臺灣桃園地方法院民事裁定

111年度抗更二字第1號

抗　告　人　曾煥琪（兼曾繁祺、易必正之被選定人）

000000000000000000

000000000000000000

000000000000000000

相　對　人　台灣美光晶圓科技股份有限公司

000000000000000000

法定代理人　盧東暉

000000000000000000

訴訟代理人　林哲誠律師

黃渝清律師

吳怡箴律師

上列當事人間請求裁定股份收買價格事件，抗告人對於民國107年1月22日本院105年度司字第14號裁定提起抗告，經臺灣高等法院第2次發回，本院更為裁定如下：

主　文

原裁定關於聲請程序費用部分廢棄。

其餘抗告駁回。

聲請程序費用新臺幣2,000元由相對人負擔，抗告及發回前再抗告程序費用新臺幣2,000元由抗告人負擔。

理　由

一、相對人聲請意旨略以：相對人原名華亞科技股份有限公司，於民國105年3月29日召開105年第1次股東臨時會，通過與訴外人台灣美光半導體股份有限公司（下稱美光公司）簽署股份轉換契約之決議（下稱系爭決議），由美光公司經由股份轉換方式，以每一普通股新臺幣（下同）30元之價格取得相對人全部已發行且流通在外之普通股股份，使相對人成為美光公司100%持股之子公司。而抗告人已於上開股東臨時會前表示異議，並放棄表決權，要求相對人買回其股份。惟相對人認為當時公平價格應為每股30元，自系爭決議日起60日內

無法與抗告人就收買價格達成協議，爰依企業併購法第12條第7項規定，聲請法院為價格之裁定等語。

二、抗告意旨則以：

(一)相對人將本件股份轉換議案提報上開股東臨時會決議時，於股份轉換契約記載「標的公司資產負債表日」為104年6月30日，並記載「自標的公司資產負債表日起至本契約生效日止標的公司之日常營運係依據過去慣例正常營運，且並未發生任何重大不利影響」等語。然對相對人重要經營階層自104年7月1日後發生重大異動，於104年11月13日至12月14日間發生內線交易事件等情，卻略而未提。且時任相對人董事長李培瑛與董事Ernest E. Maddock分別身兼相對人大股東南亞科技股份有限公司（下稱南亞科公司）總經理及美光公司財務長，就本件併購有明顯利害衝突，卻未依企業併購法第5條第3項規定向相對人董事會及股東會說明其重要內容及贊成或反對併購決議之理由，李培瑛甚至犧牲相對人利益，以在本件併購案中為南亞科公司取得美光公司私募股權之授權。基於上述違法情事，法院應駁回相對人關於裁定股份收買價格之聲請。

(二)退而言之，法院縱不駁回相對人本件聲請，其主張每股公平價格30元亦屬不當。相對人固提出陳維林會計師及許豪文會計師出具之「普通股股權價值合理性意見書」，認相對人股份合理價值為每股23.59元至31.60元。然陳維林會計師所出具報告係配合相對人擬定之股份轉換價格所為，欠缺中立性及公正性。許豪文會計師所採取之鑑價方式則僅考量相對人過往財務報表及交易市價，採用市價法、股價淨值比法、本益比法等鑑價方法，未慮及未來之獲利展望，不採廣為美國股份收買評價實務採用之現金流量折現法，所採取評價準則不適當。且依李培瑛上開行為，足見相對人股價自104年7月以後已遭控制股東操控，無法反映其真實價值。況司法院大法官釋字第770號解釋意旨業已強調併購應確保相關資訊之充分揭露，並賦予少數股東有效確保公平價格之機制，亦

即公平價格之裁定應納入「未充分揭露資訊之價值」、「程序正義所表彰之價值」；企業併購法第6條立法理由亦揭示公司應以「經營者之經驗與角度」為股東就併購交易之整體公平性、合理性進行審議。上開意見書僅以一般市場參與者角度考量股份之「市場價值」，而非以美光公司之經營者觀點評估本件併購為其帶來之「投資價值」，與上開意旨不符，亦非可採。

