

智慧財產及商業法院民事裁定

112年度商非字第1號

聲 請 人 英屬開曼群島商泰昇國際控股有限公司

法定代理人 林耕平

代 理 人 陳國華律師

莊文玉律師

呂函諭律師

相 對 人 林杰兒

上二人共同

代 理 人 王健安律師

高羅亘律師

上列當事人間聲請裁定收買股份價格事件，本院裁定如下：

主 文

聲請人收買相對人持有聲請人股份之價格應為每股新臺幣捌拾伍元。

聲請程序費用由聲請人負擔。

理 由

壹、程序方面：

一、按有權利能力者，有當事人能力，民事訴訟法第40條第1項定有明文。外國公司，於法令限制內，與中華民國公司有同一之權利能力，此觀民國107年11月1日施行之公司法第4條第2項規定即明。查本件聲請人係依英屬開曼群島法律（下稱開曼法）設立登記之外國公司（見商非調卷一第67頁），依上開說明，自有當事人能力。

二、次按，聲請人係依開曼法設立之外國公司，其代表人及代表權之限制，依涉外民事法律適用法第14條第5款規定，應依其本國法。本件係裁定收買股份價格之非訟程序，本於程序依法庭地法原則，程序部分應依我國法為準據法。當事人法

01 定代理權有無欠缺，不問訴訟程度如何，法院均應依職權調  
02 查之。查英屬開曼群島公司法（下稱開曼公司法）第20條規  
03 定：「股份有限公司得＜擔保股份有限公司或無限公司則應  
04 ＞登載經組織大綱所載股份認購人簽署且記載公司規章制度  
05 之組織大綱及公司章程。」（見商非卷一第151、421頁），  
06 第25條第3項前段規定：「上開公司章程一經登載即對公司  
07 及股東產生拘束力，該拘束力如同股東已在章程上簽章一  
08 般，該章程形成契約，約束股東、股東繼承人、遺產執行人  
09 和管理人依照本法遵守章程中所有規則。」（見商非調卷一  
10 第76頁、商非卷一第421頁），依上開規定，公司應受章程  
11 之規範，且對於股東、董監事、經理人均具有拘束力。聲請  
12 人公司章程第66條規定：「股份登錄興櫃或於中華民國上市  
13 櫃期間，本公司應依適用法律委任訴訟及非訟代理人，擔任  
14 本公司依中華民國證券交易法在中華民國境內之負責人，處  
15 理中華民國證券交易法及與中華民國證券交易法相關之規則  
16 及規定所定事務。前述訴訟及非訟代理人須為在中華民國境  
17 內有住所或居所之自然人。」（見商非調卷一第115頁），  
18 而聲請人於我國境內指定訴訟及非訟代理人原為陳玉雪，嗣  
19 已於112年5月18日變更為林耕平，其等均為在我國境內有住  
20 所或居所之自然人，有經濟部商工登記公示資料及身分證影  
21 本在卷可參（見商非調卷一第289、291頁、商非卷一第41  
22 7、443頁），本件聲請係因聲請人依證券交易法在我國上市  
23 發行有價證券所生非訟事件，依上開說明，自應以林耕平為  
24 聲請人在我國境內之負責人即法定代理人。

25 三、當事人喪失訴訟能力或法定代理人死亡或其代理權消滅者，  
26 訴訟程序在有法定代理人或取得訴訟能力之本人承受其訴訟  
27 以前當然停止；第168條至第172條及前條所定之承受訴訟  
28 人，於得為承受時，應即為承受之聲明，民事訴訟法第170  
29 條、第175條定有明文，上開規定，依非訟事件法第35條之  
30 1、商業事件審理法（下稱商審法）第19條規定，於商業非  
31 訟事件準用之。經查，聲請人之法定代理人已變更為林耕

01 平，原法定代理人之代理權消滅，此有經濟部商工登記公示  
02 資料在卷可參（見商非卷一第417頁），並經其具狀聲明承  
03 受訴訟（見商非卷一第403至404頁），核無不合，應予准  
04 許。

