

臺灣桃園地方法院民事裁定

108年度抗更一字第2號

抗 告 人 曾 繁 祺
易 必 正
曾 煥 琪

共 同

訴 訟 代 理 人 李 佳 翰 律 師

相 對 人 台 灣 美 光 晶 圓 科 技 股 份 有 限 公 司

法 定 代 理 人 徐 國 晉

訴 訟 代 理 人 林 哲 誠 律 師

黃 渝 清 律 師

上 列 當 事 人 間 請 求 裁 定 股 份 收 買 價 格 事 件 ， 抗 告 人 對 本 院 民 國 107 年 1 月 22 日 105 年 度 司 字 第 14 號 裁 定 提 起 抗 告 ， 經 本 院 以 107 年 12 月 27 日 107 年 度 抗 字 第 55 號 裁 定 駁 回 抗 告 ， 抗 告 人 提 起 再 抗 告 ， 經 臺 灣 高 等 法 院 以 108 年 9 月 11 日 108 年 度 非 抗 字 第 24 號 裁 定 廢 棄 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 貳 仟 元 由 相 對 人 負 擔 ， 抗 告 及 發 回 前 第 三 審 程 序 費 用 計 新 臺 幣 貳 仟 元 由 抗 告 人 負 擔 。

理 由

一、相對人聲請意旨略以：伊前為華亞科技股份有限公司（下稱華亞科公司），前於民國105年3月29日召開105年第1次股東臨時會（下稱系爭股東臨時會），決議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」（下稱系爭股份轉換契約），擬由美光公司以伊每1普通股股權價值新臺幣（下同）30元之價格以股份轉換方式取得伊全部已發行且流通在外之普通股股份，使伊成為美光公司100%持股之子公司，而抗告人已於系爭股東臨時會前表示異議，並放棄表決權要求買回。伊因認每股30元始為公平價格而與抗告人自系爭股東臨時會決議日起60日內無法

達成協議，爰依企業併購法第12條第6項規定，聲請法院為價格之裁定等語。

二、抗告人於原審陳述暨抗告意旨略以：相對人主張以每股30元作為其股份轉換及強制收買伊股權之對價，全屬無理，本件應以59.6至68元之區間作為收買伊股權之對價為當，理由如下：

（一）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」為據，認華亞科公司每股合理價值約為23.59元至31.60元，故相對人以每股30元作為其轉換對價尚屬公平允當，然陳維林會計師於原審作證時證稱其曾在製作報告前詢問相對人可能之股份轉換價格區間，可見其有配合相對人之股份轉換價格出具報告之實，其報告無中立及公正性可言；遑論不論是陳維林會計師或許豪文會計師出具之意見書，採取之鑑價方式因僅考量相對人過往財務報表及交易市價，而採用市價法、淨值法、股價淨值比法、本益比法等鑑價方法，而全未慮及相對人未來產業展望及技術優勢能帶來之獲利表現，不採廣為美國股份收買評價實務採用之現金流量折現法，復誤以市場參與者角度而不以美光公司此等特定投資者觀點考量本件併購為美光公司帶來未來獲利動能，屬採取就評價目的而言不適當之價值標準，違反評價準則，自均非可採。

（二）相對人於105年3月29日向股東會提報決議之系爭股份轉換契約記載「標的公司資產負債表日」為104年6月30日，且系爭股份轉換契約復記載「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。」，而自104年7月1日後相對人之重要經營階層發生重大異動，且在104年11月13日至同年12月14日發生內線交易事件，其時洽談併購交易之華亞科公司董事長李培瑛與董事Ernest E. Maddock（下稱Maddock）其時分別身兼華亞科公司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項規定向華亞科公司董事會及股東會說明其自身利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議之理由，已屬違法，且李培瑛甚至犧牲華亞科公司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，足見華亞科公司股價自104年7月1日後已遭控制股東操控，無法反映其真實價值，是本件不僅應以104年6月30日為評價華亞科公司股份價值之基準日，且本件併購既有上述違法，法院即應駁回相對人之股份收買價格之請求。

