

臺灣新竹地方法院民事裁定

107年度抗字第32號

抗 告 人 絡達科技股份有限公司

法定代理人 謝清江

代 理 人 蔡嘉政律師

王誠之律師

管乃茹律師

抗 告 人 彭嘉蘭

葉力森

彭梁青秀

吳佛甲

許碩彥

江麗霞

前列2抗告人共同

代 理 人 許浩洋

抗 告 人 羅麗娟

劉治淳

胡惠雅

張俊澤

楊美悅

葉麗娟

葉居仁

吳如煙

陳美秀

蔡乙寧

蔡元立

葉薰蘭

相 對 人 雷輝

陳浩

翁先弘

陳文英

雷婷婷

01 雷 昇
02 趙 元 綱
03 吳 亞 鈴
04 李 素 琴
05 瑞 禾 股 份 有 限 公 司

06 上 一 抗 告 人
07 法 定 代 理 人 雷 輝
08 相 對 人 陳 國 忠
09 相 對 人 陳 能 潤 之 繼 承 人 尤 佩 真
10 相 對 人 陳 能 潤 之 繼 承 人 陳 揚 修
11 相 對 人 陳 能 潤 之 繼 承 人 陳 揚 葳
12 相 對 人 劉 昌 瑞

13 李 丞 寬
14 黃 台 信
15 簡 文 鈴
16 海 瀛 投 資 有 限 公 司

17 上 一 抗 告 人
18 法 定 代 理 人 巫 黃 鑑
19 相 對 人 蔡 嘉 煌
20 蔡 李 淑 靜
21 黃 貞 榕

22 上 一 抗 告 人
23 代 理 人 黃 朝 苓
24 相 對 人 蔡 嘉 萍
25 吳 明 玲
26 鐘 淑 娟
27 施 百 珈
28 王 怡 臻
29 黃 榕 樺
30 黃 容 儀
31 官 淑 琴

李清吟
陳逸峯
林松焜
姜德宣
許復程
楊振祥
羅李玉
胡馨妮
陳璽全
陳璽安
張世璠
胡文堅
伍閔嫻
伍佑嬪
梁君帆
梁恭逢
許平和
吳翠華
曾雅筠

前列雷輝、陳浩、陳文英、雷婷婷、雷昇、瑞禾股份有限公司、
陳國忠、李丞寬、黃台信、海瀛投資有限公司、蔡嘉煌、蔡李淑
靜、蔡嘉萍、吳明玲、陳璽全、陳璽安、曾雅筠共同

代理人 林秀怡律師

相對人 黃木己
張金蘭

前列官淑琴、伍閔嫻、伍佑嬪、張金蘭共同

代理人 劉昌瑞

上列當事人間聲請裁定股票收買價格事件，抗告人對於民國107
年1月23日本院106年度司字第22號裁定提起抗告，本院裁定如下
：

主 文

01 原裁定核定抗告人絡達科技股份有限公司收購其餘抗告人及相對
02 人持有之絡達科技股份有限公司股份價格不足「每股新台幣壹佰
03 陸拾陸元」部分暨程序費用負擔部分廢棄。

04 抗告人絡達科技股份有限公司應提高為以每股新台幣壹佰陸拾陸
05 元之價格，收買其餘抗告人及相對人持有之絡達科技股份有限公司
06 股份。

07 其餘抗告均駁回。

08 聲請及抗告程序費用由兩造各負擔二分之一。

09 理 由

10 一、抗告意旨略以：

11 (一)、抗告人絡達科技股份有限公司（下稱絡達公司）——除與原審
12 主張相同茲予引用外，另補稱：

- 13 1. 本件為兩階段併購，公開收購及股份轉換時間相距不遠，其
14 鑑定方法宜為一致。建議採取「市價法」、「本益比法」及
15 「股價淨值比法」為鑑價方法。本件抗告人所提專家意見書、
16 相對人 I ○ 等 17 人所提專家意見書及相對人 J ○ ○ 等人所提
17 意見，均係採取上開鑑價方法。依企業併購法第 12 條規定，
18 異議股東得請求公司按「當時」公平價格收買其持有之股份
19 ，應參考 105 年度財報及 106 年度第一季財務資訊進行評估，
20 以民國（下同）106 年 6 月 22 日為評價基準日。瑞昱半導體、
21 創意電子、盛群半導體、矽創電子、新唐科技、笙科電子均
22 與抗告人為相同或類似產業之公司，可供鑑價參考，立積電
23 子於 106 年 6 月 22 日之本益比及股價淨值比均屬極端值，應排
24 除。旭思公告收購開始日（即 106 年 2 月 13 日）至公開收購期
25 限屆至日（即 106 年 3 月 14 日），抗告人於興櫃之股價由原先
26 公開收購前 90 天交易均價 73.02 元，短期間即大幅上漲至 108
27 .5 元區間，直至抗告人股票終止興櫃交易日（即 106 年 4 月 24
28 日）止均維持在該價格區間。抗告人於評價基準日（106 年 6
29 月 22 日）決議之股份轉換價格已反映合併溢價，此採市價法
30 時，不應再考量包括控制權溢價之合併溢價調整（對鑑定人
31 之意見如 108 年 6 月 19 日訴狀）。