05 四、關於涉外事件之國際管轄誰屬，涉外民事法律適用法未有明  
06 文規定，惟除有違反當事人間之公平、裁判之適當與迅速等  
07 特別情事外，受訴法院非不得依具體情形，類推適用國內法  
08 之相關規定，以定其訴訟之管轄（最高法院111年度台抗字  
09 第326號裁定意旨參照）。本件聲請人為外國公司，故本件  
10 具有涉外因素，屬涉外民事事件，關於裁定收買股份價格事  
11 件之國際管轄權，我國涉外民事法律適用法並未規定。查聲  
12 請人係於111年8月17日經審計委員會及董事會決議，暨於同  
13 年10月6日經111年第1次股東臨時會（下稱系爭股東會）決  
14 議通過，與NHTC Unison Holding Limited（下稱NHTC控股  
15 公司）百分之百持股之子公司NHTC Unison Company Limite  
16 d（下稱NHTC子公司）進行合併，並以聲請人為存續公司  
17 （下稱系爭併購案，見商非調卷一第117至132頁）。依聲請  
18 人110年報所示，其董事長及董事均為中華民國籍之自然人  
19 （見商非調卷一第71至74頁），相對人林杰兒、王韋中（下  
20 逕稱其名，合稱相對人）為聲請人股東且均為本國人，並均  
21 於我國設有住所（見商非調卷一第151至155、203頁），且  
22 聲請人發行之有價證券係自106年1月17日起在我國證券交易  
23 所（下稱證交所）第一次上市交易（見商非調卷一第67至68  
24 頁），復於我國新北市新莊區設有營業處所進行營業活動  
25 （見商非卷一第395、404、417頁），另聲請人章程第28.3條  
26 亦約定：「於不違反開曼公司法情形下，異議股東與本公司  
27 間就異議股東持有股份之收買價格自股東會決議日起60日內  
28 未達成協議者，本公司應於此期間經過後30日內，以全體未  
29 達成協議之異議股東為相對人，聲請法院就異議股東持有之  
30 全數股份為公平價格之裁定，並得以臺灣臺北地方法院為第  
31 一審管轄法院。」（見商非調卷一第102頁），佐以收買股

份為上市股票者，有關裁定收買股份價格事件之股份價格核定，得斟酌證券交易實際成交價格，商業事件審理細則第40條第2項亦定有明文，則兩造在我國應訴及調查證據最為便利，並符合當事人間程序保障及實質公平，爰類推適用非訟事件法第171條規定，認聲請人營業所在地之我國法院有國際管轄權。相對人辯稱本件聲請依涉外民事法律適用法第30條及民事訴訟法第2條第2項、第3條第2項規定，應由聲請人主事務所或主營業所所在地之法院即開曼法院管轄，我國法院無管轄權，即非可採。又聲請人為我國公開發行股票公司，其裁定收買股份價格之事件係屬商業非訟事件，依商審法第2條第3項第1款及第3條第1項規定，專屬商業法院管轄，本院自有管轄權。

五、再按，法律行為發生債之關係者，其成立及效力，依當事人意思定其應適用之法律。當事人無明示之意思或其明示之意思依所定應適用之法律無效時，依關係最切之法律，涉外民事法律適用法第20條第1、2項定有明文。本件聲請人主張因系爭併購案而就相對人即異議股東行使股份收買請求權向本院聲請裁定收買股份價格，因異議股東行使股份收買請求權係與公司成立股份買賣契約，核屬債之關係，依上開規定，應依當事人意思定其應適用之法律，如當事人無明示之意思或其明示之意思依所定應適用之法律無效，則依關係最切之法律。經查，開曼公司法第25條第3項前段明定：「公司章程一經登載即對公司及股東產生拘束力」（見商非調卷一第76頁、商非卷一第421頁），聲請人章程第1.1條則規定，「適用法律」係指公開發行公司規則、開曼公司法或其他適用於公司之規則或法令（見商非調卷一第81頁），且開曼公司法第238條已針對聲請人股東會決議進行合併、股份轉換時，異議股東行使股份收買請求權之事項予以明定，聲請人章程第28條就異議股東股份收買請求權亦明確約定「於不違反開曼公司法規範下」或「於不違反開曼公司法情形下」（見商非調卷一第102頁），足見兩造係合意以開曼公司法

01 為本件聲請之當事人間權利與義務所應適用之準據法。聲請  
02 人雖主張依聲請人章程第1.1條規定本件應以我國法為準據  
03 法，並依企業併購法第12條第7項規定聲請裁定收買股份價  
04 格。惟查，依聲請人章程第1.1條規定，適用法律雖包含公  
05 開發行公司規則，亦即相關主管機關隨時針對公開發行公司  
06 或任何在中華民國之證券交易所或證券市場上市或上櫃公司  
07 訂定之中華民國法律、規則和規章(包括但不限於中華民國  
08 公司法、證券交易法、中華民國金融監督管理委員會發布之  
09 法令規章、臺灣證券交易所股份有限公司或財團法人中華民  
10 國櫃檯買賣中心發布之規章制度，及其日後之修訂版本)，  
11 而經相關主管機關要求應適用於本公司者(見商非調卷一第  
12 81、82、85頁)，然上開規定應係指聲請人在我國市場公開  
13 發行有價證券應遵守之法規，且聲請人章程就股東會決議、  
14 贖回及買回股份、審計委員會職權、變更章程等事項均約定  
15 不得違反開曼公司法(見商非調卷一第84、87、93、114  
16 頁)，益徵我國法與開曼公司法規定有所牴觸時，仍應適用  
17 開曼公司法。另由企業併購法第21條、第22條、第27條、第  
18 28條、第31條、第38條及第43條規定觀之，限本國公司之間  
19 或本國公司與外國公司之併購，方有企業併購法之適用，二  
20 家外國公司間之併購則不適用企業併購法，本件聲請人、NH  
21 TC控股公司及NHTC子公司均為依開曼公司法設立之外國公司  
22 (見商非調卷一第67、135、297頁)，依上開說明，自無企  
23 業併購法之適用。

