

國立交通大學

科技法律所

碩 士 論 文

論外資收購中國上市公司法制—
以要約收購、協議收購為中心

**The legal system of Acquisitions of Listed Companies by
Foreign Investors in China
A Focus of Tender Offer and Acquisition by Agreement**

研 究 生：詹 蕙 嘉

指導教授：王 文 杰 博士

中華民國九十八年一月

論外資收購中國上市公司法制-
以要約收購、協議收購為中心

The legal system of Acquisitions of Listed Companies by
Foreign Investors in China
A Focus of Tender Offer and Acquisition by Agreement

研 究 生：詹蕙嘉

Student：Huei-Chia Chang

指導教授：王文杰

Advisor：Dr. Wen-Chieh Wang

國立交通大學
科技法律研究所
碩 士 論 文

A Thesis
Submitted to Institute of Technology Law
College of Management
National Chiao Tung University
in partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of
Master
in
Technology Law

Jan 2009

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國九十八年一月

摘要

中國自 1978 年改革開放後，便以各項優惠投資措施吸引外資以加速其經濟發展，再加以 2001 年中國加入 WTO，其與世界經濟之接軌更加深其開放之程度，因而，對於想要從事跨國投資之企業而言，中國市場之重要性已不言可喻。然而跨國併購雖已逐漸成為跨國投資行為之主流，外資在中國從事收購行為卻往往鎩羽而歸，歸究其因，係中國特有之經濟體制與滯後、繁雜之法律環境，使跨國收購行為在中國產生了不同之面貌。本研究乃環繞中國之證券市場體制與法規主要規範之收購模式-要約收購與協議收購為核心，進行相關之討論。

本研究第一章為緒論，主要介紹本文選題之動機及目的，及本研究之研究方法及研究範圍，並對於本研究主題之重要名詞加以定義，以建立讀者對於題旨之初步認識。第二章介紹中國之資本市場與證券市場，以及中國證券市場上歷年來最重要之改革-股權分置改革，並就本研究所選定之目標企業屬性-上市公司，從不同角度分析其特色。第三章則立於整體、宏觀之角度，分析外資收購中國上市公司之路徑，並探討、評析中國目前關於外資收購之主要法規。第四章則深度分析協議收購、要約收購之程序及現行法規下存在之具體問題。第五章則探討外資收購中國上市公司之監管，並以 2008 年 8 月 1 日起正式施行之「反壟斷法」為核心，說明其對經營者集中行為之規範。最後再總體分析三起具有代表性外資收購中國上市公司案例-凱雷收購徐工案、SEB 收購蘇泊爾案及可口可樂收購匯源案。第六章為結論，總結先前章節內容並就中國收購之制度面提出檢討。

由於中國將台灣投資者視為外國投資者，因此本研究所探討之規範於台商均有適用，期望能以本研究之整理與成果，為欲赴中國從事收購行為之台商提供些許助益，即為本研究之小小成就。

關鍵字：收購、上市公司、股權分置改革、要約收購、協議收購、反壟斷法。

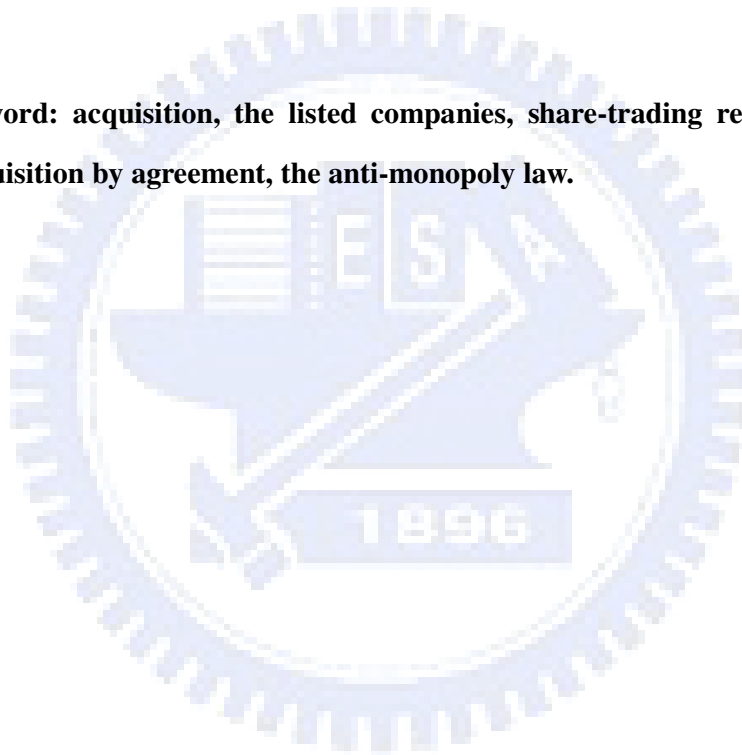
Abstract

China has taken all kinds of preferential measures to attract foreign investments to accelerate its economic development while the reformation and opening door policy was ongoing since 1978. In addition, China's accession to WTO in 2001 makes its relationships with the world economy even more deeply connecting to the level of its opening-up. Therefore, the importance of the Chinese market is now ever crucial for those enterprises that want to pursue transnational investments. Although transnational M&A have gradually become the mainstream of activities of international investments, acquisitions by foreign investors in China often fail. This phenomenon may attribute to the unique Chinese planned economy, the complex legal system and approval processes that are lagging behind other countries, and the inconsistent interpretation of law and ineffective law enforcement. The aforesaid are just partial reasons making the conduct of transnational acquisitions in China have had a different appearance. This study is to focus on discussion of China's unique security market system and the legal environment of the acquisition types under Tender Offer and Acquisition by Agreement in China. It has six chapters to accomplish these goals.

Chapter one serves as an introduction to this study. It introduces the background of topic choosing, motivation, purpose, research methodology and study range, as well as the definitions of important terms of study themes in order to build an initial fundamental understanding for this study. Chapter two concerns on capital market and security market in China, as well as the most important reform ever happened in China's security market – the Share Trading Reform, and analyses from different perspectives of the listed companies, the type of target companies chosen in this study. Chapter three is covered by the analyses of paths of acquisitions of listed companies by foreign investors in China on an overall macro perspective, and to explore the regulations of acquisitions by foreign investors in China. Chapter four gives the depth

analyses and evaluations of procedures and regulations of Tender Offer and Acquisition by Agreement. Chapter five turns to explore the monitoring regulation of acquisitions of listed companies in China and focus on the newly executed law, that is, the Anti-Monopoly Law. Furthermore, to deepen this study, it chooses and evaluates three important and classical cases -the Carlyle Xugong case, the SEB Supor case and the Coca-Cola Huiyuan case. Chapter six concludes by summing up the previous chapters and reviewing the system of acquisition in China.

Keyword: acquisition, the listed companies, share-trading reform, tender offer, acquisition by agreement, the anti-monopoly law.



謝辭

回想二年半的研究所生涯，人生又添增了一段精采的回憶。這一路完成了實習，又回到學生身分享受學術殿堂，而後在論文即將完成前，在上海、北京進行了為期一個多月的訪問，回到台灣後開始執業生涯，一邊完成論文最後的定稿，而終於到現在寫謝辭的時候。

感謝我的父母，對我總是充滿耐心與包容，使我能安心完成學業。

「一日為師，終身為父」，由衷感謝與敬愛我的指導教授 王文杰老師。在論文指導上，老師總是不厭其煩、耐心、細心的逐字逐句指導我不成熟的作品，每每對老師付出的苦心與教誨感動萬分。尤其感謝老師對於論文進入尾聲階段的大陸行給予最大的支持，否則不會有這本論文的呈現。對於人生方向的徬徨，老師也總是不厭其煩的提出許多建言，提供更豐富、更周延的面向思考。我之於老師之感謝，已非文字或言語所能道盡。

此外，亦感謝口試委員 朱德芳老師與 林建中老師，對於學生論文的細心指導，提出甚多精闢之見解與建議，使學生獲益良多，研究成果更臻完善。

謝謝賀鼎，縱使身在遠方，仍時時給予關心與體諒。謝謝嘉琳與姿裴，研究所的兩位好姊妹，在學校期間同寢，又一同前往大陸兩趟，在課業上互相扶持、生活上互相照顧，在撰寫論文期間又給予許多支持與鼓勵，這緣份於學術研究路上亦屬難能可貴。謝謝小籃學長，律訓巧遇不同校卻同門的師兄，在論文完成期間提出許多寶貴的建議並提供許多珍貴的資料。謝謝小乖，在撰寫論文期間總是耐心乖巧的陪伴我。

畢業了！面臨的將是更大的挑戰！加油！

簡目

簡目	I
詳目	III
第一章 緒論	1
第一節 研究背景	1
第二節 研究動機與目的	3
第三節 研究重要性	4
第四節 研究方法	6
第五節 重要名詞定義	7
第六節 論文結構	12
第二章 收購之客體-上市公司：	15
立基於具有中國特色之資本市場之分析	15
第一節 具有中國特色之資本市場	15
第二節 具有中國特色之上市公司	58
第三節 中國經濟體制沿革與外資併購模式發展	69
第三章 收購之行為依據-	77
外資收購中國上市公司之法律環境	77
第一節 上市公司收購	77
第二節 外資收購中國上市公司之法律環境	100
第三節 中國外資收購法制現狀評析	151
第四章 外資收購中國上市公司之模式探討-	161
以協議收購與要約收購為中心	161
第一節 協議收購	161
第二節 要約收購	182
第三節 外資收購之支付方式	219
第五章 外資收購中國上市公司之監管-	225

以反壟斷法下之「經營者集中」為中心	225
第一節 反壟斷法頒布前後對經營者集中之規定	226
第二節 相關市場之界定.....	230
第三節 經營者集中之反壟斷審查程序	235
第四節 反壟斷審查與國家安全審查	254
第五節 外資收購中國上市公司具體案例.....	261
第六章 結論	291
參考文獻.....	299



詳目

簡目	I
----------	---

詳目	III
----------	-----

第一章 緒論	1
--------------	---

第一節 研究背景	1
第二節 研究動機與目的	3
第三節 研究重要性	4
第四節 研究方法	6
第五節 重要名詞定義	7
第一項 外資	7
第一款 外資於中國之法律界定	7
第二款 外國投資者得從事併購活動之產業範疇	9
第三款 併購後企業之法律地位屬性	9
第二款 併購	11
第六節 論文結構	12

第二章 收購之客體-上市公司：	15
-----------------------	----

立基於具有中國特色之資本市場之分析	15
-------------------------	----

第一節 具有中國特色之資本市場	15
第一項 中國資本市場	15
第一款 資本市場之概念	15
第二款 中國資本市場發展歷程	17
第三款 資本市場國際化與跨國收購之關係	20
第四款 中國資本市場國際化之進程	23
第二項 中國證券市場	29
第一款 證券市場之概念	29
第二款 中國證券市場之形成與發展	29
第三款 具有中國特色證券市場下發展之中國證券法制	32
第三項 中國證券市場之特有現象：股權分置	34
第一款 股權分置-流通股和非流通股的割裂	34
第二款 股權分置政策下之弊端	36

第三款 股權分置改革之進行	43
第四款 股權分置改革之量化分析	49
第五款 具有中國特色之全流通市場	55
第六款 股權分置改革對外資收購之影響	56
第二節 具有中國特色之上市公司	58
第一項 從歷史角度分析上市公司	58
第一款 上市公司之前身-計畫經濟體制下之國有企業	58
第二款 國有企業之改革歷程	60
第三款 國有企業改革背景下之上市公司特色	62
第二項 從法律角度分析中國上市公司	62
第三項 從管理角度分析上市公司	64
第四項 從股權結構分析中國上市公司	64
第一款 上市公司種類分析	64
第二款 上市公司內部股權結構分析	66
第三節 中國經濟體制沿革與外資併購模式發展	69
第一項 外資初期進入中國之發展背景	69
第二項 1995 年-1998 年：當收購在中國成為可能的萌芽期	70
第三項 1998 年-2001 年：入世前的併購活動成長期	72
第四項 2002 年至今：後 WTO 時代的併購發展期	73
第三章 收購之行為依據-	77
外資收購中國上市公司之法律環境	77
第一節 上市公司收購	77
第一項 上市公司收購之概念	77
第二項 中國法制上之上市公司收購	78
第一款 證券法制上對上市公司收購之界定	78
第二款 實際控制權之概念	80
第三款 上市公司收購與相關概念之檢視	84
第一目 上市公司收購與合併	84
第二目 上市公司收購與股權轉讓	85
第三項 外資收購中國上市公司之路徑	86
第一款 外資直接控股上市公司	86
第一目 協議收購上市公司非流通股	86
第二目 收購上市公司流通股之 A 股	87
第三目 收購上市公司流通股之 B 股、H 股	88
第四目 上市公司向外資定向增發 A、B、H 股	90
第五目 換股收購（股份交換）	91

第二款 外資間接控股上市公司	92
第一目 透過由外資控股之外商投資企業收購上市公司	92
第二目 透過目標公司之控股股東間接收購	93
第三款 其他方式	95
第一目 上市公司向外資定向增發可轉換公司債	95
第二目 收購上市公司之核心資產	96
第三目 利用融資參與管理層收購	96
第四款 收購方式之選擇	97
第四項 股權結構對上市公司收購之影響	98
第二節 外資收購中國上市公司之法律環境	100
第一項 概述	100
第二項 外商投資產業指導目錄-市場准入	107
第三項 2005 年公司法、證券法修正後對收購的影響	110
第一款 保護少數股東利益之補強	110
第二款 新法中有關上市公司收購條文之解讀	119
第四項 QFII 與外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法	123
第一款 合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法	123
第二款 外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法	126
第一目 戰略投資法律制度	127
第二目 戰略投資之法律關係	129
第三目 股改承諾之承繼	130
第三款 小結	133
第五項 上市公司收購管理辦法	133
第六項 關於外國投資者併購境內企業之規定	142
第一款 適用範圍	143
第二款 價款支付期限	144
第三款 價款支付方式-首次明確股權交換規定	147
第四款 保護國家經濟安全	149
第三節 中國外資收購法制現狀評析	151
第一項 外資併購法規範之效力位階	151
第一款 中國之法律體係位階	151
第二款 外資併購法規範之效力位階	153
第三款 中國外資收購上市公司法制存在之問題	155
第二項 規範之銜接	155
第一款 「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」與「上市公司收購管理辦法」	155
第二款 「關於外國投資者併購境內企業的規定」與「上市公司收購管理辦法」	158

第一目 適用範圍之差異	158
第二目 價款支付	159
第四章 外資收購中國上市公司之模式探討-	161
以協議收購與要約收購為中心	161
第一節 協議收購	161
第一項 協議收購之定義	161
第二項 協議收購之程序	164
第一款 訂立協議	164
第二款 收購協議之公告與信息披露義務	165
第三款 申請豁免強制收購要約之協議收購流程	169
第四款 向外資轉讓國有股、法人股之相關規定	172
第三項 協議收購存在之結構性運作缺陷	177
第一款 向外資轉讓國有股和法人股之定價	177
第二款 向外資轉讓國有股和法人股之審批制度	178
第三款 向外資轉讓國有股法人股之再流通	180
第四款 協議收購觸發強制要約收購之合理性	180
第二節 要約收購	182
第一項 要約收購之概念	182
第一款 要約收購之定義	182
第二款 要約收購之分類	182
第二項 要約收購之一般性原則	184
第一款 公開原則	184
第二款 平等對待原則	185
第三款 免於壓迫原則	186
第三項 要約收購之流程	186
第一款 要約收購之啟動	186
第二款 報送、提交收購報告書	187
第三款 收購要約之公告	193
第一目 收購要約公告之時間及程序	194
第二目 收購要約之拘束力	195
第一目 收購要約期間	196
第二目 收購要約之變更	196
第五款 競爭要約	197
第六款 強制要約收購與要約收購義務之豁免	198
第七款 收購期間屆滿後之效果	201
第四項 要約收購存在之結構性運作缺陷	205

第一款 程序規範存在諸多缺陷	205
第一目 收購要約之定義	205
第二目 內線交易防止的補強	207
第三目 收購要約之撤銷或變更	209
第二款 有條件的強制要約收購義務	211
第三款 繼續收購之合理界定	215
第五項 一個難以成局之要約收購	216
第一款 要約收購與協議收購之異同	216
第二款 要約收購與協議收購之優缺	217
第三節 外資收購之支付方式	219
第一項 現金收購	220
第二項 股權收購	221
第三項 支付方式選擇之策略意涵	222
第五章 外資收購中國上市公司之監管-	225
以反壟斷法下之「經營者集中」為中心	225
第一節 反壟斷法頒布前後對經營者集中之規定	226
第一項 反壟斷法頒布前對經營者集中之規定	226
第二項 經營者集中行為於反壟斷法之認定	228
第二節 相關市場之界定	230
第一款 界定相關市場在收購行為中的適用目的	230
第二款 相關市場界定之標準	231
第一目 產品市場	231
第二目 地域市場	234
第三節 經營者集中之反壟斷審查程序	235
第一項 實體標準	235
第一款 立法制度剖析	235
第二款 實質減少競爭之判斷標準	237
第一目 市場份額與對市場之控制力	237
第二目 相關市場之市場集中度	238
第三目 對市場進入、技術進步之影響	240
第四目 對消費者和其他經營者之影響	241
第五目 對國民經濟發展之影響	242
第二項 反壟斷審查申報前之準備	243
第一款 事前申報制度與申報標準	243
第二款 經營者於申報前之協議準備	246
第三項 審查程序	248

第一款 初步審查	248
第二款 進一步審查	248
第四項 審查機關	249
第五項 審查豁免	253
第四節 反壟斷審查與國家安全審查	254
第一項 反壟斷法公布前後之國家安全審查制度	254
第二項 反壟斷審查與國家安全審查之別	256
第三項 國家安全之界定	257
第五節 外資收購中國上市公司具體案例	261
第一項 深受國家安全議題之害之案例-凱雷收購徐工案	261
第一款 收購當事人	261
第二款 徐工收購案發展過程	264
第三款 分析與檢討	273
第一目 對於私募股權基金本身之疑慮	273
第二目 產業准入	275
第三目 外商持有 A 股流通股	275
第四目 國家經濟安全	276
第二項 成功通過國家安全審查之案例-SEB 收購蘇泊爾案	277
第一款 收購當事人	277
第二款 蘇泊爾併購案概況	278
第三款 蘇泊爾收購案之分析	281
第一目 蘇泊爾收購案之創新意義	281
第二目 股改承諾之承繼	282
第三目 民生產業與國家安全	283
第三項 反壟斷法實施後之第一案-可口可樂收購匯源案	284
第一款 收購當事人	284
第二款 匯源收購案發展過程	286
第三款 本案分析	287
第一目 「反壟斷法」之適用	287
第二目 反壟斷審查	288
第三目 國家安全審查	290
第六章 結論	291
參考文獻	299

圖表目錄

一、表目錄

【表 2-1】2006 年底前外資進入中國證券市場之方式.....	25
【表 2-2】已批准投資額度之合格境外機構投資者名單.....	26
【表 2-3】非流通股與流通股分類表.....	36
【表 2-4】1992-2007 年全國上市公司總體股份的歷年年末數量.....	41
【表 2-5】2007 年底上市公司股本結構圖.....	43
【表 2-6】股權分置改革前後證券市場相關數值變化表.....	49
【表 2-7】股權分置改革前後股份數變化表.....	53
【表 2-8】1994-2007 年上市公司之股權結構.....	65
【表 2-9】中國資本市場外資併購大事紀.....	75
【表 3-1】外資收購中國上市公司法律法規沿革表.....	103
【表 3-2】QFII 修正前後比較表.....	125
【表 3-3】中國法律體系位階表.....	152
【表 5-1】反壟斷法頒布前反壟斷審查機關.....	249

二、圖目錄

【圖 2-1】股權分置改革前後證券市場相關數值變化分析圖.....	50
【圖 2-2】股權分置改革前後股份數變化分析圖.....	54
【圖 2-3】2007 年按股份類別劃分之上市公司數量圓餅圖.....	65
【圖 2-4】按控股屬性劃分 2006 年末公司數量變化.....	66
【圖 2-5】1992-2007 年國家股占總股本以及非流通股股份之比例變化.....	68
【圖 2-6】1992-2007 年法人股占總股本以及非流通股股份之比例變化.....	69
【圖 3-1】1999 年 6 月 30 日耀皮玻璃之股本結構.....	89
【圖 3-2】賽格三星收購示意圖.....	94
【圖 3-3】戰略投資的相關法律體系.....	130
【圖 3-4】外資併購法規範效力位階表.....	154
【圖 4-1】要約收購豁免程序.....	171
【圖 4-2】協議收購流程圖.....	176
【圖 4-3】要約收購流程圖.....	204
【圖 5-1】反壟斷審查流程.....	260
【圖 5-2】2005 年徐工科技股本結構圖.....	267

【圖 5-3】凱雷收購徐工案三份協議比較表.....	272
【圖 5-4】浙江蘇泊爾股份有限公司股權結構圖.....	278
【圖 5-5】2007 年年底匯源股權結構圖.....	285



第一章 緒論

第一節 研究背景

做為世界上最大的發展中國家，中國挾其低廉的勞動力和自身廣闊的市場等優勢，以及經濟快速發展和投資政策逐步放寬下，成為新一波產業轉移和跨國併購的主要承接地。長期以來，中國一直以吸引外商直接投資（Foreign Direct Investment, FDI）的模式作為引進外資的主流方式，在目前中國大部分行業產能過剩的狀態下，以 FDI 的模式發展空間將越來越小，加諸其他亞洲新興國家（諸如印度與越南）的競爭吸引，使得 FDI 的資金流入中國放慢。由於併購可以縮短投資時間，並迅速取得市場占有率，有利全球產業佈局的規劃，外資在中國從事併購的模式將逐步成為進入中國的主要形式，不再以 FDI 為主要考量。同時，作為世界工廠與世界市場的中國，在市場激烈競爭的環境下，更迫使產業加速整合的運作，促使外國投資者通過併購以提供市場競爭力，外國投資者在中國進行併購已經是一個順理成章的現象。

以往受到政策與具體環境之限制，外資併購中國企業往往以個案方式為之，而不具制度性之意義。1999 年 8 月，中國發布「外資收購國有企業的暫行規定」，從政策上開啟外資在中國從事併購之門。之後，「關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見」（2001 年 11 月）、「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股的通知」和「利用外資改組國有企業的暫行規定」（2002 年 11 月）、「上市公司收購管理辦法」（2002，2006 年 5 月修正）、2003 年 3 月所發布的「外國投資者併購境內企業暫行規定」（2006 年 8 月，於既有之基礎上重新修正並發布「關於外國投資者併購境內企業規定」，並於同年 9 月 8 日正式施行）、「反壟斷法」（由中華人民共和國第十屆全國人民代表大會常務委員會於 2007 年 8 月 30 日通過，並於 2008 年 8 月 1 日施行）等，均為中國在涉及外資併購相關法規政策之種種突破，也開啟外資併購中國境內企業的高度投入。

儘管相關法規已逐步發布，使外資於中國進行收購行為時有適法之基礎，於實際操作時，面臨與西方其他證券市場截然不同之環境，外資從事收購行為之具體執行方式即成為一值得加以深度探討之課題。中國證券市場起源於 1990 年，但在計畫經濟體制背景下所引入之最富有資本市場色彩之證券制度，使中國之證券市場發展本身帶有諸多不規範與弔詭，其中最受矚目者，乃中國證券市場「股權分置」之獨有現象。股權分置係指 A 股市場之上市公司股份依能否在證券交易所上市交易，區分為非流通股和流通股。前者指公開發行且只能通過證交所交易系統公開交易之股票，後者則僅能依協議之方式轉讓，並以國家股和法人股為大宗。依「上市公司辦理股票配股申請和資訊披露的具體規定」，已上市流通股中有 A 股、B 股及 H 股，非流通股則有國有股、法人股、境內發起人股、外資發起人股、職工股、優先股等。中國上市公司在股份結構上，從創立之初便處於分裂的局面，即流通股和非流通股之區別。此二種股票之持有人對公司之權利雖完全相同，但此二種股票持有人間相互之權利義務卻不完全相同。目前證券市場上以非流通股占多數。除了流通股與非流通股之區別外，流通股依據股票票面和交易幣種，又分為 A 股、B 股和 H 股，其中僅 B 股股票可由外商以外幣買賣¹。

為使中國證券市場能與國際證券市場接軌，並改善上市公司公司治理問題，2005 年 4 月中國進行了一場股權分置改革。惟依 2008 年中國證券期貨統計年鑒之資料測算得出，2007 年底中國證券市場上仍存有 62% 之非流通股。股權分置影響中國資本市場長期以來之發展，亦為阻礙中國上市公司實現價值最大化之根本原因²。在股權分置改革完成前，多數由國有企業轉型成之上市公司之股權結構中，具有大量之非流通股，形成了中國證券市場之特殊現象，也形成外資在中國從事併購行為不同於其他市場之本質特色。

中國對股票制度之設計使外資欲透過資本市場進行收購形成相當之難度。要約收購向來是成熟證券市場之典型收購模式，惟在具有中國特有之證券市場環境下，協議收購可享有收購成本較低以及迅速取得目標公司控制權等優點，協議收

¹ 葉林著，證券法，中國人民大學出版社，2006 年 6 月第 2 版，19 頁。中國證券市場之詳細介紹與說明詳參第二章。

² 詳參本文第二章。

購反而成為收購行為之主要模式，而要約收購則難以成局。於股權分置改革完成後，具有中國特色之「全流通」證券市場時代即將來臨，對於收購行為會否產生重大之轉變，以及「反壟斷法」對於外資收購具產業龍頭地位之上市公司將產生如何之影響，均為一值得投入並有必要加以深度剖析之議題。

第二節 研究動機與目的

併購是資本市場永恆之主題。中國身為世界上最大之發展中國家，且其已進入後 WTO 時期，外資對中國市場之佈局更為積極。由於目前中國大部分行業產能過剩，且外商直接投資之發展空間越來越小，而併購較諸外商直接投資有縮短投資時間，迅速取得市場佔有率之優勢，併購已然逐漸成為外資進入中國市場之主要形式。

欲對於外資在中國從事上市公司收購行為有全盤之理解掌握，若僅就證券市場上之股權分置現象有所認識，仍有不足。在中國特殊之經濟體制下，外資於進行收購行為時，作為被選定之目標企業屬性，亦將因其不同之主體定位，而有相應不同之考量。此種考量不僅是出於法律適用上之不同，市場結構、社會、文化乃至於政治方面之因素，均為外資需面臨之挑戰。在中國證券市場上，可作為收購客體可能是國有企業、上市公司或外商投資企業。由於中國之上市公司有 95% 以上是由國有企業轉換而來，因而欲對中國上市公司有深入之瞭解，應從國有企業及其改革談論起。中國於建國之初，其所採取之社會主義經濟制度係以馬克思、列寧以及毛澤東等思想下所建立之全民所有制與勞動群眾集體所有制，於是，國有企業為全民所有制之國有所有制企業。自 1978 年中國逐步進行經濟改革開放以來，國有企業之改革一直是作為經濟體制改革之核心，並為此採取了一系列的重大政策措施。儘管改革開放後，國有經濟與其他所有制經濟都有很大的發展，然就現今而言，國有企業無論在總數量上或是經濟結構上，仍在國民經濟中居於主導地位。國有企業在經濟比重保持著對其他所有制經濟的優勢，而且在

國民經濟的重要和關鍵產業、領域中占支配地位，控制中國國民經濟之命脈。國有企業至少具有三大特色：1、營業範圍廣；2、擁有家數眾多；3、資產總值龐大。由國有企業轉換而成之上市公司從而亦承繼其為該行業龍頭之地位，加諸外資逕行在中國掛牌上市之程序與審批條件嚴格，外資於選定目標企業時，自以上市公司為其首選。此外，股權分置改革後，本為稀缺性資源之上市公司更為搶手，再加以中國持續對外資開放之政策，將使外資於選定收購之目標企業時，鎖定在中國境內之上市公司，故分析目前中國對外資收購上市公司之相關法律規定具有相當之實用性與實益，可使中國藉此檢視其對外資收購上市公司之政策是否妥適，亦有助於外資於進入中國市場前有全盤之了解而對其投資策略有審慎之考量。

中國證券市場之複雜性以及中國對外資政策之變化，係屬外資於中國從事收購行為所面臨之最大挑戰。因而，本文擬從目前外資首選之目標企業屬性-上市公司之角度出發，在具有中國特色證券市場下所發展之上市公司為深度之分析，探討於股權分置改革後上市公司之變化，以及植基於此外資收購策略之變化為分析。同時，中國收購相關法制於 2006 年後有著重大之變化，「證券法」、「上市公司收購管理辦法」以及「關於外國投資者併購境內企業之規定」之修正，「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」、「反壟斷法」之公布，使外資於收購模式、支付手段等有了更多之選擇，惟於實際操作上，法規間是否具備完善之銜接關係，相關制度是否建立完備，以及在看似繁密之法規體系下，外資是否即可免於行政之手之介入，均為本文欲探討之核心。

第三節 研究重要性

跨國併購之前提條件是：跨國併購必須得到東道國外資政策框架之允許，以及東道國對於競爭政策之認真對待。外資併購東道國企業所產生溢出效應之強度，取決於當地之開放程度、該國競爭政策以及當地亟欲且能承受競爭之能力。

中國對於外資政策開放之放寬與相關法令逐步公布並實施之際，很大程度也反應出中國外資政策的調整，提供外資併購的制度環境。本文將審視中國對外資政策的變化以及外資併購法律制度的實際運作規範，例如「外商投資產業指導目錄」象徵著中國對於外資開放產業之市場准入政策，2004 年修正發布的「外商投資產業指導目錄」將鼓勵投資項目增加，同時將限制與禁止的產業類別大大減少，從而使進入中國從事併購活動產生明顯的激勵作用；而後由於中國貿易順差過大，不再繼續單純鼓勵出口的導向政策，因此 2007 年修正發布之「外商投資產業指導目錄」則著重於引進之外資可充分促使其產業結構優化和升級。對於中國外資政策的分析，期使外資對於在中國從事收購行為總體投資環境的深度掌握，減少嘗試錯誤的成本浪費。

對於一國或一地區法律制度之研究起源於「使用」。在跨國併購前提條件成立之下，對於在東道國從事收購行為時須面臨之法律風險則為需面對之重要研究對象。跨國併購活動已是現今盛行之跨國投資行為，然收購方在面臨不同之東道國時，則應視其法律環境而各為因應之道。中國在 2006 年後才明文允許以換股收購、部分要約收購等西方國家慣行之收購模式從事收購行為，可見對於中國相關法律規範之了解、分析，為避免併購失敗成本浪費之不二法門。

東道國政策之變化，以及來自東道國各方面的阻力，係使跨國併購活動蒙受一定風險和難以預期的損失之主因，此點無論進行跨國併購之企業來自己開發國家或開發中國家均然。因此，外資在中國境內企業的收購活動中，其所面臨的風險不僅僅在於商業收購之運作，更多更難地在於包括政治風險在內的各種非商業性風險，而此些風險又是作為收購方的外國企業所無法控制的。收購之於中國的數量不斷成長，及時而不斷地法律與政策的風險評估與檢測，從而為企業決策提供參考，具有重大的理論意義與現實意義。

第四節 研究方法

本文擬採用之研究方法如下：

一、文獻分析法：本研究涉及之主題遍及中國證券法、公司法、收購相關辦法等各實體法，加以收購本身具有高度技術性之性質，其領域涵蓋經濟、財務、法律等諸多層面，因此本研究擬以中國關於證券市場、企業併購等專書、期刊論文以及官方資料為主要之參考資料，針對不同之主題予以分類，加以歸納、整理，並佐以統計數據說明。再就歸納整理後之結果與心得進行研究、分析。此外，為使台灣企業對於中國證券市場以及上市公司之種類、股權結構等有更深之認識，亦將以中國證券監督管理委員會所公布之數據進行分析。而由於跨國收購屬於一國際性之議題，因此亦將輔以台灣與外國文獻，企圖從不同角度之觀察與理解，檢視中國對於外資收購法律環境之實然與應然。

二、比較研究法：攬鏡始知不足。相較西方成熟之證券市場，中國證券市場係屬一尚在發展、亟待健全之證券市場。本文將借鏡於證券市場與併購市場成熟發展國家之立法例，檢視中國對於外資收購之法規範體系，藉以了解中國現行法規範之不足與缺失，期望能就中國特殊經濟體制提出具有可行性之方案。

三、案例分析法：在台灣研究中國相關法制之議題，所難免遭遇的困難是，中國對於外國投資者併購法律制度以及政策，從擬定到具體個別適用法律政策的環節程序，主管機關（尤其是商務部和中國證監會）對其政策的具體形成環節，外國投資者在中國的併購公司數量與發展情形等重要數據往往難以取得。為求克服此一侷限，擬以現有揭露的題材進行深度的實證，並經由現行法律制度的變遷，深度檢析其實務運作因與具體市場發展的走向。具體而言，以在中國市場上實際發生之外資收購上市公司案例進行深度之剖析，對於了解中國對於外資收購相關政策之收與放、實際作法及其調整最有助益。

第五節 重要名詞定義

第一項 外資

所謂「外資」收購中國上市公司，係指外國投資者對中國境內公開發行股票之上市公司所為之收購行為。本文將從事收購之主體限定於「外資」，乃因外資相對於中國境內之「內資」，於中國境內從事併購行為時，需適用不同之法律規章，故應先就此收購主體有一明確之界定。

第一款 外資於中國之法律界定

外資對於中國的教科書中，為近二十年才出現之經濟學概念，係從資本輸入國之角度出發所做之觀察，為一較通俗之用法，後此概念被引進法學領域。由目前中國相關法律、法規以及其他規範性文件觀之，立法目的不同，其所使用之外資概念亦各異。如依「外資保險公司管理條例」第2條規定，外資保險公司是指外國保險公司同中國的公司、企業在中國境內合資經營的保險公司，外國保險公司在中國境內投資經營的外國資本保險公司和外國保險公司在中國境內的分公司。「外資企業法」、「中外合作經營企業法」和「中外合資經營企業法」及其施行細則則規定中外合資企業、中外合作企業和外商獨資企業在中國註冊、符合中國法律關於法人條件規定者，依法取得中國法人資格。而「關於外國投資者併購中國境內企業的規定」（以下簡稱「併購規定」）第9條第2項規定，外國投資者在併購後所設外商投資企業註冊資本中的出資比例低於25%的，除法律和行政法規另有規定外，該企業不享受外商投資企業待遇，其舉借外債按照境內非外商投資企業舉借外債的有關規定辦理。審批機關向其頒發加註「外資比例低於25%」字樣的外商投資企業批准證書。登記管理機關、外匯管理機關分別向其頒發加註「外資比例低於25%」字樣的外商投資企業營業執照和外匯登記證。可稽中國有關規定對外資之定義並不一致，有將其理解為外國投資者，亦有將其理解為外國

資本³。

對於投資主體國籍之認定，國際上採取之方式有：註冊地標準、主營業地標準和資本控制標準。從上述列舉之規定可知中國立法係兼採「註冊地標準」以及「資本來源地標準」。惟就外資併購中國上市公司之角度言，由於上市公司於中國經濟體系中之特殊地位，採用註冊地標準將使主管機關無法監管外資利用轉投資、間接控股企業收購或間接收購等規避外資相關管制法規之行為，因此有認應適用「資本來源地標準」作為判斷外資併購行為之外資主體認定標準。採此標準者，同時認為因在境外設立之中資機構於中國境內從事併購行為時，其以外資身份進行併購行為，則應同時享受「外資」之權利並負擔「外資」之義務，故此時應改採「設立地標準」，作為「資本來源地標準」之例外⁴。

本文則認為對外資之界定應從中國引進外資之目的理解，而中國引進外資最根本之目的在於希冀透過外資為中國帶來資本、人才、管理與經營理念等，是故中國法律意義上之外資應界定為「外國投資者依據中國法律規定，透過取得中國企業之股權或其他類似權益而獲得控制權所投入之資本」，最為妥當⁵。

值得注意的是，港澳台投資者於中國亦屬外國投資者的適用範疇，歸其原因如下：第一，港澳回歸後，對中國的投資仍列入於外資統計範疇項目之下；第二，在外資併購中國企業中，許多外國投資者主要為跨國公司，在具體操作程序中，一般都先在港澳註冊一家投資公司，然後對中國的目標公司展開併購活動，使得港澳本身之於中國，有其投資中國跳板之樞紐地位；第三，中國商務部於外資統計資料中，仍將港澳台對華投資列入外資統計資料，且此三地區對中國投資占一較大的比重；第四，「關於外國投資者併購境內企業的規定」第 60 條也依照過去中國在涉外投資法令中的基本文字表述：香港特別行政區、澳門特別行政區和台灣地區的投資者併購境內其他地區的企業，參照本規定辦理。

³ 孫效敏著，外資併購國有企業法律問題研究，北京大學出版社，2007 年 7 月，第 14 頁。

⁴ 梅君著，中國上市公司併購規則，中國人民大學出版社，2005 年 2 月，141 頁。

⁵ 譚智斌著，外資併購對我國宏觀經濟相關問題研究的影響及其對策研究，國際貿易問題，2006 年第 6 期，第 79 頁。

第二款 外國投資者得從事併購活動之產業範疇

「併購規定」第3條規定，外國投資者併購境內企業應遵守中國的法律、行政法規和規章，遵循公平合理、等價有償、誠實信用的原則，不得造成過度集中、排除或限制競爭，不得擾亂社會經濟秩序和損害社會公共利益，不得導致國有資產流失。「併購規定」第4條規定，外國投資者併購境內企業，應符合中國法律、行政法規和規章對投資者資格的要求及產業、土地、環保等政策。依照「外商投資產業指導目錄」（以下簡稱「指導目錄」）不允許外國投資者獨資經營的產業，併購不得導致外國投資者持有企業的全部股權；需由中方控股或相對控股的產業，該產業的企業被併購後，仍應由中方在企業中占控股或相對控股地位；禁止外國投資者經營的產業，外國投資者不得併購從事該產業的企業。被併購境內企業原有所投資企業的經營範圍應符合有關外商投資產業政策的要求；不符合要求的，應進行調整。

此外，「併購規定」第4條，中國對外資併購與外商投資之產業政策相一致，外商投資可進入之領域外國投資者亦可進入從事併購，外商投資可獨資之領域外國投資者併購後亦可獨資，外商投資者不允許進入之領域外國投資者併購亦不允許進入。故外國投資者應依照「指導目錄」之規定，不允許外國投資者獨資經營之產業，外國投資者也不得通過併購之方式使這類產業成為外商獨資企業；需由中方控股或相對控股之產業，該產業的企業被併購後，仍應由中方在企業中佔控股或相對控股之地位，此為外國投資者於從事併購活動前不可加以忽視之關鍵。

第三款 併購後企業之法律地位屬性

外國投資者併購中國境內企業，在股東身份上已經具有涉外性，雖原企業仍為存續，但法律地位與屬性已經變更，是以必須重回外商投資企業的設立程序，以變更其法律地位，並得以享有中國給於外資的優惠措施。依「併購規定」第9

條第 1 項及第 2 項規定⁶，外資以新設合併之方式併購中國境內企業者，其新設之企業如欲享受外商投資企業待遇，需就該新設外商投資企業註冊資本中出資該於 25%。以 25%作為區分是否享有外商投資企業待遇之根本源於，中外合資經營企業法第 4 條規定，「在合營企業的註冊資本中，外國合營者的投資比例一般不低於 25%。」在中外合作經營企業法並無類似規定，但在實務中，採行有限責任公司的中外合作企業，其外資比例也不低於 25%。中國對於外資的資本門檻採行下限的作法在於，當外資合法註冊後便享有一系列中國給於外資的諸多優惠，包括在稅收、生產、經營與銷售等。25%，係指外資在取得外商投資企業的法律地位，並得享有相關的優惠時，在註冊資本上需具有一定之比例。

若外資非以新設合併之方式併購中國境內企業，其原則上即不得享受外商投資企業待遇，惟若符合「併購規定」第 9 條第 3 項規定之例外情形除外⁷。而由於中國上市公司資格之稀缺性⁸，再加以股權分置改革完成後，上市公司已取得完善之融資管道，此項優勢對於併購方之吸引力已明顯勝於目前中國對於外商投資企業之優惠待遇⁹，外資於併購中國上市公司時多半不會採取消滅上市公司法人資格而另行設立外商投資企業之合併方式，而多採用保留上市公司法人資格之收購方式，職此之故，本文將重心著墨於外資收購中國上市公司制度之介紹與分析。

⁶ 「併購規定」第 9 條第 1 項、第 2 項，「外國投資者在併購後所設外商投資企業註冊資本中的出資比例高於 25% 的，該企業享受外商投資企業待遇。外國投資者在併購後所設外商投資企業註冊資本中的出資比例低於 25% 的，除法律和行政法規另有規定外，該企業不享受外商投資企業待遇，其舉借外債按照境內非外商投資企業舉借外債的有關規定辦理。審批機關向其頒發加注「外資比例低於 25%」字樣的外商投資企業批准證書（以下稱批准證書）。登記管理機關、外匯管理機關分別向其頒發加注「外資比例低於 25%」字樣的外商投資企業營業執照和外匯登記證。」

⁷ 「併購規定」第 9 條第 3 項，「境內公司、企業或自然人以其在境外合法設立或控制的公司名義併購與其有關聯關係的境內公司，所設立的外商投資企業不享受外商投資企業待遇，但該境外公司認購境內公司增資，或者該境外公司向併購後所設企業增資，增資額占所設企業註冊資本比例達到 25% 以上的除外。」

⁸ 關於上市公司之稀缺性，詳見第二章第四節。

⁹ 2007 年 3 月 16 日，中國於第十屆全國人民代表大會第五次會議通過「中華人民共和國企業所得稅法」，並於 2008 年 1 月 1 日開始施行，本法將內外資稅率合一，取消自 1991 年 4 月起，依「中華人民共和國外商投資企業與外國企業所得稅法」第 8 條中「二免三減」之優惠措施，外商投資企業於中國享有之利多自此又減少了一項。且於「勞動合同法」通過後，中國之勞力成本亦不若以往低廉。

第二款 併購

併購 (Merger & Acquisition, 簡稱為 M & A) 係指企業間的兼併 (Merger) 與收購 (Acquisition)。「新大不列顛百科全書」(The New Encyclopedia Britannia) 對兼併與收購分別有如下之定義: 兼併係指兩家或更多的獨立企業或公司合併組成一家企業, 通常由一家占優勢的公司吸收一家或更多的公司。一項兼併行為可以通過以下方式完成: 用現金或證券購買其他公司的資產; 購買其他公司的股份或股票; 對其他公司的股東發行新股票, 以換取他們持有的公司股權, 從而取得其他公司的資產和負債。收購係指一家公司在證券市場上用現金、債券或股票購買另一家公司的股票或資產, 以獲得該公司的控制權, 該公司的法人地位並不消失。

跨國併購之概念係由企業國內併購之概念所衍生而來, 為企業國內併購在開放經濟體系中或經濟全球化之過程中之跨國延伸。依照聯合國貿易與發展會議 (UNCTAD) 對跨國併購之定義, 跨國併購係指: 1、外國企業與境內企業合併; 2、收購境內企業的股權達 10% 以上, 使境內企業的資產和經營的控制權轉移到外國企業¹⁰。從外國投資者的角度來看, 作為 FDI 的進入方式, 跨國併購與全新設立企業相比, 提供了二個優勢: 速度和獲得所有權資產。跨國併購常常提供了在新的市場上建立強而有力的地位、獲得市場力量—實際上是市場統治地位、擴大企業規模或分散風險的最迅速手段。跨國併購涉及到兩個或兩個以上國家之企業及其在國際間的經營活動、全球經濟狀況、併購當事國社會結構的差異、東道國的外資政策以及法律體制等諸多因素, 其對經濟的影響與企業國內併購並非完全一致¹¹。

¹⁰ UNCTAD, Cross-border Mergers and Acquisitions and Development 101 (U.N. Publication, 2000).

¹¹ 王羽農著, 跨國併購中的企業與政府, 中國經濟出版社, 2005 年 1 月, 30 頁。

第六節 論文結構

為求研究之完整性，本研究擬從宏觀角度出發，將研究內容分為六章探討外資併購中國境內上市公司法制之全貌，使欲赴中國投資之台商對於中國相關法制能有更深之認識。本研究之架構如下：

第一章為緒論，說明本研究之研究背景，使讀者了解本研究之研究動機與目的，建立本研究之重要性，並就本研究主題之重要名詞定義之。

第二章則介紹中國之資本市場與上市公司。收購行為無可避免均需透過證券市場為之，而外資於中國從事收購行為之所以值得探討研究，即在於中國特有之證券市場制度。第一節先就上市公司所處之中國資本市場發展過程為介紹，再分析資本市場中證券市場之開放與國際化，尤其股權分置改革對於中國證券市場具有莫大之重要性與影響力，因此需檢視股權分置改革對於外資收購之影響。第二節則探討立於此種特有證券市場發展下之上市公司，當有其不同於西方成熟證券市場之上市公司之特色，故分別就歷史角度、法律角度、管理角度以及股權結構分析中國上市公司。第三節則在了解中國資本市場、證券市場與上市公司之背景下，分析外資迄今進入中國從事收購活動之發展。

第三章則檢視外資收購中國上市公司之法律環境。首先應闡述「收購」之基本概念，並探討中國法制下之「收購」有何異同。爾後研究外資進入中國從事收購行為之主要模式，以及中國上市公司股權結構對外資收購模式之影響。第二節將探討外資於中國從事收購上市公司行為時應適用之法律法規，其中包含公司法、證券法、外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法、上市公司收購管理辦法及關於外國投資者併購境內企業之規定等。除探討實體法規內容外，並從宏觀角度就相關法規之體系、架構，以及規範間之銜接為分析。

第四章就外資收購中國上市公司之主要模式-協議收購與要約收購為探討。由於「證券法」、「上市公司收購管理辦法」等上市公司收購重要法規均以協議收

購、要約收購此二種收購模式為中心為相應之規範，本研究乃分別就協議收購、要約收購之操作模式、程序與相關規定探討之。此外，本研究亦將提出此二種收購模式於實際運行中產生之具體問題，同時輔以比較法之分析，嘗試為此些問題尋求解決之道。第三節則探討關乎收購行為成敗之支付方式，並分析選擇支付方式之策略意涵。

無論東道國為已開發或開發中國家，東道國對於收購行為之監管乃舉世皆然。監管涉及之層面廣泛，舉凡相關資訊披露、相關審批之要求等均屬之，然因「反壟斷法」之通過與施行乃為近期中國收購制度上之大事，故第五章擬就此一新施行之法規為重心，探討外資於「反壟斷法」下需面臨之收購監管。由於外資選定目標企業主要以具備產業龍頭地位之上市公司為對象，常常引發壟斷地位之爭議，因此就「反壟斷法」中之經營者集中制度為介紹並分析；同時由於「反壟斷法」特別對於外資引入「國家安全審查」制度，而國家安全議題在外資收購暗中多可見其身影，本文亦當分析之。最後，本文擬以三起具有代表性之外資收購案-凱雷收購徐工案、蘇泊爾收購案、可口可樂收購匯源案，分析相關法規於案例中之適用，並分析外資從事收購行為時面臨之困境，透過案例之探討以使往後之投資者對於中國之收購環境能有更深入之認識。

第六章為結論。宏觀的回顧先前章節之內容，並試圖指出中國目前收購法制度缺失之處，提出外資收購中國上市公司應留意之風險，企盼能為欲進入中國市場之台灣企業提供些許助益。

第二章 收購之客體-上市公司：

立基於具有中國特色之資本市場之分析

企業收購源於十九世紀末資本主義國家，中國以社會主義立國，於建國之初係採以公有制為主之計畫經濟體制，目前則處於由計畫經濟轉向市場經濟體制之交替時期，企業收購活動於此二種不同背景下之運作，必有不同之模式及思維，因此若欲對於在中國從事之收購行為有全盤之掌握，應先從其經濟發展、市場結構等面向有深度之瞭解。此外，收購係透過證券市場所為之併購行為，因此收購方對目標企業所處之資本市場亦當有一定程度之瞭解，藉以瞭解身處中國證券市場之上市公司特色，以完善其收購策略。本文以下擬從中國計畫經濟體制下之資本市場以及證券市場發展現象，分析中國上市公司有何不同於其他國家之特色，以使收購者對於本文所限定之目標公司有更深之瞭解。

第一節 具有中國特色之資本市場

第一項 中國資本市場

第一款 資本市場之概念

一國之總體經濟狀況決定了個體經濟主體之投資行為¹，其中金融市場對一國之總體經濟狀況影響至深，由於現代經濟體系中，儲蓄者與投資者未必係出門，因此需要一流通管道，將儲蓄者所不用的資金導引到投資者所需的，金融體

¹ 梅君著，中國上市公司併購規則，中國人民大學出版社，2005年2月，126頁。

系即擔負著儲蓄與投資的媒介功能。金融體系在經濟發展過程中，就如同血液之於人體，而金融體系就如人體之循環系統，金融體系健全與否就關係著經濟成長是否穩健²。

金融市場為資金融通之市場，金融市場依金融工具之到期期限，可分為貨幣市場（money market）和資本市場（capital market）。貨幣市場主要是以銀行或其他金融機構為主體構成之市場系統，指到期日在一年以內的債權工具發行與交易的市場。資本市場為金融市場之一部分，指到期日超過一年的金融工具發行與交易的市場，資本市場為中長期資金供需之橋樑，其為進行各種直接金融的主要場所。直接金融指資金需求者發行票券、債券、股票等有價證券，自金融市場籌措資金，此些證券是由金融機構以外之經濟單位（如個人與一般企業）買進之融資方式。以金融工具之基本性質分類，資本市場可區分為股票市場及證券市場。股票市場流通之金融工具為公司股票，債券市場流通之金融工具則為各種債券、商業本票、存單及貸款。對於投資者而言，債券市場相對於股票市場之特點為有一定期限、有較確定之收益率且具有全額請求權，股票市場則係享有每年之股息收入³。

跨國收購係在資本市場國際化過程中的資源配置和產業重組活動，其往往需借助國際化之資本市場進行，因而資本市場國際化之程度，將影響跨國收購活動在該國之進行狀況。透過瞭解中國資本市場特色與發展，有助於理解外資收購中國上市公司行為之模式與趨勢。

² 邊裕淵著，中國大陸金融深化之研究，遠景基金會季刊，5卷2期，2004年4月，2頁。

³ 黃志典著，貨幣銀行學概論，前程出版社，2008年5月，34、39-40頁。

第二款 中國資本市場發展歷程

一、第一階段：中國資本市場之誕生（1978-1992）

1978 年 12 月改革開放前，採取社會主義體制之中國不存在資本市場，中國人民銀行是當時中國唯一之金融機構，扮演發行貨幣、分配資金之角色。在計畫經濟體制下，人民處於無資產之狀況，金融機構之存在不具有資本市場之功能，其並非資金供給者與需求者間之媒介，所謂分配資金的角色充其量也只是執行政府的出納角色。1978 年 12 月中國共產黨十一屆三中全會召開後⁴，宣示經濟建設成為國家之基本任務，改革開放成為中國之基本國策，並隨著經濟體制改革之推進，企業對資金之需求日益增進，中國資本市場於是萌生。

1980 年代初期，小型國有企業和集體企業開始進行多種多樣之股份制嘗試，此為最初之股票，此時期之股票一般按面值發行，實行保本保息保分紅、到期償還，具有債券之性質，惟其發行之對象多為內部職工或地區性之一般民眾，且多為自辦發行，無承銷商。1981 年 7 月開始發行國債，隨著證券發行以及投資者數量之增加，證券流通之需求日益強烈，股票和債券之櫃檯交易陸續出現，流通市場初步形成，上海證券交易所、深圳證券交易所亦於 1990 年 12 月後陸續開始營業。

⁴ 中國共產黨第十一屆中央委員會第三次會議於 1978 年 12 月 22 日在北京召開。該次會議指出，「全會高度評價十一屆三中全會特別是十四大確定社會主義市場經濟體制改革目標以來我國經濟體制改革在理論和實踐上取得的重大進展。強調為適應經濟全球化和科技進步加快的國際環境，適應全面建設小康社會的新形勢，必須按照十六大提出的建成完善的社會主義市場經濟體制和更具活力、更加開放的經濟體系的戰略部署，加快推進改革，進一步解放和發展生產力，為經濟發展和社會全面進步注入強大動力。要按照統籌城鄉發展、統籌區域發展、統籌經濟社會發展、統籌人與自然和諧發展、統籌國內發展和對外開放的要求，更大程度地發揮市場在資源配置中的基礎性作用，為全面建設小康社會提供強有力的體制保障。」以上載於中共第十一屆中央委員會第三次全體會議公報。本次會議被認為是中國共產黨歷史上和中華人民共和國建國以來最具有深遠意義的會議，被稱為是「新時代的遵義會議」，從此中國走向建設有中國特色的社會主義的改革開放道路。

隨著發行市場、流通市場⁵之初步形成，證券經營機構之雛形開始出現。1987 年 9 月，中國第一家專業證券公司-深圳區證券公司成立。為使國庫券能於全國之範圍順利轉讓，中國人民銀行在各省建立了 33 家證券公司。1990 年，鄭州糧食批發市場引入期貨交易機制，成為中國期貨市場之開端。

由上述可知，中國資本市場之萌芽係源於中國經濟體制轉軌中企業之內生需求，其發展初期市場係處於一種自我演進、缺乏規範和監管之狀態，股票發行缺乏全國統一之法律法規，亦缺乏統一之監管，且以區域性試點為主。

二、第二階段：全國性資本市場之形成和初步發展（1993-1998）

1992 年 10 月，國務院證券管理委員會⁶和中國證券監督管理委員會⁷（以下分別簡稱「國務院證券委」和「中國證監會」）成立，象徵著中國資本市場開始逐步進入全國統一監管框架，由區域性試點推向全國，全國性之資本市場開始發展。1995 年商業銀行法、保險法之分別制定，即確認中國金融體系銀行業、證券業、保險業分業經營、分業管理的原則。1998 年 4 月，依據國務院機構改革方案，將國務院證券委與中國證監會合併成國務院直屬正部級事業單位，使中國證監會成為全國證券期貨市場的監管部門，建立集中統一的證券期貨市場監管體制。

⁵ 發行市場，又稱為初級市場（Primary Market），指金融工具發行的市場，企業、金融機構與政府在初級市場發行金融工具，取得資金。流通市場，又稱為次級市場（Secondary Market），指金融工具發行後進行交易的市場，為投資人彼此買賣金融工具的市場。活絡的次級市場可以提高金融工具的流動性，投資人因而比較有意願在初級市場承購新發行的金融工具，使企業、金融機構與政府在初級市場的籌資成本降低。參黃志典著，貨幣銀行學概論，前程出版社，2008 年 5 月，40 頁。

⁶ 國務院證券委員會為全國證券市場的主管機構，依照法律、法規的規定對全國證券市場進行統一管理。

⁷ 中國證券監督管理委員會則為國務院證券委員會之監督管理執行機構，依照法律、法規的規定對證券發行與交易的具體活動進行管理和監督。

中國證監會於成立後，陸續發布「股票發行與交易管理暫行條例」、「公開發行股票公司資訊披露實施細則」、「禁止證券欺詐行為暫行辦法」、「關於嚴禁操縱證券市場行為的通知」⁸等一系列證券期貨市場法規和規章，資本市場之法規範體系初步形成。

隨著市場發展，上市公司數量、總市值和流通市值、股票發行籌資額、投資者開戶數、交易量等均快速發展，證券交易所之交易品種亦逐步增加，由單純之股票陸續增加了國債、權證、企業債、可轉債、封閉式基金等。同時亦進一步對外開放，推出人民幣特種股票（「B股」）⁹。

三、第三階段：資本市場之進一步規範和發展（1999-2007）

沒有規矩難以成方圓。中國資本市場之開放係伴隨著改革開放政策而來，在計畫經濟體制背景之下所引入最富有資本主義色彩之大陸資本市場，其本身即帶有許多弔詭與不規範之特色，其中最饒富趣味之處在於，儘管資本市場於改革開放後已漸具雛形並逐步發展，規範資本市場最重要之法規範——「證券法」，卻遲遲未頒布，而是於歷經多年摸索後頒布，並於1999年始實施「證券法」。「證券法」頒布與實施之意義在於中國第一部規範證券發行和交易行為之法律之誕生，並藉此確認了資本市場之法律地位。

中國資本市場係向市場經濟轉軌過程中由試點開始而逐步發展之新興市場，再加以資本市場發展初期缺乏法規範之現象，於資本市場隨時間推移逐漸壯大成熟後，逐漸出現如上市公司改制不徹底、治理結構不完善、市場

⁸ 「股票發行與交易暫行條例」之規範範圍及於股票之發行、股票之交易，並形成上市公司收購之初步基本規範架構以及上市公司資訊披露之要求。「公開發行股票公司資訊披露實施細則」並進一步對於上市公司資訊披露有更詳盡之規範。「禁止證券欺詐行為暫行辦法」禁止證券發行、交易及相關活動中之內幕交易、操縱市場、欺詐客戶、虛假陳述等證券欺詐行為，以及違反者之行政、刑事責任。「關於嚴禁操縱證券市場行為的通知」則對於證券欺詐中之操縱市場行為模式有更明確之界定。

⁹ 關於人民幣特種股股票（B股）之介紹詳後述。

產品結構不合理等影響市場進一步發展之障礙。為積極推進資本市場改革開放和穩定發展，國務院於 2004 年 1 月發布了「關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見」，此後中國資本市場即進行了一系列之改革，主要包括股權分置改革、提升上市公司品質、推動市場化併購重組、改革發行制度、將審批制改為核准制等等。

除上述改革外，中國為實現其於 2001 年 12 月加入世界貿易組織(WTO)所為之五年過渡期之承諾，於 2006 年年底前已陸續完成如下對外開放證券市場之改革承諾：合格境外機構投資者（QFII，Qualified Foreign Institutional Investors）¹⁰與合格境內機構投資者（QDII，Qualified Domestic Institutional Investors）機制相繼建立、外商投資股份公司於中國境內發行上市、允許外資對上市公司之戰略投資等。截至 2007 年底，上海、深圳兩個市場共有上市公司 1,550 家，總市值達 32.7 萬億，相當於國民生產總值的 140%，位列全球資本市場第三，新興市場第一。該年首次公開發行股票融資 4,595.79 億元，位列全球第一，日均交易量 1,903 億，成為全球最為活躍的市場之一¹¹。

第三款 資本市場國際化與跨國收購之關係

資本市場之國際化可分為兩種角度觀察之。從世界資本一體化之角度觀之，資本市場國際化係指資本之跨國界流動，藉以實現資本從收益率低之國家或地區流向收益率高之國家或地區，以實現資本收益之差價，將不同國家或地區之資本納入到世界經濟一體化之經濟聯繫機制；從單一國家之角度觀察，資本市場國際

¹⁰ 關於 QFII 制度之介紹詳見第三章。

¹¹ 中國資本市場發展報告，中國證券報，2008 年 1 月 25 日，T02 版。

化係指資本市場之對外開放，即一國逐漸將中長期之國際資本引入國內之過程¹²。資本市場國際化就個體而言，將使發行人、金融仲介機構及投資人獲得更具效益之金融投資，促成金融創新將使市場更具效率；就總體而言，由於資本市場國際化致金融創新所創造之金融商品，對整體金融市場之效益提升有顯著之效果，然其所導致之規範與金融政策問題，甚至所衍生之金融市場混亂之爭議，目前已成為各國金融管理機構之重大問題。

跨國收購涉及資本之國際流動，因此高效率之資本市場，包含國內資本市場以及國際資本市場，將使跨國收購活動者能實現其最大之投資利益，跨國收購與一國之資本市場國際化程度亦成正相關，國際化程度越高之資本市場，其所吸引之跨國資本較多，跨國收購之規模也相對較大。此外，就東道國而言，外資於該國進行之收購活動可使東道國之資本市場更快速的融入國際經濟體系中，且促使東道國與國際資本市場之規範接軌，對東道國之經濟改善亦會產生積極之影響。

惟應加以區別的是，資本市場之國際化與資本項目之自由化¹³未必處於正相

¹² 姚戰琪著，跨國併購與國際資本流動，經濟管理出版社，2005年11月，134-135頁。

¹³ 陳岩、高翔著，中國證券市場有效開放論，經濟管理出版社，2002年9月，97頁。資本項目自由化係指實現國際收支平衡表中資本及金融帳戶下的貨幣自由兌換，也就是要消除對國際收支平衡表中資本及金融帳戶下各項目的外匯管制，如數量限制、兌換限制、區域限制、補貼及課稅等，實現資本項目在國際間的自由流動。資本項目自由化具有以下特點：一是居民既可以通過經常專案的交易獲得外匯，也可以自由地通過資本專案的交易獲得外匯；二是所獲外匯既可以在外匯市場上出售給銀行也可以在國內或國外持有；三是經常專案和資本專案交易所需要的外匯可自由在外匯市場上購得；四是國內外居民可自由地將本幣在國內外持有來滿足資產需求。

之所以於此討論「資本項目自由化」，乃因中國迄今尚未完全開放其資本項目，目前中國之資本項目管理現況可歸納為下表：

資本內容	管理現狀
直接投資	
1、外國及港澳臺在大陸的直接投資	1、資本金及協定借入投資額經外匯局審批後予以結匯。外方利潤可兌換匯出。
2、大陸在境外的直接投資	2、由外匯管理機關審查其投資風險及外匯來源，投資收益必須調回國內。

關之關係。蓋資本市場之國際化不必在資本項目完全自由化之後才能進行，通過資本市場進行之跨國收購也無需等到東道國貨幣之自由兌換、資本項目完全自由化後才能進行¹⁴。雖然外資收購涉及外匯兌換機制以及匯率制度等，與國際資本之流動性相關，惟國家可通過適度之制度安排，以避免短期資本流動對經濟之衝擊，同時達成吸引外國資本之目的。蓋外資通過資本市場收購東道國企業，除可通過證券市場對東道國企業直接收購外，尚可通過產權市場、股本轉增等間接方式收購東道國之企業，此時外資即可於東道國資本項目自由化前從事其收購活動¹⁵。故，即便中國目前之資本項目尚未完全自由化，並不影響外資於其境內從事之跨國收購活動。

間接投資 1、境外發行股票 2、境外發行債券	1、發行所得外匯均要調回境內，結匯要憑相關資料到外匯局申請。 2、發行必須列入國家利用外資計畫，所得外匯必須調回境內，償還債務憑《外債登記證》或《外匯貸款登記證》申請，經批准方可匯兌。
其他資本項目 1、外國政府貸款 2、國際金融組織貸款 3、國外銀行及其它金融機構中長期貸款 4、國外銀行及其它金融機構短期貸款 5、償還外債本金 6、存放國外存款 7、對國外貸款和投資	1、向外經貿部申請並由其審批，由其授權金融機構辦理轉貸管理事務。外匯管理部門批准方可結匯。 2、國務院審批，相應國際金融機構評估，國務院正式批准，外匯管理部門批准方可結匯。 3、只有經過批准的金融機構和一些大企業有直接向外籌資的權力，中長期（一年以上）國際商業貸款必須列入國家利用外資計畫，由國家下達外債指標。 4、短期國際商業貸款（一年以下）實行餘額管理，由國家外匯管理局每年下達短期外債餘額控制指標，限額負債。 5、憑外債登記，經國家外匯管理局審批後方可匯兌。 6、個人家庭不得在境外開立私人帳戶，境內機構在境外開立外匯帳戶要經外匯管理部門審批。 7、經外匯管理局批准。

資料來源：《中華人民共和國外匯管理條例》、《結匯、售匯及付匯管理暫行規定》

http://bylw.zfanwen.com/jingjiguanlibiyelunwen/20070503/615_1.htm (last visited on 08/02/15)

¹⁴ 姚戰琪著，跨國併購與國際資本流動，經濟管理出版社，2005年11月，139頁。

¹⁵ 姚戰琪著，跨國併購與國際資本流動，經濟管理出版社，2005年11月，138-140頁。

第四款 中國資本市場國際化之進程

中國資本市場之國際化採漸進式之路程，於改革開放前，中國不存在資本市場，改革開放後至 1990 年代前，中國亦只存在以政府信用為基礎之資金市場，其對國際資本的需求主要以政府信用為基礎的國際債務為來源。為吸引外資，並使外資有據以設立及行事之準據法，「中外合資企業法」(1979 年)、「中外合作經營企業法」(1988 年)、「外資企業法」(1986 年公布，2001 年修正)陸續頒布。1990 年後，隨著改革開放之逐步落實，中國一躍而成發展中國家中吸引最多外商直接投資之國家，為因應外資之競相投入，相關之法律、法規亦相繼公布，如，「中華人民共和國公司法」(1993 年公布，1999 年第一次修正，2004 年第二次修正，2005 年第三次修正)、「外商投資產業指導目錄」(1995 年公布，1997 年第一次修正，2002 年第二次修正，2004 年第三次修正，2007 年第四次修正)等。

中國資本市場最早對外資之開放為 B 股市場之誕生。1991 年年底，上海真空電子器件股份公司成功發行了第一張 B 股股票¹⁶。B 股乃專門針對國外居民投資中國股票市場的相對封閉運行之市場。1993 年國務院所發布之「股票發行與交易管理暫行條例」第 6 條中規定，「人民幣特種股票發行與交易的具體辦法另行制定」，此為 B 股股票發行的法源基礎。1995 年 12 月 25 日國務院所發布「關於股份有限公司境內上市外資股的規定」第 4 條規定，B 股投資人限於：1、外國自然人、法人；2、香港、澳門、台灣的自然、法人和其他組織；3、定居在國外的中國公民；4、國務院證券委員會規定的境內上市外資股其他投資人。亦即 B 股市場的投資者主要來自大陸境外投資者。

然而，長期以來，大陸證券管理階層將 B 股市場定位於「開闢市場引進外

¹⁶ 符啓林主編，謝永江副主編，證券法理論·實務·案例，法律出版社，2007 年 6 月，32-33 頁。

資的管道」，加上得上市 B 股的企業被侷限於國有企業¹⁷，在結構上形成了上市公司類型的先天不足，其出發點乃在於人民幣市場不能自由兌換的條件下，以吸引境外資金的特定市場安排。現行大陸 B 股發行方式主要以私募為主，但由於私募的市場範圍有限，一般集中在少數投資者手中。就 B 股市場之發展現狀而言，隨著 1997 年 6 月 20 日，中國證監會發布「關於進一步加強在境外發行股票和上市管理通知」後，明確了大陸在境外發行股票的政策（亦即在香港發行 H 股、紅籌股），這使得通過 B 股市場引進外資，充當對外的窗口的意義已經大為減小。直到 1999 年 5 月 19 日，中國證監會發布「關於企業發行 B 股有關問題的通知」規定「申請 B 股的企業可以是國有企業、集體企業及其他所有制形式的企業，原則上為已經設立並規範運作的國有企業。」致使 B 股發行不再受到企業所有制形式的限制後，促使 B 股得能有一個後續發展的空間¹⁸。

除 B 股市場之開放外，中國對於外國投資者亦設計有外資法人股之制度，外資可透過外資股之轉讓、增發外資股和 B 股等方式，對中國之上市公司取得直接控制或間接控制，逐步使中國之資本市場國際化。截至 2006 年年底，共有 71 家上市公司擁有外資法人股（詳下表 2-1）。其中以直接發起上市為外資進入中國證券市場之最主要途徑，共有 66 家；通過併購進入者僅有 5 家，其採取之方式主要為股權協議轉讓、定向增發¹⁹B 股或合資等三種方式。外資主要選擇以

¹⁷ 「關於股份有限公司境內上市外資股的規定」第 8 條規定，「以募集方式設立公司，申請發行境內上市外資股的，應當符合下列條件：（一）所籌資金用途符合國家產業政策；（二）符合國家有關固定資產投資立項的規定；（三）符合國家有關利用外資的規定；（四）發起人認購的股本總額不少於公司擬發行股本總額的 35%；（五）發起人出資總額不少於 1.5 億元人民幣；（六）擬向社會發行的股份達公司股份總數的 25% 以上；擬發行的股本總額超過 4 億元人民幣的，其擬向社會發行股份的比例達 15% 以上；（七）改組設立公司的原有企業或者作為公司主要發起人的國有企業，在最近 3 年內沒有重大違法行為；（八）改組設立公司的原有企業或者作為公司主要發起人的國有企業，最近 3 年連續盈利；（九）國務院證券委員會規定的其他條件。」

¹⁸ 王文杰著，大陸 B 股股票發展的冷思考，實用稅務，315 期，2001 年 3 月，77-78 頁。

¹⁹ 「定向增發」，其概念類同於台灣證券交易法第 7 條第 2 項所規定之私募，「本法所稱私募，謂已依本法發行股票之公司依第四十三條之六第一項及第二項規定，對特定人招募有價證券之行為。」我國有價證券之私募係指發行公司不向一般社會大眾公開發行有價證券，而僅對少數特定投資人，以直接洽商之方式銷售發行證券以募集資金。參張恩成著，我國證券私募法制之研究-比較美國立法，國立高雄大學法律學系研究所碩士論文，2007 年 1 月，6-7 頁。

直接發起上市而非併購進入中國證券市場之因，乃基於當時相關併購法制尚未公布或剛公布（如：上市公司收購管理辦法、外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法等），外資進入中國證券市場之途徑仍受限之故。

【表 2-1】2006 年底前外資進入中國證券市場之方式

上市方式		家數	比重（%）	案例
直接發起上市		66	92.96	大江 B、福建豪盛
併購上市	股權協議轉讓	2	2.82	PT 北旅、賽格三星
	定向增發 B 股	2	2.82	江鈴汽車、華新水泥
	合資方式	1	1.41	輪胎橡膠
合計		71	100	

資料來源：本研究整理

2002 年 11 月，為順應證券市場對外開放，中國引進了合格境外機構投資者（QFII）制度，發布「合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法」，使經中國證監會批准投資之中國境外基金管理機構、保險公司、證券公司、商業銀行以及其他資產管理機構得於中國證券市場投資，此為 A 股市場國際化之開端，乃中國資本市場國際化之另一里程碑。2003 年 1 月 14 日，九家託管銀行正式出爐：中國工商銀行、中國銀行、中國農業銀行、交通銀行、中國建設銀行、招商銀行以及渣打銀行、匯豐銀行和花旗銀行三家外資銀行的上海分行，可以從事 QFII 境內證券投資託管業務，並依據中國國家外匯管理局之統計，截至 2007 年 12 月底，國家外匯管理局已批准 49 家 QFII，投資額度總計有 99.95 億美元（詳細名單詳見下表 2-2）。

QFII 制度之引進使欲收購中國境內上市公司之外資得透過 QFII 之操作以從事其收購行為，惟 QFII 制度本身僅為單純之投資行為，其主觀上並無收購之意願。2006 年「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」之公布，係繼 QFII 引進後外資進入 A 股市場新管道之再開放²⁰，對中國 A 股市場帶來全面之影響，使中國資本市場之國際化更加深化。外資持續進入 A 股市場將促使中國資本市場規則之國際化，避免 A 股市場邊緣化，有利於中國資本市場之長期發展²¹。

【表 2-2】已批准投資額度之合格境外機構投資者名單

序號	合格境外機構投資者（QFII）名稱	託管行名稱	投資額度 （億美元）
1	瑞士銀行（UBS GB）	花旗銀行上海分行	8
2	野村證券株式會社 （Nomura Securities Co., Ltd）	花旗銀行上海分行	3.5
3	花旗環球金融有限公司 （Citigroup Global Markets Limited）	渣打銀行上海分行	5.5
4	摩根士丹利國際有限公司 （Morgan Stanley & International Limited）	滙豐銀行上海分行	4
5	高盛公司（Goldman Sachs & Co.）	滙豐銀行上海分行	3
6	香港上海滙豐銀行有限公司 （The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited）	中國建設銀行	4
7	德意志銀行（Deutsche Bank AG）	花旗銀行上海分行	4
8	荷蘭商業銀行（ING Bank N.V.）	渣打銀行上海分行	3.5
9	摩根大通銀行（JPMorgan Chase Bank）	滙豐銀行上海分行	1.5
10	瑞士信貸（香港）有限公司 （Credit Suisse (Hong Kong) Limited）	中國工商銀行	5
11	日興資產管理公司 （Nikko Asset Management Co., Ltd）	交通銀行	4.5
12	渣打銀行香港分行 （Standard Chartered Bank Hong Kong）	中國銀行	0.75
13	恒生銀行有限公司 （Hang Seng Bank Limited）	中國建設銀行	1

²⁰ QFII 除可投資 A 股外，亦包括國庫券、可轉換債券及上市公司債券。

²¹ 外資併購：資本市場的長期利好，上海證券報，2006 年 7 月 4 日，A17 版。

14	大和證券 SMBC 株式會社 (Daiwa Securities SMBC Co.,Ltd)	中國工商銀行	0.5
15	美林國際 (Merrill Lynch International)	滙豐銀行上海分行	3
16	雷曼兄弟 (歐洲) 公司 (Lehman Brothers International (Europe))	中國農業銀行	2
17	比爾蓋茨－美林達基金 (Bill&Melinda Gates Foundation)	滙豐銀行上海分行	1
18	荷蘭銀行 (ABN AMRO Bank N.V.)	滙豐銀行上海分行	1.75
19	法國興業銀行 (Societe Generale)	滙豐銀行上海分行	0.5
20	巴克萊銀行 (Barclays Bank PLC)	渣打銀行上海分行	0.75
21	法國巴黎銀行 (BNP Parisbas)	中國農業銀行	2
22	德國德累斯登銀行 (Dresdner Bank Aktiengesellschaft)	中國工商銀行	0.75
23	富通銀行 (Fortis Bank)	中國銀行	5
24	加拿大鮑爾集團 (Power Corporation of Canada)	中國建設銀行	0.5
25	東方匯理銀行 (CALYON S.A.)	滙豐銀行上海分行	0.75
26	景順資產管理公司 (INVESCO Asset Management Limited)	中國銀行	2.5
27	新加坡政府投資有限公司 (Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd)	渣打銀行上海分行	1
28	高盛資產管理公司 (Goldman Sachs Asset Management International)	滙豐銀行上海分行	2
29	馬丁可利資產管理公司 (Martin Currie Investment Management Limited)	花旗銀行上海分行	1.2
30	淡馬錫富敦投資有限公司 (Temasek Fullerton Alpha Pte Ltd)	滙豐銀行上海分行	1
31	美國國際集團投資公司 (AIG Global Investment Corp.)	中國銀行	0.5
32	第一生命保險相互會社 (The Dai-Ichi Mutual Life Insurance Company)	中國銀行	1
33	星展銀行有限公司 (DBS Bank Ltd)	中國農業銀行	1
34	JF 資產管理有限公司 (JF Asset Management Limited)	中國建設銀行	1.5

35	比聯金融產品英國有限公司 (KBC Financial Products UK Limited)	花旗銀行上海分行	1
36	加拿大豐業銀行 (The Bank of Nova Scotia)	中國銀行	1.5
37	法國愛德蒙得洛希爾銀行 (La Compagnie Financiere Edmond de Rothschild Banque)	中國銀行	1
38	耶魯大學 (Yale University)	滙豐銀行上海分行	0.5
39	安保資本投資有限公司 (AMP Capital Investors Limited)	中國建設銀行	2
40	摩根士丹利投資管理公司 (Morgan Stanley Investment Management Inc.)	滙豐銀行上海分行	2
41	英國保誠資產管理(香港)有限公司(Prudential Asset Management (Hong Kong) Limited)	中國農業銀行	2
42	斯坦福大學 (Stanford University)	滙豐銀行上海分行	0.5
43	大華銀行有限公司 (United Overseas Bank Limited)	中國工商銀行	0.5
44	施羅德投資管理有限公司 (Schroder Investment Management Limited)	交通銀行	2
45	通用電氣資產管理公司 (GE Asset Management Incorporated)	滙豐銀行上海分行	2
46	瑞銀環球資產管理(新加坡)有限公司(UBS Global Asset Management (Singapore) Ltd.)	花旗銀行上海分行	2
47	新光證券株式會社 (Shinko Securities Co., Ltd)	中國建設銀行	0.5
48	三井住友資產管理株式會社 (Sumitomo Mitsui Asset Management Co.,)	花旗銀行上海分行	2
49	匯豐投資管理(香港)股份有限公司 HSBC Investment (HK) Ltd.	交通銀行	2

資料來源：國家外匯管理局統計數據

http://www.safe.gov.cn/model_safe/glxx/glxx_detail.jsp?ID=120700000000000000

第二項 中國證券市場

外資收購中國上市公司，無可避免均需透過中國證券市場為之。正如同其他轉軌之國家，中國證券市場發展亦深受其計畫經濟體制之影響，故若僅對中國之證券市場與證券法規做一技術性法規之理解，將失卻對中國證券市場深層次之掌握。由於認知此點，本文擬將中國證券市場法制運作之解讀，結合對中國證券市場體制結構背景之一併理解，以作為探討外資收購中國上市公司之背景知識。

第一款 證券市場之概念

證券市場為進行證券募集、發行和交易之場所，其旨在提供投資權益融通之場所，證券發行人透過證券市場募集資金，證券投資者則透過證券市場進行投資或變現投資。依照證券種類，可將證券市場分為股票市場、債券市場、基金市場以及衍生證券市場等。證券之發行和上市條件隨其種類之不同而有差異，不同證券市場的投資風險亦有區別。股票市場為最原始、最基本之證券市場，中國目前之流通股市場可分為 A 股市場和 B 股市場。外資收購中國之上市公司，主要即係透過證券市場中之股票市場操作之。

第二款 中國證券市場之形成與發展

中國證券市場為經濟體制改革和計畫商品經濟發展之產物。在經濟體制改革剛起步時，中國為了彌補財政赤字，對於僅向銀行借貸之傳統取得資金方式有所突破，乃於 1981 年發行國庫券，並於 1985 年公布「國庫券條例」³³。此外，為因應經濟體制改革之需要，國家經濟體制改革委員會和中國人民銀行總行於 1985 年 12 月在廣州召開了 5 城市金融體制改革試點會議，於會議中達成開放證券市場之共識³⁴。1986 年後，中國國務院並陸續公布了一系列有關證券管理、證券發行與交

³³ Chenxia Shi, *Competition in China's Securities Market: Reform of Current Regulatory System*, 3 Loy. U. Chi. Int'l L. Rev. 213, at 218.