01 2. 抗告聲明：

02 原裁定廢棄，抗告人收買相對人所持有之抗告人普通股股份
03 之價格應為每股新台幣（下同）110元。

04 (一)、宙○○、C○○、宇○○○、己○○、S○○、L○○、丑
05 ○○○、巳○○、B○○、F○○、D○○、戊○○、申○○
06 、M○○、N○○、寅○○、E○○、宇○○○等18人——除
07 與原審主張相同茲予引用外，另補稱：

08 股價反應未來而不是反映過去，應以小型成長型公司股價鑑
09 價方法（平均市值／年營業額比法、平均市價法、平均本益
10 比法）鑑定絡達公司未來價格，而不是以價值投資法、淨值
11 法鑑定反映過去價格，並以3年、4年或4.5年平均EPS擇一作
12 為上開鑑價方法依據，以符合公允會計原則，而非只採聯發
13 科單方面最有利之105年單一年度EPS4.48元。市價法係參考
14 晶心、創傑等公司之現在價格及107年半年報，以標的公司
15 及絡達公司之EPS換算絡達公司應有之市價，並以鑑價之最
16 高價加上法官裁定之補償價作為收購價格（對鑑定人之意見
17 如108年6月19、21日訴狀）。

18 (二)、午○○、丁○○——除與原審主張相同茲予引用外，另補稱：
19 絡達公司為小型成長型公司，鑑價方法應就市值／年營業額
20 比法、市價法、本益比法3者從高認定，以絡達公司103年全
21 年度至107年上半年度之財務報表之平均值為依據，並參考
22 晶心、創傑公司價格，評估每股公平市價。若欠缺抗告人等
23 67人持有之5.92%股份，旭思公司即無法持有絡達公司之百
24 分之百股份，無法達到併購目的，抗告人所持有之少數股份
25 ，符合控制權溢價關於「取得被併購公司少數股份」之定義
26 ，絡達公司須支付高於市場交易價格之溢價，且絡達公司之
27 盈餘成長應予股東合理之分配補償。絡達公司受讓業務之盈
28 餘係絡達公司以其原有之業務特長執行集團企業資源整合運
29 用之結果，並非單向利益輸送，聯發科無理由獨攬其全部利
30 益（對鑑定人之意見如108年7月11日訴狀）。

31 二、相對人答辯：

01 (一)、I ○、酉 ○、未 ○○、H ○○、G ○、瑞禾股份有限公司、
02 戌 ○○、辛 ○○、黃 ○○、海瀛投資有限公司、Q ○○、O
03 ○○○、P ○○、庚 ○○、亥 ○○、天 ○○、玄 ○○——除與
04 原審主張相同茲予引用外，另補稱：

05 鑑價方法應採取「股價淨值法」及「本益比法」，加上控制
06 權溢價調整，之前進行之「公開收購」交易及「股份轉換經
07 董事會決議」時，已以「控制權溢價」進行調整，本件係股
08 份轉換交易所衍生之以「公平價格」收買異議股東所持有之
09 公司股票，應反應該等「控制權溢價」，且鑑定價格尚應考
10 量公司之特性及當年度之配息等經營狀況。鑑定人擬適用「
11 評價流程準則」等相關規定，應注意該準則之相關定義及限
12 制，本件應不適用流動性折價。所謂『當時公平價格』，係
13 指股東會決議之日，該股份之市場價格而言」，鑑定評價基
14 準日應為106年6月22日之股東會決議日。絡達已自認同業公
15 司為立積、笙科。瑞昱、創意、盛群、新唐、矽創等公司均
16 非功率放大器或藍芽晶片之主要廠商，非絡達科技之同業，
17 尚不得作為可類比之公司及評估本件公平價格之參考。抗告
18 人在國內僅有3家競爭同業，其中創傑科技已下櫃，僅剩笙
19 科電子、立積電子公司可類比。本件所涉股份轉換交易係以
20 現金為支付對價，與釋字第770號之「現金逐出合併」交易
21 相同，係強取豪奪之兼併手段，就該等併購案件未贊成或反
22 對之股東，應給予合理之補償（對鑑定人之意見如108年6月
23 12日訴狀）。

24 (二)、卯 ○○：

25 本件應以本益比法為鑑價方法，並應以106年全年EPS評估
26 ，並參考晶心公司之價格。

27 (三)、J ○○：

28 相對人於106年3月14日參與應賣成交股數4000股，餘下1049
29 7股提起異議，關於本案公開收購時點與股份轉換之異議時
30 點並不相同，兩者之價格不能等同論定。相對人雖參與部分
31 收購，並不代表相對人同意後續股份轉換之價格即為合理或