(三) 縱法院不駁回相對人聲請裁定股份收買價格之請求，就本益比評價法而言，以華亞科公司於104年6月30日之財務狀況為評價基準日，華亞科公司於104年6月30日前1年之營業日，股價對應上述4季度每股盈餘（下稱EPS）為6.6元，平均本益比約6.7倍，同期間以區域市場同為動態隨機存取記憶體（下稱DRAM）製造廠商華邦電子股份有限公司（下稱華邦電公司）及南亞科公司之平均本益比為9.7倍、6.3倍而論，區域市場平均本益比約為7.6倍【計算式： $(6.7 + 9.7 + 6.3) / 3 = 7.6$ ，小數點第2位以下4捨5入，以下未特別說明者均同），換算華亞科公司合理股價為50.1元（計算式： $7.6 * 6.6 = 50.2$ ，小數點第2位以下無條件捨去），以全球市場同業而論，參考美光公司、韓國三星公司該段期間平均本益比各為10.5元、10元，全球市場同業平均本益比約10.2元，換算華亞科公司合理股價為67.4元（計算式同上）。

(四) 而以股價淨值比而言，以上開評價基準日跨度過去1年期間之營業日股價及每股淨值計算，華亞科公司平均股價淨值比約2.24倍，同期間臺灣DRAM同業廠商華邦電公司平均股價淨值比約0.95倍，南亞科公司平均股價淨值比約3.55倍，故臺灣市場DRAM同業平均股價淨值比約2.25倍（計算方式同前），而同期間美光公司平均股價淨值比約2.95倍

，三星公司平均股價淨值比約1.16倍，故全球市場同業股價淨值比約2.06倍。以華亞科公司於評價基準日每股淨值19.61元而論，臺灣市場及全球市場每股參考市場價值分別為44.1元、41.2元。

(五) 另以現金流量折現法而論，Maddock 於104年12月22日即公開表示，華亞科公司每年可為美光公司產生6億美元之增量自由現金流量（即各期現金流量表之「營業活動之淨現金流量」減去「資本支出」），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，」，對照華亞科公司現金流量表可知，上開評價基準日前4季之年化營業活動淨現金流入為536億元至627億元（約16億至19億美元），資本支出金額約為118億至248億元（3.26億至7.91億美元），折舊及攤銷金額約為142億至151億元（4.3億至4.6億美元），故當時華亞科公司每年可產生之自由現金流量約為每年287億至463元，與Maddock表示華亞科公司每年可為美光公司產生至少6億美元之增量自由現金流量等語互核尚屬一致，故Maddock提及之評估數值顯然可信，可作為華亞科公司營運展望之依據。從而，依評價實務指引第1號第7條揭櫫之估算方式，華亞科公司於評價基準日合理企業價值（即各期現值）最保守估計至少約3,946億3,500萬元，對應當時公司股本655億8,500萬元（每股面額10元），合理之每股企業價值至少約60.1元（詳細計算方式參附件一）。

(六) 此外，參考Bloomberg（下稱彭博）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，原審裁定以每股30元作為本件併購案件之強制股份收買價格，顯屬不當，爰依法提起抗告，求為廢棄原裁定，並裁定以每股59.6元至68元作為股份收買價格，或駁回相

對人之聲請等語。

三、原裁定意旨略以：相對人提出本件聲請符合企業併購法第12條第6項規定之程序要件，又相對人於進行股份轉換前已委由陳維林會計師及許豪文會計師出具普通股股權價值合理性意見書，認本件相對人主張以每股30元之價格收買，介於上開意見書所認每股股票價格之合理區間內，應屬可採；至抗告人所主張每股公平價格之計算方式即現金流量折現法涉及主觀評價，不利評估，爰裁定相對人應以每股30元之價格收買抗告人所持有之相對人股份。