³⁴ 中國人民銀行根據廣州市人民政府批准的「廣州市企業股票、債券管理試行辦法」，加強了對社

易的法規和政策，更加促進證券發行與交易市場的發展³⁵。

隨著金融管制政策之逐步開放，中國之證券交易市場逐漸形成並活絡。如 1988 年 4 月 1 日，經國務院同意後，中國人民銀行總行與中國財政部在上海等 7 城市進行了國庫券轉讓之試行，提高了國庫券之交易額及市場價格。此後，在國務院之支持下，各種債券逐漸進入市場流通，大型之國有企業開始發行債券，亦有透過發行股票取得融資者。

1990 年 11 月 26 日，經中國人民銀行批准以及國務院之同意，中國第一家證券交易所-上海證券交易所正式成立，並於同年 12 月 19 日正式營業。全國證券自動報價系統亦於 1990 年 12 月 5 日在北京啟動，此系統可聯結分佈在全國各地之證券經營機構。1991 年 7 月，中國第二家證券交易所-深圳證券交易所正式營業。公司股票於此時開始在證券交易所掛牌上市。1992 年，中國證券交易系統有限公司³⁶及其全國電子交易系統（National Electronic Trading System，NET）、全國證券交易自動報價系統（Securities Trading Automatic Quotations System，STAQ）成立，

會集資的管理，把企業集資引向規範化，並要求逐步做到發行、管理法制化，集資、融資社會化，信譽評估制度化。全年共批准了 44 家企業集資 6478 萬元，實收 5449 萬元，其中除珠江水泥廠公開向社會發行債券 3000 萬元外，其餘均為企業內部集資。下半年，廣州市人民政府把股份制企業擴大到 30 多家，其中已批准 5 家企業進行試點。要求試點企業公開向社會招股，並考慮從中選擇一些有條件的企業股票上市交易，為開放證券交易市場創造了條件。

³⁵ 如 1987 年發布之「關於加強股票、債券管理的通知」、「企業債券管理條例」，正式對股票發行和流通作了較為詳盡之規定。

³⁶ 依據中國證券交易系統有限公司章程，中國證券交易系統有限公司係利用電子電腦網路系統為證券市場提供證券報價、交易、清算、交割、託管等服務的非銀行金融機構。中國證券交易系統有限公司辦理之業務如下：（一）審批證券在本公司的上市；（二）提供證券集中交易的網路系統和設施，並管理證券在本公司的交易；（三）為證券交易提供報價、清算、交割服務；（四）提供有價證券託管服務；（五）提供證券市場的投資諮詢和資訊服務；（六）中國人民銀行和其他部門許可或委託的其他業務。中國證券交易系統有限公司之職責為：（一）負責制定系統的業務管理規則，技術操作標準和規範以及其他有關管理制度；（二）依據國家有關法律、法規及系統的管理規則對利用系統設施從事的證券報價、交易、清算、交割等業務活動進行監督管理；（三）負責對申請加入系統的證券商進行審批，並對進入系統的證券商進行統一管理；（四）負責系統的開發、操作和管理並對系統各類人員進行統一培訓；（五）中國人民銀行及其它部門委託的其他職責。此外，依據「證券法」和「公司法」之規定，經國務院同意，中國證監會批准，「中國證券登記結算有限公司」於 2001 年 9 月 30 日成立，使證券登記結算體制由「中國證券登記結算有限公司」統一管理，「中國證券登記結算有限公司」之職能如下：（一）證券帳戶、結算帳戶之設立和管理；（二）證券之存管和過戶；（三）證券持有人名冊登記及權益登記；（四）證券和資金之清算交收及相關管理；（五）受發行人之委託派發權證權益；（六）依法提供與證券登記結算業務有關之查詢、信息、諮詢和培訓服務；（七）中國證監會批准之其他業務。

並於 1993 年初運行。

中國證券市場於快速發展之際，「證券法」卻遲未制訂³⁷，儘管有「公司法」以及相關之行政法規和規範，惟因市場之快速發展，此些法規仍無法有效規範證券市場之運行，使中國證券市場上投機風氣瀰漫，違法違規事件頻傳，最為著名者即為 1995 年 2 月 23 日爆發的「327 遠期國債事件」。

「327 國債」係 1992 年發行，1995 年 6 月到期的 3 年國家債券。上海證券交易所於 1993 年 10 月 25 日向社會開放 327 國債之交易。而後受到中國調整儲蓄存款利率以及保值補貼政策之影響，國家債券市場看漲，又於 1994 年 11 月前後，市場上傳出財政部擬給予 327 國債貼息之消息，造成市場成交量大增，此消息後於 1995 年 2 月 22 日得到確認，次日開盤後，327 國債價格即大幅飆漲。在此情況下，處於空頭部位之上海萬國證券公司和遼寧國發（集團）股份有限公司為減少虧損，即於未繳交保證金之情況下³⁸，於該日收盤前 8 分鐘賣出 1,056 萬張賣單，將 327 國債之價格從人民幣 150.30 元打壓至人民幣 147.50 元。上海證交所於是宣佈當日最後 8 分鐘之交易無效，並於 2 月 27 日開始休市。中國證監會於處罰通知稱「上海證券交易所對市場過度投機帶來的風險估計不足，交易規則不完善，風險控制滯後，監督管理不嚴，致使在短短幾個月內屢次發生尤嚴重違規交易引起的國債期貨風波，在國內外造成很壞的影響。」經歷「327 遠期國債事件」後，中國證監會和上海證券交易所公布了加強期貨市場監管之具體措施，制訂漲跌停板幅度，對大戶業務報告制度更加嚴格³⁹。

經歷「327 遠期國債事件」後，中國證監會等對於證券市場之管理更為加強，惟中國證券市場發展中不規範之現象，並未因此停止。1996 年底，中國證券市場

³⁷ 如本章前項所述，於計畫經濟體制下引進最富資本主義色彩之證券市場，其本身即帶有許多弔詭與不規範之處，其中最為明顯即為「證券法」立法過程之曲折。自 1992 年 8 月大陸成立證券法立法小組以來，便著手於證券法的立法起草工作。歷時六載，縱跨了第七、八、九共三屆全國人大，數易其稿，四次被提請審議，直到 1998 年 12 月，第九屆全國人大常委會第六次會議才審議通過「證券法」，並於 1999 年 7 月 1 日開始正式實施，可說是中國經濟法律中審議最漫長之法律之一。參王文杰著，大陸證券市場的現況與發展，實用稅務，317 期，2001 年 5 月，15 頁。

³⁸ 於正常之情況下，此筆交易應繳交人民幣 50 億元之保證金。

³⁹ 葉林著，證券法，中國人民大學出版社，2006 年 6 月第 2 版，53 頁。

達到狂熱階段，深、滬兩市交易所成交高達 400 億鉅量，幾乎全部股票全線飆紅。在失卻理性情況下，1996 年 12 月 16 日，中國「人民日報」發表「正確認識當前股票市場」社論，指出當前股票暴漲之因在於：機構大戶操縱市場、銀行資金違規入市、證券機構違規透支、新聞媒介推波助瀾、誤導誤信股民跟風。當日上海證券交易所之股票，除 4 隻例行停牌外，其餘 227 隻股票全部跌停。由於中國人民日報以特約評論員所發表之社論即代表中央之精神，有其不可輕忽之地位。此種以官方報紙之社論來抑制過度投機之股市之方式，即說明證券市場發展尚未成熟時，過度以行政調控之手段。此後，中國證券市場漸漸採用經濟手段進行調控⁴⁰。

由上述可觀察得知，股市在中國並非一自然生產之產物，而係政府為了推進改革空降而成，中國之證券市場自始至終都是在政府之保駕護航下成長，因此歷經二十餘年發展之中國證券市場，其市場規模雖為世界前列，但其發展仍處於不成熟之階段。於探討中國證券法制時，亦因認知此中國證券市場發展之特色，以認識相關法規之全貌。

第三款 具有中國特色證券市場下發展之中國證券法制

上海證交所與深圳證交所雖已於 1990 年年底陸續開幕運作，惟相關證券法制之建置卻遠遠落後於具體之證券市場運作⁴¹。直到 1993 年公布「股票發行與交易暫行管理條例」（下稱「股票條例」），方使中國證券市場之規範進入一全面法制化之階段。「股票條例」之主要內容為股票之發行、股票之交易、上市公司收購以及上市公司之資訊披露等內容。

惟「股票條例」僅屬於「行政法規」之位階⁴²，中國證券主管部門為因應證券市場之成長，僅陸續制定相關行政法規、規章加以監管，相關行政法規、規章間多有矛盾，因此制定一部完整性、且立於法律位階之證券法有其迫切之必要。直

⁴⁰ 王文杰著，大陸證券市場的現況與發展，實用稅務，317 期，2001 年 5 月，11 頁。

⁴¹ Chenxia Shi, *Competition in China's Securities Market: Reform of Current Regulatory System*, 3 Loy. U. Chi. Int'l L. Rev. 213, at 218.

⁴² 依「立法法」之規定，中國之法律體系位階依其立法機關之不同，分為憲法、法律、行政法規、規章、地方性法規等，詳參第三章。

到 1998 年年底，證券法才正式公布，並於 2005 年 10 月進行一次貼近於實質性立法之修正。「公司法」與「證券法」陸續公布後，「股票條例」之內容與現行法律相衝突之條款者失效，「股票條例」之內容與現行法規規定相合者，亦因多直接引用「公司法」或「證券法」之規定，使「股票條例」已甚少使用，惟「股票條例」對於中國早期證券市場之法制規範以及日後相關證券法規之制訂仍有相當之重要性。

中國證券市場係在改革開放中應運而生，經歷十餘年之探索與發展，證券市場才逐步邁入一個「依法管理」證券市場之里程碑，此點亦充分反映計畫經濟體制下「踩著石頭過河」之特色。中國證券市場法秩序之建立係一歷經長時間循序漸進之歷史過程，在探索中逐步建立法規體系之中國證券市場，係由一般行政法規的建立，最終上升為法律位階之出現，此一階段之演進即反映中國在市場經濟中的發展軌跡-法律的建構皆在探索與試行後出現⁴³。1998 年「證券法」仍帶有明顯的行政集權之味道，乃因中國當時尚未跳脫計畫經濟體制下經濟管理模式之思考，加以 1997 年亞洲金融風暴之發生，整部證券法體現出整頓金融秩序、防範金融風險之思維，強制性規範較多，並強調證券監管審批以及監管職權，開放性明顯不足⁴⁴。為配合「行政許可法」之實施，「證券法」於 2004 年進行了微幅之修改，而後又於 2005 年第十屆全國人大常委會第十八次會議進行了第二次大幅度之修改，以完善對上市公司之監管制度、保護中小投資者之權益、健全證券發行、證券交易和證券登記結算制度。

由此可見，中國證券市場法制之發展並非一開始即處於一制度完善之場景，往往處於變動且尚未穩定之環境，主管部門並非僅扮演一監督和貫徹遊戲規則進

⁴³ 王文杰著，大陸證券法之評析-立於法律位階的大陸新證券法探討，臺北大學法學論叢，47 期，2000 年 12 月，471-472 頁。

⁴⁴ 葉林著，證券法，中國人民大學出版社，2006 年 6 月第 2 版，65-66 頁。如第 2 條規定，「在中國境內，股票、公司債券和國務院依法認定的其他證券的發行和交易，適用本法。本法未規定的，適用公司法和其他法律、行政法規的規定。政府債券的發行和交易，由法律、行政法規另行規定。」並未開放對衍生性金融商品之交易，直至 2005 年「證券法」修正時，始新增第 2 條第 3 項之規定，「證券衍生品種發行、交易的管理辦法，由國務院依照本法的原則規定。」又如第 10 條規定，「公開發行證券，必須符合法律、行政法規規定的條件，並依法報經國務院證券監督管理機構或者國務院授權的部門核准或者審批；未經依法核准或者審批，任何單位和個人不得向社會公開發行證券。」當時之證券發行係採審批制。

行之角色，往往是在遊戲中制訂規則。此種現象不單單由於中國為一新興之證券市場，體制結構之制約方為更深層之因素⁴⁵。

第三項 中國證券市場之特有現象：股權分置

第一款 股權分置-流通股和非流通股的割裂

中國上市公司在股份結構上，從創立之初便處於分裂的局面，即流通股和非流通股之區別。股權分置係指 A 股市場之上市公司股份依能否在證券交易所上市交易，區分為非流通股和流通股。中國之企業股份制試點始於 1980 年代中期，由於當時對股份制之所有權屬性仍有爭議，進行股份制改造之企業多選擇在當地經濟中不重要之企業，如鄉鎮企業或城鎮集體所有制企業，因而國家未對此些企業要求保持控股地位，股權流通性並未造成問題。而後，上海證券交易所、深圳證券交易所相繼成立，中國證券市場迅速成長以及國有企業改革進行之融資需求，因而產生國有企業於進行股份制改造時，為保有國有控股之地位，使國有股和法人股不能在證券交易所直接流通，從根本杜絕了國有企業被個人或其他非公有經濟成分企業收購之可能，此種股權制度安排，造成了股權分置之特殊現象⁴⁶。綜上所述，可歸結股權分置之產生主要根源於早期對股份制以及資本市場功能與定位之認識不足，這是中國經濟體制轉軌過程中形成的特殊問題，為中國證券市場的特有現象⁴⁷。

⁴⁵ 王文杰著，中國上市公司收購制度：立於體制結構上的檢視，萬國法律，146 期，13 頁。中國經濟體制改革並未事先設計好所謂的「一攬子改革方案」，而係採「問題導向」模式，針對改革運行中出現之問題因應之，因而並無完整的法制建設藍圖，又由於中國法律制度並非一體系連貫之模式，法制與經濟體制間之矛盾時常出現。

⁴⁶ 蘇武康著，中國上市公司股權結構與公司績效，經濟科學出版社，2003 年 11 月，207-208 頁。

⁴⁷ Wallace Wen-Yeu Wang & Jian-Lin Chen, *Bargaining for Compensation in the Shadow of Regulatory Giving: the Case of Stock Trading Rights Reform in China*, 20 Colum. J. Asian L. 298, at 304-305. (原文為：The classification of shares based on ownership is a phenomenon unique to China and is not found in other stock markets. Nevertheless, this classification must be understood in the context of China's transition from a socialist economy to today's capitalist economy. During the initial conceptualization and establishment of the Chinese stock market, the government had to confront a difficult ideological conflict between socialist and capitalist economies. During the early years of reform, any major deviation from the system of state ownership would prove too drastic and politically unacceptable. The "privatization" of the economy was a major concern for the Chinese government. Thus, state and legal shares, which

1993 年「公司法」公布前，中國上市公司多依國家經濟體制改革委員會於 1992 年 5 月所制訂之「股份有限公司規範意見」或依上海、深圳市之地方法規所設立，依據「股份有限公司規範意見」第 24 條規定，「公司的股份按投資主體分為國有股、法人股和外資股。」1993 年國務院制訂之「股票條例」中，於涉及上市公司總股份時採用「發行在外的普通股」之概念。1994 年修正之「公司法」第 74 條，對於股份有限公司的股份則分為發起人股份和社會公開募集之股份。上述法規均未對法規範制訂前已產生之股權分置有所規範，使相關法律所規範之目的與法律生效前已產生之客觀事實有嚴重之差異。直至中國證監會於 1994 年 10 月發布之「上市公司辦理股票配股申請和資訊披露的具體規定」，方使股權分置之現象有了劃分之依據：流通股包括 A 股（人民幣普通股）、B 股（人民幣特別股，又稱境內上市外資股）、H 股；非流通股則包括國有股⁴⁸、法人股、境內發起人股、外資發起人股、職工股優先股等。

中國證券市場中，除依據是否具有流通性而分為非流通股與流通股，流通股中亦採取特殊之分類制度。由於中國之外匯管制政策，依據股票票面和交易幣種，流通股份為 A 股、B 股和 H 股。A 股為「人民幣普通股股票」，又稱社會公眾股、人民幣普通股，原指以人民幣標明面額、由中國境內投資者以人民幣買賣並在境內證券交易所上市交易的股票。現行法規已放寬對投資者身份的限制，允許境外合格投資者（QFII）以人民幣買賣 A 股股票。A 股非實物股票，實行「T+1」交割制度⁴⁹。B 股為「人民幣特別股股票」，原指以人民幣標明面額、由境外投資者以外幣買賣並在境內證券交易所掛牌買賣的股票。現行法規已放寬對投資者的身

accounted for the majority of shares, were prohibited from trading in the stock market. This asserted state control over the listed companies so as to maintain the Socialist state-ownership system. Hence, the system was designed in accordance with what was most acceptable rather than what was most reasonable.)

⁴⁸ 依「股份有限公司國有股權管理暫行辦法」（1994）第 2 條之規定，視投資主體和管理主體之不同，國有股又分為國家股和國有法人股。國家股是指有權代表國家投資的政府部門或機構以國有資產投入公司所形成之股份，該股份由國家授權的部門或機構持有，或由地方政府授權的部門或機構持有，並委派股權代表，其股權行使人為政府或國有資產管理局。國有法人股是指全民所有制企業用其可支配之資產，向獨立於自己的股份制企業投資所形成的股份，其股權行使人是國有企業法人。此二者在股份公司股權設置時不得混同。法人股則包含國有法人股和其他法人股。

⁴⁹ 葉林著，證券法，中國人民大學出版社，2006 年 6 月第 2 版，19 頁。

份限制，允許中國境內居民以外幣買賣此種股票。實行「T+3」交割制度⁵⁰。H股為「境外上市外資股股票」，係指中國境內股份有限公司在境外發行、上市交易的股票。由於H股係在境外發行，故H股股票面值以外幣形式記載，但在發行時換算成等值的人民幣，且由於H股係在境外之證券交易所上市交易，故中國境內之投資者一般不直接持有此種股票。A股、B股和H股亦係中國特殊經濟體制下之產物，此三種股票之市場結構、交易價格均有不同。

【表 2-3】非流通股與流通股分類表

非流通股	已上市流通股
1. 國有股	1. A 股（人民幣普通股）
2. 法人股	2. B 股（境內上市外資股）
3. 境內發起人股	3. H 股（境外上市外資股股票）
4. 外資發起人股	
5. 職工股	
6. 優先股	

劃分依據：

1. 上市公司辦理股票配股申請和資訊披露的具體規定（1994.10.27）
2. 中國證券期貨證券統計年鑑

第二款 股權分置政策下之弊端

由於堅持公有制的思維與擔心國有資產流失之憂慮，國有資產所構成之國家股、法人股需經審批方能流通，且非流通股占整體股份結構之 62%（參下表 2-4、2-5），股權分置影響中國資本市場長期以來之發展，也是阻礙中國上市公司實現價值最大化之根本原因⁵¹。股權分置對證券市場造成之缺陷可歸結如下：

⁵⁰ 同前註。

⁵¹ Wallace Wen-Yeu Wang & Jian-Lin Chen, *Bargaining for Compensation in the Shadow of Regulatory Giving: the Case of Stock Trading Rights Reform in China*, 20 Colum. J. Asian L. 298, at 304.

一、從公司治理角度而言，股權分置導致公司內外部治理之雙重失效⁵²：

根據經濟合作暨發展組織（OECD）之定義，公司治理是泛指規範企業、其管理層、董事會（監察人）、股東與其他利害關係人（如勞工、債權人、客戶、社區與政府）之間關係的架構，並可透過這種機制釐定公司的營運目標，以及落實該等目標的達成與營運績效的監測。OECD 在 2004 年 4 月通過新的公司治理原則，一共包括六項：首先，政府應建置有效的機構和法律架構（Ensuring the Basis for an Effective Corporate Governance Framework），以推動透明性與有效率的市場；第二，公司治理架構應保護並協助股東行使股東權（The Rights of Shareholders and Key Ownership Functions）；第三，股東平等原則（The Equitable Treatment of Shareholders）；第四，公司治理架構應承認經由法律、協議所賦予股東的權利，即承認股東在公司治理中的角色（The Role of Stakeholders in Corporate Governance），鼓勵公司與股東間的積極合作，以創造財富、工作，並維持穩健的企業財務；第五，建立及時、正確與透明化的揭露制度（Disclosure and Transparency）；第六，董事會組成、責任與選舉程序（The Responsibilities of the Board）⁵³。由前述，還可將公司治理分為內部治理與外部治理，前者指公司內部對於股東會、董事會、管理層等權力分配和權力制衡關係的制度安排，如前述第四、第六等；後者則指公司外部主體的持續監督，如前述第一、第五等。

公司治理強調建立股東會、董事會、管理層等適當的權力分配和權力制衡關係，因而公司的股權結構對於公司治理存在很大的影響。公司是由股東之投資集合而成，公司經營效率良敗對於股東之影響最大，因而股東係最具有動機監督公司經營之角色。然而，基於經濟學對於「人是自利的」之假定，股東能否有效監督公司經營，則取決於監督成本與所獲收益之間之比例，如監督成本遠大於其收益，則股東缺乏監督之動力，一般而言，小股東持股比

⁵² Wallace Wen-Yeu Wang & Jian-Lin Chen, *Bargaining for Compensation in the Shadow of Regulatory Giving: the Case of Stock Trading Rights Reform in China*, 20 Colum. J. Asian L. 298, at 307-308.

⁵³ OECD Principles of Corporate Governance (2004), Part I-Part VI.另參馮震宇著，公司證券重要爭議問題研究，元照出版，2005 年 5 月，24-27 頁。

例微小，其於股東大會上之表決權對於股東大會決策之影響力較低，較缺乏監督之動力。因此，對於內部治理而言，股權集中程度較高者，監督成本越低，效率越高⁵⁴。

股權分置現象造成上市公司非流通股中之「國有股」一股獨大⁵⁵，以 2006 年為例，國有股占上市公司總股本之 85%⁵⁶。然而，中國上市公司經營效率卻未與此股權結構呈現正向關連，此乃源於其控股股東為「國有股東」之故，蓋國有股東之投票權均委由國有資產經營公司之官員行使，此些官員無需為投票之結果承擔任何責任或風險，缺乏行使監督權之激勵，為內部治理之失效⁵⁷。

此外，基於國有資產流失之憂慮，股權分置對於非流通股之流通設有嚴格之限制，非流通股名義上雖可轉讓給其他法人、自然人或其他境內外之外商投資者，惟因此種股份之轉讓須經嚴格且複雜的審批手續，使的此種轉讓在證券市場亦無法順利進行⁵⁸，大幅增加公司收購之困難度。而且，由於流通股在總股本中所占之比例過低，國有股和法人股之高度集中，即便將市場上

⁵⁴ 張舫著，股權結構與上市公司治理，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2002），上海人民出版社，2002 年 11 月，27-29 頁。

⁵⁵ 「一股獨大」這個在中國公司法與證券法書籍、期刊、報章文獻論述中幾乎是一個最常見的關鍵字。所謂一股獨大係指上市公司中的國有股所佔一家上市公司股權比重的絕對優勢，不僅僅在於單一股份持股超過 50% 而言。究其背景原因在於現行中國上市公司絕大多數皆由國有企業改制而來。歷年來，中國國有企業改革，尤其產權體制改革，是在公有制企業擁有絕大多數企業 100% 產權的基礎上起步的。儘管在改革歷程中採取了多項的方式（諸如擴權讓利、利改稅、承包制等），但由於國有企業的基數龐大，難以在短時間內消除。國有企業改革歷經二十餘年，至今仍是每年國務院政府工作報告中的一項「重頭戲」，但企業改革的目標是壯大國有經濟並非對國有經濟的消弭。因此，在穩步推進產權制度改革的過程中，對國有股權的結構安排必須針對此一目標進行安排。加上擔心企業改革使國有經濟佔主導地位的情事遭受削弱，乃透過各種方式使國有股在上市公司佔絕對支配地位，並不允許流通。致使上市公司的股權結構中國有股的比重相當程度上揮之不去。為使國有企業成功改制為上市公司又不改變其與政府的關係，不觸動內部人員的利益，大多將原國有企業改變為控股公司，經政府授權作為上市公司的國有股東，處於絕對控制地位。詳參王文杰著，二〇〇五年中國大陸公司法修正評析，月旦法學，128 期，2006 年 1 月，158-171 頁。

⁵⁶ 具體分析詳本章後述。

⁵⁷ 張舫著，股權結構與上市公司治理，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2002），上海人民出版社，2002 年 11 月，29-30 頁。另參侯懷霞著，公司治理結構與中國國有企業改革，收錄於中國商法年刊創刊號，中國法學會商法學研究會編，上海人民出版社，2002 年 8 月，197-198 頁。

⁵⁸ 「股份有限公司國有股股東行使股權行為規範意見」第 15 條規定，國有股股東可以依法將其所持有的國有股股份轉讓給境內、外法人和自然人。國有股股東轉讓股份必須符合國家有關法律、行政法規和產業政策的要求。

目標公司之流通股全部買進，亦不能取得該公司之控制權。公司控股股東和管理層無法感受來自資本市場之收購壓力，大股東穩坐其控股地位，即產生外部治理之失效。

二、從公司發展而言，股權分置割斷公司循環之利益機制：

上市公司與非上市公司最大不同之處，即在於證券市場為上市公司提供了一資金充足的融資平臺。公司在上市之後，管理階層須透過提供公司之經營業績，使公司之良好發展前景展現在其股價上，從而繼續獲得更多資金之溢入。因此，上市公司之利益機制鏈應為：正確的經營決策-經營效益提高-上市公司業績提昇-投資者對上市公司的利潤預期提高-上市公司股價上漲-股東資產增值-激勵股東繼續追求正確的經營決策。此為良性循環的利益機制鏈。惟在股權分置現象下，由於大股東之股權定價以每股淨資產為標準，公司股價難以對持有非流通股之大股東、管理階層形成市場化的激勵和約束，大股東不因股價之上漲獲得額外之利益，亦不因股價之下跌而蒙受任何損失，其利益機制鏈即演變為：適當的利潤指標-高溢價再融資-每股淨資產提高-大股東股份增值，股價與大股東之利益不存在任何關連，使大股東失去了為提高股價而改善公司經營業績之激勵，亦即具有公司經營決策權之大股東不需承擔經營決策所帶來的任何經營風險，當風險承擔主體與收益主體不一致時，公司治理即缺乏共同的利益基礎⁵⁹。

三、從股東保護角度而言，股權分置違背股東平等原則：

形式意義上之股東平等，係指公司與股東之間基於股東身分而發生關係之場合，應給予股東平等之待遇。股權分置將股東分為流通股股東與非流通股股東，未給予股東平等之股份流通權，違背了形式意義上的股東平等原則。

⁵⁹ 全萍著，從多維視角看中國股權分置改革的緊迫性，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2006），上海人民出版社，2007年5月，152-153頁。

就實質意義而言，是指適當限制處於優勢地位股東之權利，補足處於劣勢地位股東之權利，以使優勢地位股東與劣勢地位股東間之利益平衡，通常係指對於中小股東之保護。股權分置之現象，使股票於發行時即產生利益不平衡。流通股與非流通股在股票發行時採取不同之定價方式。中國股份公司創立時一般是把原國有企業國有資產轉為國有股，然後再募集社會公眾股。國有淨資產折股原則為折股後國有股的數量不低於國有資產數的 65%，因此，國有股的認購成本在 1-1.538 元之間。而流通股的認購成本依實務慣例是以「不超過 20 倍市盈率」計算，因此，流通股之認購成本為國有股認購成本之 4-6 倍。此種認購成本上的巨大差異，使流通股與非流通股股東之間之利益天平即處於失衡狀態⁶⁰。低認購成本之非流通股控制高認購成本之流通股，使流通股股東和非流通股股東在公司再融資中的權利和義務之不對等，並由此形成了占用上市公司的資金和掏空現象。再者，不同之認購成本導致流通股股東和非流通股股東間收益和風險分擔嚴重不對稱，流通股股東所承受市場價格下跌之風險遠大於非流通股股東承受之股份轉讓收益風險⁶¹。

此問題也反應在公司收購之實際操作層面。在三分之二非流通股之股權結構下，只需取得超過 50% 的非流通股股東同意即可取得公司控制權。在流通股股東未參與公司重大決議事項之過程，以及依據股改方案取得對價利益之雙重因素下，併購所帶來之實質利益，並無法真正使流通股股東實質獲利，甚且為一種侵害。儘管中國證券主管部門致力於建構上市公司收購之法制，但於實際適用上卻存在巨大之反差，因而若僅從客觀存在之法令制度剖析收購制度，於面臨實際上市公司股權結構框架上存在之現實時，往往產生如何掌握具體適用之困難，此情況對於未深切體認中國計畫經濟體制之外資而言，其困境可見一斑。

⁶⁰ 全萍著，從多維視角看中國股權分置改革的緊迫性，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2006），上海人民出版社，2007 年 5 月，153-154 頁。

⁶¹ 曾翔著，呼喚公平的權力結構和利益結構-論「流通股權再造」方案是併軌資本價格雙軌制的必要步驟，證券日報，2003 年 11 月 1 日，8 版。

四、從證券市場功能角度而言，股權分置導致證券市場基礎功能的失效⁶²：

上市公司之公司價值，應可透過對該公司股票在證券市場上之供給和需求之變動而形成之股票價格，客觀的反應出該公司之價值。惟此一功能形成之前提是市場必須保持供求的自動調節相對平衡。股權分置將上市公司股票人為地分割為流通股和非流通股，造成了供給的短缺，使非流通股未來之流通性處於不確定，亦使流通股股東之獲利處於不確定之損害狀態。持有上市公司股票之股東，無論是流通股或非流通股，皆無法以市價來衡量其市值。在股權分置之情況下，上市公司平均三分之二之非流通股之股東利益無法真正被估算，公司獲利所進行之盈餘分配，如現金紅利、股息發放等，就上市公司而言幾乎不可能。每股盈餘不能代表非流通股股東之資產收益。因此，多數 A 股上市公司只能以淨資產評斷其獲利標準，公司淨資產及獲利之消長無法反應於股價。尤其對非流通股股東而言，資產價值與股價走勢毫不相干。此一現象更導致流通股股東無法從公司成長中獲利。公司成長與股價無直接關連性之現象，股價不能真實反應上市公司的價值，也就造就了證券市場無法扮演國家經濟櫥窗重要功能之結果⁶³。

【表 2-4】1992-2007 年全國上市公司總體股份的歷年年末數量

年份(Year)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
國家股 (State-Owned Shares)	29	190.22	296.47	328.67	432.01	612.28	865.51	1116.07
發起法人股 (Sponsor's Legal Person's Shares)	9.05	34.97	73.87	135.18	224.63	439.91	528.06	590.51
外資法人股 (Foreign Legal Person's Shares)	2.8	4.09	7.52	11.84	14.99	26.07	35.77	40.51
定向募集法人股 (Private Placement of	6.49	41.06	72.82	61.93	91.82	130.48	152.34	190.1

⁶² Wallace Wen-Yeu Wang & Jian-Lin Chen, *Bargaining for Compensation in the Shadow of Regulatory Giving: the Case of Stock Trading Rights Reform in China*, 20 Colum. J. Asian L. 298, at 307-308.

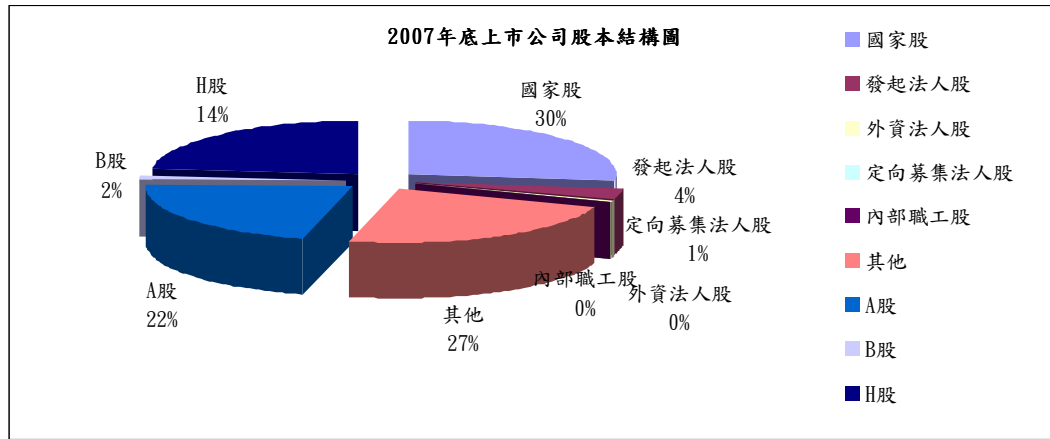
⁶³ 王煦棋著，中國大陸股權分置與上市公司併購之研究，台灣金融財務季刊，8 輯 2 期，2007 年 6 月，84-85 頁。

Legal Person's Shares)								
內部職工股 (Staff Shares)	0.85	9.32	6.82	3.07	14.64	39.62	51.7	36.71
其他 (轉配股、基金配售 股份、戰略投資者配 售股份) (Others)	0	0.19	1.1	6.27	11.6	22.87	31.47	33.2
A 股 (A Shares)	10.93	61.34	143.76	179.94	267.32	442.68	608.03	813.18
B 股(B Shares)	10.25	24.7	41.46	56.52	78.65	117.31	133.96	141.92
H 股 (H Shares)	0	21.84	40.82	65	83.88	111.45	119.95	124.54
合計(Total Shares)	68.87	387.73	684.54	848.42	1219.54	1942.67	2526.79	3791.71

年份(Year)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
國家股 (State-Owned Shares)	1475.13	2410.61	2773.43	3046.53	3344.2	3433.34	4588.21	6033.88
發起法人股 (Sponsor's Legal Person's Shares)	642.54	663.17	664.51	699.95	757.32	552.22	565.88	723.17
外資法人股 (Foreign Legal Person's Shares)	46.2	45.8	53.26	59.23	70.3	226.3	69.47	88.43
定向募集法人股 (Private Placement of Legal Person's Shares)	214.2	245.25	299.7	309.71	345.02	242.83	115.83	49.18
內部職工股 (Staff Shares)	24.29	23.75	15.62	10.97	8.94	3.97	2.46	0.66
其他 (轉配股、基金配 售股份、戰略投資 者配售股份) (Others)	35.07	16.28	32.02	34.36	46.45	286.59	3967.57	5242.99
A 股(A Shares)	1078.16	1318.13	1509.22	1714.73	1992.53	2281.16	3300.85	4838.49
B 股(B Shares)	151.56	163.1	167.61	175.35	197.01	218.08	228.99	250.91
H 股(H Shares)	124.54	331.94	360.07	377.62	387.64	415.53	2107.94	5242.09
合計(Total Shares)	3791.71	5218.01	5875.45	6428.46	7149.43	7629.51	14926.35	22469.78

單位：億股，每股面值一元
資料來源：2008 年中國證券期貨統計年鑑

【表 2-5】2007 年底上市公司股本結構圖



資料來源：依據 2008 年中國證券期貨統計年鑑資料測算

第三款 股權分置改革之進行

由於股權分置造成流通股與非流通股間股權不平等、上市公司治理缺乏信用基礎、股價作為評價上市公司經營業績的主要功能缺失等諸多問題，使股權分置已成為中國證券市場發展之嚴重痼疾，中國乃自 2005 年起進行股權分置改革，其目標為將占證券市場三分之二之非流通股變為流通股，使未來中國證券市場之所有股票均可以在證券交易所上市流通。

股權分置改革初始係由 2004 年 1 月 31 日國務院發布之「關於發展資本市場的九條意見」⁶⁴中提出，該意見第 3 點指出，「積極穩妥解決股權分置問題。規範上市公司非流通股份的轉讓行為，防止國有資產流失。穩步解決目前上市公司股份中尚不能上市流通股份的流通問題。在解決這一問題時要尊重市場規律，有利於市場的穩定和發展，切實保護投資者特別是公眾投資者的合法權益。」確立解決股權分置問題之目標和指導原則。2005 年 4 月 29 日，中國證監會發布「關於上市公司股權分置改革試點有關問題的通知」，同年 5 月 8 日，推出了股權分置改革試點之四家上市公司：三一重工（600031）、紫江企業（600210）、清華同方

⁶⁴ 繼 1992 年「關於進一步加強證券市場宏觀管理的通知」後，本意見係另一項綱領性檔，內容涵蓋資本市場政策面、市場體系、投資品種、上市公司、仲介機構、市場監督、對外開放等環節。

(600100)、金牛能源(000937)，股權分置改革試點工作正式進行⁶⁵。

在完成兩批上市公司試點工作的基礎上，中國證監會、國資委、財政部、中國人民銀行及商務部於 2005 年 8 月 23 日發布「關於上市公司股權分置改革的指導意見」，提出具體之股權分置改革辦法，股權分置改革於此全面展開。該「指導意見」中指出，股權分置改革是為非流通股可上市交易作出的制度安排，並不以通過資本市場減持國有股份為目的⁶⁶，中國官方亦無透過境內資本市場減持上市公司國有股份籌集資金的考慮。非流通股可上市交易後，國有控股上市公司控股股東應根據國家關於國有經濟佈局和結構性調整的戰略性要求，合理確定在所控股上市公司的最低持股比例，對關係國計民生及國家經濟命脈的重要行業和關鍵領域，以及國民經濟基礎性和支柱性行業中的國有控股上市公司，要保證國有資本的控制力、影響力和帶動力，必要時國有股股東可通過證券市場增持股份。其他上市公司的控股股東，也要保證公司的穩定發展和持續經營。證券監管部門要透過必要的制度安排和技術創新，有效控制可流通股份進入流通的規模和節奏。隨後，中國證監會發布了「上市公司股權分置改革管理辦法」，國資委則發布「關於上市公司股權分置改革中國有股權管理有關問題的通知」，明確了股權分置改革的基本原則、操作程序和管理方式。截至 2007 年底，滬、深兩市共 1,298 家上市公司完成或者已進入股改程序，占應股改公司的 98%；未進入股改程序的上市公司僅 33 家⁶⁷。

⁶⁵ 中國之經濟改革措施通常並非在全國範圍內同時進行，而是從較小範圍內的試驗開始，在取得成果後並進行總結的基礎上加以局部推廣，藉以減少改革之風險，將錯誤之成本分散化，此為中國改革之局部性特徵。

⁶⁶ 論者常混淆「股權分置改革」與「國有股減持」此兩種不同之概念。這兩個方案都源於國有企業改革之需求，而在 2004 年，股權分置改革方案取代了國有股減持方案。股權分置改革提出的「全流通」，係為解決非流通股（包含國有股、法人股）的流通性問題，關係到上市公司所有股東（包括流通股股東和非流通股股東）之權益。而國有股減持指國有股權的權利主體，以股東的身分對其所持有的股份進行處分之行爲。國有股股東可自由選擇是否減持，亦可選擇透過上市流通或以場外交易之方式減持，因此只解決了股權分置下某一類股東的特殊性問題。股權分置改革係為解決中國資本市場的普遍性問題，其針對的對象為所有股東，而不僅僅是國有股股東。股權分置改革與國有股減持之間為因果關係，在非流通股未依法獲得流通權之前，國有股減持必然是無因之果。參胡然著，全流通與國有股減持之辨，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2006），上海人民出版社，2007 年 5 月，172-178 頁。另參王林清著，證券法理論與司法適用-新證券法實施以來熱點問題研究，法律出版社，2008 年 5 月，51-52 頁。

⁶⁷ 中國資本市場發展報告，中國證券報，2008 年 1 月 25 日，T02 版。

就規範面而言，股權分置改革方案對於非流通股股東與流通股股東間，係以對價之方式以平衡相互之利益，非流通股股東向流通股股東讓渡一部分其股份上市流通帶來的收益。其中，對價的確定既沒有以行政指令的方式，也沒有統一的標準，而是由上市公司相關股東在平等協商、誠信互諒、自主決策的基礎上採取市場化的方式確定。改革方案需經參加表決的股東所持表決權的三分之二以上和參加表決的流通股股東所持表決權的三分之二以上同時通過，以確保各參與主體博弈中廣大中小投資者之利益得到充分保護⁶⁸。

惟隨著股權分置改革之進行，許多問題亦逐漸浮現，凸顯了現行法規對於股權分置改革規範之不足。首先，「上市公司股權分置改革管理辦法」第 16 條規定，「相關股東會議投票表決改革方案，須經參加表決的股東所持表決權的三分之二以上通過，並經參加表決的流通股股東所持表決權的三分之二以上通過。」此即為「分類表決機制」。此制度之目的在防止大股東於制訂股改方案時損害流通股股東之權益，以確實保護中小股東之利益，惟此種表決機制在理論上和實務上仍存在著些許障礙。就法理上而言，類別股東表決之法理基礎乃由於不同類別股份在權利內容設置上存有差異，使公司在依章程規定或在章程無規定而依董事會或股東大會決議時，存在損害某一類別股東權益之可能時，需在股東表決時給予不同類別股東合法權益之保護⁶⁹。而中國雖分有國家股、國有法人股、法人股、社會公眾股等，其等在權利義務之內容並無差異，此並非公司法意義上的類別股。「股份制試點企業國有股權管理的實施意見」中亦指出，區分國有股與法人股，乃基於明確產權歸屬和產權管理主體之需要，為國有股權管理的內部事務，對於證券交易或證券市場管理而言，國有股、法人股等應當享有同等權利。因此「上市公司股權分置改革管理辦法」將之分為由國有股和法人股組成的非流通股與由社會公眾股組成的流通股，法理上存有缺失。

⁶⁸ 趙旭東主編，公司法評論，2005 年第 4 輯，2006 年 4 月，人民法院出版社，35-40 頁。

⁶⁹ 如我國公司法第 159 條規定，「公司已發行特別股者，其章程之變更如有損害特別股股東之權利時，除應有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之決議為之外，並應經特別股股東會之決議。公開發行股票之公司，出席股東之股份總數不足前項定額者，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意行之，並應經特別股股東會之決議。前二項出席股東股份總數及表決權數，章程有較高之規定者，從其規定。特別股股東會準用關於股東會之規定。」

即使因承認客觀上非流通股與流通股區分之現實，基於政策糾正之需要而將之理解為過渡之區分，此「分類表決制」仍存在程序上之瑕疵。蓋「上市公司股權分置改革管理辦法」並未規定流通股股東之最低投票率，無法有效的保護中小股東的合法權益。由於未限定參加表決的流通股股東的最低出席比例，導致投票的流通股股東比例過低，使通過的方案無法代表多數人之意見，甚至可能出現少數人間之內幕交易，造成對未投票股東合法權益的侵犯⁷⁰。

再者，基於減輕二級市場因股改所導致的排擠現象以及為穩定市場所做的考量，多數股改方案中，非流通股股東除同意支付對價外，亦會同時於股改方案中做出些許承諾。該承諾大致上分為以下類型：1、大股東承諾最低持股比率；2、限售條件的承諾；3、增持股票的承諾；4、股權激勵的安排⁷¹。對於大股東承諾之效力，「上市公司股權分置改革管理辦法」並未明文，學界目前雖以「有效說」為通說⁷²，惟於大股東未履行其承諾時，流通股股東應如何救濟仍應由相關法規為明確之規範較為妥適。此外，依現行之法規政策，似乎以股改之成功與否更甚於弱勢股東之保護。在股權分置改革中，對流通股股東與非流通股股東間之利差以對價彌補之，惟似刻意忽略異議股東收買請求權之可行性，對於持反對意見之非流通股股東亦相對的缺乏保護，造成上市公司推動股權分置改革之協商成本⁷³。

中國證券市場中之流通股除 A 股外，亦兼有 B 股、H 股之存在，因此 B 股上市公司、H 股上市公司或 A 股兼發 B 股或 H 股上市公司之股權分置改革方案應如何進行存有爭議。應先加以釐清之點為：股權分置改革之非流通股轉變為流通股僅涉及 A 股，亦即股改係依非流通股股東與 A 股流通股股東之股改承諾所進行，

⁷⁰ 應鐘鈺著，股權分置改革若干法律問題淺析，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2006），上海人民出版社，2007 年 5 月，156-158 頁。

⁷¹ 王煦棋著，中國大陸股權分置與上市公司併購之研究，台灣金融財務季刊，8 輯 2 期，2007 年 6 月，87 頁。

⁷² 關於大股東承諾之效力，主要有三說：一為無效說，認為大股東單方面做出之承諾不具有法律效力，因此若大股東違反承諾，流通股股東亦無從請求對其制裁；二為法律檔說，認為應視大股東之承諾有無做成有拘束力之法律檔而定；三為有效說，大股東單方面做出之承諾只要不違反法律或公共利益，即具有法律效力。參應鐘鈺著，股權分置改革若干法律問題淺析，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2006），上海人民出版社，2007 年 5 月，159 頁。

⁷³ 王煦棋著，中國大陸股權分置與上市公司併購之研究，台灣金融財務季刊，8 輯 2 期，2007 年 6 月，86-87 頁。

與 B 股股東、H 股股東無關。因而若股改涉及 B 股和 H 股上市公司時，學說有認為 B 股、H 股和 A 股市場分屬不同之市場，非流通股係於 A 股市場獲取流通權，B 股、H 股股東不應獲得補償；有認為依照同股同權之原則，B 股和 H 股股東應與 A 股股東相同，可獲得相應之補償；另有認為 B 股股東應獲得補償，而 H 股股東則否⁷⁴。

本文以為，非流通股上市流通係就上市公司在 A 股市場「招股說明書」中之「暫不流通」條款之修改。非流通股股東之 A 股招股說明書中原有「暫不上市流通」之條款，此原為非流通股股東對流通股股東之承諾，股改即為上市公司之非流通股股東為修訂該條款以尋求在 A 股市場獲得流通權而向流通股股東支付對價之過程，因而非流通股股東應對 A 股流通股股東支付對價以換取流通權，此點並無爭議。反觀 B 股、H 股之招股說明書中並無類似 A 股招股說明書之非流通股「暫不上市」之條款，故非流通股股東在 A 股市場尋求流通權並未違反其當初與 B 股、H 股股東間之協議。且由於 A 股之招股說明書係 A 股非流通股股東與 A 股流通股股東共同簽訂之出資協議，因而 B 股股東與 H 股股東對於非流通股轉為流通股之議案亦無參與表決之權利。再者，A 股、B 股、H 股乃三個獨立之市場，所謂之「全流通」係指 A 股市場之上市流通，對於 B 股、H 股市場之供需並無影響，A 股非流通股股東尋求獲得流通權並不直接影響 B 股和 H 股股東之利益。

惟對於兼發 B 股或兼發 H 股之上市公司，其 A 股非流通股之上市流通雖不直接影響 B 股或 H 股股東之利益，但具體股改方案內容之實行仍可能對其產生實質上之利益損害或負面影響，此時即應給與其適當之補償。本文以為以下為幾種可能對 B 股或 H 股股東產生影響之對價方案如下：

第一，以上市公司之財產做為支付之對價，或支付對價後將使總股本擴大，因而導致上市公司之財務指標惡化者。公司股東透過出資獲得上市公司之股份，上市公司則依據此註冊成為獨立之公司法人，因而上市公司乃由全體出資股東所擁有，此全體股東不僅指非流通股股東、A 股流通股股東，亦包含 B 股股東及 H

⁷⁴ 呂紅兵、李康主編，股權分置改革的法律問題：律師觀點，法律出版社，2006 年 7 月，14-15 頁。

股股東，因而股改方案若以上市公司之財產作為支付之對價，即構成對 B 股股東和 H 股股東利益之損害，應對其補償。對價方案之實行對公司股本之影響可能係使公司總股本縮小、維持公司總股本不變或係造成公司總股本之增加。前二者對於 B 股或 H 股股東係造成正面或中性之影響，惟後者即有惡化上市公司財務指標之虞，因而應對 B 股或 H 股股東之利益造成損害。

第二，對價方案之實施將對 B 股或 H 股股東之後續權利造成不利之影響者。如股息紅利分配請求權、剩餘財產分配請求權、定價回購、定期回購等。

第三，由上市公司承擔與股權分置改革相關之所有費用者。股權分置改革僅涉及 A 股流通股股東與非流通股股東，上市公司及董事會應保持中立，故相關費用如承銷費、財務顧問費、財務公關費等均應由 A 股非流通股股東承擔，否則即應對利益受損之 B 股與 H 股股東補償之⁷⁵。

股權分置改革將對整個上市公司的收購體制及監管模式產生重大之影響，蓋將非流通股轉變為流通股，透過二級市場進行收購活動之成本更為低廉，使外資之收購方式與收購客體產生重大之改變。股權分置改革後，流通性的獲得和同股同價兩大轉變，將改變市場主體的價值取向和行為模式，從而使併購市場產生深層次的變化。一個至關重要的變革是，上市公司擺脫了股權分置的困擾，市場中最為常見的資本手段——併購——終於得以馳騁在資本市場上。

⁷⁵ 李康著，股權分置改革的若干理論問題，收錄於呂紅兵、李康主編，股權分置改革的法律問題：律師觀點，法律出版社，2006 年 7 月，14-18 頁。

第四款 股權分置改革之量化分析

本文擬從股權分置改革試行之日（2005 年 4 月 29 日）起算，截至 2007 年 12 月 31 日，以中國證監會統計年鑑公布之數據，就股改前後中國境內上市公司之數量、市價總值⁷⁶、流通市值⁷⁷、總股本、籌資金額以及成交額等為基準，分別以絕對量（圖一至圖七）以及相對量（圖八至圖十四），比較股改前後中國資本市場結構之變化，並輔以各國相關數據比較之。

【表 2-6】股權分置改革前後證券市場相關數值變化表

	境內上市公司數(家)	市價總值(億元)	流通市值(億元)	總股本(億元)	籌資金額(億元)	總成交金額(億元)	投資者開戶數(萬戶)
2005.04(1)	1382	33871.08	10658.99	7299.43	328.16	2964.56	7252.80
2005.12	1381	32430.28	10630.52	7629.51	64.50	2267.37	7336.07
2006.12	1434	89403.90	25003.64	14897.57	1231.89	15329.47	7854.00
2007.12(2)	1550	327140.89	93064.35	22416.85	1087.95	29069.92	13887.02
股改後增加數(2)-(1)	168	293269.8	82405.36	15117.42	759.79	26105.36	6634.22

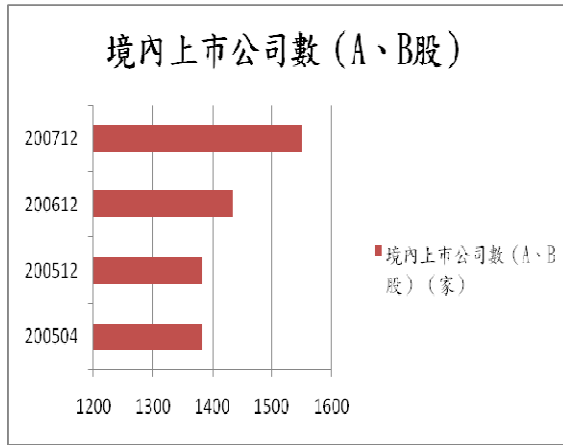
資料來源：中國證監會 2008 年統計年鑒

⁷⁶ 市價總值係指全部股份乘以股票市場價格。

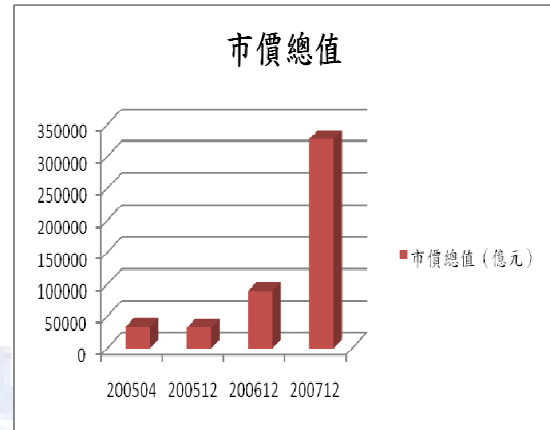
⁷⁷ 流通市值係指可流通股份總數乘以股票市場價格。

【圖 2-1】股權分置改革前後證券市場相關數值變化分析圖

(圖一)



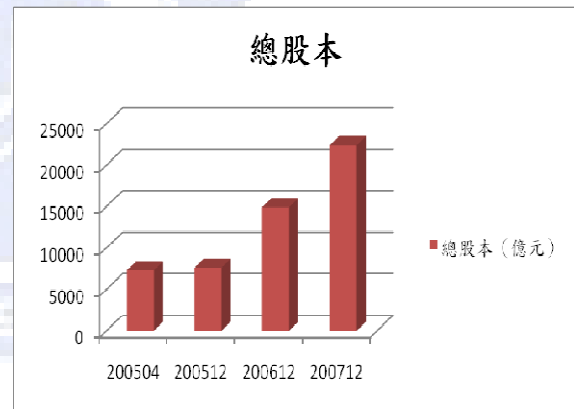
(圖二)



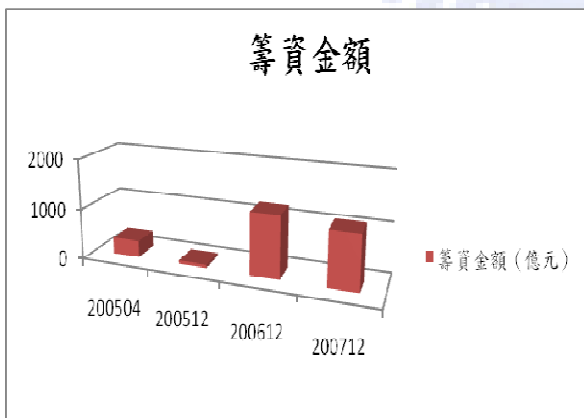
(圖三)



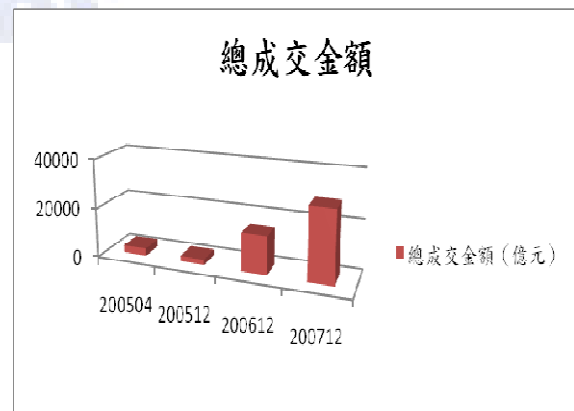
(圖四)



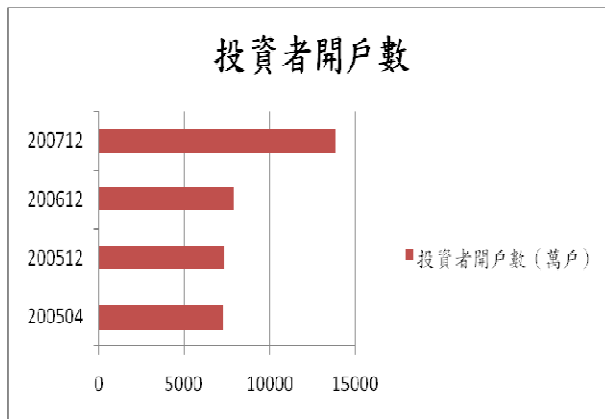
(圖五)



(圖六)



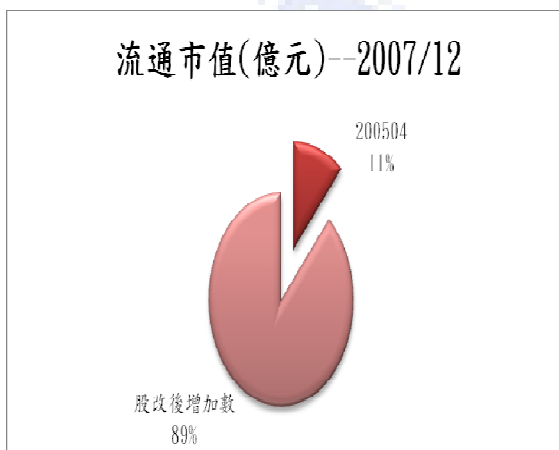
(圖七)



(圖八)



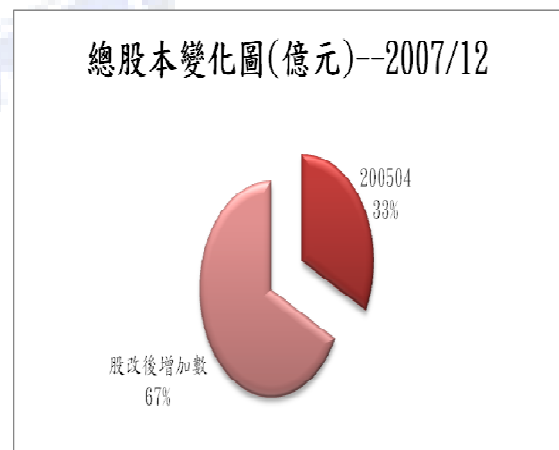
(圖十)



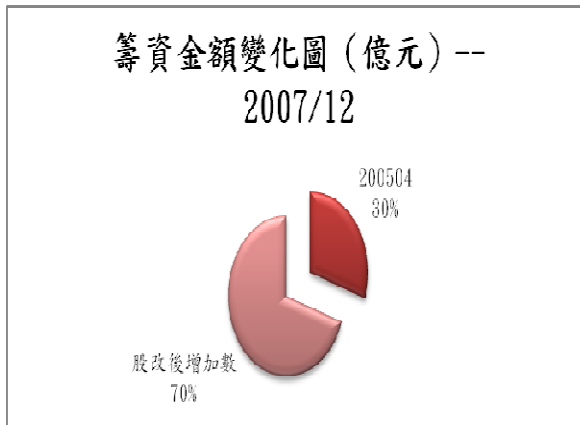
(圖九)



(圖十一)

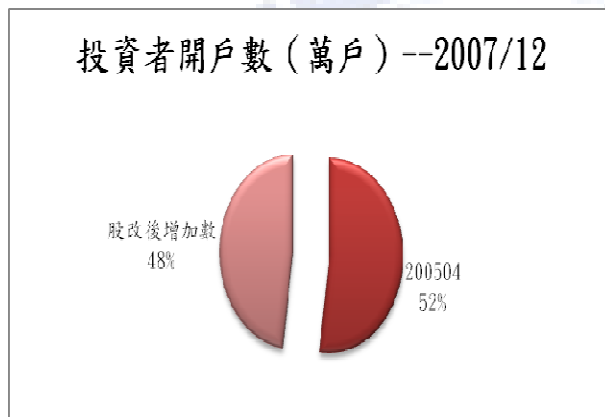
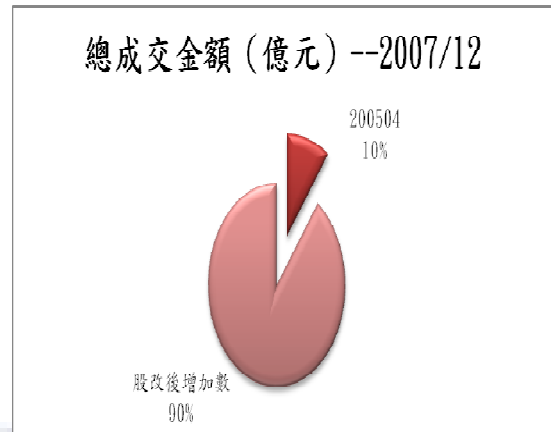


(圖十二)



(圖十四)

(圖十三)



由上可知，自股權分置改革進行後，上市公司之數量、市值、流通市值等均有增加，且上市公司之籌資金額在股改後增加了 70%，顯示證券市場應扮演之功能在股權分置改革進行後已有顯著之改善。此二年餘間中國上市公司家數成長了 12%，同一時間美國及台灣之上市公司家數均僅成長了 1%⁷⁸。顯示中國證券市場容量快速成長；以成交金額為例，此段期間中國成交金額成長了 8.8 倍，美國、台灣均成長了 1.06 倍⁷⁹，也顯示中國證券市場的流通性、籌資能力之大幅增加。

⁷⁸ 於紐約證交所上市之上市公司，2005 年登記有 2,270 家，2007 年 2,297 家，共計成長了 1%。於台灣證券交易所上市之上市公司，2005 年登記有 691 家，2007 年 698 家，共計成長了 1%。資料來源：行政院金融監督管理委員會公布數據 <http://www.sfb.gov.tw/statistics/point/9711/t30.xls>(last visited on 12/12/2008)

⁷⁹ 數據來源：行政院金融監督管理委員會公布數據 <http://www.sfb.gov.tw/statistics/point/9711/t32.xls>(last visited on 12/12/2008)

本文擬以下表分析證券市場股權結構中，非流通股股份及可流通股股份之組成結構：

【表 2-7】股權分置改革前後股份數變化表

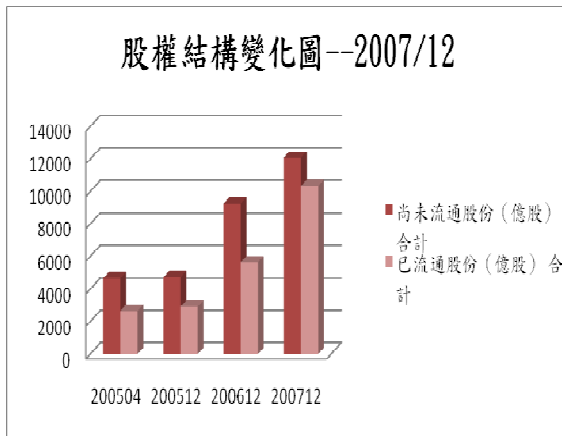
	股份總數 (億股)	尚未流通股份 (億股)				
		合計	發起人股	定向募集 法人股	內部職 工股	轉配股
2005.04	7299.43	4652.95	4265.32	360.92	7.02	0.14
2005.12	7629.51	4714.74	4079.65	407.58	3.97	0.00
2006.12	14897.57	9259.78	5221.34	115.83	2.46	0.00
2007.12	22416.85	12085.33	8153.76	49.17	0.66	0.00
股改後 增加數	15117.42	7432.38	3888.44	-311.75	-6.36	-0.14

	尚未流通股份 (億股)		
	基金配售股份	戰略投資者配售股份	其他未流通股
2005.04	0.52	4	15.04
2005.12	0.03	0.00	223.51
2006.12	5.17	21.95	3893.03
2007.12	4.55	84.81	3792.38
股改後增加數	4.03	80.81	3777.34

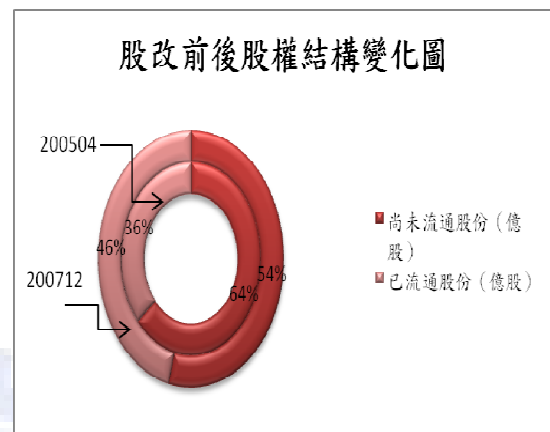
已流通股份 (億股)				
	合計	境內上市人民幣普通股	境內上市外資股	境外上市外資股
2005.04	2646.77	2037.05	196.38	413.34
2005.12	2914.77	2281.16	218.08	415.53
2006.12	5637.79	3300.85	229.00	2107.94
2007.12	10331.52	4838.51	250.90	5242.10
股改後增加數	7684.75	2801.46	54.52	4828.76

【圖 2-2】股權分置改革前後股份數變化分析圖

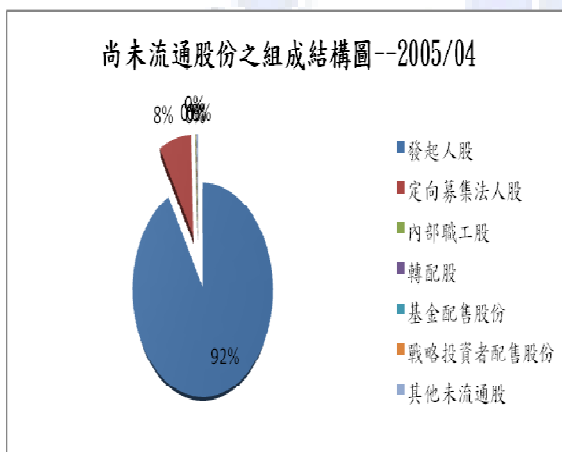
(圖十五)



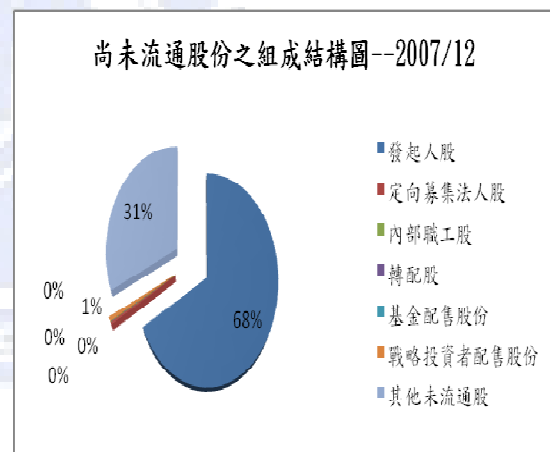
(圖十六)



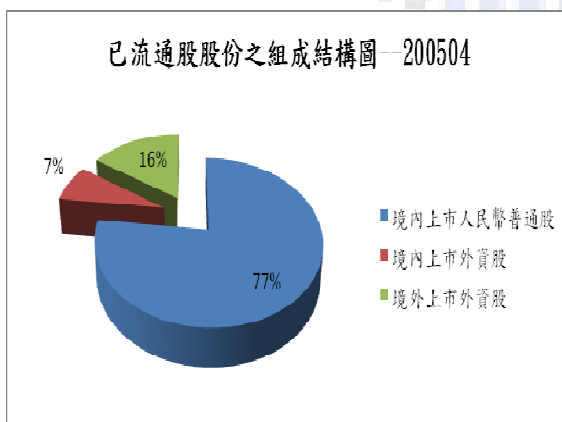
(圖十七)



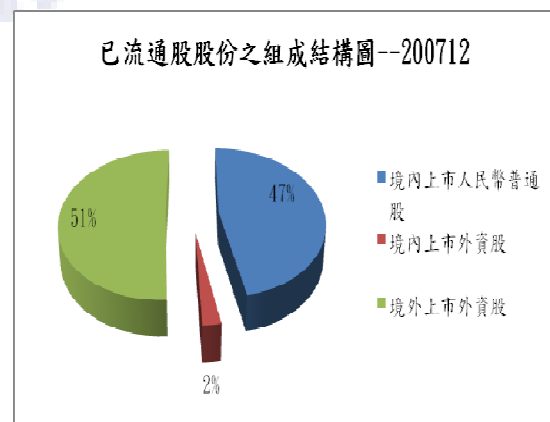
(圖十八)



(圖十九)



(圖二十)



就證券市場之股權結構而言，於股權分置改革進行前，中國證券市場上有 64% 之股份屬於非流通股，僅 36% 為可流通之股份，截至 2007 年年底，證券市場上可流通之股份已達 46%。

第五款 具有中國特色之全流通市場

「關於上市公司股權分置改革試點有關問題的通知」第 5 點規定，上市公司的非流通股股東應當承諾，其持有的非流通股股份自獲得上市流通權之日起，至少在 12 個月內不上市交易或者轉讓。持有試點上市公司股份總數 5% 以上的非流通股股東應當承諾，在前項承諾期期滿後，通過證券交易所掛牌交易出售股份，出售數量佔該公司股份總數的比例在 12 個月內不超過 5%，在 24 個月內不超過 10%。囿於限售股之存在，股權分置改革雖已進入尾聲，中國之「全流通市場」仍處於一漸進之過程，不同於西方證券市場上「全流通」之意義⁸⁰。

一般股票市場之總市場價值在國民生產毛額（Gross Domestic Product, GDP）所佔之比率高低，可反應該國金融市場之發達程度⁸¹。中國證券市場之股票總市值與流通市值佔 GDP 之比例，與西方成熟之證券市場相較仍偏小。依國家統計局之數據顯示，2006 年 GDP 為 211,923 億元人民幣，同年度總市值為 89403.9 億元人民幣，流通市值為 25003.64 億元人民幣。2006 年總市值佔 GDP 之比重約為 42.2%，流通市值佔 GDP 之比重為 11.8%；2007 年之 GDP 為 249,530 億元人民幣，同年度總市值為 327,140.89 億元人民幣，流通市值為 93,064.35 億元人民幣⁸²。2007 年總市值佔 GDP 之比重約為 1.3 倍，流通市值佔 GDP 之比重約為 37.3%。

相較於西方成熟證券市場，美國 2006 年總市值佔 GDP 之比重約為 1.16 倍，2007 年總市值佔 GDP 之比重約為 1.13 倍；英國 2006 年總市值佔 GDP 之比重約

⁸⁰ 因此之故，本文在量化之比較過程中，仍把證券市場之股票市值分為總市值和流通市值。

⁸¹ 邊裕淵著，中國大陸金融深化之研究，遠景基金會季刊，5 卷 2 期，2004 年 4 月，19-20 頁。

⁸² 中華人民共和國國家統計局官方網址：<http://www.stats.gov.cn/>。以上國內生產毛額之數據來源參國家統計局國家統計數據庫：
http://219.235.129.54/cx/table/table_sc.jsp?bh=00000000000007821&dzm=000000000。

為 1.57 倍，2007 年總市值佔 GDP 之比重約為 1.38 倍；香港 2006 年總市值佔 GDP 之比重約為 9.03 倍，2007 年總市值佔 GDP 之比重約為 12.81 倍⁸³。由此可見，中國總市值雖於 2007 年已首度超越 GDP，但中國證券市場之流通市值方得與西方證券市場之總市值等同看待，因而中國證券市場上之流通市值仍較小，仍有很大之發展空間。

第六款 股權分置改革對外資收購之影響

股權分置改革前，外資於流通市場上僅能透過 QFII 取得 A 股，因而外資收購中國上市公司多以協議收購非流通股之方式為之，此不僅導因於外資取得 A 股之管道受限，更由於轉讓非流通股之定價係以每股淨資產值為標準，此標準遠低於二級市場流通股之定價，使協議收購享有收購成本較低之優點。

惟於股權分置改革完成後，市場上即不再存有非流通股，此時，除透過 QFII 取得 A 股外，外資可投資之標的將僅存 B 股，為解決此一問題，商務部、中國證監會、國家稅務總局、國家工商局、國家外管局於 2005 年 12 月 31 日公布了「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」⁸⁴，使符合條件之外國戰略投資者，可對已完成股權分置改革的上市公司和股權分置改革後新上市公司之 A 股市場進行投資⁸⁵。

截至 2007 年 12 月，中國上市公司 98% 以上已進行股改，非流通股經過一定限售期後將轉換為流通股。股權分置改革完成後，中國之證券市場將逐步進入所謂的「全流通時代」，象徵著上市公司之股本結構將大幅轉變為以流通股為主之公

⁸³ 資料來源：台灣證券交易所網站
http://www.tse.com.tw/ch/statistics/statistics_list.php?tm=06&stm=004。

⁸⁴ 關於此辦法內容之詳細說明，請參第三章。

⁸⁵ 「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」第 1 條規定，「為了規範股權分置改革後外國投資者對 A 股上市公司（以下簡稱上市公司）進行戰略投資，維護證券市場秩序，引進境外先進管理經驗、技術和資金，改善上市公司治理結構，保護上市公司和股東的合法權益，按照『關於上市公司股權分置改革的指導意見』的要求，根據國家有關外商投資、上市公司監管的法律法規以及『外國投資者併購境內企業暫行規定』，制訂本辦法。」第 2 條規定，「本辦法適用於外國投資者（以下簡稱投資者）對已完成股權分置改革的上市公司和股權分置改革後新上市公司通過具有一定規模的中長期戰略性併購投資（以下簡稱戰略投資），取得該公司 A 股股份的行爲。」

司，併購成本較易計算，上市公司之資訊透明度、公開化程度亦將提高，可預期具有中國特色之全流通條件下，對於外資併購將產生以下幾大影響：

一、證券市場將成為外資併購之主戰場：

在股權分置的中國證券市場中，即便以定向增發作為收購手段，惟定向增發之股權亦多屬於非流通股，目標公司難已變現，故除非目標公司意欲參與上市公司之經營，往往不願接受以股權做為支付對價。惟，隨著全流通之深入，股票市場融資之功能恢復，股權變現性大幅提昇，收購方以股權做為支付對價之收購方式對於目標企業而言，亦可分享該上市公司之收益，可以想見證券市場將成為外資併購之主戰場。此外，與外資併購相關連之內幕交易、股價操縱、虛假資訊等證券違法行為亦可能增加。

二、要約收購成為主要之併購方式：

於股權分置之情況下，由於非流通股占公司股本之大宗，外資併購中國之上市公司主要以協議收購國有股和法人股為主；惟逐步進入全流通後，要約收購將逐漸成為外資併購中國境內上市公司之主要形式，吸收合併、槓桿收購、收購與反收購等各種新的外資併購形式都將出現。

三、外資併購主體之多元化：

在股權分置之情況下，基於「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」之規定，收購者主要為戰略投資者，私募基金併購主要集中在非上市公司和海外上市公司。由於私募基金之投資方式通常為：❶收購（或參股）目標公司；❷重組企業，改善帳面收益；❸出售（或上市），其最終目的係退出、獲利，而於股權分置之情況下，私募基金不僅缺乏退出之管道，亦因不符合戰略投資者之條件，於A股市場上之投資管道即受限。然而於全流通時代下，私募基金已無缺乏退出管道之問題，私募基金之併購將更為活躍，QFII、「一致行動人」亦將成為併購主體。

值得注意的是，目前股權分置改革雖已進入尾聲，但尚未全部完成，故外資

仍可透過協議收購之方式收購未進行或尚未完成股權分置改革之上市公司。外資收購此類公司者，依據「關於上市公司股權分置改革的指導意見」，應對股權分置改革做出相應安排，或與公司股權分置改革組合運作，因此外資應考量股權分置改革方案所可能產生之影響⁸⁶。

第二節 具有中國特色之上市公司

第一項 從歷史角度分析上市公司

中國之上市公司有 95%以上是由國有企業轉換而來，因而欲對中國上市公司有深入之瞭解，應從國有企業及其改革談論起。在計畫經濟體制下，國有企業儼然為國家工廠，因而國有企業之改革一直為中國經濟體制改革之重點與難題，中國證券市場在設計之初主要便是在促進國有企業改革。證券市場之基本功能在籌資，而國有企業改革最大之障礙就在於資金不足，因而中國透過證券市場之設計，替國有企業開拓籌措資金之管道並降低籌措資本與風險，致使中國證券市場的上市公司向來都青睞於國有企業改制為主⁸⁷。

第一款 上市公司之前身-計畫經濟體制下之國有企業

中國於建國之初，其所採取之社會主義經濟制度係以馬克思、列寧以及毛澤東等思想下所建立之全民所有制與勞動群眾集體所有制，於是，國有企業⁸⁸為全民所有制之國有所有制企業⁸⁹。自 70 年代末期中國逐步進行經濟改革開放以來，國有

⁸⁶ 東方高聖投資顧問公司中國收購兼併研究中心編著，中國併購評論-新「上市公司收購管理辦法」特輯，機械工業出版社，2006 年 9 月，137 頁。

⁸⁷ 王文杰著，中國上市公司收購制度：立於體制結構上的檢視，萬國法律，第 146 期，15 頁。

⁸⁸ 本文不採用「國營企業」之用法，蓋「國營」乃針對企業經營方式之用語，而不涉及企業本質，且中國企業係以所有制作為區分標準，「國營」之用與反將所有制與經營方式混為一談。再者，中國在 1993 年 3 月「憲法」修正案中，在「憲法」條文文字中之表述將國營企業改為國有企業（憲法第 16 條），故本文均以「國有企業」稱之。參，王文杰著，大陸國有企業的改革歷程與分析（上），律師會訊，4 卷 2 期，1999 年 4 月，34-35 頁。

⁸⁹ 在計畫經濟體制下，企業所有制有兩種形式：一種為全民所有制，另一種為集體所有制。在 1978 年的工業總產值中，全民所有制占 72%，集體所有制占 28%。集體所有制企業納入計畫管理，被

企業之改革一直是作為經濟體制改革之核心，並為此採取了一系列的重大政策措
施。儘管改革開放後，國有經濟與其他所有制經濟都有很大的發展，然就現今而
言，國有企業無論在總數量上或是經濟結構上，仍在國民經濟中居於主導地位。
國有企業在經濟比重保持著對其他所有制經濟的優勢，而且在國民經濟的重要和
關鍵產業、領域中佔支配地位，控制中國國民經濟之命脈。國有企業至少具有三
大特色：1、營業範圍廣；2、擁有家數眾多；3、資產總值龐大。故，國有企業的
改革及其成效一直主導著中國經濟改革之關鍵地位⁹⁰。