不能於股份轉案中表示異議。

(四)、癸○○、丙○○、乙○○、辰○○、K○○：

股價反應未來而不是反映過去，應以小型成長型公司之鑑價方法，並參考晶心、立積、創傑等公司之現在價格，本件是被強迫收購，應以市價加4成為補償價格。

(五)、R○○：

本件應以本益比法、股價淨值比法為鑑價方法，不應採用市價法，因與主管機關規定不符，且絡達公司已下興櫃，下興櫃前106年4月24日採市價法30個營業日，評估日期已逾3個月以上，不適宜本件鑑價方法。鑑價時應參考106年6月22日之價格，並考量立積電子、笙科電子等公司價格。

(六)、A○○：

本件應以本益比法為鑑價方法，並以103年至107年平均本益比評估較為客觀，絡達公司因股本小，產業前景佳，公司很有潛力，應可享有35倍的本益比，可參考笙科、立積公司價格。

(七)、壬○○：

本件應以本益比法為鑑價方法，鑑價時應參考2015至2017年之平均EPS，且應考量立積電子公司之價格，本件是被迫出售，應以鑑價之最高價格再加上20%之溢價作為收購價格。

(八)、子○○：

股價是要反應未來而不是反應過去，應以小型成長型公司之鑑價方法（市值／營業額比法、市價法、本益比法），並參考晶心、立積、創傑等公司之目前價格，本件被強制買回收購，應考慮106年度財報高價買回。

三、按公司讓與全部或主要部分之營業或財產，應有代表已發行股份總數2/3以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之同意行之；股東於股東會為上開決議前，已以書面通知公司反對該項行為之意思表示，並於股東會已為反對者，得請求公司以當時公平價格，收買其所有之股份；股東與公司間協議決定股份價格者，公司應自決議日起90日內支付價

01 款，自股東會決議日起60日內未達協議者，股東應於此期間
02 經過後30日內，聲請法院為價格之裁定，公司法第185條第1
03 項第2款、第186條前段、第187條第2項分別定有明文。又公
04 司法所定股東聲請法院為收買股份價格之裁定事件，法院為
05 裁定前，應訊問公司負責人及為聲請之股東；必要時，得選
06 任檢查人就公司財務實況，命為鑑定，非訟事件法第182條
07 第1項亦定有明文。是以，公司讓與全部或主要部分營業或
08 財產之行為，事涉公司重要營業政策之變更，故不僅依法須
09 先經董事會以特別決議向股東會提出議案，經股東會依特別
10 決議方式通過始得合法執行，並對反對之股東事後賦予請求
11 公司以「當時公平價格」收買其所有股份之權利，據此保障
12 公司股東之權益。而所謂「按當時公平價格」，係指股東會
13 決議之日，該股份之市場價格而言。

14 四、抗告人絡達公司於106年6月22日召開106年股東常會，通過
15 與旭思投資公司之股份轉換案，旭思投資公司以股份每股11
16 0元之價格，或依股份轉換合約調整之價格，取得絡達公司
17 全部已發行且流通在外之普通股股份。而其餘抗告人及相對
18 人係絡達公司公司之股東，合計持有絡達公司3,338,837股
19 之普通股，於絡達公司106年6月22日召開106年度股東常會
20 時，認為絡達公司與旭思投資公司進行股份轉換案，價格偏
21 低，損害股東權益，而於該次股東會議中就前開股份轉換之
22 議案表明反對之意旨，並提出股東異議聲明書，嗣後並放棄
23 表決權。茲前開股東常會已通過併購案，乃分別於如附表交
24 存日欄所示之日期，將其等所持有絡達公司股票提存於「絡
25 達科技股份有限公司異議股東交存專戶」，並以書面請求絡
26 達公司以如原審裁定附表主張價格欄所示價格收買所持有絡
27 達公司公司之股票之事實，有卷附股東常會議事錄、存證信
28 函、收購交存客戶收執聯及股東異議聲明書等件在卷可憑（
29 原審卷(一)第30至32頁、卷(五)全卷）。兩造就收買價格未達成
30 協議，原審裁定以股價淨值法及本益比法推論絡達公司股票
31 於股東會決議當日之公平價格區間為150元至172元，採區間

之中間數即161元，為絡達公司收買其餘抗告人及相對人所持有絡達公司普通股每股之價格。

五、本院經兩造同意選任檢查人甲○○為鑑定，其買回價格意見書說明採用之鑑價法、可類比公司等略以：

1.市場法一市價法：兩造當事人所提出之評估方法，除李仁勇會計師未採用此法，餘均有採用此法。絡達科技雖已於106年4月25日終止興櫃市場交易買賣，106年6月22日已無市場成交價格可供參考，惟參考徐坤光會計師、洪玫芬會計師及鄭宏輝會計師均有採絡達科技終止興櫃前之數十日成交價格作為參考依據。IFRS9興櫃股票活絡程度高，則興櫃價格可作為公允價值參考值，評估公允價值時，可參考最近交易之價格，惟仍需考量最近交易後發生之重大事件或市場因素等，不可直接以此購入金額作為評價日之公允價值。徐坤光會計師於報告中已提及絡達科技截至106年4月24日為興櫃掛牌之公司，並有公開之市場交易價格，且其週轉率高於同期間上市公司之平均週轉率，應屬活絡市場，故可為市價法推估絡達科技公平市價之依據。是以，本會計師擬採用此法，亦將106年4月25日至106年6月22日之市場變化納入考慮。