(三)依抗告人之評估，如就區域市場以國內同為DRAM製造廠商之華邦電子股份有限公司（下稱華邦電公司）及南亞科公司為比較對象，全球市場以韓國三星公司、美光公司為比較對象，以本益比法換算，相對人之合理股價應分別為每股50.1元、67.4元。如就相同比較對象以股價淨值比法換算，合理股價則分別為44.1元、41.2元。如再以Maddock所公開發表，併購後相對人能對美光公司產生之自由現金流量作為相對人未來營運展望之依據，以上述現金流量折現法換算，每股合理價值則應為60.1元。再參考彭博社所統計106年第3季迄今全球半導體併購案件平均溢價率30.92%，更可論斷本件應以59.6元至68元之區間作為收買抗告人股權之對價為當。

(四)綜上，原審裁定本件股份收買價格為每股30元，應有不當，爰依法提起抗告，求為廢棄原裁定，駁回相對人之聲請，或裁定以每股59.6元至68元作為股份收買價格等語。

三、本院之判斷：

(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。又企業併購法第12條於本件繫屬中之111年6月15日修正公布，定於公布後6個月施行，修正前第1項第5款前段、第6項前段原分別規定「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」；嗣第1項第5款前段修正為「公司進行第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，並投票反對或放棄表決權者」，第6項前段則移置為第7項前段，並修正為「股東與公司間就收買價格自股東會或董事會決議日起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」。考其修正理由，係將股東會中投票反對股份轉換之股東納入得行使收買請求權之範圍，及針對簡易併購而未經股東會決議之情形，明定以董事會決議日為期間計算基準日；與本件股份轉換係經股東會決議，且抗告人已依修正前規定放棄表決權之情形均無涉，不生新舊法適用之問題，應得逕行適用修正後之規定，首先說明。經查，相對人於105年3月29日105年第1次股東臨時會中通過系爭決議，由美光公司經由股份轉換方式，以每一普通股30元之價格取得相對人全部已發行且流通在外之普通股股份；抗告人則於該股東臨時會決議時表示異議並放棄表決權，要求相對人買回其所持有之股份，經紀錄於會議紀錄；惟抗告人與相對人自系爭決議日起60日內未就股份收買價格達成協議，相對人遂於其後30日內之105年6月24日聲請本院為價格之裁定等情，有上開股東臨時會會議紀錄、異議股東請求收買股份書、相對人原審聲請狀上本院收文日期章可稽。至抗告人陳稱本件併購議案有說明文件不實、董事未說明自身利害關係或違反忠實義務等情形，均係涉及系爭決議是否無效或得撤銷，或相關公司負責人是否須對相對人負損害賠償責任之實體問題，非本件裁定股份收買價格之非訟程序所能審認。是相對人本件聲請應符合上開規

定之程序要件。抗告人請求駁回本件聲請應非可採。

(二)次按企業併購法及公司法關於異議股東股份收買請求權，目的在於當多數股東已依多數決原則就公司併購作成決定後，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，僅係單純客觀反映合併當時之合理權益。故股份收買之公平價格，應係指假設併購未發生，異議股東繼續持有標的公司股份，該股份於公司繼續營運時所將具有的價值，而不包括因併購交易所創造或毀壞之價值，及需扣除因併購交易完成或期待其完成所生之部分。而股東會決議通過公司合併，異議股東始得行使收買股票請求權，公平價格之認定，自應以股東會作成併購決議之時為衡量時點。至於公平價格之認定，參酌非訟事件法第182條、企業併購法第12條第8項、商業事件審理細則第40條等規定，應得參考公司財務報表、公平價格評估說明書、集中交易市場之證券交易實際成交價格、其他與價格算定有關之資料等綜合評定之。經查：

1.本件經相對人依企業併購法第12條第8項規定，檢附許豪文會計師出具之普通股股權價值合理性意見書為本件價格裁定之聲請。依該意見書所陳，其評價方法除採用相對人近期市場交易價格外，並參酌相對人之財務數據與上市櫃同業公司市場性與公開資訊，採用市場基礎法之市價法、股價淨值法及本益比法，計算相對人普通股股權之合理價值。經以相對人104年12月10日前10、30、60個營業日之集中市場收盤價格平均計算，得出相對人股份市價之理論價格區間為22.76元至24.02元；又以同業廠商南亞科公司之公開財務數據作為參考，以股價淨值比法、本益比法推估，得出相對人股份理論價格分別為24.18元至39.96元、21.30元至21.41元之間。再將上開3種評價模式以各33%之權重加權計算後，每股價值區間為22.75元至28.46元；末按中華徵信所企業股份有