在經濟改革前，作為全民所有制代表的政府部門（更確切的說是國務院）⁹¹，
直接管理著許許多多企業的等級組織，從而形成了一個覆蓋全社會的巨大經濟組
織。國家政權組織取代了經濟組織，而國有企業則成了國家各級行政機關之附屬
物。在高度計畫經濟之體制下，國有企業之基本特點為：企業的設立係由國家財
政直接投資，企業財產全歸國家所有；受政府直接控制，企業的建立及其規模取
決於其主管部門的發展需求；政府向企業下達指令性指標，並以指標來控制企業
的生產活動，考核和評價企業的經營業績；對企業實行統收統支的財務管理制度，
利潤全部上繳，虧損全部核銷，企業不享有獨立的經濟利益；每個企業都有一定的
行政隸屬關係和主管部門，企業負責人的任命、委派和更替均由主管部門下達
⁹²。因此，社會主義經濟制度下國有企業之地位，即形同國家工廠之下之生產單位，
不具有任何企業原應具備之特質。

稱為「二全民」。全民所有制企業採國有國營形式，簡稱為國營企業。改革開放時將之正名為「國
有企業」。參蘇武康著，中國上市公司股權結構與公司績效，經濟科學出版社，2003年11月，2
頁。

⁹⁰ 王文杰著，國有企業公司化改制之法律分析，中國政法大學出版社，1999年，1頁。

⁹¹ 大陸自「建國」以來，儘管國有企業的資產歸全體人民所有，但並沒有設置一個專門的機構加
以管理，直到1988年10月設立「國有資產管理局」後標誌著對其國有資產的管理部門。但是在
1994年7月所發布的「國有企業財產監督管理條例」第5條中，仍是載明「國務院代表國家統一
行使對企業財產的所有權」。2003年4月，國務院國有資產監督管理委員會成立。國有資產監督管
理委員會作為國務院直屬的正部級特設機構，專門承擔監督國有資產的職責，監管範圍是中央所屬
企業的國有資產。參王文杰著，大陸國有企業的改革歷程與分析（上），律師會訊，4卷2期，1999
年4月，45頁。另參燕春、史安娜著，國有資產出資人制度批判與重構-從國資委到人民代表股東
會，經濟法學、勞動法學，2008年6月，45頁。

⁹² 王文杰著，嬗變中之中國大陸法制，交通大學出版社，2004年12月，143頁。另參蘇武康著，
中國上市公司股權結構與公司績效，經濟科學出版社，2003年11月，2-3頁。

第二款 國有企業之改革歷程

所有者缺位、高度的行政集中、政企不分等因素，使中國國有企業外部資源無法得到有效配置，內部經營機制缺乏動力，長期處於虧損狀態，造成中國巨大之財政負擔，因而 1978 年改革開放即以市場為導向，對計畫經濟體制、農村人民公社制度以及國有企業制度進行改革⁹³。國有企業改革之初係以「摸著石頭過河」之漸進式路線試驗，並無明確之目標模式。1978 年至 1986 年為放讓權利階段⁹⁴、1986 年至 1992 年為承包經營責任制階段⁹⁵、1992 年至 1993 年為股份制階段。儘管於鄧小平南巡講話後，股份制改造已確定朝向「姓資」路線發展，但由於進行

⁹³ 1978 年中國共產黨第十一屆中央委員會第三次會議，確立中國將開啓國有企業之改革。該會議中指出：「中國大陸經濟管理體制當時的一個嚴重缺點是權力過於集中，應該有領導地大膽下放，讓地方和工農業企業在國家統一計畫的指導下有更多的經營管理自主權；應該著手大力精簡各級經濟行政機構，把它們的大部分職權轉交給企業性的專業公司或聯合公司；應該堅決實行按經濟規律辦事，重視價值規律的作用，注意把思想政治工作和經濟手段結合起來，充分調動幹部和勞動者的生產積極性；應該在黨的一元化領導之下，認真解決黨政企政不分、以黨代政、以政代企的現象，實行分級分工分人負責，加強管理機構和管理人員的許可權和責任，減少會議公文，提高工作效率，認真實行考核、獎懲、升降等制度。採取這些措施，才能充分發揮中央部門、地方、企業和勞動者個人四個方面的主動性、積極性、創造性，使社會主義經濟的各個部門各個環節普遍地蓬蓬勃勃發展起來。」以上載於中共第十一屆中央委員會第三次全體會議公報。

⁹⁴ 放權讓利為國有企業改革之起步階段，其基本思路係改變以往高度集中的計畫經濟管理體制，通過擴權讓利以增強企業活力。1978 年至 1983 年，進行的是「利潤留成」的改革措施。1979 年國務院公布之「關於擴大國營工業企業經營管理自主權的若干規定」、「關於國營企業實行利潤留成的規定」等諸多檔，給予企業一定之自主權，凡實行獨立經濟核算並且經營有營利的企業均可實行利潤留成制度，使國有企業從行政的附屬單位向具有一定自主權和相對獨立利益的經濟實體轉變。惟此一階段之國有企業改革僅為試點式之改革，未觸及舊制度下之基本框架，在處理政府與企業的分配關係上帶有隨意性，既不利於政府收入的穩定，也不利於企業財產的穩定，因而於 1983 年，國有企業改革進入一個新階段-「利改稅」。利改稅，即將國有企業上繳利潤改為按照相關規定的稅種及稅率繳納稅金。稅後利潤完全歸企業自行支配。利改稅之目的係為解決政府與企業間之分配關係，促使國有企業走向獨立經營、自負盈虧之方向。以稅代利在規範政府與企業之間的關係上是制度上之一大變革，蓋此開始以法律形式取代行政形式來明確政府與企業的利益分配關係。參王文杰著，國有企業公司化改制之法律分析，中國政法大學出版社，1999 年 5 月，17-20 頁。或參王文杰著，大陸國有企業的改革歷程與分析（上），律師會訊，4 卷 2 期，1999 年 4 月，37-40 頁。

⁹⁵ 在利改稅之改革措施下，企業所得稅率高達 55%，企業普遍仍缺少積極性，而 1986 年伴隨宏觀經濟緊縮，使政府與企業均陷入不同程度之困境。1986 年國務院公布「關於深化企業改革、增強企業活力的若干決定」，提出「推行多種形式之經營承包責任制，給經營者以充分的經營自主權」。依「民法通則」和「中華人民共和國全民所有制工業企業法」，賦予國有企業法定經營權，以稅利分流、資金分帳、風險抵押等措施強化國有企業自主經營、自負盈虧之能力，使國有企業作為法人之權利能力和行為能力增強，使中國政府對國有企業之干預受法律和合同之雙重制約。惟 1998 年國務院公布之「全民所有制工業企業承包經營責任暫行條例」仍規定企業資金屬全民所有制性質，故承包制仍存在產權不明確之現象。參王文杰著，國有企業公司化改制之法律分析，中國政法大學出版社，1999 年 5 月，20-26 頁。或參王文杰著，大陸國有企業的改革歷程與分析（上），律師會訊，4 卷 2 期，1999 年 4 月，41-43 頁。

股份制改造時，仍堅持下述三項原則之實施，使國有企業仍為「所有者即管理者」之企業，與現代企業之制度尚有未合：第一，保持公有制在股份制經濟中的絕對主導地位；第二，保障國有經濟的股份制試點中的保值增值；第三，為保障國有資產在股份制企業中的控制地位長久不變和國有資產不致流失，將國有股份設定為非流通股。由於第一項原則之實施，目前中國上市公司多為國有企業改制而來；第二項原則之實施，便有了國有資產 1 元認購 1 股或最多 1.538 元認購 1 股⁹⁶，而流通股 8 元、10 元或幾十元認購 1 股之現象，且此後上市公司中國有淨資產透過股票的高溢價發行而大幅度增加的情形從未改變；第三項原則之實施，則使原全民所有制企業改組成股份公司時，原屬國家所有的全民所有制企業的資產在改組時折成國家股，而產生國有股的非流動性及由此產生的流動性股票與非流動性股票同時共存於一個證券市場之現象⁹⁷。

1993 年，中共第十四屆三中全會通過「關於建立社會主義市場經濟體制若干問題的決定」，確立了中國將走向「社會主義市場經濟體制」，並於該決定中指出，深化國有企業改革必須「著力進行企業制度的創新」、「建立現代企業制度」。所謂之「現代企業」，該決定中認為係「以產權清晰、權責明確、政企分開、管理科學為基本特徵之企業制度」。於此一政策主軸下，企圖將國有企業塑造為面向國際、國內兩個市場的獨立法人實體和競爭主體。1993 年 12 月 29 日公布之「公司法」，其開宗明義於第 1 條即說明「為了適應建立現代企業制度的需要，規範公司的組織和行為，保護公司、股東和債權人的合法權益，維護社會經濟秩序，促進社會主義市場經濟的發展，根據憲法，制定本法。」使國有企業公司化步入了正式法律化的階段，並使國有企業之改造可選擇「有限責任公司」⁹⁸、「股份有限公司」⁹⁹、

⁹⁶ 依「股份有限公司國有股管理暫行辦法」之規定，於股份制改造中，國有資產折股應遵守下列要求：不得低估作價折股，一般應以評估確認後的資產折為國有股股本。在一定的市場條件下，也允許公司淨資產不完全折股，即國有資產折股的票面價值總額可以略低於經資產評估並確認的淨資產總額，但折股方案須與募股方案和預計發行價格一併考慮，折股比率（國有股股本/發行前國有淨資產）不得低於 65%。股票發行溢價倍率（股票發行價格/股票面值）不應低於折股倍數（發行前國有淨資產/國有股股本）。淨資產未全部折股的差額部分應計入資本公積金，不得以任何形式將資本（淨資產）轉為負債。淨資產折股後，股東權益等於淨資產。

⁹⁷ 張聖懷著，中國上市公司控制權法律問題研究-缺陷與改良，法律出版社，2007 年 6 月，31-32 頁。

⁹⁸ 1993 年公司法第 20 條「有限責任公司由二個以上五十個以下股東共同出資設立。國家授權投資

「國有獨資公司」¹⁰⁰等三種方式進行之。國有企業實行公司化改制，使國家仍保有出資人之地位，並使國有企業在「公司法」之規範下具有獨立之法人資格，並以營利為目的參與市場競爭，國家以所投入之資本額承擔有限責任，企圖使國有制與市場經濟體制相相容。

第三款 國有企業改革背景下之上市公司特色

在上述政策引領下，中國上市公司係在國有企業實行股份制改革和在上海、深圳建立證券交易所的基礎上所產生，此與一般國家之公司設立係由股東投資直接設立有所不同。由於推行國有企業改革前，中國資產之性質主要是公有性質，因而設立股份公司必然要設置一個體現國家利益的國家股或國有法人股；又因為中國政治制度決定了國有成分在經濟領域的長期主導地位，因而設置股權性質時，必然要求把國家股、國有法人股設為非流通的控制性股權。因此，國家的性質決定了國家在上市公司中控制權高度集中的壟斷地位的必要性，國家的利益保障導致了中國上市公司中特有的股權分置¹⁰¹，上市公司控制權高度集中是中國政治制度和法律制度在證券市場之必然反應。

第二項 從法律角度分析中國上市公司

於上海證券交易所、深圳證券交易所陸續成立後，1992年5月15日，國家體改委、計委、財政部、中國人民銀行、國務院生產辦公室聯合發布了「關於股份

的機構或者國家授權的部門可以單獨投資設立國有獨資的有限責任公司。」。第21條「本法施行前已設立的國有企業，符合本法規定設立有限責任公司條件的，單一投資主體的，可以依照本法改建為國有獨資的有限責任公司；多個投資主體的，可以改建為前條第一款規定的有限責任公司。國有企業改建為公司的實施步驟和具體辦法，由國務院另行規定。」

⁹⁹ 1993年公司法第75條「設立股份有限公司，應當有五人以上為發起人，其中須有過半數的發起人在中國境內有住所。國有企業改建為股份有限公司的，發起人可以少於五人，但應當採取募集設立方式。」。

¹⁰⁰ 1993年公司法第64條「本法所稱國有獨資公司是指國家授權投資的機構或者國家授權的部門單獨投資設立的有限責任公司。國務院確定的生產特殊產品的公司或者屬於特定行業的公司，應當採取國有獨資公司形式。」。

¹⁰¹ 張聖懷著，中國上市公司控制權法律問題研究-缺陷與改良，法律出版社，2007年6月，2頁。

制企業試點辦法」，國家體改委發布了「股份有限公司規範意見」和「有限責任公司規範意見」，此些法規對國有企業改革中股份制企業之組織形式、公司治理結構和企業內部管理等有了較詳細之規定，中國開始出現上市公司。

與我國對上市公司規範體系有所不同，中國對上市公司之規範首次出現於1993年公布「公司法」。由於中國之證券市場於快速發展之際，關於證券市場規範之「證券法」卻遲未制訂，為使上市公司之法律地位得獲得確認，於是於1993年制訂「公司法」時，先將上市公司有關之規範安置於「公司法」中。1993年之「公司法」係中國第一部建立現代企業制度、規範有限責任公司、股份有限公司、上市公司等之法律。其中對於法人治理結構中之股東大會、董事會、監察人及經理等權責之規定，為中國之上市公司運作建立了規範基礎¹⁰²。

1987年上海市人民政府發布之「上海市股票管理暫行辦法」第19條規定，「股票上市交易應經人民銀行市分行批准」，乃為股票上市交易之最早規定，由此規定可知，股票之上市交易需經過批准。1993年、1999年以及2004年版之「公司法」第151條均規定，「本法所稱上市公司是指所發行的股票經國務院或者國務院授權證券管理部門批准在證券交易所上市交易的股份有限公司。」現行「公司法」第121條則規定，「上市公司是指其股票在證券交易所上市交易的股份有限公司。」，並依「證券法」第50條規定，「股份有限公司申請股票上市，應當符合下列條件：（一）股票經國務院證券監督管理機構核准已公開發行；（二）公司股本總額不少於人民幣三千萬元；（三）公開發行的股份達到公司股份總數的百分之二十五以上；公司股本總額超過人民幣四億元的，公開發行股份的比例為百分之十以上；（四）公司最近三年無重大違法行為，財務會計報告無虛假記載。證券交易所可以規定高於前款規定的上市條件，並報國務院證券監督管理機構批准。」2005年之修法取消了審批制，並明確得上市交易之標準，透過法律規範已建立客觀標準，回歸市場機制，當可促進中國資本市場之發展。

¹⁰² 蘇武康著，中國上市公司股權結構與公司績效，經濟科學出版社，2003年11月，10頁。

第三項 從管理角度分析上市公司

上市公司是證券市場的基石。有好的上市公司，才会有真正可持續發展的好市場¹⁰³。上市公司原本並非是一種資源，但若存在制度性的安排使其具有稀缺性，其便成了一種資源。由於中國證券市場創立開始，對於股票發行與上市公司資格實行一種實質性審批之模式，致使上市公司除要符合國家鼓勵之國有企業產業政策外，股票發行規模也形成一個總量管制的限縮。因此上市公司資格取得為一種配額，此種配額在經濟體制轉軌前與轉軌過程中成為中央與地方經濟管理的特徵¹⁰⁴。亦即證券市場上市公司的取得准入門檻過高，上市公司成為政府授予之壟斷權力，擁有此種資源者，便可獲得壟斷收益。例如證券市場的資金籌措管道，乃非上市公司所夢寐以求；上市公司相較於其他類型企業，以其股票可流通性、資訊相較為具有標準化而有較強變現性；上市公司具有較大的品牌效應；得以用較少的資金支配和控制較大的社會資本；股市處於發展期，各地政府也給予租稅優惠等等¹⁰⁵。當上市公司出現經營危機或是有意託售之際，一些民營企業或是不耐久候排隊等待上市的企業便萌生收購之動機，即使是一些體制幾乎難以扭轉的公司亦屬搶手，蓋上市公司在中國經濟體制下，其本身就是一個「資源」。

第四項 從股權結構分析中國上市公司

第一款 上市公司種類分析

一、A 股上市公司占整體上市公司比例之大宗

中國股票依據股票票面和交易幣種，流通股又分有 A 股、B 股和 H 股，上市公司中之股本結構即可能為單純 A 股或 B 股公司，或為 A 股含 B 股公司、A 股含 H 股公司。瞭解中國證券市場中上市公司之組成結構，有助於外資選

¹⁰³ 東方高聖投資顧問公司中國收購兼併研究中心編著，中國併購評論·新「上市公司收購管理辦法」特輯，機械工業出版社，2006 年 9 月，13 頁。

¹⁰⁴ 中國政府在把配額制沿用在剛起步的證券市場，其主要目的在於維持政府對市場規模與穩定性的控制。同時，配額制不僅成為控制企業進入股市的工具，也成為與地方政府之間爭奪資源的基礎。它是作為一種「政府治理」的方式以為對待的。Katharina Pistor & Chenggang Xu, *Governing Stock Markets in Transition Economies: Lessons from China*, 7 AM. L. ECON. REV. 196 (2005).

¹⁰⁵ 鄭琰著，中國上市公司收購監管，北京大學出版社，2004 年 8 月，45-46 頁。

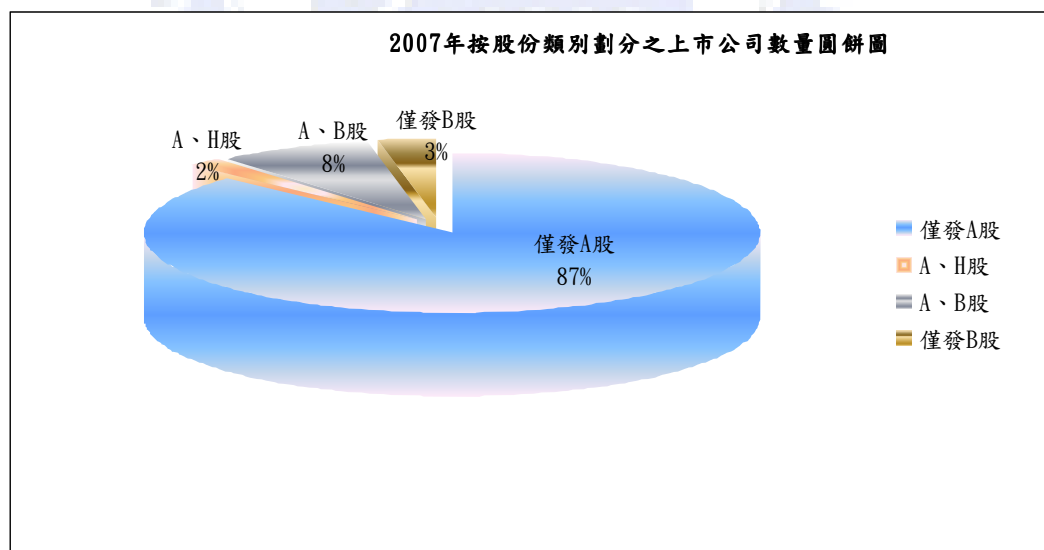
定目標企業以及收購之方式，並藉此分析中國外資收購法制以及外資收購之可操作性。依中國證監會統計年鑑之資料顯示，中國上市公司向來以單純 A 股公司為主力，至 2006 年底，僅發 A 股之上市公司已達中國所有上市公司總量之 87%。截至 2007 年底，上市公司總數量達到 1550 家，總市值達 32.71 萬億，相當於 GDP 的 140%¹⁰⁶，上市公司日益成為中國經濟體系之重要組成部分。

【表 2-8】 1994-2007 年上市公司之股權結構

年份	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
僅發 A 股	227	242	431	627	727	822	955	1025	1085	1146	1236	1240	1287	1396
發 A、H 股	6	11	14	17	18	19	19	23	28	30	31	32	38	45
發 A、B 股	54	58	69	76	80	82	86	88	87	87	86	86	86	86
僅發 B 股	4	12	16	25	26	26	28	24	24	24	24	23	23	23
合計	291	324	530	745	851	949	1088	1160	1224	1287	1377	1381	1434	1550
A 股合計	287	311	514	720	825	923	1060	1136	1200	1263	1353	1358	1411	1527
B 股合計	58	70	85	101	106	108	114	112	111	111	110	109	109	109

資料來源：中國證監會 2008 年證券期貨統計年鑑

【圖 2-3】 2007 年按股份類別劃分之上市公司數量圓餅圖



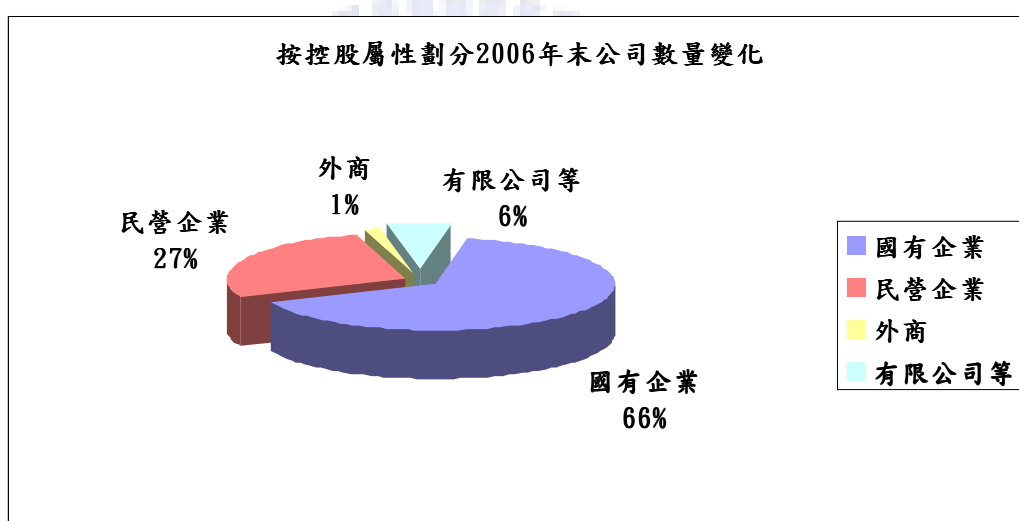
資料來源：中國證監會 2008 年證券期貨統計年鑑

¹⁰⁶ 中國資本市場發展報告，中國證券報，2008 年 1 月 25 日，T02-T04 版。

二、國有控股上市公司占整體上市公司之大宗

截至 2006 年底，上市公司第一大股東為國資委或國有控股企業的上市公司共有 945 家，占全部上市公司的 65.9%；民營企業控股上市公司 386 家，占全部上市公司比例為 26.9%。外資控股公司 18 家，占全部上市公司比例為 1.26%；有限公司等控股的上市公司 85 家，占全部上市公司比例為 5.93%。

【圖 2-4】按控股屬性劃分 2006 年末公司數量變化



資料來源：中國上市公司年鑒 2007

此分類又可將上市公司劃分為國有上市公司與非國有上市公司，即以第一大股東是否為國有性質，劃分國有上市公司與非國有上市公司，國有上市公司在資產、負債、淨利潤、淨資產占全部上市公司總量指標的比重分別達到 83.2%、77.05%、82.03%、84.49%，顯示其仍占據上市公司中之主導地位。

第二款 上市公司內部股權結構分析

計畫經濟體制衍生之股權分置以及國有企業改革之演進等因素，使中國之上市公司內部之股權結構呈現如下特徵：

一、同股不同權、同股不同價、同股不同利：

上市公司內部之股權結構分為流通股與非流通股，前者又依主體之不同分為 A 股、B 股、H 股、法人股（又可細分為國有法人股與非國有法人股，或發起法人股、外資法人股、募集法人股）、國家股和內部職工股等。由於流通股與非流通股市場之分裂，以及流通股市場本身之分裂，各種股份之市場價格差異甚大，其中非流通股之價格遠遠低於流通股之價格，而流通股中之 B 股和 H 股之價格又遠遠低於 A 股之價格，此種價格歧視嚴重損害了 A 股投資者之利益。

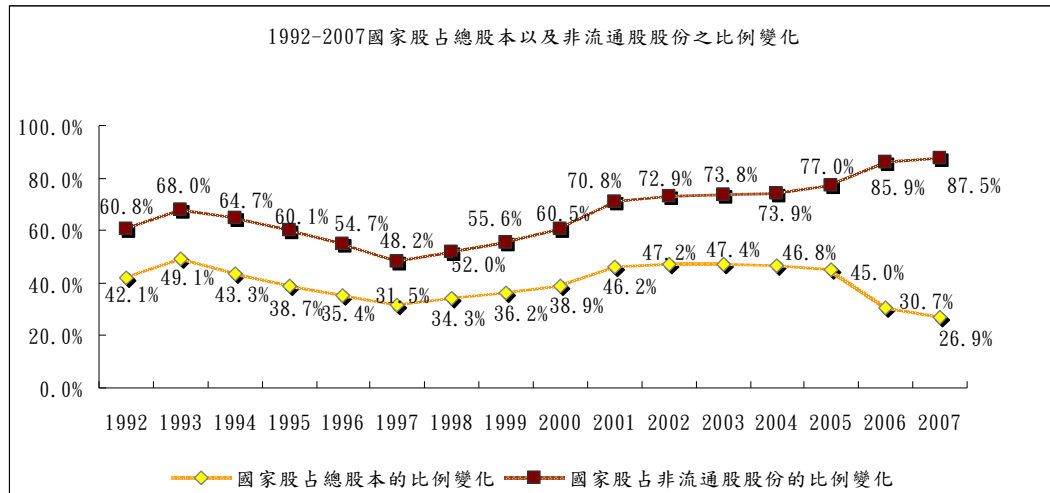
二、非流通股處於控股地位：

由前述表格可知，雖於股權分置改革後，非流通股所佔股份總數逐步下降，惟迄今非流通股仍處於上市公司股本中之絕對控股地位，如 2007 年底非流通股所佔比例仍達 54%，其中又以國有股、法人股為大宗。此對於外資收購中國境內上市公司模式之選擇有著極大之影響。

三、國家股占公司非流通股股份之絕對優勢：

本文以中國證監會統計年鑑所公布之中國上市公司總體股份歷年變化數量之數據為基準，以國家股作為分子，並分別以上市公司總股本以及上市公司非流通股股本為分母，試圖分析國家股於中國上市公司之地位，並作成如下所示之折線圖。由此折線圖可觀察出，1998 年前國家股相對下降，而 1998 年後則逐步攀升，此乃因 1997 年中共十五大提出國有企業「三年脫困」之目標，國有企業改制上市比例急遽增加，形成國家股股東為上市公司之第一大股東，股權高度集中之情形。雖 2005 年進行股權分置改革後，國家股占公司總股本之比例有顯著下降之趨勢，惟國家股仍占上市公司非流通股股份之絕對優勢，因此兩相比較觀之，可認國家股之第一大股東地位不僅未改變，反而使國家股股東具有控制上市公司更強之地位。對外資收購而言，中國對於外資取得國家股相關法規之開放程度，即更顯出其重要性。

【圖 2-5】1992-2007 年國家股占總股本以及非流通股股份之比例變化

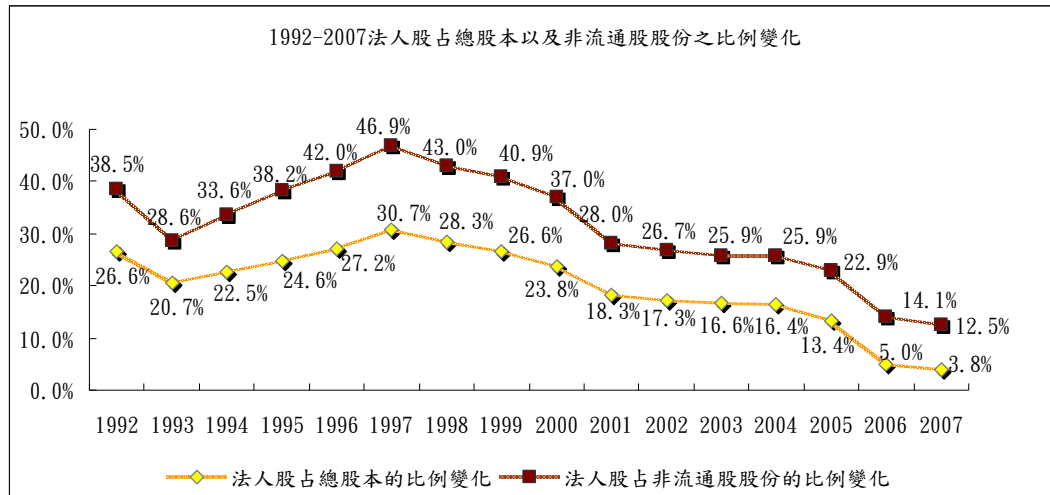


資料來源：依據 2008 年證券期貨統計年鑑測算

四、法人股占上市公司股本結構之比重較高：

承前述，本文除討論國家股於上市公司股本結構之地位外，並以相同方式探討法人股之地位如下表所示。綜合兩表比較可觀察得知，法人股於上市公司之地位亦可以 1998 年為分水嶺，1998 年前逐步上升，並有即將超越國家股之趨勢，1998 年後則隨國家股比例之大幅上升，法人股比例逐步下降。1998 年前，由於國家股無法上市流通，在上市公司資源匱乏時，許多企業法人則通過協議轉讓之方式受讓上市公司之國有股權，因而導致法人股比重日趨上升；1998 年後，除因國有企業改制上市，又基於對國有股協議轉讓控制較嚴，因而法人股比例降低，惟法人股仍為非流通股中相對比重較高之股份。

【圖 2-6】1992-2007 年法人股占總股本以及非流通股股份之比例變化



資料來源：依據 2008 年證券期貨統計年鑑測算

第三節 中國經濟體制沿革與外資併購模式發展

1978 年改革開放前，中國境內並無商業活動意義上的併購，其所發生之併購活動多屬強制、無償性之行政併購，其主要係用以因應國有企業改革組織改造之政策，通常由中國政府以所有者之身分介入，此種企業間的併購在計畫經濟體制環境下是一種行政組織的變革而已，真正具有市場機制意味之併購活動付之闕如¹⁰⁷，遑論外資於中國進行之併購活動。1978 年 12 月改革開放後，逐步開放外資進入中國之途徑，以下擬介紹外資於改革開放後之投資模式發展，並藉此窺知外資收購中國上市公司之沿革。

第一項 外資初期進入中國之發展背景

1978 年以來，中國逐步放棄傳統計畫經濟體制，並轉向市場經濟體制之大範圍體制變遷改革。確立了改革開放之政策後，中國引進和利用外商直接投資之腳

¹⁰⁷ 彭進軍，股份制企業兼併與收購，中國人民大學出版社，1999 年 1 月，47-49 頁。

步即開始加快。其具體之表徵在於，1979 年 7 月 1 日，由全國人大頒布「中外合資經營企業法」，允許外國公司、企業和其他經濟組織或個人，按照平等互利的原則，經中國政府批准，在中華人民共和國境內，同中國的公司、企業或其他經濟組織共同舉辦合營企業。此後，陸續在 1986 年頒布外資企業法、1988 年頒布中外合作經營企業法作為主體法律。

儘管中國早自 1978 年即確認改革路線，惟開放之初仍處於計畫經濟體制的思維模式與框架，既有法制的規範與市場經濟逐步發展下的場景逐漸產生不適應性，此乃因中國之改革開放並非先依循法律制度之建立而著手進行，而是先予改革，突破現在之法制規範理念再進行法制之修正以追認其改革理念¹⁰⁸，使得外資進入中國投資，僅能單純地直接設立企業的方式進入中國，外資併購此類商業活動的模式，礙於法令付之闕如之窘境而難以運作。實際上，外資進入中國也是在 1993 年之後才逐步大幅進入中國，但此階段之發展對中國引進外商直接投資，進而提供外資收購之可能性，仍屬不可或缺。

第二項 1995 年-1998 年：當收購在中國成為可能的萌芽期

當外資逐步進入中國，以及中國市場經濟發展加深之際，單純以外資自行設立企業的方式以進行企業的發展，進而重新架構一個生產、銷售的網絡和市場，顯然已不符企業運作的需求，嘗試與中國內地企業，特別是大型的國有企業，透過併（收）購的方式建立起在中國的企業版圖，在此時便更有其需要性以及必要性。

¹⁰⁸ 中國於十一屆三中全會中指出，為發展社會主義民主、健全社會主義法制之任務，必須貫徹執行「有法可依，有法必依，執法必嚴，違法必究」之基本方針。其重點更在於「有法可依」。中國主其事者認為「法律條文開始可以粗一點，逐步完善。有的法規可以先試稿，然後經過總結提高，制訂全國通行的法律。修改補充法律，成熟一條就補充一條，不要等待成套設備。總之，有比沒有好，快搞比慢搞好。」這種透過暫行或試行的模式成為改革開放以來對於新事務發展的一個固定模式。這在體制轉軌國家也是一個常見的模式。儘管法律體系在經過一段長時間的沈澱後，漸漸形成一個具體的框架，但是在經貿領域中，對於中國總是總體控制的因素考量，加上某些是對於中國的新興商業運作模式。是以觀之中國，即使在 1993 年市場體制確認之後，許多經貿性的法規，在初始之際都是以暫行或是試行的方式為之，待累積更多經驗和檢視更多的實務運作的缺陷，便形成一個較為正規的法律規範加以對待。過去諸如證券法、創業投資、期貨交易、外匯管理等等無不循此一模式進行。

1995 年 1 月，原對外經濟貿易合作部¹⁰⁹發布「關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定」，依該規定第 18 條以及第 20 條規定¹¹⁰，外資似可透過協議收購方式國家股與法人股。日本五十鈴（ISUZU）和伊藤忠（ITOCHU）商事株式會社即透過此規定聯合通過協議方式購買上市公司北京旅行車股份有限公司 4002 萬非國有法人股¹¹¹，占北旅公司總股本之 25%，首開外資併購中國企業之先河；美國福特汽車公司以 4000 萬美元認購江鈴 1.39 億新發 B 股，占江鈴發行後總股本之 20%，成為江鈴的第二大股東；美國通用電氣公司控股收購天津可耐；韓國三星公司收購北京雪花等具體案例。

本文以為，這一階段所呈現的收購案例，幾乎都是在特批的方式下進行，尚難做為外資併購中國企業的典型通例。在 1998 年證券法公布之前，作為證券市場運作主要法源的「股票發行與交易暫行管理條例」第 46 條規定，「任何人不得持

¹⁰⁹ 1993 年 3 月 16 日，中國第八屆全國人民代表大會第一次會議決定，將原「對外經濟貿易部」更名為「對外貿易經濟合作部」。其工作職能，基本上延續了之前的機構，主要負責對外貿易事務。2003 年 3 月 10 日，中國進行第八次的國機構改革，在第十屆全國人民代表大會第一次會議批准之國務院機構改革方案，將對外經濟貿易合作部與國家經濟貿易委員會及國家計委合組為「商務部」。此一變更宣示著，呼應加入 WTO 的實際管理需求，在經貿管理領域中，不再內外有別的管理方式。參，2003 年第十屆全國人民代表大會第一次會議關於「國務院關於機構設置的通知」（國發〔2003〕8 號）。

¹¹⁰ 「關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定」第 18 條規定，「國有企業、集體所有制企業如申請轉變為公司的，除符合本規定其他條款的規定外，還須符合以下條件：（一）該企業至少營業 5 年並有最近連續 3 年的盈利記錄；（二）外國股東以可自由兌換的外幣購買並持有該企業的股份占該企業註冊資本的 25% 以上；（三）企業的經營範圍符合外商投資企業產業政策。中外股東作為發起人簽定設立公司的協議、章程，報企業所在地審批機關初審同意後轉報對外貿易經濟合作部審批。申請轉變應報送下列文件：（一）原企業資產評估報告；（二）設立公司的申請書；（三）可行性研究報告；（四）發起人協議；（五）公司章程；（六）原企業的營業執照、最近連續 3 年的資產負債表；（七）發起人的資信證明；（八）其他必要的文件。」第 20 條規定，「股份有限公司申請轉變為公司的，除符合本規定其他條款的規定外，還須符合以下條件：（一）該股份有限公司是經國家正式批准設立的；（二）外國股東以可自由兌換的外幣購買並持有該股份有限公司的股份占公司註冊資本的 25% 以上；（三）股份有限公司的經營範圍符合外商投資企業產業政策。」

¹¹¹ 中國上市公司股權結構中，依照股東屬性可劃分為國家股股東、法人股股東和社會公眾股股東；而依照股東行為方式，又可分為明確持股者與非明確持股者，明確持股者係指個人股東與法人股東，此二類股東均具有追求利益最大化之動機與監督經營者之動力；非明確持股者則指國家股股東，即股權屬於國家，無明確持股人，因而容易發生因層層委託而導致最終產權結構模糊、所有者缺位、代理人問題等。法人股股東依其產權性質，又可分為國有法人股股東和非國有法人股股東。國有法人股係指具有法人資格之國有企業、事業或社會團體以其依法佔有之法人財產向獨立於自己之公司出資形成之股份。雖從最終之產權歸屬而言，國有法人股亦屬於國有股，惟兩者於公司治理中之表現則有異。非國有法人股係指一般企業法人或具有法人資格的事業單位向公司非上市流通股權部分投資所形成之股份。蘇武康著，中國上市公司股權結構與公司績效，經濟科學出版社，2003 年 11 月，108-109 頁，113 頁。

有一個上市公司千分之五以上的發行在外的普通股。」換言之，中國禁止個人透過交易市場中獲得上市公司的控股權，收購的主體僅能是法人，同時 A 股市場的收購主體僅能是境內法人。再則，儘管在九〇年代中國轉向市場經濟之路線，但中國在市場經濟的發展過程中，一個鮮明的事實卻是：市場秩序是在國家法律推動下形成的，法律因而是外加於市場的。任何經濟活動的本身都是在政府的允許方能進行與發展。

在這一期間的一系列收購事件，因當時經濟過熱以及法規規範不足，引發了社會爭議，為防止國有資產流失，國務院辦公廳發布「關於暫停將上市公司國家股和法人股轉讓給外商請示的通知」(國辦發〔1995〕48 號)，此號通知中規定「在國家有關上市公司國家股和法人股管理辦法頒布之前，任何單位一律不准向外商轉讓上市公司的國家股和法人股。」限制了外資透過收購方式取得上市公司股權之管道，外資收購自此凍結。這種急煞車的政策轉彎，在在說明，外資任何經濟活動的展開，都受限於中國政府的管制思維之下。

第三項 1998 年-2001 年：入世前的併購活動成長期

1999 年，原國家經濟貿易委員會發布「外商收購國有企業的暫行規定」，此為最早確立外商得以收購國有企業之依據，惟因涉及外商介入中國產業領域的議題，中國各級政府、各有關部門均有相關的法規範加以規定，且加註審批權，以致於外資收購中國企業難以從一般商業佈局模式加以投入而困難重重。2001 年 11 月，原外經貿部與中國證監會聯合發布「關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見」，明確規定外商投資股份有限公司經批准原則上可於中國境內發行 A 股或 B 股，須經商務部同意，且要按規定和程序設立或改制，還需符合外商投資產業指導政策，並允許外商投資企業受讓上市公司非流通股。

對於外資收購的發展，幾乎都鎖定在中國有關機關在外資政策上調整的步伐，但是外資持續加碼中國，使得更多產業領域發生加劇的競爭態勢，致使對於

透過收購的方式佈局中國的需求更為旺盛。此段時期外資併購之特點為¹¹²：一是外資從事併購產業範圍擴大至電子、橡膠、電信食品等製造業。二是繼直接控股之方式後，間接控股模式繼而成為多數採用之方式，如韓國三星康寧收購賽格三星。三是資產收購模式之興起。與股權收購不同，資產收購繞過了收購上市公司股權所面臨的繁瑣審批程序，通過資產收購，外資可控制上市公司之核心資產，如法國米其林收購輪胎橡膠、達能收購上海梅林等。四是外資於此階段已將目光集中在實質性的操作中，外資收購帶有積極改善經營之目的，亦具有戰略性之考量。

第四項 2002 年至今：後 WTO 時代的併購發展期

聯合國貿易發展委員會（United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD）發布的報告指出：2000 年外資併購於新建投資（Foreign Direct Investment, FDI，以下簡稱 FDI）中所占之比例為 5.5%。中國加入 WTO 後，於 2003 年發布「外國投資者併購境內企業暫行規定」，使得外資在中國進行併購活動具有客觀程序上的法源，外資在中國從事併購的活動於焉快速展開，2004 年外資併購於 FDI 之比例已高達 11%¹¹³。2007 年之中國外商投資報告中亦指出，2006 年中國實際使用外資金額達 694.68 億美元，占全球總額之 6.72%，在全球東道國中排名第四，發展中國家則排名第一¹¹⁴。

2005 年之股權分置改革、2006 年，商務部等六個部委聯合發布「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」第 5 條規定「外資以協議轉讓、上市公司定向發行新股方式以及國家法律法規規定的其他方式取得上市公司 A 股股份。」意味著中國允許外資收購上市公司的 A 股股票，讓外資通過證券資本市場從事收購兼併業務擴展了很大的空間。此外，2005 年中國證券法修正後，跟隨修訂「上市公司收購管理辦法」以及「關於外國投資者併購中國境內企業的規定」等配套法規，

¹¹² 任淮秀主編，兼併與收購，中國人民大學出版社，2006 年 2 月第 2 刷，第 327 頁。

¹¹³ 外商投資質量上升將推動規模再上新台階-訪商務部研究院外資研究部主任金伯生，上海證券報，2006 年 9 月 23 日，A2 版。

¹¹⁴ 苗俊傑，中國利用外資新信號，財經·金融實務，2007 年 9 月 17 日出版，第 52 頁。

使得中國的收購市場在法規範的適用上更趨於成熟，亦使投資者之類型將愈趨豐富多元，投入的資金也將更擴大¹¹⁵。

外資在中國從事收購活動時，其選擇目標企業之標準一向為：「必須絕對控股、必須是行業龍頭企業、預期收益必須超過 15%」¹¹⁶，並因中國經濟體制逐步健全以及上述法令之陸續發布施行，使外資於中國從事併購活動之主觀與客觀環境能互相配合。綜觀晚近外資在中國之併購交易市場可總結為四個特點：1、活躍程度顯著上升，市場容量迅速擴大；2、市場參與主體和交易類型多元化；3、跨境交易，或者帶跨境交易性質的併購案例顯著上升；4、各種併購交易的規範程度提高，顯示市場在發展中逐漸成熟¹¹⁷。而因中國外資併購法制以及資本市場等客觀環境之改變，加以中國市場被外資看好而廣受親睽，可預期此些併購特徵將會持續。

¹¹⁵ 如要求外資於戰略投資時應長期持有，禁止短期操作，將小額投資者排除在 A 股市場之外、換股收購豐富了併購之支付手段，使外資之併購成本降低，有利於更多外資之引入。

¹¹⁶ 全球併購研究中心編，2007 中國併購報告，人民郵電出版社，2007 年，第 591 頁。

¹¹⁷ 徐可，併購市場冰火兩重天，財經·金融實務，2007 年 1 月 22 日出版，第 28 頁。

【表 2-9】中國資本市場外資併購大事紀

年份	主要法規	市場影響	代表案例
1995.7-1995.9	尚無關於外資併購國內企業之法規	外資進入國內上市公司之法律環境尚未成熟	➤1995.7，日本五十鈴株式會社購買北旅汽車（現為航太長峰）總股本之 25%非國有法人股，開外資併購中國上市公司之先河
1995.9-1999.8	◊「關於暫停將上市公司國有股和法人股轉讓給外商的請示性通知」（1995.9）	囿於政策上之限制，此段時期外資多以間接方式併購中國上市公司	◊上市公司向外資定向增發 B 股： ➤1995.9、1998.10，江鈴汽車向福特汽車定向增發 1.38 億股和 1.2 億 B 股，福特汽車因而成為江鈴汽車第二大股東 ➤1999.3，華新水泥向 Holchin B.V.定向增發 7700 萬 B 股，使其成為第二大股東 ◊協議受讓非流通國有股和法人股： ➤1998.8，韓國三星康寧受讓深業集團持有的賽格三星 21.37%股權，成為第二大股東 ➤2001.10，阿爾卡特通過絕對控股上海貝爾間接控制上海貝嶺
1999.8-2002.10	◊「外資收購國有企業的暫行規定」（1999.8） ◊「金融資產管理公司吸收外資參與資產重組與處置的暫行規定」（2001.10） ◊「關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見」（2001.11） ◊「外資參股證券公司的設立規則」、「外資參股基金管理公司的設立規則」（2002.7）		
2002.10-2006.1	◊「上市公司收購管理辦法」、「上市公司股東持股變動資訊披露管理辦法」（2002.10） ◊「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」、「合格境外機構投資者（QFII）境內證券投資管理暫行辦法」、「利用外資改組國有企業暫行規定」（2002.11） ◊「關於加強外商投資企業審批、登記、外匯及稅收管理有關問題的通知」（2002.12） ◊「外國投資者併購境內企業的暫行規定」（2003.3）	此段期間，中國陸續公布有外資有關之規定，意味著中國證券市場加速對外開放之腳步	◊外資通過司法程序獲得上市公司的股權： ➤2003.7，佳通輪胎通過司法拍賣程序收購原樺林輪胎 44.43%的股權，成為公司控股股東 ➤2004.11，蘇格爾·紐卡斯爾啤酒股份有限公司以每股 10.5 元人民幣的價格受讓重啤集團所持有的國有股 5000 萬股，成為公司第二大股東。
2006.1 迄今	◊「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」（2006.1）	外資進入中國 A 股市場的再開放	➤2006.3，華新水泥公告，將通過向其第二大股東定向增發 A 股 ➤2006.4，武鋰 B 公告，公司控股股東武鋰集團將向阿爾斯通中國出售的武鋰 B 的 51%股權

資料來源：上海證券報，2006 年 7 月 4 日，A17 版



第三章 收購之行為依據

外資收購中國上市公司之法律環境

第一節 上市公司收購

上市公司收購，係指收購人在證券市場上收購上市公司之股票，以取得該上市公司的管理權或控制權，進而實現對上市公司之併購會實現其他產權性質交易之行為¹。「收購」為上市公司增強競爭力、提升公司價值的有效方式，其不僅是兩家企業體的資產重組，亦涉及人力資源的重組、市場占有率的重組與經濟秩序的重組。而「收購」之本質為何，於中國證券法制下「收購」如何定義，以及外資於中國從事收購上市公司行為之類型為何，與於西方資本市場從事收購行為有何差異，本節將逐一分析。

第一項 上市公司收購之概念

所謂收購，依我國「企業併購法」第4條第4款之規定，係指「公司依本法、公司法、證券交易法、金融機構合併法或金融控股公司法規定取得他公司之股份、營業或財產，並以股份、現金或其他財產作為對價之行為。」依此定義，收購依其標的之不同，又可分為「股權收購」或「資產收購」。

「股權收購」係指收購人以現金或換股方式，向目標公司之股東收購股份，

¹ 陳香文著，論我國企業併購法制-以合併及收購為中心，國立高雄大學法律學研究所碩士論文，2008年1月，103頁。

或由目標公司增資發行新股，由收購人認購²。因此，「股權收購」實際上為一種股票買賣，即收購人與目標公司股東透過對目標公司股份之買賣而使目標公司控制權發生移轉之買賣行為。然而，與一般股票買賣不同的是，上市公司收購係欲取得目標公司之控制權，而非僅欲獲取公司股息、紅利或透過證券交易賺取價差。再者，股票作為證券之一種，股權收購與一般證券買賣不同的是，上市公司收購中之股份買賣為一種特殊的買賣，蓋其買賣之標的為特殊之財產，即股份，其既非作為法律人格之公司，亦非公司自身所擁有之具體形態財產，而係抽象表示公司資本額之股份³。「資產收購」係指收購人購買目標公司全部或部分之資產，以取得目標公司經營某種業務之能力，此種收購方式若以目標公司之角度觀之，屬於營業讓與之一種。以本文主要討論之「協議收購」、「要約收購」而言，均屬「股權收購」之收購模式。

第二項 中國法制上之上市公司收購

第一款 證券法制上對上市公司收購之界定

中國相關證券法規中，最早界定上市公司收購概念之法令規範為 1992 年 4 月由深圳人民政府公布之「深圳市上市公司收購監管暫行辦法」。該辦法第 47 條規定，「收購與合併是指法人或者自然人及其代理人通過收購，擁有一家上市公司的股份，而獲得對該公司控制權的行為。控制權是指擁有一家上市公司 25% 以上的股份或者股票權。」對於證券市場剛起步的中國而言，從其對上市公司收購的定義，可看出當時對於收購之概念認識未深，除其規範不明確外，亦和中國具體之場景有所味異。蓋其將收購與合併視為同一概念同時進行定義；再者，以

² 薛明玲編著，企業併購完全實務手冊，財團法人資誠教育基金會，2003 年 9 月，11 頁。

³ 李志強著，跨國併購法律實務，上海遠東出版社，2007 年 1 月，110-111 頁。

收購來界定收購、復以收購來界定合併顯有邏輯上之謬誤；且以取得 25%股份即界定為具有對一家上市公司之控制權，似又忽略了上市公司股權結構各有不同以及中國上市公司股權集中度較高之現實。

1993 年 4 月國務院發布之「股票發行與交易管理暫行條例」第四章雖對上市公司收購行為有所規範，但仍未界定上市公司收購之概念。惟從「股票發行與交易管理暫行條例」第 46 條規定，「任何個人不得持有一個上市公司千分之五以上的發行在外的普通股；超過的部分，由公司在徵得中國證監會同意後，按照原買入價格和市場價格中較低的一種價格收購。但是，因公司發行在外的普通股總量減少，致使個人持有該公司千分之五以上發行在外的普通股的，超過的部分在合理期限內不予收購。」以及第 47 條規定，「任何法人直接或者間接持有一個上市公司發行在外的普通股達到百分之五時，應當自該事實發生之日起三個工作日內，向該公司、證券交易場所和中國證監會作出書面報告並公告。」⁴可觀察得知，「股票發行與交易管理暫行條例」禁止自然人通過證券交易市場獲得上市公司之控股權，收購方僅能是法人，且 A 股市場之收購主體僅能是中國境內之法人，可稽本條例相對於「深圳市上市公司收購監管暫行辦法」，對於上市公司收購之概念已有所限縮。

1998 年公布之「證券法」第四章「上市公司收購」，僅規定上市公司收購可採取協議收購和要約收購兩種方式⁵，仍未對上市公司收購之概念為界定。直到 2002 年 9 月發布之「上市公司收購管理辦法」，才對上市公司收購之概念有了明確之界定，對於收購程序也有相對較清楚之規範。該辦法第 2 條規定，「本辦法

⁴ 由於國有企業存在嚴重的代理問題，學者對於本條規定要求收購者應於收購目標公司已發行股份之 5%時即應履行披露義務有所批評。此派學者乃基於支持敵意收購之立場，認為敵意收購之存在有利於公司治理、促進企業之發展並提升其競爭力。本條規定之目的雖在保護目標公司之股東以及控制國有企業，惟在國有企業本身存在嚴重之代理問題以及國有股「一股獨大」之現象下，此立法目的之正當性即有待商榷。參郁光華著，公司法的本質-從代理理論的角度觀察，法律出版社，2006 年 7 月，10-13 頁，35-37 頁。

⁵ 1998 年證券法第 78 條規定，「上市公司收購可以採取要約收購或者協議收購的方式。」。

所稱上市公司收購，是指收購人通過在證券交易所的股份轉讓活動持有一個上市公司的股份達到一定比例、通過證券交易所股份轉讓活動以外的其他合法途徑控制一個上市公司的股份達到一定的程度，導致其獲得或者可能獲得對該公司的實際控制權的行為。」該辦法將上市公司收購之概念界定為目標公司「實際控制權」之轉移，而不僅僅是「控股權」之轉移，係對於收購更精確之定義。2005 年修正公布之「證券法」開放了不同之收購行為，其將上市公司收購分為要約收購、協議收購，並允許依「其他合法方式」所進行之收購行為⁶。所謂「其他合法方式」，如依據「上市公司收購管理辦法」第 22 條規定之通過國家行政劃撥、法院判決、繼承、贈與等合法途徑持有、控制某上市公司之股份，以及透過委託書徵求（Proxy Fight）、表決權信託（Voting Trust）、股權交換等方式取得上市公司之股權。於 2005 年修正之「證券法」基礎上，「上市公司收購管理辦法」亦於 2006 年進行配套修正，對於上市公司收購之程序有更詳盡之規範⁷，乃目前上市公司收購之主要法規範。

第二款 實際控制權之概念

依 2006 年發布之「上市公司收購管理辦法」，上市公司收購係指併購方通過在證券交易所的證券交易持有一個上市公司的股份達到一定比例，或者通過證券交易所證券交易活動以外的其他合法途徑控制一個上市公司的股份達到一定程度，導致其獲得或可能獲得對該公司的實際控制權行為⁸。本法將規範重點置於實際控制之事實或意圖，而將潛在的收購行為，即持股 5% 以上但未造成上市公

⁶ 2006 年「證券法」第 85 條規定。

⁷ 如對於財務顧問制度之要求（第 9 條）、權益披露之要求（第二章）以及豁免申請之程序規定（第六章）等。基於「上市公司收購管理辦法」對於財務顧問之要求，中國證監會於 2008 年 6 月發布了「上市公司併購重組財務顧問業務管理辦法」，詳後述。

⁸ 2002 年「上市公司收購管理辦法」第 2 條。參關景欣著，公司併購重組操作實務，法律出版社，2007 年 3 月，5 頁。

司控制權變化者，賦予其履行資訊披露之義務⁹，並於第 84 條規定，「有下列情形之一的，為擁有上市公司控制權：（一）投資者為上市公司持股 50%以上的控股股東；（二）投資者可以實際支配上市公司股份表決權超過 30%；（三）投資者通過實際支配上市公司股份表決權能夠決定公司董事會半數以上成員選任；（四）投資者依其可實際支配的上市公司股份表決權足以對公司股東大會的決議產生重大影響；（五）中國證監會認定的其他情形。」

由上可知，何種股份轉讓活動屬於上市公司收購之行為，在中國之相關法律定義中，其關鍵在於「實際控制權」之取得。「控制權」係指對上市公司之制度設計、經營決策、財產處置、人員安排、利潤分配、公司未來發展模式、公司的存續或消亡等重大事務之控制或決定能力，簡言之，控制權之核心內容為對公司所有重大事項的單方面決定權或重大影響能力¹⁰。

2006 年之「上市公司收購管理辦法」雖試圖對於「控制權」之概念有較明確之規範，惟該定義仍有涵蓋過廣或涵蓋不足之處，學者乃提出對「實際控制權」之界定標準¹¹，詳下述。

若有下列四種情形者，即屬實際控制上市公司：

第一，除有相反證據外，於該上市公司股東名冊中持股數量最多者。理論上，第一大股東即具有實際控制公司之權利。惟此一判斷標準係從形式認定，第一大股東未必有控制公司之主觀意圖，例如，證券公司因包銷該公司之股份，而成了該上市公司之第一大股東，此時證券公司如能舉證證明其無控制該上市公司之意圖，即可免除進行資訊披露之義務。本判斷標準可認係

⁹ 2006 年「上市公司收購管理辦法」第 13 條。

¹⁰ 張聖懷著，中國上市公司控制權法律問題研究-缺陷與改良，法律出版社，2007 年 6 月，13 頁。

¹¹ 鄭琰著，中國上市公司收購監管，北京大學出版社，2004 年 8 月，16-17 頁。

對於 2006 年之「上市公司收購管理辦法」第 84 條第 1 款之修正，蓋持股 50%以上之控股股東雖當然擁有上市公司之控制權，惟仍應就該上市公司實際之股權結構為判斷較為精確，且容許無主觀控制意圖者提出反證，亦可節省信息揭露等行政程序之成本。

第二，能行使、控制該上市公司之表決權數超過該公司股東名冊上持股數量最多之股東。此判斷標準相對於前述之形式認定，著重在主觀之控制意圖，將一致行動人等以各種間接方式控制公司表決權之表決權數一併計入，排除了名義上之第一大股東，實質上持股最多之股東方屬對該上市公司具有實質控制權者。本判斷標準乃 2006 年「上市公司收購管理辦法」第 84 條規定涵蓋不足之處。

第三，除有相反證據外，持有、控制該上市公司具表決權之股份數到達或超過 30%者。此為法律上所設定之實際控制一上市公司之持股比例線。由於實際控制一上市公司所需要之股份數因各上市公司股權結構之不同而有不同，而採取強制要約收購制度立法例之國家多以此比例為界線，故以持有具表決權之股份數達到 30%者，則視為實際控制。中國與一般採取強制要約收購制度之立法例不同，其於 2005 年之「證券法」第 88 條規定，「通過證券交易所的證券交易，投資者持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行的股份達到百分之三十時，繼續進行收購的，應當依法向該上市公司所有股東發出收購上市公司全部或者部分股份的要約。」即持有 30%以上股份之投資者，欲繼續收購時，方負有強制要約收購之義務。

第四，通過股東會表決權之行使，能決定該上市公司董事會半數以上之成員者。

「實際控制權」之取得，即成為控制股東，因此本文以為亦可藉由控制股東

之認定標準判斷實際控制權之取得。美國法律協會（American Law Institute）之公司治理原則（Principle of Corporate Governance: Analysis and Recommendations）對於「控股股東」係採實質認定標準¹²，第 1.10 款規定，控股股東係指一人或者與一人以上的人根據協定或共識擁有下列地位的人：1. 持有公司 50% 以上的流通股份並擁有其表決權者；2. 憑藉股東之地位對公司運作和決策及特定交易可以行使控制性影響力者（controlling influence）¹³，此外，一人或者與一人以上之人依據協議或共識而持股公司 25% 以上有表決權之流通股份，將被推定對該公司之管理或收益有實際性之控制力¹⁴。因此，即便僅取得少數股份，行使其表決權而能取得實質上控制之效果，亦屬於取得「實際控制權」。

由上述可知，「實際控制」為一動態之概念，其於證券市場之不同時期會有不同之狀態，亦因各別上市公司股權結構之不同而有異，故難以一明確之定義界定之，仍應依據個案之具體情形判斷該股東是否對上市公司之制度設計、經營決策、財產處置、人員安排、利潤分配、公司未來發展模式、公司的存續或消亡等重大事務具有控制或決定能力。惟為保護投資者之利益，相關法規範以形式標準規範上市公司收購行為，乃為行政監管之便利性所不得不然，因而為免掛一漏萬，2006 年「上市公司收購管理辦法」第 84 條第 5 款概括條款之立法方式，仍值肯定。

¹² 認定控股股東之標準，有採形式標準及實質標準。前者係由資本多數決出發，以該股東持有之資本數量比例界定之。又可分為「絕對控股股東」和「相對控股股東」。絕對控股股東係直接或間接持股比例超過公司有表決權股份之 50% 以上之股東，相對控股股東係直接或間接持股比例超過公司有表決權股份之 20% 以上未達 50% 之股東。實質認定標準則如後述。參黃輝著，控制股東信義義務：比較法分析對中國的立法建議，收錄於，轉型中的公司法的現代化（王保樹主編），570 頁。以前註鄭琰學者之認定標準而言，前三項認定標準係採形式標準，最後再輔以實質標準界定之。

¹³ ALI's Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations, §1.10(a)

¹⁴ ALI's Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations, §1.10(b)

第三款 上市公司收購與相關概念之檢視

第一目 上市公司收購與合併

「併購」(M & A, Merger and Acquisition)一詞，通常為「合併」(Merger)與「收購」(Acquisition)之合用，惟合併與收購為不同之商事行為，其所適用之法規範各異，因此有加以區別之必要。

其一，廣義的合併包含吸收合併(Merger)和新設合併(Consolidation)兩種，前者指A公司與B公司合併後，A公司繼續存在而B公司法人格消滅，後者指A公司與B公司合併後，共同組成一家新的公司，A、B公司之法人格均消滅¹⁵，因此，不論何種合併行為，必有一方或多方之法人格消滅；而收購係收購方透過證券交易以獲取目標公司之控制權，其並不使目標公司之喪失法人格。

其二，以合併方式併購目標公司者，併購方需取得目標公司之董事會與股東會同意後方可完成其併購行為¹⁶；而以收購方式併購目標公司者，無需先與目標公司之董事會協商，亦無需取得股東大會之批准，且即便目標公司之董事會反對收購行為，亦不影響收購活動之進行(即所謂之「敵意收購」)，甚且收購活動進行至某一程度後(目前多數立法例以收購方取得具表決權之股份數達到30%為界線)，無論收購方之主觀意願為何，收購方均負有收購之義務。

¹⁵ 「公司法」第173條規定，「公司合併可以採取吸收合併或者新設合併。一個公司吸收其他公司為吸收合併，被吸收的公司解散。兩個以上公司合併設立一個新的公司為新設合併，合併各方解散。」

¹⁶ 「公司法」第109條規定，「本法第四十七條關於有限責任公司董事會職權的規定，適用於股份有限公司董事會。」第47條規定，「董事會對股東會負責，行使下列職權：(七)制訂公司合併、分立、解散或者變更公司形式的方案。」第104條規定，「股東出席股東大會會議，所持每一股份有一表決權。但是，公司持有的本公司股份沒有表決權。股東大會作出決議，必須經出席會議的股東所持表決權過半數通過。但是，股東大會作出修改公司章程、增加或者減少註冊資本的決議，以及公司合併、分立、解散或者變更公司形式的決議，必須經出席會議的股東所持表決權的三分之二以上通過。」

其三，在程序上，合併重視對債權人利益之保護，當公司決議合併時，應即編制資產負債表和財產清單，以明確其財產狀況，提供給債權人查閱。於公開聲明後，債權人若提出異議，則有關合併方應對其債務予以清償或提供擔保，否則不得合併¹⁷；而收購則重視對股東利益之保護，因而有權益披露、資訊披露等之義務。

第二目 上市公司收購與股權轉讓

收購行為之本質為股權轉讓行為，惟兩者仍有加以區辨之必要。股權轉讓係指公司股東將其股權性出資轉讓給第三人之行為，此行為依標的公司之屬性可細分為兩種：一是有限責任公司出資份額之轉讓，即有限責任股東將其對公司的出資轉讓給其他股東或第三人；二是股份有限公司中非流通股或流通股之轉讓，非流通股之轉讓為股份有限公司的國家股或法人股股東將其對公司所持股份轉讓給其他人之行為，流通股之轉讓指股份有限公司之流通股股東透過證券交易所所持股份轉讓給他人之行為。前者主要適用「公司法」中關於有限責任公司出資份額之轉讓規定¹⁸，後者則與上市公司收購相關。當該股份有限公司為上市公司，且若轉讓股份達到一定比例時，即構成上市公司收購行為，應受「證券法」及相關法制之規範¹⁹。

¹⁷ 「公司法」第 174 條規定，「公司合併，應當由合併各方簽訂合併協定，並編制資產負債表及財產清單。公司應當自作出合併決議之日起十日內通知債權人，並於三十日內在報紙上公告。債權人自接到通知書之日起三十日內，未接到通知書的自公告之日起四十五日內，可以要求公司清償債務或者提供相應的擔保。」

¹⁸ 詳參「公司法」第三章規定。

¹⁹ 如「證券法」第 86 條規定，「通過證券交易所的證券交易，投資者持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行的股份達到百分之五時，應當在該事實發生之日起三日內，向國務院證券監督管理機構、證券交易所作出書面報告，通知該上市公司，並予公告；在上述期限內，不得再行買賣該上市公司的股票。投資者持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行的股份達到百分之五後，其所持該上市公司已發行的股份比例每增加或者減少百分之五，應當依照前款規定進行報告和公告。在報告期限內和作出報告、公告後二日內，

第三項 外資收購中國上市公司之路徑

公司收購是公司機制作用於市場經濟之必然趨勢，只要存在有股份有限公司之市場，即有公司收購行為之存在，僅係於不同之歷史時期，於不同之國家，呈現出不同之收購行為特點，以下擬就外資開始於中國從事上市公司收購行為後，其所從事收購行為之主要模式及特點為介紹。

第一款 外資直接控股上市公司

第一目 協議收購上市公司非流通股

於股權分置改革前，中國上市公司中之流通股比例較少²⁰，非流通股中之國有股不僅通常位居上市公司之控股地位，且其價格低於流通股價格，加以外資進入 A 股市場之管道尚未完全開放，因此協議收購上市公司之非流通股為外資收購中國上市公司之主要途徑。1995 年外資併購中國上市公司之第一案-日本五十鈴（ISUZU）以及伊藤忠（ITOCHU）聯合收購北旅汽車，即係以此方式完成。

不得再行買賣該上市公司的股票。」第 89 條規定，「通過證券交易所的證券交易，投資者持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行的股份達到百分之三十時，繼續進行收購的，應當依法向該上市公司所有股東發出收購上市公司全部或者部分股份的要約。」「上市公司收購管理辦法」第 13 條規定，「通過證券交易所的證券交易，投資者及其一致行動人擁有權益的股份達到一個上市公司已發行股份的 5%時，應當在該事實發生之日起 3 日內編制權益變動報告書，向中國證監會、證券交易所提交書面報告，抄報該上市公司所在地的中國證監會派出機構（以下簡稱派出機構），通知該上市公司，並予公告；在上述期限內，不得再行買賣該上市公司的股票。前述投資者及其一致行動人擁有權益的股份達到一個上市公司已發行股份的 5%後，通過證券交易所的證券交易，其擁有權益的股份佔該上市公司已發行股份的比例每增加或者減少 5%，應當依照前款規定進行報告和公告。在報告期限內和作出報告、公告後 2 日內，不得再行買賣該上市公司的股票。」第 24 條規定，「通過證券交易所的證券交易，收購人持有一個上市公司的股份達到該公司已發行股份的 30%時，繼續增持股份的，應當採取要約方式進行，發出全面要約或者部分要約。」等等。

²⁰ 股權分置改革於 2005 年 4 月開始進行，於該時點證券市場上有 64%之股份屬於非流通股，僅 36%之股份屬於流通股，詳參第二章。

1995 年 7 月，北旅汽車向日本五十鈴以及伊藤忠協議轉讓法人股 4002 萬股，占總股本之 25%，其中日本五十鈴占 15%，為第二大股東，伊藤忠占 10%，為第三大股東。該案經主管部門批准後，成為外商投資股份有限公司²¹。又如 1998 年 8 月，韓國三星康寧以協議方式受讓深業集團持有之賽格三星(000068)21.37%之股權，成為第二大股東；2001 年 10 月 31 日，格林柯爾集團（世界三大新型製冷劑供應商之一）透過旗下之順德市格林柯爾企業發展公司，以人民幣 5.6 億協議收購科龍電器（000921）20.6%之法人股，成為科龍電器之第一大股東等案，均係以協議收購之方式進行。

協議收購主要應注意中國有關國有資產轉讓之審批、評估程序以及產業政策之規定。由於中國對於國有資產流失以及經濟安全等議題均相當關注，因此國有股協議轉讓之審批程序較為複雜，國有資產產權之歸屬認定亦較困難，評估上市公司國有資產以及國有股價格亦容易產生爭議²²。

第二目 收購上市公司流通股之 A 股

在股權分置改革前，中國證券市場上存有一定數量上市公司，其股本結構為「全流通」²³，此種公司股權結構分散，為股權分置改革前收購者之最佳目標²⁴。

²¹ 惟本案發生時，中國對於外資併購中國上市公司之法律規範尚不完善，因此中國國務院在本案發生後隨即於 1995 年 9 月 23 日發布國辦發 1995 第 48 號文「關於暫停將上市公司國家股和法人股轉讓給予外商請示的通知」，規定「在國家有關上市公司國家股和法人股管理辦法發布之前，任何單位一律不准向外商轉讓上市公司的國家股和法人股」，限制了外資對上市公司股權取得的管道。直到 2002 年 11 月 4 日，中國證監會、財政部和國家經貿委聯合發布了「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題之通知」，使暫停多年的向外商轉讓上市公司國有股和法人股又重新啟動。

²² 詳見第四章。

²³ 此種公司之股份俗稱為「三無概念股」，係指在股本結構中無國家股、法人股、外資股、內部職工股和轉配股之公司，因此又有稱為「五無」概念股。

²⁴ 鄭琰著，中國上市公司收購監管，北京大學出版社，2004 年 8 月，65-66 頁。

如延中實業（600601）、興業房產（600603）、中華實業（600653）、飛樂音響（600651）等均屬之，其中延中實業於1995年為寶安企業集團（000009）所收購²⁵，此為中國上市公司收購之第一案，惟非外資收購中國上市公司之案例。

依據中國證監會之統計，上述公司中，除飛樂音響外，其餘之控股股東所持股份均未超過20%。而依據2002年通過之「合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法」²⁶第20條規定，「合格投資者的境內證券投資，應當遵守下列規定：（一）單個合格投資者對單個上市公司的持股比例，不超過該上市公司股份總數的百分之十；（二）所有合格投資者對單個上市公司的持股比例總和，不超過該上市公司股份總數的百分之二十。」因此其餘控股股東持股未超過20%之「全流通股本」之上市公司，係股權分置改革前外資利用合格境外投資者取得A股實現收購之最佳目標公司。

實際上，此種收購模式與臺灣及西方市場盛行之收購模式相同，與一般證券市場之收購發動與流程貼近，僅因中國證券市場股權分置之特殊現象，使得此種收購模式在中國並未受到青睞。而於股權分置改革後，中國股票市場將逐步邁向全流通，並逐步與國際資本市場接軌，外資可透過QFII從事A股收購，或以戰略投資者之身分進入A股市場，可預期外資透過要約收購A股之併購模式，將成為外資之主流併購模式。

第三目 收購上市公司流通股之B股、H股

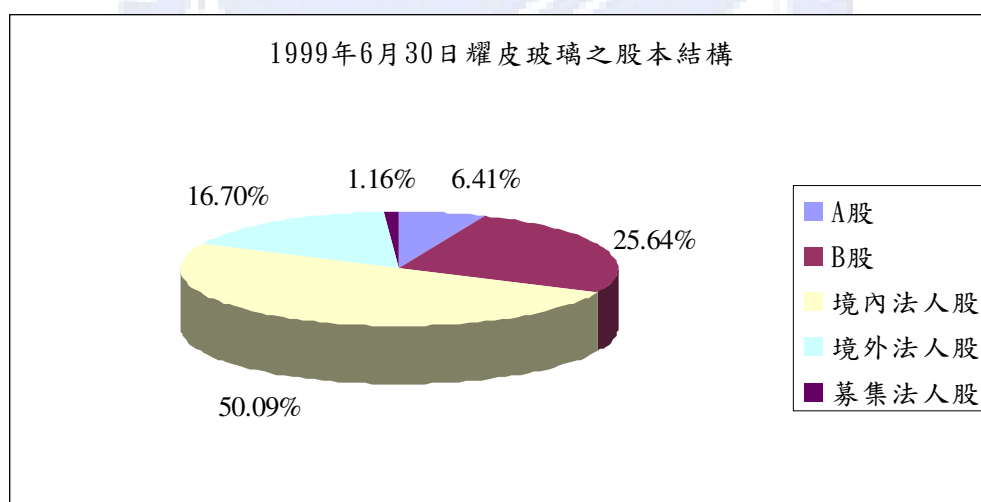
中國證券市場中之流通股除A股外，尚有B股以及H股等，儘管目前中國

²⁵ 依2007年寶安企業集團公司年報指出，目前該公司股本結構中，計有60.46%之流通股，39.54%之非流通股。該公司年報可於證監會網站上查知。

²⁶ QFII制度之詳細說明詳見本章第二節第四項。

上市公司對流通股之發行仍以 A 股上市公司為大宗，惟 B 股、H 股占公司股權比例相對較大之上市公司亦非不存在²⁷，外資亦可透過直接收購 B 股和 H 股實現收購上市公司之目的。如耀皮玻璃（600819）之流通股以 B 股所占股權比例較大（詳下表），1999 年 12 月，耀皮玻璃發起人之一-聯合發展（香港）有限公司，將其所持有 8.35% 股份轉讓給皮爾金頓國際控股公司，皮爾金頓成為與耀皮玻璃並列之第一大股東。而後，皮爾金頓分別於 2000 年年底以及 2001 年年中於 B 股流通市場中買進耀皮玻璃 245 萬股以及 865 萬股，成為耀皮玻璃絕對控股之第一大股東²⁸。外資採用此種收購方式時，應留意有關資訊披露、外匯管理以及強制要約收購之規定。

【圖 3-1】 1999 年 6 月 30 日耀皮玻璃之股本結構



資料來源：中國證監會

²⁷ 依據中國證監會 2008 年統計年鑑，2007 年年底證券市場之上市公司中，僅發 A 股之上市公司占 87%（計 1396 家），僅發 B 股之上市公司占 2%（計 23 家），同時發行 A 股、B 股之上市公司占 8%（計 86 家），同時發行 A 股、H 股之上市公司占 3%（計 45 家）。

²⁸ 關於耀皮玻璃之股本結構以及十大股東之變化，可至中國上市公司資訊網 <http://www.cnlist.com/GSZL/ssgs/gbsl.aspx?gpdm=600819>（last visited on 2008.3.3）查詢更詳細之資料。

第四目 上市公司向外資定向增發²⁹ A、B、H 股

所謂上市公司定向增發³⁰，是指在上市公司收購、合併及資產重組中，上市公司以新發行一定數量的股份為對價，取得特定人資產的行為，此種收購方式為國際資本市場上經常使用之收購手段。由於首次公開發行（Initial Public Offering, IPO）之價格往往低於交易市場流通股之價格，且可在一定程度上規避於交易市場上收購審批程序及資訊披露等之要求，再者，定向增發亦可作為迴避強制要約收購之手段³¹。

股權分置下，A 股限於由中國境內投資者以人民幣買賣並在境內證券交易所上市交易之股票，因此外資能參與定向增發者僅限於 B 股、H 股。即便 2002 年中國引入 QFII 制度，外資仍須透過合格境內投資者方得持有 A 股。然而，「證券法」、「公司法」均未賦予定向增發法源基礎，定向增發在中國卻已行之有年。如 1998 年「證券法」第 20 條規定，「上市公司發行新股，應當符合公司法有關發行新股的條件，可以向社會公開募集，也可以向原股東配售。」其中「可以向社會公開募集」，乃為對公募之規定。1995 年 8 月，江鈴汽車（000550）與美國福特公司簽署認購江鈴汽車 B 股認購以及聯合開發協議。福特汽車以 4000 萬美

²⁹ 「定向增發」，其概念類同於台灣證券交易法第 7 條第 2 項所規定之私募，「本法所稱私募，謂已依本法發行股票之公司依第四十三條之六第一項及第二項規定，對特定人招募有價證券之行為。」我國有價證券之私募係指發行公司不向一般社會大眾公開發行有價證券，而僅對少數特定投資人，以直接洽商之方式銷售發行證券以募集資金。參張恩成著，我國證券私募法制之研究-比較美國立法，國立高雄大學法律學系研究所碩士論文，2007 年 1 月，6-7 頁。

³⁰ 關於定向增發，其與公開發行均為上市公司再融資之手段，惟因其與公開發行有下列之不同，故常為上市公司收購之金融工具：(1)定向增發的目的是為了進行重組和併購，而不是從公眾投資者手中籌資；(2)定向增發的對象是特定人，而不是廣大社會公眾投資者；(3)定向增發的對價不限於現金，還包括非現金資產(包括權益)、債權等，而公開增發必須以現金認購；(4)由於特定人不同於社會公眾投資者，不需要監管部門予以特殊保護，定向增發的條件可不受公司法關於三年連續盈利及發行時間間隔的限制；(5)定向增發不需要承銷，成本和費用相對較低。

³¹ 「上市公司收購管理辦法」第 62 條規定，「經上市公司股東大會非關聯股東批准，收購人取得上市公司向其發行的新股，導致其在該公司擁有權益的股份超過該公司已發行股份的 30%，收購人承諾 3 年內不轉讓其擁有權益的股份，且公司股東大會同意收購人免於發出要約，收購人可以向中國證監會提出免於以要約方式增持股份的申請。」

元認購江鈴汽車所發行之 1.39 億股 B 股，占江鈴汽車此次發行 B 股總額之 80%，占發行後總股本之 20%，成為江鈴汽車之第二大股東。1998 年 11 月，江鈴汽車以私募配售方式增發了 17000 萬股 B 股，福特汽車配售了其中 12000 萬股，占增發股份的 70.59%。惟此種收購方式對於中國境內之 B 股、H 股股東而言，將有蒙受 B 股、H 股股價下跌之風險，且外資選擇此種方式收購中國上市公司時，在收購目標之選擇上亦受到一定程度之數量限制，在目前 B 股市場容量有限之情況下³²，要透過此種方式滿足大量之外資併購需求無異於杯水車薪。

股權分置改革步入尾聲後，於逐漸邁入全流通之背景下，「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」亦允許上市公司可對戰略投資者定向增發 A 股³³。由於 A 股市場相較於 B 股、H 股市場流動性更高，參與上市公司 A 股定向增發亦成為外資之首選。如華新水泥（600801）於 2006 年 3 月 7 日向 Holchin B.V. 定向增發 A 股，每股面值為 1 元，發行數量為 16,000 萬股，其價格不低於董事會會議決議公告前 20 個交易日內公司 A 股股票均價之 120%。

第五目 換股收購（股份交換³⁴）

³² 參本文第二章第四項，中國證券市場所有的上市公司中，同時發行 A、B 股以及僅發 B 股之上市公司，僅佔 11%。

³³ 「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」第 5 條規定，「投資者進行戰略投資應符合以下要求：（一）以協議轉讓、上市公司定向發行新股方式以及國家法律法規規定的其他方式取得上市公司 A 股股份；（二）投資可分期進行，首次投資完成後取得的股份比例不低於該公司已發行股份的百分之十，但特殊行業有特別規定或經相關主管部門批准的除外；（三）取得的上市公司 A 股股份三年內不得轉讓；（四）法律法規對外商投資持股比例有明確規定的行業，投資者持有上述行業股份比例應符合相關規定；屬法律法規禁止外商投資的領域，投資者不得對上述領域的上市公司進行投資；（五）涉及上市公司國有股股東的，應符合國有資產管理的相關規定。」