2.市場法一可類比上市上櫃公司法之本益比法、股權淨值比法及EV/sales乘數法：

依評價準則公報第四號「評價流程準則」，採用市場法，係以可類比標的之交易價格為依據，考量評價標的與可類比標的間之差異，以適當之乘數估算評價標的之價值。市場法之常用評價特定方法包括：可類比上市上櫃公司法（本會計師採用）及可類比交易法（本會計師不採用）。參考從事相同或類似業務之企業，其股票於活絡市場交易之成交價格、該等價格所隱含之價值乘數及相關交易資訊，以決定評價標的之價值。其中本益比法、股權淨值比法係四份報告均有採用之方法，足見系兩造當事人所認同之評估方法。EV/sales乘數法雖只有洪玫芬會計師報告採用，但本益比法、股權淨值比法及EV/sales乘數法都是市場法中「可類比上市上櫃公司

法」常採用的方法。相較於本益比法中的盈餘，有時受到會計方法採用（如期末存貨評價或折舊提列等）、會計估計的不同或非經性收支的干擾，銷貨收入更顯穩定，不容易因會計準則不同而有所差異。由於銷貨收入不像盈餘有被干擾及操縱之虞，因此EV/sales乘數法，比本益比法更具業績的指標性。甚者，高科技行業相較於傳統型產業，處於企業生命週期不同階段，所反應出盈餘更是顯著不同。絡達係屬高科技行業成長型企業，相較於成熟型企業，成長型企業仍需投入較多研發及開發費用，侵蝕其利潤，致EPS較低，故輔以洪玫芬會計師報告所採用之EV/sales乘數法，以衡量公司盈餘暫時處於較低階段之公平價值。綜上，本會計師採用市場法——「可類比上市上櫃公司法」之本益比法、股權淨值比法及EV/sales乘數法。及說明不採用可類比交易法、收益法之理由（見買回價格意見書第6頁）。

3. 可類比公司，採用兩造當事人鑑價方法中所提之可類比公司笙科電子、立積電子、瑞昱並新增宏觀微（股票代號6568）。選擇可類比企業須考量之因素包括：(1)與受評企業之類似性（就質性與量化之企業特性而言）。(2)可類比企業資料之數量、可驗證性、時效性及攸關性。(3)可類比企業之價格是否屬常規交易之價格。絡達科技於104年首次辦理股票公開發行說明書及104年股東常會年報皆提及功率放大器之競爭同業為立積電子（股票代號4968），Avago；藍芽晶片為創傑科技（已下櫃）及笙科電子（股票代號5272），故鄭宏輝會計師所選之可類比公司立積電子與笙科應屬合理。另檢視其他會計師所選用之可類比公司中，有瑞昱（股票代號2379）的藍芽晶片與絡達科技較為攸關，其餘公司均非功率放大器或藍芽晶片之主要廠商，非絡達科技之同業。除上列會計師所用之可類比公司外，本會計師從產業資料中發現，另有宏觀微電子（股票代號6568），於105年公開說明書第23頁載明與其較相似之公司有笙科電子、立積電子及絡達科技，是以笙科電子、立積電子及絡達科技產品之應用領域及產業屬

性是為相似。故本會計師擬採笙科電子、立積電子、瑞昱及宏觀微為可類比公司。

4. 控制權溢價調整：採用併購方策略性綜效溢價在公開交易股票市場，股價通常只反映少數股權之價值/如要取得控制權之股份，必須支付出高於少數股權交易的每股價格，因此必須考慮控制權溢價。徐坤光會計師（評價基準日：106年3月22日）、洪玫芬會計師及鄭宏輝會計師均有考慮此控制權溢價，並引用國外FactSet Mergerstat之報告。106年6月22日之評價基準日，旭思投資與其關係人合計持有絡達科技62%之股權，顯見旭思投資已取得絡達科技經營支配及控制權力，自難要求絡達科技支付此溢價。惟本案旭思投資要100%持有絡達科技股票，勢必得全部收購異議股東股票始能成就，異議股東所持有股數於併購案中實為不可或缺之決定性關鍵。再者，合併或收購的對價，除了反映控制權的溢價外，應也包含著併購方的策略性綜效溢價。106年3月28日聯發科代子公司旭思投資公告董事會通過與絡達科技公司股份轉換案所載：「併購目的：考量母公司聯發科物聯網市場拓展策略，雙方產品運用在相似的消費性產品中，然應用範圍互補，待被收購公司成為集團之成員後，將可提供客戶一次性採購的便利，同時擴大集團的經營規模、以提升經營績效與競爭力」。據此，併購目的是為絡達科技成為旭思投資全資子公司之策略性綜效。本會計師認為此案雖無控制權溢價之適用，惟仍應考慮購買方策略性綜效溢價。購買方為完成此綜效溢價，異議股東成為不可或缺之決定性關鍵。是以，本會計師認為，併購者為成功取得被併購公司之少數股份，必須支付高於市場價格之溢價，仍應考慮溢價調整。參酌中華徵信所企業股份有限公司所作有關台灣近年來交易雙方均為上市櫃公司之折溢價統計研究，本會計師採取溢價調整值為現金公開收購之平均值12.27%。
5. 本會計師擬採市場法中市價法及可類比上市上櫃公司法（本益比法、股價淨值比法及EV/sales乘數法），作為推估絡達