四、得心證之理由：

（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。又公司於進行併購而有進行企業併購法第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，股東得請求公司按「當時公平價格」，收買其持有之股份；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；公司聲請法院為價格之裁定時，應檢附會計師查核簽證公司財務報表及公平價格評估說明書，並按相對人之人數，提出繕本或影本，由法院送達之；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，同法第12條第1項第5款、第6項至第8項亦定有明文。查，相對人於105年3月29日系爭股東臨時會通過與美光公司簽署系爭股份轉換契約之議案，由美光公司以相對人每1普通股股權價值30元之價格，以股份轉換方式取得相對人全部已發行且流通在外之普通股股份，而抗告人於系爭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，並經紀錄於系爭股東臨時會會議紀錄，又抗告

人與相對人自系爭股東臨時會決議日起60日內就股票收買價格未達成協議，相對人於再經過30日期間內之105年6月24日聲請裁定股票收買價格等情，有系爭股東臨時會會議紀錄、異議股東請求收買股份書及抗告人於原審所提出之聲請狀上之本院收文章戳在卷可稽，符合上開規定之程序要件，合先敘明。

(二)再按股份收買請求權，係指當公司股東不同意公司進行某一重要而具基礎性變更行為時，依法給予該股東得請求公司以公平價格購買其持股之權利，關於股份收買之公平價格，應係指假設異議股東將繼續持有標的公司股份（若該併購交易未發生），計算該股份於公司繼續營運時所將具有的價值，並依比例分配至異議股東之持股上，而不包括因併購交易所創造或毀壞之價值，及需扣除臆測屬併購交易完成所生或期待其完成所生之部分。又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。而所謂「合併當時之合理權益」，因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。以下本院即就認定之合理股份收買價格為何及其理由，說明如下：

1.陳維林會計師出具之意見書，無從作為認定本件股份收買價格之參考：

查，陳維林會計師出具之上開意見書雖記載：「……本案經慎審考量後，擬選用市價法、淨值法及同業股票交易價格比較法中之股價淨值比作為基礎，公司已發行但未執行之員工認股權憑證因影響不在，故不予以考量計算，並考

量收購方為取得控制權可能支付之溢價等因素，綜合評估華亞科技公司之普通股股權合理價值。……華亞科公司在採用市價法、淨值法及同業股票交易價格比較法中之股價淨值比等三種評價模式，並經考量收購方為取得控制權可能支付之溢價，並進行調整後，華亞公司普通股之合理價格區間應介於每股23.59~31.60元。」等語（見原審卷一第34-36頁），然觀其於原審證稱：伊曾在製作報告前詢問相對人可能之股份轉換價格區間及落點，因為如果做出來的報告不符合區間，採不採用是由對方決定等語（見原審卷三第5頁正反面），可見陳維林會計師在進行本件併購價格之鑑定時，尚會顧慮其製作之評價報告是否符合相對人預設之併購價格及是否能為相對人採用，縱本件尚無事證可認相對人曾向陳維林會計師施加不當影響，以要求陳維林會計師必須製作符合相對人預設併購價格之評價報告，陳維林會計師此等作為在外觀上仍導致其出具之上開意見書喪失鑑價者應有之中立性及客觀性，自無從為本院在認定本件合理股份收買價格時參考。

2. 許豪文會計師出具之意見書雖可在認定本件合理股份收買價格時參考，但欠缺對華亞科公司之營運展望，需輔以其他證據一併酌參：

查，許豪文會計師出具之上開意見書記載：「……為評估華亞公司普通股股權之合理價值，本案除採用華亞公司近期市場交易價格外，並參酌華亞公司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，計算華亞公司普通股股權之合理價值。……經綜和考量市場上客觀資訊，並審慎考量(1)市價法、(2)股價淨值法以及(3)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」等語（見原審卷一第38-41頁），本院觀諸本件既無事證可認許豪文會計師有何等專業性之欠缺或失去中立性或客觀性之情事，其出具之上開意見書