³⁴ 我國「公司法」第 156 條第 6 項所規定之「股份交換」制度，「公司設立後得發行新股作為受讓他公司股份之對價，需經董事會三分之二以上董事出席，以出席董事過半數決議行之，不受第二百六十七條第一項至第三項之限制。」即本處所指之「換股收購」，與我國「企業併購法」第 4 條第 5 款所指之「股份轉換」有所不同。

換股收購又稱「股票互換式併購」(stock-for-stock merger)，為股票併購之一種，指併購企業直接向目標公司股東發行其股票以交換目標公司之大部分股份³⁵。即併購方以發行新股之方式，換取目標公司之股份以完成併購，其最大之特點在於股權之價值以目標公司股權而非現金之形式表現，並藉此減少併購方之資金壓力。2006 年發布之「上市公司收購管理辦法」第 36 條³⁶首先開放了換股收購之併購方式，使收購方可選擇以證券做為支付收購目標公司之價款，而後「關於外國投資者併購境內企業之規定」第四章規定「外國投資者以股權作為支付手段併購境內公司」，係首次明確確認了外資可以換股收購之方式進行併購活動³⁷，是以賦予外資在進行收購上市公司有更多靈活的手段及方式。

第二款 外資間接控股上市公司

第一目 透過由外資控股之外商投資企業收購上市公司

由於中國對於外資身份從事收購行為仍有許多政策和法規之限制，且 A 股市場仍未全面開放，而外商獨資企業和中外合資企業為中國法人³⁸，故外資若透

³⁵ 謝文捷主編，外資併購 ABC，對外經濟貿易大學出版社，2003 年 5 月，4 頁。

³⁶ 「上市公司收購管理辦法」第 36 條規定，「收購人可以採用現金、證券、現金與證券相結合等合法方式支付收購上市公司的價款。收購人聘請的財務顧問應當說明收購人具備要約收購的能力。以現金支付收購價款的，應當在作出要約收購提示性公告的同時，將不少於收購價款總額的 20%作為履約保證金存入證券登記結算機構指定的銀行。收購人以證券支付收購價款的，應當提供該證券的發行人最近 3 年經審計的財務會計報告、證券估值報告，並配合被收購公司聘請的獨立財務顧問的盡職調查工作。收購人以在證券交易所上市交易的證券支付收購價款的，應當在作出要約收購提示性公告的同時，將用於支付的全部證券交由證券登記結算機構保管，但上市公司發行新股的除外；收購人以在證券交易所上市的債券支付收購價款的，該債券的可上市交易時間應當不少於一個月；收購人以未在證券交易所上市交易的證券支付收購價款的，必須同時提供現金方式供被收購公司的股東選擇，並詳細披露相關證券的保管、送達被收購公司股東的方式和程式安排。」

³⁷ 關於換股收購之詳細操作方式，詳見第四章。

³⁸ 「外商獨資企業法」第 2 條規定，「本法所稱的外資企業是指依照中國有關法律在中國境內設立的全部資本由外國投資者投資的企業，不包括外國的企業和其他經濟組織在中國境內的分支機

過在中國境內設立由其控股的外商獨資企業或中外合資企業從事收購行為，即可規避有關政策和法律對外資准入之限制，而由其子公司以中國法人之身分在中國證券市場受讓上市公司國有股及法人股或於流通 A 股市場上進行收購活動，以達收購上市公司之目的。2001 年 10 月 31 日，科龍電器（000921）原第一大股東廣東科龍（容聲）集團與順德市格林柯爾企業發展公司簽訂協定，容聲集團將其持有之約 20.6%科龍電器股份轉讓給格林柯爾集團（世界三大新型製冷劑供應商之一），轉讓價格為 5.6 億美元，轉讓後格林柯爾成為科龍電器第一大股東，容聲集團則退居科龍電器之第二大股東³⁹，即為顯例。

第二目 透過目標公司之控股股東間接收購

此種間接收購可再細分為三種態樣：

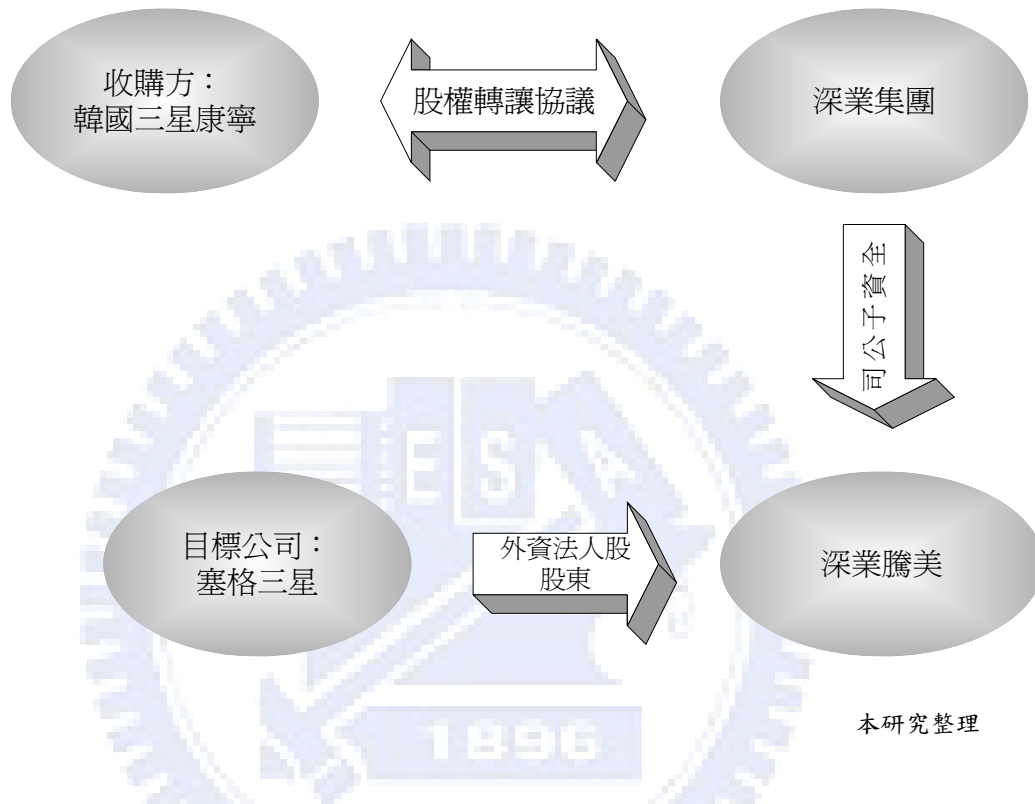
1、透過目標公司之外資股控股股東以達間接控股：此種併購模式之交易當事人主要係兩個外國投資者，故併購活動可能發生於中國境外，受中國法律規制較薄弱，此種方式頗受外資青睞。惟此種併購活動需目標公司已存在外資大股東，此種公司數量較為有限。1998 年 6 月，韓國三星康寧與賽格三星（000068）原股東深業騰美的母公司深業集團簽訂協定，深業集團將其全資子公司深業騰美轉讓給三星康寧。深業騰美是香港註冊的有限責任公

構。」第 8 條規定，「外資企業符合中國法律關於法人條件的規定的，依法取得中國法人資格。」依「中外合資經營企業法」規定，中外合資企業是指外國公司、企業和其他經濟組織或個人同中國的公司、企業或其他經濟組織在中國境內共同投資舉辦的企業。其特點是合營各方共同投資、共同經營、按各自的出資比例共擔風險、共負盈虧。各方出資折算成一定的出資比例，外國合營者的出資比例一般不低於 25%。並依「中外合資經營企業法實施細則」第 2 條規定，「依照《中外合資經營企業法》批准在中國境內設立的中外合資經營企業（以下簡稱合營企業）是中國的法人，受中國法律的管轄和保護。」

³⁹ 本案係格林柯爾集團運用旗下子公司，以協定收購目標公司-科龍電器之法人股從事其收購活動。

司，為賽格三星的外資法人股股東，持有賽格三星 167,957,704 股股份，占總股本的 21.37%⁴⁰即屬此例。

【圖 3-2】賽格三星收購案示意圖



2、透過目標公司之中國控股股東以達間接控股目標公司：與前者收購模式相較，外資透過目標公司之中國控股股東間接控制目標公司時，因其收購活動發生於中國境內，因而應受中國相關政策及法律之制約。此種收購方式之具體案例如阿爾卡特透過絕對控股上海貝爾而間接成為上海貝嶺（600171）之大股東。上海貝爾為上海貝嶺之第二大股東，亦為上海貝嶺之重要客戶，且上海貝爾擁有核心技術以及國際市場銷售管道，因而對於上海貝嶺有重大之影響力。2001 年 10 月，阿爾卡特與上海貝爾簽訂兩份股權轉讓協議併購上海貝爾，一是與上海貝爾的中方股東簽署股權轉讓協議，受讓

⁴⁰ 本案係韓國三星康寧透過目標公司-賽格三星之外資股控股股東-香港深業騰美，以協定收購法人股之方式從事收購活動。

中方股東所持有之上海貝爾 10%+1 股之股份；二是與上海貝爾之外資股東-比利時政府簽訂股權轉讓協定，受讓比利時政府所持有上海貝爾 8.35%之股份。阿爾卡特以 3.12 億美元現金支付受讓股份之價款後，將持有上海貝爾 50%+1 股之股份，取得對上海貝爾之絕對控股權，因而間接持有上海貝爾 25.64%之股份。

3、透過與目標公司之母公司合資間接控股目標公司：外資透過與目標公司之母公司合資，不僅可獲得目標公司之控制權，且其投入之資金仍在收購方之控制之下，而相對於上市公司而言，上市公司多係因應國有企業之改革而設立，因而上市公司之母公司多係國有企業，往往承載較多之歷史問題，母公司之品質低於上市公司，外資之收購成本亦較低⁴¹。惟鑒於上市公司之歷史問題，收購方需對具有「中國特色」之間接收購模式較為熟悉，且對上市公司母公司之債務、人員等問題之處置需有符合中國市場特色之安排，較容易成功⁴²。

第三款 其他方式

第一目 上市公司向外資定向增發可轉換公司債

以可轉換債券達成收購目的之優點，對於目標企業而言，可使上市公司及時獲取資金以及管理資源，並避免股本迅速擴張造成之股權及利潤稀釋問題；對於收購方而言，可轉換債券可使其在中國之戰略佈局有更多之選擇。2002 年青島啤酒向美國 AB（Anheuser—Busch Company）發行 1.82 億美元之定向可轉換債

⁴¹ 上市公司與國有企業改革之關係，詳見本文第二章第二章。

⁴² 任淮秀主編，兼併與收購，中國人民大學出版社，2006 年 2 月第 2 刷，339 頁。

券，約定在七年內分三次按約定價格強制性轉為 H 股，為外資採用此種方式收購中國上市公司之首例。惟現行「公司法」對於可轉換債券之發行僅有原則性之規定⁴³，即使 2006 年 5 月修正發布「上市公司證券發行管理辦法」，其對於向外資定向發行可轉換債券之規定亦付之闕如。

第二目 收購上市公司之核心資產

外資與中國上市公司合作並建立由外資控股之合資公司以反向收購上市公司之核心資產，從而間接實現收購目的。此種收購方式使外資可對上市公司達成實質之控制，並避免收購股權之審批程序，如米其林公司透過與輪胎橡膠建立由其控股之合資公司並反向收購輪胎橡膠之核心資產。

第三目 利用融資參與管理層收購

管理層收購（Management Buy-Outs，MBO）係融資收購（Leveraged Buy-Outs，LBO）之一種，融資併購乃指收購方提高舉債額度以財務槓桿取得融資以完成交易，以取代完全以本身資金作為交易對價。通常，目標公司之資產會成為融資之抵押品。收購方可區分為兩種，一為目標公司之外部投資者，另一為目標公司內部之管理階層，後者即為管理層收購⁴⁴。換言之，即目標公司之管理

⁴³ 「公司法」對於可轉換債券之發行方式僅規定於第 126 條及第 127 條，其規定內容分別為：「上市公司經股東大會決議可以發行可轉換為股票的公司債券，並在公司債券募集辦法中規定具體的轉換辦法。上市公司發行可轉換為股票的公司債券，應當報國務院證券監督管理機構核准。發行可轉換為股票的公司債券，應當在債券上標明可轉換公司債券字樣，並在公司債券存根簿上載明可轉換公司債券的數額。」、「發行可轉換為股票的公司債券的，公司應當按照其轉換辦法向債券持有人換發股票，但債券持有人對轉換股票或者不轉換股票有選擇權。」

⁴⁴ Tom Album & Mary Beth Burgis, *Leveraged Buyouts: The Ever Changing Landscape*, 13 De Paul

者，利用借貸或與金融機構合作，取得資金收購其工作或管理的企業股份，目的在改變目標公司之所有者結構、控制權結構和資產結構，使原企業經營者變成企業所有者⁴⁵。因而，管理層可能透過向外資融資之方式完成其管理層收購，並使外資藉此間接控制上市公司。「上市公司收購管理辦法」第 51 條對於管理者收購僅有原則性之規定，在融資問題缺乏具體規定，故即便外資為管理者收購之資金來源，現行規範中仍無資訊披露之要求。

第四款 收購方式之選擇

收購方取得上市公司控制權之方式，既可立足於上市公司既有之總股本（即所謂「存量」），亦可著眼於上市公司新發行之股本（即所謂之「增量」）。前者係指收購方透過「舉牌」⁴⁶、要約收購、協議轉讓等方式獲得目標公司一定比例之存量股份，以實現對目標公司之控制；後者主要指目標公司透過向收購方定向增發之方式實現控制權之轉移。收購意圖往往係收購方決定採取存量收購或增量收購之重要因素之一，蓋若採增量收購，即透過定向增發收購，收購方除可取得控

Bus. L.J. 109, at2-3.

⁴⁵ 謝文捷主編，外資併購 ABC，對外經濟貿易大學出版社，2003 年 5 月，6-7 頁。

⁴⁶ 「舉牌」為中國證券市場上之慣用語，證券法上並無相應語詞，係指投資者獲得上市公司已發行股份達到法定比例時，需履行信息披露義務且其股票買賣行為受法律限制。如依據「權益公開原則」，證券法第 86 條第 1 項規定，「通過證券交易所的證券交易，投資者持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行的股份達到百分之五時，應當在該事實發生之日起三日內，向國務院證券監督管理機構、證券交易所作出書面報告，通知該上市公司，並予公告；在上述期限內，不得再行買賣該上市公司的股票。」；依「慢走規則」，則指投資者獲得某特定上市公司股份達法定比例後，買賣該上市公司股票受法定限制，如證券法第 86 條第 2 項規定，「投資者持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行的股份達到百分之五後，其所持該上市公司已發行的股份比例每增加或者減少百分之五，應當依照前款規定進行報告和公告。在報告期限內和作出報告、公告後二日內，不得再行買賣該上市公司的股票。」；依「禁止行為原則」，指舉牌者獲得某特定上市公司 5% 股份，依照證券法規定應進行權益公開或慢走時，不得再行買賣該上市公司股票。此即證券法第 86 條第 1 項、第 2 項後段所規定之「在上述期限內，不得再行買賣該上市公司的股票。」、「在報告期限內和作出報告、公告後二日內，不得再行買賣該上市公司的股票。」參張德斌著，股改背景下舉牌該何去何從-訪上海交通大學法學院教授李明良，中國證券報，2006 年 2 月 15 日，13 版。

制權外，目標公司亦獲得資金或資產之注入，因此，在取得現有股東認可之基礎下，出於產業整合之目的，收購方較傾向選擇增量收購之方式。若收購方係欲透過交易市場獲得上市公司之控制權，成本以及勝算機率將是其決定採取要約收購或舉牌之重要要素。舉牌相對於要約收購，較適合於股權相對分散之公司，收購方享有較多之主動權，收購方可進可退，較靈活，此種收購模式帶有漸進式之敵意。而要約收購之收購方對於成本之控制力較強，但收購方最終能取得多少股權，決定權仍在賣方。舉牌之漸進增持之收購方式，在初始階段收購方仍可處於幕後擇機買入，成本相對較低，惟隨其持股比例逐漸增加至 5% 時，資訊披露之義務將使收購方浮出水面，造成股價之波動，收購成本較難控制⁴⁷。

第四項 股權結構對上市公司收購之影響

併購的實質，是對股權的爭奪。中國上市公司因受經濟體制與國有企業改革之影響，使上市公司具有特殊的股權結構，其與其他國家不同的是，中國上市公司中並無有影響力的個人或家族股東，金融機構和機構投資人的影響幾乎不存在，真正具有影響力的是國家，而且這影響是巨大的⁴⁸，約有 40% 的上市公司中，其國有股即占其總股本之 50%⁴⁹，形成上市公司股權（或控制權）之高度集中。

股權高度集中本身並不必然產生危害，危害是在一定條件下之產物，特別是於法律制度或監管理念和手段尚未成熟，公司控制人之控制行為缺乏有效制衡手段之情況下。由於中國對於證券市場的約束和監督機制脆弱，加以法律制度對正當權益的保護與救濟不力，極易出現大股東操縱證券市場，甚至大股東濫用控制

⁴⁷ 上市公司收購，升級版玩法更講究，中國證券報，2006 年 8 月 3 日，A7 版。

⁴⁸ Stoyan Tenev et al., *Corporate Governance and Enterprise Reform in China*, World Bank and the International Corporation. (2002)

⁴⁹ 梅君著，中國上市公司併購規則，中國人民大學出版社，2005 年 2 月，152 頁。

權導致上市公司獨立人格的喪失，上市公司完全成為控股股東進行融資和市場運作的工作，中小股東及債權人成為控股股東獲取利益的犧牲品⁵⁰。中國股市常受到政策干預、漠視小股東利益、監管失效、上市公司虛假陳述等情事，就是在股權高度集中的結構背景，上市公司難以落實合理的制衡機制⁵¹。

中國上市公司股權高度集中的原因，主要係國有企業改革的歷史遺留，以及國有股與法人股處於非流通的狀態。長期以來，由於國有股不具流通性，使其正常市場價格無從體現，再加上國有股股東習慣用行政手段控制公司，而不是用控制股東身份控制公司，不重視控制股份的控制價值，以致於中國上市公司之控制股份價值被貶低⁵²。中國上市公司除有股權集中度過高之特色外，尚存在嚴重的「行政干預下的內部人控制」。股權集中度與內部人控制問題為顯著正相關之問題⁵³。

中國上市公司多處於由大股東絕對控股之地位，此種現象使潛在之收購者僅能透過與控股股東談判並經其同意後方有獲得公司控制權之可能性，透過代理權徵求爭奪戰之方式從事收購不可能發生，透過其他方式從事收購者，收購成本高且成功率也較低⁵⁴，此亦可解釋目前多透過股權協定轉讓方式獲取中國上市公司控制權之現象。法律修正補強並在上市公司引入公司治理機制，雖可賦予公司之運作得有一個健全的規範，以期合理制衡股東權利、保護中小股東利益、保證上市公司健全發展，但重點在於政府機制和市場機制之間的互動，以及龐大國有股

⁵⁰ 張聖懷著，中國上市公司控制權法律問題研究-缺陷與改良，法律出版社，2007年6月，3頁。

⁵¹ 中國上市公司長期來缺乏一個健全的法治環境，而不能對市場進行有效的監管；沒有以資訊披露為核心的監管，便無法改變股市信息嚴重不對稱的狀況，也不能給予投資者信心。證券法與公司法之同步修正，可期待在法律條件建構後，中國股市的主其事者，能就體制的調整與信心的塑造有所加強，不再讓上市公司經營層視股市為提款機。

⁵² 張舫著，股權結構與上市公司治理，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2002），上海人民出版社，2002年11月，32頁。

⁵³ 梅君著，中國上市公司併購規則，中國人民大學出版社，2005年2月，154頁。

⁵⁴ 由於上市公司由非流通股股東享有控制權，因此若收購者透過二級市場要約收購流通股，不僅其股價較非流通股高出許多，即便取得流通股，亦無法取得上市公司之控制權。

結構如何有效地進行處置，這才是在上市公司推行公司治理機制所面臨的結構性難題⁵⁵。這也是外資在從事併購中國上市公司所需深度考慮的事項。

第二節 外資收購中國上市公司之法律環境

本節首先將就中國對外資收購上市公司法制沿革為一簡述，而後再針對現行法規中與外資收購上市公司相關之部分為各別之介紹。

第一項 概述

中國在市場經濟的發展過程中，一個鮮明的事實是，市場秩序是在國家法律推動下形成的，法律因而是外加於市場的。任何經濟活動的本身都是在政府的允許方能進行與發展。儘管中國一直以來提供相當多之優惠政策以吸引外資，惟1995年前，中國對於外資政策立法主要針對FDI而設⁵⁶，也因而1995年前中國幾乎不存在外資併購之案例。外資收購中國上市公司始於1995年8月的「北旅事件」，由日本五十鈴（ISUZU）和伊藤忠（ITOCHU）商事株式會社透過協定方式購買上市公司北京旅行車股份有限公司4002萬非國有法人股，占北旅公司總股本之25%⁵⁷，此一事件引發了中國對外資收購法律環境的思考，此後外資收購上市公司之途徑即被凍結，此段期間內，外資欲收購中國之上市公司僅能透過

⁵⁵ Wen-Chieh, Wang, *The 2005 Revision to China's Company Law*, *Harvard China Review*, Vol. 7, No. 1, at 63-76 (2006).

⁵⁶ 如1995年1月1日，原對外貿易經濟合作部發布「關於設立外商投資企業股份有限公司若干問題的暫行規定」，規定了股份有限公司向外資增資闖股或轉股發行外國股東持有的股份的條件和程序。

⁵⁷ 詳第二章第一節。

定向增發 B 股等方式為之⁵⁸。

1996 年後，因應中國國有企業之改革，逐步公布了有關外資併購中國境內企業之相關規範政策，此後隨著中國加入 WTO 後，其對外資之政策亦不斷地開放，自 2001 年起，有關外資收購中國上市公司之一系列規定逐步的公布。2001 年 11 月，原對外貿易經濟合作部⁵⁹和中國證監會聯合發布「關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見」，對外商投資股份有限公司發行 A 股或 B 股和允許外商投資企業受讓上市公司非流通股做了原則性之規定。

2002 年 9 月，中國證監會發布「上市公司收購管理辦法」，此辦法是對於 1998 年所頒布「證券法」第四章有關上市公司收購的具體落實與適用依循。上市公司收購可採用要約收購、協議收購和證券交易所的集中競價等多種方式進行，收購人可為本國投資者亦可為外國投資者⁶⁰。為規範上市公司收購活動，中國證監會發布了「上市公司股東持股變動資訊披露管理辦法」以之作為「上市公司收購管理辦法」之配套規定，建立起對涉及上市公司收購的相關重要法律問題及資訊披露事宜的法律框架。

2002 年 11 月，中國證監會、財政部和原國家經貿委聯合發布「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」，允許向外商轉讓上市公司的國有股和法人股，明確規定相應原則、條件和程序，使外商得以再度從事收購中國

⁵⁸ 如江鈴汽車股份有限公司分別於 1995 年及 1997 年向福特汽車公司進行定向增發，福特汽車公司透過此途徑而成為江鈴汽車股份有限公司的第二大股東。

⁵⁹ 1993 年 3 月 16 日，中國第八屆全國人民代表大會第一次會議決定，將原「對外經濟貿易部」更名為「對外貿易經濟合作部」。其工作職能，基本上延續了之前的機構，主要負責對外貿易事務。2003 年 3 月，第十屆全國人大第一次會議決定，在「對外貿易經濟合作部」和原「國家經濟貿易委員會」的基礎上，組建「中華人民共和國商務部」。

⁶⁰ 在 1998 年證券法中，對於收購方的主體稱謂不再作細分，一概稱之為「投資者」，對個人持股比例亦不作上限的規定。這一規定使得自然人、民營企業和外商投資企業或是外國投資者與境內法人有一平等地位，均可獲得對大陸上市公司收購、控股的權利。中國證券法作出此一轉變，將有利其通過資本市場的合理流動實現資本的合理配置，並提高個人投資者的參與程度，多少將改變個人股東在上市公司股東大會與董事會上無足輕重的現象。

上市公司之活動。此通知從政策上允許外商受讓上市公司國有股和法人股，且對外商受讓的程序、外資行業政策、外匯管理等方面都有更為明確的規定。

2002 年 11 月，中國證監會和中國人民銀行聯合發布「合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法」，並自 2002 年 12 月 1 日起施行。所謂合格境外機構投資者（QFII）係指符合本辦法規定之條件，經中國證監會批准投資於中國證券市場，並取得國家外匯管理局額度批准的中國境外基金管理機構、保險公司、證券公司、商業銀行以及其他資產管理機構。合格投資者應委託境內商業銀行作為託管人託管資產，委託境內證券公司辦理在境內的證券交易活動⁶¹。QFII 制度之實行，雖未使外資得直接於 A 股市場中進行投資行為，但仍象徵著中國 A 股市場之開放。外資得透過 QFII 從事 A 股上市公司之收購，但因 QFII 投資額度之限制，使外資欲透過 QFII 達成收購之目標仍有一定之難度。

2002 年 11 月，原國家經貿委、財政部、工商總局和國家外匯管理局聯合發布「利用外資改組國有企業暫行規定」，並於 2003 年 1 月 1 日起實施。此規定規範了國有企業向外資轉讓國有產權、股權、債權和資產，或者接受外資增資，改組為外商投資企業的有關政策，並與「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」構成中國利用外資改組國有企業的政策體系，對調整和優化國有經濟佈局有重要之影響。

這一時期中，上述這些法律規範的本身，突出地顯示中國在加入 WTO 之後，逐步放寬外資在中國投資的型態，使得外資得應用的資本模式逐步豐富，讓收購活動逐步成為可能。這是在加入 WTO 後在不同領域下所做承諾的因應，造就法令鬆綁所致。

⁶¹ 其投資組合中至少有 70%投資於股票市場，同時還必須指定一家中國商業銀行作為其委託人以及一家中國證券公司來操作其訂單。相關規定內容詳見後述。

2006 年因應證券法之修正，「上市公司收購管理辦法」也跟隨修正。2006 年 8 月修訂後「關於外國投資者併購境內企業的規定」讓外資收購的主體法更為周延而具體。但讓外界的疑慮的是，既鼓勵外資利用股權方式收購境內企業，同時加強了對重點行業、中國馳名商標、中國老字型大小外資收購的審查⁶²，是否中國在對於外資收購目標公司的範疇受到限縮，同時加強行政機關的審批，使得行政介入而壓抑正常商事併購活動之進行。惟不可否認的是，此辦法之通過，已為中國的全流通時代的併購市場作出了革命性的創新，使外資併購中國上市公司之方式更趨靈活。

【表 3-1】外資收購中國上市公司法律法規沿革表

類別	法規名稱	頒布機關	發布（公布）日期	主要內容簡述	備註
基本法律法規	股票發行與交易管理條例	國務院	1993.4	對上市公司收購、要約收購進行簡單規定	與證券法不矛盾之條款仍然有效
	股份有限公司國有股權管理暫行辦法	國家國資局 國家體改委	1994	明確國家股權轉讓目的、轉讓收入的投向、轉讓數額、轉讓物件、轉讓方式和條件、轉讓定價、轉讓時間以及其他具體安排	
	股份有限公司國有股股東行使股權行為之規範意見	國有資產管理局 國家經濟體制改革委員會	1997	允許國有股股東依法可向境內外法人和自然人轉讓國有股股份	
	證券法	全國人大常委會	1999.7	確定上市公司收購監管之基本法律框	

⁶² 「關於外國投資者併購境內企業的規定」第 12 條規定，「外國投資者併購境內企業並取得實際控制權，涉及重點行業、存在影響或可能影響國家經濟安全因素或者導致擁有馳名商標或中華老字型大小的境內企業實際控制權轉移的，當事人應就此向商務部進行申報。」

				架	
			2004.8	規定上市公司要約收購或協議收購之方式，以及強制邀約之條件及其豁免等。	協議收購無強制要約收購之適用、強制要約收購義務之豁免等
			2005.10	規定上市公司要約收購或協議收購之方式，以及強制邀約之條件及其豁免等。	協議收購亦受強制要約收購之規範、刪除要約收購中強制要約收購義務之豁免、部分要約收購等
公司法	全國人大常委會	1993.12 1999.12 2004.8 2005.10	「公司合併和分立」之基本規範		
企業國有產權轉讓管理暫行辦法	國資委	2004.2	就國有產權轉讓的審批、程序、方式、資產評估、價款支付、債權人保護及職工利益保護等問題做出了全面規定，並規定了轉讓行為無效之情形。	國有產權轉讓之最新規定，適用於對內、對外轉讓國有產權。	
上市公司收購管理辦法	中國證監會	2002.12	全面規定上市公司收購主體、收購方式、收購程序、資訊披露等內容		
		2006.8	修正 2002 年的原法規，允許換股併購	規範上市公司收購有關問題之第一部專門法規	
反壟斷法	全國人大常委會	2007.8			
上市公司併購重組	中國證監會	2008.6	明確對證券公司、投資諮詢機構以及其		

	財務顧問業務管理辦法			他符合條件的財務顧問機構從事上市公司併購重組財務顧問業務實行資格許可管理，同時規定了財務顧問主辦人的相關資格條件	
外資收購	外商收購國有企業的暫行規定	國家經濟貿易委員會	1999.8	明確了外商可參與國有企業之併購，但收購之步驟、標準仍不明確，審批程序複雜，可操作性低	
	關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知	中國證監會 財政部 國家經貿委	2002.11	確立了向外商轉讓境內上市公司國有股和法人股的原則與方式	象徵著 1995 年「關於暫停將上市公司國家股和法人股轉讓給予外商請示的通知」禁令之解除，暫停多年的外資併購上市公司活動得以重新全面展開
	合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法	中國證監會 中國人民銀行	2002.12	准許合格之境外投資機構透過託管銀行投資於境內 A 股市場，使外資亦可透過此管道達成收購之目的	A 股市場開始向靜外機構投資者打開
	關於上市公司股權分置改革涉及外資管理有關問題的通知	商務部 中國證監會	2005.11	境外戰略投資者可購買已股改公司 A 股之股份	
	外國投資者對上市	商務部、 中國證監	2006.1	允許外資採用協議轉讓、上市公司定向	中國資本市場國際化之新里

	公司戰略投資管理辦法	會、國家稅務總局、國家工商總局、國家外匯管理局		發行新股以及國家法律法規規定的其他方式直接投資 A 股市場之上市公司	程碑
	關於外國投資者併購境內企業的規定	商務部、國有資產監督管理委員會、稅務總局、工商行政管理總局、中國證監會、外匯管理局	2006.8	修正 2003 年原法規，補強反壟斷之規範	
外商投資	關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定	對外經貿部	1995.1	股份有限公司向外資增資擴股或轉股發行外國股東持有的股份的條件和程序	
	關於暫停將上市公司國家股和法人股轉讓給予外商請示的通知	國務院	1995.9	暫停外資收購上市公司之活動	北旅事件後所發布
	關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見	對外經貿部 中國證監會	2001.10	對允許外資企業發行 A 股或 B 股和受讓上市公司的非流通股之原則性規定，並確立了對待外資之國民待遇原則	暫不允許外商投資性公司受讓上市公司非流通股
	指導外商	國務院	2002.4	將外商投資項目分	

	投資方向 規定			為鼓勵、允許、限制 和禁止四類予以管 理	
	外商投資 指導產業 目錄	國家經貿 委、對外 貿易部、 國家計委	1995 1997 2004.11 2007	第二次修訂，開放許 多以往限制外資進 入之領域。第三次修 訂，著重產業結構優 化和升級，以提高利 用外資之品質和水 準。	

資料來源：本研究整理

第二項 外商投資產業指導目錄-市場准入

「外商投資產業指導目錄」（下稱「指導目錄」）於 1995 年首次發布，當時係由中國主管外資與國家經濟規劃發展的國家計劃委員會、國家經濟貿易委員會和對外貿易經濟合作部⁶³首次以部門規章形式對外公布，鼓勵、限制、禁止外商在中國投資的產業領域，以期增進中國外資產業政策之透明度，可促進外資於中國佈局之合理化與外資結構之優化。

本文以為，「指導目錄」自發布以來，一直成為中國在外商投資產業的一個重要的政策縮影，同時也反應著中國產業政策的消長與更替。上世紀七〇年代末期所展開的開放政策，對於一個缺乏資金、技術與管理經驗的中國，外資政策帶有濃厚的來者不拒的態度，當九〇年代中期外資大舉湧進中國之後，透過「指導

⁶³ 1993 年 3 月 16 日，中國第八屆全國人民代表大會第一次會議決定，將原「對外經濟貿易部」更名為「對外貿易經濟合作部」。其工作職能，基本上延續了之前的機構，主要負責對外貿易事務。2003 年 3 月 10 日，中國進行第八次的國家機構改革，在第十屆全國人民代表大會第一次會議批准之國務院機構改革方案，將對外經濟貿易合作部與國家經濟貿易委員會及國家計委合組為「商務部」。參，2003 年第十屆全國人民代表大會第一次會議關於「國務院關於機構設置的通知」（國發〔2003〕8 號）。

目錄」的規劃將其納入總體經濟發展的規劃之中。此後，端視個別產業在中國的發展情形，而陸續加以調整與規劃，包括加入 WTO 因應其入世在不同領域所做的承諾。以鼓勵類為例，歷次的調整因應了產業在中國的消長與變化，外商也可以藉此深度掌握中國的產業政策變化。同時，中國諸多外商投資法規也循著此一產業類別加以呼應⁶⁴。是以包括外資在從事併購活動，對於目標公司的產業類別的鎖定，也非毫無限制，吻合「指導目錄」內的企業經營範圍便成為鎖定的第一目標。

1997 年 12 月 31 日「指導目錄」做了第一次修正，擴大了鼓勵外商投資之範圍，於鼓勵類、限制乙類項目中增加 24 條。為因應加入 WTO 所做承諾，於 2002 年再做一次修正，此後在 2004 以及 2007 年因應具體產業發展的消長再做兩次修定。最新的「指導目錄」中列舉了鼓勵類⁶⁵、限制類⁶⁶與禁止類⁶⁷共三類之外商投資項目，共 371 個條目。修訂後之「指導目錄」，增加了鼓勵類之專案，放寬外資准入範圍，並加快服務業對外開放之步伐，且對鼓勵類的外商投資專案給予享受免徵進口設備關稅和進口環節增值稅等優惠政策；在行業、比例、地域等多個方面亦放寬對外商投資之限制，同時為適應國家宏觀調控需要，防止部分行業的盲目和低水準之投資，對已經出現盲目投資之熱門行業或產品，從鼓勵類調整為允許類⁶⁸。在允許外商投資之專案中，對股份比例亦有限制，分為「限於

⁶⁴ 例如，2001 年 7 月，商務部發布「外商投資股份有限公司有關問題的通知」外商投資股份有限公司申請上市發行 A 股或 B 股，須經商務部同意，且要按規定和程序設立或改制，還需符合外商投資產業指導政策。2001 年 10 月，「關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見」，要申請境外上市也需在經營範圍符合外商投資產業指導目錄。

⁶⁵ 鼓勵類之主要範疇為：農業新技術、綜合開發項目、基礎建設與基礎產業、增加出口和改善出口結構專案、資源綜合利用含防治環境污染、中西部開發。

⁶⁶ 限制類之主要範疇為：中國已開發或已引進技術、生產能力已滿足大陸市場需求、專賣產業、從事稀有貴金屬開採、其他統籌規劃產業。

⁶⁷ 禁止投資項目為：獨有工藝、秘方和獨有開發資源、新聞媒體、國防、其他慣例禁止外商投資之專案。

⁶⁸ 「指導外商投資方向規定」第 4 條將外商投資專案分為鼓勵、允許、限制和禁止四類。其中，鼓勵類、限制類和禁止類的外商投資專案列入「指導目錄」，不屬於鼓勵類、限制類和禁止類的外商投資項目，屬於允許類外商投資項目。

合資、合作」、「中方控股」、「中方相對控股」三類。「限於合資、合作」係指僅允許中外合資經營、中外合作經營，如稀土冶煉、分離專案、高等教育機構等；「中方控股」係指中方投資者在外商投資項目中的投資比例之和為 51%及以上，如出版物印刷、航空運輸公司；「中方相對控股」指中方投資者在外商投資項目中的投資比例之和大於任何一方外國投資者之投資比例，如特種船、高性能船舶的修理、設計與製造、民用機場的建設、經營等⁶⁹。

「指導目錄」於外資併購中亦扮演重要之角色，蓋其對於產業之導向亦為外資併購之市場准入判准。「關於外國投資者併購境內企業的規定」第 4 條規定，「外國投資者併購境內企業，應符合中國法律、行政法規和規章對投資者資格的要求及產業、土地、環保等政策。依照『外商投資產業指導目錄』不允許外國投資者獨資經營的產業，併購不得導致外國投資者持有企業的全部股權；需由中方控股或相對控股的產業，該產業的企業被併購後，仍應由中方在企業中占控股或相對控股地位；禁止外國投資者經營的產業，外國投資者不得併購從事該產業的企業。被併購境內企業原有所投資企業的經營範圍應符合有關外商投資產業政策的要求；不符合要求的，應進行調整。」因而外資於併購後占上市公司之股權比例，亦應符合「指導目錄」對於個別產業中「限於合資、合作」、「中方控股」、「中方相對控股」之持股要求。2006 年「上市公司收購管理辦法」允許「部分要約收購」之實行⁷⁰，使外資於併購依「指導目錄」應由「中方控股」、「中方相對控股」之產業時，有了更多元之併購方式。

⁶⁹ 漆彤著，跨國併購的法律規制，武漢大學出版社，2006 年 11 月，300-308 頁。

⁷⁰ 「部分要約收購」之介紹詳後述。

第三項 2005 年公司法、證券法修正後對收購的影響

為適應「全流通時代」下資本市場之需要，公司法以及證券法於 2005 年分別進行了全面性之修正，此二部法律之修正對上市公司收購制度從結構到內容均有了新的調整。以下將針對新法關於上市公司收購之新規定為介紹。

第一款 保護少數股東利益之補強

收購上市公司之行為涉及到多方主體之利益，其中如收購人、目標公司之大股東以及目標公司之高層管理階級，此些主體可能處於對立、折衷或妥協之關係，然而與中小股東相較而言，其均具有明顯之優勢，蓋中小股東之持股比例較小，不具有影響公司決策之能力，使的收購人、目標公司之大股東以及目標公司之高層管理階級等於進行收購談判時，往往容易忽略或甚至刻意犧牲中小股東之權益，以獲取自身之利益。2005 年公司法與證券法⁷¹之修正即以保護目標公司之中小股東之利益為宗旨，而有如下之新規定。

一、「公司法」中有關於保護中小股東利益之規定⁷²

「公司法」第 75 條規定⁷³，「有下列情形之一的，對股東會該項決議投反對票的股東可以請求公司按照合理的價格收購其股權：...（二）公司合併、分立、轉讓主要財產的；...自股東會會議決議通過之日起六十日內，股東與公司不能

⁷¹ 以下以「公司法」、「證券法」稱之，非 2005 年修正之公司法、證券法條文將加上年份以茲區分。

⁷² 中國收購兼併研究中心編著，中國併購評論，機業工業出版社，2006 年，111-112 頁。我國法為保護少數股東，亦賦予異議股東股票收買請求權，規範依據如公司法第 186 條、第 186 條、第 316 條之 2、第 317 條；企業併購法第 12 條。

⁷³ 2004 年公司法無相應之規定。

達成股權收購協議的，股東可以自股東會會議決議通過之日起九十日內向人民法院提起訴訟。」以及第 143 條規定⁷⁴，「公司不得收購本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：...（四）股東因對股東大會作出的公司合併、分立決議持異議，要求公司收購其股份的。」新增了異議股東股份收買請求權，使中小股東於認為外資之收購對其本身不利，而以其本身所持有之股份數又無法改變此一收購案時，有一退場機制。此種機制不僅可保護中小股東之權益，亦有利於收購之進行。

我國公司法第 317 條即規定「公司分割或與他公司合併時，董事會應就分割、合併有關事項，作成分割計畫、合併契約，提出於股東會；股東在集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄者，得放棄表決權，而請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。」企業併購法為公司法之特別規定，其於第 12 條規定「公司於進行併購而有下列情形，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份：一、公司股東對公司依前條規定修改章程記載股份轉讓或股票設質之限制，於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。二、公司進行第十八條之合併時，存續公司或消滅公司之股東於決議合併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。但公司依第十八條第六項進行合併時，僅消滅公司股東得表示異議。三、公司進行第十九條之簡易合併時，其子公司股東於決議合併之董事會依第十九條第二項公告及通知所定期限內以書面向子公司表示異議者。四、公司進行第二十七條之收購時，公司股東於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。五、公司進行第二十九條之股份轉換時，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

⁷⁴ 2004 年公司法第 149 條規定，「公司不得收購本公司的股票，但為減少公司資本而註銷股份或者與持有本公司股票的其他公司合併時除外。」

錄，放棄表決權者。六、公司進行第三十三條之分割時，被分割公司之股東或受讓營業或財產之既存公司之股東於決議分割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。公司法第一百八十七條及第一百八十八條規定，於前項各款情形準用之。但依第十九條規定進行簡易合併時，以董事會決議日作為計算期間之基準日。」

比較中國與台灣有關異議股東股份收買請求權可知，中國對於異議股東股份收買請求權之行使要件仍不夠明確，如異議股東應如何表明其「異議」，且未區分不同之收購案為不同之股份收買請求權之行使條件，如簡易合併案之母公司無異議請求權。再者，異議股東對該議案仍得投反對票，似不利合併收購案之推動。

二、「證券法」中有關於保護中小股東利益之規定⁷⁵

1、協議收購亦負有要約收購之義務

協議收購係指收購方透過與目標公司的管理層或股東反覆磋商，達成協定，並按照協議所約定之收購價格、收購期限以及其他約定事項，收購目標公司股份之收購方式⁷⁶。協議收購係僅透過私下協商，而未透過證券集中市場進行之收購方式，與要約收購相較，協議收購之收購雙方較可能為使收購案順利完成，而達成對收購雙方均有利但卻不利於中小股東之收購條件，對中小股東之損害可能性更高。

惟於1998年之「證券法」第81條規定，「**通過證券交易所的證券交易**，投資者持有一個上市公司已發行的股份的百分之三十時，繼續進行收購的，應當依法向該上市公司所有股東發出收購要約。但經國務院證券監督管理機構免除發出要約的除外。」即強制要約收購僅適用於透過證券交易所進行之

⁷⁵ 中國收購兼併研究中心編著，中國併購評論，機業工業出版社，2006年，112-117頁。

⁷⁶ 有關協議收購之更詳細討論，詳見第四章。

收購行為，對於在證券交易所以外進行之收購行為（如協議收購）不適用，惟協議收購對中小股東之權益更容易造成損害，「證券法」對於協議收購之規定反較要約收購更寬鬆，有失衡之虞。我國「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第 11 條規定，「任何人單獨或與他人共同預定於五十日內取得公開發行公司已發行股份總額百分之二十以上股份者，應採公開收購方式為之。」要求只要收購人預定於 50 日內取得目標公司已發行股份總數 20% 以上股份者，即需以公開收購方式為之，亦未區分收購人係以協議或公開市場上取得股份始適用強制公開收購制度。

2005 年修正「證券法」時，即於第 96 條新增規定，「採取協定收購方式的，收購人收購或者通過協議、其他安排與他人共同收購一個上市公司已發行的股份達到百分之三十時，繼續進行收購的，應當向該上市公司所有股東發出收購上市公司全部或者部分股份的要約。但是，經國務院證券監督管理機構免除發出要約的除外。收購人依照前款規定以要約方式收購上市公司股份，應當遵守本法第八十九條至第九十三條的規定。」使以協議收購進行收購行為之收購人一旦持有目標公司之股份達 30%，原則上即應與自願要約收購之收購人相同，於繼續進行收購時，應以要約收購之方式為之，彌補了原「證券法」規範之不足⁷⁷。

2、刪除要約收購中之強制要約收購義務豁免之條款

1998 年之「證券法」第 81 條規定，「通過證券交易所的證券交易，投資者持有一個上市公司已發行的股份的百分之三十時，繼續進行收購的，應當依法向該上市公司所有股東發出收購要約。但經國務院證券監督管理機構

⁷⁷ 新法對於協議收購之收購人亦賦予其強制要約收購之義務，其立法理由雖係為公平對待並保護目標公司之中小股東，惟此立法目的於中國特有之證券市場現象下能否落實，仍值商榷，詳參本文第四章第一節。

免除發出要約的除外。」本條即所謂之「強制要約收購義務」。此一制度目的係為保護中小股東，於公司控制權發生轉移時，使中小股東有機會分享控制權轉移而產生之溢價，並有退場機制。惟因該條但書規定，強制要約收購義務有豁免之例外條款，收購人往往透過向監管機構尋求豁免之機會，原應為例外之豁免反成為常態，無法充分保護中小股東，有違強制要約收購義務之初衷。

2005 年證券法修正第 88 條第 1 項規定，「通過證券交易所的證券交易，投資者持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行的股份達到百分之三十時，繼續進行收購的，應當依法向該上市公司所有股東發出收購上市公司全部或者部分股份的要約。」刪除原要約收購中強制要約收購義務之豁免規定，往後僅協議收購有豁免強制要約收購義務之機會⁷⁸。

3、新增有關「一致行動」之規定

「一致行動」(Acting in Concert) 係指二以上之人在收購過程中，相互配合以獲取或鞏固對某家公司控制權之行動⁷⁹。收購方往往透過此種方式以規避上市公司收購中證券市場之監管，不履行資訊披露義務，產生嚴重訊息不對稱，從而產生內線交易，損害中小股東之權益。「一致行動」具體之作

⁷⁸ 證券法第 96 條第 1 項規定，「採取協定收購方式的，收購人收購或者通過協議、其他安排與他人共同收購一個上市公司已發行的股份達到百分之三十時，繼續進行收購的，應當向該上市公司所有股東發出收購上市公司全部或者部分股份的要約。但是，經國務院證券監督管理機構免除發出要約的除外。」另，由於我國之立法模式並未區分協議收購與要約收購，因此「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第 11 條統一規定豁免強制公開收購之事由，「符合下列條件者，不適用前項應採公開收購之規定：一、與第三條關係人間進行股份轉讓。二、依臺灣證券交易所股份有限公司受託辦理上市證券拍賣辦法取得股份。三、依臺灣證券交易所股份有限公司辦理上市證券標購辦法或依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心辦理上櫃證券標購辦法取得股份。四、依本法第二十二條之二第一項第三款規定取得股份。五、依公司法第一百五十六條第六項或企業併購法實施股份交換，以發行新股作為受讓其他公開發行公司股份之對價。六、其他符合本會規定。」並於第 12 條規定，「前條所稱與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份，係指預定取得人間因共同之目的，以契約、協議或其他方式之合意，取得公開發行公司已發行股份。」

⁷⁹ 中國收購兼併研究中心編著，中國併購評論，機業工業出版社，2006 年，114 頁。

法可能是收購者透過幾個關聯方共同採取行動，每個關聯方購買未達法定比例的同一家上市公司之股票，進而達到控制該公司之目的。如在要約收購中，收購者與其關聯方均單獨直接持有目標公司不到 5% 之股份，但加總收購者與關聯方之持股總數時，可能遠遠超過 5%，甚或超過 30%，但卻無需履行相關之披露義務。我國於 1988 年對於「一致行動」即有所規範，證券交易法第 43 條之 1 第 3 項規定，「任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，除符合一定條件外，應採公開收購方式為之。」

在中國證券市場法制中，對一致行動人資訊披露義務之首次規範於 2002 年公布之「上市公司收購管理辦法」。該辦法第 60 條規定，「進行上市公司收購的股份持有人、股份控制人、一致行動人，其所持有、控制被收購公司已發行的股份數量應當合併計算。」並同時公布「上市公司股東持股變動資訊披露管理辦法」，將「一致行動人」界定為「通過協定、合作、關聯方關係等合法途徑擴大其對一個上市公司股份的控制比例，或者鞏固其對上市公司的控制地位，在行使上市公司表決權時採取相同意思表示的兩個以上的自然人、法人或者其他組織。」2005 年修正之「證券法」，引入「上市公司收購管理辦法」有關「一致行動人」之規範，將原「證券法」條文中「持有」之文句均改為「持有或者通過協議其他安排與他人共同持有」，如第 86 條⁸⁰、第 88 條⁸¹，使具有此類關係之持股者，其所持目標公司股份之數量應

⁸⁰ 證券法第 86 條規定，「通過證券交易所的證券交易，投資者持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行的股份達到百分之五時，應當在該事實發生之日起三日內，向國務院證券監督管理機構、證券交易所作出書面報告，通知該上市公司，並予公告；在上述期限內，不得再行買賣該上市公司的股票。投資者持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行的股份達到百分之五後，其所持該上市公司已發行的股份比例每增加或者減少百分之五，應當依照前款規定進行報告和公告。在報告期限內和作出報告、公告後二日內，不得再行買賣該上市公司的股票。」

⁸¹ 證券法第 88 條規定，「通過證券交易所的證券交易，投資者持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行的股份達到百分之三十時，繼續進行收購的，應當依法向該上市公司所有股東發出收購上市公司全部或者部分股份的要約。收購上市公司部分股份的收購要約

累積計算，從而需履行其資訊披露義務和強制要約收購義務。

4、新增「部分要約收購」之規定

2005 年修正之「證券法」第 88 條規定，「過證券交易所的證券交易，投資者持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行的股份達到百分之三十時，繼續進行收購的，應當依法向該上市公司所有股東發出收購上市公司全部或者部分股份的要約。收購上市公司部分股份的收購要約應當約定，被收購公司股東承諾出售的股份數額超過預定收購的股份數額的，收購人按比例進行收購。」其中「...應當依法向該上市公司所有股東發出收購上市公司...部分股份的要約」即為「部分要約收購」。

部分要約收購（Partial Offers）指收購方對上市公司所有股東發出收購要約，要約中說明準備收購的股權比例上限、準備收購的流通股數量及收購價格，部分要約收購以收購一定量的股份為必要條件⁸²。而本次「證券法」關於部分要約收購之修正，採取了國際通用之原則，包含「全體持有人原則」⁸³、「按比例接納原則」⁸⁴以及「價格平等和最高價原則」⁸⁵，使目標公司之所有股東均可獲得公平待遇。

5、「反向強制要約」規定之修正

應當約定，被收購公司股東承諾出售的股份數額超過預定收購的股份數額的，收購人按比例進行收購。」

⁸² 林黎華著，英國強制收購制度之研究，證券暨期貨月刊，23 卷 2 期，2005 年 2 月，30 頁。另參 Paul L. Davies, *Gower and Davies's Principles of Modern Company Law*, 7th Edition, Oxford University Press. (2003), at 731.

⁸³ 「全體持有人原則」即在公開要約收購下，收購方必須向所有持有其要約所欲購買股份之股東發出收購要約。

⁸⁴ 「按比例接納原則」即收購要約人要約收購股份的總數低於受要約人全體所接受要約的總數時，要約人應按比例從所有接受要約人中購買該股份，而不論受要約人接受要約之時間先後。2004 年「證券法」第 81 條並無部分要約收購之規定，故亦無關於按比例接納原則之規範。

⁸⁵ 「價格平等和最高價原則」指被收購公司股東在收購中平等的享有收購者向任何股東提出的最高價要約，此為目標公司股東待遇平等原則之延伸細化規定。規定於「證券法」第 93 條。

「反向強制要約」，即所謂之「強制出售」(Sell-out)。於採行強制收購制度之國家中⁸⁶，「強制收購」(Compulsory Acquisition)與「強制出售」(Sell-out)均並存。前者係指持有多數股份之股東有權強制其餘少數股東向其出售股份(Squeeze-out)，使其可持有該公司百分之百股份；後者則係上市公司收購結束後，少數持有人在一定條件下有權向控股股東強制出售其持有之股票⁸⁷。此兩種權利乃一體之兩面：「多數股東排除少數股東」與「少數股東尋求公平脫離」。⁸⁸

2004年「證券法」第87條規定，「收購要約的期限屆滿，收購人持有的被收購公司的股份數達到該公司已發行的股份總數的百分之九十以上的，其餘仍持有被收購公司股票之股東，有權向收購人以收購要約的同等條件出售其股票，收購人應當收購。」即引入了「反向強制要約」之權。惟據1993年「公司法」第152條規定⁸⁹，股本額在人民幣4億元以下之股份公司上市條件為向社會公開發行的股份達公司股份總數的25%以上。是以，收購方取得股本總額在人民幣4億元以下的目標公司股份超過75%但不足90%時，目標公司之股票已經終止上市交易，此時目標公司之中小股東將面臨既無向控股股東強制出售股票之權利，又無法透過正常之證券交易市場賣出股票之情景，對中小股東之權益影響甚巨。

⁸⁶ 強制要約收購制度(mandatory tender offer)應與強制收購制度(compulsory acquisition, squeeze-out)區別之。強制收購制度係指持有公司大多數股份之股東(立法例上通常規定為90%至95%)得在履行一定之要件後，強制收購其餘少數股東之持股。此二種制度雖因翻譯之因素導致僅有二字之差，其意義及內涵卻截然不同。參紀佳良著，強制公開收購制度之研究，研究與動態，第16期，2007年7月，112-113頁。另參Paul L. Davies, *Gower and Davies's Principles of Modern Company Law*, 7th Edition, Oxford University Press. (2003), at 743.

⁸⁷ Paul L. Davies, *Gower and Davies's Principles of Modern Company Law*, 7th Edition, Oxford University Press. (2003), at 744.

⁸⁸ 林佑珊著，強制公開收購制度之研究，國立台北大學法學系民事法學組碩士論文，2007年6月，141-143頁。

⁸⁹ 1993年「公司法」第152條第4款規定，「股份有限公司申請其股票上市必須符合下列條件：... (四)持有股票面值達人民幣一千元以上的股東人數不少於一千人，向社會公開發行的股份達公司股份總數的百分之二十五以上；公司股本總額超過人民幣四億元的，其向社會公開發行股份的比例為百分之十五以上...」

2005 年修正之「證券法」第 97 條規定，「收購期限屆滿，被收購公司股票分佈不符合上市條件的，該上市公司的股票應當由證券交易所依法終止上市交易；其餘仍持有被收購公司股票股東，有權向收購人以收購要約的同等條件出售其股票，收購人應當收購。」本條修正後涵蓋了目標公司股票依法終止上市交易的所有情形，對中小股東權益提供了更有效完整之保護⁹⁰。

6、收購方於收購結束後轉讓股份之時間限制

上市公司收購原則上是為了獲得目標公司之控制權，因此其所收購之上市公司股票不會在短期內轉讓，而係為在一定期間內享有對目標公司之控制權。惟實務上亦有收購人係為將其所收購之股票在短期內轉讓以賺取差價，或係利用收購行為操縱股票價格，阻止競爭對手之正常經營等其他目的而收購，造成損害其他少數股東之結果。

惟上市公司收購行為係以市場為導向之行為，有利於促進上市公司之併購重組活動，形成證券市場對上市公司優勝劣汰機制，可使上市公司利用證券市場成長，亦有利於提高證券市場之效率和證券市場之長遠健康發展。因此，若禁止收購人轉讓其持有之目標公司股票，勢必會對上市公司收購行為造成不利之影響。

1998 年「證券法」第 91 條原規定，「在上市公司收購中，收購人對所持有的被收購的上市公司的股票，在收購行為完成後的六個月內不得轉讓。」2005 年修正後之「證券法」第 98 條將「六個月」的期間改為「十二個月」。所謂「收購行為完成」，係指簽訂收購協議之雙方在履行報告和公告義務後，依照協議中約定之關於擬轉讓之股份數量、價格、支付方式、履行期限等規

⁹⁰ 羅培新、盧文道等著，最新證券法解讀，北京大學出版社，2006 年 2 月，159 頁。

定履行收購協議，並依照證券交易所和證券登記結算機構之業務規則和要求，申請辦理股份轉讓和過戶登記手續。本條修法之立法目的在取得維持股東之正常交易權與遏制惡意收購上市公司間之平衡。立法者認為十二個月禁轉期限乃合適之平衡點，既可維護股市之正常交易，又可盡力減少乃至於避免虛構收購題材炒作股價及惡意收購等情形之發生，對收購方利用收購機會操縱股市之情形有了更嚴密之防範，並使收購行為導致目標公司控制權短期內再度發生變動之情形有所遏止，強化了對中小股東權益之保護，實現收購市場之健康發展⁹¹。

第二款 新法中有關上市公司收購條文之解讀⁹²

一、公司法

2005 年修正之「公司法」對於上市公司收購僅強調原則性之規定，原先條文中有關上市公司收購之具體規定則平移至「證券法」中。

1、公司法第 139 條規定，「股東轉讓其股份，應當在依法設立的證券交易場所進行或者按照國務院規定的其他方式進行。」以及第 141 條規定，「無記名股票的轉讓，由股東將該股票交付給受讓人後即發生轉讓的效力。」使股份公司之股份得依「按照國務院規定的其他方式」轉讓其股份，拓寬了股份轉讓方式，並為呼應第 139 條修正，將無記名股票轉讓方式取消原僅能透過「在依法設立的證券交易所」交付之限制。

⁹¹ 羅培新、盧文道等著，最新證券法解讀，北京大學出版社，2006 年 2 月，156-158 頁。另參馬其家、李可佳、任歡編著，證券法原理·規則·案例，清華大學出版社，2007 年 6 月，215 頁。

⁹² 中國收購兼併研究中心編著，中國併購評論，機業工業出版社，2006 年，117-122 頁。

2、公司法第 142 條規定，「發起人持有的本公司股份，自公司成立之日起一年內不得轉讓。公司公開發行股份前已發行的股份，自公司股票在證券交易所上市交易之日起一年內不得轉讓。公司董事、監事、高級管理人員應當向公司申報所持有的本公司的股份及其變動情況，在任職期間每年轉讓的股份不得超過其所持有本公司股份總數的百分之二十五；所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年內不得轉讓。上述人員離職後半年內，不得轉讓其所持有的本公司股份。公司章程可以對公司董事、監事、高級管理人員轉讓其所持有的本公司股份作出其他限制性規定。」與舊法⁹³對照之下，本次修正在保護中小股東利益之宗旨下，縮短了發起人持股和公司董事、監事、經理持股的限制流通時間，並將對管理層持股的進一步限制授權予公司章程，展現公司自治之原則，亦使股份轉讓更具靈活性，有利於活躍資本市場並實現上市公司收購。

3、公司法第 143 條規定，「公司不得收購本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：（一）減少公司註冊資本；（二）與持有本公司股份的其他公司合併；（三）將股份獎勵給本公司職工；（四）股東因對股東大會作出的公司合併、分立決議持異議，要求公司收購其股份的。公司因前款第（一）項至第（三）項的原因收購本公司股份的，應當經股東大會決議。公司依照前款規定收購本公司股份後，屬於第（一）項情形的，應當自收購之日起十日內註銷；屬於第（二）項、第（四）項情形的，應當在六個月內轉讓或者註銷。公司依照第一款第（三）項規定收購的本公司股份，不得超過本公司已發行股份總額的百分之五；用於收購的資金應當從公司的稅後利潤中支出；所收購的股份應當在一年內轉讓給職工。公司不得接受本公司的股票作為質押權的標的。」本條第 1 項第 1 款、第 2 款亦可作為上市公司收購之方式，若目標公司之股權集中度高時，而公司為減少註冊資本而定向收購部分大股東所持的股份時，可能導致其他持股較多之股東自動成

⁹³ 2004 年「公司法」第 147 條規定，「發起人持有的本公司股份，自公司成立之日起三年內不得轉讓。公司董事、監事、經理應當向公司申報所持有的本公司的股份，並在任職期間內不得轉讓。」

為公司之控股股東，從而使該部分股東實現間接收購上市公司之目的。

二、證券法

1、「證券法」第 85 條規定，「投資者可以採取要約收購、協定收購及其它合法方式收購上市公司。」相較於原「證券法」第 78 條之規定⁹⁴，本條新增了「以其他合法方式」之收購管道。「其他合法方式」將所有旨在獲得公司控制權的收購方式均囊括其中，如依據「上市公司收購管理辦法」第 22 條規定的通過國家行政劃撥、法院判決、繼承、贈與等合法途徑持有、控制某上市公司的股份，以及現實生活中存在的通過股東投票委託書徵集（Proxy Fight）、股東投票權信託（Voting Trust）、以股換股等方式取得上市公司控制權等多種方式⁹⁵。

2、「證券法」第 86 條規定，「通過證券交易所的證券交易，投資者持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行的股份達到百分之五時，應當在該事實發生之日起三日內，向國務院證券監督管理機構、證券交易所作出書面報告，通知該上市公司，並予公告；在上述期限內，不得再行買賣該上市公司的股票。」相較於原「證券法」第 79 條之規定⁹⁶，本條使「行動一致」者亦需履行相關義務，防止收購方透過一致行動之方式從事收購行為而造成中小股東之損害。

3、「證券法」第 88 條規定，「通過證券交易所的證券交易，投資者持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行的股份達到百分之三十時，繼續進行收購的，應當依法向該上市公司所有股東發出收購上市公司全部或

⁹⁴ 2004 年「證券法」第 78 條規定，「上市公司收購可以採取要約收購或者協定收購的方式。」

⁹⁵ 羅培新、盧文道等著，最新證券法解讀，北京大學出版社，2006 年 2 月，137 頁。

⁹⁶ 2004 年「證券法」第 79 條規定，「通過證券交易所的證券交易，投資者持有一個上市公司已發行的股份的百分之五時，應當在該事實發生之日起三日內，向國務院證券監督管理機構、證券交易所作出書面報告，通知該上市公司，並予以公告；在上述規定的期限內，不得再行買賣該上市公司的股票。」

者部分股份的要約。收購上市公司部分股份的收購要約應當約定，被收購公司股東承諾出售的股份數額超過預定收購的股份數額的，收購人按比例進行收購。」相較於原「證券法」第 81 條之規定⁹⁷，使自願要約收購所產生之強制要約收購義務不得再申請豁免，同時新增有關「部分要約收購」之規定，並配合有關「一致行動」之修正，「一致行動人」所持有目標公司之股份數應一併計算之。

4、「證券法」第 96 條規定，「採取協定收購方式的，收購人收購或者通過協議、其他安排與他人共同收購一個上市公司已發行的股份達到百分之三十時，繼續進行收購的，應當向該上市公司所有股東發出收購上市公司全部或者部分股份的要約。但是，經國務院證券監督管理機構免除發出要約的除外。收購人依照前款規定以要約方式收購上市公司股份，應當遵守本法第八十九條至第九十三條的規定。」本條使協議收購亦負有強制要約收購之義務，但仍給予其申請豁免要約收購之權利⁹⁸。

5、「證券法」第 97 條規定，「收購期限屆滿，被收購公司股權分佈不符合上市條件的，該上市公司的股票應當由證券交易所依法終止上市交易；其餘仍持有被收購公司股票股東，有權向收購人以收購要約的同等條件出售其股票，收購人應當收購。收購行為完成後，被收購公司不再具備股份有限公司條件的，應當依法變更企業形式。」以及「證券法」第 98 條規定，「在上市公司收購中，收購人持有的被收購的上市公司的股票，在收購行為完成後的十二個月內不得轉讓。」如前述，本條修法之立法目的在取得維持股東之正常交易權與遏制惡意收購上市公司間之平衡。立法者認為十二個月禁轉期限乃合適之平衡點，既可維護股市之正常交易，又可盡力減少乃至於避免虛構收購題材炒作股價及惡意收購等情形之發生，對收購方利用收購機會操縱股市之情形有更嚴密之防範，並使收購行為導

⁹⁷ 2004 年「證券法」第 81 條規定，「通過證券交易所的證券交易，投資者持有一個上市公司已發行的股份的百分之三十時，繼續進行收購的，應當依法向該上市公司所有股東發出收購要約。但經國務院證券監督管理機構免除發出要約的除外。」

⁹⁸ 羅培新、盧文道等著，最新證券法解讀，北京大學出版社，2006 年 2 月，152-156 頁。

致目標公司控制權短期內再度發生變動之情形有所遏止，強化對中小股東權益之保護，實現收購市場之健全發展⁹⁹。

第四項 QFII 與外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法

第一款 合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法

合格境外機構投資者（Qualified foreign institutional investor，QFII）允許經核准的 QFII，在一定規定和限制下匯入一定額度的外匯資金，並轉換為人民幣，通過嚴格監管的專門帳戶投資中國證券市場，而其資本利得、股息等經審核後可轉為外匯匯出。此為一種有限度地引進外資、開放資本市場的過渡性制度。係一國在貨幣沒有實現完全自由兌換、資本專案尚未開放下，有限度地引進外資、開放資本市場之過渡性制度¹⁰⁰。此制度要求外國投資者若要進入該國證券市場，必須符合一定的條件，得到該國有關部門審批通過後匯入一定額度的外匯資金，並轉換為當地貨幣，通過嚴格監管的專門帳戶投資當地證券市場¹⁰¹。引進 QFII 制度不僅可增加市場資金供應、強化市場功能、完善投資者結構，更可引進先進的投資理念、規範市場投資行為、推動中國的資本市場與國際接軌¹⁰²。然而，亦由於 QFII 具有額度之限制，使其僅能為一般性之投資工具，無法達成外資藉以收購上市公司之機制作用。

⁹⁹ 羅培新、盧文道等著，最新證券法解讀，北京大學出版社，2006 年 2 月，156-158 頁。另參馬其家、李可佳、任歡編著，證券法原理·規則·案例，清華大學出版社，2007 年 6 月，215 頁。

¹⁰⁰ 陳岩、高翔著，中國證券市場有效開放論，經濟管理出版社，2002 年 9 月，94 頁。

¹⁰¹ 與 QFII 相對者，QDII（Qualified domestic institutional investor，合格境內機構投資者）係在一國境內設立，經該國有關部門批准從事境外證券市場的股票、債券等有價證券業務的證券投資基金。QDII 與 QFII 均是在貨幣沒有實現完全可自由兌換、資本項目尚未開放下，有限度地允許境內投資者投資境外證券市場之過渡性制度安排。

¹⁰² 吳曉求主筆，股權分置改革後的中國資本市場，中國人民大學出版社，2006 年 4 月，303 頁。

中國證監會與中國人民銀行於 2002 年 11 月聯合發布「合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法」，進一步允許境外投資者參與投資過去只開放給境內投資者的 A 股和債權市場，此舉被認為是繼 1996 年底人民幣實現在經常項目下可自由兌換以來，中國金融資本市場對外開放之另一里程碑。2006 年 5 月 22 日至 23 日，中美兩國於華盛頓舉行之第二次中美戰略經濟對話中，雙方達成了有利於增強與身化雙邊經濟關係之協議，其中即包括在有利於促進國際收支基本平衡之前提下，將 QFII 之投資總額提高至 300 億美元，更促進中國資本市場國際化之腳步。

2006 年 9 月，中國證監會、人民銀行、外匯局對「合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法」進行了必要之補充和完善，聯合發布「合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法」。「合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法」新增 4 條，修訂 29 條。此次修訂內容主要涉及吸引長期資金和完善投資監管兩方面¹⁰³：首先，在政策上對長期資金管理機構適度傾斜，引導長期資金入市。一是降低資格標準。對於基金、保險等長期資金管理的證券資產規模、成立年數要求適度降低，而對銀行和證券公司的資格標準維持不變。二是允許直接開立帳戶。QFII 可以為其管理的各類長期資金申請單獨開立證券帳戶，為其他客戶開立名義持有人帳戶。三是資金鎖定期適度放寬。養老基金、保險資金、共同基金等長期資金的鎖定期降至 3 個月，其餘資金仍維持 1 年的鎖定期不變。

其次，對 QFII 的實際境外投資者監管更加嚴格。主要體現在三方面：一市要求 QFII 為背後投資人開立名義持有人帳戶，並按季度向監管機構報告其名下的實際投資者資產配置、證券投資明細等情況。二是在 QFII 持股比例方面，規定單一和所有 QFII 的持股上限，即單個境外投資者通過合格投資者持有一家上市公司股票者，持股比例不得超過該公司股份總數的 10%；所有境外投資者對單

¹⁰³ 蔡宏明著，大陸證券市場發展對兩岸經貿之影響，展望與探索，5 卷 1 期，2007 年 1 月，62-64 頁。

個上市公司 A 股的持股比例總和，不得超過該上市公司股份總數的 20%。三是嚴格規定資訊披露方面的要求，即境外投資者的境內證券投資達到資訊披露要求時，資訊披露義務人應通過合格投資者向交易所提交資訊披露內容。合格投資者有義務確保其名下的境外投資者嚴格履行資訊披露義務。

為操作方便，新修正之「合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法」將合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法」之一些內容調整到「合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法」之配套規則中，即中國證監會發布之「關於實施合格境外機構投資者境內政權投資管理辦法有關問題的通知」和外匯局制訂之有關規定，茲以下表比較修正前後之規定：

【表 3-2】QFII 修正前後比較表

項目 \ 法規	合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法	合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法
合格投資者	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 基金管理公司 最少五年經驗、管理資產總值 100 億美元 ◆ 證券公司/保險公司 最少 30 年經驗、已繳足資本金 10 億美元、管理證券資產總值 100 億美元 ◆ 商業銀行 按資產規模計算，總資產在全球排名 100 名以內、管理資產總值 100 億美元 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 基金管理公司 最少五年經驗、管理資產總值 50 億美元 ◆ 保險公司 成立 5 年以上、管理證券資產不少於 50 億美元 ◆ 證券公司 最少 30 年經驗、實收資本不少於 10 億美元、管理證券資產不少於 100 億美元 ◆ 商業銀行 按資產規模計算，總資產在全球排名 100 名以內、管理資產總值 100 億美元 ◆ 其他機構投資者 成立 5 年以上、管理證券資產不少於 50 億美元
投資額度	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 單個：不設上下限 ◆ 總計：可酌情調整 	經批准之額度內（第 18 條）

匯入匯款	批准後的 3 個月內	授權由國家外匯局規定（第 26 條）
本金匯出	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 對專門投資中國的封閉式基金管理公司而言，3 年停留期過後每月匯出最多 20% 的本金 ◆ 對其他類別而言，1 年停留期過後可每 3 個月匯出最多 20% 的本金 	授權由國家外匯局規定（第 27 條）
利息匯出	每年一次	授權由國家外匯局規定（第 27 條）
投資限制	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 單個限制：10% ◆ 總計限制：20% 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 單個限制：10% ◆ 總計限制：20% ◆ 境外戰略投資者之持股不受此限制
投資目標限制	上市 A 股、政府債券、公司債券及可轉換債券	

本研究整理

第二款 外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法

西方經濟學者對於併購之動因提出諸多理論，惟其背後均具有戰略涵意¹⁰⁴，反觀中國上市公司併購案例之起源，其最早最基本之動因卻為「借殼上市」，即併購被作為用以調整產業結構、扭轉國有企業虧損局面之手段，上市公司之戰略性併購在中國很少出現¹⁰⁵，此一現象與中國證券市場之歷史包袱相涉甚深。股權分置改革後，商務部、中國證監會、國家稅務總局、國家工商總局、國家外匯局於 2005 年 12 月 31 日依照「關於上市公司股權分置改革的指導意見」的要求，根據有關外商投資、上市公司監管的法律法規以及「外國投資者併購境內企業暫行規定」，公布「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」（以下簡稱「戰略投資管理辦法」）以規範股權分置改革後外國投資者對中國 A 股上市公司進行

¹⁰⁴ 如綜效理論（又稱「協同效應理論」），包含經營綜效、財務綜效以及管理綜效，代理問題理論、價值低估理論、先占動因理論、交易費用理論等。詳參劉恒著，外資併購行為與政府規制，法律出版社，2000 年 12 月，30-45 頁。

¹⁰⁵ 梅君著，中國上市公司併購規則，中國人民大學出版社，2005 年 2 月，105 頁。

戰略投資，維護證券市場秩序，引進外資之先進管理經驗、技術和資金，改善中國 A 股上市公司治理結構，保護上市公司和股東的合法權益。

第一目 戰略投資法律制度

一、戰略投資之定義

「戰略投資」(Strategic Investment) 係指具有資金、技術、管理、市場、人才優勢，能夠促進產業結構升級，增強企業核心競爭力以及創新能力，拓展企業之市場佔有率，戰略投資致力於長期投資合作，謀求獲得長期利益回報。「戰略投資者」不同於財務投資者¹⁰⁶、機構投資者或個人投資者，蓋戰略投資者更致力於透過產業整合之手段，改善產業結構，增強產業之競爭力，以獲取長期之利益回報求取企業之永續發展。因此，戰略投資者除需有強大之資金實力外，更須具備深厚之產業背景以及市場資源。透過戰略投資，可為企業引進資金、技術、管理、人才、資源和市場等，增強企業競爭力。

依據「戰略投資管理辦法」，戰略投資係指外國投資者對已完成股權分置改革的上市公司和股權分置改革後新上市公司通過具有一定規模的中長期戰略性併購投資，取得該公司 A 股股份的行為¹⁰⁷。

二、審查批准機關

¹⁰⁶ 財務投資者相對於戰略投資者，係以獲得短期的、直接的獲利為目的，其不參與目標公司的經營治理，亦非為透過目標公司長期的發展和成長而獲取直接或間接收益，而係透過財務投資行為以取得經濟上的回報，並在適當的時候進行套現之投資行為。

¹⁰⁷ 「戰略投資管理辦法」第 2 條規定，「本辦法適用於外國投資者(以下簡稱投資者)對已完成股權分置改革的上市公司和股權分置改革後新上市公司通過具有一定規模的中長期戰略性併購投資(以下簡稱戰略投資)，取得該公司 A 股股份的行為。」。

戰略投資之主管機關為商務部。依據「戰略投資管理辦法」第 3 條規定，外國投資者對 A 股上市公司進行戰略投資前，需先經商務部批准，取得商務部之原則批復，始可繼續進行戰略投資行為。

三、戰略投資方式

戰略投資者可透過協議轉讓、定向增發以及符合國家法律法規規定的其他方式取得 A 股股份¹⁰⁸。

四、戰略投資者之持股限制

戰略投資者之投資可分期進行，首次投資完成後取得之股份比例不低於該公司已發行股份之 10%，但特殊行業有特別規定或經相關主管部門批准者除外。戰略投資者因戰略投資取得之上市公司 A 股股份於三年內不得轉讓。若戰略投資之目標企業所屬行業對外資持股比例有其他法律法規規定者，戰略投資者之投資比例應符合相關規定，若該行業屬法律法規禁止外商投資之領域，即不允許戰略投資¹⁰⁹。其中對於首次投資持股 10% 之要求，即顯示戰略投資與 QFII 之不同，蓋 QFII 不允許外資對單個上市公司持股超過 10%；對於持股三年之期間限制，即用以顯示戰略投資者與普通財務投資者之不同¹¹⁰。

¹⁰⁸ 「戰略投資管理辦法」第 5 條規定，「投資者進行戰略投資應符合以下要求：（一）以協議轉讓、上市公司定向發行新股方式以及國家法律法規規定的其他方式取得上市公司 A 股股份；（二）投資可分期進行，首次投資完成後取得的股份比例不低於該公司已發行股份的百分之十，但特殊行業有特別規定或經相關主管部門批准的除外；（三）取得的上市公司 A 股股份三年內不得轉讓；（四）法律法規對外資投資持股比例有明確規定的行業，投資者持有上述行業股份比例應符合相關規定；屬法律法規禁止外商投資的領域，投資者不得對上述領域的上市公司進行投資；（五）涉及上市公司國有股股東的，應符合國有資產管理的相關規定。」其詳細辦理程序規定於第 7 條至第 9 條。

¹⁰⁹ 「戰略投資管理辦法」第 5 條第 2 項至第 4 項。

¹¹⁰ 李志強著，跨國併購法律實務，上海遠東出版社，2007 年 1 月，80-81 頁。

五、適格之戰略投資者

「戰略投資管理辦法」第 6 條規定，投資者應符合以下要求：（一）依法設立、經營的外國法人或其他組織，財務穩健、資信良好且具有成熟的管理經驗；（二）境外實有資產總額不低於 1 億美元或管理的境外實有資產總額不低於 5 億美元；或其母公司境外實有資產總額不低於 1 億美元或管理的境外實有資產總額不低於 5 億美元；（三）有健全的治理結構和良好的內控制度，經營行為規範；（四）近三年內未受到境內外監管機構的重大處罰（包括其母公司）。

本條規定係為防止不具實力或信譽不佳之外資進入中國資本市場，而對戰略投資者之身份進行了明確限制。本條主要從二方面進行規範：

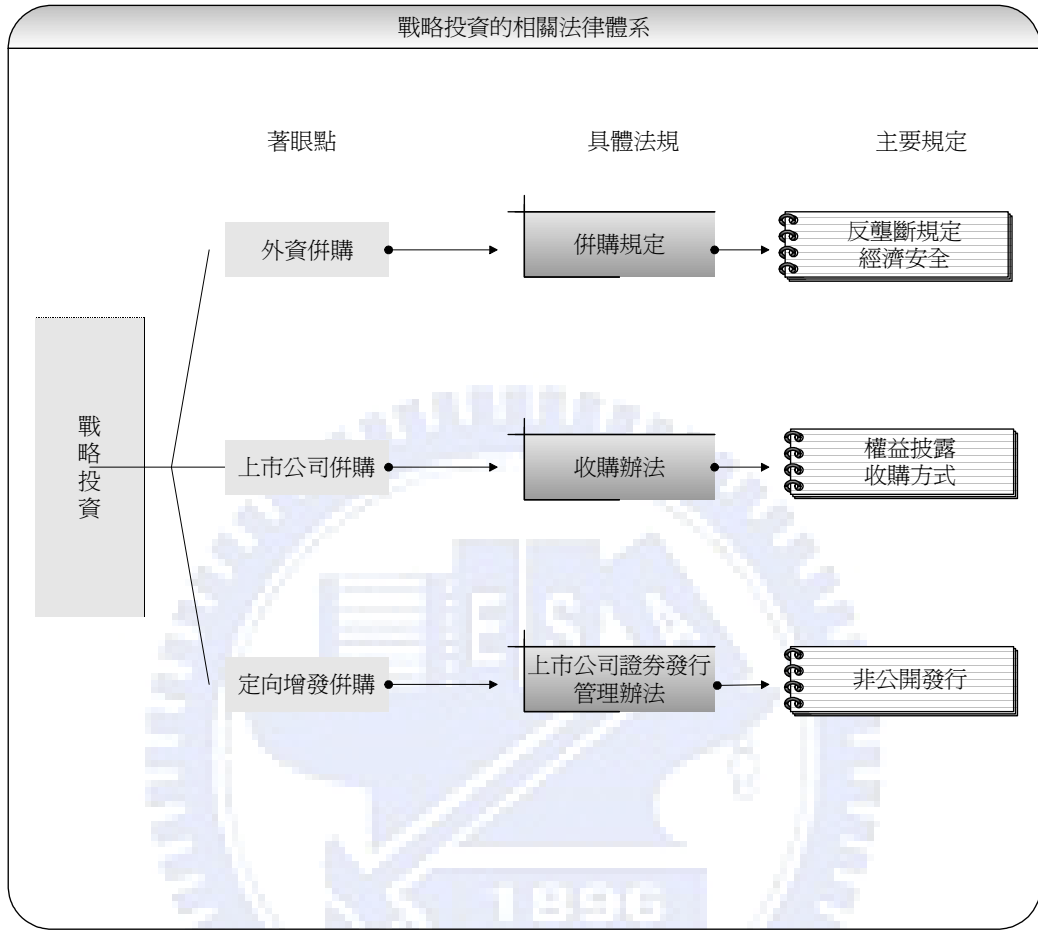
①資本實力：要求投資者自身或其母公司自有實有資產不低於 1 億美元或管理實有資產不低於 5 億美元。

②公司信譽：需資信良好、具有成熟管理經驗及未曾受到重大處罰，用以避免資金實力雄厚但僅欲從事股市操作之外資進入。

第二目 戰略投資之法律關係

「戰略投資管理辦法」係戰略投資之主要法律依據，於實際進行戰略投資時，仍應視其具體之戰略投資行為適用相關之法律、法規等具體規定。如，外資以定向增發為戰略投資時，仍應適用「上市公司證券發行管理辦法」。外資於具體進行戰略投資時，其可能適用之法規範如下表所示：

【圖 3-3】戰略投資的相關法律體系



本研究整理

第三目 股改承諾之承繼

上市公司於進行股權分置改革時，原非流通股股東通常會對股改完成後股份轉讓時間、轉讓比例等做出承諾，而由於戰略投資之目標公司其一即為已完成股權分置改革之上市公司，因此戰略投資併購時，往往涉及原非流通股股東股改承諾之承繼問題，其中最為關鍵者，即為「轉股承諾」。

以蘇泊爾併購案¹¹¹為例，蘇泊爾於股改時，其控股股東（屬非流通股股東）承諾於一定期間內持股比例不低於 30%；於法國 SEB 國際股份有限公司（以下簡稱 SEB）國際之戰略投資案中，該股東以協議轉讓和預受要約之方式向 SEB 國際轉讓其對蘇泊爾所持之部分股份，戰略投資完成後，該股東在蘇泊爾之持股比例將低於 30%，因而要求 SEB 國際承繼其轉股承諾。本案發生後，使學界與實務界對股改承諾得否承繼以及如何承繼提出質疑，本文分析如下：

由於戰略投資之目標公司限於已完成股權分置改革的上市公司或股權分置改革後新上市公司，依據「上市公司股權分置改革管理辦法」，股改承諾係指上市公司非流通股股東及其實際控制人為獲取上市流通權，而在股權分置改革中做出之各項承諾事項，其中大致包含以下之主要型態：於一定期間內維持持股比例控股地位之承諾、對減持股份條件之承諾、預期公司股價能維持在一定價位、若公司未能實現利潤將追加支付之承諾等等，股改承諾為股權分置改革方案中不可分割之一部分。

股改承諾並非法理上以要約為要件之「承諾」意思表示，嚴格而言，其較趨近於「要約」，由流通股股東透過參加公司股東會並行使表決權的形式，集體表達是否「承諾」。經出席股東會流通股股東所代表有效表決權中三分之二以上表決同意股改方案者，即為對非流通股股東要約內容之承諾¹¹²。因此，股改方案係非流通股股東與流通股股東間「以對價換取流通權」之協議，由股改公司非流通股股東向流通股股東支付一定對價，以獲得流通股股東對非流通股股東所持股份上市流通之認可，於對價撥入流通股股東帳戶之日，該非流通股股東所持有之股份即獲得上市流通權。

¹¹¹ 關於本案例之介紹，詳見第五章之介紹。

¹¹² 「上市公司股權分置改革管理辦法」第 16 條，「相關股東會議投票表決改革方案，須經參加表決的股東所持表決權的三分之二以上通過，並經參加表決的流通股股東所持表決權的三分之二以上通過。」

股改承諾之內容既屬於契約內容之一部，非流通股之股東即有支付對價、履行承諾之義務，而流通股股東則有承認非流通股股東持有之股份取得上市流通權之義務。若任一方未能履行其義務，除相關之行政責任外，尚應負債務不履行之違約責任¹¹³。

非流通股股東所為之股改承諾得否承繼，與股改承諾是否具「專屬性」有關。本文以為股改承諾，尤其是限制股份轉讓之承諾，目的之一即係避免股改後大量非流通股湧入市場，造成市場快速擴張，進而影響股價之穩定¹¹⁴。亦即，股改承諾限制之本質為「股份」而非「股東」，若該股份係讓與予特定人，且該股份受讓人承繼後承諾履行股改承諾，不將該股份流入證券交易市場，即可一方面兼顧股份之自由流通性，一方面合理控制市場風險。「上市公司股權分置改革管理辦法」第 24 條規定，「非流通股股東未完全履行承諾之前不得轉讓其所持有的股份。但是受讓人同意並有能力代其履行承諾的除外。」即本此意旨而為之規定¹¹⁵。此外，「戰略投資管理辦法」對於戰略投資者因戰略投資取得之上市公司 A 股設有三年之鎖定期，乃戰略投資者於受讓股改之股份後，除股改承諾承繼外另一層之限制，進一步緩解流通股份擴容對證券市場之衝擊¹¹⁶。

總結上述，本文認為戰略投資中，非流通股股東之股改承諾可由第三方承繼，蓋此與股改承諾之目的不相悖，且使戰略投資可選定之目標公司母體擴大，有利於戰略投資者之引進，惟承繼人應同意並具備履行承諾之能力，且股改承諾之承繼應由目標公司之股東會以特別決議定之，以維股東自治原則。同時，承繼

¹¹³ 「上市公司股權分置改革管理辦法」第 50 條規定，「在股權分置改革中做出承諾的股東未能履行承諾的，證券交易所對其進行公開譴責，中國證監會責令其改正並採取相關行政監管措施；給其他股東的合法權益造成損害的，依法承擔相關法律責任。」

¹¹⁴ Norwood P. Beveridge, *Investing in China, By Winston MA, Risk Books, London*, 2006, 6 U.C. Davis Bus. L.J. 27, at 32.