科技普通股每股之買回價格。從台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心查詢可類比公司評價基準日（106年6月22日含）前30個交易日之平均本益比、平均股權淨值比及EV/sales比，計算可類比公司之各項平均值，再據以推估絡達科技股份之每股公平市價。計算市場法——市價法及可類比占市上櫃公司法（本益比法、股價淨值比法及EV/sales乘數法），絡達科技股份有限公司每股公平價格之合理價格區間市價法：124元；本益比法：119元；股價淨值比法：124元；EV/sales法：224元。本會計師認為絡達科技股份有限公司於評價基準日（106年6月22日）之普通股股票買回之價格合理區間為119元至224元間，平均值為148元。參酌中華徵信所企業股份有限公司所作有關台灣近年來交易雙方均為上市櫃公司之折溢價統計研究，擬以現金公開收購平均數12.27%之溢價，調整計算每股公平價格之合理區間如下：市價法：139元；可類比上市上櫃公司法、本益比法：134元；可類比上市上櫃公司法、股價淨值比法：139元；可類比上市上櫃公司法、EV/sales法：251元；平均值166元。

6. 本案絡達科技股份有限公司於評價基準日（106年6月22日）之普通股之股票買回價格介於每股新台幣134元至251元（平均值為166元），應屬合理。

六、鑑定人（檢查人）甲○○於本院訊問中證述：EV/Sales本來就是在鑑價中是一個使用的方式，每一種方式在使用有不同的使用時機，劉教授文章基礎假設是抗告人公司是一家穩定成長的公司，鑑定過程中這個基礎假設不存在，我們發現抗告人公司是一家高度成長的公司，在原先其他三種鑑定方式其實都是在鑑定過去的經營績效，沒有辦法完整表達未來這家企業的價值，在EV/Sales的方式可以來補助這塊的不足，可以把抗告人公司高度成長的價值表達出來。一般穩定成長的公司不會使用EV/Sales的方式，但是從我們鑑定的過程，絡達事後營業的狀況來看，絡達是一家高度成長的公司，這跟劉教授基本假設不同。我不覺得極端值一定要排除，而是

要考量實際的情況。我們採取這四種的鑑定方式，每種鑑定方式都有他代表不同的面向，反過來假如說我們發現這裡面有過高或過低我們會評估是不是在這個面向有被低估或高估所造成，因為每一個方式其實都是非常值得參考，所以事實上我們不會去排除任何一種方式。這是一個科學化的推論，因為收盤價是在4月收盤，4月下櫃，6月22日鑑定基準日已經沒有直接的參考市值，在國際會計準則第九號公報有提到必須要考量環境的變化，所以我們做一個合理的推論這個類比公司的平均漲幅。我們採取四種評價方式算出合理價格，再採併購效益，這是兩個不同的概念，在思考這個併購效益的時候，我們會考慮，我們先算出合理價格，再考慮他的併購效益，所以我們價格是這樣算出來的。所以與問題是兩個不同的概念。絡達所定收購的價格（110元）在併購方是考量併購的效益，但是在鑑價的過程我們用合理的價格重新計算再參考併購效益。在評價一家公司的過程，這個公司的價值本來就是包含公司未來的價值，所以參考他事後的公司的經營績效是合理的。四種方式其中三種方式都是以公司過去的經營績效，EV/Sales乘數法是考慮公司未來的企業價值。因為我們採取市價法，就是以公司當時的市場價格，市場價格的決定是由市場機制所決定，所以我們以當時的市場機制所決定的價格，所以我們認為他是公平價格。因為公平的價格本來就是利多消息會長，利空消息會跌，在市場的機制下所形成的價格就是一個合理的市價。EV/Sales乘數法使用的時機就是在當我們認定一家公司現有的價值尚未達到合理的企業價值時採用。是參考相關的研究結果而做出的結論。我們在採取評價方式，我們不會考慮常用或少用，會考慮適用的時機跟是否適用。因為4月25日是下興櫃的日期，108元是當時的收盤價，但是4月25日到鑑定基準日6月22日之間，我們要考量這個環境的變化所採取的推論方式。在我們採用的前三種方式都只是在鑑定公司過去的經營績效，唯一EV/sales乘數法是能夠去參考到公司的企業價值。因為我們判斷絡