24 六、按公司法及企業併購法所定股東或公司聲請法院為收買股份  
25 價格之裁定事件，法院為裁定前，應使聲請人與相對人有陳  
26 述意見之機會，商審法第67條第1項前段已定有明文，而有  
27 別於非訟事件法第182條第1項前段有關訊問公司負責人及股  
28 東之規定。本件聲請雖非以我國公司法及企業併購法為準據  
29 法，惟上開規定係為保障公開發行股票公司裁定收買股份價  
30 格事件之當事人程序權，而與本件聲請事件之性質相類似，  
31 本於程序依法庭地法原則，爰類推適用上開規定。查本院於

01 受理本件裁定收買股份價格聲請後，已於112年1月7日通知  
02 相對人依法委任代理人陳述意見，嗣相對人已於同年3月29  
03 日委任代理人，並於同年4月21日具狀，復於同年4月26日由  
04 代理人到庭陳述意見（見商非調卷一第191頁、商非卷一第1  
05 7、27至58、113至117、373至379頁），且本件依商審法第1  
06 4條規定係採用電子書狀，本件當事人既已依法委任代理  
07 人，並使用電子書狀傳送系統傳送歷次書狀，依商業事件使  
08 用電子書狀傳送辦法第8條規定，於傳送時即發生提出或送  
09 達效力，應認已踐行上開當事人陳述意見程序。

10 貳、實體方面：

11 一、聲請意旨略以：聲請人為上市公司，於111年8月17日經審計  
12 委員會及董事會決議，與NHTC控股公司及NHTC子公司簽署合  
13 併契約，約定由NHTC控股公司以每股85元收購聲請人全部已  
14 發行及流通股份，並以聲請人為存續公司，NHTC子公司為消  
15 滅公司，聲請人則於合併基準日成為NHTC控股公司之子公  
16 司，嗣於111年10月6日經系爭股東會決議通過系爭併購案。  
17 相對人為聲請人之股東，分別持有聲請人普通股38,000股、  
18 1,000股，於111年10月6日系爭股東會前提出異議聲明書，  
19 復於股東會決議日後20日以書面請求聲請人以每股120元買  
20 回其等持有之股份，並將股票交存於股務代理機構兆豐證券  
21 股份有限公司（下稱兆豐證券）。聲請人股票於系爭股東臨  
22 時會當日在證交所成交之最高價、最低價及收盤價分別為每  
23 股84.1元、84元、84元，聲請人另委請000000000000會計師  
24 事務所張書成000000出具獨立專家意見書（下稱系爭專家意  
25 見書），認為聲請人股票每股合理價格為82.7元至88.8元，  
26 故本件收買相對人持股之公平合理價格應為每股85元，聲請  
27 人已按每股85元之價格支付價款予相對人，因兩造就股份收  
28 買價格未能於系爭股東會決議日起60日內達成協議，爰依聲  
29 請人章程第28.3條規定，聲請本院為收買股份價格之裁定。

30 二、相對人則以：本件異議股東收買股份價格之聲請，應適用開  
31 曼公司法，依開曼公司法第238條第8項及第9項規定，聲請

01 人應向異議股東以公司所訂定之公平價格提出收買股份之書  
02 面要約，如書面要約提出之日起30日內，聲請人未與異議股  
03 東達成收買股份公平價格之合意，於該期間期滿後之20日  
04 內，公司應向開曼法院請求裁定收買股份價格，惟聲請人並  
05 未向相對人提出書面要約，亦未向開曼法院請求裁定收買股  
06 份價格，已違反上開開曼公司法規定，自無聲請人章程第2  
07 8.3條規定之適用，且非訟事件之請求權非得透過契約或章  
08 程予以創設，是聲請人依章程第28.3條為本件聲請，顯屬無  
09 據。另系爭專家意見書關於市場法之評價方式並未說明可類  
10 比公司如何與聲請人相比，亦未說明控制權溢價之調整基  
11 準、可類比交易之收購方、標的公司、交易金額、交易日期  
12 及EV/SE、EV/EBITDA求得過程，於市價法則未說明控制權溢  
13 價參考來源及其合理性，亦未納入收益法及資產法作為評估  
14 基準，復未說明系爭併購案因疫情期間之商業環境及市況偏  
15 離，當時股價不具長期參考性，故系爭專家意見書顯有失當  
16 等語。