¹¹⁵ 陳瑛明著，外國投資者戰略投資併購中國上市公司的法律問題-由蘇泊爾併購案談起，收錄於史建三主編，中國併購法報告 2007 年卷，法律出版社，2007 年 6 月，81-82 頁。

¹¹⁶ 鄭智楊著，外商 A 股併購的基本法律特徵研究，國際商報，2006 年 12 月 20 日，第 8 版。

人未能履行承諾者，亦應有相應之制裁措施。

第三款 小結

就現階段而言，外資以股權投資中國境內 A 股上市公司之主要途徑，除協議收購 A 股上市公司之國有股和法人股外，QFII 和戰略投資已成為外資進入中國資本市場之重要方式。QFII 係直接從二級市場上購買 A 股，QFII 之持股量嚴格受制於市場情況、額度安排以及中國有關 QFII 制度之規定和調整。戰略投資則著眼於外資對於中國 A 股股份之戰略規模持有及長期持有，允許外國投資者以定向增發、協定轉讓等方式取得中國境內上市公司之 A 股股份，拓寬外資取得 A 股之股份。

相較於 QFII 而言，在投資方式上，戰略投資更為多樣，除不能在二級市場上進行證券買賣外，外資可採取中國有關上市公司收購法規所規定之所有形式，如：定向發行、協議轉讓以及要約收購；在持股量上，除需符合國家相關的外商投資產業政策外，採取戰略投資方式無外資在上市公司持股上限之限制，亦無額度之限制；在持股時間上，採取戰略投資方式要求外資長期持有，禁止短期操作，將小額投資者排除在 A 股市場之外。因此，戰略投資併購相較於 QFII，更適合於以中長期戰略投資中國 A 股上市公司為目標、進行規模投資之外國戰略投資者。

第五項 上市公司收購管理辦法

「上市公司收購管理辦法」（下稱「收購管理辦法」）係中國證監會於 2002

年9月所發布，此為中國證券市場上第一部專門規範上市公司收購行為之規定，並於2002年12月1日施行。「收購管理辦法」強化資訊披露，增加了上市公司控制權變化之透明度，明確不同收購方式之收購程序，對於保護上市公司和股東之合法權益發揮了重要的作用，同時本辦法亦使證券法第四章所規定之收購有一具體操作之程序規範。惟隨時間推移及中國證券之具體發展，「收購管理辦法」無法涉及有關內線交易、收購方欠缺實力而造成目標公司損失等問題，於2005年2月起，中國證監會著手「收購管理辦法」之修訂，並配合「公司法」、「證券法」之修訂，於2006年7月發布「收購管理辦法」，本次修正之主要重點如下：

一、財務顧問制度之建立

「收購管理辦法」創建了「財務顧問」制度，由財務顧問在併購事前把關、事中跟蹤、事後持續督導，形成市場力量自律機制。「收購管理辦法」第9條規定，「收購人進行上市公司的收購，應當聘請在中國註冊的具有從事財務顧問業務資格的專業機構擔任財務顧問。收購人未按照本辦法規定聘請財務顧問的，不得收購上市公司。財務顧問應當勤勉盡責，遵守行業規範和職業道德，保持獨立性，保證其所製作、出具文件的真實性、準確性和完整性。財務顧問認為收購人利用上市公司的收購損害被收購公司及其股東合法權益的，應當拒絕為收購人提供財務顧問服務。」

「收購管理辦法」要求收購人聘請財務顧問，由財務顧問負責對收購人之主體資格¹¹⁷、收購目的、實力、收購人與其控股股東和實際控制人的控制關係結構、

¹¹⁷ 依據「收購管理辦法」第6條規定，嚴禁五類人收購上市公司：第一類為收購人負有數額較大債務，到期不能清償，且處於持續狀態；第二類為收購人最近三年有重大違法行為或涉嫌有重大違法行為；第三類為收購人最近三年有嚴重之證券市場失信行為；第四類為收購人為自然人，而存有「公司法」第147條規定之情形；第五類為依照有關法律、行政法規以及中國證監會之規定不得收購上市公司之其他情形。財務顧問除需就上述事項為調查外，尚應根據收購人及其實際控制人之實力、從事之主要業務、持續經營狀況和誠信情況之查核，說明收購人是否具備主體資格，是否具備實際履行收購之經濟實力，是否具備規範運作上市公司之管理能力，是否需要承擔其他附加義務以及是否具備履行相關義務之能力，以及是否存在不良誠信紀錄等，說明並分析收

管理經驗、資信情況、誠信記錄、資金來源、履約能力、後續計畫、對上市公司未來發展的影響、收購人的承諾及是否具備履行相關承諾的能力等事項進行盡職調查，並注意收購中收購人是否存在不當行為，對收購人及其主要負責人進行證券市場規範運作之輔導，並對收購人在收購完成後 12 個月內進行持續督導，防止收購人侵害上市公司和中小股東之合法權益¹¹⁸。在此期間內，財務顧問應透過日常溝通、定期回訪等方式，結合上市公司定期報告的披露，對收購人及其控制的上市公司兩方承擔持續督導責任，在持續督導期間，財務顧問應當結合上市公司披露的季度報告、半年度報告和年度報告出具持續督導意見，並在前述定期報告披露後的 15 日內向證監局報告。財務顧問若解除委託契約，應及時向中國證監會、證監局做出書面報告，說明無法繼續履行持續督導職責的理由，並予以公告¹¹⁹。於收購完成後，財務顧問仍應繼續對收購人規範運作上市公司、切實履行承諾或相關約定進行持續督導，以防止收購人在成功收購上市公司後惡意掏空。

在「收購管理辦法」之規範下，財務顧問扮演下列兩種角色：一方面，為保證收購人之利益，財務顧問需在實質性之問題上協助收購人做出是否收購之決定，應收購人之要求，全面評估目標公司之財務和經營狀況，幫助收購人分析收購所涉及之法律、財務、經營風險等，就收購方案所涉及之收購價格、收購方式、支付安排等事項提出對策建議，並指導收購人按照規定的內容與格式製作申報檔案；對收購人進行證券市場規範運作之輔導，使收購人之董事、監事以及經理人熟悉有關法律、行政法規和中國證監會的規定，使收購人充分瞭解其應承擔之義務和責任，督促其依法履行報告、公告和其他法定義務財務顧問係需接受收購人委託，向中國證監會報送申報資料，根據中國證監會的審核意見，組織、協調收

購人之主體資格。

¹¹⁸ 收購人從事要約收購者，「收購管理辦法」對於財務顧問之要求規定於第 28 條、第 29 條、第 32 條、第 35 條、第 36 條；收購人從事協議收購者，「收購管理辦法」對於財務顧問之要求規定於第 48 條、第 50 條。「收購管理辦法」第七章則專章對於財務顧問應盡之職責有更細緻之規範。

¹¹⁹ 「收購管理辦法」第 71 條。另參東方高聖投資顧問公司林仁興、高菲著，東方高聖投資顧問中心、中國收購兼併研究中心編著，中國併購評論，機械工業出版社，2006 年 9 月，102 頁。

購人及其他專業機構予以答覆¹²⁰。另一方面，財務顧問需立足於證券市場之整體利益，對收購人是否符合「收購管理辦法」之規定以及申報檔內容之真實性、準確性、完整性進行充分查核和驗證，對收購事項客觀、公正地發表專業意見；持續督導收購人遵守法律、行政法規、中國證監會之規定、證券交易所規則、上市公司章程，依法行使控制股東權利，切實履行承諾或相關約定。收購人申請辦理相關股份過戶登記手續前，依「收購管理辦法」所需提出之報告，財務顧問應進行查核，並出具專業意見。綜合上述兩種角色，財務顧問不僅應幫助、輔導收購人，亦應發揮其監督、擔保之作用¹²¹。

由於財務顧問能否切實履行其職責，能否真正督促併購活動之相關當事人自我約束、自我規範運作並維護市場秩序，是有效發揮市場機制作用的前提和基礎，為切實規範併購活動中之財務顧問行為，中國證監會於2007年12月26日發布「上市公司併購重組財務顧問業務管理辦法（徵求意見稿）」¹²²」（以下簡稱

¹²⁰ 「收購管理辦法」第65條。

¹²¹ 東方高聖投資顧問公司林仁興、高菲著，東方高聖投資顧問中心、中國收購兼併研究中心編著，中國併購評論，機械工業出版社，2006年9月，103-104頁。

¹²² 中國法律草案之起草過程包括10個基本步驟：第一，立項，作出立法決策。立項是作出立法決策的重要形式。自第八屆全國人大常委會以來，每屆全國人大常委會制訂五年立法規劃，每年制訂年度立法計畫。透過制訂立法規劃和立法計畫，將需要制訂法律的專案列入規劃和計畫，並列名提出法律草案之大致時間。第二，確定起草機關。第三，建立起草團隊，開展起草工作。立法列項後，依據提出法律案之時間要求，承擔起草任務之機關或部門即著手起草工作之部署和安排，建立或指定專門的起草人員，組成固定或相對固定的起草工作團隊。起草團隊通常由與立法事項相關之官員、專家以及實際工作者組成。第四，明確立法意圖。法律案之立法目的原應由提案者加以明確，惟中國立法之立法實踐中，立法意圖往往係由決策者決定，或由決策者與法案起草人共同決定。因而往往決策者僅大略告知起草人該法案之立法意圖何在，故起草人除需協助決策者形成立法意圖外，更負擔明確立法意圖之任務。第五，進行調查研究。如召開各種座談會、專題研討會等。第六，形成草案框架和對主要問題之意見。以調查研究之結果為基礎，進行分析研究，進一步明確立法目的，並按照邏輯結構擬出法律框架以及對主要問題之意見，確立起草思路。第七，起草條文。最初起草之法律草案，一般稱為「試擬稿」，以供在一定範圍內研究討論。「試擬稿」經起草部門或單位初步討論同意，報送有關主管機關批准同意後，形成「徵求意見稿」或「討論稿」，向各方面徵求意見。第八，徵求各方面意見與協調論證。「徵求意見稿」或「討論稿」形成後，即進行徵求有關機關之意見，此程序之目的在於瞭解有關機關對於「徵求意見稿」或「討論稿」之看法、態度以及反應，使草案更趨於完善。徵求意見之物件範圍因法案之性質、特點而異。一般包含：決策者、與法案有利益關係之部門、機關、組織和人員以及有關專家、學者和教學、研究機構。通常透過二種形式徵求有關方面之意見：將徵求意見稿或討論稿印發有關方面書面徵求意見、召開座談會、論證會和聽證會徵求意見。第九，形成送審稿並對送審稿進行審查。經反復討論修改徵求意見稿後，形成送審稿，報提案機關討論通過。形成送審稿前，起草

「徵求意見稿」)，以求能確實發揮財務顧問「第一守門人」之功能。「徵求意見稿」指出，財務顧問係指「為上市公司併購重組活動提供交易估值、方案設計、出具專業意見等專業服務，經中國證監會核准具有從事財務顧問業務資格的證券公司、證券投資諮詢機構或其他符合條件的財務顧問機構¹²³。」因此，得成為財務顧問者，係符合一定條件之證券公司、證券投資諮詢機構或其他符合條件之機構。「徵求意見稿」著重對財務顧問之資格許可、職責及業務規則、持續監管等之規範，明確了財務顧問機構從事財務顧問業務應履行六項基本職責，包括盡職調查、提供專業化服務、規範化運作輔導、發表專業意見、組織協調、持續督導。對於未履行職責之財務顧問及其財務顧問主辦人，中國證監會於採取監管談話後，財務顧問及其財務顧問主辦人再次出現同樣問題的，中國證監會出具監管警示函；中國證監會向財務顧問出具兩次監管警示函的，要求財務顧問進行整改，在整改期間限制其增加新的財務顧問業務客戶，限期內暫不受理財務顧問主辦人簽字的申報檔；中國證監會向財務顧問出具3次監管警示函的，限期暫停其從事上市公司併購重組財務顧問業務。若涉及刑事犯罪者，另需移送司法機關處理之。

「收購管理辦法」透過專章詳細規定財務顧問之服務內容和要求，並規定對

單位通常要就法律草案中之重大問題，向上級機關請示報告或正式徵求有關方面的意見。第十，由提案機關討論決定，形成正式的法律案。國務院提出法律案，一般由國務院常務會議討論通過；中央軍委提出法律案，由中央軍事委員會討論通過；最高人民法院和最高人民檢察院提出法律案，一般由審判委員會或檢察委員會討論通過；全國人大常委會委員長會議和全國人大專門委員會提出法律案，分別由委員長會議或專門委員會討論通過。提出的法律案，應當同時提出法律草案文本及其說明，並提供必要的資料，如修改現行法律的議案，一般附有修改前後的條文對照表。法律案形成後，則由全國人民代表大會及其常委會審議，其中列入全國人民代表大會審議之法律案，經法律委員會統一審議提出的法律草案修改稿，交各代表團進行審議，然後由法律委員會根據各代表團的審議意見進行修改，提出法律草案建議表決稿，由主席團提請大會全體會議表決，由全體代表的過半數通過；列入全國人民代表大會常委會審議之法律案，經法律委員會統一審議提出的法律草案修改稿，交常委會進行審議，由法律委員會根據常委會組成人員的審議意見進行修改，提出法律草案建議表決稿，由委員長會議提請常委會全體會議表決，由全體常委會組成人員的過半數通過。經全國人民代表大會及其常委會通過之法律，尤國家主席簽署主席令予以公布。法律之公布為立法之最後一道程序，係法律生效之必要條件。關於中國立法程序之詳細規定，可參「中華人民共和國立法法」。另參郭道暉主編，當代中國立法（下），中國民主法制出版社，1998年11月，1256-1270頁。

¹²³ 「上市公司併購重組財務顧問業務管理辦法（徵求意見稿）」第2條。

於集中競價收購、要約收購、協議收購等方式，收購人均應聘請財務顧問；對於要約收購、協議收購中之管理層收購（Management Buy-Out，MBO），目標公司之董事會應當為上市公司聘請財務顧問¹²⁴。同時對於財務顧問之職責，進一步明確化、具體化，未來「徵求意見稿」正式公布後，將有更細緻之規範。惟若係國有股行政劃轉和變更、股份轉讓在同一實際控制人控制之不同主體間進行、因繼承取得股份者，收購者則無需聘請財務顧問出具專業意見，但中國證監會提出特別要求者除外。

「收購管理辦法」以及「徵求意見稿」為使財務顧問扮演「第一守門人」之角色，課予其相當重要之職責，惟本文以為值得關注的是，財務顧問係由收購人所委託¹²⁵，因而財務顧問一方面需面對中國證監會之監管，另一方面卻與收購人存有委任關係，亦即實際支付報酬與財務顧問者係收購方，再加以財務制度、會計制度等之複雜性，財務顧問若無嚴謹之執業道德操守，於面臨利益衝突時，將可能為爭食市場、搶業績等事由，願意承擔風險而為違背「徵求意見稿」規定之行為。除此顧慮外，仍應認財務顧問制度之引進不僅可促進收購活動之合法進行，對於以往在收購活動中僅能扮演「找殼」¹²⁶仲介角色之中國投資銀行亦為一大轉型之契機，中國投資銀行之角色將可由單純之「承銷商」轉向財務顧問、資本營運專家、戰略投資者等多重角色，促進金融產業之發展，帶動中國資本市場之國際化。

二、收購方式及手段之豐富化¹²⁷

¹²⁴ 詳細內容請參第四章。

¹²⁵ 「收購管理辦法」第9條。

¹²⁶ 其原因如下：資本規模較小、無法定之財務顧問業務，投資銀行業務發展模型過於單一，創新能力差、專業化之機構較少、客戶尚未認同仲介機構之作用。參東方高聖投資顧問公司林仁興、高菲著，「當好“第一看門人”-上市公司收購中的財務顧問制度解讀」，東方高聖投資顧問中心、中國收購兼併研究中心編著，中國併購評論，機械工業出版社，2006年9月，100-101頁。

¹²⁷ 有關要約收購、協議收購之詳細論述，請參第四章。

修正前「收購管理辦法」第 3 條規定，收購人收購上市公司之方式僅限於協議收購、要約收購或者證券交易所的集中競價交易方式進行之。修正後之「收購管理辦法」使收購人可以透過取得上市公司向其發行新股之方式獲得公司控制權，並可免於履行要約收購義務；收購人亦可以有價證券作為支付手段收購上市公司，首次明確了換股收購在中國之可行性，豐富了收購工具以及收購手段。此外，由於全面要約較適合以終止上市地位為目的之上市公司收購（又稱「私有化」），修正後之「收購管理辦法」為鼓勵上市公司收購，在強制性全面要約收購制度之基礎上，增加了部分要約制度。「收購管理辦法」第 24 條規定，通過證券交易所的證券交易，收購人持有一個上市公司的股份達到該公司已發行股份的 30% 時，繼續增持股份的，應當採取要約方式進行，發出全面要約或者部分要約。部分要約收購制度，可降低收購成本，有利於上市公司收購活動之活躍。

三、監管方式之變化

依據新修訂之「收購管理辦法」，中國證監會對上市公司收購活動之監管方式，發生以下兩個重要變化：

一是從中國證監會直接監管下之全面要約收購，轉變為財務顧問把關下的部分要約收購。新修訂之「收購管理辦法」基於重要性原則，依據投資者持股比例之不同，採取不同之監管方式，使監管策略更加多樣化：（1）持股介於 5% 到 20% 之間者，要求其簡要披露資訊，僅需報告；（2）持股介於 20% 到 30% 之間者，應詳細披露，若成為公司第一大股東時，比照收購人之標準，應聘請財務顧問出具查核意見，監管部門對其實行事後監管，若發現其不符合收購人要求者，通過併購委員會審議，監管部門可責令其停止收購，限制其表決權之行使；（3）持股 30% 以上者，應聘請財務顧問出具查核意見，依法向監管部門報告，並履行法定要約義務或申請豁免，監管部門在 15 日內限期審核；（4）對於將成為公司實際控制人之間接收購，一併納入規範。

二是從完全依靠中國證監會之事前監管，轉變為中國證監會適當之事前監管與強化的事後監管相結合。在減少監管部門對上市公司收購活動事前審批之同時，依據「證券法」強化法律責任之規定，透過加大持續監管力度和制訂多層次之監管措施，強化事後監管。除要求財務顧問履行持續督導責任外，也加大了中國證監會地方派出機構對財務顧問和收購人的持續監管責任。同時，單列一章規定「持續監管」，於上市公司在收購行為完成後之一段期間內，仍負有向監管部門報告之義務，監管部門可適時的對上市公司進行檢查。如「收購管理辦法」第72條、第73條規定，在上市公司收購行為完成後12個月內，收購人聘請的財務顧問應當在每季度前3日內就上一季度對上市公司影響較大的投資、購買或者出售資產、關聯交易、主營業務調整以及董事、監事、高級管理人員的更換、職工安置、收購人履行承諾等情況向派出機構報告。收購人註冊地與上市公司註冊地不同的，還應當將前述情況的報告同時抄報收購人所在地的派出機構。派出機構根據審慎監管原則，通過與承辦上市公司審計業務的會計師事務所談話、檢查財務顧問持續督導責任的落實、定期或者不定期的現場檢查等方式，在收購完成後對收購人和上市公司進行監督檢查。派出機構發現實際情況與收購人披露的內容存在重大差異的，對收購人及上市公司予以重點關注，可以責令收購人延長財務顧問的持續督導期，並依法進行查處。在持續督導期間，財務顧問與收購人解除合同的，收購人應當另行聘請其他財務顧問機構履行持續督導職責¹²⁸。

四、對於中小股東之保護

「收購管理辦法」承襲「公司法」、「證券法」保護中小股東合法權益之修正旨意，除引入財務顧問等強化市場機制作用之制度外，對於收購人之主體資格有了更嚴格之限制¹²⁹，對於資訊披露之義務有了更細緻之規範以加強公司控制權變

¹²⁸ 李志強著，跨國併購法律實務，上海遠東出版社，2007年1月，118-119頁。另參關景欣著，公司併購重組操作實務，法律出版社，2007年3月，48-49頁。

¹²⁹ 如「收購管理辦法」第6條、第58條規定。

化之透明度¹³⁰，並對於付款機制有了更明確之安排以確保資金到位¹³¹，凡此規定均為保護中小股東之利益免於受到侵害。

五、配套資訊披露文件

中國證監會於公布「收購管理辦法」後，同時修訂了配套資訊披露內容及格式準則第 15 號至第 19 號，共包括「權益變動報告書」、「上市公司收購報告書」、「要約收購報告書」、「被收購公司董事會報告書」、「豁免要約收購申請文件」等五個準則。該次修訂係在原有較為嚴密規範之資訊披露基礎上，根據重要性原則，適當減少過於繁雜之收購人財務資訊之披露，代之以財務顧問對收購人之實力進行查核，強調收購人披露資訊之實用性和有效性，強化上市公司控制權變化之透明度，為維護市場秩序、保護中小股東之利益提供基本保障。

依據「收購管理辦法」，按照投資者持股比例之不同，規定了詳略程度不同之資訊披露要求。其中，持股 30% 以上之收購人應編制「上市公司收購報告書」；持股 30% 以下之投資者，則應編制「權益變動報告書」。「權益變動報告書」以是否涉及上市公司控制權發生或可能發生變化為界線，分為「詳式權益變動報告書」以及「簡式權益變動報告書」。持股介於 20% 至 30% 之間，或持股介於 5% 至 20% 之間且為上市公司第一大股東或實際控制人者，比照對於收購人之要求，編制詳式報告，已確保上市公司控制權變化之透明度；持股介於 5% 至 20% 且非上市公司第一大股東或實際控制人，或持股 5% 後每變動達到或超過 5% 之情形，編制簡式報告。

對於自願發出主動要約或依法履行要約義務之收購人，應按照第 17 號準則「要約收購報告書」之要求履行披露義務。「要約收購報告書」除保留原準則有

¹³⁰ 如「收購管理辦法」第二章規定。

¹³¹ 如「收購管理辦法」第 36 條、第 52 條、第 54 條、第 55 條、第 78 條規定。

關收購人及其控制關係結構、資金來源、後續計畫等內容外，亦配合「收購管理辦法」之修訂，對要約收購方案、要約收購之約定條件、支付條件和方式等內容加以細化，對於以證券做為支付手段者亦明確要求其披露。

此外，由於協議收購多屬於善意收購，「收購管理辦法」修訂後不再要求被收購公司董事會發表意見，因而「被收購公司董事會報告書」往後僅適用於要約收購和管理層收購。

第六項 關於外國投資者併購境內企業之規定

2006 年 1 月，新修正之「公司法」、「證券法」正式施行，由於修法後對外商投資標準、投資方式和投資期限等內容均有所放寬，為與新法相配套，並促進和規範外國投資者對中國之投資，同年 8 月 8 日，商務部、國務院國有資產監督管理委員會、國家稅務總局、國家工商行政管理總局、中國證券監督管理委員會、國家外匯管理局六部委對「外國投資者併購境內企業暫行規定」進行修訂，並以「2006 年第 10 號令」聯合公布「關於外國投資者併購境內企業的規定」（以下簡稱「併購規定」），該規定自 2006 年 9 月 8 日起施行。

本次修正已超過原規定一倍之篇幅，對外資併購之具體程序做了更詳細之規定，一方面對外資併購中國境內企業之範圍有更嚴格之規範，強化審批環節和反壟斷之審查，一方面對外資併購之操作環節，如換股收購等技術細節，有了更細緻之規定。「併購規定」中有關外資併購上市公司規定之介紹，詳如下述。

第一款 適用範圍

「併購規定」第 2 條規定，「本規定所稱外國投資者併購境內企業，係指外國投資者購買境內非外商投資企業股東的股權或認購境內公司增資，使該境內公司變更設立為外商投資企業；或者，外國投資者設立外商投資企業，並通過該企業協議購買境內企業資產且運營該資產，或，外國投資者協定購買境內企業資產，並以該資產投資設立外商投資企業運營該資產。」明確規定兩種外資併購模式：股權收購以及資產收購。本條前段所規範之股權收購係指外資協議購買境內公司股東的股權，或認購境內公司增資或增發之股份，使該境內公司變更設立為外商投資企業之行為；本條後段所規範之資產收購則指外資協議購買境內企業資產並以該資產投資設立外商投資企業運營該資產之行為，或外資設立外商投資企業協議購買境內企業資產運營該資產之行為。

一、股權收購

「併購規定」就股權收購規範了兩種方式，一為外資直接從境內目標公司股東之手中購買目標公司之股權；另一為外資購買境內公司增資之股份。本條文字用語係針對有限責任公司而言，未明確規定外資購買股份有限公司股份或認購股份有限公司增發股份是否適用本法之規定。惟從本法之立法精神與相關條文觀之，外資亦可以股權併購之方式併購中國境內之股份有限公司¹³²。

由於上市公司必為股份有限公司，因此外資直接購買有限公司股東之股權或購買其增資，非本文討論之範疇。至於外資購買境內股份公司

¹³² 吳偉央、賀亮、祁智源編著，*跨國公司併購法律實務*，法律出版社，2007 年 7 月，75 頁；關景欣著，*公司併購重組操作實務*，法律出版社，2007 年 3 月，139 頁。

股份或認購增發之股份，應適用證券法第 10 條¹³³、第 13 條¹³⁴之規定。

二、資產收購

資產併購之併購方依「併購規定」可有如下之併購方式：1、設立外商投資企業購買目標企業資產；2、透過已經設立之外商投資企業購買目標企業之資產；3、購買目標企業資產，並以之出資設立外商投資企業。惟此三種模式均非「收購」，且於目標公司為上市公司之操作下，外資併購後之結果仍無法運用上市公司優良之籌資管道，本文不予討論。

應留意者，「併購規定」不適用於外資併購外商投資企業之案例，相關案例應適用外商投資企業法律、行政法規以及「外商投資企業投資者股權變更的若干規定」等。

第二款 價款支付期限

一、對轉讓股權支付之期限

「併購規定」第 16 條第 1 項規定，「外國投資者併購境內企業設立

¹³³ 證券法第 10 條規定，「公開發行證券，必須符合法律、行政法規規定的條件，並依法報經國務院證券監督管理機構或者國務院授權的部門核准；未經依法核准，任何單位和個人不得公開發行證券。有下列情形之一的，為公開發行：（一）向不特定物件發行證券的；（二）向特定物件發行證券累計超過二百人的；（三）法律、行政法規規定的其他發行行為。非公開發行證券，不得採用廣告、公開勸誘和變相公開方式。」

¹³⁴ 證券法第 13 條規定，「公司公開發行新股，應當符合下列條件：（一）具備健全且運行良好的組織機構；（二）具有持續盈利能力，財務狀況良好；（三）最近三年財務會計檔無虛假記載，無其他重大違法行為；（四）經國務院批准的國務院證券監督管理機構規定的其他條件。上市公司非公開發行新股，應當符合經國務院批准的國務院證券監督管理機構規定的條件，並報國務院證券監督管理機構核准。」

外商投資企業，外國投資者應自外商投資企業營業執照頒發之日起 3 個月內向轉讓股權的股東，或出售資產的境內企業支付全部對價。對特殊情況需要延長者，經審批機關批准後，應自外商投資企業營業執照頒發之日起 6 個月內支付全部對價的 60% 以上，1 年內付清全部對價，並按實際繳付的出資比例分配收益。」

本條規定實際上係沿用 1997 年「中外合資經營企業合營各方出資的若干規定的補充規定」，依據「中外合資經營企業合營各方出資的若干規定的補充規定」第 1 條，「外國投資者自外商投資企業營業執照頒發之日起 3 個月內支付全部對價；對特殊情況需延長者，經審批機關批准後，應自外商投資企業營業執照頒發之日起 6 個月內支付全部對價的 60% 以上，1 年內付清全部對價。」2003 年 1 月 1 日起施行之「利用外資改組國有企業暫行規定」第 11 條亦沿襲此規定，唯一不同之處在於其規定「確有困難的，應當在營業執照頒發之日起 6 個月內支付價款總額的 60% 以上，其餘款項應當依法提供擔保，在 1 年內付清。」

由於「中外合資經營企業合營各方出資的若干規定的補充規定」係由原外經貿部¹³⁵、國家工商行政管理總局所發布，「關於外國投資者併購境內企業的暫行規定」及其後修正之「關於外國投資者併購境內企業的規定」係由六部委所發布，發布後者法規之部門涵蓋了前二者法規之發布部門，依同一立法部門立法新法優於舊法之原則，轉讓股權支付之期限應當依照「關於外國投資者併購境內企業的規定」之內容¹³⁶。

¹³⁵ 1993 年 3 月 16 日，中國第八屆全國人民代表大會第一次會議決定，將原「對外經濟貿易部」更名為「對外貿易經濟合作部」。其工作職能，基本上延續了之前的機構，主要負責對外貿易事務。2003 年 3 月 10 日，中國進行第八次的國家機構改革，在第十屆全國人民代表大會第一次會議批准之國務院機構改革方案，將對外經濟貿易合作部與國家經濟貿易委員會及國家計委合組為「商務部」。參，2003 年第十屆全國人民代表大會第一次會議關於「國務院關於機構設置的通知」（國發〔2003〕8 號）。

¹³⁶ 吳偉央、賀亮、祁智源編著，跨國公司併購法律實務，法律出版社，2007 年 7 月，142 頁。

二、增發股份支付的期限

「併購規定」第 16 條第 2 項規定，「外國投資者認購境內公司增資，有限責任公司和以發起方式設立的境內股份有限公司的股東應當在公司申請外商投資企業營業執照時繳付不低於 20% 的新增註冊資本，其餘部分的出資時間應符合《公司法》、有關外商投資的法律和《公司登記管理條例》的規定。其他法律和行政法規另有規定的，從其規定。股份有限公司為增加註冊資本發行新股時，股東認購新股，依照設立股份有限公司繳納股款的有關規定執行。」

以增發股份之支付期限為例，公司法第 179 條第 2 項規定，「股份有限公司為增加註冊資本發行新股時，股東認購新股，依照本法設立股份有限公司繳納股款的有關規定執行。」若係以發起設立方式設立者，依公司法第 81 條規定，公司全體發起人之首次出資額不得低於註冊資本的 20%，其餘部分由發起人自公司成立之日起 2 年內繳足；其中，投資公司可在 5 年內繳足。此外，依公司法第 84 條規定，以發起設立方式設立股份有限公司者，發起人應當書面認足公司章程規定期認購之股份；一次繳納者，應即繳納全部出資；分次繳納者，應即繳納首期出資。

由上可知，外資認購以發起設立之境內股份有限公司增資者，分期履行出資期限可分為兩個階段：第一階段，應在公司申請外商投資企業營業執照時繳付不低於 20% 之新增註冊資本；第二階段，其餘部分之出資期間為公司股東自外商投資企業成立之日起 2 年內繳足。其中，投資公司可在 5 年內繳足。

若係以募集設立方式之股份公司增加註冊資本發行新股者，「併購規定」第 55 條第 4 項規定，「外國投資者併購境內有限責任公司並將其

改制為股份有限公司的，或者境內公司為股份有限公司的，適用關於設立外商投資股份有限公司的相關規定，其中沒有規定的，適用本規定。」惟「關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定」未就關於外商投資股份有限公司資本繳納制度為規定，但該規定第 25 條規定，「本暫行規定未規定的公司的其他事宜，按公司法，國務院《關於股份有限公司境外募集股份及上市的特別規定》及有關規定處理。」因此，對於以募集方式設立之股份公司增加註冊資本發行新股時，股東認購新股，依照設立股份有限公司繳納股款的有關規定執行即增加的資本為在公司登記機關登記的實收股本總額，在變更營業執照前一次付清¹³⁷。

「關於外國投資者併購境內企業的規定」第 16 條與「上市公司收購管理辦法」以及「公司法」間之銜接問題，詳如後述。

第三款 價款支付方式-首次明確股權交換規定

「併購規定」第四章規定「外國投資者以股權作為支付手段併購境內公司」，係首次明確了外資以股權作為支付手段併購境內公司之行為、以股權併購之條件，並規定了申報文件與程序。第 27 條規定，「本章所稱外國投資者以股權作為支付手段併購境內公司，係指境外公司的股東以其持有的境外公司股權，或者境外公司以其增發的股份，作為支付手段，購買境內公司股東的股權或者境內公司增發股份的行為。」允許外資得以股權交換之方式進行併購行為，除增加了支付手段、減少交易成本外，亦將提升併購活動之效率。為避免收購方欺詐式之交易，外資欲從事股權交換者，須具備「合法設立並且其註冊地具有完善的公司法律制

¹³⁷ 吳偉央、賀亮、祁智源編著，跨國公司併購法律實務，法律出版社，2007 年 7 月，143-145 頁。

度，且公司及其管理層最近 3 年未受到監管機構的處罰，除特殊目的公司外，境外公司應為上市公司，其上市所在地應具有完善的證券交易制度。」¹³⁸而外資用以置換之股權亦需符合「併購規定」第 29 條¹³⁹之要求。

「併購規定」要求外資從事股權交換者，目標公司需聘請在中國註冊登記之仲介機構擔任顧問（簡稱為「併購顧問」），以就該併購案申請文件真實性、外資財務狀況以及該併購案是否符合「併購規定」第 14 條、第 28 條以及第 29 條之要求等為盡職調查，併購顧問並應出具併購顧問報告，就前述內容逐項發表明確之專業意見¹⁴⁰。惟「併購規定」第 31 條僅要求「併購顧問」需具備下列條件：（一）信譽良好且有相關從業經驗；（二）無重大違法違規記錄；（三）應有調查並分析境外公司註冊地和上市所在地法律制度與境外公司財務狀況的能力，對於併購顧問更具體之資格條件、法律責任、責任落實和追究制度等規定付之闕如，仍待中國有關部門進一步之明確規範之¹⁴¹。

另，「併購規定」第 39 條至第 50 條為有關特殊目的公司以股權併購中國境內公司之規定，即所謂之「紅籌上市」。所謂之「特殊目的公司」，係指中國境內公司或自然人為實現以其實際擁有的境內公司權益在境外上市而直接或間接控

¹³⁸ 「併購規定」第 28 條規定，「本章所稱的境外公司應合法設立並且其註冊地具有完善的公司法律制度，且公司及其管理層最近 3 年未受到監管機構的處罰；除本章第三節所規定的特殊目的公司外，境外公司應為上市公司，其上市所在地應具有完善的證券交易制度。」

¹³⁹ 「併購規定」第 29 條規定，「外國投資者以股權併購境內公司所涉及的境內外公司的股權，應符合以下條件：（一）股東合法持有並依法可以轉讓；（二）無所有權爭議且沒有設定質押及任何其他權利限制；（三）境外公司的股權應在境外公開合法證券交易市場（櫃檯交易市場除外）掛牌交易；（四）境外公司的股權最近 1 年交易價格穩定。前款第（三）、（四）項不適用於本章第三節所規定的特殊目的公司。」

¹⁴⁰ 「併購規定」第 30 條：「外國投資者以股權併購境內公司，境內公司或其股東應當聘請在中國註冊登記的仲介機構擔任顧問。併購顧問應就併購申請檔的真實性、境外公司的財務狀況以及併購是否符合本規定第十四條、第二十八條和第二十九條的要求作盡職調查，並出具併購顧問報告，就前述內容逐項發表明確的專業意見。」

¹⁴¹ 何曼青著，外資併購發展及環境，全球併購研究中心編，中國併購報告 2007，人民郵電出版社，2007 年 5 月，614-615 頁。

制的境外公司，與本文對於「外資」之定義不符¹⁴²，故不予討論之。

第四款 保護國家經濟安全

「反壟斷法」公布實施前，「併購規定」乃唯一就外資收購中國境內企業可能涉及之國家經濟安全之規範¹⁴³。依「併購規定」第 12 條¹⁴⁴以及第 51 條¹⁴⁵之規定，外資在中國市場年營業額超過人民幣 15 億元或市場佔有率達 20% 或一年內連續併購 10 家企業者，必須向商務部和工商總局報告；若取得實際控制權者，涉及重點行業、存在影響或可能影響國家經濟安全因素或導致擁有馳名商標或中華老字型大小的境內企業實際控制權轉移者，應向商務部申報。

「併購規定」第 12 條有關「涉及重點行業」、「存在影響或可能影響國家經濟安全因素」之限制，係自外資進入中國市場後，一再被中國官方以及民間關注之話題。至於對「中華老字型大小」之限制，係因中國在 2005 年十一五期間¹⁴⁶制訂了「促進老字型大小振興發展的指導意見」，為求促進老字型大小之自主創新和市場競爭能力而定。中華老字型大小（China Time-honored Brand）係指歷史悠

¹⁴² 詳見本文第一章第四節第一項。

¹⁴³ 「反壟斷法」之介紹詳見本文第五章。

¹⁴⁴ 「併購規定」第 12 條：「外國投資者併購境內企業並取得實際控制權，涉及重點行業、存在影響或可能影響國家經濟安全因素或者導致擁有馳名商標或中華老字型大小的境內企業實際控制權轉移的，當事人應就此向商務部進行申報。當事人未予申報，但其併購行為對國家經濟安全造成或可能造成重大影響的，商務部可以會同相關部門要求當事人終止交易或採取轉讓相關股權、資產或其他有效措施，以消除併購行為對國家經濟安全的影響。」

¹⁴⁵ 「併購規定」第 51 條：「外國投資者併購境內企業有下列情形之一的，投資者應就所涉情形向商務部和國家工商行政管理總局報告：（一）併購一方當事人當年在中國市場營業額超過 15 億元人民幣；（二）一年內併購國內關聯行業的企業累計超過 10 個；（三）併購一方當事人在中國的市場佔有率已經達到 20%；（四）併購導致併購一方當事人在中國的市場佔有率達到 25%。雖未達到前款所述條件，但是應有競爭關係的境內企業、有關職能部門或者行業協會的請求，商務部或國家工商行政管理總局認為外國投資者併購涉及市場份額巨大，或者存在其他嚴重影響市場競爭等重要因素的，也可以要求外國投資者作出報告。」

¹⁴⁶ 2005 年 10 月，中國召開中共十六屆五中全會，決議「十一五」制度建設。「十一五」為「中華人民共和國國民經濟和社會發展第十一個五年規劃綱要」之縮寫。

久，擁有世代傳承的產品、技藝或服務，具有鮮明的中華民族傳統文化背景和深厚的文化底蘊，取得社會廣泛認同，形成良好信譽之品牌。屬於「中華老字型大小」之企業為經原商業部、國內貿易部依「中華老字號認定規範」所認定之 1,600 多家老字型大小企業，如全聚德、狗不理包子等，其範圍已相當特定明確；至於享有「馳名商標」之企業，由於人民法院亦享有對於「馳名商標」之認定權¹⁴⁷，且人民法院之認定並未公開，而外國立法例中少見有對於「著名商標」企業併購之限制，顯見此部份仍有立法透明度之疑慮¹⁴⁸。再者，「重點行業」所指為何，「併購規定」未明確規定，形同賦予行政機關相當程度之裁量權，且「併購規定」亦未要求雙方當事人提供相關財務資料以供審核是否有影響「重點產業」或「國家經濟安全」之虞¹⁴⁹，因而有認為「併購規定」之公布象徵著中國保護主義之抬頭¹⁵⁰。

在此之前，只有價值 1 億美元以上之併購案才需要商務部之審批。「併購規定」第 51 條至第 54 條為有關反壟斷申報之規定，第 51 條規範了需申報之案件，第 52 條則規定了審查標準，即如有「可能造成過度集中，妨害正當競爭、損害消費者利益」者，審查機關得不批准。「併購規定」對反壟斷審查之標準雖僅有原則性之規定，惟因「反壟斷法」已於 2007 年通過，相關問題可透過「反壟斷法」規範之。

從「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」、「上市公司收購管理辦法」

¹⁴⁷ 「最高法院關於審理商標民事糾紛案件適用法律若干問題的解釋」第 22 條第 1 項規定，「人民法院在審理商標糾紛案件中，根據當事人的請求和案件的具體情況，可以對涉及的註冊商標是否馳名依法作出認定。」

¹⁴⁸ Recent Developments In China's Policies Towards Cross-Border Mergers And Acquisition (M&A), Supplements to the 2006 Investment Policy Review of China, <http://www.oecd.org/dataoecd/1/26/37808943.pdf> (last visited on 2008/12/07).

¹⁴⁹ Eileen Francis Schneider, *Be Careful What You Wish For: China's Protectionist Regulations of Foreign Direct Investment Implemented in the Months Before Completing WTO Accession*, 2 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 267, at 280.

¹⁵⁰ 新規施行，能否遏制外資併購「斬首活動」，上海證券報，2006 年 9 月 8 日，A4 版。

以及「關於外國投資者併購境內企業的規定」等一系列規定之公布，可看出中國限縮了外資對境內企業之控股併購，但鼓勵了外資戰略投資上市公司。「一個收緊、一個放鬆」，可以看出中國對外資的態度日趨謹慎。但讓外界的疑慮的是，既鼓勵外資利用股權方式併購境內企業，同時加強對重點行業、中國馳名商標、中國老字型大小外資併購的審查，是否中國在對於外資併購目標公司的範疇受到限縮，同時加強行政機關的審批，使得行政介入而壓抑正常商事併購活動之進行。

第三節 中國外資收購法制現狀評析

由前述可稽，中國之法律體系中，對於外資收購中國境內上市公司之法規名稱繁多，且於中國逐步開放其資本市場之大政策前提下，相關法規之立法數量將逐步增加，眾多法規中往往存在互相矛盾、衝突或不銜接之現象，對於不瞭解當地法制之外資而言，往往對中國相關法令之缺乏透明性與規範性產生疑慮¹⁵¹。對於中國法律體系位元階定位之認識有助於外資面臨法規矛盾、衝突或不銜接時做出正確之理解與投資決策，本文分析如下。

第一項 外資併購法規範之效力位階

第一款 中國之法律體系位階

依據中國「立法法」之規定，中國縱向法律體系位階依其立法機關之位階，可分為憲法、法律、國務院依據憲法與法律所公布之行政法規，以及國務院各中央部門依其職權所公布之規章與地方政府所公布之地方性法規等層次，如下表所

¹⁵¹ 王文杰著，嬗變中之中國大陸法制，交通大學出版社，93年12月，217-218頁。

示：

【表 3-3】中國法律體系位階表

法律位階	制訂機關	法源依據	備註
憲法	全國人民代表大會	憲法第 62 條第 1 款及第 64 條	
法律	全國人民代表大會及其常務委員會	憲法第 62 條第 3 款及第 67 條 立法法第 7 條、第 8 條	全國人大常委委員 會之法律解釋與法 律有同一效力
行政法規	國務院	憲法第 89 條第 3 款 立法法第 56 條	
規章	國務院各部、委和具有行政管理職能的直屬機構	憲法第 92 條第 2 款 立法法第 71 條	
地方性法規	省、直轄市之人民代表大會及其常務委員會	憲法第 100 條 立法法第 63 條	
自治條例和單行條例	自治區人民代表大會	憲法第 99 條第 3 款 立法法第 71 條	

資料來源：本研究整理

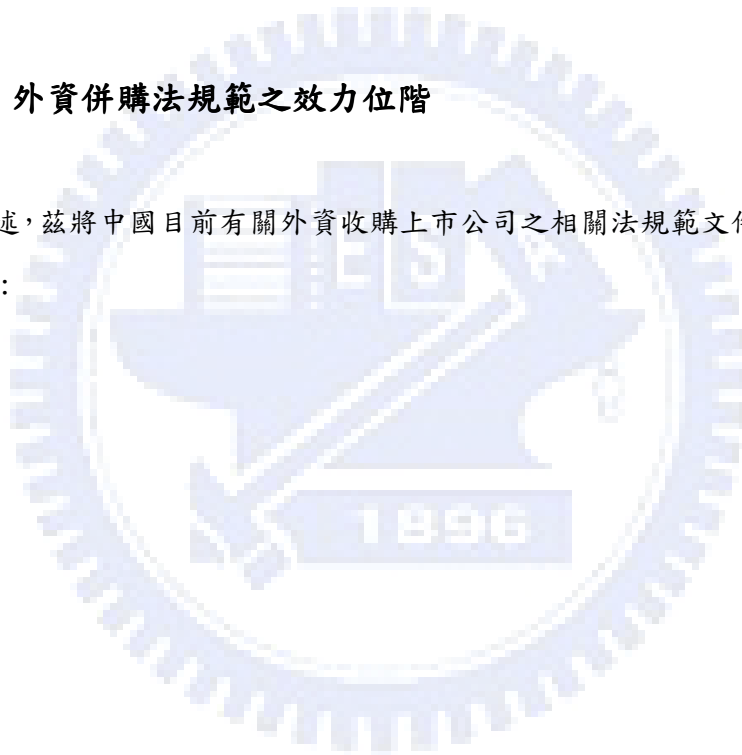
與我國「中央法規標準法」以名稱區別法律或命令¹⁵²不同，中國係依制訂機關判斷該法之位階為法律或行政法規。若法律的規定需要進一步明確具體含義或法律制定後出現新的情況，需要明確適用法律依據者，全國人民代表大會常務委員會依「立法法」第 42 條，有解釋之權利，此種法律解釋與法律具有同等效力。中國之中央部門法規可分為兩種層次，一為由國務院直接發布之行政法規；一為由國務院直屬一級部門以及直屬辦事機關所直接發布之規章。行政法規係應由全國人民代表大會及其常務委員會制定法律的事項，國務院根據全國人民代表大會

¹⁵² 「中央法規標準法」第 2 條、第 3 條規定，法律得定名為法、律、條例或通則。各機關發布之命令，得依其性質，稱規程、規則、細則、辦法、綱要、標準或準則。

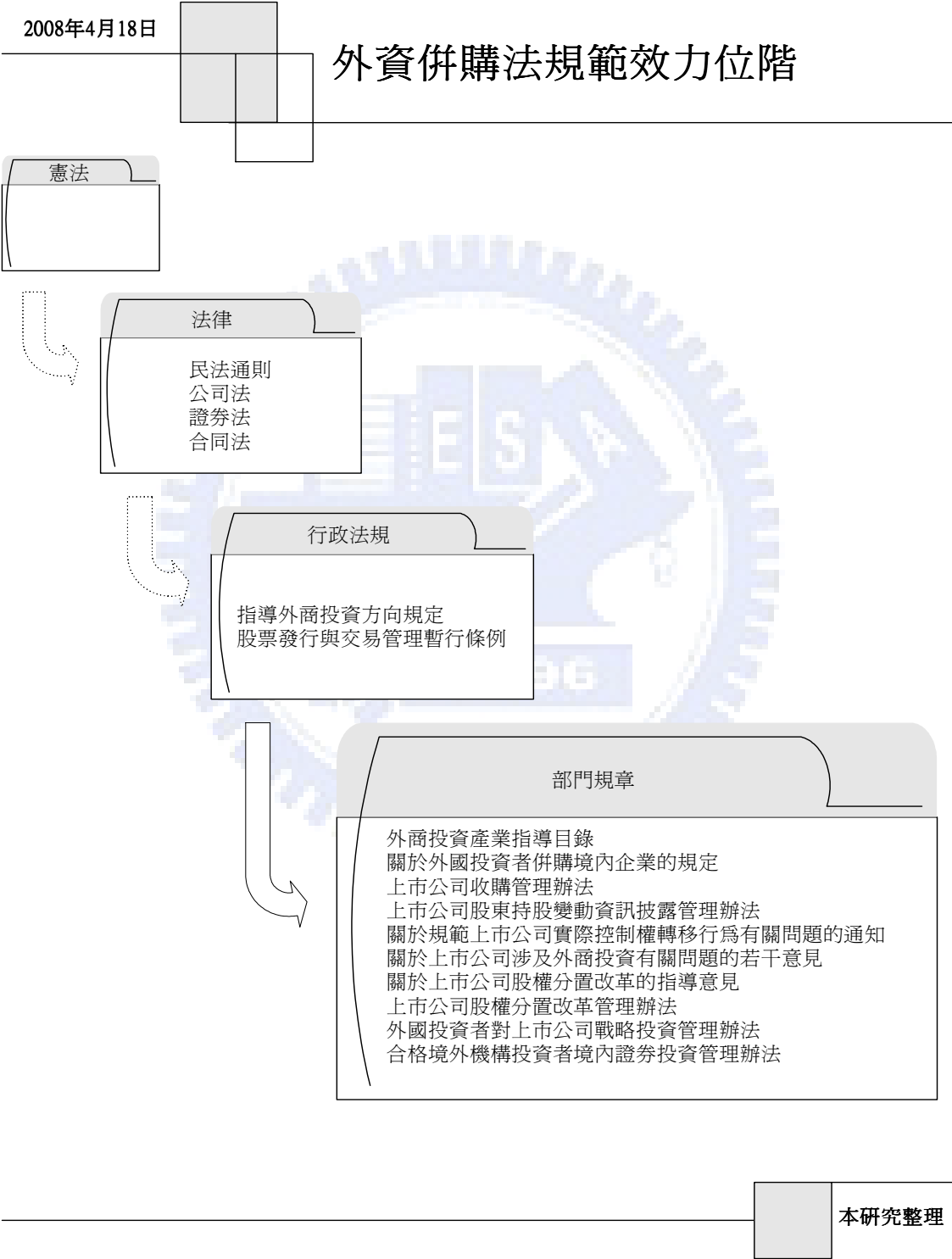
及其常務委員會的授權決定先制定的行政法規，經過實踐檢驗，制定法律的條件成熟時，國務院應當及時提請全國人民代表大會及其常務委員會制定法律，故行政法規往往在施行一段期間，具實踐檢驗成熟後，上升為法律位階，因而其重要性可等同法律之地位對待。行政法規有時不以法規形式出現，以一般之決定、意見、綱要等方式呈現，具有濃厚政策之意涵，如「國務院關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見」。

第二款 外資併購法規範之效力位階

承前述，茲將中國目前有關外資收購上市公司之相關法規範文件之法律位階整理如下：



【圖 3-4】外資併購法規範效力位階表



第三款 中國外資收購上市公司法制存在之問題

由上表整理可發現，除「公司法」、「證券法」外，目前外資收購中國上市公司之其他規範多屬由國務院及各部委發布之行政法規以及部門規章。自 1997 年後所發布之與外資收購相關之法規，多數由中國證券監督管理委員會、國有資產管理委員會、商務部（原國家經貿委與對外貿易經濟合作部）、對外貿易經濟合作部、國家外匯管理局等部委發布之規範性法規，其法律位階均屬部門規章，效力低於法律，亦低於以國務院名義發布之行政法規，拘束力較低，一旦發生法律糾紛，難以從規範中找出解決之道；且此些部門規章之發布通常係因應當時之發展背景，用以彌補斯時外資收購法規範之空白或不足，制度部門規章之出發點不同，即容易造成規範間之不協調，影響法規之操作可行性。本文以下將討論依目前外資收購中國上市公司之法規範，外資於收購活動實踐中可能發生之法規範間不協調、無法銜接之現象，並試圖提出對策。

第二項 規範之銜接

第一款 「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」與「上市公司收購管理辦法」

一、A 股市場之進入

於現行法制規範下，外資欲收購中國上市公司可透過協議收購、要約收購、間接收購等方式，於證券市場上，其可透過 QFII 收購 A 股、或直接收購 B 股等方式完成。而誠如第二章所述，於股權分置改革完成前，外資多透過協議收購非流通股之方式完成其收購行為，而外資受讓非流通股多受到中國之產業政策以及

對國有股產權管理等之限制。於股權分置改革完成後，「戰略投資管理辦法」似乎為外資打開了進入 A 股市場之大門，惟實質上卻是對外資有了更嚴格之限制。

「戰略投資管理辦法」既係要求外資需從事「戰略投資」而非「一般投資」，自然有不同於以往之要求。如：外國投資者首次投資取得的股份不得低於目標公司已發行股份之 10%，並且其取得上市公司 A 股股份之三年內不得轉讓；外資需於中國境外實有資產總額不低於 1 億美元或管理的中國境外實有資產總額不低於 5 億美元；或其母公司於中國境外實有資產總額不低於 1 億美元或管理的中國境外實有資產總額不低於 5 億美元等¹⁵³。此些要求將使規模較小之投資者，如私募基金排除在 A 股市場之外。

二、要約收購之進行

依據「上市公司收購管理辦法」第 89 條規定，「外國投資者收購上市公司及在上市公司中擁有的權益發生變動的，除應當遵守本辦法的規定外，還應當遵守外國投資者投資上市公司的相關規定。」是以外資欲透過 A 股市場從事併購活動者，其除需依據「上市公司收購管理辦法」有關要約收購及協議收購之規定外，尚需符合「戰略投資管理辦法」之要求。

而「戰略投資辦法」第 20 條規定除戰略投資外，外資可以買賣 A 股之情形，該規定內容如下：「除以下情形外，投資者不得進行證券買賣（B 股除外）：

¹⁵³ 「戰略投資管理辦法」第 5 條規定，「投資者進行戰略投資應符合以下要求：（一）以協議轉讓、上市公司定向發行新股方式以及國家法律法規規定的其他方式取得上市公司 A 股股份；（二）投資可分期進行，首次投資完成後取得的股份比例不低於該公司已發行股份的百分之十，但特殊行業有特別規定或經相關主管部門批准的除外；（三）取得的上市公司 A 股股份三年內不得轉讓；（四）法律法規對外商投資持股比例有明確規定的行業，投資者持有上述行業股份比例應符合相關規定；屬法律法規禁止外商投資的領域，投資者不得對上述領域的上市公司進行投資；（五）涉及上市公司國有股股東的，應符合國有資產管理的相關規定。」第 6 條規定，「投資者應符合以下要求：（一）依法設立、經營的外國法人或其他組織，財務穩健、資信良好且具有成熟的管理經驗；（二）境外實有資產總額不低於 1 億美元或管理的境外實有資產總額不低於 5 億美元；或其母公司境外實有資產總額不低於 1 億美元或管理的境外實有資產總額不低於 5 億美元；（三）有健全的治理結構和良好的內控制度，經營行為規範；（四）近三年內未受到境內外監管機構的重大處罰（包括其母公司）。」

(一) 投資者進行戰略投資所持上市公司 A 股股份，在其承諾的持股期限屆滿後可以出售；

(二) 投資者根據「證券法」相關規定須以要約方式進行收購的，在要約期間可以收購上市公司 A 股股東出售的股份；

(三) 投資者在上市公司股權分置改革前持有的非流通股份，在股權分置改革完成且限售期滿後可以出售；

(四) 投資者在上市公司首次公開發行前持有的股份，在限售期滿後可以出售；

(五) 投資者承諾的持股期限屆滿前，因其破產、清算、抵押等特殊原因需轉讓其股份的，經商務部批准可以轉讓。」

本規定第二款要求要約收購必需是根據證券法之規定所進行。惟證券法規定下之要約收購制度並不完整，如其並未區分主動要約與被動要約、自願要約與強制要約，因此，僅依據證券法之規定難以就外資之收購行為判斷其屬性，而「收購管理辦法」之制定豐富並完善了要約收購制度之完整性。因此，若依據「戰略投資辦法」，即外資以要約收購之方式進入 A 股市場僅能根據證券法之規定為之，則外資若以協議收購之方式進行戰略投資且已達 30%，並欲繼續進行收購時，此時若屬「戰略投資辦法」第 20 條之適用範圍，將使往後外資若透過協定收購之方式收購上市公司時，除有豁免之情形外，其最多將僅能持有目標公司已發行股份之 30%，而無法繼續增持 A 股¹⁵⁴。

¹⁵⁴ 中國收購兼併研究中心編著，中國併購評論，機業工業出版社，2006 年，138-139 頁。

第二款 「關於外國投資者併購境內企業的規定」與「上市公司收購管理辦法」

第一目 適用範圍之差異

「關於外國投資者併購境內企業的規定」係外國投資者併購中國境內企業之一般規定，其所指之「境內企業」，即中國境內非外商投資企業，包含股份有限公司與上市公司；「上市公司收購管理辦法」則係專門規範上市公司收購之一般規定，適用於投資者對在中國境內證券交易所上市交易之上市公司之收購行為，不適用於投資者收購僅在境外發行上市之 H 股、N 股等公司，所謂之「投資者」，包含外國投資者在內之主體收購境內上市公司皆應依循該辦法。因而，二者之規範範圍部分重疊，外國投資者併購中國境內上市公司時，須同時遵守「關於外國投資者併購境內企業的規定」及「上市公司收購管理辦法」。

此外，「關於外國投資者併購境內企業的規定」第 2 條包含股權併購與資產併購，在該法規範下，凡外國投資者取得境內企業實際權利之行為均屬外資併購，至於是否取得控制權在所不問；「上市公司收購管理辦法」第 2 條規定，上市公司收購係指收購人透過證券交易所之股份轉讓活動持有一上市公司之股份達到一定比例、透過證券交易所股份轉讓活動以外之其他合法途徑控制一上市公司之股份達到一定程度，導致其可能獲得對該公司之實際控制權，即「上市公司收購管理辦法」著重在於控制權。若外資採取資產併購，此種方式並不取得該上市公司之股權，因而此時外資僅需依據「關於外國投資者併購境內企業的規定」從事併購活動即可¹⁵⁵。

¹⁵⁵ 葉軍著，外資併購中國企業的法律分析，法律出版社，2004 年 1 月，115-116 頁。

第二目 價款支付

「上市公司收購管理辦法」第 55 條規定，「收購報告書公告後，相關當事人應當按照證券交易所和證券登記結算機構的業務規則，在證券交易所就本次股份轉讓予以確認後，憑**全部轉讓款項**存放於雙方認可的銀行帳戶的證明，向證券登記結算機構申請解除擬協議轉讓股票的臨時保管，並辦理過戶登記手續。」本條規定係因依 2002 年之「上市公司收購管理辦法」規定實施三年多之結果，許多收購方以提高效率之名義支付部分定金後便將股權過戶，完成過戶後即利用上市公司資金支付轉讓款，對上市公司之投資權權益造成損害，因而 2006 年修正後改採全額付款之規定。惟「併購規定」第 16 條規定外資收購上市公司之支付辦法，可在營業執照頒發後一定期限內支付，因而與「上市公司收購管理辦法」第 55 條之規定產生扞格。

2005 年修正之「公司法」雖未就公司併購之對價支付期限有所規範，惟股東之出資則與此相關。相關規定在「公司法」第 26 條至第 30 條。第 26 條規定，「有限責任公司的註冊資本為在公司登記機關登記的全體股東認繳的出資額。公司全體股東的首次出資額不得低於註冊資本的百分之二十，也不得低於法定的註冊資本最低限額，其餘部分由股東自公司成立之日起兩年內繳足」第 30 條規定，股東之首次出資經依法設立的驗資機構驗資後，即可申請設立登記。而依「併購規定」第 16 條第 2 項規定，「外國投資者認購境內公司增資，有限責任公司和以發起方式設立的境內股份有限公司的股東應當在公司申請外商投資企業營業執照時繳付不低於 20% 的新增註冊資本，其餘部分的出資時間應符合「公司法」、有關外商投資的法律和「公司登記管理條例」的規定。其他法律和行政法規另有規定的，從其規定。」因而對於外資認購中國境內公司增資之情形，此二者之規範相協調，惟若係增資以外之情況，外資支付對價之期限將比「公司法」嚴格，

應相互協調之¹⁵⁶。且依該條第 4 項規定，「外國投資者併購境內企業設立外商投資企業，如果外國投資者出資比例低於企業註冊資本 25% 的，投資者以現金出資的，應自外商投資企業營業執照頒發之日起 3 個月內繳清；投資者以實物、工業產權等出資的，應自外商投資企業營業執照頒發之日起 6 個月內繳清。」係以外資出資比例低於外商投資企業註冊資本之 25% 為標準，此項與同條第 2 項外資認購境內公司增資，有限責任公司和以發起方式設立的境內股份有限公司的股東應當在公司申請外商投資企業營業執照時繳付不低於 20% 之新增註冊資本，其餘部分之出資時間應符合「公司法」、有關外商投資的法律和「公司登記管理條例」之準用性規定不符¹⁵⁷。



¹⁵⁶ 何曼青著，外資併購發展及環境，全球併購研究中心編，中國併購報告 2007，人民郵電出版社，2007 年 5 月，596 頁。

¹⁵⁷ 吳偉央、賀亮、祁智源編著，跨國公司併購法律實務，法律出版社，2007 年 7 月，146 頁。

第四章 外資收購中國上市公司之模式探討-

以協議收購與要約收購為中心

由現行中國涉及與上市公司收購相關的主要法規範，如證券法、上市公司收購管理辦法等可知，上市公司收購模式分為要約收購、協議收購兩種形式加以規範，故，本章將針對此二種主要收購模式之相關規定進行分析與檢討，再經由外資收購中國上市公司之三起重要案例檢視並分析之。

第一節 協議收購

第一項 協議收購之定義

協議收購是收購人於證券交易所以外之場所，透過與目標公司的管理層或目標公司的股東反覆磋商，達成協議，並按照協議所約定之收購價格、收購期限等約定事項，收購目標公司之股份以達成獲取目標公司控制權之收購方式¹。

目前許多國家並未明文承認協議收購之合法性，英美等國之證券市場上雖仍存在協議收購之現象，亦未以成文法之方式加以規範，其對於協議收購運作之規則如下²：

第一，未明確區分協議收購與要約收購，而以強制要約收購之形式表現對於協議收購之規制。如英國之「公開收購暨合併規則」(City Code on

¹ 羅文志、望開雄、董寒冰、焦維編著，上市公司併購法律實務，法律出版社，2007年6月2版，27頁。李志強著，跨國併購法律實務，上海遠東出版社，2007年1月，113頁。

² 陳忠謙著，上市公司收購，法律出版社，2007年3月，73-75頁。

Takeover and Mergers) Rule 9.1³規定，任何人於獲得超過一公司發行股份總數 30% 以上之股份時，即必須向該公司所有股東發出公開要約，無論其是否係透過證券交易所之交易以取得該公司之股份。

第二，建立信息披露機制。由於協議收購係透過私下協議達成，若相關信息未公開，收購人及與收購人達成協議之目標公司股東即可能共同損害目標公司其他股東之合法權益；也由於股份之協議轉讓可能導致獲得股份之股東對公司具有控制地位，形成信息壟斷、內線交易或操縱股票價格之情事，從而損害投資者之利益，因此協議收購之收購人亦應及時完成信息披露，以使公眾可獲得充分信息，做出正確投資判斷。

第三，判例規則。美國法院判例認為，若協議收購之進行方式是以某種方式公開其收購意圖，直接從證券交易所外大量買進股份，則此種協議收購實際上即構成一公開之要約，必須依據法律規定之要約收購程序向目標公司之全體股東發出收購要約。1979 年 Wellman v. Dukison 案中，對於一私下協議是否構成實際上之公開要約，法官提出以下八個判斷標準⁴：

1、積極而廣泛的向股東徵求某一上市公司之股份；

³ Rule 9.1 provides, “Except with the consent of the Panel, when:—

(a) any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company; or

(b) any person, together with persons acting in concert with him, is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights of a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights and such person, or any person acting in concert with him, acquires an interest in any other shares which increases the percentage of shares carrying voting rights in which he is interested, such person shall extend offers, on the basis set out in Rules 9.3, 9.4 and 9.5, to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights. Offers for different classes of equity share capital must be comparable; the Panel should be consulted in advance in such cases.

An offer will not be required under this Rule where control of the offeree company is acquired as a result of a voluntary offer made in accordance with the Code to all the holders of voting equity share capital and other transferable securities carrying voting rights.