達是一家高度成長的公司，所以僅用過去的經營績效似有不足。這次可類比公司只有四家，所以每一家都具有參考價值，我不認為立積是屬於極端值。每一個方式都有不同的面向，所以我們基本上不會排除任何一個方式所得到的結論。每一個評價方式，每一個都值得參考，我們都會參考，我們不是在找一個分佈得平均數，我們會把每個結論都參考，一般我們會採取平均數。我們採用中華徵信的資料，溢價實質上包含控制權以及策略性綜效，這兩個在實務上是很難劃分的。因為絡達公司是因為併購案才下興櫃，再考慮他流動性的話並不合理，因為自願性交易的緣故。我們採取的是市價法，他所參考的是市場機制所決定的價格，所以我沒有考慮。可類比公司原則上我們挑選的四家可類比公司在實務上已經足夠了。不選創傑、晶心作為可類比公司，因為這兩家公司我們並沒有去瞭解這兩家公司的實際狀況，鑑價時我們挑選經過驗證的四家可類比公司，已經是盡其可能挑選可類比公司，但是不可能把市場上所有的可類比公司全部加入。股價淨值比法本來在評價的實務上就是一個方法，代表的是不同面向的公司價值，所以不應該剔除。四種評價方式是四種不同的面向，我們把合理的區間表示出來，再以他的平均價格提供給法院參考。可類比公司在上市承銷他的價格計算與這次在做鑑定評價是不同的基礎，所以這兩家公司是否採用EV/sales乘數法與我們的鑑定是否採用是不影響。承銷價格是在取得市場的認定，他所表現出來表示的方式比較不會去考慮到他未來市場的企業價值，我們判斷絡達在鑑定的基準日之後公司呈現高度成長，所以我們會採用EV/sales乘數法。會用到107年的財務報表就是要採用收益法，但是因為本案有一個加入聯發科把藍芽部門併入的變數，要去排除這個變數的客觀性困難度比較高。因為在鑑定的參考的資料裡面，都有提到有關併入聯發科的藍芽部門，對於絡達公司事後的影響是很難客觀排除，所以原則上我們沒有採取收益法等語（見本院108年4月18日筆錄）。證人地○○於本院訊問中證

01 述：可類比公司不是這種屬性的公司，我們只是用EV/sales
02 乘數法，我們用這個方法只是用市場跟絡達公司相似的公司
03 屬性，我們去推他的價值，不代表這四個可類比公司都是屬
04 於這種利潤較低的，我們不會去查可類比公司是不是屬於成
05 長型或利潤侵蝕，但是我們算的可類比公司是同樣類型的公
06 司，有這樣的屬性在，可類比公司不一定要高成長或成本會
07 侵蝕利潤類型的公司才可以適用。我們用其他三種方法比較
08 有點著重衡量過去績效，但是我們看絡達EPS的成長，104年
09 有8點多，105年是4.42，106年是10.8，107年上半年度是12
10 .23，以這個事證來看，我們覺得絡達本身屬於成長型的公
11 司，所以他在105年的EPS偏低，所以我們才會覺得要用EV/s
12 ales乘數法的方法來補足利潤比較低而導致公司價值被低估
13 的狀態。因為EV/sales乘數法的方法，絡達利潤比較低的情
14 況下，我們預期與這些可類比公司相類似獲利水準，我們以
15 在鑑價的時間點來看，105年的EPS是遠低於104年，是比較
16 低估。在這樣的情況下應該會與可類比公司有相同的獲利水
17 平，所以我們才會採用EV/sales乘數法方法，絡達將來恢復
18 水準時會與可類比公司相同的獲利水準所反應出來的公司價
19 值。我們會找相近的產業、相近的行業，會從公開說明書去
20 看，從事的行業比較相似，獲利也比較相似。絡達公司本身
21 以及其他四家可類比公司都是屬於高科技行業成長型企業，
22 他的研發及開發費用會侵蝕利潤的公司，所以才用那四家公
23 司當可類比公司。鑑定過程每個步驟都會與檢查人（鑑定人
24 ）甲○○討論，討論後才去蒐集可類比公司的比較資料。基
25 本上絡達公司跟其他可類比公司唯一的不同的是EPS，因為
26 絡達公司被低估了，所以才會參考可類比公司的數字來調整
27 以利潤暫時被低估的情況下，如果利潤回復，會展示與可類
28 比公司相同的價值。在這次的回函裡面，附件二絡達本身獲
29 利能力，不管在資產報酬率等，都是在這四家公司的水平之
30 上，也就是在平均值之上。瑞昱、絡達我們知道應用面不同
31 ，但是技術都是屬於藍芽層次。但是創傑被併購了，沒有資