17 三、聲請人得依章程第28.3條規定聲請裁定收買股份價格：

18 (一)聲請人主張本件係依章程第28.3條規定聲請裁定收買股份價  
19 格，相對人則辯稱聲請人所為已違反開曼公司法第238條第8  
20 項及第9項規定，且章程不得作為股份收買請求權依據，聲  
21 請人自不得依章程第28.3條為本件聲請，本件聲請於法無據  
22 等語。經查，開曼公司法第238條第1項至第9項係規定：  
23 「(第1項)根據本法設立的參與公司的股東有權在反對吸收  
24 合併或新設合併時獲得其股份的公允價值。(第2項)希望依  
25 第1項規定行使其權利的股東，應在對吸收合併或新設合併  
26 進行表決之前，向參與公司提出對該行為的書面異議。(第3  
27 項)依第2項規定提出的異議應包含如吸收合併或新設合併  
28 經表決通過，該股東要求收買其股份的聲明。(第4項)股東  
29 會表決通過吸收合併或新設合併之日起20日內，參與公司應  
30 向提出書面異議的各股東發出表決通過的書面通知。(第5  
31 項)選擇異議的股東應在第4項規定所述通知發出之日起20

01 日內，向參與公司發出其不同意的書面通知，載明—(a) 其  
02 姓名及地址；(b) 其異議的股份數量及類別；及(c) 請求依  
03 公平價格收買其股份。(第6項) 異議股東應就其持有之參與  
04 公司全部股份提出異議。(第7項) 依第5項規定發出異議通  
05 知後，與該通知有關的股東不再擁有任何股東權利，但獲得  
06 其股份的公允價值的權利及第12及16項規定所提及的權利除  
07 外。(第8項) 第5項規定的期限屆滿之日起7日內，或存續合  
08 併或新設合併計劃提交之日起7日內（以較晚者為準），參  
09 與公司、存續公司或新設公司應向每位異議股東發出書面要  
10 約，以公司認定為公允價值的特定價格購買其股份；如要約  
11 提出之日起30日內，提出要約的公司和異議股東同意對其股  
12 份支付的價格，公司應立即向該股東支付金額。(第9項) 如  
13 公司未於第8項規定期間與異議股東達成收買股份公平價格  
14 之合意，於該期間期滿後之20日內—(a)公司應（任何異議  
15 股東得）向開曼群島法院請求裁定向全體異議股東收買股份  
16 之公平價格；及(b)公司向法院之請求應附隨股東名單，記  
17 載依據第5項規定表示異議且與公司間未就公平價格達成合  
18 意之所有股東之姓名與地址。」（見商非調卷一第284至287  
19 頁）是依上開規定，股東反對合併案時得發出異議通知，並  
20 由公司向異議股東發出以特定價格購買其股份之書面要約，  
21 如雙方未於一定期間內達成收買價格之合意，公司或異議股  
22 東均得向法院請求裁定收買股份價格。惟聲請人章程第28.1  
23 至28.3條亦明定股東會決議公司進行合併、股份轉換事項  
24 時，股東於會議前或會議中，已以書面或口頭表示異議，並  
25 放棄表決權者，得請求公司以當時公平價格收買其所有之股  
26 份；於不違反開曼公司法情形下，異議股東應於股東會決議  
27 日起20日內以書面列明請求收買價格，聲請人與異議股東未  
28 就收買價格於股東會決議日起60日內達成協議者，應自股東  
29 會決議日起90日內，依其所認為之公平價格支付價款予異議  
30 股東，並於上開60日協商期間經過後30日內，以未達成協議  
31 之異議股東為相對人，聲請我國法院就異議股東持有之全數

股份為公平價格之裁定（見商非調卷一第102至103頁）。經核聲請人章程第28條與開曼公司法第238條規定，雖就提出異議方式、協商收買價格及請求裁定收買股份價格之時間、管轄法院不盡相同，惟就本件股東權益而言，聲請人章程第28條規定已賦予充足之保障（見商非卷一第69至84頁）。況公司章程一經登載即對公司及股東產生拘束力，開曼公司法第25條第3項前段亦定有明文，是聲請人章程第28條規定對相對人亦具拘束力，聲請人於111年10月6日召開系爭股東會時，亦係由律師說明異議股東收買請求權執行方式、後續協商程序及預計付款時程，得依聲請人章程第28條或開曼公司法第238條規定（見商非調卷一第128至129頁），相對人既係依聲請人章程第28條請求以每股120元收買其持有股份（見商非調卷一第151、152頁），則聲請人依章程第28.3條規定提出本件聲請，尚難認有何違反開曼公司法第238條第8項及第9項規定之情事。此外，股份收買請求權具形成權性質，經股東為請求收買股份之意思表示後，即與公司成立股份收買契約，開曼公司法第238條規定既已賦予異議股東得請求公司收買其股份之請求權，股東未與公司達成股份收買價格協議時，聲請人另以章程與股東約定聲請法院為股份收買價格裁定之期間、方式及法院，以補足股份收買契約之內容，俾及時解決收買價格之爭議，不僅符合有權利即有救濟之憲法原則，亦可確保股東權益，相對人所辯應非可採。

