林寬照會計師於民國 106 年 4 月 18 日出具之「說明書」之附件「中央電影公司土地重估計算一覽表」，該表顯示尚有七項土地因非屬營業資產而不能辦理重估，該七項土地之帳面金額合計為 \$54,868,084，其 94 年之公告現值為 \$287,644,465，依經驗法則判斷，該七項土地之市價，恐怕比公告現值高出不少。就以最保守的公告現值計算，該七項土地之當時之公告現值也比帳列金額高出 \$232,776,381。前段差異數與本

段保守估計之差異數合計高達\$1,691,023,675 (即 \$1,458,247,294 + \$232,776,381)，如以此數調整中影公司 94 年底之股東權益，則其股東權益應為\$5,937,662,548，以當時之總股數 58,578,500 股計算，每股淨值為\$101.36，與交易價格每股\$65.00 有一段明顯差距。

注意，此處之每股淨值\$101.36，乃將七筆非營業之土地以「公告現值」加計算，而非以其鑑估價格計入，故此每股淨值可略有低估。

六、結論

以上係依據林寬照會計師簽證報告、說明書及中華徵信所之鑑價報告計算而得之數字，如將公司有極大控制權之股份於 94 年底後之短期內一次出售，則其每股價值理應接近前段所述之每股淨值之\$101.36。然依據洪再德會計師於民國 96 年 6 月 12 日所出具之「會計師檢查報告書」附件第 11 頁所述「主約訂有利潤分享條款，言明在某項資產售價超過某個金額時，賣方可得其利潤且有優先介紹他人承購之權。」，是則，在此種約定下，其買賣交易已偏離一般正常交易，買方縱能以偏低之價格購入，其低價進貨、高價出售之利益，亦須由原賣方享有。在此種奇怪的交易條件下，買賣價格之偏低，實難論斷其合理與否。

報告人：建智聯合會計師事務所

張山輝 會計師

民國 106 年 8 月 16 日