限公司所提供國內現金公開收購及股權併購之平均控制權溢價率10.845%加以調整後，結論為：「經綜合考量市場上客觀資訊，審慎考量市價法、股價淨值法以及本益比法，並經非量化調整等因素後，本案評估華亞公司普通股每股合理之價值區間應介於25.22～31.55元」有該意見書附卷可參（原審卷一第38-41頁）。考量許豪文會計師為輔仁大學會計學系畢業，具中華民國評價會計師、內部稽核師之專業資格，並有證券商、會計師事務所稅務及審計部門之工作經歷，現為執業會計師，當具備相當之專業素養；復無事證可認其有欠缺客觀性或中立性之情形，上開評估意見自得作為本件價格裁定之參考。

2.又併購標的公司如為上市、上櫃公司者，其股份之交易價格係在公開市場形成，具一定之公信力並有經濟學之原理可為支持，應足為法院裁定收買價格之重要依據，此參諸商業事件審理細則第40條第2項、非訟事件法第182條第2項之規定即明。且除已經發生之成交價格以外，證券商就標的公司所為研究報告，通常係綜合標的公司之財務數據、標的公司本身及所屬產業之整體展望、市場動態等各項因素，對於標的公司股份之未來交易方向與目標價格為評估，供證券自營部門或投資顧問部門之客戶參考使用，應可反映市場上理性投資人對於標的公司股份價值之合理預期。經本院函請凱基證券投資顧問股份有限公司（下稱凱基投顧）、台灣匯立證券股份有限公司（下稱匯立證券）、新加坡商瑞銀證券股份有限公司台北分公司（下稱瑞銀證券）、台灣摩根士丹利證券股份有限公司（下稱摩根士丹利）提供其等相對人與美光公司之併購重大訊息發布前，其等於000年00月間對相對人出具之研究報告供參，內容略以：

(1)凱基投顧於000年00月00日出具：

華亞科公司104年第3季EPS 為0.88元，高於市場及凱基公司預期，係因匯兌利益挹注，雖管理層表示105年底前將8成產能轉為20奈米製程之計畫進展如期，且預期105年第2季季末

即可全數完成轉換，但我們仍保守看待DRAM產業之供需態勢且認為DRAM價格恐有下修之虞，使104年第4季營收僅能較前1季持平，且考量銷貨成本將微幅上升至105億至110億元，預期該季毛利率將下滑至25%，而我們雖預估105年第1季位元出貨量將較104年第2季成長10至15%，但DRAM供需態勢持續惡化，加上20奈米製程轉換推升折舊費用，以及與美光公司之新供貨協議皆可能對毛利形成壓力。因產業能見度仍然有限，維持「持有」評等，12個月目標價21元。

(2)匯立證券於000年00月00日出具：

較佳的104年第3季EPS係因非持續性的匯兌利益挹注，並非拐點到來。我們觀察到DRAM價格壓力從個人電腦轉換到行動裝置與伺服器，且美光公司更高的營業費用可能導致105年度毛利下滑。就104年第4季展望而言，因公司表示20奈米製程產出速率有些微落後，我們調降出貨量推估，從季成長12%降到8%。我們認為104年第4季毛利將下降到23%，因為華亞科公司的平均銷售單價應會在直至105年第1季都沒有成本的改善下再下滑6%，我們大體維持毛利率26.3%的預測，但因美光公司提高營業費用，將有下行的風險。雖然我們觀察到DRAM製造者從個人電腦DRAM轉換產能到移動裝置與伺服器DRAM，有助於提供105年第1季的價格支撐，但移動裝置及伺服器DRAM價格恐怕在105年第1季將出現更大的下跌，因此，我們預期105年的EPS將下跌32%，因華亞科公司仍舊能獲利，我們將目標價從105年0.95倍股價淨值比調高到1倍股價淨值比，目標價從每股21.44元調高到23.94元。

(3)瑞銀證券於000年00月00日出具：

因其轉換至20奈米製程趨於成熟，華亞科公司應當可在105年第1季見到毛利的提升，經營階層也指出在105年第1季應會有二位數的出貨量成長，與我們之前預測相同。由於DRAM低谷的價格已經見到，美光公司在105年1月的價格公式調整的負面影響也極有限，在季節性調整下，股價被過於低估，以致已經變得有吸引力。我們提升105年及106年EPS的預估