自得作為本案認定合理股份收買價格之參考。惟觀許豪文會計師於上開意見書即已明揭：「本價格合理性意見書之結論……並未考量未來可能影響價格的諸多非量化因素（諸如，管理階層之專門知識及效能得以維持等）」，然判斷合理之股份價格為何，實則不可能不考量公司未來營運展望，蓋股價所反映者，為市場參與者對公司未來營運之展望，而非對公司過去績效所為之評斷，尤以抗告人既一再質疑華亞科公司股價自104年7月1日後已遭控制股東操控，無法反映其真實價值，則華亞科公司未來營運展望究竟如何？其股價自104年下半年後持續積弱不振（其股價於104年1月5日盤中曾站上每股52.3元，但自104年6月16日跌破每股30元後，再也無法重新站上該價位）究竟與其營運展望不佳有關，或是當真毫無道理而有遭刻意操控之可能，仍須透過對其營運之展望，方能評斷。是許豪文會計師出具之意見書雖可在認定本件合理股份收買價格時參考，但因欠缺對華亞科公司之營運展望，本院仍需輔以其他證據一併酌參。

3. 華亞科公司營運展望判斷依據之說明：

- (1) 就華亞科公司營運之展望如何，抗告人固主張本件既係就公司併購案件裁定股份收買價格，應以美光公司此等特定投資者觀點考量本件併購為美光公司帶來之未來獲利動能，且美光公司既係考量併購之長線價值方併購華亞科公司，本件即應以3年至5年後之營運展望為斷云云，惟本院考量本件雖係因公司併購而發生之裁定股份收買價格事件，但本院所裁定者係「公司收買少數異議股東持有股份之合理價格」，而非「公司併購之合理價格」，而少數異議股東在金融市場持股有限，對於公司營運難以施加影響力，性質本屬市場參與者而非特定投資者，且觀諸抗告人持有華亞科公司股票張數均不滿百張，在我國證券市場屬散戶投資人，而我國散戶投資人能持有手上股票超過1年者，已屬少見（近期我國證券交易市場出現之「當沖狂潮」

，更可見多數散戶投資人之投資習性，其持股甚至無法超過1個交易日），遑論持有股票長達3年至5年，因此以華亞科公司3年至5年後之營運展望認定少數異議股東在合併當時之合理權益，實明顯與少數異議股東為散戶投資人此類市場參與者之面貌不符；此外，記憶體產業存在高度景氣循環性質，因供需不平衡導致之價格波動係周而復始發生，因而深刻影響廠商之獲利能力及相應之股票價格，惟產業之蕭條或繁榮將維持多久，往往難以預測，是以要預測1年內之營運展望，已屬極限，遑論預測3到5年後之營運展望，此即是即便投資人均知悉「景氣循環股要在景氣循環低谷，賣在景氣循環高峰」，但實務上能在景氣循環類股賺取大波段獲利之投資人仍屬鳳毛麟角之原因。是以，本件判定華亞科公司合理股價，應以股份收買請求權發生時起往後約半年至1年內之營運展望，即105年間之營運展望為斷即為已足，蓋此等認定方法應合乎我國證券交易市場實情及華亞科公司經營之記憶體產業為景氣循環產業之本質，且未偏廢少數異議股東之保障，自屬可行。

- (2) 復考量證券交易市場之券商研究報告，為抗告人與相對人以外之客觀第三人出具之研究報告，如係在華亞科公司與美光公司合併之重大訊息發布前所出具之研究報告，其尚未被併購之重大資訊所影響，具備中立性；況且，券商研究報告基本上均以未來1年內營運展望而出具公司1年內之股票目標價格，恰可彌補許豪文會計師出具之上開意見書之不足之處，應值在本件裁定股份收買價格中參考。至抗告人雖質疑稱：券商研究人員不符合企業併購法第6條第4項所列之獨立專家，故券商研究報告不適格作為本件企業併購審理案件之審理依據云云，然企業併購法第6條第4項僅規定：「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。」，該條項所稱之獨立專家僅適