(二)次查，聲請人為上市公司，因與NHTC控股公司及子公司進行系爭併購案，經聲請人於111年10月6日召開系爭股東會決議通過系爭併購案。相對人均為聲請人股東，於系爭股東會集會前即111年10月4日向聲請人提出書面異議，且於系爭股東會決議日起20日內，即同年月12日向聲請人提出收買請求書，並列明以每股120元之價格請求收買股份及交存股票，聲請人因與相對人未就收買價格達成協議，遂於系爭股東會決議日（即111年10月6日）起90日內之111年12月28日分別支付3,220,300元（38,000股×85元－證交稅及匯費9,700

元）、84,735元（1,000股×85元-證交稅及匯費265元）予林杰兒、王韋中等情，有聲請人提出之111年10月6日公開資訊觀測站重大訊息公告、相對人異議聲明書、請求買回通知書、交存股票之憑證、王韋中與兆豐證券翁秋雲間電子郵件、聲請人辦理股份合併價款支付一覽表、銀行匯款紀錄等在卷可稽（見商非調卷一第147、150至155頁、商非卷一第457、459、462、463頁），足見相對人已踐行異議股東請求收買股份程序，則聲請人依章程第28.3條規定於111年12月30日向本院聲請為股份收買價格之裁定（見商非調卷一第7頁），自屬有據。

#### 四、系爭併購案之股份收買價格應為每股85元：

(一)按「有關裁定收買股份價格事件之股份價格核定，商業法院得命關係人提出下列文件：一、會計師查核簽證之公司財務報表及公平價格評估說明書。二、曾辦理公開收購者，其公開收購說明書及法律意見。三、其他與股份價格算定有關之文書資料。」、「前項事件，收買股份為上市或上櫃股票者，商業法院並得斟酌證券交易實際成交价格核定之。」商業事件審理細則第40條定有明文。又企業併購之股東股份收買請求權，係指當公司股東不同意公司進行併購時，依法給予異議股東得請求公司以公平價格購買其持股之權利，使異議股東得依併購時之公平價格取回其投資，而不致被迫參與組織再造後之公司營運，以保障少數股東權益。公司依法經股東會決議通過併購後，異議股東始得行使收買股份請求權，則公平價格之認定，原則上應以股東會決議時作為判斷時點。又股份收買請求權之公平價格，係使異議股東獲得公司併購時等同其股份價值之財產利益，則公司因併購交易完成後始特別取得之利益，於股東會決議時既未表現於公司之營收表現，自不應計入併購時之公司價值。至於公平價格之認定，依上開規定，法院得審酌公司財務報表及公平價格評估說明書、證券交易實際成交价格，以及其他與價格算定有關之資料加以換算。此外，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。

(二)系爭併購案之相關資訊：

1.有關併購價格及程序：

(1)按公開發行公司辦理合併、分割、收購或股份受讓，應於召開董事會決議前，委請會計師、律師或證券承銷商（下稱獨立專家）就換股比例、收購價格或配發股東之現金或其他財產之合理性表示意見，提報董事會討論通過，公開發行公司取得或處分資產處理準則（下稱取處準則）第23條定有明文。聲請人係上市公司，擬與NHTC控股公司及NHTC子公司辦理合併，自應依上開規定於召開董事會決議前委請獨立專家就收購價格之合理性表示意見，系爭專家意見書即載明係依取處準則第23條規定受委任評估其普通股每股股權價值（見商非調卷一第133頁），於法尚無不合，至系爭專家意見書另載明依企業併購法第6條提供意見乙節，並不影響上開規定之適用。此外，聲請人章程第63.4條規定：「於不違反開曼公司法情形下，董事會決議本章程第28.1條所定事項或依適用法律進行其他併購前，應由審計委員會就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；但依適用法律規定如無須股東會決議者，得不提報股東會。審計委員會進行審議時，應委請獨立專家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。」（見商非調卷一第114至115頁），而系爭專家意見書係由聲請人審計委員會依上開章程規定委請獨立專家所提供意見（見商非調卷一第118頁），具有獨立性。