料可以比較，因為已經下市等語（見本院108年4月18日筆錄）。

七、就兩造質疑鑑價方法、可類比公司等問題，鑑定人（檢查人）之意見為：

1. 評價準則公報第一號至第十二號及評價實務指引第一號至第二號，皆未明訂可比類比公司參數應採中位數，再參酌會計研究發展基金會實務指引及範例「IFRS9未上市（櫃）公司及創投之股權評價釋例」第20頁（如附件1）所述，「惟實務上可比較公司乘數之決定，可依據評價人員專業判斷，不限於平均數及中位數」，且評價準則公報第11號「企業之評價」第28條第4款「辨認影響受評企業價值之因素，並與擬參考之可類比企業或可類比交易進行逐項評比分析，必要時依據企業之特性調整所參考之價值乘數或交易價格，以合理反映受評企業之價值」。是以，評價係綜合各種因素之考量，加以專業之判斷，若有必要，更可調整參數，非單純數學之運算邏輯。本會計師係依據評價準則公報及評價實務指引進行鑑定，以合理反映絡達科技股份有限公司普通股股票買回之價格，而非依據統計學之基本原則。
2. 由絡達科技與4家可類比公司之獲利能力比較表，可看出絡達科技之資產報酬率與權益報酬率都在平均值之上，故本會計師採用可類比公司平均值，不採抗告人代理人抗證65所主張之中位數（低於平均值）來推算絡達科技之買回價格，並無不妥。
3. 抗證65以EV/saels乘數法所計算之價格為偏離值，應採中位數，而非鑑價報告所採之平均數。本會計師於鑑定報告第1頁摘要3即敘明「依本會計師之意見，本案絡達科技普通股之股票買回價格介於每股新台幣134元至251元（平均值為166元），應屬合理」。本會計師所敘是一個合理的價格區間，括弧平均值，是為減少單一評價方法偏誤之可能性，數值較為客觀嚴謹。
4. 本鑑定案共採用市場法之市價法、本益比法、股價淨值比法

01 及EV/sales乘數等四種方法，前述三種方法是以過去的經營
02 績效為評估基礎，EV/sales乘數是考慮公司未來成長之企業
03 價值，屬性不同，不應排除。

04 5. 本會計師就兩造當事人所提出之鑑價方法、鑑價應參考價格
05 時間點、鑑價應供參考之競爭對手或同產業、同類型等公司
06 及價格、鑑價各項應考量之因素及相關法規限制等，說明採
07 用及不採用之理由。EV/sales乘數法是聲證六洪玫芬會計師
08 出具「旭思投資股份有限公司與絡達科技股份有限公司股份
09 轉換案價格合理性之獨立專家意見書」所採用方法之一，本
10 會計師覺得合理並採用，非本會計師擅自創造之方法。檢閱
11 兩造當事人之狀紙內容，亦有異議股東主張用市值/營業額
12 法鑑價買回價格。EV/sales非僅用於獲利不佳或虧損之公司
13 ，東海大學管理學院財務金融研究所碩士論文，研究生曾靜
14 瑜，「企業評價與價值創造策略之研究」，在其論文文獻探
15 討，「常用之市場基礎法有市價盈餘比、市價帳面值比、市
16 價銷售比」。「與P/E和P/B相較，銷貨收入較不易受公司管
17 理者操控且不會有負值，對於公司營運政策改變之結果較能
18 掌控」「P/S值變動程度比P/E值之變動程度小，此評價比率
19 之信賴程度較高」。

20 6. 絡達科技EPS—107上半年度：12.23、106年度：10.80、10
21 5年度：4.42、104年度：8.15，上述事證顯示絡達科技是高
22 成長公司，無論成長是否來自於聯發科106年10月1日藍芽相
23 關物聯網產品事業（含資產負債相關人員及營業）的分割讓
24 與，反應於絡達科技財報就是高度成長的公司。且因合併在
25 即，獲利型態已非過去之之模式，若僅採用著眼於以衡量過
26 去經營績效的市場法之市價法、本益比法、股價淨值比法，
27 無法反應出公司未來價值。若採收益法，併入聯發科藍芽相
28 關物聯網產品事業而產生之經營績效變動因素，排除困難度
29 很高，因此不採未來收益法。EV價值法對於高度成長且獲利
30 模式尚未成熟穩定（或營運政策改變）是合理的評價方法，
31 較能反應未來價值，且又是聲證六洪玫芬會計師所採用方法

之一，本會計師認為EV/sales乘數法，在本案是對公司未來價值評價的重要方法，與另外三個評估過去經營績效的方法，屬性不同，不應視為偏離值。若僅以市場法之市價法、本益比法、股價淨值比法評價，無法表現出絡達科技高度成長的公司價值，因此兼採EV/sales乘數法。