01 用於特別委員會或審計委員會進行審議之情形，與少數異
02 議股東股份收買價格之裁定全屬二事，是抗告人辯稱券商
03 研究報告不能作為本件審理參考依據云云，委無可採。

04 (3)故以下本院即以最近華亞科公司及美光公司併購重大訊
05 息發布前時間之各家券商報告所作之華亞科公司營運展望
06 ，說明如下：

07 ①凱基證券投資顧問股份有限公司（下稱凱基公司，104年
08 10月27日出具）：

09 華亞科公司104年第3季EPS為0.88元，高於市場及凱基
10 公司預期，係因匯兌利益挹注，雖管理層表示105年底前
11 將8成產能轉為20奈米製程之計畫進展如期，且預期105
12 年第2季季末即可全數完成轉換，但我們仍保守看待DRAM
13 產業之供需態勢且認為DRAM價格恐有下修之虞，使104年
14 第4季營收僅能較前1季持平，且考量銷貨成本將微幅上
15 升至105億至110億元，預期該季毛利率將下滑至25%，
16 而我們雖預估105年第1季位元出貨量將較104年第2季
17 成長10至15%，但DRAM供需態勢持續惡化，加上20奈米製
18 程轉換推升折舊費用，以及與美光公司之新供貨協議皆可
19 能對毛利形成壓力。因產業能見度仍然有限，維持持有評
20 等，12個月目標價21元。

21 ②台灣匯立證券股份有限公司（下稱台灣匯立公司，104年
22 10月27日出具）：

23 較佳的104年第3季EPS係因非持續性的匯兌利益挹注，
24 並非拐點到來。我們觀察到DRAM價格壓力從個人電腦轉換
25 到行動裝置與伺服器，且美光公司更高的營業費用可能導
26 致105年度毛利下滑。就104年第4季展望而言，因公司
27 表示20奈米製程產出速率有些微落後，我們調降出貨量推
28 估，從季成長12%降到8%。我們認為104年第4季毛利
29 將下降到23%，因為華亞科公司的平均銷售單價應會在直
30 至105年第1季都沒有成本的改善下再下滑6%，我們大
31 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 新加坡商瑞銀證券股份有限公司台北分公司（下稱瑞銀公司，104 年 10 月 28 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 台灣摩根士丹利證券股份有限公司（下稱摩根士丹利公司，104 年 10 月 27 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。

(4) 從上開各大券商研究報告可見，除瑞銀公司之研究報告對於 DRAM 市場價格之展望較為樂觀，摩根士丹利公司、凱基公司及台灣匯立公司之研究報告均不約而同認為 DRAM 市場之景氣不僅尚未見到反轉信號，甚至未來數季有持續下探之虞，且對於華亞科公司在 1 年內將提高之銷貨成本或營業費用導致獲利之侵蝕均表憂心，因此看法較中性之凱基公司及台灣匯立公司給予之 12 個月目標價每股均不到 25 元，最樂觀看待之瑞銀公司亦僅給予每股 29 元目標價，最悲觀之摩根士丹利公司給予之 12 個月目標價甚至低於每股 20 元。而與華亞科公司 104 年第 4 季至合併前之 105 年第 3 季之財務狀況對照（如附件二），從華亞科公司之綜合損益表，可見華亞科公司在 104 年第 4 季營業收入相較於第 3 季大幅衰退，營業毛利率僅餘 7.15%，營業利益率亦僅餘 5.43%，該季 EPS 僅餘 0.07 元，而後在 105 年第 1 季、第 2 季甚至因營業收入未見起色且銷貨成本（即表中之營業成本）節節上升，而導致出現虧損，EPS 分別為 -0.24 及 -0.29 元，直至 105 年第 3 季才因營收見起色，而轉虧為盈，但單季 EPS 仍僅餘 0.14 元；而就綜合現金流量表觀之（詳如附件三），104 年第 4 季華亞科公司營業活動產生之淨現金流入僅餘 48.24 億元，與前 1 季淨現金流入多達 115.6 億元相比大幅衰退，其後 105 年第 1 季到第 3 季各僅 44.35 億元、34.19 億元、41.73 億元，然而投資活動之淨現金流量卻在 104 年第 4 季至 105 年第 3 季為 -200.9 億元、-99.92 億元、-130.9 億元、4.74 億元，導致實際上自 104 年第 4 季至 105 年第 2 季華亞科公司現金流量持續大幅減少，直至 105 年第 3 季才稍微和緩。上開業績表現，甚至遜於對華亞科公司營業展望最為悲觀之摩根士丹利公司之預期，如未有 104 年 12 月 14 日華亞科公司董事會發布美光公司將以每股 30 元收購全數華亞科公司股份之重大訊息，對股價產生相當支撐，華亞科公司之股價在 105 年間必將再次跌破每股 20 元，甚至跌破每股 15 元均非無可