(2)因企業基於交易、稅務規劃、財務報導或經營管理等目的，而具有評價需求，故財團法人會計研究發展基金會於96年5月依行政院金融監督管理委員會證券期貨局之指示成立評價準則委員會，參考現行國際上相關之評價準則及國內評價實務需求，制定、修訂與解釋評價準則，用以可靠衡量評價標的之經濟價值。其中，評價準則公報第11號係有關企業之評

價，該公報第2條第1項規定：「評價人員執行企業評價時，應遵循本公報暨其他評價準則公報之相關規定。」第17條規定：「評價人員執行企業評價時，常用之評價方法包括收益法、市場法與資產法。評價人員應依據評價目的、評價標的之性質與資料蒐集之情況等採用適當之評價方法。」第19條規定：「市場法下常用之評價特定方法，包括可類比公司法及可類比交易法。」經查，系爭專家意見書之評價基準日為111年8月5日，於同年月15日所出具，其依據之財務資訊包含聲請人109年及110年經會計師查核後之財務報告、111年6月30日自結財務報表、相關類比公司資訊等，評價方法係採用市場法及市價法。其中，市場法係採用可類比公司法及可類比交易法，可類比公司法係由聲請人提供6家位於台灣及東南亞地區之上市櫃公司作為類比公司，類比公司之財務資訊則係來自Capital IQ資料庫，並因本次係評估聲請人具控制權之普通股每股股權價值，故參考美國Business Valuation Resource資料庫中全球相關產業之控制權溢價比率中位數23.6%予以調整，經採用評價基準日之企業價值對營業收入比法（下稱EV/S）及企業價值對稅前息前折舊攤銷前淨利比法（下稱EV/EBITDA）等市場價值乘數之中位數作為參考，每股股權價值為81.8元至95.7元。至於可類比交易法係依聲請人所屬產業及所處地區，並考量股權交易份額及交易方式，進而篩選13筆可類比交易，採用EV/S及EV/EBITDA等市場價值乘數之中位數作為參考，每股股權價值為79.6元至93.4元（市場價值乘數及財務數字均來自Capital IQ資料庫）。至於市價法係以評價基準日為111年8月5日（含）前10、30、60、120個交易日之平均收盤價作為每股價值參考，則每股股權價值在82.7至88.8元間，考量聲請人營運狀況，乃採用上開評價方法結論交集之市價法作為最終評估其每股股權價值合理區間為82.7至88.8元（見商非調卷一第138至142頁），故系爭專家意見書已說明選擇評價方法之過程、評價特定方法之運用及計算方式、重要參數之來源及形成最終

01 價值結論之理由，符合評價準則公報第11號之規定，足以可  
02 靠衡量評價標的即聲請人普通股股權之經濟價值。

03 (3)聲請人於111年8月17日召開第3屆第13次審計委員會，係由  
04 全體獨立董事出席會議就系爭併購案之合併契約、併購計畫  
05 及交易價格之公平性及合理性進行審議，依議事錄所示，獨  
06 立董事已就聲請人於經營管理上有無進行系爭併購案之必要  
07 性，公司在股票市場之流動性及股價偏低，系爭併購案為溢  
08 價收購，併購過程已遵循相關法令，並應注意股東權益保護  
09 等情加以討論，審計委員會係參酌系爭專家意見書、聲請人  
10 公司經營狀況及未來發展因素，並考量疫情反覆等其他外在  
11 不確定因素，就未來收益部分則不予納入評價方法，始決議  
12 通過系爭併購案及現金對價為每股85元暨相關合併條件應屬  
13 公平、合理（見商非調卷一第117至119頁）。聲請人復於同  
14 日召開第3屆第14次董事會，經董事5席（全體董事共7席）  
15 決議通過系爭併購案及收購價格為每股85元，且董事會決議  
16 時，因法人董事Everlink Overseas Inc. 代表人戴朝榮將透  
17 過TC & Sons Holding Pte. Ltd. 出資NHTC控股公司24.2%，  
18 且另法人董事KT Look Int' Inc代表人Le Thi Thanh Hien已  
19 同意支持系爭併購案，經向董事會說明利害關係後，上開董  
20 事並未參與表決（見商非調卷一第124頁），以確保系爭併  
21 購案處於公平交易關係。

22 (4)111年10月6日召開系爭股東會時，由律師說明合併交易價格  
23 決定依據及獨立專家評估交易價格合理性之程序、NHTC控股  
24 公司及NHTC子公司之合併資金來源及價款支付程序暨異議股  
25 東收買請求權執行方式後，經聲請人公司已發行股份總數8  
26 6.91%之股東決議通過系爭併購案及合併對價為普通股每股8  
27 5元之議案（見商非調卷一第127至131頁）。