為分別成長2%及4%，原因是稍高的行動裝置DRAM市場價格預期、較低的20奈米製程成本的提升及研究發展成本的預期以及美元兌新臺幣再次回到1美元兌32.5元新臺幣。我們給予12個月目標價每股29元，建議買進。

(4)摩根士丹利於000年00月00日出具：

公司指出105年第1季將有二位數的出貨量提升（我們預估為30%），整年將會有40%出貨量成長。然而，由於公司產出更多20奈米製程晶片，105年第1季銷貨成本很可能上升；此外，公司也承認其先前預估的營業費用可能太低，因預期35%的DRAM價格下滑及更高的銷貨成本，縱使有強力的出貨量成長，我們仍然預測華亞科公司EPS將年減56%。我們認為當前的股價已經高估，給予12個月目標價為每股16.5元。

3.綜合上開證券商研究報告所評估相對人公司目標價格，其中展望最悲觀者所給予目標價僅為16.5元，最樂觀者為29元，亦未超過相對人所主張每股30元之公平價格。至於居中之二者分別為21元、23.94元，對照於許豪文會計師上開意見書中，未經計算控制權溢價之價格區間22.75元至28.46元，亦屬偏低。再參酌相對人損益表及現金流量表所示，於104年第4季起營收大幅衰退，105年第1、2季甚至出現虧損，至第3季始轉虧為盈，現金流量亦自上開三季度大幅減縮而呈現淨流出之情形觀之，可見上開機構投資人之預測係與其營運之衰退相符，未見有財務業務狀況與股價表現不符等，足以懷疑有內部人或大股東刻意操縱股價之情形。由是觀之，相對人主張其股份當時公平價格為每股30元，已近於上開價值區間之上限，亦不低於機構投資人所預期相對人之合理股價，尚屬公允。其聲請本院裁定以此作為相對人對抗告人股份之收買價格，應無不當。

(三)抗告人固以許豪文會計師出具之上開意見書未使用美國實務廣泛使用之現金流量折現法，主張其採取之評價準則不適當等語，然許豪文會計師業於原審到庭證稱：收益基礎法涉及太多主觀及假設的條件，原則上在臺灣實務使用的比例不是

太高，由於市價法要影響比較困難，故其使用市價法作為評價方法之一等語（原審卷三第6頁反面），而具體說明其不採用收益基準法中現金流量折現法之原因。抗告人復未說明有何非使用現金流量折現法不可之原因，無從以此認為許豪文會計師出具之上開意見有誤。抗告人固以Maddock於104年12月22日公開表示相對人每年可為美光公司產生6億美元之增量自由現金流量，於105年12月7日科技論壇會再次說明「以評估當時或宣布併購時前12個月情況不變下，估計每年約有13至14億美元之營運相關現金流量，扣除每年平均資本支出約8億美元」等語為基礎，自行以現金流量折現法推估相對人合理之每股企業價值至少約60.1元；然依前開說明，異議股東股份收買請求權之目的係使不願接受併購方案之股東，得以併購決議時之公平價格取回其投資，不參與併購之機會，故參與併購之公司因併購所產生之後續綜效，或因不當併購反而產生之損失，均應剔除於公平價格之評估範圍，非異議股東所應享有或負擔。是抗告人以相對人未來可為美光公司產生之現金流量，作為其估算公平價格之依據，其基礎即難認正確。除此之外，抗告人自行以本益比法、股價淨值比法所估算之合理價格，亦難認有較上開意見書及證券商研究報告更為可信之情形，復已表明無意再為其他鑑定，尚不足以推翻依上開證據資料所為之認定。

(四)又按公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，應設置特別委員會，就本次併購計畫與交易之公平性、合理性進行審議，並將審議結果提報董事會及股東會。前項規定，於公司依證券交易法設有審計委員會者，由審計委員會行之。特別委員會或審計委員會進行審議時，應委請獨立專家協助就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性提供意見，企業併購法第6條第1項前段、第3項定有明文。特別委員會成員之人數不得少於3人，其中1人為召集人，公開發行公司設有獨立董事者，應由獨立董事組成；無獨立董事、獨立董事未符合第2項資格或獨立董事人數不足之部分，由