⁴ Harry G. Henn, *Law of corporation*, 2nd Edition, West Publishing Co., at p929-930.(1986)

- 2、 徵求數量在該公司已發行股份總數中佔相當大之比例；
- 3、 以高於市價之溢價發出要約；
- 4、 要約條件確定；
- 5、 以獲得一定數量之股份為條件，通常定有最高購買量；
- 6、 限定要約之有效期間；
- 7、 對受要約人施加出售股份之壓力；
- 8、 在開始迅速收集股份之前或同時公告購買計畫說明。

與西方證券市場不同，中國因具有特殊之股權結構，上市公司之國有股或法人股無法於證券交易所上自由流通，因此國有股、法人股股權之轉讓主要係於證券交易所外由收購人和上市公司之國有股股東或法人股股東進行協商訂立契約，再向證券監管部門和證券交易所報告並公告。協議收購雖為中國上市公司收購之主要方式，然於「證券法」公布前之證券市場之主要法規範中，如「股票發行與交易管理暫行條例」、「股份有限公司國有股權管理暫行辦法」，皆無對協議收購之程序明文規範⁵。而後「證券法」、「收購管理辦法」之公布、發布，方明文承認協議收購之合法性並具體了協議收購之流程，以下第二項係就現行法規範之協議收購主要流程為介紹，具體之評論則置於第三項。

⁵ 如 1994 年發布之「股票發行與交易管理暫行條例」第四章上市公司收購之規定，並未明確區分協議收購與要約收購，僅規定收購之程序，如收購上市公司達其已發行股份總數 30% 以上之股份時，應先向證監會報告說明收購人收購之動機、進展情況、下一步計畫，並需向上市公司所有股票持有人發出收購要約，同時向受要約人和證券交易所說明收購人情況及有關信息。又如「股份有限公司國有股權管理暫行辦法」第 29 條之規定僅涉及轉讓國有股權時應履行之申報手續，對於具體轉讓之程序並無規定。參陳忠謙著，上市公司收購，法律出版社，2007 年 3 月，75-77 頁。

第二項 協議收購之程序

第一款 訂立協議

收購人於決定收購前，通常會先擬定其收購之戰略定位，亦即其長期之發展規劃、發展政策及目標。收購戰略之定位與收購人自身實力（如財務狀況、人力資源、技術研發能力等等）、市場發展趨勢及狀況、產品競爭力等因素緊密相關。收購人有了明確之戰略定位後，即成立一專門之工作小組以處理收購事務，此一工作小組可能是公司內部之專職人員組成，亦可能是由公司之內部人員與外部之財務顧問、法律顧問等共同組成。收購工作小組成立後，即需在市場上搜尋相關之資訊，尋找潛在之收購目標公司，確定此些潛在之目標公司符合買方之收購戰略定位，以及目標公司是否有出售之意圖。

於確定收購之目標公司後，收購人此時即需展開盡職調查工作與審計或評估工作（Legal Due Diligence），以便對目標公司之組織、財務狀況、財產狀況以及法律事項等有進一步之瞭解，於內部評估通過後，再與目標公司進一步展開談判工作、簽約以及履行必要程序⁶。

收購人於談判過程中，將先與目標公司之股東就收購之意圖、轉讓股權之數量、價格、價款支付方式等問題進行意向式會談，爭取達成收購意向書（Memorandum of Understanding, MOU）之簽署。而後，再就收購股權之性質、條件、數量、價格、價款支付方式、董事會調整方案、員工安置、違約責任、審批手續等收購之細節事項展開正式之談判，並簽定正式之股權轉讓協議。於收購人開始尋找潛在之目標公司至最終達成收購協議，一般都只在收購人與目標公司之間秘密進行。

⁶ 李志強著，跨國併購法律實務，上海遠東出版社，2007年1月，150-152頁。

第二款 收購協議之公告與信息披露義務

「證券法」第 94 條第 2 項規定，「以協議方式收購上市公司時，達成協議後，收購人必須在三日內將該收購協議向國務院證券監督管理機構及證券交易所作出書面報告，並予公告。」該條第 3 款並規定，「在公告前不得履行收購協議。」收購人以協議收購之方式取得超過目標公司已發行股份總數之 5%，而未超過 30% 者，應依「收購管理辦法」進行權益披露。至於其權益披露之方式，現行「收購管理辦法」依收購人取得目標公司已發行股份總數之比例，將之分為三個不同之層次，賦予不同程度之披露義務。

一、取得超過目標公司已發行股份總數之 5%

投資者及其一致行動人擁有權益的股份達到一個上市公司已發行股份總數之 5% 時，應當在該事實發生之日起 3 日內編制權益變動報告書，向證監會、證券交易所提交書面報告，抄報該上市公司所在地之派出機構，通知該上市公司，並予公告⁷。

投資人及其一致行動人擁有權益之股份達到一上市公司已發行股份總數之 5% 後，其擁有權益之股份占該上市公司已發行股份之比例每增加或減少達到或超過 5% 者，應依前段之規定履行報告、公告義務⁸。

依前兩段之規定，投資者及其一致行動人在作出報告、公告前，不得再行買賣該上市公司的股票⁹。

二、取得超過目標公司已發行股份總數之 5%，但未達 20% 者，應編制簡式權益變動報告書

⁷ 「收購管理辦法」第 14 條第 1 項。

⁸ 「收購管理辦法」第 14 條第 2 項。

⁹ 「收購管理辦法」第 14 條第 3 項。

「收購管理辦法」第 16 條規定，投資者及其一致行動人非上市公司之第一大股東或者實際控制人者，其擁有權益之股份達到或者超過該公司已發行股份總數之 5%，但未達到 20%者，應當編制簡式權益變動報告書。簡式權益變動報告書之應當披露之內容如下：

（一）投資者及其一致行動人的姓名、住所；投資者及其一致行動人為法人的，其名稱、註冊地及法定代表人；

（二）持股目的，是否有意在未來 12 個月內繼續增加其在上市公司中擁有的權益；

（三）上市公司的名稱、股票的種類、數量、比例；

（四）在上市公司中擁有權益的股份達到或者超過上市公司已發行股份的 5%或者擁有權益的股份增減變化達到 5%的時間及方式；

（五）權益變動事實發生之日前 6 個月內通過證券交易所的證券交易買賣該公司股票의 簡要情況；

（六）中國證監會、證券交易所要求披露的其他內容。

若投資者及其一致行動人為上市公司第一大股東或者實際控制人，其擁有權益的股份達到或者超過一個上市公司已發行股份總數的 5%，但未達到 20%的，除前述應當披露之內容外，尚應披露投資者及其一致行動人的控股股東、實際控制人及其股權控制關係結構圖。

三、取得超過目標公司已發行股份總數之 20%，但未超過 30%者，應編制詳式權益變動報告書

「收購管理辦法」第 17 條規定，投資者及其一致行動人擁有權益的股份達到或者超過一個上市公司已發行股份的 20%，但未超過 30%的，其所

披露之詳式權益變動報告書中，除應當披露簡式權益變動報告書中之所有內容外，還應當披露以下內容：

（一）投資者及其一致行動人的控股股東、實際控制人及其股權控制關係結構圖；

（二）取得相關股份的價格、所需資金額、資金來源，或者其他支付安排；

（三）投資者、一致行動人及其控股股東、實際控制人所從事的業務與上市公司的業務是否存在同業競爭或者潛在的同業競爭，是否存在持續關聯交易；存在同業競爭或者持續關聯交易的，是否已做出相應的安排，確保投資者、一致行動人及其關聯方與上市公司之間避免同業競爭以及保持上市公司的獨立性；

（四）未來 12 個月內對上市公司資產、業務、人員、組織結構、公司章程等進行調整的後續計劃；

（五）前 24 個月內投資者及其一致行動人與上市公司之間的重大交易；

（六）不存在「收購管理辦法」第 6 條規定的情形；

（七）能夠按照「收購管理辦法」第 50 條的規定提供相關文件。

四、收購人為外資時應當報送之資料

外資於進行上市公司協議收購時，應向證監會提供下列資料¹⁰：

（一）基於收購人的實力和從業經驗對上市公司後續發展計劃可行

¹⁰ 「收購管理辦法」第 50 條。

性的說明，收購人擬修改公司章程、改選公司董事會、改變或者調整公司主營業務的，還應當補充其具備規範運作上市公司的管理能力的說明；

（二）收購人及其關聯方與被收購公司存在同業競爭、關聯交易的，應提供避免同業競爭等利益衝突、保持被收購公司經營獨立性的說明；

（三）收購人為法人或者其他組織的，其控股股東、實際控制人最近2年未變更的說明；

（四）收購人及其控股股東或實際控制人的核心企業和核心業務、關聯企業及主營業務的說明；收購人或其實際控制人為兩個或兩個以上的上市公司控股股東或實際控制人的，還應當提供其持股5%以上的上市公司以及銀行、信託公司、證券公司、保險公司等其他金融機構的情況說明；

（五）財務顧問關於收購人最近3年的誠信記錄、收購資金來源合法性、收購人具備履行相關承諾的能力以及相關資訊披露內容真實性、準確性、完整性的核查意見；收購人成立未滿3年的，財務顧問還應當提供其控股股東或者實際控制人最近3年誠信記錄的核查意見；

（六）財務顧問出具的收購人符合對上市公司進行戰略投資的條件、具有收購上市公司的能力的核查意見；

（七）收購人接受中國司法、仲裁管轄的聲明。

與內資所為之協議收購行為相較，中國對於外資所為之協議收購要求更為嚴謹之條件。首先，外資所為之協議收購行為需符合「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」所要求之「戰略投資行為」，且對於外資收購人之

財務能力、誠信記錄等有更嚴格之要求；甚且，管轄、仲裁等本得由併購雙方當事人端視談判實力而約定之條款，亦由法規強行規定收購人應接受中國之司法、仲裁管轄，無併購雙方當事人談判之空間，可稽中國對於外資收購行為之主導意味濃厚。

第三款 申請豁免強制收購要約之協議收購流程

收購人若以協議收購之方式收購上市公司已發行股份總數超過 30%者，依「收購管理辦法」第 47 條本應履行其強制要約收購之義務，惟若收購人有豁免事由者，其應於與目標公司股東達成收購協議之日起 3 日內編制上市公司收購報告書，提交豁免申請及「收購管理辦法」第 50 條規定的相關文件，委託財務顧問向證監會、證券交易所提交書面報告，同時抄報派出機構，通知被收購公司，並公告上市公司收購報告書摘要。派出機構收到書面報告後通報上市公司所在地省級人民政府。

豁免事由規定於「收購管理辦法」第六章，依其豁免事由之不同，又可分為普通豁免程序與簡易豁免程序。前者規定於「收購管理辦法」第 62 條，「有下列情形之一的，收購人可以向中國證監會提出免於以要約方式增持股份的申請：

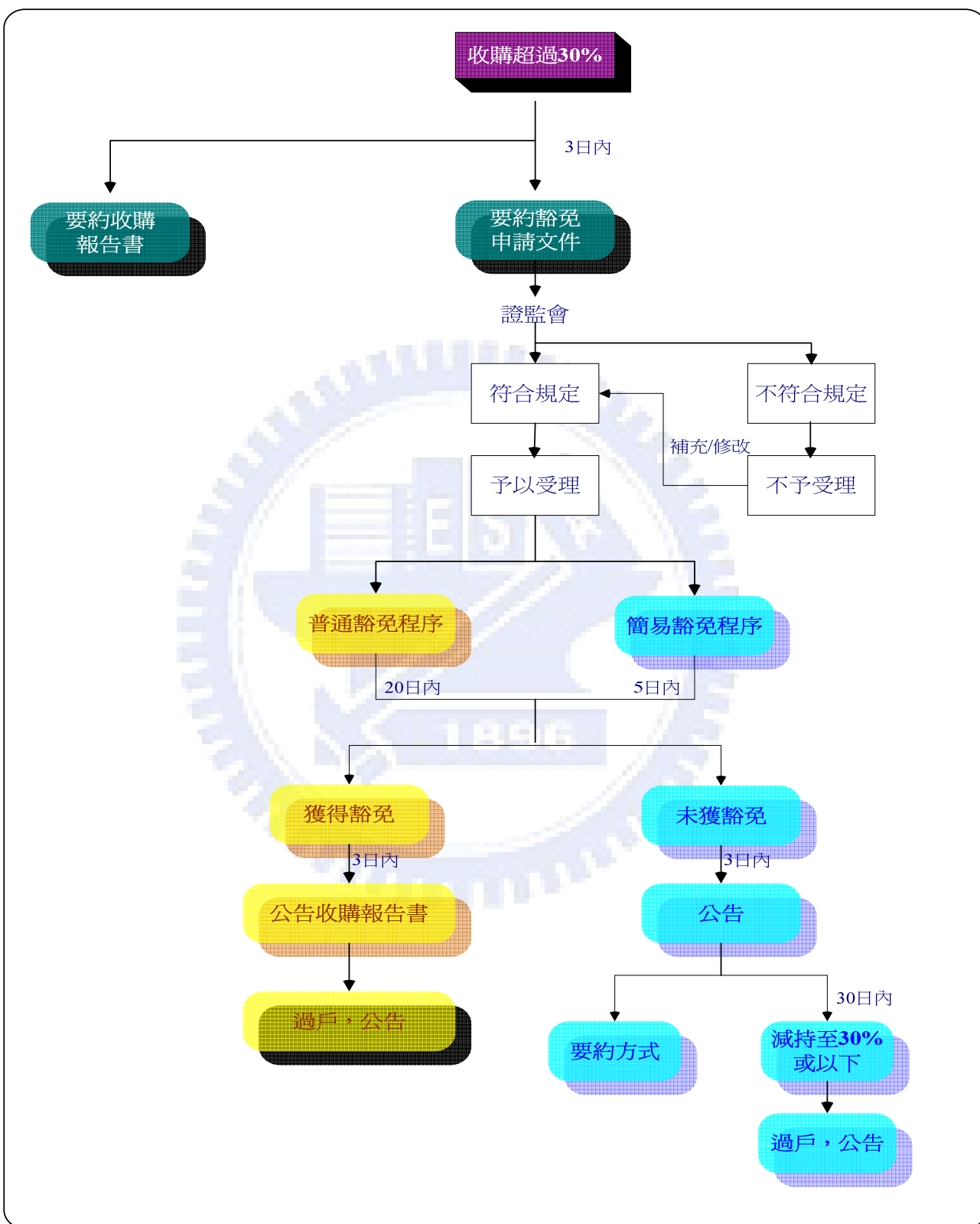
- （一）收購人與出讓人能夠證明本次轉讓未導致上市公司的實際控制人發生變化；
- （二）上市公司面臨嚴重財務困難，收購人提出的挽救公司的重組方案取得該公司股東大會批准，且收購人承諾 3 年內不轉讓其在該公司中所擁有的權益；
- （三）經上市公司股東大會非關聯股東批准，收購人取得上市公司向其發行的新股，導致其在該公司擁有權益的股份超過該公司已發行股份的 30%，收購人承諾 3 年內不轉讓其擁有權益的股份，且公司股東大會同意收購人免於發出要約；
- （四）中國證監會為適應證券市場發展變化和保護投資者合法權益的需要而認定的其他情形。」

後者規定於「收購管理辦法」第 63 條，「有下列情形之一的，當事人可以向中國證監會申請以簡易程序免除發出要約：（一）經政府或者國有

資產管理部門批准進行國有資產無償劃轉、變更、合併，導致投資者在一個上市公司中擁有權益的股份佔該公司已發行股份的比例超過 30%；(二) 在一個上市公司中擁有權益的股份達到或者超過該公司已發行股份的 30%的，自上述事實發生之日起一年後，每 12 個月內增加其在該公司中擁有權益的股份不超過該公司已發行股份的 2%；(三) 在一個上市公司中擁有權益的股份達到或者超過該公司已發行股份的 50%的，繼續增加其在該公司擁有的權益不影響該公司的上市地位；(四) 因上市公司按照股東大會批准的確定價格向特定股東回購股份而減少股本，導致當事人在該公司中擁有權益的股份超過該公司已發行股份的 30%；(五) 證券公司、銀行等金融機構在其經營範圍內依法從事承銷、貸款等業務導致其持有一個上市公司已發行股份超過 30%，沒有實際控制該公司的行為或者意圖，並且提出在合理期限內向非關聯方轉讓相關股份的解決方案；(六) 因繼承導致在一個上市公司中擁有權益的股份超過該公司已發行股份的 30%；(七) 中國證監會為適應證券市場發展變化和保護投資者合法權益的需要而認定的其他情形。」此二種不同之申請豁免程序，本文已將之整理成如下頁之圖表，謹供參考。

收購人若取得豁免者，應自取得豁免之日起 3 日內公告其收購報告書、財務顧問專業意見和律師出具之法律意見書。若未取得豁免者，則應於證監會之決定之日起 3 日內予以公告，並將其所持有目標公司之股份減持至 30%或 30%以下，或選擇履行其強制要約收購義務。

【圖 4-1】要約收購豁免程序



第四款 向外資轉讓國有股、法人股之相關規定

協議收購之收購目標可為流通股，亦可為非流通股，惟由於中國證券市場股權分置之現象，且非流通股與流通股股價不同，造成非流通股之收購成本較低，且收購非流通股又可較快速的取得目標公司之控制地位，目前收購人選擇以協議收購進行收購行為者，多係收購目標公司之國有股或法人股。由於國有股之轉讓涉及國有資產之轉讓，而若轉讓對象為外資時，其可能引起之國有資產流失問題更加受到關注。目前向外商轉讓上市公司國有股和法人股主要之規範依據為：中國證監會、財政部、原國家經貿委 2002 年 11 月 4 日聯合發布實施之「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」以及原國有資產管理局、國家體改委 1997 年 3 月 24 日聯合公布實施之「股份有限公司國有股股東行使股權行為規範意見」。本文以為，此二規範文件可歸結為以下之重點：

一、向外資轉讓上市公司國有股和法人股之原則

「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」第 1 點規定，向外商轉讓上市公司國有股和法人股，應當遵循以下原則：（一）遵守國家法律法規，維護國家經濟安全 and 社會公共利益，防止國有資產流失，保持社會穩定；（二）符合國有經濟佈局戰略性調整和國家產業政策的要求，促進國有資本優化配置和公平競爭；（三）堅持公開、公正、公平的原則，維護股東特別是中小股東的合法權益；（四）吸引中長期投資，防止短期炒作，維護證券市場秩序。

以上原則本文以為可簡化為二點：防止國有資產流失以及符合國家產業政策之要求。應運前者而生者，乃為該通知對於轉讓上市公司國有股、法人股之定價規定¹¹與 2007 年 8 月公布之「反壟斷法」¹²；應運後者而生者，則

¹¹ 如「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」第 4 點至第 7 點之規定，以及「股份有限公司國有股股東行使股權行為規範意見」第 17 條之規定，詳後述。

¹² 如「反壟斷法」第 31 條規定，「對外資併購境內企業或者以其他方式參與經營者集中，涉及國家安全的，除依照本法規定進行經營者集中審查外，還應當按照國家有關規定進行國家安全審查。」，關於「反壟斷法」之介紹，詳見第五章。

為外資市場准入規範之「外商投資產業指導目錄」。

二、向外商轉讓上市公司國有股和法人股之審批

「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」第 4 點規定，向外商轉讓上市公司國有股和法人股，涉及產業政策和企業改組的，由原國家經貿委（現商務部）¹³負責審核；涉及國有股權管理的，由財政部負責審核；重大事項報國務院批准。向外商轉讓國有股和法人股必須符合中國證監會關於上市公司收購、資訊披露等規定。任何地方、部門不得擅自批准向外商轉讓上市公司國有股和法人股。

「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」第 5 點規定，轉讓當事人應當憑國家經貿委（現商務部）、財政部的轉讓核准檔、外商付款憑證等，依法向證券登記結算機構辦理股權過戶登記手續，向工商行政管理部門辦理股東變更登記手續。轉讓價款支付完畢之前，證券登記結算機構和工商行政管理部門不得辦理過戶和變更登記手續。

「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」第 6 點規定，向外商轉讓上市公司國有股和法人股，轉讓當事人應當在股權過戶前到外匯管理部門進行外資外匯登記；涉及外商股權再轉讓的，應當在股權過戶前到外匯管理部門變更外資外匯登記。

「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」第 7 點規定，外商應當以自由兌換貨幣支付轉讓價款。已在中國境內投資的外商，經外匯管理部門審核後，也可用投資所得人民幣利潤支付。外商在付清全部轉讓價款 12 個月後，可再轉讓其所購股份。

¹³ 1993 年 3 月 16 日，中國第八屆全國人民代表大會第一次會議決定，將原「對外經濟貿易部」更名為「對外貿易經濟合作部」。其工作職能，基本上延續了之前的機構，主要負責對外貿易事務。2003 年 3 月 10 日，中國進行第八次的國家機構改革，在第十屆全國人民代表大會第一次會議批准之國務院機構改革方案，將對外經濟貿易合作部與國家經濟貿易委員會及國家計委合組為「商務部」。參，2003 年第十屆全國人民代表大會第一次會議關於「國務院關於機構設置的通知」（國發〔2003〕8 號）。

由上述規定可知，外資要受讓上市公司國有股、法人股除需與該上市公司國有股、法人股股東取得協議外，亦需取得上述審批程序主管機關之許可，其所涉及之主管機關繁多，包含：現商務部、財政部、國務院、工商行政管理部門、外匯管理部門等，因此以取得國有股、法人股之協議收購方式雖享有收購成本較低、且能較快速之取得目標公司控制地位等之優點，外資需獲取相關眾多主管機關之審批則使外資受讓國有股、法人股增添許多政策上之不確定性風險，同時亦需經繁雜之行政審批程序，使得所需時間極為冗長。

三、其他要求

向外商轉讓上市公司之國有股和法人股，亦為外資進入中國產業之途徑之一，惟應注意中國有關產業政策之要求。「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」第3點即規定，向外商轉讓上市公司國有股和法人股，應當符合「外商投資產業指導目錄」的要求。凡禁止外商投資的，其國有股和法人股不得向外商轉讓；必須由中方控股或相對控股的，轉讓後應保持中方控股或相對控股地位。「股份有限公司國有股股東行使股權行為規範意見」第15條亦規定，國有股股東可以依法將其所持有的國有股股份轉讓給境內、外法人和自然人。國有股股東轉讓股份必須符合國家有關法律、行政法規和產業政策的要求。國有股權轉讓收入必須用於國有資本再投入。

「外商投資產業指導目錄」係窺知中國產業政策發展方向之重要文件之一。由於「外商投資產業指導目錄」將產業分為鼓勵、限制和禁止三類，而此目錄又歷經了2002年、2004年及2007年之三次修正，外商自可從其中窺探十幾年來外商投資中國產業之發展趨勢。如中國以往均以「出口創匯」為目標，積極引入外資，對於傳統製造業如紡織業等亦然，2007年中國開始限制或禁止高污染及高度消耗能源、物質之產業進入，鼓勵外商投資中國高新技術產業、裝備製造業，同時對於中國已具有成熟技術具備較強生產能

力之傳統製造業如紡織、城市快速軌道交通運輸設備等則不再鼓勵外商投資。由此即可看出中國目前之產業政策已調整為促進產業結構升級，從產業別觀之，金融、電信、運輸、商業、旅遊等服務行業和高新技術產業、裝備製造業、新材料製造等科技行業則前景看好。

對於受讓人資格之要求，規定於「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」第3點，受讓上市公司國有股和法人股的外商，應當具有較強的經營管理能力和資金實力、較好的財務狀況和信譽，具有改善上市公司治理結構和促進上市公司持續發展的能力。此點規定除有利於維護中國上市公司和證券市場之發展，也強調吸引有實力之跨國公司。外資收購上市公司前應先對自身進行評估，以免因此無法得到有關部門之批准而使收購失敗，惟「較強」、「較好」等語句使用於法條文句，有違法律明確性原則。

至於轉讓之定價，「股份有限公司國有股股東行使股權行為規範意見」第17條規定，向外商轉讓上市公司國有股和法人股原則上採取公開競價方式。轉讓股份的價格必須依據公司的每股淨資產值、淨資產收益率、實際投資價格（投資回報率）、近期市場價格以及合理的市盈率等因素來確定，但不得低於每股淨資產值。外商可以自由兌換之貨幣支付轉讓價款。已經在大陸境內投資之外商，經外匯管理部門審核批准後，亦可用投資所得人民幣利潤支付¹⁴。

此外，由於目前尚無針對外商受讓國有股或法人股資訊披露之規定，外商受讓國有股或法人股時，仍須遵守現行一般之資訊披露義務規定，如證券法、「上市公司股東持股變動資訊披露管理辦法」等¹⁵。

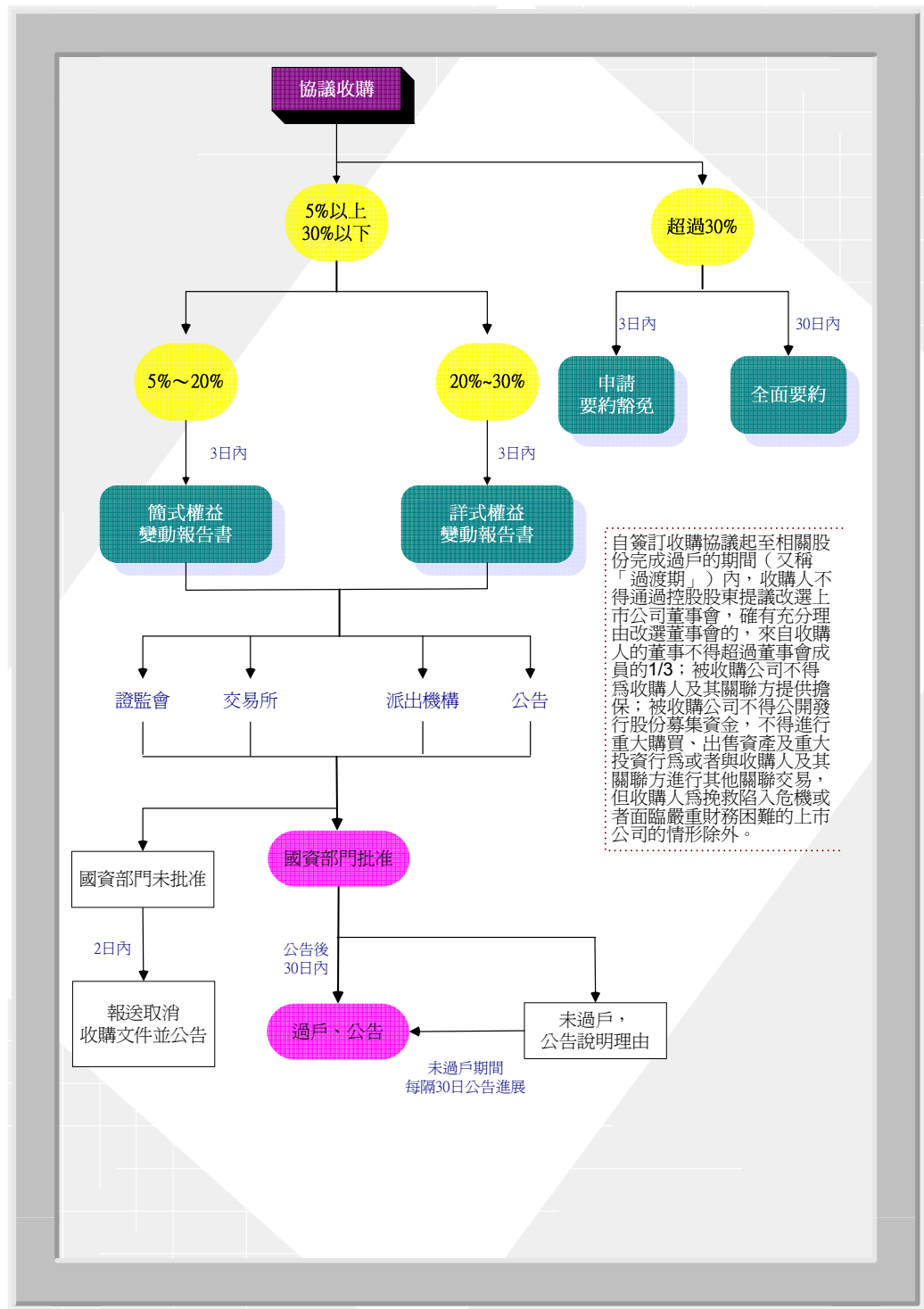
上市公司國有股和法人股向外商轉讓後，「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」第9點規定，上市公司仍然執行原有關政策，不享受外商投資企業待遇，但究其原因在於，難於在一次性收購中取得

¹⁴ 張遠忠、劉家豪著，台資併購大陸企業決勝指南，創見文化，2006年8月，270頁。

¹⁵ 詳參張遠忠、劉家豪著，台資併購大陸企業決勝指南，創見文化，2006年8月，272-276頁。

25%股權而達成外商之界定。

【圖 4-2】協議收購流程圖



第三項 協議收購存在之結構性運作缺陷

第一款 向外資轉讓國有股和法人股之定價

國有資產係指國家依據法律取得，國家以各種形式之投資和投資收益形成的或接受捐贈而取得的固定資產、流動資產、無形資產和其他形態之資產，上市公司之國有股、法人股即屬國有之流動資產。若外資於收購上市公司之程序中，涉及國有股、法人股之轉讓時，即應適用有關國有產權轉讓之程序。

為防止國有資產流失，國務院及其相應管理部門已先後發布一系列之法律規章，對國有股轉讓之相關問題有所規範。惟，此些規定對於國有資產轉讓時之資產評估和價格確定之關鍵問題，仍未見明確之規範。如「股份制試點企業國有資產管理暫行規定」、「證券法」、「上市公司收購管理辦法」中，對於協議收購中國有股轉讓價格之定價均未有具體確定方法¹⁶，「股份有限公司國有股股東行使股權行為規範意見」第 17 條亦僅規定轉讓價格須依據公司之每股淨資產值，但 2001 年公布之「減持國有股補充社會保障資金暫行辦法」又規定國有股定價應以市場方式為主。

日前關於國有資產規範之最新法規-「企業國有資產法」已於 2008 年 10 月 28 日通過，並自 2009 年 5 月 1 日起施行。「企業國有資產法」第五章第五節即規範「國有資產轉讓」，其中第 52 條規定「國有資產轉讓應當有利於國有經濟佈局和結構的戰略性調整，防止國有資產損失，不得損害交易各方的合法權益。」第 54 條規定「國有資產轉讓應當遵循等價有償和公開、公平、公正的原則。除按照國家規定可以直接協議轉讓的以外，國有資產轉讓應當在依法設立的產權交易場所公開進行。轉讓方應當如實披露有關資訊，徵集受讓方；徵集產生的受讓方為兩個以上的，轉讓應當採用公開競價的交易方式。轉讓上市交易的股份依照《中華人民共和國證券法》的規定進行。」第 55 條規定「國有資產轉讓應當以

¹⁶ 「收購管理辦法」中，僅就要約收購之價格於第 35 條有所規範。

依法評估的、經履行出資人職責的機構認可或者由履行出資人職責的機構報經本級人民政府核准的價格為依據，合理確定最低轉讓價格。」此些規定亦僅為原則性之條文，其規範內容仍不脫離先前之法規範。可見，目前中國之相關法規範中，對於國有股轉讓之定價問題仍缺乏具有可操作性之具體規則，導致協議收購的執行有其運作上的困擾。

國有股、法人股之定價問題根源於流通股與非流通股之割裂，由於非流通股缺乏市場定價之機制，使流通股與非流通股股東存在利益上之衝突。目前透過協議收購從事收購行為者主要係收購目標公司之非流通股，因此協議收購為流通股股東與非流通股股東利益衝突之焦點所在，「證券法」及「上市公司收購管理辦法」於 2005 年、2006 年之修正後，仍迴避此一重要問題，對於中小股東權益之保護仍有不足，且亦造成中國國有資產價值被低估，使中國國有資產流失¹⁷。此種法律規範不明確或付之闕如之現象，造就目前國有股之定價往往以不低於帳面上之淨資產值為標準確定交易價格，惟淨資產值無法反應公司之營利能力、市場前景等價值。再者，此種規範之模糊性，往往使得收購案能否成功繫於主管機關之審批權，對於意欲吸引外資以改善自身企業經營能力之上市公司亦有不利之影響，因此，在制度上對於國有股轉讓之定價進一步之完善已是當務之急¹⁸。

第二款 向外資轉讓國有股和法人股之審批制度

「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」第 4 條規定，使向外資轉讓上市公司國有股和法人股中涉及國有股權管理者，無論上市公司國有股股東屬地方單位之股東，或屬中央單位之股東，一律由財政部負責審核，重大事項更需報國務院批准。任何地方、部門不得擅自批准向外資轉讓上市公司國

¹⁷ 呂政君著，上市公司收購法律制度之完善，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2003），上海人民出版社，2003 年 9 月，179 頁。

¹⁸ 史建三、石育斌、崔志華、嚴曉慧著，幾種特殊情況下股權轉讓協議之效力，收錄於史建三主編，石育斌副主編，中國併購法報告 2007 年卷，法律出版社，2007 年 6 月，259 頁。

有股和法人股。本條規定將上市公司國有股、法人股轉讓之審批權全部收歸中央部門，說明有關上市公司國有股、法人股的資產，仍在財政部的掌握之中，使得這些股份之轉讓，無法由公司自主處理，行政主導之意味仍明顯。

國有股股權轉讓嚴格以及高規格之審批制度主要立基點在於防止國有資產流失，尤其當轉讓對象為外資時，此種疑慮更加深。惟將審批部門一律提升至中央層級，反而引起產權歸屬之爭議。中國共產黨第十六次全國代表大會之報告中，已指出國有資產管理體制由「國家統一所有，政府分級管理」之制度過渡為「分級行使產權」，即建立「建立中央政府和地方政府分別代表國家履行出資人職責，享有所有者權益，權利、義務和責任相統一，管資產和管人、管事相結合的國有資產管理體制」¹⁹，「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」將上市公司國有股和法人股轉讓之審批權收歸中央，即違背了「分級行使產權」之精神。

再者，將審批權一律集中於中央層級，亦導致審批速度之緩慢，特別是中國已進入收購行為之活躍發展期²⁰，相對於大量需要審批之項目，實際承擔審批責任之機關卻僅有財政部企業司等幾個相關處室，審批程序之緩慢可想而知。此對於亟需外資進入以改善公司經營能力，以及瞬息萬變之收購程序而言，無疑均造成相當不利之影響。

總上，除需改進審批程序之規則外，亦應以法律規定審批程序之期間，如審批部門未於法定期間內做成決定者，即應視為默示同意，以使收購人及目標公司均能為其可能承擔風險之最大值有所預估。

¹⁹ 「繼續調整國有經濟的佈局和結構，改革國有資產管理體制，是深化經濟體制改革的重大任務。在堅持國家所有的前提下，充分發揮中央和地方兩個積極性。國家要制定法律法規，建立中央政府和地方政府分別代表國家履行出資人職責，享有所有者權益，權利、義務和責任相統一，管資產和管人、管事相結合的國有資產管理體制。關係國民經濟命脈和國家安全的大型國有企業、基礎設施和重要自然資源等，由中央政府代表國家履行出資人職責。其他國有資產由地方政府代表國家履行出資人職責。中央政府和省、市（地）兩級地方政府設立國有資產管理機構。繼續探索有效的國有資產經營體制和方式。各級政府要嚴格執行國有資產管理法律法規，堅持政企分開，實行所有權和經營權分離，使企業自主經營、自負盈虧，實現國有資產保值增值。」

²⁰ 詳見第二章。

第三款 向外資轉讓國有股法人股之再流通

關於國有股流通性之問題，一直是中國證券市場發展之重大障礙，「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」雖開啟了外資受讓國有股、法人股之大門，惟對於國有股、法人股之再流通問題，並未規定。即本通知雖解決了外資對國有股之市場進入問題，使上市公司可借助外資進入改善自身體質，惟若未提供外資相對合理之退出機制，亦會阻礙部分潛在外資收購人的意願。

第四款 協議收購觸發強制要約收購之合理性

中國最早關於強制要約收購之規定為 1993 年所發布之「股票發行與交易管理暫行條例」，其第 48 條規定，「發起人以外的任何法人直接或者間接持有一個上市公司發行在外的普通股達到百分之三十時，應當自該事實發生之日起四十五個工作日內，向該公司所有股票持有人發出收購要約，按照下列價格中較高的一種價格，以貨幣付款方式購買股票：（一）在收購要約發出前十二個月內收購要約人購買該種股票所支付的最高價格；（二）在收購要約發出前三十個工作日內該種股票的平均市場價格。前款持有人發出收購要約前，不得再行購買該種股票。」而後，「證券法」、「收購管理辦法」等均對於強制要約收購有所規範，「證券法」於 2005 年之修訂中，更於第 96 新增對於協議收購亦負有強制要約收購義務之規定。

強制收購條款源於英國「公開收購暨合併守則」(the City Code on Takeover and Mergers)，允許少數股東在公司控制權變更時可在一公平價格下退出該公司²¹，此條款之立法目的在於公平對待所有股東，惟在中國特有之經濟體制下，此一承襲自英國之制度是否能達成其原先之立法目的，值得探討。

²¹ Paul L. Davies, *Gower and Davies's Principles of Modern Company Law*, 7th Edition, Oxford University Press. (2003), at 705-706.

強制收購條款之立法目的係保護目標公司之中小股東，即若收購方以高於市場價格之定價作為目標公司大股東、控制權股東或特定股東轉讓股票之對價，此時，為使中小股東能同等的享受此溢價，因而要求收購方必須對目標公司之全體股東發出要約。然而在中國股權分置之證券市場現象下，非流通股之價格遠低於流通股，同時非流通股又享有上市公司之控股權地位，使協議收購成為收購上市公司之主要模式。

以 1994 年恒通投資有限公司（以下簡稱「恒通」）收購上海稜光實業股份有限公司（以下簡稱「稜光」）為例，控制權轉移前，稜光流通股股票於交易市場上之定價為每股 13 元左右，同年 4 月 28 日，稜光、上海建材（集團）總公司（以下簡稱「上海建材」）（「上海建材」代表國家持有稜光 55.26% 之股份）以及恒通達成股權轉讓協議，將上海建材持有的 35.5% 之股份以每股 4.3 元之價格轉讓給恒通公司。稜光、恒通為避免轉讓目標公司 30% 以上股份所觸發之強制要約收購條款，恒通向中國證監會申請強制要約收購之豁免，中國證監會以其所轉讓之股份為非流通之國有股，批准其豁免之申請²²。然而當協議收購所定之轉讓價格低於交易市場上之定價時，強制要約收購條款即失去其存在之合理基礎。此點亦解釋了何以至 2000 年年底，所有之協議收購案件（共 121 件），證監會皆基於與恒通案相同之理由批准其豁免強制要約收購之申請²³。

本文以為，法條本身非可歸咎之對象，造成此現象之癥結點除了令人詬病之股權分置外，中國對於國有上市公司之控制亦為因素之一。移植法律之過程中，若未就自身條件有全面之檢視，僅一味之採用相同之規定，難免形成水土不服之結果。若持續對國有上市公司給予高度之「控制」，即便有良善之法律規範，亦無法達到「證券法」等相關法規為促進國有企業改革、提昇國有企業效率而頒布之立法目的。

²² 依本案之發生時點，其所應適用之法規範為「股票發行與交易暫行管理條例」，而該條例並無任何明確之規定賦予證監會有豁免強制要約收購條款之裁量權，因而本案在當時亦引起相當之爭議。

²³ 郁光華著，公司法的本質-從代理理論的角度觀察，法律出版社，2006 年 7 月，149-163 頁。

第二節 要約收購

第一項 要約收購之概念

第一款 要約收購之定義

要約收購 (Tender offer, Takeover, 又稱公開收購)，係指收購人以取得目標公司控制權為目的，於證券交易場所外，以高於市價（即證券交易場所內之價格）之收購價格或高於淨資產之收購價格，向被收購公司全體股東公開發出收購要約，願意依照要約條件購買目標公司部分或全部股份之法律行為²⁴。即不經由有價證券集中交易市場或證券營業處所，對非特定人以公告、廣告、廣播、電傳資訊、信函、電話、發表會、說明會或其他方式為公開要約而購買有價證券之行為²⁵。於要約收購中，行為主體為收購人，行為目的係為取得目標公司控制權，行為之方式係公開發出收購要約報告書，行為場所在證券交易場所外，行為對象為目標公司之全體股東而非特定人。在無法與大股東、董監事等經營階層達成協議之情況下，透過一直接與股東交易以合法取得經營者之管道，因而早期常被視為惡意收購，然鑑於公開收購為自由競爭市場作用下之併購活動之一，已將其正名為「非合意收購」²⁶。

第二款 要約收購之分類

關於要約收購的形態，依其不同形式而可做不同的分類。依據收購人收購目標公司之股份數量，要約收購可分為全部要約收購與部分要約收購；依據要約收

²⁴ 陳珊著，要約收購的原則與管制，收錄於郭鋒主編，證券法律評論第四卷，法律出版社，2005年12月，246頁。

²⁵ 我國「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第2條規定。

²⁶ 富邦綜合證券股份有限公司編著，企業併購案例解析與法律實務，富邦綜合證券股份有限公司，2006年1月，118頁。

購係出於自願或觸動法律之強制條款而被迫發出收購要約，可分為自願要約收購或強制要約收購；依照收購人與目標公司管理層之合作態度，可將要約收購分為善意要約收購與惡意要約收購；依照支付方式之不同，要約收購可分為現金要約收購與有價證券要約收購；而依據收購人之收購股份種類，又可分為流通股要約收購以及非流通股要約收購。

2006 年發布之「收購管理辦法」第 23 條規定，「投資者自願選擇以要約方式收購上市公司股份的，可以向被收購公司所有股東發出收購其所持有的全部股份的要約（以下簡稱全面要約），也可以向被收購公司所有股東發出收購其所持有的部分股份的要約（以下簡稱部分要約）。」此次修正，係中國首次允許收購人進行部份要約收購。部分要約收購制度（Partial Offers）之採行，使收購人可依據其實際需要、目標公司股權結構以及市場情況等，自行設定收購之數量，不必再強制性地接受被收購公司之所有股份。部分要約收購不僅可避免全面要約收購所導致之上市公司終止上市之情況，亦有利於促進上市公司收購之市場化，減少中國證監會在全面要約豁免之不當行政力介入²⁷。

由於要約收購係從證券市場大量購買特定股票之行為，因此要約收購之進行常導致目標公司之股價發生劇烈之波動，且買受人通常係以高價向目標公司大股東購買，使一般小股東無法參與並分享「控制權溢價」(control premium)，因此，基於股東平等原則，有採行「強制要約收購」(mandatory offer)者，以保護小股東之權益²⁸。

²⁷ 吳偉央、賀亮、邱智源著，跨國公司併購法律實務，法律出版社，2007 年 7 月，64 頁。

²⁸ 關於「強制要約收購」制度目的之更多看法，詳見後述。

第二項 要約收購之一般性原則

第一款 公開原則

公開原則係證券市場運作之基石，在以有價證券交易為核心之要約收購亦然如此。接受收購要約之與否，雖繫於目標公司股東之決定，惟因目標公司股東於相關信息之取得係處於弱勢，故各國之要約收購制度均強調要約收購中相關重要信息之充分披露，以保護目標公司之股東。公開原則通常可分為三階段：大量取得股份之公開義務、要約收購過程中之公開義務以及要約收購結果之公開²⁹。

在大量取得股份之公開義務方面，由於收購人在正式進行要約收購前，多會先從公開市場上取得一定數量之股份，以確保要約收購能順利取得或加強對目標公司之控制權；且大量取得股份之行為可能使目標公司之經營控制權發生變動，因此，各國均要求大量取得股份者，於持有一定數量特定公司之股份時，須公開相關重要資訊，使該公司可知悉其經營控制權有產生變動之虞，以及早採取因應措施，並可供投資人作為投資判斷之參考。

在要約收購過程中，對目標公司股東利益之威脅主要來自於收購人與目標公司二方面。收購人可藉由要約收購條件之擬定，使其於要約收購中居於優勢，而目標公司管理層之態度以及公司目前之營運狀況，將影響目標公司股東之決策。因而，此一階段之公開義務著重於收購人與目標公司二者。以收購人而言，應將要約收購之條件、資金來源以及收購目的等信息公開；就目標公司而言，應公開其對於要約收購之意見以及公司經營之現狀，使目標公司股東有足夠之資訊判斷其是否應賣。

就要約收購結果之公開而言，要約收購之結果對於投資人係屬重要之投資信息，因此收購人應將要約收購之結果公開，以供投資人作為未來投資之參考。

²⁹ 郭大維著，我國公開收購制度之探討-兼論英美相關立法例，臺北大學法學論叢，第 65 期，2008 年 3 月，94-95 頁。

第二款 平等對待原則

平等對待原則係指收購人於要約收購過程中，對於目標公司全體股東之權利義務，應平等對待之。平等對待原則可衍生為下列二方面：

目標公司股東有平等參與要約收購之權利。各國立法均要求要約收購應對目標公司全體有價證券持有人為之（All Holders Rule，又稱「全體持有人規則」）以及按比例收購（Pro Rata Acceptance，又稱「按比例接納規則」）。前者指收購人應向目標公司同種類證券全體持有人發出收購要約，不得僅向特定人為之；後者係指若收購標的證券應賣之數量超過收購人預定收購之數量時，公開收購人應依同一比例向所有應賣人收購，而不論其應賣之時間先後順序為何，無「時間優先原則」之適用。

公開收購條件必須相同。收購人應對目標公司股東提供相同之收購條件，不得給予特定股東較優厚之條件。各國立法例均規定，於要約期間內或要約期間內及期滿後一定期間或要約收購開始前一定時間及要約期間內，收購人不得以要約以外之形式和超出要約之任何條件購買目標公司同種類之有價證券。此外，收購人對於所有應賣人之支付方式應相同，即便法律允許多種支付方式，收購人仍不得向部分應賣人支付貨幣，而向其餘之應賣人支付可轉換有價證券，若收購人係選擇以貨幣與有價證券作為混合支付方式進行收購時，收購人向任一應賣人支付之貨幣與有價證券之比例應當與其所支付之貨幣總額與有價證券總額之比例相當。而若收購人於收購期間提高公開收購價格，所有目標公司股東均應適用變更後之價格，即便於變更價格前已應賣者亦同，此又稱為「最高價原則」（Best Price Rule）³⁰。

³⁰ 郭大維著，我國公開收購制度之探討-兼論英美相關立法例，臺北大學法學論叢，第65期，2008年3月，95-96頁。陳珊著，要約收購的原則與管制，收錄於郭鋒主編，證券法律評論第四卷，法律出版社，2005年12月，253-254頁。

第三款 免於壓迫原則

收購人於提出其收購條件時，若其擬定之條件，使目標公司之股東必須於極短之期間內決定其是否應賣，將使目標公司之股東承受不當之壓力，而有做出錯誤投資決策之風險。為避免此種情況之發生，各國均對要約收購設定最低期間之限定（Minimum Time Period），要求要約收購至少需持續一定之期間，藉由限制收購人決定公開收購期間之權利，使目標公司股東有充足之期間獲取足夠之資訊，並經充分之考慮後，再作出是否應賣之決定。此外，最低期間之要求，亦給予其他潛在之競爭者能有足夠之時間評估其是否提出競爭公開收購。

第三項 要約收購之流程

本項將就要約收購之流程為程序性之介紹，法規範中程序性規範之缺失將置於第四項中為分析。

第一款 要約收購之啟動

要約收購之啟動可分為自願要約收購或強制要約收購。投資者若係自願選擇以要約方式收購上市公司股份，其可向被收購公司之所有股東發出收購其所持有全部股份之要約（即「全部要約收購」），亦可向被收購公司所有股東發出收購其所持有部分股份之要約（即「部分要約收購」），此種要約收購方式為自願要約收購。若收購人係持有一個上市公司之股份達到該公司已發行股份之 30%，且欲繼續增持股份者，此時依照「證券法」第 88 條及第 96 條之規定，應當採取要約方

式進行，發出全面要約或者部分要約，此種要約收購方式為強制要約收購³¹。

要約收購係以「收購要約」(Offer，又稱 Bid)為中心，收購要約之發出為法律意義上收購程序之開始。收購人所為之意思表示是否構成收購要約，對收購人、目標公司及其股東，甚或是股票市場均會產生重大之影響，2005 年公布之「證券法」、2006 年公布之「收購管理辦法」等相關規定雖係以「收購要約」為收購行為之規範中心，卻未對收購要約之構成要素或界定標準加以明確規定，如「收購管理辦法」第 10 條規定，「中國證監會依法對上市公司的收購及相關股份權益變動活動進行監督管理。中國證監會設立由專業人員和有關專家組成的專門委員會。專門委員會可以根據中國證監會職能部門的請求，就是否構成上市公司的收購、是否有不得收購上市公司的情形以及其他相關事宜提供諮詢意見。中國證監會依法做出決定。」，將投資人之行為是否構成上市公司之收購委由行政部門判定，未對何種行為構成收購要約提供客觀具體之判準。本文以為或可以要約收購書之報送作為判斷是否有收購要約之依據，詳如第四項所述。

第二款 報送、提交收購報告書

「證券法」第 89 條以及「收購管理辦法」第 28 條規定，收購人採取要約收購方式收購上市公司者，收購人應於發出收購要約前編制要約收購報告書，並應聘請財務顧問向中國證監會、證券交易所提交書面報告，抄報證監局，通知被收購公司，同時對要約收購報告書摘要做出提示性公告。

³¹ 台灣就要約收購方式亦分為自願要約收購以及強制要約收購，稱為「自願公開收購」以及「強制公開收購」；依「證券交易法」第 43 條之 1 之規定，亦有信息披露義務（即台灣相關法規所稱之「資訊披露義務」）之要求。如「證券交易法」第 43 條之 1 第 1 項規定，「任何人單獨或與他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過百分之十之股份者，應於取得後十日內，向主管機關申報其取得股份之目的、資金來源及主管機關所規定應行申報之事項；申報事項如有變動時，並隨時補正之。」同條第 3 項規定，「任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，除符合一定條件外，應採公開收購方式為之。」此即為「強制公開收購」，並依「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第 11 條第 1 項規定，任何人單獨或與他人共同預定於 50 日內取得公開發行公司已發行股份總額 20% 以上股份者，即應採公開收購之方式。

一、收購人應出具之要約收購報告書

「證券法」第 29 條以及「收購管理辦法」第 29 條規定，要約收購報告書中應載明下列事項：

（一）收購人的姓名、住所；收購人為法人的，其名稱、註冊地及法定代表人，與其控股股東、實際控制人之間的股權控制關係結構圖；

（二）收購人關於收購的決定及收購目的，是否擬在未來 12 個月內繼續增持；

（三）上市公司的名稱、收購股份的種類；

（四）預定收購股份的數量和比例；

（五）收購價格；

（六）收購所需資金額、資金來源及資金保證，或者其他支付安排；

（七）收購要約約定的條件；

（八）收購期限；

（九）報送收購報告書時持有被收購公司的股份數量、比例；

（十）本次收購對上市公司的影響分析，包括收購人及其關聯方所從事的業務與上市公司的業務是否存在同業競爭或者潛在的同業競爭，是否存在持續關聯交易；存在同業競爭或者持續關聯交易的，收購人是否已作出相應的安排，確保收購人及其關聯方與上市公司之間避免同業競爭以及保持上市公司的獨立性；

（十一）未來 12 個月內對上市公司資產、業務、人員、組織結構、

公司章程等進行調整的後續計劃；

（十二）前 24 個月內收購人及其關聯方與上市公司之間的重大交易；

（十三）前 6 個月內通過證券交易所的證劵交易買賣被收購公司股票的情況；

（十四）中國證監會要求披露的其他內容。

若收購人係發出全面要約，尚須在要約收購報告書中充分披露終止上市的風險、終止上市後收購行為完成之時間及仍持有上市公司股份之剩餘股東出售其股票之其他後續安排；若收購人係以終止上市公司之上市地位為目的所為之全面要約，則無需披露前述（十）之內容。

二、具備外資身份之收購人應出具之文件

收購人若係屬外資身份，依據「收購管理辦法」第 50 條規定，除應向中國證監會提出上述之要約收購報告書外，尚須提交下列文件：

（一）基於收購人的實力和從業經驗對上市公司後續發展計劃可行性的說明，收購人擬修改公司章程、改選公司董事會、改變或者調整公司主營業務的，還應當補充其具備規範運作上市公司的管理能力的說明；

（二）收購人及其關聯方與被收購公司存在同業競爭、關聯交易的，應提供避免同業競爭等利益衝突、保持被收購公司經營獨立性的說明；

（三）收購人為法人或者其他組織的，其控股股東、實際控制人最近 2 年未變更的說明；

(四)收購人及其控股股東或實際控制人的核心企業和核心業務、關聯企業及主營業務的說明；收購人或其實際控制人為兩個或兩個以上的上市公司控股股東或實際控制人的，還應當提供其持股 5%以上的上市公司以及銀行、信託公司、證券公司、保險公司等其他金融機構的情況說明；

(五)財務顧問關於收購人最近 3 年的誠信記錄、收購資金來源合法性、收購人具備履行相關承諾的能力以及相關資訊披露內容真實性、準確性、完整性的核查意見；收購人成立未滿 3 年的，財務顧問還應當提供其控股股東或者實際控制人最近 3 年誠信記錄的核查意見；

(六)財務顧問出具的收購人符合對上市公司進行戰略投資的條件、具有收購上市公司的能力的核查意見；

(七)收購人接受中國司法、仲裁管轄的聲明。

與內資所為之協議收購行為不同的是，外資所為之協議收購行為需符合「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」所要求之「戰略投資行為」，且對於外資收購人之財務能力、誠信記錄等有更嚴格之要求；甚且，管轄、仲裁等本得由併購雙方當事人端視談判實力而約定之條款，亦由法規強行規定收購人應接受中國之司法、仲裁管轄，無併購雙方當事人談判之空間，可稽中國行政機關對於外資收購行為之主導意味濃厚。

三、收購人聘請之財務顧問應出具之文件

除收購人有報送和提交收購報告書之義務外，「收購管理辦法」第 29 條規定，收購人應當聘請財務顧問³²向中國證監會、證券交易所提交書面報告，並依「收購管理辦法」第 66 條規定，財務顧問就收購人編制之要約收購報告書出具之專業意見，應包含以下事項，並就之逐項說明、分析，發表

³² 關於財務顧問制度之詳細介紹與論述，詳見第三章第二節第五項。

明確意見：

（一）收購人編制的要約收購報告書所披露的內容是否真實、準確、完整；

（二）本次收購的目的；

（三）收購人是否提供所有必備證明檔，根據對收購人及其控股股東、實際控制人的實力、從事的主要業務、持續經營狀況、財務狀況和誠信情況的核查，說明收購人是否具備主體資格，是否具備收購的經濟實力，是否具備規範運作上市公司的管理能力，是否需要承擔其他附加義務及是否具備履行相關義務的能力，是否存在不良誠信記錄；

（四）對收購人進行證券市場規範化運作輔導的情況，其董事、監事和高級管理人員是否已經熟悉有關法律、行政法規和中國證監會的規定，充分瞭解應承擔的義務和責任，督促其依法履行報告、公告和其他法定義務的情況；

（五）收購人的股權控制結構及其控股股東、實際控制人支配收購人的方式；

（六）收購人的收購資金來源及其合法性，是否存在利用本次收購的股份向銀行等金融機構質押取得融資的情形；

（七）涉及收購人以證券支付收購價款的，應當說明有關該證券發行人的資訊披露是否真實、準確、完整以及該證券交易的便捷性等情況；

（八）收購人是否已經履行了必要的授權和批准程式；

（九）是否已對收購過渡期間保持上市公司穩定經營作出安排，

該安排是否符合有關規定；

(十) 對收購人提出的後續計劃進行分析，收購人所從事的業務與上市公司從事的業務存在同業競爭、關聯交易的，對收購人解決與上市公司同業競爭等利益衝突及保持上市公司經營獨立性的方案進行分析，說明本次收購對上市公司經營獨立性和持續發展可能產生的影響；

(十一) 在收購標的上是否設定其他權利，是否在收購價款之外還作出其他補償安排；

(十二) 收購人及其關聯方與被收購公司之間是否存在業務往來，收購人與被收購公司的董事、監事、高級管理人員是否就其未來任職安排達成某種協議或者默契；

(十三) 上市公司原控股股東、實際控制人及其關聯方是否存在未清償對公司的負債、未解除公司為其負債提供的擔保或者損害公司利益的其他情形；存在該等情形的，是否已提出切實可行的解決方案；

(十四) 涉及收購人擬提出豁免申請的，應當說明本次收購是否屬於可以得到豁免的情形，收購人是否作出承諾及是否具備履行相關承諾的實力。

四、目標公司聘請之財務顧問應出具之文件

除收購方需聘請財務顧問外，目標公司董事會對收購人主體資格、資信情況以及收購意圖進行調查，對要約條件進行分析，對股東是否接受要約提出建議等事項，亦應聘請獨立財務顧問提出專業意見。在收購人公告要約收購報告書後 20 日內，目標公司董事會應當將目標公司董事會報告書與獨立財務顧問的專業意見報送中國證監會，同時抄報派出機構，抄送證券交易

所，並予公告³³。目標公司董事會聘請獨立財務顧問提出專業意見，分析目標公司的財務狀況，說明收購價格是否充分反應目標公司價值，要約條件是否公平、合理，對目標公司股東接受要約提出建議。涉及收購人依法可轉讓之證券做為支付條件對上市公司進行收購者，獨立財務顧問尚須就該證券發行人之資產、業務和營利預測，對相關證券進行估值分析，就收購條件對目標公司之社會公眾股股東是否公平合理、是否接受收購人提出之收購條件提出專業意見³⁴。

目標公司董事會需聘請獨立財務顧問係為實現「收購管理辦法」由財務顧問在事前把關之角色與功能。收購人所聘請之財務顧問係協助收購人評估目標公司之財務與經營狀況，並就收購涉及之法律、財務、經營風險以及收購價格、收購方式等提出建議；目標公司董事會聘請之獨立財務顧問則應立於保護目標公司股東之立場，評估收購價格等要約條件是否合理，並就收購人是否具有履行相關承諾之成立進行盡職調查。由收購雙方當事人各自聘請財務顧問，以加強財務顧問扮演之「第一守門人」之角色與功能。

第三款 收購要約之公告

收購人報送前述之相關文件後，依「收購管理辦法」第 28 條第 2 項規定，中國證監會應於 15 日內就要約收購報告書是否符合法律、行政法規及相關規定為審核，若不符者，應及時告知收購人，收購人即不得公告其收購要約，若於 15 日內中國證監會對相關檔披露之內容表示無異議者，收購人方可進行公告。

本文以為，為免於行政權主導商業交易之流弊，中國證監會於此階段應僅能就收購人報送之相關文件「形式上」是否與法律、行政法規及相關規定相符為審

³³ 「收購管理辦法」第 32 條。

³⁴ 「收購管理辦法」第 67 條。

查，如有不符者，始得表示異議，不得就收購人所提出之交易條件（如：收購目的、收購價格、收購期限）等交易上實質事項為審查，蓋目標公司股東是否願接受此收購條件應由市場機制決定。

第一目 收購要約公告之時間及程序

由於要約收購之價格通常高於市價，加以要約收購於正式公告並宣布開始進行前，收購人及與此要約收購案件相關人員通常已經過廣泛之討論，故要約收購之信息於正式公告前已有不少人知悉。收購要約正式公告後，目標公司之股價將產生重大之變化，先前已知悉要約收購之人員往往看準此一市場上之變化，於公告前先行買入，再於公告後賣出，因此內線交易往往伴隨要約收購而生³⁵。為減少內幕交易操作之空間以及防止證券市場之波動，立法例上對於收購要約公布之時點亦有所規範，如香港之「公司收購及合併守則」規則 3.1 規定，「在下列情況下，要約人必須公布其收購要約：(a)當作出要約的確實意圖由可靠方面通知受要約公司的董事局（不論董事局對該項要約的態度如何）；(b)當因取得股份而產生在規則 26 下作出要約的義務，便必須立刻作出公布，有關已產生該義務的公布，不應因正在收取全部資料而遭阻延。額外資料可在稍後的補充公布中提供；(c)當受要約公司在被接觸後成為謠言及投機活動的對象，或其股價出現不正常波動，或其股份成交量大幅增加（不論是否存在作出要約的確實意圖）；(d)當受要約公司在未被接觸前成為謠言及投機活動的對象，或其股價出現不正常波動，及有合理理由可推斷該情況是由於有意要約人的行動（不論是由於保密不足、購買受要約公司股份或其他原因）所致；(e)當談判或討論將由極少數人（即有關公司內需要知悉有關談判或討論的人及其顧問）擴展至其他的人。」

³⁵ Donald M. Depamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, 2nd Edition, at 71-72.

「收購管理辦法」第 28 條規定，「以要約方式收購上市公司股份的，收購人應當編制要約收購報告書，並應當聘請財務顧問向中國證監會、證券交易所提交書面報告，抄報派出機構，通知被收購公司，同時對要約收購報告書摘要作出提示性公告。收購人依照前款規定報送符合中國證監會規定的要約收購報告書及本辦法第五十條規定的相關文件之日起 15 日後，公告其要約收購報告書、財務顧問專業意見和律師出具的法律意見書。在 15 日內，中國證監會對要約收購報告書披露的內容表示無異議的，收購人可以進行公告；中國證監會發現要約收購報告書不符合法律、行政法規及相關規定的，及時告知收購人，收購人不得公告其收購要約。」本規定僅要求收購人應於報送要約收購報告書及相關文件後之「15 日後」公告其收購要約，未設定上限，使內線交易有可操作之空間。

第二目 收購要約之拘束力

為維護收購要約之確定性並保護目標公司股東之權益，收購人一旦發出其收購要約，即應受其拘束，不得任意變更或撤銷之。「證券法」第 91 條及「收購管理辦法」第 37 條第 2 項規定，「在收購要約約定的承諾期限內，收購人不得撤銷其收購要約。」對於收購要約之撤銷採取嚴格禁止之態度。惟立法例上，或因收購過程本身之複雜性，或因收購過程中可能出現之情事變更，允許收購人得例外撤銷其要約³⁶。由於撤銷已生效之收購要約危及目標公司股東之利益，目前中國相關法規對於收購要約之撤銷採取嚴格禁止之態度，雖可維持收購要約之確定性及穩定性，惟於特殊情況下，如競爭要約出現、要約收購之條件未能滿足或出現非收購人得控制之事由而無法繼續進行收購者等，如未允許收購人得撤銷其要約收購，反可能不利於收購之發展，

³⁶ 如我國「證券交易法」第 43 條之 5 第 1 項規定，「公開收購人進行公開收購後，除有左列情事之一，並經主管機關核准者外，不得停止公開收購之進行：一、被收購有價證券之公開發行公司，發生財務、業務狀況之重大變化，經公開收購人提出證明者。二、公開收購人破產、死亡、受禁治產宣告或經裁定重整者。三、其他經主管機關所定之事項。」

亦未能達成保護目標公司股東權益之目的。

第四款 收購要約期間及其法律效力

第一目 收購要約期間

收購要約期間係指收購人發出收購要約並接受目標公司股東承諾之有效期限。收購要約期間若過短，將使目標公司股東無足夠之時間獲取足夠之資訊，於匆促中做成之投資決策，增加目標公司股東受收購人或其他人欺詐之可能性，另一方面，亦可能使收購人無法達成其欲收購之數量。若收購要約期間過長，使收購案懸之未決，則將影響目標公司之正常經營並不利於證券市場之穩定。

「證券法」第 90 條第 2 項規定，「收購要約約定的收購期限不得少於三十日，並不得超過六十日。」「收購管理辦法」第 37 條於「證券法」規定之基礎上新增但書規定，「收購要約約定的收購期限不得少於 30 日，並不得超過 60 日；但是出現競爭要約的除外。」惟對於出現競爭要約時，要約期間如何延長，以及收購人變更收購要約時，其收購期間可否延長以及如何延長，仍無具體之規定。

第二目 收購要約之變更

收購要約之變更，係指收購要約生效後，收購人對於要約條件進行修改之行為。為維護目標公司股東之權益，各國立法對於收購要約之變更均有所規範。

「證券法」第 91 條規定，「在收購要約確定的承諾期限內，收購人不得撤銷其收購要約。收購人需要變更收購要約的，必須事先向國務院證券監督管理機構及證券交易所提出報告，經批准後，予以公告。」³⁷「收購管理辦法」於「證券法」之規定基礎上，限制收購人於收購要約期間屆滿前 15 日內，原則上即不得變更收購要約，除非出現競爭要約者，始得例外變更收購要約。該辦法第 39 條、第 40 條第 1 項規定，「收購要約提出的各項收購條件，適用於被收購公司的所有股東。收購人需要變更收購要約的，必須事先向中國證監會提出書面報告，同時抄報派出機構，抄送證券交易所和證券登記結算機構，通知被收購公司；經中國證監會批准後，予以公告。」³⁸「收購要約期限屆滿前 15 日內，收購人不得變更收購要約；但是出現競爭要約的除外。」

第五款 競爭要約

競爭要約（Competing Tender Offers）係指由另一潛在收購人就同一目標公司所發出之意在奪取目標公司控制權之收購要約，競爭要約之發出往往導致原有之應賣股東撤回其對原有要約之預受，或使原收購人變更或撤銷其原有之要約³⁷。

依現行「收購管理辦法」之規定，潛在之收購人如欲發出競爭要約者，最遲須於初始要約收購期限屆滿前 15 日發出要約收購之提示性公告，並應提出要約收購報告書等相關文件。原收購人如欲因應競爭要約之出現變更其收購要約者，應依規定按比例追加其履約保證金。已接受初始要約之預受股東，此時享有撤回權，得撤回其全部或部分預受之股份³⁸。

³⁷ Patrick A. Gaughan, Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, 2nd Edition, at83。

³⁸ 詳見「收購管理辦法」第 40 條第 2 項、第 3 項以及第 42 條第 3 項規定，「出現競爭要約時，發出初始要約的收購人變更收購要約距初始要約收購期限屆滿不足 15 日的，應當延長收購期限，延長後的要約期應當不少於 15 日，不得超過最後一個競爭要約的期滿日，並按規定比例追加履約保證金；以證券支付收購價款的，應當追加相應數量的證券，交由證券登記結算機構保

第六款 強制要約收購與要約收購義務之豁免

一、強制要約收購

強制要約收購 (mandatory tender offer, mandatory takeover bid, 又稱「強制公開收購」), 係指當收購人持有目標公司之股份達到一定比例時, 或在持有一定比例後於一定期間內再行增加持有一定比例時, 法律強制其向目標公司所有股東發出收購要約之制度³⁹。

2005 年「證券法」修正後, 為確保協議收購中少數股東之權益, 現行法規定無論係採取要約收購或協議收購, 只要其與其一致行動人已持有一上市公司已發行股份達 30% 以上之股份時, 均負有強制要約收購之義務⁴⁰。

二、強制要約收購義務之豁免

強制要約收購制度雖賦予目標公司小股東一定程度上之保障, 惟同時亦使收購人承擔額外之收購成本, 因此為尋求目標公司小股東以及收購人之間之平衡點, 立法上亦賦予收購人於特殊情況時得申請豁免強制要約收購義務。「收購管理辦法」目前將豁免申請分為一般豁免以及簡易豁免; 一般豁免, 即所謂之「核准豁免」; 簡易豁免, 即為「報備豁免」, 其具體申請豁免事由如下:

「收購管理辦法」第 62 條規定, 「有下列情形之一的, 收購人可以向中國證監會提出免於以要約方式增持股份的申請:

管。」、「發出競爭要約的收購人最遲不得晚於初始要約收購期限屆滿前 15 日發出要約收購的提示性公告, 並應當根據本辦法第二十八條和第二十九條的規定履行報告、公告義務。」「出現競爭要約時, 接受初始要約的預受股東撤回全部或者部分預受的股份, 並將撤回的股份售予競爭要約人的, 應當委託證券公司辦理撤回預受初始要約的手續和預受競爭要約的相關手續。」。

³⁹ 林佑珊著, 強制公開收購制度之研究, 國立台北大學法學系民事法學組碩士論文, 2007 年 6 月, 23 頁。

⁴⁰ 詳本文第三章第二節第三項。

(一)收購人與出讓人能夠證明本次轉讓未導致上市公司的實際控制人發生變化；

(二)上市公司面臨嚴重財務困難，收購人提出的挽救公司的重組方案取得該公司股東大會批准，且收購人承諾3年內不轉讓其在該公司中所擁有的權益；

(三)經上市公司股東大會非關聯股東批准，收購人取得上市公司向其發行的新股，導致其在該公司擁有權益的股份超過該公司已發行股份的30%，收購人承諾3年內不轉讓其擁有權益的股份，且公司股東大會同意收購人免於發出要約；

(四)中國證監會為適應證券市場發展變化和保護投資者合法權益的需要而認定的其他情形。

收購人報送的豁免申請文件符合規定，並且已經按照本辦法的規定履行報告、公告義務的，中國證監會予以受理；不符合規定或者未履行報告、公告義務的，中國證監會不予受理。中國證監會在受理豁免申請后20個工作日內，就收購人所申請的具體事項做出是否予以豁免的決定；取得豁免的，收購人可以繼續增持股份。」

「收購管理辦法」第63條規定，「有下列情形之一的，當事人可以向中國證監會申請以簡易程序免除發出要約：

(一)經政府或者國有資產管理部門批准進行國有資產無償劃轉、變更、合併，導致投資者在一個上市公司中擁有權益的股份佔該公司已發行股份的比例超過30%；

(二)在一個上市公司中擁有權益的股份達到或者超過該公司已發行股份的30%的，自上述事實發生之日起一年後，每12個月內增加其

在該公司中擁有權益的股份不超過該公司已發行股份的 2%；

(三)在一個上市公司中擁有權益的股份達到或者超過該公司已發行股份的 50%的，繼續增加其在該公司擁有的權益不影響該公司的上市地位；

(四)因上市公司按照股東大會批准的確定價格向特定股東回購股份而減少股本，導致當事人在該公司中擁有權益的股份超過該公司已發行股份的 30%；

(五)證券公司、銀行等金融機構在其經營範圍內依法從事承銷、貸款等業務導致其持有一個上市公司已發行股份超過 30%，沒有實際控制該公司的行為或者意圖，並且提出在合理期限內向非關聯方轉讓相關股份的解決方案；

(六)因繼承導致在一個上市公司中擁有權益的股份超過該公司已發行股份的 30%；

(七)中國證監會為適應證券市場發展變化和保護投資者合法權益的需要而認定的其他情形。

中國證監會自收到符合規定的申請文件之日起 5 個工作日內未提出異議的，相關投資者可以向證券交易所和證券登記結算機構申請辦理股份轉讓和過戶登記手續。中國證監會不同意其以簡易程序申請的，相關投資者應當按照本辦法第六十二條的規定提出申請。」⁴¹

⁴¹ 我國於 2002 年 6 月增訂證券交易法第 43 條之 1 第 3 項，規定強制收購之原則性定義，對於所取得股份達「一定比例」，以及「除符合一定條件外」等不確定法律概念，均委由主管機關以行政命令補充之。2002 年 10 月 22 日證期會頒佈之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第 11 條規定，任何人單獨或與他人共同預定於 50 日內取得公開發行公司已發行股份總額達 20% 以上有價證券者，應以公開收購方式為之。第 2 項並規定，符合下列條件者，不適用前項應公開收購有價證券之規定：(A) 與第 3 條關係人間進行股份轉讓者；(B) 其他符合本會規定者。我國於強制收購之度附加除外規定，係為避免限制過嚴反妨礙正常之投資活動，避免對影響股東權

第七款 收購期間屆滿後之效果

「收購管理辦法」第 45 條規定，「收購期限屆滿後 15 日內，收購人應當向中國證監會報送關於收購情況的書面報告，同時抄報派出機構，抄送證券交易所，通知被收購公司。」收購人除應依本條規定報送書面報告外，依收購案之不同結果，尚有如下不同之處置：

一、收購失敗

「股票發行與交易管理暫行條例」第 51 條第 1 項前段規定，「收購要約期滿，收購要約人持有的普通股未達到該公司發行在外的普通股總數的百分之五十的，為收購失敗。」本法對於收購失敗之定義，似立基於收購人應持有目標公司已發行股份總數 50% 以上之股份始能獲得對目標公司之控制權，惟此種判斷標準似嫌速斷。蓋收購人應掌握多少比例之股份方享有對於目標公司之控制權，應以目標公司之股權結構為判斷。於股權結構較為分散之上市公司，即便僅持有該公司已發行股份總數之 10% 以上之股份，即對該公司享有控制權，於股權結構高度集中之公司，亦可能出現須取得該公司已發行股份總數之 80% 以上股份始享有對公司之控制權之情形。且上市公司非流通股的比重甚大，要以取得該公司 50% 以上之股份享有控制權顯不容易。本文以為，須持有一公司多少比例之股份才享有該公司之控制權為一相對之概念，無法以絕對之數字規範之，未來修法方向或可以收購人是否已取得其於要約收購報告書中所定之最低收購數量為基準，判斷收購案是否成功。

「股票發行與交易管理暫行條例」僅對於收購失敗加以定義，對於收購失敗後雙方之權利義務應如何處置，付之闕如，法律規範顯不周延。

益甚微之股份取得行為予以過多之限制。參葉秋英著，*跨國併購法制障礙之研究*，行政院經濟建設委員會，2004 年 6 月，59 頁。

二、收購成功

（一）終止上市

「收購管理辦法」第 44 條規定，「收購期限屆滿，被收購公司股權分布不符合上市條件，該上市公司的股票由證券交易所依法終止上市交易。」而依「股票發行與交易管理暫行條例」第 51 條規定，「收購要約期滿，收購要約人持有的普通股達到該公司發行在外的普通股總數的百分之七十五以上的，該公司應當在證券交易所終止交易。」

（二）強制收購

強制收購（compulsory acquisition）係指收購人在收購目標公司達到一定比例，法律強制規定收購人應以收購要約之價格購買目標公司之剩餘股份，強制收購之制度目的在於保護小股東之出賣權，防止收購人於公司經營權移轉時，憑藉其對公司之控制力而壓迫其他少數股東，同時收購人亦得藉此排除目標公司之少數派股東，從而獲得目標公司 100% 之控股權⁴²。「收購管理辦法」第 44 條規定，「收購期限屆滿，被收購公司股權分布不符合上市條件，該上市公司的股票由證券交易所依法終止上市交易。在收購行為完成前，其餘仍持有被收購公司股票之股東，有權在收購報告書規定的合理期限內向收購人以收購要約的同等條件出售其股票，收購人應當收購。」

（三）限制收購人轉讓目標公司股份

為防止收購人透過高度財務槓桿⁴³操作，以融資之方式收購目標公司，

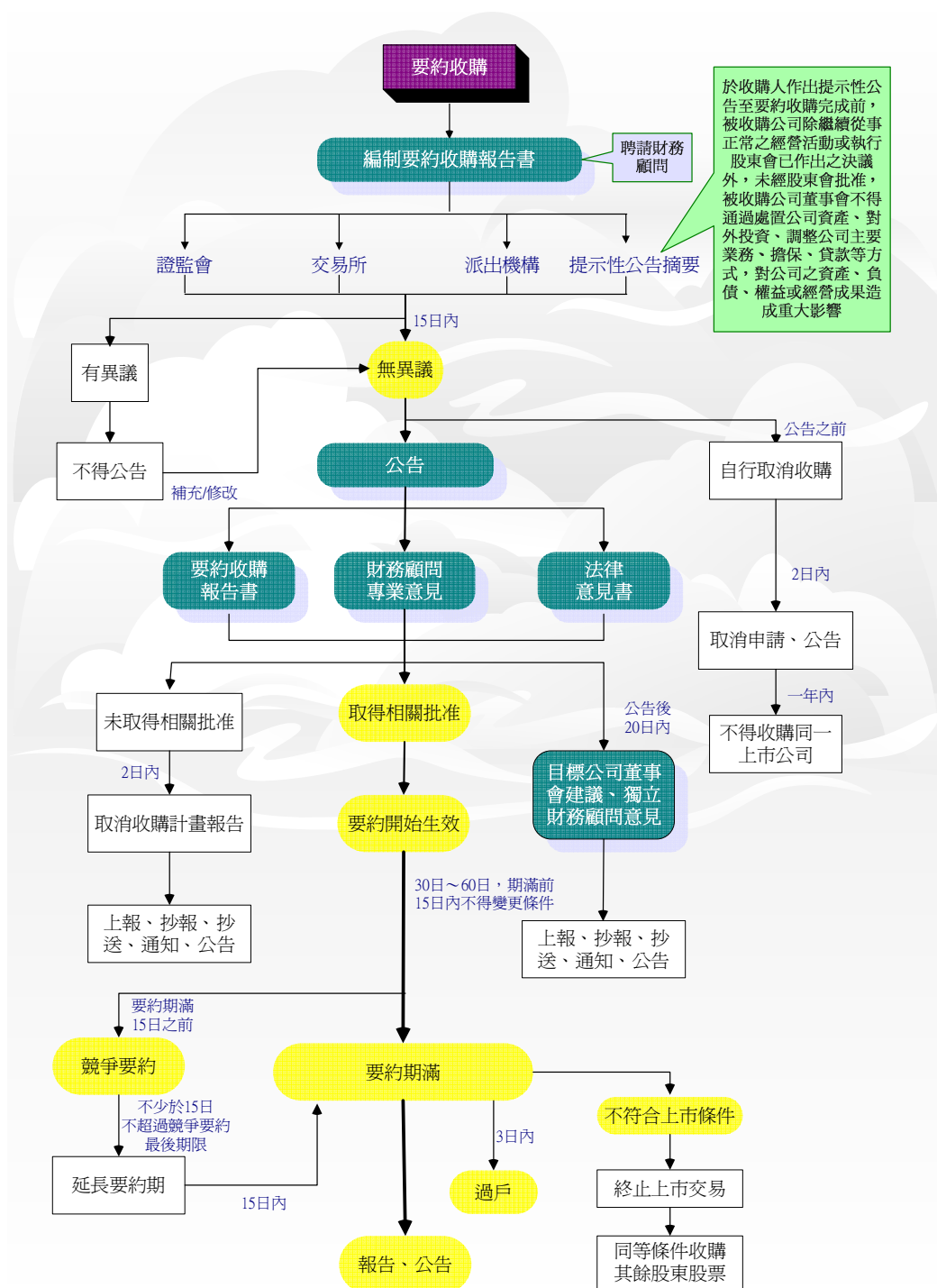
⁴² 強制收購制度係指持有公司大多數股份之股東（立法例上通常規定為 90% 至 95%）得在履行一定之要件後，強制收購其餘少數股東之持股。參紀佳良著，強制公開收購制度之研究，研究與動態，第 16 期，2007 年 7 月，112-113 頁。

⁴³ 財務槓桿（Financial Leverage）係指在特定資本結構下，若營業利益變動會使每股盈餘變動，而每股盈餘變動百分比，為營業利益變動百分比之若干倍。即企業利用借貸資金進行投資，以獲得高於資金成本之報酬率。財務槓桿可顯示出公司依賴負債融資而非權益融資之程度。財務槓桿之計算方式為：息前稅前淨利/（息前稅前淨利- 固定利息支出）。此數據用以衡量公司財務風險，數據越高者，財務風險越高。

而於收購成功後又隨即轉讓目標公司從中獲利，損害目標公司股東之利益，對於收購人於收購成功後轉讓目標公司股份之行為，「證券法」第 98 條規定，「在上市公司收購中，收購人持有的被收購的上市公司的股票，在收購行為完成後的十二個月內不得轉讓。」本條之立法目的在取得維持股東之正常交易權與遏制惡意收購上市公司間之平衡。立法者認為十二個月禁轉期限乃合適之平衡點，既可維護股市之正常交易，又可盡力減少乃至於避免虛構收購題材炒作股價及惡意收購等情形之發生，對收購方利用收購機會操縱股市之情形有了更嚴密之防範，並使收購行為導致目標公司控制權短期內再度發生變動之情形有所遏止，強化了對中小股東權益之保護，實現收購市場之健康發展。



【圖 4-3】要約收購流程圖



第四項 要約收購存在之結構性運作缺陷

本文已就要約收購之流程以及其詳細之法律適用規定為介紹，惟因中國之特殊背景以及歷史包袱，使的收購行為在中國開放及進行之腳步較慢。雖近年外資於中國從事收購行為急速增長，惟相關法規制定之腳步與完善不及收購行為之進展，仍有不完備之處，以下將立於比較法之分析角度，就本章前項指出之問題為更深入之分析。

第一款 程序規範存在諸多缺陷

第一目 收購要約之定義

「收購要約」於要約收購活動中之重要性已如前述，惟目前中國相關法規卻未賦予其明確之定義。

要約收購制度肇始於英國，其「公開收購暨合併規則」(City Code on Takeover and Mergers)⁴⁴規定，收購要約係指任何對於目標公司之股份所發

⁴⁴ 英國對於公開收購制度在傳統上強調「自律」(self-regulation)之精神，其於1968年成立公開收購暨合併工作小組(Panel on Takeovers and Mergers，以下簡稱「公開收購小組」)，公開收購小組本身即為一自律機構，而非政府機構，其成員係由英格蘭銀行(Bank of England)所指派據代表性及金融界具影響力之相關機構代表所組成。公開收購小組於同年頒布「公開收購暨合併規則」(City Code on Takeover and Mergers)，此規則雖屬於自律協定性質，無法律拘束力，惟因倫敦證券交易所及相關之自律組織(Self-Regulatory Organizations, SROs)均要求其會員遵守此規則之規定，並對於違反者採取冷漠對待(Cold Shoulder)之抵制措施，且英國法院亦尊重公開收購小組之決定，故此種自律之規範模式亦間接具有相當強之法律拘束力，在英國實施成效良好。而後隨著歐盟於2004年4月通過並公布「公開收購指令」(Takeovers Directive)，該指令第4條要求各會員國應有適當之機構負責管理該會員國內之公開收購行為，職此之故，英國於2006年11月通過之新公司法中即明定公開收購小組擁有管理公開收購之職權，並授權公開收購小組得明定相關規則以規範公開收購行為。據此，公開收購小組所頒布之公開收購規則已具有法源依據。參郭大維著，我國公開收購制度之探討-兼論英美相關立法例，臺北大學法學論叢，第65期，2008年3月，20-23頁。曾宛如著，英國公開收購制度之架構，萬國法律，105期，1999年6月，42頁。See also Paul L. Davies, *Gower and Davies's Principles of Modern Company Law*, 7th Edition, Oxford University Press. (2003), at 707-710.

出之公開要約，其目的在於獲取目標公司之控制權者⁴⁵。

歐盟之「公開收購指令」⁴⁶（Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the council of 21 April 2004 on takeover bids，又稱為「公司法第 13 號指令」）第 2 條⁴⁷對於收購要約有明確之界定，其指出收購要約係指向一家公司之所有證券持有人所發出，以獲取該公司之部分或全部證券之公開要約。而無論係強制性或自願性之收購要約，均係以獲取目標公司之控制權為目的。

本文以為，雖目前中國並未就「收購要約」之定義有所規範，於現階段或可依下列規定，判定行為人是否屬發動一收購要約而應受相關法規範之拘束。「收購管理辦法」第 29 條規定，收購人應向中國證監會報送要約收購書，「要約收購書」雖非向目標公司股東發出之要約，而僅屬於向證監會進行備案之文件，惟此文件之報送在某程度上即可確認收購人發出收購要約之意圖。若收購人係「通過證券交易所之證券交易，投資者持有或通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行之股份達到 30%時，繼續進行收購者」，而負有之義務，於判斷收購人是否「繼續進行收購」時，本文以為依「證券法」第 89 條之規定，收購人若欲發出收購要約，須事先向國務院證券監督管理機構報送上市公司收購報告書，因此於強制要約收購之情形，亦可以此上市公司收購報告書推斷收購人繼續進行收購之意圖⁴⁸。因此，無

⁴⁵ Introduction of 3(b) provides, “In cases falling within paragraph (a)(iii) above, “offers” means only any public offer (other than by the company itself) made to the holders of the company’s securities to acquire those securities (whether mandatory or voluntary) which follows or has as its objective the acquisition of control of the company concerned.”