28 (5)NHTC控股公司係基於聲請人在公開資訊觀測站所公告之財務  
29 資訊對聲請人進行盡職調查後（見商非卷一第410頁），於1  
30 11年8月4日向聲請人提出不具拘束力提案書（Non-Binding

01 Proposal) 提議以每股85元收購聲請人百分之百股權(見商  
02 非調卷二第23至27頁)。

03 2.聲請人之財務報告：

04 依聲請人111年第三季合併財務報告，其中不動產、廠房及  
05 設備項下並無土地資產，使用權資產項下雖有土地，惟係屬  
06 於越南及柬埔寨承租之土地以進行產品製造，且於土地使用  
07 權期間結束時對該土地不具承購權(見商非調卷一第509、51  
08 1頁)，尚難認聲請人擁有具潛在鉅額增值利益之資產，並據  
09 以評估來自於資產持有之企業價值。

10 3.聲請人股票實際成交價格：

11 聲請人於111年8月17日董事會決議通過系爭併購案後，於同  
12 日晚上8時在公開資訊觀測站公告上開重大訊息(見商非卷  
13 一第367至370頁)，當日聲請人股票最高價、最低價及收盤  
14 價分別為每股63.7元、63.6元、63.6元(見商非卷一第364  
15 頁)，且聲請人股票於111年10月6日系爭股東會前10、30、  
16 60、120個交易日之平均收盤價分別為每股84.03元、84.03  
17 元、76.54元、72.85元(見商非卷一第359至366頁)，系爭  
18 股東會決議日之實際成交價格介於每股84元至84.1元(見商  
19 非調卷一第157頁)。

20 4.綜上，本院審酌聲請人111年第三季合併財務報告、系爭專  
21 家意見書、系爭併購程序、併購價格，以及聲請人股票於系  
22 爭併購案公告前、系爭股東會決議日當天及之前之實際成交  
23 價格，認聲請人主張其股份之公平價值為每股85元，應屬合  
24 理有據。

25 (三)相對人所辯不可採之理由：

26 1.相對人雖辯稱：系爭專家意見書關於市場法之評價方式並未  
27 說明可類比公司如何與聲請人相比，亦未說明控制權溢價之  
28 調整基準、可類比交易之收購方、標的公司、交易金額、交  
29 易日期及EV/S、EV/EBITDA求得過程，於市價法則未說明控  
30 制權溢價參考來源及其合理性，亦未納入收益法及資產法作

01 為評估基準，復未說明系爭併購案因疫情期間之商業環境及  
02 市況偏離，當時股價不具長期參考性云云。

03 2.經查，可類比公司法所採用之上市櫃同業包括我國上市公司  
04 南六企業股份有限公司(下稱南六公司)、康那香企業股份有  
05 限公司(下稱康那香公司)、上櫃公司富堡工業股份有限公司  
06 (下稱富堡公司)，以及印尼證券交易所掛牌之PT Uni-Charm  
07 Indonesia Tbk、馬來西亞證券交易所掛牌之Wang-Zheng Be  
08 rhad、NTPM Holdings Berhad等公司(下稱南六公司等，見  
09 商非調卷一第138頁)。依聲請人及南六公司等之基本資料  
10 觀之(見商非調卷一第67頁、商非卷一第473至478頁、商非  
11 卷二第167、171至197頁)，聲請人主要從事嬰兒紙尿布  
12 (褲)、成人失禁產品及女性衛生棉，而南六公司等之主要經  
13 營業務亦為嬰兒及成人紙尿褲、尿布、衛生棉等產品，其等  
14 產品性質相近。此外，南六公司、富堡公司、康那香公司亦  
15 為聲請人105年申請股票上市，證券承銷商兆豐證券於計算  
16 承銷參考價所選取之採樣公司(見商非卷二第109至112  
17 頁)，故系爭專家意見所採用可類比公司之營業項目確係與  
18 聲請人具類似性或屬受相同經濟因素影響產業，並無不合理  
19 情事。

20 3.次查，系爭專家意見書係評估聲請人具控制權之普通股每股  
21 價值，故參考美國Business Valuation Resource資料庫，  
22 截至西元2022年8月5日止近20年全球相關產業之控制權溢價  
23 中位數比率23.6%予以調整(見商非調卷一第139頁)。依聲  
24 請人所提出之Business Valuation Resource資料庫資訊，  
25 系爭專家意見書之篩選條件係衛生紙類產品製造業(即Sani  
26 tary Paper Products Manufacturing)，於2001年1月1日  
27 至2022年8月5日(即評價基準日)間之併購交易樣本，至控  
28 制權溢價之中位數23.6%，則係被收購公司Asaleo Care Lt  
29 d.及TenderCare International, Inc.控制權溢價38.6139%  
30 及8.5122%之平均數，其中，Asaleo Care Ltd.主要營業項  
31 目為製造及販賣衛生用品，TenderCare International, In