能，且顯然不可能重回每股30元以上。就此以觀，華亞科公司股價雖在104年1月5日盤中曾站上每股52.3元，但自104年6月16日跌破每股30元後，再也無法重新站上該價位，顯然與其營運展望不佳存在密切關聯，並非遭市場大戶或內部人刻意操控壓價，至抗告人雖一再爭執本件併購出現內線交易案件，足認華亞科公司股價遭刻意操控云云，然觀抗告人提出之內線交易案件法院判決書（即本院107年度金簡字第4號刑事簡易判決），經認定之內線交易行為人均非本件美光公司或華亞科公司董事、監察人或高階經理人，尚無證據顯示上開內線交易案件與美光公司或華亞科公司董事、監察人或高階經理人有何關聯。且從華亞科公司上開財務表現，亦可見抗告人主張華亞科公司每年可產生之自由現金流量約為每年287億至463億元，在DRAM景氣循環步向衰退低谷時，實屬過度樂觀之預期，是抗告人主張依現金流量折現法推算，華亞科公司合理之每股企業價值至少約60.1元，自不可採。反觀相對人提出之每股股份收買價格30元，有許豪文會計師出具之意見書為證，復有併購之重大訊息發布前之多家券商研究報告依其所作之產業展望及其後之實際業績佐證上開股份收買價格在併購當時對一般散戶投資人而言已屬實惠，自難認有不合理之處，是相對人聲請本院裁定以每股股份30元作為本件相對人對異議股東之股份收買價格，自屬有據。

4. 抗告人其餘主張不可採之說明：

- (1) 抗告人雖主張就本益比評價法而言，華亞科公司合理股價為50.1元；就股價淨值比而言，臺灣市場及全球市場每股參考市場價值分別為44.1元、41.2元云云，然抗告人主張之評價期間，係從104年6月30日前12個月，正值DRAM市場從大好到尚未明顯轉壞之期間，與本件併購案開啟討論乃至其後經董事會、股東會決議通過之期間，DRAM市場及華亞科公司業績每況愈下之情形大相逕庭，自無從反映本件併購當時華亞科公司股東之合理權益甚明。況且，縱然

01 為相同產業，不同國家金融市場願意給予之本益比或股價
02 淨值比本就具有極大差異，全然不宜混為一談，否則如以技
03 術及獲利能力尚遠不及台灣積體電路股份有限公司（即台
04 積電公司）之中芯國際公司在上海A股之本益比推算，台
05 積電公司股價早該破千，是抗告人之主張，更非可取。

06 (2) 抗告人另主張李培瑛與Maddock就本件併購有利害衝突，
07 卻未依企業併購法第5條第3項規定向華亞科公司董事會
08 及股東會說明其自身利害關係之重要內容及贊成或反對併
09 購決議之理由，李培瑛甚至犧牲華亞科公司利益以在本件
10 併購案中為南亞科公司取得美光公司私募股權之授權，均
11 已屬違法，本院應駁回相對人之聲請云云，然縱上開主張
12 屬實，亦僅是李培瑛或Maddock是否應對華亞科公司負損
13 害賠償責任之問題，或華亞科公司之董事會或股東會是否
14 有無效或得撤銷事由之問題，與本件華亞科公司合理之股
15 份收買價格為何，尚無關聯，且相對人聲請本院裁定股份
16 收買價格之程序既已合乎企業併購法第12條規定，其聲請
17 本院裁定股份收買價格，即屬合法，本院尚無從駁回相對
18 人之聲請，附此敘明