⁴⁶ 「公開收購指令」於 2004 年 4 月 21 日在法國召開之歐盟理事會正式通過，該指令是歐盟層次協調整合歐盟領域內公司收購制度之主要依據，其歷經 15 年漫長之立法過程，象徵著歐盟整合上市公司收購制度立法之初步成功。依據該指令第 21 條規定，各會員國需依照指令之要求對本國之公司收購制度加以調整，並應於 2006 年 5 月 20 日前，將該指令轉化為內國法予以適用，同時應將轉化情況通知歐洲委員會。參吳越著，歐盟證券法研究，法律出版社，2005 年 10 月，317-321 頁。

⁴⁷ Article 2.1(a) provides, “‘takeover bid’ or ‘bid’ shall mean a public offer (other than by the offeree company itself) made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, whether mandatory or voluntary, which follows or has as its objective the acquisition of control of the offeree company in accordance with national law.”

⁴⁸ 陳忠謙著，上市公司收購，法律出版社，2007 年 3 月，53-57 頁。

論係自願要約收購或強制要約收購，均可以「要約收購報告書」之報送作為判斷是否有「收購要約」之依據。

至於未來中國立法機關於制定「收購要約」之定義條款時，可參考英國法以及歐盟法，客觀上以行為人發出一公開要約為要件，主觀上則以行為人是否意在取得目標公司之控制權為要件。至於行為人主觀上是否意在獲取目標公司之控制權，本文以為可以行為人於收購報告書中所指出欲取得之股份數量以及收購目的等說明綜合判斷之，至於有無必要探究收購達到控制權與未達控制權便僅是一種交易之體制問題。

第二目 內線交易防止的補強

由於收購要約公告前後，目標公司之股價將有重大之變化，若知悉收購消息者於收購要約尚未公告前買進目標公司之股份，而於收購要約公告後賣出，即可因此獲取暴利。中國證券市場起步較晚，成熟度亦不如西方之證券市場，因而更應將防止內線交易作為重要之規範對象。

目前中國係以保密義務之課予以及收購要約公告之時點作為防止內線交易之「防護牆」。「收購管理辦法」第3條規定，「上市公司的收購及相關股份權益變動活動，必須遵循公開、公平、公正的原則。上市公司的收購及相關股份權益變動活動中的信息披露義務人，應當充分披露其在上市公司中的權益及變動情況，依法嚴格履行報告、公告和其他法定義務。在相關信息披露前，負有保密義務。信息披露義務人報告、公告的信息必須真實、準確、完整，不得有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏。」以及第28條第2項規定，「收購人依照前款規定報送符合中國證監會規定的要約收購報告書及本辦法第五十條規定的相關文件之日起15日後，公告其要約收購報告書、財務顧問專業意見和律師出具的法律意見書。」。

美國關於要約收購內線交易之規定，以 1943 年證券交易法 Rule 14e 為主。Rule 14e 禁止任何人於要約收購之相關文件中有虛偽隱匿之情事或從事任何詐欺、欺騙或操縱行為。Rule 143-3(a)規定，任何人已採取重要步驟以進行要約收購或已正式展開要約收購時，其他人取得與該要約收購相關之重要消息，且明知或可能而知此一消息尚未公開，並且明知或可得而知該消息來自：(一) 要約收購人；(二) 目標公司；(三) 要約收購人、目標公司之重要職員、董事、合夥人或代表要約收購人或目標公司進行要約收購事宜之職員，除非在一段合理期間之前該消息及其來源已經公開，否則該人不得買進或賣出該公司股份。Rule 14-e3(d)進一步禁止要約收購人與目標公司內部人於有違反 Rule 14e-3 之合理可能性 (Reasonable Foreseeable) 之下，傳遞任何與要約收購有關之重大未公開消息給任何人。此外，Rule 14e-4 亦禁止任何未實際持有目標公司股份而應賣之情形 (Short Tendering)⁴⁹。

台灣為防止內線交易及維持要約收購程序之公平，「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第 13 條規定，任何人於公開收購決定之日起至申報及公告日前，因職務或其他事由知悉與該次公開收購相關之消息，應謹守秘密。同時，「證券交易法」第 157 條之 1 亦禁止內部人利用公開收購相關之重要消息，於該消息未公開或公開後十二小時內從事該公司有價證券之買賣，違反者將處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金。

由上述法規觀察可知，中國目前對於內線交易防止之法規範完備性明顯不足，蓋僅僅課予保密義務而無制裁性之規定，仍不足防範內部人利用要約收購之消息從事操縱證券市場之行為。除保密義務之課予以及收購要約公告之時點之限制外，應立法明確禁止與要約收購相關之「內部人」、「準內部人」以及「消息受領人」等任何取得與該要約收購相關之重要消息之人，均不得利用內線消息買賣該公司之股票，以及相應之制裁方式，以完善內線交易之

⁴⁹ 郭大維著，我國公開收購制度之探討-兼論英美相關立法例，臺北大學法學論叢，第 65 期，2008 年 3 月，116 頁、123-124 頁。

立法。

第三目 收購要約之撤銷或變更

收購要約一經公布，即發生法律拘束力，收購人除不得撤銷外，亦不得隨意變更之。為維護目標公司股東之權益，立法例上要求收購要約之變更應受到下列之限制⁵⁰：

一、時間之限制

收購要約之變更應在原收購要約期滿前之一段時間進行，以免股東已做好預受之投資決策時，因收購要約條件之突然變更，而使其利益受損。於變更收購要約之條件後，收購人亦應延長收購要約期限，以確保目標公司股東對於新的收購要約條件亦有足夠之時間蒐集資訊並做成投資決策。

二、內容之限制

收購人如欲變更收購要約，僅能「改善」收購條件。如台灣「證券交易法」第43條之2規定，「公開收購人應以同一收購條件為公開收購，且不得為左列公開收購條件之變更：一、調降公開收購價格。二、降低預定公開收購有價證券數量。三、縮短公開收購期間。四、其他經主管機關規定之事項。違反前項應以同一收購條件公開收購者，公開收購人應於最高收購價格與對應賣人公開收購價格之差額乘以應募股數之限額內，對應賣人負損害賠償責任。」此雖未見於「收購管理辦法」等相關法規，惟基於「收購管理辦法」第3條第1項之規定所揭示之原則，即「上市公司的收購及相關股份權益變動活動，必須遵循公開、公平、

⁵⁰ 陳忠謙著，上市公司收購，法律出版社，2007年3月，64-65頁。

公正的原則。」收購要約之變更不得為不利於原收購要約條件之變更，此乃基於公平原則、公正原則當然之解釋。

三、程序之限制

如本章前項所述，「收購管理辦法」對於收購要約程序之要求規定於第 37 條。

綜上，可見中國目前對於收購要約變更之規定，僅於程序之限制有所規範，未來立法時應就時間以及內容之限制加以補充。

四、收購失敗後之處置

「股票發行與交易管理暫行條例」對於收購失敗定義之缺失已如前述，且「股票發行與交易管理暫行條例」亦未規範失敗後雙方之權利義務應如何處置，顯見立法之初未周延考慮運作之需求而僅為原則性之對待。

英國「公開收購暨合併規則」(City Code on Takeover and Mergers) Rule 35.1 規定，收購失敗者，預受股東有權撤銷其承諾，而此時除非經過公開收購小組之同意，收購人於收購要約撤銷或失敗之日起 12 個月內不得再對同一目標公司進行要約收購，或購買目標公司股份從而使自己負有強制要約收購義務等⁵¹。

⁵¹ Rule 35.1 provides, “Except with the consent of the Panel, where an offer has been announced or posted but has not become or been declared wholly unconditional and has been withdrawn or has lapsed, neither the offeror, nor any person who acted in concert with the offeror in the course of the original offer, nor any person who is subsequently acting in concert with any of them, may within 12 months from the date on which such offer is withdrawn or lapses either:—

(a) announce an offer or possible offer for the offeree company (including a partial offer which could result in the offeror and persons acting in concert with it being interested in shares carrying 30% or more of the voting rights of the offeree company);

(b) acquire any interest in shares of the offeree company if the offeror or any such person would thereby become obliged under Rule 9 to make an offer;

(c) acquire any interest in, or procure an irrevocable commitment in respect of, shares of the offeree company if the shares in which such person, together with any persons acting in concert with him,

「收購管理辦法」第 31 條規定，收購人向中國證監會報送要約收購報告書後，在公告要約收購報告書之前，擬自行取消收購計劃的，應當向中國證監會提出取消收購計劃的申請及原因說明，並予公告；公告之日起 12 個月內，該收購人不得再次對同一上市公司進行收購。惟，本條規定無法涵蓋所有收購失敗之情形，蓋收購失敗亦可能發生於公告要約收購報告書，於收購要約期間屆滿後，未達到預期可收購之股份數量者。「收購管理辦法」第 78 條規定，發出收購要約的收購人在收購要約期限屆滿，不按照約定支付收購價款或者購買預受股份的，自該事實發生之日起 3 年內不得收購上市公司。本條或可適用於收購失敗後，收購人拒絕支付收購價款之情形。然本條未賦予預受股東撤銷權，且亦未課予收購人對預受股東之損害賠償責任，仍有不足。

第二款 有條件的強制要約收購義務

強制要約收購 (Mandatory Offer, 又稱 Mandatory Bid), 係指收購人取得目標公司發行股份達一定控制比例時, 或在持有一定比例後於一定期間內再行增加持有一定比例時, 依法律規定收購人必須向目標公司全體股東發出收購要約, 並有收購其股份之義務⁵²。

目前中國關於強制要約收購義務之產生, 係規定於「上市公司收購管理辦法」第 24 條, 「通過證券交易所的證券交易, 收購人持有一個上市公司的股份達到

would be interested and the shares in respect of which he, or they, had acquired irrevocable commitments would in aggregate carry 30% or more of the voting rights of the offeree company;

(d) make any statement which raises or confirms the possibility that an offer might be made for the offeree company; or

(e) take any steps in connection with a possible offer for the offeree company where knowledge of the possible offer might be extended outside those who need to know in the offeror and its immediate advisers.

⁵² Paul L. Davies, *Gower and Davies's Principles of Modern Company Law*, 7th Edition, Oxford University Press. (2003), at 727.

該公司已發行股份的 30%時，繼續增持股份的，應當採取要約方式進行，發出全面要約或者部分要約。」本條規定將強制要約收購義務之產生與否繫於收購方之決定，如收購方決定繼續收購者，始負有強制要約收購之義務。

強制要約收購之制度目的，約可分為以下三說⁵³：（一）公平待遇說：由於收購方為節省收購成本，往往只與控制股東協商，甚或以高價取得其股份，以便達到迅速取得目標公司控制權之目的，此時中小股東僅能被動的面對公司即將易主之事實。因此，為使所有股東獲得公平之待遇，使少數股東亦享有以溢價出售其股份之機會，以杜絕對中小股東權益剝削壓迫之現象，應採行強制要約收購制度。（二）選擇權說：投資者之所以選擇購買某公司之股票，係基於信賴該公司經營者之能力與品質，若公司之控制權發生移轉，則股東投資之依據不復存在，此時，中小股東雖無力改變公司控制權移轉之事實，但仍應有機會可退出其投資，因此，若中小股東不信賴新的經營者時，法律應保障中小股東有選擇退場之機制。（三）控制權溢價分享說：由於公司事務採取多數表決制度，因此大股東對於如公司董事之選擇、公司事務之決策等，享有比中小股東更多且更實質的公司利益。若收購方想獲得公司之控制權，即應付出相當於控制股份之價格，而此種控制權溢價應歸全體股東共用，使中小股東在享有公司利益一事上少於控制性持股股東之不公平情況獲得補償。因此，每位股東均應有相同機會，按相同條件與比例出售股份，以分享控制權溢價。

以上無論何種學說，其出發點均在於「保護中小股東之權益」，惟「上市公司收購管理辦法」卻將此種義務是否發生繫於收購方是否繼續增持股份，中小股東之權益保護繫於收購方之行為，使立法目的難以實現。

就比較法而言。英國之實務及學說一般認為採行強制要約收購乃保障少數股東之方法，於經營權交替之際，為避免目標公司之控制股東置中小股東之權益於不顧，在資訊未充分揭露下，收購方與控股股東常私下以較高之溢價達成出賣股份之協議，因此應採強制收購制度，使收購人對全體股東提出收買股份之要約，

⁵³ Paul L. Davies, *Gower and Davies's Principles of Modern Company Law*, 7th Edition, Oxford University Press. (2003), at 731.

使所有股東均能在充分資訊揭露及平等條件下，享有公平之退場機制。「公開收購暨合併規則」(City Code on Takeover and Mergers) Rule 9.1 即規定，強制要約收購發生之情形為：(一) 任何人自行或與他人共同取得超過 30% 有表決權之股份；(二) 任何人自行或與他人共同持有超過 30% 但未達 50% 有表決權之股份，欲於 12 個月內再行取得超過 1% 有表決權之股份⁵⁴。

歐盟之「公開收購指令」(Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the council of 21 April 2004 on takeover bids, 又稱為「公司法第 13 號指令」) 中，亦規定各會員國必須全面強制收購，且無選擇權。依該指令第 5 條第 1 項之規定⁵⁵，倘若一自然人或法人或其共同行動之人取得目標公司之股份後，連同自己原已持有及共同行動人所持有之股份，已使其直接或間接取得該公司一定比例之表決權，從而取得該公司之控制權者，歐盟之會員國應當強制要求該人對於該公司全體股東發出公開收購要約，以作為保護該公司少數股東利益之方式。

台灣證券交易法第 43 條之 1 第 3 項亦規定，「任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，除符合一定條件外，應採公開

⁵⁴The City Code on Takeover and Mergers, Rule 9.1. provides: "Except with the consent of the Panel, when: (a) any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company; or (b) any person, together with persons acting in concert with him, is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights of a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights and such person, or any person acting in concert with him, acquires an interest in any other shares which increases the percentage of shares carrying voting rights in which he is interested, such person shall extend offers, on the basis set out in Rules 9.3, 9.4 and 9.5, to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights. Offers for different classes of equity share capital must be comparable; the Panel should be consulted in advance in such cases." available at <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/codesars/DATA/code.pdf> (last visited on 2008/02/29)

⁵⁵ Article 5.1 provides: "Where a natural or legal person, as a result of his/her own acquisition or the acquisition by persons acting in concert with him/her, holds securities of a company as referred to in Article 1(1) which, added to any existing holdings of those securities of his/hers and the holdings of those securities of persons acting in concert with him/her, directly or indirectly give him/her a specified percentage of voting rights in that company, giving him/her control of that company, Member States shall ensure that such a person is required to make a bid as a means of protecting the minority shareholders of that company. Such a bid shall be addressed at the earliest opportunity to all the holders of those securities for all their holdings at the equitable price as defined in paragraph 4." Available at <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:EN:PDF>

收購方式為之。」並於「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第 11 條就其比例為更詳盡之規定，「任何人單獨或與他人共同預定於五十日內取得公開發行公司已發行股份總額百分之二十以上股份者，應採公開收購方式為之。符合下列條件者，不適用前項應採公開收購之規定：一、與第三條關係人間進行股份轉讓。二、依臺灣證券交易所股份有限公司受託辦理上市證券拍賣辦法取得股份。三、依臺灣證券交易所股份有限公司辦理上市證券標購辦法或依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心辦理上櫃證券標購辦法取得股份。四、依本法第二十二條之二第一項第三款規定取得股份。五、依公司法第一百五十六條第六項或企業併購法實施股份交換，以發行新股作為受讓其他公開發行公司股份之對價。六、其他符合本會規定。」

以上三者立法例，對於發動強制要約收購之比例或有不同，惟均係於收購人持有目標公司一定比例之股份時⁵⁶，即強制要求其應向全體股東發出收購要約，無採取如中國「上市公司收購管理辦法」中有條件式的強制要約收購義務之立法方式。將對中小股東權益保護之制度受制於收購方主觀上有無繼續收購之意願，實質上形同未賦予中小股東保護，蓋收購方亦可能透過與目標公司之私下協議，使收購方取得 30% 之股份後，收購方即不再進行收購，並使收購方實質掌控了目標公司之控制權，此時為節省收購成本，收購方往往亦不會再繼續進行收購，因此若將強制要約收購之義務繫於收購方是否繼續進行收購，無法達成保護中小股東權益之立法宗旨⁵⁷。強制要約收購制度存在之合理性及必要性即在於其「強制性」，因而不論收購方之主觀意志為何，只要收購方持有法定比例之股份時，即應向目標公司之全體股東發出要約，唯有如此才能提供對中小股東有力之保護。

⁵⁶ 立法例上可分為雙階段強制公開收購制度與單階段強制公開收購制度，前者為英國立法例所採，後者則為我國法之制度。「雙階段」係指任何人於第一階段取得目標公司已發行股份總數達一定比例後，即必須於第二階段對所有股東為收購要約，此種制度著重於目標公司之控制權易手後，公司股東有平等之機會脫離公司；單階段則指任何人一開始預定於一定期間內取得目標公司已發行股份總數達一定比例時，即必須以公開收購之方式為之，本制度重在收購人有意於短時間內大量取得目標公司股份以奪取目標公司控制權時，即強制採用公開收購方式使小股東有機會與大股東以相同之條件應賣，藉此達到股東平等原則之落實。參林佑珊著，強制公開收購制度之研究，國立台北大學法學系民事法學組碩士論文，2007 年 6 月，100-101 頁、104 頁。

⁵⁷ 呂政君著，上市公司收購法律制度之完善，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2003），上海人民出版社，2003 年 9 月。

第三款 繼續收購之合理界定

承前所述，此種有條件之強制要約收購義務已值非議，更有甚者，「上市公司收購管理辦法」中所稱之「繼續進行收購」如何定義亦值得商榷。「收購管理辦法」第 24 條以及第 47 條僅規定「繼續增持股份」、「繼續進行收購」，對於「繼續」進行的期間、「繼續增持股份」之數量，以及「繼續增持股份」之種類，均無規定。

對於「有條件之強制要約收購義務」之根本解決之道係於「收購管理辦法」中刪除有關「繼續收購」之規定，惟於修法前應如何具體適用操作「繼續收購」之規定，本文以為或可以前述之英國「公開收購暨合併守則」(the City Code on Takeover and Mergers) 為借鑑：「公開收購暨合併守則」第 9 條規定，強制要約收購發生之情形為：(一) 任何人自行或與他人共同取得超過 30% 有表決權之股份；(二) 任何人自行或與他人共同持有超過 30% 但未達 50% 有表決權之股份，欲於 12 個月內再行取得超過 1% 有表決權之股份⁵⁸。於個案具體操作時，行政機

⁵⁸ Rule 9.1 provides, “Except with the consent of the Panel, when:— (a) any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company; or

(b) any person, together with persons acting in concert with him, is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights of a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights and such person, or any person acting in concert with him, acquires an interest in any other shares which increases the percentage of shares carrying voting rights in which he is interested,

such person shall extend offers, on the basis set out in Rules 9.3, 9.4 and 9.5, to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights. Offers for different classes of equity share capital must be comparable; the Panel should be consulted in advance in such cases. An offer will not be required under this Rule where control of the offeree company is acquired as a result of a voluntary offer made in accordance with the Code to all the holders of voting equity share capital and other transferable securities carrying voting rights.

Notes on Rule 9.1 provides, “If a person or a group of persons acting in concert interested in shares carrying more than 30% of the voting rights of a company reduces its interest but not to less than 30%, such person or persons may subsequently acquire an interest in further shares without incurring an obligation to make a general offer subject to both of the following limitations:

(a) the total number of shares in which interests may be acquired under this Note in any period of 12 months must not exceed 1% of the voting share capital for the time being (and, in determining the

關可以收購人是否於一定期間內再行取得超過一定比例之有表決權之股份，作為課予收購人強制收購義務之標準。

至於「繼續收購」之股份種類，由於中國證券市場分為流通股 A 股、B 股、H 股以及非流通股幾種不同之股票，因此首先應先就「繼續收購」之收購目標是否限於同種股票有所界定。亦即，收購人若係就不同性質股票之繼續收購，是否仍屬於「收購管理辦法」所指稱之「繼續收購」，而應受強制要約收購義務相關規定之規範。本文以為，基於強制要約收購係立於保護中小股東之權益為出發點，收購人無論係以協議收購非流通股或要約收購流通股之方式取得目標公司已發行股份之 30%，其即已取得對該目標公司相當之控制權，因此對於協議收購非流通股下之流通股股東，或要約收購流通股下之非流通股股東，相對而言即屬於居於弱勢之小股東，屬於強制要約收購制度下欲保護之對象，因而無論收購人所繼續收購者是否係與先前同種類之股票，均構成「收購管理辦法」下之「繼續收購」。

第五項 一個難以成局之要約收購

第一款 要約收購與協議收購之異同

要約收購與協議收購同樣作為收購方式之一，其共通點在於收購人之行為目的均係為獲取或鞏固對於目標公司之控制權。惟此二者收購模式於具體操作時仍有如下之差異：

number of shares in which interests have been acquired in any such 12 month period, any reductions in the number of shares in which the person or group is interested may not be netted off against acquisitions); and

(b) the percentage of shares in which the relevant person or group of persons acting in concert is interested following any acquisition under this Note must not exceed the highest percentage of shares in which such person or group of persons was interested in the previous 12 months.”

第一，收購意願之表達方式不同。要約收購係透過收購要約所進行，而收購要約必須公開為之；協議收購之收購意願則是由收購人與目標公司之特定股東私下達成協議所進行者。

第二，收購人與目標公司之關係不同。協議收購因係收購人與目標公司達成協議所進行者，故屬善意收購；要約收購則可能為善意收購，亦可能敵意收購。

第三，收購對象之範圍不同。協議收購係收購人與目標公司之少數特定股東達成協議所進行之收購方式，故收購之對象為少數特定股東；要約收購之收購要約需向目標公司之全體股東發出，即便係部分要約收購，亦需向目標公司全體股東發出，僅如最後預受要約股份之數量超過預定收購數量時，收購人即依照同等比例收購預受要約之股份。

第四，收購適用之情形不同。協議收購多發生於目標公司之股權結構較為集中之情形，尤其是目標公司存有控股股東時，收購人往往透過與目標公司之控股股東協議購買控股股東之股權，已獲得目標公司之控制權。要約收購則主要發生在目標公司股權結構較為分散、公司控制權與股東分離之情況下。

第五，收購之標的不同。收購人採取協議收購者，可收購流通股，亦可為非流通股，而要約收購一般認為只能是流通股。

第二款 要約收購與協議收購之優缺

要約收購向來是成熟證券市場中之典型收購方式，惟此種制度在中國之運作卻有不同之景象，究其原因，當係因協議收購在股權分置之證券市場下，具有如下之優點：

第一，收購成本較低。收購方若選擇以要約收購之方式收購目標公司，其僅

能在二級市場中尋求目標公司之股份，從而拉高目標公司之股價，增加收購成本。且因「上市公司收購管理辦法」之規範，使上市公司股份發生 5% 以上之權益變動者，即需履行資訊披露義務，此種「舉牌」義務使收購方之收購意圖易於被揭露，若因而造成目標公司採取反收購之措施，亦將使收購成本大幅增加。而目前中國協議收購多係由國有股股東轉讓其股份，此種非流通股之股價則明顯低於市場價格。

第二，迅速取得目標公司控制權。依據「上市公司收購管理辦法」之規定，透過證券交易所的證券交易，投資者及其一致行動人擁有權益的股份達到一個上市公司已發行股份的 5% 時，除有「舉牌」之義務外，於履行資訊披露義務之期限內，以及報告作出並公告後之 2 日內，亦不得再行買賣該上市公司的股票。此時，收購方要達到 30% 的強制要約收購門檻，將需要歷時一個月之時間，而協議收購則無此要求，甚且可豁免強制要約收購之義務。

相對於協議收購之優點⁵⁹，要約收購本身亦具有相當之難度。依「股票發行與交易暫行管理條例」規定，首次舉牌 5% 以及每次增減 2%，均應自該事實發生之日起三個工作日內，向該公司、證券交易場所和證監會作出書面報告並公告⁶⁰，故若從持有目標公司 5% 的資訊披露開始，到達持股 30%，以每變動 2% 為增減幅度時，則至少要進行 13 次以上的披露，而此段期間內目標公司的股價變化不可預測，而即便依現行之「證券法」規定所持上市公司已發行股份每增減 5% 均要公告，要達到 30% 也需要五次以上⁶¹，不僅可能帶來激烈之市場波動，也增加時間和資金成本以及諸多不確定因素⁶²。

基於上述種種因素，使中國目前之併購案例，多選擇以協議收購之方式為

⁵⁹ 協議收購相較於要約收購雖有諸多優點，但其仍非無爭議之處。協議收購交易之雙方當事人於轉讓國有股時，其定價需經過國資局之審批。由於股權定價之複雜性、模糊性，且國有股定價尚存有法律缺位之問題，使相關政府單位於決定是否批准時有相當大之自由裁量權，亦為收購方需承擔之風險。參見吳曉求主筆，股權分置改革後的中國資本市場，中國人民大學出版社，2006 年 4 月，322 頁。

⁶⁰ 「股票發行與交易暫行管理條例」第 47 條。

⁶¹ 「證券法」第 86 條與第 88 條。

⁶² 梅君著，上市公司收購與股東大會制度，法學評論，2001 年第 1 期，147 頁。

之。於股權分置之情況下，流通股股票之價格，如同一般證券市場上股票交易之常態，係由市場之供需決定；而非流通股股票之價格則取決於每股淨資產值，因此，流通股股票之價格可能是非流通股股票價格之數倍或數十倍，此即為所謂之「同股不同價」。因此，併購方於選擇併購方式時，往往會選擇併購成本較低之協議收購方式。此外，由於上市公司之非流通股往往佔據控制股份之地位，若併購方選擇以要約收購流通股之方式，難以達成取得實際控制權之目的，因此目前中國之併購上市公司案例中，要約收購制度確實窒礙難行⁶³。據統計，在 1993 年到 2004 年之間，中國證券市場上發生的 2611 起上市公司收購案中，協議收購高達 2601 起，要約收購僅有 10 起，其中透過協議收購轉讓非流通股之國家股、法人股達到控股上市公司目的的比例高達 99.6%⁶⁴。

於股權分置改革後以及國有資本減持之條件下，可以期待未來外資將可運用要約收購達成其併購活動，更將減少敵意收購之障礙。

第三節 外資收購之支付方式

本節將討論收購人取得目標公司股份之對價之支付形式。對於收購人而言，其支付形式之選擇除涉及自身之財務狀況外，亦與收購人對於整起收購案之戰略佈局有關。「收購管理辦法」第 36 條允許收購人可以採用現金、證券、現金與證券相結合等合法方式支付收購上市公司的價款。以下將先就規範面探討現金收購與換股收購之差異，再就策略面為進一步之分析。

⁶³ 中國第一起要約收購之案例為復興集團收購南鋼集團，復興集團於 2003 年 6 月 12 日公告了「南京鋼鐵股份有限公司要約收購報告書」，向南鋼股份公司除南京鋼鐵集團有限公司以外之所有股東發出全面要約收購，於 2003 年 6 月 13 日至 2003 年 7 月 12 日之有效期間內，收購其所持有的南鋼股份股票。惟於要約收購期滿後，根據預受要約結果，南鋼股份股東無一人接受收購要約。

⁶⁴ 吳小亮著，上市公司收購變法，財經，2005 年第 26 期，82 頁。

第一項 現金收購

現金收購指收購人以現金支付收購對價之收購行為。收購人以現金直接在資本市場上購買目標公司之股票。

收購人應以現金或證券作為收購之對價，「收購管理辦法」原則上並無太多限制，僅要求收購人如係為終止上市公司之上市地位而發出之全面要約收購，此種情形因收購完成後目標公司即已非上市公司，原目標公司之股東所持之股份無法再透過證券交易市場自由流通，為保護股東之權益，「收購管理辦法」第 27 條規定，「收購人為終止上市公司的上市地位而發出全面要約的，或者向中國證監會提出申請但未取得豁免而發出全面要約的，應當以現金支付收購價款；以依法可以轉讓的證券支付收購價款的，應當同時提供現金方式供被收購公司股東選擇。」

外資若係以現金交易，須取得外匯管理機關核准，此外，為確保收購人履約能力，「收購管理辦法」第 36 條規定，「以現金支付收購價款的，應當在作出要約收購提示性公告的同時，將不少於收購價款總額的 20% 作為履約保證金存入證券登記結算機構指定的銀行。收購人以未在證券交易所上市交易的證券支付收購價款的，必須同時提供現金方式供被收購公司的股東選擇，並詳細披露相關證券的保管、送達被收購公司股東的方式和程序安排。」

以現金作為支付方式者，最大之問題即在於收購人之現金流量是否足夠，否則收購人即需透過高額度之借貸以完成收購案，惟如此將為收購人帶來高度之財務風險，對於收購後之整合亦帶來不確定性。以此種支付方式作為對價支付方式者，多係以目標公司退市為目的之收購案。

第二項 股權收購

股權收購指收購人以股權做為支付手段之收購行為。「併購規定」第 27 條規定，「外國投資者以股權作為支付手段併購境內公司，係指境外公司的股東以其持有的境外公司股權，或者境外公司以其增發的股份，作為支付手段，購買境內公司股東的股權或者境內公司增發股份的行為。」依據本條規定，股權收購有四種操作模式：一是境外公司的股東以其持有的境外公司股權作為支付手段購買境內公司股東的股權；二是境外公司的股東以其持有的境外公司股權作為支付手段認購境內公司增發的股份；三是境外公司以其增發的股份作為支付手段，購買境內公司股東的股權模式；四是境外公司以其增發的股份作為支付手段，認購境內公司增發的股份。

「併購規定」同時對於得以股權作為支付手段之外資資格加以限制，其要求該外資所設立之境外公司應合法設立並且其註冊地具有完善的公司法律制度，且公司及其管理層最近 3 年未受到監管機構的處罰；除「特殊目的公司」⁶⁵外，境外公司應為上市公司，其上市所在地應具有完善的證券交易制度⁶⁶。收購人並應當提供該證券的發行人最近 3 年經審計的財務會計報告、證券估值報告，並配合被收購公司聘請的獨立財務顧問的盡職調查工作。收購人以在證券交易所上市交易的證券支付收購價款的，應當在作出要約收購提示性公告的同時，將用於支付的全部證券交由證券登記結算機構保管，但上市公司發行新股的除外；收購人以在證券交易所上市的債券支付收購價款的，該債券的可上市交易時間應當不少於一個月；收購人以未在證券交易所上市交易的證券支付收購價款的，必須同時提供現金方式供被收購公司的股東選擇，並詳細披露相關證券的保管、送達被收購公司股東的方式和程序安排⁶⁷。

⁶⁵ 特殊目的公司係指中國境內公司或自然人為實現以其實際擁有的境內公司權益在境外上市而直接或間接控制的境外公司。由於此種名義上之「外資」不符合本論文所定義之「外資」，故本文未就以特殊目的公司從事收購之行為加以討論。

⁶⁶ 「併購規定」第 28 條。

⁶⁷ 「收購管理辦法」第 36 條。

此外，收購人用以作為支付之「股權」本身，亦應符合下列之條件⁶⁸：

- (一) 股東合法持有並依法可以轉讓；
- (二) 無所有權爭議且沒有設定質押及任何其他權利限制；
- (三) 境外公司的股權應在境外公開合法證券交易市場（櫃檯交易市場除外）掛牌交易；
- (四) 境外公司的股權最近 1 年交易價格穩定。

收購人以在證券交易所上市交易的證券支付收購價款的，應當在作出要約收購提示性公告的同時，將用於支付的全部證券交由證券登記結算機構保管，但上市公司發行新股的除外。

第三項 支付方式選擇之策略意涵

外資收購除選擇收購之方式外，其更關注的重點為以何種方式支付其收購之對價。於「收購管理辦法」公布以前，長期以來中國證券市場中之收購均侷限於以現金或部分置換之資產支付，導致許多大型之收購案因收購方現金流量不足而流產。而於股權支付方式成為可行後⁶⁹，不僅增加大型收購案之可行性，亦促使中國國內產業之整合，外資於中國從事收購活動將更能與國際接軌。

外資選擇現金交易與股票交易之基本差異在於，以現金交易者，收購方之股東將承擔「未實現內含於收購溢價中之預期綜效價值」的全部風險；若以股票交

⁶⁸ 「併購規定」第 29 條。

⁶⁹ 2006 年公布之「上市公司收購管理辦法」第 36 條規定，「收購人可以採用現金、證券、現金與證券相結合等合法方式支付收購上市公司的價款。收購人聘請的財務顧問應當說明收購人具備要約收購的能力。」其中以證券支付收購上市公司價款者，即所謂之「股權收購」，又稱「換股收購」。

易者，此一風險將由收購方以及目標企業之股東共同承擔。換句話說，以股票交易者，雙方所擁有收購後新公司股權之比例，即為他們各自承擔之綜效風險⁷⁰。此外，選擇以現金交易將造成收購方龐大之現金流量壓力，而目標公司則因獲得收益面臨稅收壓力；股權交易則可能導致上市公司股權結構之改變，或因股本擴張而稀釋每股收益導致股價下跌。

收購方首先必須決定要以發行股票之方式，或直接以現金支付目標公司；其次，若收購方決定發行股票，則尚須決定發行固定價值的股票或發行固定數量的股票。而若收購方決定以現金支付，將置所有潛在之風險以及潛在之報酬於收購方。支付工具之選擇，亦帶有傳達訊息給市場之功能，以現金支付者，收購方將傳達對此交易以及對自己公司股票價值深具信心之訊息；以發行股票作為支付工具者，由於收購方將與目標企業共同分享合併後公司之價值，故市場將認為收購方對其本身公司之股價較無信心，且於收購方選擇以固定股份發行作為支付工具時，將使市場更強化此種觀點。另有認為，「熊市採現金收購，牛市採換股收購」，蓋熊市時目標公司之價值往往被低估，用現金收購之成本較低，而於牛市時，目標公司可能被高估，此時以同樣被高估之股權換股收購，收購方較不吃虧⁷¹。換股收購雖具有可提供公司更多之營運資金、使目標公司之股東能分享收購後之溢價等優點，但由於換股收購涉及到之股票發行事宜，受到證券監管單位之監督以及其所在證券交易所上市規則之限制，發行手續繁瑣、遲緩，亦可能提供競爭對手或目標公司部署反收購措施之時機，且若風險套利者造成群體之賣壓以及每股收益被稀釋之預期心理，亦將可能招致收購方股價之下跌。

惟若收購方係為終止上市公司之上市地位而發出全面要約，或向中國證監會提出申請但未取得豁免而發出全面要約者，依「收購管理辦法」第 27 條之規定，收購方應當以現金支付收購價款，以依法可以轉讓的證券支付收購價款者，應當同時提供現金方式供目標公司股東選擇。又依「收購管理辦法」第 36 條之規定，以現金支付收購價款的，應當在作出要約收購提示性公告的同時，將不少於收購

⁷⁰ 克雷等著，李田樹譯，合併與收購，哈佛商業評論，天下遠見出版股份有限公司，90 頁。

⁷¹ 上市公司收購，升級版玩法更講究，中國證券報，2006 年 8 月 3 日，A7 版。

價款總額的 20%作為履約保證金存入證券登記結算機構指定的銀行。收購人以證券支付收購價款的，應當提供該證券的發行人最近 3 年經審計的財務會計報告、證券估值報告，並配合被收購公司聘請的獨立財務顧問的盡職調查工作。



第五章 外資收購中國上市公司之監管-

以反壟斷法下之「經營者集中」為中心

承前所述，外資在中國從事上市公司收購活動時，基於產業占有率、規模效益和戰略目標，其選擇目標企業之標準通常需具備下列條件：必須絕對控股、必須是行業龍頭企業、預期收益必須超過 15%，以確立其收購後在中國市場上之地位。也因此，外資於收購時常受到關於「民族品牌流失」、「國家經濟安全」等輿論關注，反壟斷之議題不難於每起外資收購案件中見其足跡。而「反壟斷法」於歷經幾多爭論後¹，於 2007 年 8 月 30 日公布，並於 2008 年 8 月 1 日起正式施行。「反壟斷法」之公布與施行，當屬目前外資在中國從事收購活動法律層面最為重要且不可輕忽之法律評估要素與潛在法律成本。

反壟斷法所規制之壟斷行為主要包括：壟斷協議²、濫用市場支配地位³、經

¹ 反壟斷法之立法背景最早可追溯自 1987 年 8 月國務院所成立之反壟斷法起草小組。惟當時中國經濟與社會環境之發展情況，尚未成熟至可制定「反壟斷法」之程度，因而決定分別制定「反壟斷法」與「反不正當競爭法」，後者於 1993 年 9 月第八屆全國人大常委會通過。2003 年 12 月，全國人大常委會將「反壟斷法」列入十屆全國人大立法規劃，惟因部分議題爭議過大而遭擱置。於中國加入 WTO 後，為因應外資大量進入以及反壟斷案件之大量增加，商務部於 2004 年 9 月成立反壟斷調查辦公室，負責與各國進行反壟斷案件及相關法制建設之交流，並執行反壟斷案件之調查工作。2005 年 2 月，全國人大常委會再度將「反壟斷法」列入立法規劃。惟因部分內容爭議過大，再加以地方行政部門以及國有企業之反彈，立法嚴重延滯，直到 2006 年 6 月 24 日，「反壟斷法」草案始送交全國人大常委會進行首次審議，並進行全面性徵求意見。相較於「反壟斷法草案」，最後正式通過之立法版本間，仍不難看出其間存在著相當之立法妥協性。如對於行政壟斷之規制、主管機關之設立與職權等。關於「反壟斷法」之立法背景，詳參王煦棋著，中國反壟斷法解析，收錄於中國大陸法制研究第 16 輯，司法院印行，2008 年 1 月，77-82 頁。

² 「反壟斷法」第 13 條規定，禁止具有競爭關係的經營者達成下列壟斷協定：（一）固定或者變更商品價格；（二）限制商品的生產數量或者銷售數量；（三）分割銷售市場或者原材料採購市場；（四）限制購買新技術、新設備或者限制開發新技術、新產品；（五）聯合抵制交易；（六）國務院反壟斷執法機構認定的其他壟斷協議。本法所稱壟斷協議，是指排除、限制競爭的協議、決定或者其他協同行為。第 14 條規定，禁止經營者與交易相對人達成下列壟斷協定：（一）固定向第三人轉售商品的價格；（二）限定向第三人轉售商品的最低價格；（三）國務院反壟斷執法機構認定的其他壟斷協議。

³ 「反壟斷法」第 17 條規定，禁止具有市場支配地位的經營者從事下列濫用市場支配地位的行為：（一）以不公平的高價銷售商品或者以不公平的低價購買商品；（二）沒有正當理由，以低於

營者集中⁴和濫用行政權力⁵等。因此，反壟斷法除對外資收購行為可以經營者集中進行事前之規制外，亦可禁止外資於收購後與其他競爭者達成壟斷協議，並禁止外資於收購後濫用市場支配地位排除、限制競爭。由於本文討論之重心在於外資應如何進行收購行為，上述「反壟斷法」所規範之行為中與之相涉最深者乃「經營者集中」行為。本章首將解讀並分析「反壟斷法」中關於「經營者集中」之相關規範，再分析「經營者集中」與「國家安全」之關聯，最後輔以近年來喧騰一時之三起外資收購中國上市公司案例，說明外資收購所可能面臨之各種問題。此三起收購案分別為：凱雷收購徐工案、SEB 收購蘇泊爾案及可口可樂收購匯源案。三起案件之共通處在於，徐工、蘇泊爾、匯源分別處於截然不同之產業，卻不約而同的引起國家經濟安全之反彈輿論；而其又各具有獨特之意義，第一起案例發展中「關於外國投資者併購境內企業的規定」戲劇性的發布施行，乃係對於外資啟動國家安全審查之第一次明文規範，第二起案例則係「上市公司收購管理辦法」修正後第一次以部分要約收購收購上市公司之案例，第三起案例則為「反壟斷法」正式施行後第一起外資收購上市公司並適用反壟斷法之案例，此案之結果將建立未來反壟斷審查之標準，具有舉足輕重之重要性。

第一節 反壟斷法頒布前後對經營者集中之規定

第一項 反壟斷法頒布前對經營者集中之規定

隨著中國改革開放及加入 WTO 後，外資在中國之投資行為及數額逐年攀

成本的價格銷售商品；（三）沒有正當理由，拒絕與交易相對人進行交易；（四）沒有正當理由，限定交易相對人只能與其進行交易或者只能與其指定的經營者進行交易；（五）沒有正當理由搭售商品，或者在交易時附加其他不合理的交易條件；（六）沒有正當理由，對條件相同的交易相對人在交易價格等交易條件上實行差別待遇；（七）國務院反壟斷執法機構認定的其他濫用市場支配地位的行為。本法所稱市場支配地位，是指經營者在相關市場內具有能夠控制商品價格、數量或者其他交易條件，或者能夠阻礙、影響其他經營者進入相關市場能力的市場地位。

⁴ 「反壟斷法」第 20 條規定，經營者集中是指下列情形：（一）經營者合併；（二）經營者通過取得股權或者資產的方式取得對其他經營者的控制權；（三）經營者通過合同等方式取得對其他經營者的控制權或者能夠對其他經營者施加決定性影響。

⁵ 詳見「反壟斷法」第 32 條到第 37 條規定。

升，國家工商行政管理總局於 2004 年發布了一份「在華跨國公司限制競爭行為表現及對策」報告⁶，指出中國的感光材料、電腦、軟體、手機、照相機、輪胎、零售和飲料等多個產業，都已由跨國公司享有主要之市場占有率，形成壟斷之勢。此份報告之提出使的中國對外資壟斷之情形開始加以關注，而後發生之外資併購案如凱雷併購徐工案、SEB 收購蘇泊爾等，皆受到廣大的注目，反壟斷規制之重要性更受重視。

於「反壟斷法」頒布前，中國對於外資准入之產業已透過「外商投資產業指導目錄」進行第一次門檻之篩選，此後，「關於外國投資者併購境內企業的規定」（2006 年 8 月）即首次就外資併購之反壟斷審查做出相應之規定。其中，第 51 條規定，「外國投資者併購境內企業有下列情形之一的，投資者應就所涉情形向商務部和國家工商行政管理總局報告：（一）併購一方當事人當年在中國市場營業額超過 15 億元人民幣；（二）1 年內併購國內關聯行業的企業累計超過 10 個；（三）併購一方當事人在中國的市場占有率已經達到 20%；（四）併購導致併購一方當事人在中國的市場占有率達到 25%。雖未達到前款所述條件，但是應有競爭關係的境內企業、有關職能部門或者行業協會的請求，商務部或國家工商行政管理總局認為外國投資者併購涉及市場份額巨大，或者存在其他嚴重影響市場競爭等重要因素的，也可以要求外國投資者作出報告。上述併購一方當事人包括與外國投資者有關聯關係的企業。」第 52 條規定，「外國投資者併購境內企業涉及本規定第五十一條所述情形之一，商務部和國家工商行政管理總局認為可能造成過度集中，妨害正當競爭、損害消費者利益的，應自收到規定報送的全部檔之日起 90 日內，共同或經協商單獨召集有關部門、機構、企業以及其他利害關係方舉行聽證會，並依法決定批准或不批准。」第 54 條規定，「有下列情況之一的併購，併購一方當事人可以向商務部和國家工商行政管理總局申請審查豁免：（1）可以改善市場公平競爭條件的；（2）重組虧損企業並保障就業的；（3）引進先進技術和管理人才並能提高企業國際競爭力的；（4）可以改善環境的。」此外，該

⁶ 詳參 <http://www.wuxitax.gov.cn/show.aspx?id=10697> (last visited on 2008/12/28)

法亦首次引進了對境外併購之域外管轄規定，如第 53 條⁷。

除上述外，「反不正當競爭法」、「價格法」等對於收購涉及反壟斷亦有規制，由此可見，「反壟斷法」公布前，反壟斷立法係散見於各種不同類型和層次之法律、法規、通知中，缺乏一部統一之反壟斷立法，亦乏完整和專門之反壟斷法體系，且這些法律、法規缺乏相應的組織和制度保障，對於違反反壟斷立法之後果亦無具體之處罰措施，缺乏可操作性，致使執法效果亦不彰。

第二項 經營者集中行為於反壟斷法之認定

「反壟斷法」第 1 條開宗明義說明其立法目的在於「為了預防和制止壟斷行為，保護市場公平競爭，提高經濟運行效率，維護消費者利益和社會公共利益，促進社會主義市場經濟健康發展」。由此可知，保護競爭，反對不合理的限制競爭行為，促進市場資源的最優配置乃「反壟斷法」之宗旨，「反壟斷法」並不禁止壟斷現象，其欲規制的是壟斷行為，而經營者集中即為其欲規範的壟斷行為之一。

「反壟斷法」第 20 條規定，經營者集中是指下列情形：（一）經營者合併；（二）經營者取得其他經營者足夠數量的有表決權的股份或者資產；（三）經營者通過合同等方式取得對其他經營者的控制權或者能夠對其他經營者施加決定性影響。

⁷ 「關於外國投資者併購境內企業的規定」第 53 條規定，「境外併購有下列情形之一的，併購方應在對外公布併購方案之前或者報所在國主管機構的同時，向商務部和國家工商行政管理總局報送併購方案。商務部和國家工商行政管理總局應審查是否存在造成境內市場過度集中，妨害境內正當競爭、損害境內消費者利益的情形，並做出是否同意的決定：（一）境外併購一方當事人在我國境內擁有資產 30 億元人民幣以上；（二）境外併購一方當事人當年在中國市場上的營業額 15 億元人民幣以上；（三）境外併購一方當事人及與其有關聯關係的企業在中國市場占有率已經達到 20%；（四）由於境外併購，境外併購一方當事人及與其有關聯關係的企業在中國的市場占有率達到 25%；（五）由於境外併購，境外併購一方當事人直接或間接參股境內相關行業的外商投資企業將超過 15 家。」

經營者合併即兩個或兩個以上的企業透過簽訂合併協議，依據相關法律合併成為一家企業之法律行為⁸。依「公司法」第 173 條規定，公司合併可採取吸收合併或新設合併。「公司法」、「民法」等民商法與「反壟斷法」框架下的經營者合併，既有聯繫，亦有區別。前者主要著重在企業合併前後之法律主體地位、權利義務之承繼；後者則關注在分析此兩個或兩個以上的企業合併後，對於整體經濟結構與相關市場競爭之影響。如參與合併之兩個企業體或經營者中，其中一個擁有另一個經營者百分之五十以上有表決權之股份或資產時，此種合併屬「公司法」、「民法通則」等民商法之規範對象，但因其合併對市場競爭秩序之影響薄弱，因而非「反壟斷法」規範之對象，「反壟斷法」第 22 條第 1 款即規定此種情形可免除申報。

經營者通過取得股權或資產的方式取得對其他經營者的控制權，亦屬於經營者集中行為之方式之一。就本條款字面意義而言，經營者實施此行為之主觀目的係為了取得對其他經營者之控制權，實施方式限於取得股權或取得資產，且其客觀上亦確實取得對該經營者之控制權者，方構成本款之集中行為。2008 年 3 月 27 日國務院所公布之「國務院關於經營者集中申報的規定（徵求意見稿）」第 2 條第 2 項指出，所謂「取得對其他經營者的控制權」，「包括取得其他經營者 50% 以上有表決權的股份或者資產、成為其他經營者第一大有表決權的股份或者資產的持有者、可以實際支配其他經營者的多數表決權、能夠決定其他經營者董事會半數以上成員的選任，以及國務院反壟斷執法機構認定的其他情形。」

由於該條款文字之「取得」並非精確之法律用語，就民法角度觀之，經營者「取得」其他經營者資產可能出於所有權讓與、租賃、借貸、質權或占有等方式。職此，本條規定容有爭議。「經營者集中」之取得資產應如何定義，本文以為應採目的解釋。亦即，「反壟斷法」所關注者為經營者實施集中行為後是否會使相關市場之競爭狀況造成對市場公平競爭不利之影響。因此，經營者透過「取得資產」實施之集中行為是否會對相關市場之公平競爭造成不利之影響，不應僅以是否取得所有權作為判準，如經營者透過租賃、借貸等關係取得對該資產之控制權

⁸ 詹昊著，「反壟斷法」下的企業併購實務，法律出版社，2008 年 5 月，52-53 頁。

者，仍應認定其屬於「反壟斷法」意義上之「取得」資產。此外，本文以為，並非實施集中者取得目標公司之任何資產均屬於「反壟斷法」欲規制之對象，應以資產數量與資產質量綜合判斷該資產對目標公司之重要性，如，該資產是否為公司經營業務賴以維持之資產，亦即，必須是被控制者經營賴以延續之資產，或是在相關市場之競爭中領先其他競爭者之資產，才有「反壟斷法」適用之正當性。

經營者集中行為之另一態樣為：經營者透過合同等方式取得對其他經營者的控制權或能夠對其他經營者施加決定性影響。本款係屬概括條款，經營者透過合同取得對其他經營者之控制權者，該合同可能為合資契約（Joint Venture）、管理職務之兼任或委託經營、經營承包等。至於如何判斷是否構成「對其他經營者施加決定性影響」，2008年3月27日國務院所公布之「國務院關於經營者集中申報的規定（徵求意見稿）」第2條第2項指出，「能夠對其他經營者施加決定性影響，是指能夠對其他經營者的生產、經營決策施加決定性影響。」

第二節 相關市場之界定

第一款 界定相關市場在收購行為中的適用目的

相關市場⁹（Relevant Market）之界定為反壟斷法適用之起點與基礎¹⁰。蓋競爭行為係發生在一定之市場範圍之內，確定了相關市場，才能判斷在該市場內是否存在競爭，才能判斷該經營者集中行為對於競爭之影響，進而評價該行為是否應受「反壟斷法」之規制。因而，相關市場之界定是為確定企業間競爭涉及壟斷之界線，且為計算市場占有率等分析之首要步驟，因此，界定相關市場之範圍為判斷經營者是否構成壟斷之基礎。相關市場之界定有時也是影響反壟斷案件結果

⁹ 相對於中國「相關市場」之用語，我國稱為「特定市場」，並依我國公平交易法第5條第3項之規定，「特定市場，係指事業就一定之商品或服務，從事競爭之區域或範圍。」

¹⁰ Andrew J. Lee, Seung Chong, *China's New Anti-monopoly Law Provides Valuable Insight Into Future Merger, Enforcement for Merger Lawyers*, 12 NO. 2 M & A Law. 11.

之重要關鍵因素，界定的標準將直接影響實施集中行為經營者之市場占有率、市場進入障礙、該市場內企業間之競爭關係以及具有替代關係之商品與服務之範圍。

相關市場界定之困難在於，市場上所有商品都存在不同程度之競爭關係，惟若嚴格定義各個產品之特色、屬性和性質，每種商品似又可自成不同之市場。對於同一經營者而言，如果相關市場的界定較窄，如將茶類飲料、酒類飲料、果汁類劃為不同市場，即該經營者成為一具有市場支配力量之壟斷企業的機會較大；若界定之範圍較廣，如將所有的飲料都劃為同一市場，則該經營者成為一不具市場影響力之企業之機會較大，由此可見相關市場範圍界定的劃分與分類直接影響壟斷行為是否構成的標準。

第二款 相關市場界定之標準

「反壟斷法」第 12 條第 2 項規定，本法所稱相關市場，是指經營者在一定時期內就特定商品或者服務（以下統稱商品）進行競爭的商品範圍和地域範圍。目前國際上並無通用之相關市場界定標準或方法，惟多將相關市場分為相關產品市場和相關地域市場，一般而言，在判定市場之範圍時，應考量如下之因素：

第一目 產品市場

產品市場係指處在一定空間和時間範圍內之數個產品或服務具有相互競爭關係的產品範圍，界定相關產品市場時，通常需考量下列因素：

一、需求交叉彈性

需求交叉彈性 (Cross Elasticity of Demand) 指某一物品的價格變動引起另一物品需求量變動的彈性。如 X 產品的價格提高，使的 Y 產品的需求量增加，則 X 與 Y 為替代品 (Substitutes)，如使 Y 產品的需求量減少，則 X 與 Y 為互補品 (Complements)，如對 Y 產品的需求量沒有什麼顯著的影響，即兩者間並無變動之因果關係時，則為獨立物品 (Independent Goods)。因此，需求的交叉彈性可用以判斷物品間之關係¹¹。如交叉彈性越大，表示兩種產品間具有較高的的可替代性，因而某一種產品價格的提高對另一種產品需求量的影響較大，兩種產品即可被認定為屬於同一相關市場。美國聯邦最高法院首次以需求交叉彈性判斷相關市場範圍之著名案例為杜邦案¹² (Du Pont & Co.)，美國政府認為杜邦生產的玻璃紙具有玻璃紙包裝材料市場 75% 的占有率，並利用此支配地位對美國國內的州際貿易進行壟斷，杜邦則主張，應將包括玻璃紙、鋁箔、石蠟紙及硫酸紙等在內的所有軟性包裝材料界定為同一個商品市場，如此杜邦僅占據該市場 20% 以下的占有率。美國聯邦最高法院則認為，不能僅以產品之物理性質或價格判斷其市場範圍，產品的性質為判斷之基礎，仍應就需求交叉彈性進行評估¹³。

二、合理的互換可能性¹⁴

美國聯邦最高法院亦曾提出「合理的互換可能性」(Reasonably Interchangeable) 之標準，其認為「所謂的合理互換可能性，是指需求者為了同一目的能進行合理互換的『商品群』，此商品群即構成一個商品市場。」¹⁵ 產品間是否具備「合理的互換可能性」，應當依據商品的價格、用途和品質來判斷。即便產品的物理特性截然不同，惟若具有相同的消費使用效果，消費者能將其進行使用上的代替，不同物理特性的

¹¹ Michael Parkin, Economics, 8TH Edition, at p.91-91.

¹² United States v. Du Pont & Co, 353 U.S. 586 (1957).

¹³ 詹昊著，「反壟斷法」下的企業併購實務，法律出版社，2008 年 5 月，101-102 頁。

¹⁴ 商務部條法司編，尚明主編，中國企業併購反壟斷審查相關法律制度研究，北京大學出版社，2008 年 4 月，8-10 頁。

¹⁵ United States. V. E. I. Du Pont de Nemours and Company, 351 U.S. 377(1956).

產品也能構成同一產品市場。由於需求交叉彈性需在給定「其他產品價格等條件不變」的條件下計算兩種產品之間存在的相互替代的關係，使的現實上存在條件給定與計算之困難而難以實踐，因此，「合理的互換可能性」成了需求交叉彈性在司法審判實務上的具體應運和輔助標準，此外，「合理的互換可能性」更重視產品的效用，而不僅僅是對價格變化的關注。

三、「商品群」市場概念

「商品群」(Cluster of Products)也是由美國判例所建立之分類標準，此標準認為，某一產品集合內的某一單一產品或服務並不具有構成相關市場的可能性，但屬於該產品集合的所有產品或服務，作為一個整體，仍可能構成一個相關市場。換言之，即便各別產品間不具有替代關係，但此些產品仍可能屬於同一相關市場。以保全系統為例，防盜保全與防火保全間交叉需求彈性低，也不存在合理的互換可能性，但對於使用者而言，比起分別與提供防盜保全的公司和提供防火保全的公司簽訂契約，若有能以一條線路中央監控防盜與防火系統之裝置的保全公司，使用者可以節省更多成本，因此，防盜保全與防火保全間雖不存在競爭關係，但卻可能與能同時提供兩項服務的保全公司形成競爭關係，此即所謂的「商品群市場」。「商品群市場」主要適用於以下場合：①商品集合內的商品和服務具有類似的供給或銷售方法；②消費者具有將此數個商品或服務組合在一起進行供給的需求偏好；③該產業存在將某一「商品群」構成一個商品市場的普遍認知；④供給設備間及重要的商品間存在供給交叉彈性；⑤不具有替代性的各個商品有各自特殊的性質和用途¹⁶。目前已被承認的「商品群」還包括：商業銀行所提供的產品或服務¹⁷、體育器材¹⁸等，也被認為屬於同一產品群而構成同一相關市場。

¹⁶ 商務部條法司編，尙明主編，中國企業併購反壟斷審查相關法律制度研究，北京大學出版社，2008年4月，16-20頁。

¹⁷ United States. v. Philadelphia Nat'l Bank, 374 U.S. 321(1963).本案認為商業銀行所提供的活期存

第二目 地域市場

地域市場係指相關產品市場內的商品或服務能展開競爭地域範圍，中國地域遼闊，地方特色明顯，有些產品地域性顯著，如特定區域消費者所穿著的民族服飾、特定區域消費者所偏好之特色食品，此些產品可能不被其他區域之消費者所接受，因此地域市場之界定更顯重要。

一、運輸成本

有些產品的需求雖是全國性的，但是原料的來源卻具有地域性，運輸成本過高時，其地域市場即受限。運輸成本主要不是在考慮其絕對之數值，而是要考慮運輸成本在產品價格中的構成比例¹⁹。

二、地域差異

不同地域會導致不同的消費者習慣、消費文化、產品安全政策等；此外，不同的地域也會造成銷售設備、語言之差異，從而使的同一產品有不同的競爭條件。如，對於地方報紙而言，即便運輸成本布高，也沒有市場進入障礙，但由於報導的內容只限於該地域，即便運送至外地銷售量也有限，因此，此種產品只適合在本地銷售²⁰。

相關市場的界定是經營者集中分析關鍵性的環節，出發點不同、分析分法不同、不同的經營者、不同的專家和不同的規制部門對於同一相關市場界定的範圍往往會導致不同的結論，外資對此問題應給予高度的重視。目前曾發生之外資收購中國上市公司引起爭議者多在產品市場之

款、消費者借貸、儲蓄存款等商品和服務，由於消費者可能已經確立了某種固定的需求嗜好（如出於一併辦理的便利考量），銀行即可能因應此一特殊偏好而聯合供給此類的商品或服務，從而構成同一相關市場。

¹⁸ United States. v. Rockford Memorial Corp., 717 F. Supp.1251(1989).

¹⁹ 詹昊著，「反壟斷法」下的企業併購實務，法律出版社，2008年5月，103-105頁。

²⁰ 詹昊著，「反壟斷法」下的企業併購實務，法律出版社，2008年5月，106頁。

範圍界定，如後所述之可口可樂收購匯源果汁案，即涉及飲料市場之範圍界定問題，如果汁飲料、中濃度果蔬汁與百分百果汁間需求交叉彈性、互換可能性為何，即影響本案市場占有率之計算基礎。就本案而言，「商品群」之市場概念即非判斷關鍵。本文以為，外資在進行收購行為前，應先評估相關市場範圍以及市場占有率之分析，並應聘請不同的法律專家、經濟專家等利用不同的分析方式完成評估，以評估未來需面對的反壟斷審查對策和抗辯之風險。

第三節 經營者集中之反壟斷審查程序

第一項 實體標準

第一款 立法制度剖析

承前所述，反壟斷法所關注者非經營者集中行為本身，而是經營者集中行為對市場競爭可能造成之影響，反壟斷法所禁止者為對市場競爭結構造成重大影響之經營者集中行為。申報標準係界定成為申報對象之經營者集中及其範圍，審查標準係判斷經營者所申報之集中行為對市場競爭所造成之影響之依據。申報標準與審查標準，一為適用規範之起點，一為評價之基礎。藉規範臨界之訂定，測試結合經濟力之集中度，固為控制結合之初步，惟真正不容於反壟斷法之理由乃為對競爭之妨害²¹。從各國對於反壟斷立法來觀察，經營者集中之審查標準主要有兩類：一為支配地位標準，另一為實質性減少競爭標準。

支配地位標準係以經營者之市場占有率為標準，以經營者之集中行為是否會導致其形成市場支配地位作為審查之實體標準。此說重在市場結構之分析，認為市場之結構決定企業之行為，企業之行為則決定企業之績效，故以市場占有率、

²¹ 何之邁著，公平交易法專論，三民書局，1997年10月，183頁。

銷售額、資產額等作為是否禁止集中行為之指標。惟此說過於僵化，且與現今反壟斷法之立法目的亦有不合。支配地位標準以市場占有率作為禁止經營者集中的主要理由，形同實質上否定了經營者具有市場支配地位之正當性，與反壟斷法禁止經營者濫用市場支配地位而不反對經營者取得市場支配地位有所違背²²。

實質性減少競爭標準（Substantial Lessening of Competition）最早出現於美國「克萊頓法」（Clayton Act）中，該法第2條規定，經營者若直接或間接的對於同一等級和品質的產品實行價格歧視，且價格歧視造成實質性減少競爭的結果，或形成對該產業的壟斷，或妨害、破壞、阻止那些准許或故意接受該歧視利益的人之間的競爭，或是同他們的客戶之間的競爭，該行為為違法²³。1992年美國的「橫向併購指南」（The Horizontal Merger Guideline of 1992）就實質性減少競爭之判斷採取如下之審核步驟：第一，在界定相關市場的基礎上，分析併購是否顯著的增加市場集中度並導致集中化的市場；第二，根據市場集中度及有關事實，分析併購是否具有潛在的反競爭效果；第三，評價新的市場進入能否及時、可能、充分地抵消併購的反競爭效果，以減少企業併購後的市場勢力；第四，併購是否產生當事人通過其他途徑不能實現的效率；第五，分析在沒有併購的情況下，併購當事人是否會因為排除而退出市場²⁴。

實質性減少競爭標準已為目前主要各國反壟斷法所採取的實體審查標準，與支配地位標準相較，實質性減少競爭標準關注在經營者的市場行為和企業間的動態競爭，不若支配地位標準僅重視市場占有率與市場集中度。也由於此標準彈性

²² 詹昊著，「反壟斷法」下的企業併購實務，法律出版社，2008年5月，125-126頁。

²³ 法條原文：“It shall be unlawful for any person engaged in commerce, in the course of such commerce, either directly or indirectly, to discriminate in price between different purchasers of commodities of like grade and quality, where either or any of the purchases involved in such discrimination are in commerce, where such commodities are sold for use, consumption, or resale within the United States or any Territory thereof or the District of Columbia or any insular possession or other place under the jurisdiction of the United States, and where the effect of such discrimination may be substantially to lessen competition or tend to create a monopoly in any line of commerce, or to injure, destroy, or prevent competition with any person who either grants or knowingly receives the benefit of such discrimination, or with customers of either of them.”

²⁴ 詹昊著，「反壟斷法」下的企業併購實務，法律出版社，2008年5月，126-127頁。美國橫向併購指南之條文請參 http://www.usdoj.gov/atr/public/guidelines/horiz_book/hmg1.html (last visited on 11/13/2008).

較大，重視經營者集中行為對市場競爭的綜合影響，也使的反壟斷審查部門享有一定限度的自由裁量權，造成經營者判斷之不確定性。「反壟斷法」雖無明確表明採取之標準，惟從第 28 條規定可認本法係採實質減少競爭標準²⁵。

第二款 實質減少競爭之判斷標準

「反壟斷法」第 27 條規定，審查經營者集中，應當考慮下列因素：（一）參與集中的經營者在相關市場的市場份額及其對市場的控制力；（二）相關市場的市場集中度；（三）經營者集中對市場進入、技術進步的影響；（四）經營者集中對消費者和其他有關經營者的影響；（五）經營者集中對國民經濟發展的影響；（六）國務院反壟斷執法機構認為應當考慮的影響市場競爭的其他因素。以下分述之。

第一目 市場份額與對市場之控制力

具體判斷經營者集中行為是否會對市場競爭造成影響，通常首要判斷的是「市場份額」，即所謂的市場占有率。本數值係用以判斷集中行為實施後所可能產生之對市場支配地位。然而，即便集中後對市場占有率之影響程度相同，對市場競爭狀況之影響仍有不同，如水平集中對競爭可能產生之負面影響最為顯著，垂直集中或混合集中則未定，因此，仍須結合市場占有率之變化對市場控制力之影響綜合分析。

²⁵ 「反壟斷法」第 28 條規定，「經營者集中具有或者可能具有排除、限制競爭效果的，國務院反壟斷執法機構應當作出禁止經營者集中的決定。但是，經營者能夠證明該集中對競爭產生的有利影響明顯大於不利影響，或者符合社會公共利益的，國務院反壟斷執法機構可以作出對經營者集中不予禁止的決定。」

第二目 相關市場之市場集中度

市場集中度是決定市場結構最基本之要素，相關市場之市場競爭和壟斷程度，需藉由市場集中度加以呈現。市場集中度為市場上的企業數目以及其所代表之市場占有率之指數，乃用以說明合併對潛在競爭者影響的指標數據，目前中國主要採取市場集中指數（Concentration Ratio，CR）作為判斷標準。市場集中指數表示經營者在此一產業中的地位，通常以「最大 n 家經營者集中率」來表示，依照市場占有率由大到小排序，取其前四大(CR4)、前八大(CR8)、前三大(CR3)或前五大(CR5)廠商市場占有率之和。此指標的優點為：(一) 計算容易：將前 n 家市場占有率資料計算加總；(二) 容易理解：直接觀察前幾大經營者的市場占有率情形；惟其缺點為：(一) 無法明確描述產業全貌：蓋僅取前 n 大的經營者而已，未考慮其他次要經營者的重要性；(二) 無法顯示相對規模大小：若產業內各經營者市場占有率分布接近一致分布(Uniform Distribution)，則此指數便無法分析差異。

美國之「橫向合併指南」(The Horizontal Merger Guidelines of 1992) 則以赫芬達爾指數 (Herfindahl-Hirshmann-Index, HHI) 計算市場集中度。HHI 指數之計算方式係將相關市場上所有企業之市場占有率平方後再相加的總和，並將市場占有率之數額乘以 10000²⁶，故市場集中度最高時該指數為 10000。「橫向合併指南」將 HHI 分為三種層級²⁷：

²⁶ HHI 計算公式： $HHI = \sum_{i=1}^n S_i^2$ ，其中： S_i 是第 i 個企業所占的市場份額， n 是這個行業中企業的總數。

²⁷ Article 1.5 of The Horizontal Merger Guidelines of 1992 provided, "Market concentration is a function of the number of firms in a market and their respective market shares. As an aid to the interpretation of market data, the Agency will use the Herfindahl-Hirschman Index ("HHI") of market concentration. The HHI is calculated by summing the squares of the individual market shares of all the participants.(17) Unlike the four-firm concentration ratio, the HHI reflects both the distribution of the market shares of the top four firms and the composition of the market outside the top four firms. It also gives proportionately greater weight to the market shares of the larger firms, in accord with their relative importance in competitive interactions.

The Agency divides the spectrum of market concentration as measured by the HHI into three

一、低度集中市場：若經營者集中行為實施後之 HHI 指數低於 1000，該市場可以認定為低度集中之市場，經營者集中不具有反競爭效果。

二、中度集中市場：若經營者集中後，HHI 指數在 1000 到 1800 間，該市場為中度集中市場。在此市場所為之經營者集中行為，若集中後之 HHI 指數相較於集中前之 HHI 指數提高不到 100，則該經營者集中不具反競爭效果；若經營者集中使 HHI 指數相較於集中前提高了 100 或 100 以上，則該集中行為具有反競爭效果。

regions that can be broadly characterized as unconcentrated (HHI below 1000), moderately concentrated (HHI between 1000 and 1800), and highly concentrated (HHI above 1800). Although the resulting regions provide a useful framework for merger analysis, the numerical divisions suggest greater precision than is possible with the available economic tools and information. Other things being equal, cases falling just above and just below a threshold present comparable competitive issues.