7. 本會計師於107年12月25日所出具之報告，第5頁即已說明採用笙科電子、立積電子、瑞昱及宏觀微為可類比公司之理由。股價係由供需市場所決定，反應未來獲利能力的價值，立積電子股價是由市場所給予決定的，本會計師不認為立積電子本益比及股權淨值比相較於同業係屬異常，而應排除。於報告第8頁，即已敘明依據評價準則公報第四號「評價流程準則」第17條規定，所採用的可類比交易乘數應來自正常交易。業已辨認立積電子異常之原因，並將此非經常性之交易，予以排除。是以，本會計師已排除非經常性事件對評價標的及可類比標的之影響。

8. 本會計師於107年12月25日所出具之報告，第5頁即已說明採用併購方策略性綜效溢價。106年3月28日聯發科代子公司旭思投資公告董事會通過與絡達科技（股）公司股份轉換案所載：「併購目的：考量母公司聯發科物聯網市場拓展策略，雙方產品運用在相似的消費性產品中，然應用範圍互補，待被收購公司成為集團之成員後，將可提供客戶一次性採購的便利，同時擴大集團的經營規模、以提升經營績效與競爭力」。此為106年3月28日聯發科公告之事實，非屬評價基準日後之臆測。參酌中華徵信所企業股份有限公司所作有關台灣近年來交易雙方均為上市櫃公司之折溢價統計研究第3頁所述，「合併或收購的對價，除了反映控制權的溢價外，應也包含著併購方的策略性綜效溢價，但是二者之溢價，實務上無法明確分割」。再參酌釋字第770號解釋協同意見書黃瑞明大法官亦提出「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」。是以，報告第5頁「本會計師認為此案雖無控制權溢價之適用，惟仍應考慮購

買方策略性綜效溢價」並無矛盾之處。

9. 參酌會計研究發展基金會實務指引及範例「IFRS9未上市（櫃）公司及創投之股權許價釋例」第14頁「流動性折價係指所有權因缺乏市場可銷售性而須調整減少之金額或比率」。106年3月28日旭思與絡達雙方簽訂股份轉換合約，旭思以現金價110元，取得絡達其餘全部流通在外股數。106年3月28日聯發科重大訊息公告旭思擬支付每股110元予絡達其餘股東，以取得絡達100%之股數，轉換完成後，絡達成為旭思100%持股之子公司。此案係因合併，才終止興櫃，再考慮折價來鑑定買回價格，不合理。再者，即便抗告人股票於106年4月25日終止興櫃交易，抗告人於6月22日股東會通過合併案，異議股東依企併法行使異議股東買回請求權，無出售予第三人之折損疑慮，故本會計師不考慮流動性折價。

八、參酌107年11月30日司法院大法官會議釋字第770號解釋理由書：依企業併購法第4條第3款所定，在股份有限公司合併時，存續或新設公司支付予消滅公司股東之對價，不以其本身發行之股份為限，尚得包括現金。是系爭規定一許贊同合併之股東違反未贊同合併股東之意願，以現金作為對價強制購買其股份（下稱現金逐出合併）之部分，將剝奪未贊同合併股東之股權，使未贊同合併股東喪失其彰顯於股份本身之財產權，且限制其投資理財方式，並因而剝奪其透過對特定公司之持股而直接或間接參與該公司事務以享受相關利益機會，對其股份所表彰之權益影響甚大。法律至少應使未贊同合併之股東及時獲取合併對公司利弊影響之重要內容、有關有利害關係股東及董事之自身利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議理由之資訊。應確保對價之公平性，避免以多數決之方式，恣意片面訂定價格。觀諸鑑定人（檢查人）已就各種鑑價方法、可類比公司、基準日等詳為說明，及作控制權溢價調整，以四種鑑價方法估算本案絡達科技普通股之股票買回價格介於每股新台幣134元至251元（平均值為166元），兼顧少數股東利益，應為可採。是以（除抗告人絡達公

01 司以外之) 抗告人宙○○等人提起抗告，就如後述部分範圍
02 內為有理由，原裁定核定抗告人絡達科技股份有限公司收購
03 其餘抗告人及相對人持有之絡達科技股份有限公司股份價格
04 不足「每股166元」部分暨程序費用負擔部分應予廢棄。抗
05 告人絡達科技股份有限公司應以每股166元之價格，收買其
06 餘抗告人及相對人持有之絡達科技股份有限公司股份，抗告
07 人其餘之抗告則無理由，應予駁回。

08 九、依非訟事件法第46條、第21條第2項、第24條第1項、民事訴
09 訟法第495條之1第1項、第449條第1項、第450條、第78條，
10 裁定如主文。

11 中 華 民 國 108 年 7 月 31 日
12 民事第二庭審判長法官 林南薰
13 法官 吳靜怡
14 法官 林麗玉

15 以上正本係照原本作成。

16 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
17 規顯有錯誤為理由，向本院提出再抗告狀（須附繕本一份及繳納
18 再抗告裁判費新臺幣1,000元）。再抗告時應提出委任律師或具
19 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
20 格證書及釋明委任人與受任人有民事訴訟法第466條之1第1項但
21 書或第2項所定關係之釋明文書影本。

22 中 華 民 國 108 年 7 月 31 日
23 書記官 郭春慧