19 (3) 原審請鑑定機關評估鑑定本件收購案公平合理之收買價格
20 所需費用，並詢問兩造是否願意先行墊付鑑定費用，兩造
21 均未表示願意（見原審卷二第38頁至第64頁），而抗告人
22 雖主張依企業併購法第12條第12項準用同條第11項規定應
23 由相對人支付鑑定費用云云，然企業併購法第12條第11項
24 、第12項雖規定：「非訟事件法第171條、第182條第1
25 項、第2項及第4項規定，於本條裁定事件準用之。聲請
26 程序費用及檢查人之報酬，由公司負擔。」，然非訟事件
27 法第182條第1項係規定：「公司法所定股東聲請法院為
28 收買股份價格之裁定事件，法院為裁定前，應訊問公司負
29 責人及為聲請之股東；必要時，得選任檢查人就公司財務
30 實況，命為鑑定。」，是選任檢查人與否，本院本有裁量
31 之權，且縱使選任檢查人，檢查人應鑑定者係「公司財務

實況」，尚非合理股份收買價格，抗告人上開主張已有張冠李戴之嫌，尚非可取，而本院考量華亞科公司為公開上市公司，其財務實況本可透過每季之財務報表了解，自無再選任檢查人鑑定其財務實況之必要。

(4) 此外，抗告人雖聲請訊問 Maddock，欲證明華亞科公司每年可為美光公司產生至少 6 億美元之增量自由現金流量，並主張 Maddock 在併購當時為華亞科公司董事，依公司法第 8 條第 1 項規定亦為華亞科公司負責人，依非訟事件法第 182 條第 1 項本院有訊問 Maddock 之義務云云，然非訟事件法第 182 條第 1 項「應訊問公司負責人」之規定，目的既在保障少數異議股東資訊請求權，則本件本院透過訊問其時為華亞科公司董事長且主導併購過程之李培瑛，已足使抗告人理解整個併購程序及併購價格之談判、決策過程，應可認已完整踐行非訟事件法第 182 條第 1 項「訊問公司負責人」之程序，尚無須不問公司董事參與併購之程度一律傳喚到庭訊問；況且，本院已透過華亞科公司客觀之財務報表認定華亞科公司每年可為美光公司產生至少 6 億美元之增量自由現金流量之說，係屬過度樂觀之看法而不可採，自無再行訊問 Maddock 之必要，併此敘明。

五、綜上所述，本院認原審以每股 30 元作為本件相對人收買抗告人所持有相對人公司股份之價格，尚屬公允。惟聲請程序費用應由公司負擔，為企業併購法第 12 條第 11 項所明定，且就此未規定準用非訟事件法，然原審仍以非訟事件法第 21 條、第 24 條及第 182 條規定，認聲請程序費用應由兩造各負擔 2 分之 1，即屬錯誤，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；至原裁定其餘部分，於法並無不合，抗告論旨指摘此部分不當，求為廢棄改判，並無理由，應予駁回。

六、爰裁定如主文。

中華民國 110 年 7 月 15 日
民事第二庭 審判長法官 魏于傑

法官 游智棋
法官 蕭淳尹

正本係照原本作成。

如不服本裁定，僅得於收受本裁定正本送達後10日內，以適用法規顯有錯誤為理由，向本院提出再抗告狀。再抗告時應提出委任律師或具有律師資格之人之委任狀；委任有律師資格者，另應附具律師資格證書及釋明委任人與受任人間有民事訴訟法第466條之1第1項但書或第2項所定關係之釋明文書影本。

中 華 民 國 110 年 7 月 15 日

書記官 鄧文琦