董事會遴選之成員組成，則為公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法第4條第1項所規定。參諸企業併購法第6條104年7月8日修正立法理由，則謂「公司併購行為涉及公司之法人格消滅、經營權變動、組織重大改變及重要資產交易，影響股東權益甚鉅，而公開發行公司股東由於人數眾多，影響層面更廣，為使股東在進行併購決議時獲得充足之資訊與相關評估建議，爰參考美國德拉瓦州最高法院……要求公開發行股票之公司於『召開董事會決議併購事項前，應組成特別委員會，以經營者之經驗與角度，為股東就本次併購交易之整體公平性、合理性進行審議』，並提報於董事會及股東會」等語。綜觀上旨可知，該立法理由所謂「以經營者之經驗與角度進行審議」，應係指公司進行併購之決策前，應由獨立董事或其等組成之審計委員會，基於「該公司經營者之角度」，就併購交易之條件進行審議。非謂基於併購交易之「對方公司經營者」角度，且與股東會決議通過併購後，異議股東所持該公司股份之公平價格為何係屬二事。抗告人援引上開法條及立法理由，主張本件應以美光公司之特定投資者觀點，考量併購為美光公司帶來之未來獲利動能，實屬引喻失義，並非可採。

(五)末按司法院大法官於107年11月30日作成釋字第770號解釋，其解釋文略以「……該法（企業併購法）104年7月8日修正公布前，未使因以現金作為對價之合併而喪失股權之股東，及時獲取合併對公司利弊影響暨有前揭企業併購法第18條第5項所列股東及董事有關其利害關係之資訊，亦未就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制，上開二規定於此範圍內，與憲法第15條保障人民財產權之意旨有違。聲請人得於本解釋送達之日起2個月內，以書面列明其主張之公平價格，向法院聲請為價格之裁定。法院應命原因案件中合併存續之公司提出會計師查核簽證之公司財務報表及公平價格評估說明書，相關程序並準用104年7月8日修正公布之企業併購法第12條第8項至第12項規定辦理」。然參諸其理由

書及作成背景，可知該解釋所稱「未就股份對價公平性之確保，設置有效之權利救濟機制」，係因104年7月8日修正公布前之企業併購法第12條及所準用公司法第187條之規定，僅限於股東主動請求公司收買股票之情形，始有法院裁定價格程序之適用，不及於未贊同合併之股東不願被收買，然卻因現金逐出合併而遭剝奪股權之情形，而認救濟程序不周。嗣上開條文於解釋作成前修正公布，解釋理由即認為修正後之新法就公平價格已設有較為完整之保障機制，並宣示該原因案件當事人得於解釋公布後2個月內比照修正後規定向法院聲請為價格之裁定。尚不涉及公平價格如何決定之問題。抗告人援此解釋，爭執本件股份收買價格之實體決定，應有誤會。況抗告人所陳「未充分揭露資訊之價值」、「程序正義所表彰之價值」均屬非量化之抽象概念，其復未指明究應如何換算以計入股份價值，其此節主張自難憑採。

四、綜上所述，原審裁定本件相對人收買抗告人所持有相對人公司股份之價格為每股30元，尚屬公允，抗告意旨指摘此部分不當，求為廢棄改為裁定，為無理由，應予駁回。惟依企業併購法第12條第13項規定，聲請程序費用應由公司負擔，未準用非訟事件法第182條第3項之規定，原裁定認聲請程序費用應由兩造各負擔2分之1，尚有未合，爰廢棄原裁定關於聲請程序費用部分，改裁定如主文第3項所示。

五、爰裁定如主文。

中　　華　　民　　國　　113　　年　　5　　月　　3　　日

民事第一庭　審判長法　官　袁雪華

法　官　許自瑋

法　官　陳逸倫

以上正本係照原本作成。

本裁定除以適用法規顯有錯誤為理由，不得再抗告；如提再抗告，應於收受送達後10日內，委任律師為代理人向本院提出再抗告狀，並繳納再抗告費新台幣1,000元。

中　　華　　民　　國　　113　　年　　5　　月　　3　　日

01 書記官　蘇玉玫