- 01 c. 主要營業項目為製造可拋棄之尿布（見商非卷二第205  
02 頁），其營業項目與聲請人具類似性，取得股權份額均為併  
03 購全公司，交易目的均為策略性併購，而非敵意併購，且上  
04 開資料庫中沒有我國相關產業之控制權溢價資料，另我國全  
05 部產業控制權溢價資料，近5年、10年、20年中位數分別為  
06 9.8%、10.20%、11.10%，均低於上開全球相關產業控制權溢  
07 價23.6%（見商非卷二第207頁），足見系爭專家意見書控制  
08 權溢價之資料來源及篩選方式均屬有據，且已擇高採計，並  
09 無明顯偏低或顯不合理之情事。
- 10 4.再者，系爭專家意見書所述可類比交易法所篩選13筆可類比  
11 交易，其資料來源為Capital IQ資料庫，其收購公司、標的  
12 公司、交易金額、交易日期均有資料可稽（見商非卷二第20  
13 9頁），經篩除極端值，企業價值對營業收入比法(EV/S)之  
14 中位數1.39來自第6筆Jia Yao Holdings Limited 1.31及第  
15 8筆Tan Tien Plastic Packaging Joint Stock Company 1.  
16 47之平均數，企業價值對稅前息前折舊攤銷前淨利比法(EV/  
17 EBITDA)之中位數則為第10筆Wavelock Holdings Co., Lt  
18 d. 之11.88，再以上開市場價值乘數乘以聲請人營業收入及  
19 稅前息前折舊攤銷前淨利(見商非卷二第199頁)，復調整現  
20 金及計息負債，除以聲請人流通在外股數後，而計算聲請人  
21 普通股每股股權價值為79.6元至93.4元間(見商非調卷一第1  
22 40頁、商非卷二第199頁)，由上可徵系爭專家意見書就可類  
23 比交易法所採之市場價值乘數，資料來源及篩選方式均屬有  
24 據。
- 25 5.聲請人已陳明系爭專家意見書評價方法所採用之控制權溢價  
26 均一致（見商非卷一第408頁），故與可類比公司法相同，  
27 其資料來源均為Business Valuation Resource資料庫，截  
28 至2022年8月5日止近20年全球相關產業之控制權溢價中位數  
29 比率23.6%。查系爭專家意見書之市價法係依據評價基準日  
30 （即111年8月5日）前10日、30日、60日及120日聲請人股票  
31 平均收盤價(見商非卷一第105至109頁)，加計控制權溢價2

01 3.6%，經推算後，聲請人每股股權價值區間為82.7元至88.8  
02 元間，亦無不合。此外，系爭專家意見書所參考之控制權溢  
03 價選取期間為2001年1月1日至2022年8月5日，已包含疫情期  
04 間及非疫情期間，且聲請人於疫情期間營收縱有下降致股價  
05 下跌，公開市場上之理性投資人既已考量聲請人未來損益，  
06 就其繼續營運之公司價值，形成市場價格，自得作為聲請人  
07 價值之參考，尚難認該市場價格有何偏離商業環境而不具參  
08 考性。

09 6.評價準則公報第11號第13條規定：「評價人員執行企業評價  
10 時，應採用兩種以上之評價方法。」第19條規定：「市場法  
11 下常用之評價特定方法，包括可類比公司法及可類比交易  
12 法。」系爭專家意見書係採用市場法之可類比公司法、可類  
13 比交易法及市價法等三種方法評估，縱未採取收益法或資產  
14 法，亦無不當。況聲請人原為上市公司，仍以繼續經營為價  
15 值前提，經核閱聲請人111年第三季財務報告所載內容(見商  
16 非調卷一第485至535頁)，亦無具潛在鉅額增值利益之資產  
17 項目，詳如前述，故本件未採用資產法評估，尚屬合  
18 理。

19 五、綜上所述，相對人所辯均不足採，本院認系爭股東會決議通  
20 過系爭併購案時，聲請人股份之公平價格為每股85元，故聲  
21 請人應以該價格收買相對人所有之聲請人股份，爰裁定如主  
22 文。

23 中 華 民 國 112 年 10 月 30 日

24 商業庭

25 審判長法 官 林欣蓉

26 法 官 吳靜怡

27 法 官 林昌義

28 以上正本係照原本作成。

29 如不服本裁定應於送達後10日內向本院提出抗告狀，並繳納抗告  
30 費新臺幣1,000元。

31 中 華 民 國 112 年 10 月 30 日