1.51 General Standards

In evaluating horizontal mergers, the Agency will consider both the post-merger market concentration and the increase in concentration resulting from the merger.⁽¹⁸⁾ Market concentration is a useful indicator of the likely potential competitive effect of a merger. The general standards for horizontal mergers are as follows:

- a) Post-Merger HHI Below 1000. The Agency regards markets in this region to be unconcentrated. Mergers resulting in unconcentrated markets are unlikely to have adverse competitive effects and ordinarily require no further analysis.
- b) Post-Merger HHI Between 1000 and 1800. The Agency regards markets in this region to be moderately concentrated. Mergers producing an increase in the HHI of less than 100 points in moderately concentrated markets post-merger are unlikely to have adverse competitive consequences and ordinarily require no further analysis. Mergers producing an increase in the HHI of more than 100 points in moderately concentrated markets post-merger potentially raise significant competitive concerns depending on the factors set forth in Sections 2-5 of the Guidelines.
- c) Post-Merger HHI Above 1800. The Agency regards markets in this region to be highly concentrated. Mergers producing an increase in the HHI of less than 50 points, even in highly concentrated markets post-merger, are unlikely to have adverse competitive consequences and ordinarily require no further analysis. Mergers producing an increase in the HHI of more than 50 points in highly concentrated markets post-merger potentially raise significant competitive concerns, depending on the factors set forth in Sections 2-5 of the Guidelines. Where the post-merger HHI exceeds 1800, it will be presumed that mergers producing an increase in the HHI of more than 100 points are likely to create or enhance market power or facilitate its exercise. The presumption may be overcome by a showing that factors set forth in Sections 2-5 of the Guidelines make it unlikely that the merger will create or enhance market power or facilitate its exercise, in light of market concentration and market shares.”

http://www.usdoj.gov/atr/public/guidelines/horiz_book/15.html (last visited on 11/13/2008)

三、高度集中市場：若經營者集中後之 HHI 指數在 1800 以上，該市場為高度集中市場。在高度集中市場中，若集中使 HHI 指數提高不到 50，則集中不具有反競爭效果；若集中使的 HHI 指數提高了 50-100，則該集中被認為能夠產生或加強市場勢力，具有反競爭效果。

相較於 CR 指數而言，HHI 指數包含企業數目和企業規模兩種訊息，可以更完整的表現出市場集中程度。惟 HHI 指數需要進行大量的統計工作，操作較為困難，而中國目前即缺乏具有公信力之市場統計資料，此為計算上面臨之難題，也往往造成「被放大」之壟斷威脅。且中國係處於計畫經濟體制轉型中之國家，為促進其產業發展以與先進國家相關產業競爭，對於相關市場之市場集中度可能採取不同於歐美國家之認定標準，此為外資自行評估此數值之含意時應納入考量之歷史性因素。

第三目 對市場進入、技術進步之影響

市場占有率、市場集中度屬於一動態之概念，即便市場集中度偏高，若該市場之進入門檻、進入障礙很低，其他競爭者容易進入該市場，則即便集中後該經營者取得或加強其市場支配地位，而為排除、限制競爭之行為如降低產量、提高價格、強制交易等，由於營利機會之吸引，其他潛在之經營者即可迅速進入此相關市場，搶占市場占有率，並迫使實施排除、限制競爭之經營者無利可圖，對於市場競爭即無妨害。

市場進入之障礙通常包含進入市場的成本、任何法定或事實上准入障礙、因知識產權而產生的障礙、相關產品規模經濟的重要性、相關市場上競爭者數量、規模以及上下游市場是否存在事實上或法律上障礙²⁸。進入市場的成本包含所謂的「沉沒成本」(Sunk Cost)，沉沒成本係指進入該市場需

²⁸ 胡健著，反壟斷法中「經營者集中」的立法解讀，收錄於中國併購法報告 2008 年卷，法律出版社，2008 年 7 月，15 頁。

準備之相關設備、原物料等。如電信公司之進入障礙較高，其中原因之一即在於電纜線之購置及鋪設之成本相當高。此外，市場進入障礙還包括資金投入、科學技術、行業管制等²⁹。競爭者進入市場需符合及時性、可能性和充分性之標準，才能有效遏制市場力量之潛在反競爭效果。及時性係指潛在的競爭者能及時進入市場並及時遏制經營者集中後可能為之妨害競爭之行為；可能性係指進入市場的經營者可以經營者集中前同一條件之企業行為獲利，並能維持一段時期；充分性係指進入之經營者應具備足夠之生產技術和財力，並有足夠之能力阻止或抵消經營者集中後之反競爭效果³⁰。

技術創新與進步乃經濟成長之重要因素，對於國家經濟實力之增強和人民物質生活之改善存有關鍵性之意義。經營者集中後形成或增強其市場支配地位，可能因此降低其技術研發、創新之誘因，此亦為反壟斷審查機關應考量之因素之一³¹。

第四目 對消費者和其他經營者之影響³²

「反壟斷法」之目的在於保護公平競爭之市場，禁止妨害市場競爭之集中行為，其最終目的即在於保護消費者之合法權益，提昇社會福利。因此，集中行為是否具有排除、限制競爭之效果，應考量對於消費者和其他經營者之影響。

集中行為對於消費者和其他經營者的影響有兩層面。一方面，經營者集中可促進規模經濟之產生，降低生產、經營成本，提昇生產、經營效率，使消費者亦從中受惠；另一方面，經營者集中可能導致經營者支配地位之產生

²⁹ 詹昊著，「反壟斷法」下的企業併購實務，法律出版社，2008年5月，145-146頁。

³⁰ 史際春等著，反壟斷法理解與適用，中國法制出版社，2007年10月，243-245頁。

³¹ 胡健著，反壟斷法中「經營者集中」的立法解讀，收錄於中國併購法報告2008年卷，法律出版社，2008年7月，15頁。

³² 詹昊著，「反壟斷法」下的企業併購實務，法律出版社，2008年5月，148-152頁。

或加強，而為濫用市場支配地位之行為，從而損害消費者之權益。

集中行為對於消費者之影響可透過專業之調查公司或由公司內部自行評估；對於其他經營者影響之審查，行業協會之觀點舉足輕重。行業協會之觀點往往代表了眾多經營者之主流觀點，且行業協會與中國政府亦有一定之聯繫，也因為如此，行業協會有時會出於其他經營者自身利益之緣故，將集中行為之反競爭效果誇飾，因此經營者在實施集中行為時，應留心審慎處理與行業協會之關係。

第五目 對國民經濟發展之影響

本標準係從對總體經濟發展之角度出發，使反壟斷執法機關就經營者集中案件審查時，得以兼顧國家產業發展政策。因此外資在收購時，除就前所提及之因素進行法律與經濟之分析外，更應留意中國對於外商投資產業政策之發展，如國家之環保政策、稅收政策、能源政策、國家安全政策、區域規劃政策等等。

本文以為，將外資收購中國境內上市公司之案例攝入「反壟斷法」第 27 條之要素觀之，由於外資選定收購之目標企業時，多選定居於行業龍頭企業之公司³³，因此「市場份額與對市場之控制力」、「相關市場之市場集中度」此二項判斷標準，往往屬於反壟斷審查機關審查外資收購中國上市公司之減項；而由「外商產業投資指導目錄」2007 年之修訂，可稽中國目前正積極發展高新技術產業和新材料製造業，對於金融業、電信業、運輸業、商業、旅遊業也鼓勵外資投入，因此外資收購中國上市公司若係投入前述產業者，對於「對市場進入、技術進步

³³ 全球併購研究中心編，2007 中國併購報告，人民郵電出版社，2007 年，第 591 頁。

之影響」及「對國民經濟發展之影響」則屬反壟斷審查機關審查之加項，如智慧財產權之授權或讓與、將產品生產與研發單位設在中國等。而此些減項與加項間加乘之結果為何，則應繫於外資與目標企業間收購協議之條件內容而定，非可一概而論。

第二項 反壟斷審查申報前之準備

第一款 事前申報制度與申報標準

關於經營者集中之申報制度，立法例分為事前監督制度與事後監督制度兩種模式。事前監督制度係指經營者於實施集中行為前需先向主管機關申報，待主管機關決定後才能繼續行為；事後監督制度則允許經營者可先為經營者集中之相關行為，行為後再向主管機關申報。事前監督使經營者可先瞭解主管機關之法律評價，得到批准或附條件批准之評價後所為之集中行為，無需承擔事後追究之風險；事後監督制度則有利於經營者把握商機，惟若主管機關於集中行為實施後方禁止該集中行為，經營者則需承擔相當之損失。因此，目前多數立法例採取事前監督制度，中國亦然³⁴。

事前監督制度之監督方式又可分為兩種。由於事前集中制度均要求經營者需在實施集中行為之前向主管機關進行申報，若經營者申報後遲未得主管機關之回覆時，立法例上有規定若管理部門經過了一定之法定審查期限，仍未明確表示反對時，則視同允許，經營者即可為集中行為，主管機關不得事後再加限制；亦有規定經營者需獲得主管機關之批准始能實施該行為，如 2006 年公布之「併購規定」第 52 條規定，「外國投資者併購境內企業涉及本規定第五十一條所述情形之一，商務部和國家工商行政管理總局認為可能造成過度集中，妨害正當競爭、損

³⁴ 「反壟斷法」第 21 條規定，「經營者集中達到國務院規定的申報標準的，經營者應當事先向國務院反壟斷執法機構申報，未申報的不得實施集中。」

害消費者利益的，應自收到規定報送的全部檔之日起 90 日內，共同或經協商單獨召集有關部門、機構、企業以及其他利害關係方舉行聽證會，並依法決定批准或不批准。」由於此種立法例使得主管機關無審查期限之壓力與拘束，使得經營者容易錯失稍縱即逝之商機，因此多數立法例係採取前者之規範模式，「反壟斷法」第 25 條亦採取之：「國務院反壟斷執法機構應當自收到經營者提交的符合本法第二十三條規定的檔、資料之日起三十日內，對申報的經營者集中進行初步審查，作出是否實施進一步審查的決定，並書面通知經營者。國務院反壟斷執法機構作出決定前，經營者不得實施集中。國務院反壟斷執法機構作出不實施進一步審查的決定或者逾期未作出決定的，經營者可以實施集中」，同時對於未遵守事前申報之經營者，依第 48 條³⁵、第 49 條³⁶處罰之。

至於事前應申報之標準訂定，一般多係以資產額、營業額、市場占有率等作為指標。若申報標準過低，將使經營者集中動輒需要申報審批，增加經營者集中之成本和負擔，擾亂促進規模經濟效益、對市場競爭秩序有利之集中行為，同時也增加執法機構之負擔；申報標準過高，則無法防止因過度集中形成阻礙市場競爭秩序之壟斷現象。因此，申報標準應由各國依其經濟發展水準、產業集中度、市場競爭狀況和國家之經濟政策等決定。

「反壟斷法草案」中曾明確規定一般行業和領域之併購成為反壟斷審查對象之具體標準，第 17 條規定：「經營者集中有下列情形之一的，應當事先向商務部反壟斷主管機構提出申報：（一）參與集中的經營者在世界範圍內的資產或銷售額總和超過 30 億人民幣，至少一個經營者在中國境內的資產或銷售額超過 15 億人民幣，並併購交易額超過 1 元人民幣；（二）集中交易額超過 1 元人民幣的；（三）參與集中的一方當事人在中國境內的市場占有率已達到 20% 的；（四）集中將導致參與集中的一方當事人在中國境內市場占有率達到 25% 的。」惟鑑於各

³⁵ 「反壟斷法」第 48 條規定，「經營者違反本法規定實施集中的，由國務院反壟斷執法機構責令停止實施集中、限期處分股份或者資產、限期轉讓營業以及採取其他必要措施恢復到集中前的狀態，可以處五十萬元以下的罰款。」

³⁶ 「反壟斷法」第 49 條規定，「對本法第四十六條、第四十七條、第四十八條規定的罰款，反壟斷執法機構確定具體罰款數額時，應當考慮違法行為的性質、程度和持續的時間等因素。」

方對於申報標準之歧見甚大，且「反壟斷法」為法律位階，彈性不若由國務院制定發布之行政法規，因此最終通過之「反壟斷法」第 21 條將申報標準授權由國務院另行規定之³⁷。

國務院於 2008 年 8 月 3 日發布「國務院關於經營者集中申報標準的規定」，其中第 3 條規定，「經營者集中達到下列標準之一的，經營者應當事先向國務院商務主管部門申報，未申報的不得實施集中：（一）參與集中的所有經營者上一會計年度在全球範圍內的營業額合計超過 100 億元人民幣，並且其中至少兩個經營者上一會計年度在中國境內的營業額均超過 4 億元人民幣；（二）參與集中的所有經營者上一會計年度在中國境內的營業額合計超過 20 億元人民幣，並且其中至少兩個經營者上一會計年度在中國境內的營業額均超過 4 億元人民幣。營業額的計算，應當考慮銀行、保險、證券、期貨等特殊行業、領域的實際情況，具體辦法由國務院商務主管部門會同國務院有關部門制定。」

本文以為，以具體之營業額作為申報標準雖具體明確，惟有無法及時適應經濟發展之水準和市場競爭狀況之虞，且各產業之產業集中度可能存有巨大之差別，因而主管機關需定時進行市場評估並為適當之調整，或可依據各產業之特點測算出不同之標準以期有一預測和依循。再者，應防範收購人為規避此一規定，而以其所屬之子公司或其他具有控制關係之企業進行收購，從而使得營業額之計算低於申報標準值。

³⁷「全國人大法律委員會對於『中華人民共和國反壟斷法（草案）』修改情況的匯報」指出，「草案第十七條對『經營者集中』進行申報的具體標準作了規定。有些常委會組成人員和地方、部門、行業協會、企業對這一條的規定提出不同意見：有的認為申報標準定得過低；有的認為申報標準不宜定得過高；有的建議分行業規定不同的申報標準；有的建議在申報標準中增加經營者所占市場份額等指標。法律委員會經同財政經濟委員會和國務院有關部門研究認為：申報標準定得過低，企業合併動輒就要申報審批，不利於國內企業通過兼併做大做強；申報標準定得過高，又不利於防止因過度集中形成壟斷。鑒於各方面對申報標準的意見很不一致，同時考慮到申報標準需要隨著經濟發展、情況變化加以適時調整，法律以授權國務院作具體規定為妥。據此，法律委員會建議，對經營者集中的具體申報標準由國務院作出規定並適時調整。」詳參全國人民大會網站，全國人民大會常委會公報，2007 年 6 期，網址：

http://www.npc.gov.cn/wxzl/gongbao/2007-10/09/content_5374670.htm（last visited on 2008/12/28）

第二款 經營者於申報前之協議準備

面臨反壟斷審查機關審查結果之不確定性，實施集中之雙方經營者應先就各種可能之情形預為協議。

一、反壟斷審查機關禁止集中行為

經營者雙方對於因集中行為談判過程中所知悉之營業秘密之保密責任、談判過程中所發生聘請律師、會計師、財務顧問、審計師等之費用承擔責任之約定。

二、反壟斷審查機關准許集中行為

由於市場情況於審查期間可能已有巨大的改變，對於審查通過後之交易條件應如何安排，應依「情事變更」原則處理。雙方亦可約定於何種情況下應重啟協商或另擬補充條款。

三、反壟斷審查期間之安排

由於審查涉及眾多部門，經營者之一方為防止等待審查期間之不確定性因素，可約定若審查期間超過某一期限或期間後，雙方同意自動解除原以擬定之合約。

四、申報義務人之約定

由於反壟斷法未明確規定應申報之義務人³⁸，對於申報責任之承擔義務，以及違反申報相關規定時³⁹，應承擔責任之一方，經營者雙方自當加以

³⁸ 如「反壟斷法」第 21 條規定，「經營者集中達到國務院規定的申報標準的，經營者應當事先向國務院反壟斷執法機構申報，未申報的不得實施集中。」條文僅規定「經營者」，而未規定係由收購方或目標公司方承擔申報責任。

³⁹ 如依「反壟斷法」第 52 條規定，申報方拒絕提供有關資料、資訊，或提供虛假材料、資訊，或隱匿、銷毀、轉移證據，或有其他拒絕、阻礙調查行為之行為責任。

約定。

五、附條件批准集中行為

依「反壟斷法」第 29 條規定⁴⁰，反壟斷執法機構亦可對於經營者集中行為提出「限制性條件」。反壟斷執法機構未禁止經營者集中，雖係因集中產生之有利影響明顯大於不利影響，或符合公共利益，然或多或少會對競爭產生不利之影響，且對某項經營者集中是否會對競爭造成影響之判斷相當複雜，反壟斷執法機構依經營者於申報階段提出之資料未必能做出準確之判斷，於是，反壟斷法允許反壟斷執法機構於綜合考慮、利弊權衡後對該經營者集中作出不予禁止之決定，同時規定一些附加條件，對可能產生之風險進行事前控制，降低期對競爭造成之消極影響。所謂之限制性條件，通常包含：1、資產剝離。即經營者需將透過該集中行為取得或以往保有之資產部分轉讓予其他之經營者，或就經營者經營業務進行拆分。2、保障其他競爭者之獨立性。3、為強化其他競爭者之地位或使該市場之進入更為容易，要求經營者將其所擁有之重要設施借貸與其他競爭者或將經營者所擁有之知識產權授權或讓與與其他競爭者。4、對經營者某些經營能力之限制。如限制其產品之銷售地域或退出部分經營之領域⁴¹。因此雙方就反壟斷執法機關為附條件准許集中行為之決定時，就其權利義務關係以及後續交易事宜之協商預為約定，以防日後糾紛之產生。

⁴⁰ 「反壟斷法」第 29 條規定，「對不予禁止的經營者集中，國務院反壟斷執法機構可以決定附加減少集中對競爭產生不利影響的限制性條件。」

⁴¹ 時建中主編，反壟斷法-法典釋評與學理探源，中國人民大學出版社，2008 年 2 月，314-315 頁。

第三項 審查程序

第一款 初步審查

「反壟斷法」第 25 條規定，「國務院反壟斷執法機構應當自收到經營者提交的符合本法第二十三條規定的檔、資料之日起三十日內，對申報的經營者集中進行初步審查，作出是否實施進一步審查的決定，並書面通知經營者。國務院反壟斷執法機構作出決定前，經營者不得實施集中。國務院反壟斷執法機構作出不實施進一步審查的決定或者逾期未作出決定的，經營者可以實施集中。」此為初步審查程式之設置。初步審查程序有利於經營者集中審查之儘速進行，以免經營者集中行為錯失市場商機，因此，依據審查事項之複雜程度，初步審查可分為兩種結果：第一，經營者集中行為對於市場競爭沒有負面影響或影響不大，且相關事證均已明朗者，反壟斷執法機構做出決定並書面通知進行申報的經營者，可以進行經營者集中；第二，經營者集中行為有可能對於市場競爭造成負面影響，或案情較為複雜仍無法準確判斷結果者，需進一步審查，應做出決定並書面通知進行申報的經營者。若反壟斷執法機構逾 30 日未做出決定者，該經營者即可開始實施集中行為。惟應加留意的是，審查期間的起算點係自反壟斷執法機構收到經營者提交的符合要求的資料之日，而非經營者提交資料之日。若經營者首次提交的資料不符合法律之要求，又或者提交後市場情況發生變化而需變更申報資料者，首次提交日即不能作為初步審查之起算日。

第二款 進一步審查

「反壟斷法」第 26 條規定，「國務院反壟斷執法機構決定實施進一步審查的，應當自決定之日起九十日內審查完畢，作出是否禁止經營者集中的決定，並書面通知經營者。作出禁止經營者集中的決定，應當說明理由。審查期間，經營者不得實施集中。有下列情形之一的，國務院反壟斷執法機構經書面通知經營

者，可以延長前款規定的審查期限，但最長不得超過六十日：（一）經營者同意延長審查期限的；（二）經營者提交的檔、資料不準確，需要進一步核實的；（三）經營者申報後有關情況發生重大變化的。國務院反壟斷執法機構逾期未作出決定的，經營者可以實施集中。」反壟斷執法機關應就進一步審查之決定以書面通知經營者，經營者對之如有不服，可據此提出行政復議或提起行政訴訟。

第四項 審查機關

「反壟斷法」頒布前，「關於外國投資者併購境內企業的規定」等相關法律法規對於外資收購中國企業之反壟斷審查已有規定，本文將之整理成下表。從下表所示，可知「反壟斷法」公布前，對於反壟斷之審查處於多頭執法之狀態。

【表 5-1】反壟斷法頒布前反壟斷審查機關

執法機關	執法依據	內容
商務部	關於外國投資者併購境內企業的規定	申報機關、審查機關（第 51 條、第 52 條、第 53 條、第 54 條）
國有資產監督管理委員會	企業國有資產監督管理暫行條例	涉及國有企業或含有國有股份或產權之併購
國家工商行政管理總局	關於外國投資者併購境內企業的規定	申報機關、審查機關（第 51 條、第 52 條、第 53 條、第 54 條）
國家發展和改革委員會	價格法	主管國家發展規劃和產業政策，對於經營者集中的整體環境和個案政策
外經貿部 ⁴²	關於外商投資企業合併與分立的規定	調查機關（第 26 條第 2 款 ⁴³ ）

⁴² 2003 年 3 月 10 日，中國進行第八次的國機構改革，在第十屆全國人民代表大會第一次會議批

由上表整理可知，國家發展和改革委員會主要負責對價格違法行為的審查，商務部則主要負責查處進出口貿易中的壟斷行為，並審查外國投資者對境內企業的併購，工商總局處要負責對濫用市場支配地位之行為和行政性壟斷行為的審查。此種多頭執法不僅增加執法成本，且權責劃分不清易生紛爭，外資收購中國企業時亦容易陷入不知所措的困境，如「價格法」賦予國家發展和改革委員會調查包括價格壟斷行為在內的不正當價格競爭行為之權，「反不正當競爭法」將包括價格壟斷行為在內的限制競爭行為劃歸工商行政管理機關和行業主管部門之職責範圍，商務部則依「關於外國投資者併購境內企業的規定」主管企業間之併購協議行為；其中，不正當價格競爭行為與限制競爭行為在概念上有重疊，限制競爭行為中包含價格壟斷行為，同時也包括以限制競爭為目的的企業併購協議⁴⁴。再加以行政部門間為獲取主導權而爭奪執法權，因此「反壟斷法」制定過程中，對於反壟斷執法機構應以何種型態設立爭執不休。學者有認為應設立反壟斷專門執法機構，統一有關行政機關的反壟斷執法職權，以賦予該機構獨立性和權威性⁴⁵；有認為應先確認現有行政機關之職能，在其內部設立相對獨立的專門機構，由其承擔反壟斷執法⁴⁶；亦有認為無需設立專門的執法機構，由現有有關機關各司其職，共同執行，並設立反壟斷委員會，由其擔任議事機構，協調相關部門執法⁴⁷。「反壟斷法草案」第6條⁴⁸原賦予商務部主管反壟斷相關執法權責，惟正式條文第9條卻以由國務院設立反壟斷委員會方式替代，第10條則由國務院

准之國務院機構改革方案，將對外經濟貿易合作部與國家經濟貿易委員會及國家計委合組為「商務部」。

⁴³ 「關於外商投資企業合併與分立的規定」第26條第2款規定，公司合併的審批機關為外經貿部的，如果外經貿部認為公司合併具有行業壟斷的趨勢或者可能形成就某種特定商品或服務的市場控制地位而妨礙公平競爭，可於接到前款所述有關檔後，召集有關部門和機構，對擬合併的公司進行聽證並對該公司及其相關市場進行調查。前款所述審批期限可延長至一百八十天。

⁴⁴ 章彥英、解志勇著，我國反壟斷執法機構設置問題研究-以美國、德國為參照，國家行政學院學報，2008年2月，104頁。

⁴⁵ 王曉曄著，我國反壟斷立法的框架，法學研究，1996年4期。

⁴⁶ 李國海著，反壟斷實施機制研究，中國方正出版社，2006年，123頁。

⁴⁷ 王曉曄、伊從寬主編，競爭法與經濟發展，社會科學文獻出版社，2003年，134頁。

⁴⁸ 「反壟斷法草案」第6條規定，國務院商務主管部門依照本法規定設立反壟斷主管機構，依法行使職權，制止壟斷行為，維護公平競爭。

規定的反壟斷執法權責機構負責反壟斷法執法工作⁴⁹，採取了第三種兩級反壟斷機構之立法方式。一方面，維持現有的執法格局，將反壟斷執法作為中央事權，由國務院反壟斷執法機構及其授權的省級機構負責具體執法；另一方面，為協調「反壟斷法」執行，保證反壟斷執法的獨立性、權威性和統一性，成立國務院反壟斷委員會，作為反壟斷主管機關，專司組織、協調、指導反壟斷工作，但不具體執法。亦即，反壟斷委員會享有「準立法權」，反壟斷執法機關則享有「準司法權」。

依據「反壟斷法」之規定，國務院已於 2008 年 9 月批准「國務院反壟斷委員會工作規則」，並規定反壟斷委員會做為反壟斷工作之核心機構，國務院反壟斷委員會之主要職責為：（1）研究擬定有關競爭政策；（2）組織調查、評估市場總體競爭狀況，發布評估報告；（3）制定、發布反壟斷指南；（4）協調反壟斷行政執法工作；（5）國務院規定的其他職責。反壟斷委員會聘請法律、經濟等方面的專家組成專家諮詢組，對委員會需要研究的重大問題提供諮詢。此外國務院反壟斷委員會工作規則還規定了委員會組成、會議制度、工作制度和程式。反壟斷委員會主要通過召開委員會全體會議、主任會議和專題會議履行職責，不替代成員單位和有關部門依法行政，而由商務部、國家發展和改革委員會、工商總局 3 個部門依法履行反壟斷執法的職責。

本文以為，首先，從各機關之職責角色而言，依據第十屆全國人民大會表決通過的 2003 年國務院機構改革方案，商務部係整合國家經貿委的內貿管理和原外經貿部的職能而成立，其主要職權係研究擬定規範市場運行和流通秩序之政策法規，促進市場體系的建立和完善，組織開展國際經濟合作，對外國投資者設立外商投資企業和中國投資者設立境外企業進行審批等；國家發展和改革委員會主

⁴⁹ 「反壟斷法」第 9 條規定，國務院設立反壟斷委員會，負責組織、協調、指導反壟斷工作，履行下列職責：（一）研究擬訂有關競爭政策；（二）組織調查、評估市場總體競爭狀況，發布評估報告；（三）制定、發布反壟斷指南；（四）協調反壟斷行政執法工作；（五）國務院規定的其他職責。國務院反壟斷委員會的組成和工作規則由國務院規定。第 10 條規定，國務院規定的承擔反壟斷執法職責的機構（以下統稱國務院反壟斷執法機構）依照本法規定，負責反壟斷執法工作。國務院反壟斷執法機構根據工作需要，可以授權省、自治區、直轄市人民政府相應的機構，依照本法規定負責有關反壟斷執法工作。

要在整合原國家體改辦和國家計委之職能而成立，其主要職責係擬定並組織實施國民經濟和社會發展戰略、長期規劃、年度計畫、產業政策和價格政策，安排國家重大建設項目、指導和推進經濟改革；國家工商行政管理總局為國務院直屬機構，其主要職責在負責企業登記、組織監督和檢查企業的市場競爭行為、查處壟斷和不正當競爭案件等。可見此三機關均具有部分反壟斷之職能，非單一機關能勝任，因而本文以為草案之規定不可行。再者，反壟斷審查及執法事務均需由具有高度獨立性、專業性之機構執行，惟「反壟斷法」中未就反壟斷委員會及反壟斷執法機構如何建立、如何開展執法調查工作、如何保障不受其他部門之幹擾等未為具體之規定，且反壟斷委員會有制定和發布反壟斷指南、市場總體競爭狀況評估報告之權，此二份文件為反壟斷執法機構展開反壟斷執法調查工作之主要依據，可見反壟斷委員會應如何成立、委員會成員之資格等至為關鍵，此為立法權對行政權所擁有關於獨立機關之人事決定權之制衡，「反壟斷法」就此些重要內容均授權由國務院制定，顯有不妥。

此外，本文以為，在中國特有制度體系與複雜政經關係之羈絆糾葛下，「反壟斷法」將「準司法權」與「準立法權」分離之制度設計即不難理解。2008年8月，中國爆發了官員與律師勾結操控外資收購案審批之醜聞⁵⁰。本案涉案人之一為商務部官員，並曾負責起草及修改「關於外國投資者併購境內企業的規定」，同時對於規定不明確之條文有進一步解釋之權，而商務部對於外國投資者之併購案又享有審批權。此種制度框架使涉案人有機會與律師勾結，對於規範模糊之處由官員依據個案情形做出解釋並使外資得以通過審批，外國投資者即得藉此行賄以完成收購案。透過本案之觀察，本文以為，「反壟斷法」對於反壟斷執法機構之設置雖未如其他國家使其同時享有「準司法權」與「準立法權」，而由反壟斷委員會負責制定與執法相關事項之法規，並由反壟斷執法機構進行審查、查處，此種二級反壟斷機構之設置模式應更適合於中國國情。

⁵⁰ 案情詳參趙凌、趙小劍、王小喬、肖華著，一個商務部官員和律師們的隱密交易，南方週末，2008年9月25日。王小喬著，外資審批腐敗案調查，南方週末，2008年10月30日。

第五項 審查豁免

「反壟斷法」之立法目的在於保護市場公平競爭、提高經濟運行效率並維護消費者利益，此由「反壟斷法」第1條規定可稽。而中國為一快速發展之新興市場，一方面需要防止經營者過度集中損害經濟效率，一方面需促興國家之產業發展，故在「反壟斷法」第5條⁵¹中對能促進效率之集中行為採取肯定之態度。

完全競爭市場只存在經濟學的理论模型中，現實社會中，追求的是有效競爭市場。經營者集中可能產生市場支配地位而導致對支配地位之濫用，此為「反壟斷法」要消除之市場危害行為；適度合理的集中，則可以形成規模經濟、降低交易費用經濟發展，並可達成市場上之有效競爭。為求效率與競爭達到平衡，「反壟斷法」第28條提出了可以豁免審查之事由：「經營者集中具有或者可能具有排除、限制競爭效果的，國務院反壟斷執法機構應當作出禁止經營者集中的決定。但是，經營者能夠證明該集中對競爭產生的有利影響明顯大於不利影響，或者符合社會公共利益的，國務院反壟斷執法機構可以作出對經營者集中不予禁止的決定。」

「集中對競爭產生之有利影響明顯大於不利影響」，非指企業通過合併提昇自身之競爭優勢，而是指相關市場競爭結構之改善。如，一個經營者之集中行為對其市場地位固然更為加大，但若沒有該集中行為，被集中之經營者將被迫退出市場，如不允許此集中行為，該市場上將失去一個競爭者，允許此集中行為，可使目標企業在資金、技術等方面獲得收購方之支持，且維持目標企業之員工生活並穩定社會，甚而增強自身競爭能力，此即為集中比沒有集中更有利於市場競爭之適例⁵²。

「符合社會公益」之集中行為亦可成為豁免審查之事由之一，「符合社會公益」應作何解釋，或可參考「關於外國投資者併購境內企業的規定」第54條之

⁵¹ 「反壟斷法」第5條規定，經營者可以通過公平競爭、自願聯合，依法實施集中，擴大經營規模，提高市場競爭能力。

⁵² 王曉曄著，「中華人民共和國反壟斷法」中經營者集中的評析，法學雜誌，2008年1期，5頁。

規定，該條規定，「有下列情況之一的併購，併購一方當事人可以向商務部和國家工商行政管理總局申請審查豁免：（1）可以改善市場公平競爭條件的；（2）重組虧損企業並保障就業的；（3）引進先進技術和管理人才並能提高企業國際競爭力的；（4）可以改善環境的。」⁵³。本文以為，競爭政策與產業發展政策間往往容易發生衝突，「社會公益」為一高度不確定之法律概念，因而本項要件可能成為執法機關為協調產業發展政策所開之後門，由此可見，如何確保審查機關和執法機關之獨立性更顯重要。

第四節 反壟斷審查與國家安全審查

中國自改革開放及加入 WTO 以來，外資不斷湧入此一龐大的市場，使的中國各產業領域均有外資之足跡，「中國產業地圖 2005-2006」指出，中國已開放之產業中，每個產業的前五名均由外資公司控制，在中國 28 個主要產業中，外資在 21 個產業中擁有多數資產控制權⁵⁴。外資大舉進入中國市場，引起中國對於國家安全之憂患，職此之故，「反壟斷法」要求外資於收購中國境內企業需接受雙重審查，意即，除經營者集中之反壟斷審查外，尚需接受「國家安全審查」。「反壟斷法」何以另外設置「國家安全審查」，反壟斷審查與國家安全審查間究具有何種關連，於「反壟斷法」中設立「國家安全審查」制度是否合宜以及「國家安全審查」應具備何種面貌，均為本節討論之重心。

第一項 反壟斷法公布前後之國家安全審查制度

近年來，由於外資在中國大舉從事之收購行為多鎖定在相關產業之龍頭企

⁵³ 王曉曄著，「中華人民共和國反壟斷法」中經營者集中的評析，法學雜誌，2008 年 1 期，6 頁

⁵⁴ 中國產業地圖編委會、中國經濟景氣監測中心編，中國產業地圖 2005-2006，社會科學文獻出版社，2006 年，254 頁。

業，因而時常引起關注的核心問題就是壟斷地位和危害國家安全，此種關注也形成外資在中國從事收購之政策風險。中國國家發展和改革委員會於 2006 年制定的「利用外資十一五規劃」中即指出，「當前部分行業龍頭企業被外資併購情況增加，個別領域出現外資壟斷或壟斷迅速擴大的苗頭，可能對國家經濟安全特別是產業安全形成威脅。」⁵⁵

「反壟斷法」頒布前，2002 年發布之「指導外商投資方向規定」⁵⁶、「外商投資產業指導目錄」、「上市公司收購管理辦法」⁵⁷、「關於外國投資者併購境內企業的規定」⁵⁸（2002 年公布之「外國投資者併購境內企業暫行規定」，2006 年修正為本規定）對於國家經濟安全問題均已進行規範。然總體而言，中國對於經營者集中之審查制度仍不健全，審查和控制之法律依據效力層級較低，有關審查和控制之內容主要規定在部門規章和政策性檔，且內容亦不夠具體、明確，缺乏相應的配套性規定⁵⁹，往往會令人無所適用。儘管，「反壟斷法」特於第 31 條規定，「對外資併購境內企業或者以其他方式參與經營者集中，涉及國家安全的，除依照本法規定進行經營者集中審查外，還應當按照國家有關規定進行國家安全審查。」但此一條文僅僅是賦予法律位階之法源依據，相關細部界定標準仍屬概括抽象，需再端視中國行政部門加以確認。

⁵⁵ 「利用外資十一五規劃」全文詳參網址：

http://cn.chinagate.com.cn/economics/2007-11/21/content_9267587.htm (last visited on 2008/12/28)

⁵⁶ 「指導外商投資方向」第 7 條規定，屬於下列情形之一的，列為禁止類外商投資專案：（一）危害國家安全或者損害社會公共利益的；（二）對環境造成污染損害，破壞自然資源或者損害人體健康的；（三）占用大量耕地，不利於保護、開發土地資源的；（四）危害軍事設施安全和使用效能的；（五）運用我國特有工藝或者技術生產產品的；（六）法律、行政法規規定的其他情形。

⁵⁷ 「上市公司收購管理辦法」第 4 條規定，上市公司的收購及相關股份權益變動活動不得危害國家安全和社會公共利益。

⁵⁸ 「關於外國投資者併購境內企業的規定」第 12 條規定，外國投資者併購境內企業並取得實際控制權，涉及重點行業、存在影響或可能影響國家經濟安全因素或者導致擁有馳名商標或中華老字型大小的境內企業實際控制權轉移的，當事人應就此向商務部進行申報。當事人未予申報，但其併購行為對國家經濟安全造成或可能造成重大影響的，商務部可以會同相關部門要求當事人終止交易或採取轉讓相關股權、資產或其他有效措施，以消除併購行為對國家經濟安全的影響。

⁵⁹ 時建中主編，反壟斷法-法典釋評與學理探源，中國人民大學出版社，2008 年 2 月，330 頁。

第二項 反壟斷審查與國家安全審查之別

反壟斷審查與國家安全審查均是對於外資進入中國市場之限制，然而反壟斷審查和國家安全審查二者係從不同角度對外資收購所為之規制，其不同之處在於⁶⁰：

第一，目的和作用不同。反壟斷審查之目的和作用在於維持市場競爭性結構，維護公平競爭的市場秩序，增進社會公共利益和消費者福祉；國家安全審查之目的和作用在於維護國家經濟主權，確保產業安全和經濟安全。

第二，適用條件不同。反壟斷審查設有申報標準和審查標準，只有當外資收購行為達到一定之規模標準，且收購後對市場支配力造成可能損害競爭之影響時，才予以禁止；國家安全審查則無論外資收購行為規模之大小，只要該行為可能對國家經濟穩定、健康和長遠發展形成威脅，則受到國家安全審查。

第三，適用範圍不同。反壟斷審查適用於每一行業，只要該行業中有外資收購行為形成了對該行業之壟斷狀態時，即予適用；國家安全審查則適用於對國家俱有戰略意義之核心產業。

第四，審查內容不同。反壟斷審查首需界定相關市場之範圍，再就一系列綜合之因素，分析外資收購行為是否會損害競爭或產生不利於市場競爭之潛在影響；國家安全審查則在於分析該產業是否為具有戰略意義之產業、相關產業之重要程度，以及其對國家經濟安全和獨立之影響程度等。

由上分析可知，外資收購若涉及到國家安全，除係因其在該行業中取得壟斷地位，更重要者在於外資所涉入之行業屬性。反壟斷審查本身不能解決國家安全問題，反壟斷法係為「競爭法」，非外資企業法，亦非民族企業保護法。將國家安全問題利用「反壟斷法」第 31 條之規定與反壟斷問題銜接，不僅混淆了「反

⁶⁰ 史際春等著，反壟斷法理解與適用，中國法制出版社，2007 年 10 月，255-257 頁。

壟斷法」之定位，且容易使商業上合理之優勝劣態汰行為無限上綱為國家安全議題，而忽略法律適用之原意⁶¹。本文以為，反壟斷審查和國家安全審查乃屬不同性質之審查機制，應各自有其審查之依據、程序和機關。惟在「反壟斷法」現行規範基礎下，國家安全應如何解釋，本文以下將透過美國立法例討論之。

第三項 國家安全之界定

目前各國均有對於外國投資涉及國家安全審查之法律，如美國於 2007 年 7 月公布了「2007 年外國投資與國家安全法」、法國在 2004 年到 2006 年期間也特別保護了 11 個重要產業及 20 家大公司，並限制外資併購、加拿大也於「外國投資審查法」、「加拿大投資法」中對若干重點敏感產業限制外資進入，以保護國家安全、歐盟各國也有關於國家安全之專門立法⁶²。雖然多數國家對於外資併購涉及國家安全之行為有所管制，惟各國立法例均未就「國家安全」為一明確之定義，並有認為為使此概念能彈性運用，亦不應如此為之。

學說有認為，國家安全包括維護主權國家存在和保障其根本利益的各種要素的總和。其內容應包括：保障國家領土、領海、領空安全的國防安全要素；保障國家經濟秩序穩定；環境與生態保護、重大災害控制等國土與生態安全要素；重大犯罪的防範與控制、重大事故和人為災害的防範與控制、突發性事件的應急處置等社會安全要素；生物安全、資訊安全及核安全等科技安全要素等方面⁶³。國家安全此一概念，在不同的歷史時期、國際環境、政治氛圍中，對於國家安全之理解亦有不同。

以美國為例，其於 1975 年成立了隸屬於財政部之外國投資委員會(CFIUS)，

⁶¹ 詳見本文以下所討論之案例。

⁶² 外資併購中無所不在的法律之劍-美澳外資併購中有關「國家安全」的立法現狀，國際商報，2008 年 10 月 20 日，3 版。

⁶³ 時建中主編，反壟斷法-法典釋評與學理探源，中國人民大學出版社，2008 年 2 月 331 頁。

負責評估和監控外國投資對美國國家安全之影響。CFIUS 為跨部門運作之政府機構，成員主要包括國務卿、國防部長、商務部長、司法部長、行政管理和預算局長、美國貿易代表和經濟顧問委員會主席、美國國家科技政策辦公室主任、總統國家安全事務助理和總統經濟政策助理、國土安全部長等。1988 年並通過「綜合商業及競爭法」(Omnibue Trade and Competitiveness Act)，其中授權美國總統於特定情形下阻止涉及某些交易之發生，此一條款又被稱為「艾克森、芙羅瑞修正法」(Exon-Florio Amendment)。依據此法之授權，美國總統若發現任何「可信之證據」足以懷疑外國人對美國企業的控制，將威脅且削弱美國國家安全，而且沒有其他法律可以提供保障或除去此項威脅時，美國總統可以在任何時間下令禁止或擱置該交易；若交易已完成時，則視該交易之進行過程有無違反依法所規定的通知義務而可以要求剝奪該外國人及投資人的權利。2001 年 911 事件發生之後，美國對國家安全之敏感度提昇，因而對「國家安全」之認定有擴大之趨勢。而後，中國海洋石油公司併購美國第九大石油公司優尼科公司 (Unocal Corporation)⁶⁴等案件發生後，美國國會等官方機構及民間對國家安全之議題更加關注，並於 2007 年通過「2007 年外國投資和國家安全法」(The Foreign Investment and National Security Act of 2007)⁶⁵。該法案規定，除了傳統的「國防安全」外，對外資併購的安全審查領域，擴大到所有「如果遭到破壞、或被外國人控制會對美國國家安全造成威脅的系統和資產」，如銀行、供水、關鍵技術、基礎設施等，將威脅美國國家安全的關鍵領域數量從 8 個擴大到 11 個，並增加了 5 類若受到攻擊，可能對生命和民眾信心產生嚴重損失的「關鍵資產」(包括有形和無形資產)；此外，對外資併購的審查，必須考慮以下因素：併購交易是否可能發生向對美國構成威脅的國家進行技術轉移的風險，併購對重要基礎設施和重要技術的影響程度，併購是否涉及外國政府所有的資產。除此之外，外資併購如果威脅到美國在關鍵技術領域的世界領先地位，或影響美國的本土就業，都

⁶⁴ 2005 年 6 月 23 日，中國海洋石油公司宣布以 185 億美元之價碼收購優尼科石油公司，引起美國業界與政界之高度關注，聯邦眾議員並要求布希總統以國家安全審議此一收購計畫。後中國海洋石油公司於 2005 年 8 月 2 日宣布撤回對優尼科石油公司之收購要約。

⁶⁵ 2007 年外國投資和國家安全法 (The Foreign Investment and National Security Act of 2007) 條文詳參網址：

http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=110_cong_bills&docid=f:h556enr.txt.pdf
(last visited on 11/13/2008).

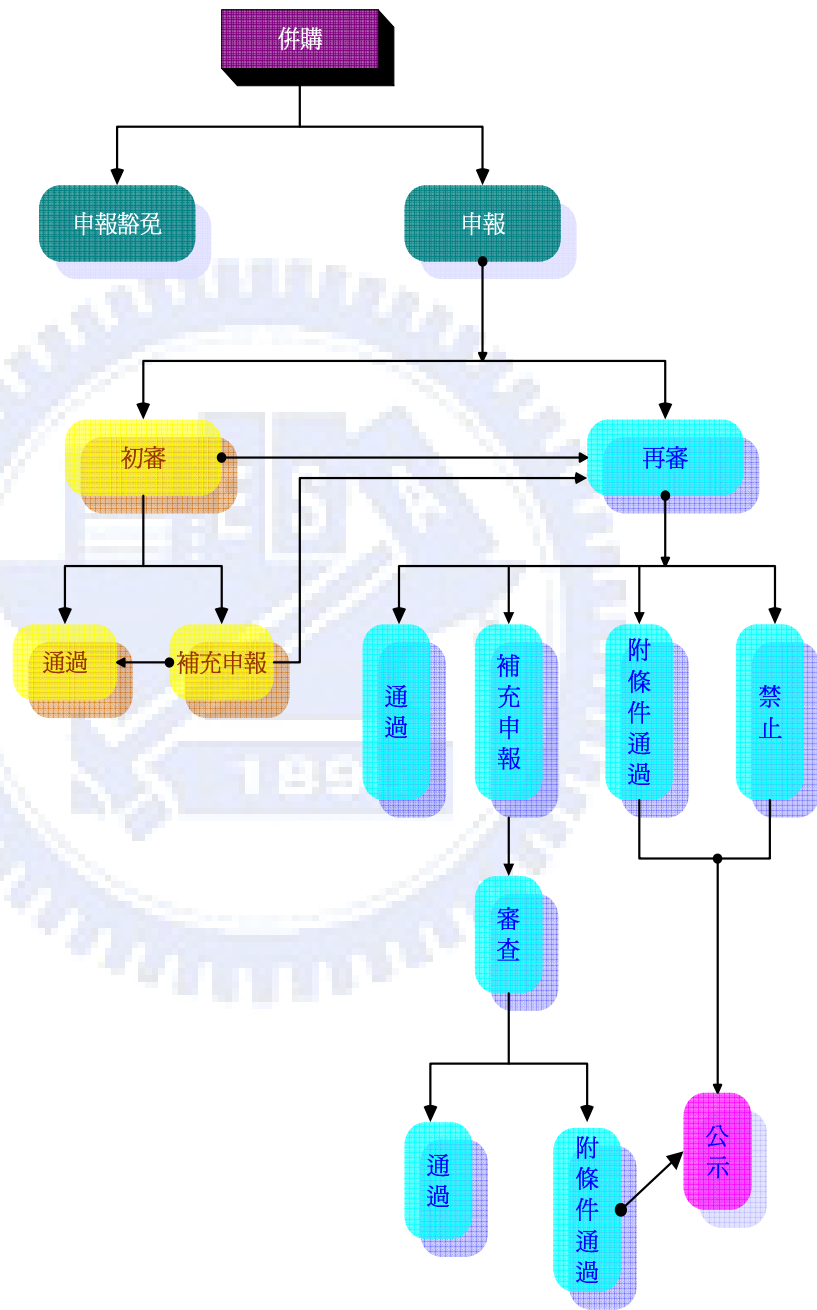
將被視為威脅國家安全。該法案更根據國籍來區別對待不同國家國有企業（或主權基金等國家投資機構），亦即，若涉及外國國有企業之收購案，需考量該外國政府與美國間的外交一致性，包括在多邊反恐、防止核擴散、以及出口限制方面的政策一致性等。

由此可知，美國立法並未對於國家安全應如何定義或解釋為明文，惟從上述法案中可知，其對於國家安全之界定不限於國防安全，尚包含國防安全、文化安全、能源安全、經濟安全等。

本文以為，對外資併購國內企業進行國家安全審查乃國際上慣行之作法，且國際間將國家安全審查納入政治因素、國家經濟安全、國家戰略利益等之考量亦所見多有，外資對於「反壟斷法」第 31 條之規定無需過多憂慮。然外資應多留心中國近期之產業政策、外資政策之調整，並透過合法、積極的與審查機關溝通遊說，如爭取出席相關意見形成之聽證會，如此，外資在中國從事收購行為當可更順利。

【圖 5-1】反壟斷審查流程

反壟斷審查流程



本研究整理

第五節 外資收購中國上市公司具體案例

第一項 深受國家安全議題之害之案例-凱雷收購徐工案

第一款 收購當事人

一、收購者-凱雷集團 (the Carlyle Group)

1、私募股權基金

私募股權基金 (Private Equity Fund) 主要盛行於英、美兩國，為私募基金之一種，係指非從公開市場、向不特定的大眾取得，私下募得與投資的基金，其為初設公司 (Start-up Firms)、中小型私人企業 (Private middle-market firms)、財務困難公司 (Firms in financial distress) 及融資收購公司 (Public firms seeking buyout financing) 之重要資金來源。組織型態多為「有限合夥」 (limited partnership) 或「投資公司」 (investment company)。私募股權基金之投資人大多來自政府退休基金、保險公司等機構法人，以及超級富豪。投資目的是企求其資產穩定成長，每年都有一定比例的資金要投資，故私募股權基金投資一般企業之投資期至少五年。每個私募股權基金均有特定的投資宗旨，有以地域為區分，有以投資標的為區分。以往募基金之投資標的僅限於未上市公司股票，即類似創業投資基金之模式，目前私募股權基金則以企業併購為大宗，其投資模式又分為融資收購 (Leverage Buy-out, LBO) 與管理層收購 (Management Buy-out, MBO)。融資收購指收購人 (即私募股權基金) 先設立一家控股公司，以此控股公司向貸款機構借入過渡性貸款作為買入目標公司股權之對價；當收購完成後，再以目標公司之資產為擔保向銀行借款，以償還之前之過渡性貸款；管理層收購則是私募股權基金與目標公司管理階層共同出資買下目標公司⁶⁶。

⁶⁶ 蘇秀玲著，私募股權基金與融資收購問題初探，證券暨期貨月刊，第 25 卷第 3 期，37-40 頁。

2、凱雷集團簡介⁶⁷：

凱雷集團係全球最大的私募股權公司之一，其由萬豪酒店之高管史蒂芬·諾瑞斯（Stephen Norris）和華盛頓律師、前總統卡特之行政助理大衛·魯賓斯坦（David Rubenstein）於1987年所成立。凱雷集團成立後原收益慘澹，直至1989年，美國前國防部長法蘭克·卡路奇（Frank Carlucci）被任命為凱雷集團之董事長後，為凱雷開闢了軍工行業之途徑；又2001年9月11日爆發恐怖攻擊事件，美國國防預算暴增，凱雷集團即藉此獲取了龐大的利益，並造就了凱雷集團之崛起，在強有力的政界人士和大型企業雙重加持下，凱雷成為全球最具威權的軍事對話窗口。凱雷在亞洲、歐洲和北美地區從事收購、創投及成長基金、房地產和槓桿融資四大領域之投資，其觸角遍及從安全、武器到資訊科技、金融等各個產業領域。其在世界各地有21個辦公室、491名員工。凱雷的基金有535家投資人，來自逾55個國家。成立之20餘年來，通過旗下37隻基金向150多家公司進行了投資，已在39項交易中進行了149億美元股權投資，總收購價格達519億美元，創造了超過30%的平均年投資收益，被稱為「全球最吸引人的賺錢機器」。

二、目標公司-徐州工程機械科技股份有限公司-徐工集團持股100%之國有獨資公司

1989年，徐州市為發展其工程機械產業，將多家市屬國有工程機械企業合併，並成立徐州工程機械集團有限公司（以下簡稱「徐工集團」）。

徐州工程機械科技股份有限公司（深圳證券交易所上市公司，000425）（以下簡稱「徐工科技」）成立於1993年，並成為徐工集團下規模最大、實力最強的企業。1996年在深圳證券交易所掛牌上市，為徐工集團最大之控股子公司，原名為「徐工股份」。其重要資產包括徐工集團所屬兩大生產企業，徐州築路機械公司和徐州鏟運機械公司。但徐工集團的另外一個重要利

⁶⁷ 對於凱雷集團更詳細之介紹，詳參 Dan Briody, *The Iron Triangle: Inside the Secret World of the Carlyle Group*, John Wiley & Sons Inc. (2004.08)

潤來源-徐州重型機械廠，並未裝入上市公司。1999 年，更名為徐工科技。

1997 年 4 月，徐工集團被國務院批准為全國 120 家試點企業集團，為中國之國家 520 家重點企業，徐工集團營業收入占了徐州市 GDP 之 20%。在中國工程機械領域，徐工集團乃當之無愧的行業老大。

由於初始整裝進入徐工集團之企業素質良莠不齊，徐工集團在迅速壯大企業規模的同時，也背上了沉重的債務包袱。2002 年年底，為獲得企業發展資金，解決員工安置等歷史遺留問題，同時將股權分散化、國際化，進一步擴大企業發展，徐工集團開始啟動改制計畫，被列入了江蘇省政府 82 家改制企業的名單。徐工集團以「債轉股」為契機，整合旗下核心企業，成立徐州集團工程機械有限公司(下稱「徐工機械」)，作為集團改制的平臺。「徐工機械」乃由徐工集團持有 51.32%的股權，華融、信達、東方、長城等四家資產管理公司合計持有 48.68%的股份。

2003 年初，徐工集團最初意欲透過管理層收購進行改制方案，惟經過多次討論後，認為僅僅進行管理層收購，不能為企業注入實質之資金，且無法解決企業未來的發展問題，徐工集團才開始考慮讓出控股權。再加以徐工自成立以來始終居於中國工程機械行業龍頭之地位，並位居世界工程機械行業第 15 位⁶⁸，以及中國基礎建設正興，市場廣大，致使徐工被視為絕佳之收購標的，因而有日後此喧騰一時之收購案展開。

⁶⁸ 詳參徐工集團官方網站，網址：<http://www.xcmg.com/web/about.aspx> (last visited on 2008/12/28)

第二款 徐工收購案發展過程⁶⁹

一、第一階段（2003 年-2005 年 10 月）：徐工機械改制，徐工集團有意出嫁

如前所述，徐工集團為求改制，於 2002 年成立徐工機械，由徐工集團持有 51.32%之股權，華融、信達、東方、長城等四家資產管理公司⁷⁰合計持有 48.68%股份。2003 年，此四家資產管理公司擬拍賣所持股份，並已對海外發布招標公告，徐工集團最具威脅性的競爭對手，全球最大之工程機械企業-卡特彼勒公司意欲收購，使徐工集團爆發股權危機。徐工集團為化解此次危機，只得透過向銀行貸款的方式，將此筆占徐工約 48%的股權，以溢價、全額回購股權，全部回購資金約 6.8 億元，然要化解此筆龐大借款對徐工集團所造成的危機⁷¹，徐工集團必須引進戰略投資者。而徐工明確提出之條件為：外資併購徐工機械後，所生產的各類產品必須繼續使用徐工品牌，同時必須迅速提高徐工的核心技術水準。

2004 年 4 月，徐工集團依其財務顧問摩根大通之評估方法，以估值、

⁶⁹ 詳參張明亮著，外資收購國企的「風向標」—凱雷收購徐工機械案的法律分析，收錄於顧功耘主編，公司法律評論 2006 年卷，上海人民出版社，2007 年 5 月，347-351 頁；羅文志、望開雄、董寒冰、焦維編著，上市公司併購法律實務，法律出版社，2007 年 6 月第 2 版，256-259 頁。史建三主編，石育斌副主編，中國併購法報告 2006 年卷，法律出版社，2006 年 8 月，361-365 頁。

⁷⁰ 此四家資產管理公司之成立與國有企業之經營不善有極大之關連。由於國有企業長期以來政企不分之經營方式，許多國有企業長期以來均依賴國家撥款、依照國家政策經營，國有企業缺乏「尋求資金」之經營思考。許多國有企業之固定資產投資和流動資金幾乎全部源於銀行貸款，形同無本經營，造就許多國有企業負債率高達 75%以上以及龐大之利息成本。此種現象形成銀行和企業之間之惡性循環：企業向銀行借貸，借款之高利率加上借貸成本（如信貸員之「回扣」，銀行負責審批者之「好處費」，以及借貸關係建立過程中之「交際費用」等），使企業不堪重負，無力償還借款，銀行之呆帳不斷增加，其可能造成之金融風險不容忽視。而在亞洲金融風暴發生後，中國為消除國有商業銀行呆帳過高之經營隱患，發行 2700 億特別國債補充資金，並剝離不良貸款 1.4 萬億元。1999 年並成立華融、長城、東方、信達四家資產管理公司，專司四家國有銀行不良貸款之處置工作。詳參何清漣著，現代化的陷阱-當代中國的經濟社會問題，今日中國出版社，1998 年 9 月 4 刷，96-101 頁。另參左大培著，去魅外資神話，禁止外資併購國企，中國與世界觀察，2006 年 3 期，18-21 頁。

⁷¹ 2006 年 2 月以來，徐工集團用於向四大資產管理公司回購徐工機械股權的 6.8 億元資金部分貸款已到期，至今已兩度辦理了為期三個月的展期，據測算，僅這 6.8 億元的回購資金成本和 4 億元的或有負債每延遲清償 1 天，徐工集團就要多付利息 18 萬元。參徐工細說引入凱雷原委，上海證券報，A4 版，2006 年 6 月 21 日。

交易條款、業務發展、品牌發展等九大項目為考核標準，公布其初步選定之六家潛在投資者：卡特彼勒、華平創業投資有限公司、美國國際投資集團、摩根大通亞洲投資基金、凱雷亞洲投資公司和花旗亞太企業投資管理公司⁷²。

2004 年 10 月，徐工集團公布其第二輪選定之三家集團，分別為：美國國際投資集團、摩根大通亞洲投資基金和凱雷亞洲投資公司。此三家集團勝出之原因為，其皆具有雄厚之資金且承諾併購後不調整現有管理層。而卡特彼勒雖承諾於 2010 年前為徐工帶來 20 億美金之專案，惟因其承諾之條件將使徐工之品牌消失，故遭到淘汰。由卡特彼勒之淘汰，可稽中國對於品牌維護之重視程度。最後，凱雷於此三家集團中勝出，徐州市政府同意凱雷作為徐工機械引進戰略投資者之優先談判對象，同時授權徐工集團及其財務顧問、法律顧問與凱雷進行一對一談判。

2005 年 2 月 15 日，凱雷為本次收購案註冊成立了「凱雷徐工機械實業有限公司」（以下簡稱「凱雷徐工」），凱雷透過凱雷亞洲基金持有凱雷徐工 100% 之股權。

二、第二階段（2005 年 10 月 25 日-2006 年 2 月）：凱雷勝出

2005 年 10 月 25 日，徐工集團與凱雷徐工簽署「股權買賣及股本認購協議」（以下簡稱「股權協議」），由於本協議之履行將導致徐工機械成為中外合資企業，徐工集團與凱雷徐工亦同時簽署「合資合同」。由凱雷徐工獲得徐工集團目前全資擁有的子公司徐工集團工程機械有限公司徐工機械 85% 的股權，作價 3.75 億美元現金（30 億人民幣），徐工集團將保留徐工機械 15% 的股權。

⁷² 由此可見，三一重工自始即排除在名單之外，蓋其所承諾之收購價額過低，依當時之投標書顯示，三一重工支付 8 至 10 億元人民幣，改制後，政府保留 10% 至 20% 之國有股股權，並安排企業核心經營管理團隊擁有一定的股份。

本次股權協議之詳細內容如下：

1、凱雷徐工給付徐工集團 20.7 億元人民幣（約 2.5 億美元）收購徐工機械 82.11% 的股份，所餘 17.89% 繼續由徐工集團持有。

2、於徐工機械現有註冊資本人民幣 1,253,013,053 元之基礎上，增資人民幣 241,649,786 元，全部由凱雷徐工認購，凱雷徐工需在交易完成之當期支付 6000 萬美元；若 2006 年徐工機械的淨利潤加所得稅、利息、折舊、攤銷（即經常性 EBITDA）達到 10.8 億元人民幣，凱雷將補充注入資金 6000 萬美元（約 4.96 億元人民幣）。後一項約定即「對賭協議」。

3、上述股權轉讓協議及增資完成後，凱雷徐工將持有徐工機械 85% 的股權，徐工集團仍持有徐工機械 15% 之股權，徐工機械變更為中外合資經營企業。

「合資合同」之主要內容為：

1、合資公司（即徐工機械變更公司性質後的公司）投資總額為人民幣 42 億元，註冊資本為人民幣 1,494,663,299 元，其中徐工集團持有 15% 股權，凱雷徐工持有 85% 股權。

2、合資公司董事會由 9 名董事組成，任期 4 年，其中 2 名董事應由徐工集團委派，6 名董事應由凱雷徐工委派，其餘 1 名董事應由總經理擔任。董事會設董事長 1 人，由凱雷徐工委派之董事擔任，副董事長 2 名，由徐工集團委派的董事擔任。

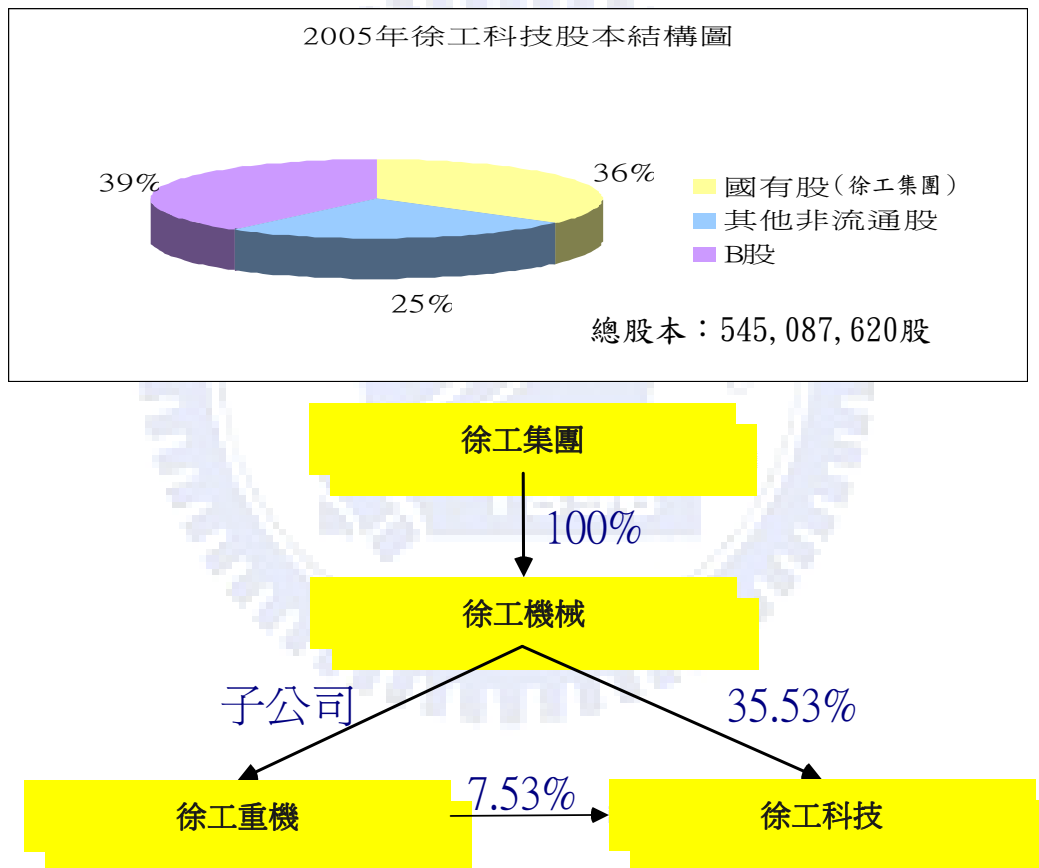
「股權協議」以及「合資合同」均約定，文件須經國務院國有資產監督管理委員會、商務部等部門批准或核准後生效⁷³，並於 2006 年 10 月 26 日公

⁷³ 其餘細節約定內容如：凱雷承擔因外資控股徐工機械而觸發對徐工科技（上市公司）履行全

布此二份文件。

由於徐工機械及徐州重型機械有限公司共持有徐工科技 43.06%之股權（參下圖），為徐工科技之第一大股東，若凱雷徐工併購徐工機械成功，85%之控股權將使凱雷徐工間接控制超過 30%的徐工科技股份（計算式： $85\% \times 43.06\% = 36.6\%$ ），此即為一致行動之適用。依當時之「證券法」第 81 條以及「收購管理辦法」第 47 條規定，凱雷徐工之收購將引發對徐工科技之全面要約收購義務。

【圖 5-2】2005 年徐工科技股本結構圖



資料來源：徐工科技 2005 年年報

面要約收購義務可能發生的成本，並負責預繳履約保證金（據測算，該項或有成本不超過 8.8 億元人民幣）。凱雷承諾促使徐工機械完成徐工科技（上市公司）的股權分置改革，且不因徐工機械支付股改對價而要求降低收購和認購價格（據測算，徐工機械支付股改對價後，價值減少，凱雷應少付約 1.3 億至 1.5 億元價款）。凱雷承諾在合資後三年內協助徐工機械引進兩個大型合資項目，如不成則再次向徐工機械補充注入資金 1500 萬美元（1.2 億元人民幣）。

2005 年 10 月 26 日，凱雷徐工發布「徐州工程機械科技股份有限公司收購報告書摘要暨要約收購報告書摘要」，其中指出，本次要約收購為有條件之要約收購，要約生效條件為凱雷徐工、徐工集團以及徐工機械共同簽署之「股權協議」，以及凱雷徐工和徐工集團簽署之「合資合同」得到商務部等部門之批准並全部生效。本次要約收購不以終止徐工科技的上市地位為目的。鑑於收購人凱雷徐工為中國境外法人，無法直接持有 A 股流通股，因此委託徐工機械進行本次要約收購，並由徐工機械受託持有接受要約之股份。

由於當時（2005 年 10 月）外國投資者對上市公司戰略投資辦法尚未發布施行（該法係於 2005 年 12 月 31 日發布，並於 2006 年 1 月 31 日施行），外資於當時僅能透過 QFII 持有 A 股，且有持股數量之上限，凱雷徐工委託具中國法人身分之徐工機械履行強制要約收購義務，也等於為當時 A 股市场大門尚未開放，而企欲取得超過目標公司超過 30% 股份之外資，於面臨難以履行全面要約收購義務之困境時開啟了另一個收購可能性。

在「股權協議」、「合資合同」生效後，徐工機械將向除徐工集團工程機械有限公司和徐州重型機械有限公司以外的所有股東發出收購要約，流通 A 股之收購價格為 3.11 元/股，非流通股的收購價格為 2.24 元/股，收購期限為公告要約收購報告書之日起往後之 30 個自然日。

作為徐州市國資委所屬企業以及江蘇省的重點改制國有企業，徐工機械引進外國戰略投資者之過程，均在徐州市之當地地方政府下掌控所進行，因此，此份協議於 2006 年 1 月即已通過江蘇省國資委之審批。

三、第三階段（2006 年 3 月-2006 年 9 月）：外資控股受質疑，審批受阻於中央部委

2006 年 3 月，全國政協委員、國家統計局局長李德水在全國政協會議上提出「應謹慎對待壟斷性跨國併購；外資併購已危及國家經濟安全，跨國

公司近年來大舉併購我國發展潛力較大的行業龍頭企業，而且要求必須絕對控股，以此達到消滅和控制我國民族品牌的目的，若不儘快採取措施，中國民族工業的自主品牌和創新能力將逐步消失。」而後，全國工商聯向全國政協會議提交了「關於建立國家經濟安全體系的建議」之提案，其內容即觸及「跨國併購對國家經濟安全之影響」、「建立國家經濟安全體系」等問題。2006年6月6日，三一重工⁷⁴總裁向文波抓緊此一議題，在其部落格上陸續發表文章⁷⁵，質疑凱雷-徐工併購案，向文波從併購談到國有資產的賤賣，以及三一願意溢價30%收購徐工，再談到外資併購威脅中國經濟安全，使此一併購案引起廣泛之注意與討論。

為此，此一併購案即陷於商務部審批之階段。2006年4月，為應對凱雷退出後出現同業競爭對手敵意收購，凱雷徐工向中國商務部提交了「毒丸計畫」。

毒丸計畫之產生，乃因自2006年初上報該專案後，商務部先後提出涉及多個方面的問題，要求交易方做出解釋，審批至今懸而未決。而2006年「兩會」期間質疑外資壟斷收購之聲漸起，造成3月份該項目在國家相關部委審批時「被壓後」。基於防範風險，而達成此補充協定：凱雷未來以公開發行股份上市的方式退出時，一旦有同業競爭對手獲得上市公司15%以上股份（含15%，即徐工集團在合資公司中的持股比例）時，「毒丸計畫」將被啟動——上市公司即刻向上述企業之外的所有股東，以人民幣0.01元或等值外幣的價格，按上述企業實際持有的股份數增發新股，以增加其為獲得對上市公司控制權而需收購的股份數量及對價，從而使潛在產業競爭者在實際上無法實施收購。

⁷⁴ 三一重工股份有限公司由三一集團投資創建於1994年，於2003年7月3日在上海證券交易所上市。作為「國家重點高新技術企業」，三一重工擁有國家級技術開發中心，建有博士後流動工作站，承擔了國家863計畫專案和「十五期間重大裝備專案」研究，擁有授權有效專利300餘項，並擁有50多項主要核心技術。三一亦被認定為中國馳名商標，入選中國名牌，混凝土拖泵被評為全國「免檢產品」。

⁷⁵ 向文波的BLOG: <http://blog.sina.com.cn/xwb>

此協議中所謂之「同業競爭對手」，是指在中國工程機械行業內單個產品的市場份額名列前五位的企業，以及在同類企業中參股 20% 以上的中外公司。據徐工集團內部人士透露，合資協議的禁售名單涉及近 40 家公司，幾乎囊括了目前國內外工程機械的所有大型企業。

2006 年 6 月 28 日，「國務院關於振興裝備製造業的若干意見」（以下簡稱「意見」）公布。「意見」指出，發展裝備製造業應以市場為導向，「裝備製造企業要加快建立現代企業制度，深化內部改革，轉換經營機制。鼓勵社會資金特別是大型國有和國有控股企業以併購、參股等多種方式參與國有裝備製造企業的改革和不良資產的處置。對在重大技術裝備製造領域具有關鍵作用的裝備製造骨幹企業，要在保證國家控制能力和主導權的基礎上，支援其進行跨行業、跨區域、跨所有制的重組。大型重點骨幹裝備製造企業控股權向外資轉讓時應徵求國務院有關部門的意見。鼓勵裝備製造企業之間、關聯企業之間、企業與科研院所之間的聯合、重組，通過多種途徑培育大型企業集團。發揮市場導向和政策支援的作用，形成一批跨行業、跨地區的集系統設計、系統集成、工程總承包和全程服務為一體的工程公司，參與國家重點工程項目的建設和管理，並積極開拓國外市場。」但此「意見」仍缺乏允許外資收購及不允許外資收購之企業之具體標準，如哪些領域屬於已具有競爭優勢而可完全開放競爭，哪些暫時不能開放等，均無具體規範。而市場上則認為此一「意見」之公布，象徵著中國政府之態度，凱雷併購徐工機械案要獲得中國之審批似已無可能。此意見發布時點及內容似充分顯示中國擬以政策目標為導向抑止收購成功之意圖，充分說明在收購過程中的政策干涉。

2006 年 7 月 17 日至 7 月 19 日，連續三天下午，商務部召集所有與凱雷徐工併購案相關的單位（含工商總局、外匯局、稅務總局、證監會、國資委等官員。接受提問的則是江蘇省及徐州市的政府官員，以及主角徐工集團。商務部的代表中，涵蓋了外資司、美大司、條法司、產業損害調查局數位負責官員。但不含外資），分批徵求意見並詳細詢問。這是中國第一次因企業收購舉行的聽證會。而美國凱雷集團總裁大衛·魯賓斯坦亦於 7 月 18 日

上午飛赴北京。這位管理著 350 億美元的凱雷創始人親赴北京一個重要的目的，即是為凱雷一項 3.75 億美元的交易做積極遊說，以解釋凱雷在徐工集團收購中所表現的誠意以及做出的讓步，並說明此項交易並無惡意收購行為。

2006 年 8 月 8 日，商務部、國資委、稅務總局、工商總局、證監會、外匯局等六部門聯合發布「關於外國投資者併購境內企業的規定」。輿論皆以為本法之發布係針對凱雷併購徐工案而來，尤其該法第 12 條規定，「外國投資者併購境內企業並取得實際控制權，涉及重點行業、存在影響或可能影響國家經濟安全因素或者導致擁有馳名商標或中華老字型大小的境內企業實際控制權轉移的，當事人應就此向商務部進行申報。當事人未予申報，但其併購行為對國家經濟安全造成或可能造成重大影響的，商務部可以會同相關部門要求當事人終止交易或採取轉讓相關股權、資產或其他有效措施，以消除併購行為對國家經濟安全的影響。」其中「重點行業」、「存在影響或可能影響國家經濟安全」之要素，均與本案相關，因而本條規定即可能造就本案無法竟其功⁷⁶。

四、第四階段（2006 年 10 月至今）：收購方案重大調整，凱雷放棄控股權，此收購案仍遲未獲審批

2006 年 10 月 16 日，徐工集團、凱雷徐工、徐工機械簽署了「股權買賣及股本認購協定」之修訂協定及「合資合同」之修訂協議，凱雷徐工將擁有徐工機械 50% 的股權，徐工集團仍持有徐工機械 50% 的股權，徐工機械變更為中外合資經營企業。在董事會構成上，徐工集團和凱雷各占一半，董事長由中方擔任。收購金額則從 3.7 億美元減少到約 18 億人民幣，折合 2.25 億美元。

⁷⁶ Eileen Francis Schneider, *Be Careful What You Wish For: China's Protectionist Regulations of Foreign Direct Investment Implemented in the Months Before Completing WTO Accession*, 2 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 267, at 269-271.

2007 年 3 月 16 日，徐工集團與凱雷集團簽署了「股權買賣及股本認購協定」之修訂協定（二）及「合資合同」之修訂協議（二），凱雷集團再次下調控股比例，由徐工集團持有徐工機械 55% 的股權，凱雷徐工將持有徐工機械 45% 的股權，徐工機械變為國有控股的中外合資經營企業，凱雷不再與徐工集團並列為徐工機械第一大股東，徐工集團終獲控股權。

修訂協議（二）中約定，凱雷徐工同意以相當於人民幣 12.17132353 億元的等額美元，購買徐工集團所持有的 35.60% 徐工機械股權。同時，徐工機械在現有註冊資本基礎上，增資人民幣 2.14122562 億元，全部由凱雷徐工認購，應支付的對價為相當於人民幣 5.84223529 億美元的美元。上述股權轉讓及增資完成後，徐工集團持有徐工機械 55% 的股權，凱雷徐工將擁有徐工機械 45% 的股權，徐工機械變更為中外合資經營企業，徐工機械持有徐州重型機械有限公司 90% 的股權。

協議還就合資公司董事會的構成作出詳細說明：合資公司董事會將由 9 名成員組成，其中中方 5 名，外方 4 名，董事長由徐工集團擔任。凱雷集團還承諾合資企業繼續保持徐工品牌，並幫助合資企業引進發動機、載重車底盤等新專案。協議中依然保留了外方直接或間接轉讓所持股權須得到中方同意等限制性條款。

【圖 5-3】凱雷收購徐工案三份協議比較表

協議日期 項目	2005.10.26	2006.10.16	2007.3.16
凱雷入股 徐工比例	85%	50%	45%
收購價格	30 億 RMB	18 億 RMB	18 億 RMB

附帶條款	對賭協議、毒丸計畫、懲罰性條款	毒丸計畫、懲罰性條款	毒丸計畫、懲罰性條款、承諾保持徐工品牌
董事會組成	徐工 2 人 凱雷 7 人	徐工 5 人 凱雷 5 人	徐工 5 人 凱雷 4 人
企業性質	外資控股	中外合資/同等控股權	中外合資/中方控股

第三款 分析與檢討

第一目 對於私募股權基金本身之疑慮

一、過度槓桿融資

近年來，私募股權基金投入之收購案規模愈趨龐大，融資收購之財務槓桿倍數逐漸攀升，以美國私募股權基金業者黑石集團（Blackstone）以 360 億美元買下地產業者 Equity Office，以及 KKR（Kohlberg Kravis Roberts & Co）330 億美元買美國醫院公司（HCA）為例，收購人借貸比例占併購金額 80%，即借貸資金是自有資金之四倍，一旦私募股權基金無法支付利息，或銀行開始緊縮銀根時，以目前私募股權基金遍及全球新興市場之現況而言，即可能引發類似 1998 年長期信貸公司（LTCM）所造成之連鎖金融風暴⁷⁷。

二、資本弱化之憂慮⁷⁸

承前所述，私募股權基金通常透過設立一控股公司之模式從事收購，再以此控股公司之名義進行目標公司收購，因此，此一由私募股權基金控股之

⁷⁷ 蘇秀玲著，私募股權基金與融資收購問題初探，證券暨期貨月刊，25 卷 3 期，50 頁。

⁷⁸ 張書瑋著，當私募基金來敲門，會計研究月刊，260 期，33-35 頁。

公司所操作之收購行為，其收購資金絕大部分非自有資金，而係借貸而來，收購完成後，目標公司與此控股公司合併，公司負債比例增高，公司財務即惡化，形成資本弱化之情形。本案凱雷基金亦係透過設立凱雷徐工從事收購，具有私募股權基金從事收購行為之特點，因而亦存在此等憂慮。

三、員工權益之保障

由於私募股權基金收購目標公司之目的，在於獲利了結後即退場，在退場壓力之下，為短期內追求最大財務利益，重整目標企業之作法被視為現實與激進，如撤換目標公司管理層、裁員、壓榨等，因此往往引起目標公司之卻步以及社會輿論之關注。如英國的 AA (Automobile Associations) 在 2004 年以 17.5 億英鎊賣給兩家歐洲私募基金 CVC 和 Permira 後，立即裁員 25% 並減薪，以求短期內之顯著績效。

此外，私募股權基金為求其投資利益之最大化，其最終往往是退出以套利，因此，私募股權基金之利益與目標公司之利益往往不一致。由於私募股權基金之此種操作模式⁷⁹，許多政府亦甘冒指責，阻撓私募股權基金之跨國併購，避免國內具國家形象的知名公司淪於外資之手，對於民族主義旺盛之中國而言更是如此。惟本文以為，對於私募股權基金之疑慮應透過立法，透過政府監管控制之，如透過對產業管理（如強化對本地職工之保障，避免國內經營者藉引入外國私募股權基金，惡意脫產或作為裁員之藉口）以及資金管理（如限制私募股權基金融資收購之比率以及目標公司舉債利息水準之上限，並檢討相關稅制，對私募股權基金之證券交易課徵合理之交易所得稅）兩方面進行⁸⁰。蓋對於缺乏資金，或亟欲國際化之企業而言，外國私募股權基金之入股亦不失為一轉機。

⁷⁹ 歐陸媒體形容私募基金之操作策略為「買它，剝光它，拋開它」(buy it, strip it and flip it)。參陳真珍著，股票上市公司終結者-私募基金，會計研究月刊，260 期，49 頁。

⁸⁰ 蘇秀玲著，私募股權基金與融資收購問題初探，證券暨期貨月刊，25 卷 3 期，50-52 頁。

第二目 產業准入

徐工集團主要生產之產品為壓實機械、路面機械、鏟運機械、混凝土機械、養護機械、築路機械、小型工程機械、起重機械、消防車、環衛設備和樁工機械等 11 大類⁸¹。

本文依據「外商投資產業指導目錄」，並就徐工集團主要生產產品加以比對。「外商投資產業指導目錄」中，屬於限於合資、合作者，有 50 噸以下汽車起重機製造、320 馬力以下履帶式推土機和 3 立方米以下輪式裝載機製造；屬於鼓勵類者，有城市環衛特種設備製造、隧道挖掘機、城市地鐵暗挖設備製造、路面銑平、翻修機械設備製造和特種防汛搶險機械和設備製造。因此徐工集團生產之產品中，起重機械、鏟運機械和小型工程機械應當採取中外合資或中外合作之投資模式；環衛設備、樁工機械、消防車和路面機械則屬於鼓勵類，其餘則應歸允許類。

由上述可知，徐工集團所屬之產業外資享有進入之門票，且其所生產產品中應採中外合資或中外合作者，因「外商投資產業指導目錄」中亦未限制合資合作中方應持股之比例，因此凱雷徐工與徐工集團所簽署之第一份協議，由凱雷徐工享有絕對控股權，亦符合「外商投資產業指導目錄」之要求。惟而後公布之「國務院關於振興裝備製造業的若干意見」，使的徐工所屬產業為外資可進入之產業引起了爭論。「外商投資產業指導目錄」與「國務院關於振興裝備製造業的若干意見」二者同屬行政法規之位階，其對於外資產業准入之規定卻相悖，本案亦揭露了外資於中國所必須面臨之政策性風險。

第三目 外商持有 A 股流通股

依照第一份協議，凱雷徐工將持有徐工機械 85% 之股權，徐工機械及徐工重

⁸¹ 徐工集團官方網站：<http://www.xcmg.com/web/product.aspx>

型機械共同持有徐工科技 43.06%之股份，凱雷徐工間接徐工科技之股份將超過 30%，依據「證券法」和「收購管理辦法」之規定，凱雷徐工之收購已引發上市公司之全面要約收購。

惟依據當時中國之法律，除 QFII 可直接投資 A 股流通股，不允許外資直接持有 A 股流通股，而凱雷徐工係在開曼群島註冊成立之中國境外法人，非 QFII，因此無法直接持有 A 股流通股。「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」係規定如何向外商轉讓國有股、法人股等「非流通股」，並未允許其持有 A 股流通股，惟向外商轉讓國有股和法人股後，即可能間接觸發對上市公司之要約收購，外商亦可能獲得對 A 股流通股之持有。故凱雷徐工採取了「委託收購」之方式避免自己直接持有徐工科技 A 股流通股。其於 2005 年 10 月 26 日發出之要約收購公告，稱「鑑於委託收購人凱雷徐工為中國境外法人，無法持有 A 股流通股，因此委託徐工機械進行本次要約收購，並由徐工機械受託持有接受要約之股份。」迴避了對外資持有 A 股之限制。

隨著股權分置改革之進行，可預想的是原先外資所受讓之國有股、法人股亦開始流通，外商持有 A 股流通股在所難免，因此 2006 年「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」之公布，允許了外資作為戰略投資者對 A 股上市公司進行戰略投資，並可直接持有 A 股，為外資收購 A 股上市公司提供了重要之途徑和法律保障。

第四目 國家經濟安全

「併購規定」之通過對本案投下了一震撼彈。從外資之角度觀察，中國之法規不僅缺乏權威性，且往往模擬兩可。雖此有助於行政機關加強監管國有企業，惟當法規不具有客觀、通案性，而繫於依個案之不同而各有其主觀之解釋與適用，在外資逐步增加在中國之投資量時，該法規即不具實用性。本案即說明，在

輿論紛紛時，要取得所有相關部委和機構之同意需要付出相當高之時間成本，卻往往不會成功⁸²。

第二項 成功通過國家安全審查之案例-SEB 收購蘇泊爾案

第一款 收購當事人

一、收購方-SEB 國際股份有限公司 (SEB Internationale S.A.S)

SEB 集團乃家用電器和炊具業務領域內享有盛譽之國際集團，為全球最大的小型家用電器和炊具生產商之一。SEB 集團享有近 150 年之歷史，成立於 1857 年，旗下之全資子公司 SEB 國際股份有限公司 (SEB Internationale S.A.S) 為 1975 年在法國里昂登記註冊並於巴黎證券交易所上市之法國股份有限公司。SEB 先後創有 TEFAL、Moulinex、Rowenta、Krupps、All-Clad 和 Lagostina 等世界知名電器和炊具品牌，在不沾鍋、廚房用電器等家用電器擁有世界領先之技術和知名產品，業務遍布全球 50 多個國家和地區⁸³。

二、目標公司-浙江蘇泊爾股份有限公司

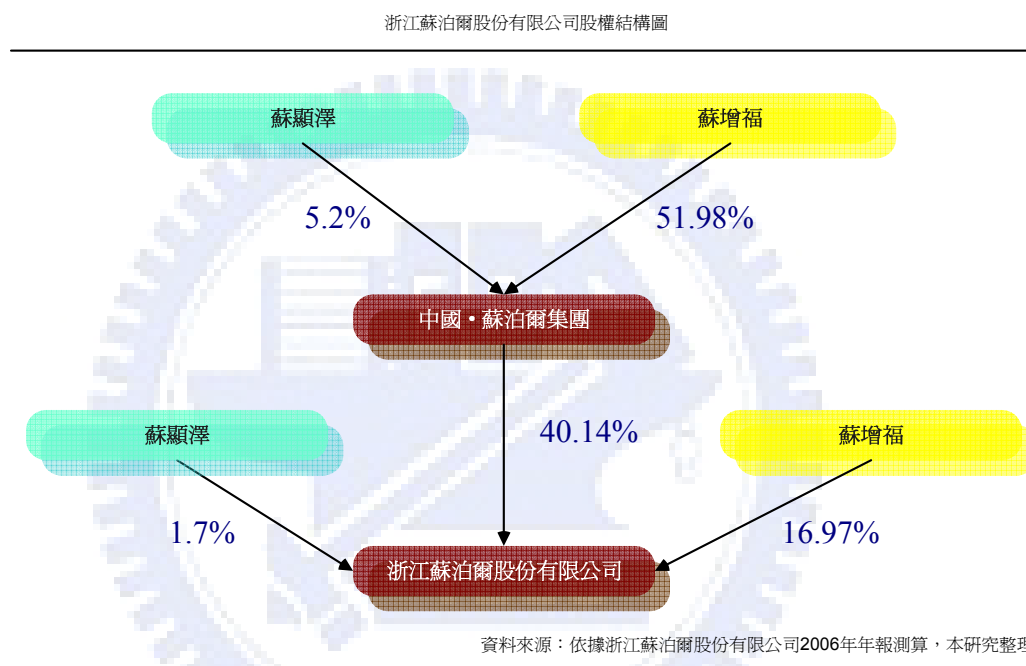
蘇泊爾集團成立於 1994 年，為一家以炊具製造為主之企業集團，集團擁有 25 家下屬全資子公司、股份公司和合資公司。蘇泊爾集團旗下之浙江蘇泊爾股份有限公司（以下簡稱「蘇泊爾」）於 2004 年 8 月在深圳證券交易所上市（002032），乃中國同行業首家上市公司。依浙江蘇泊爾股份有限公司 2006 年年

⁸² Eileen Francis Schneider, *Be Careful What You Wish For: China's Protectionist Regulations of Foreign Direct Investment Implemented in the Months Before Completing WTO Accession*, 2 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 267, at 281-282.

⁸³ 參蘇泊爾要約收購報告書所揭露之內容：
<http://i1.sinaimg.cn/cj/pc/2006-09-01/32/U1873P31T32D28504F1538DT20060901111243.pdf> (last visited on 11/22/2008)

報所披露之資訊，可知其股權結構係由蘇泊爾集團持股 40.14%，蘇增福持股 16.97%，蘇顯澤持股 1.7%。而在蘇泊爾集團中，蘇增福持股 51.89%，蘇顯澤持有 5.2%之股權⁸⁴。

【圖 5-4】浙江蘇泊爾股份有限公司股權結構圖



本研究整理

第二款 蘇泊爾併購案概況

2006 年 8 月 14 日，浙江蘇泊爾股份有限公司與全球最大的小型家用電器和炊具生產商之一 SEB 集團的全資子公司 SEB 國際股份有限公司(以下簡稱「SEB 國際」，SEB 國際之控股股東為 SEB 股份有限公司 (SEB S.A.)) 簽署了「戰略

⁸⁴ 參浙江蘇泊爾股份有限公司 2006 年年報：
<http://gsgg.cninfo.com.cn/finalpage/2007-03-08/21308397.PDF> (last visited on 11/22/2008)

投資框架協議」。依據該協議，SEB 國際將通過協議轉讓、認購定向發行新股以及部分要約收購之方式收購蘇泊爾不高於 61%之股份，此併購案所涉交易金額約合人民幣 23.7 億元。

蘇泊爾併購案引起中國各界之廣泛關注，主要原因在於本案恰逢上市公司股權分置改革接近完成，且「證券法」、「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」、「上市公司收購管理辦法」、「關於外國投資者併購境內企業之規定」等法律、規章接續公布實施之時點。

蘇泊爾與 SEB 國際之主要交易檔為：「戰略投資框架協議」、「定向發行合同」以及「股權轉讓協議」。根據此些文件，SEB 集團對蘇泊爾之戰略投資將分別透過以下三部分完成：

一、協議轉讓：蘇泊爾集團、蘇泊爾個人股東蘇增福及蘇顯澤向 SEB 集團全資子公司 SEB 國際協議轉讓 25,320,116 股蘇泊爾股份，相當於蘇泊爾現有總股本之 14.38%。

二、定向發行：蘇泊爾定向發行新股 40,000,000 股，SEB 國際以現金認購本次非公開發行的全部股份。發行完成後，SEB 累計持股達到 30.24%。

三、部分要約收購：擬進行的上述協議及定向發行將導致 SEB 國際所持有蘇泊爾 30.24%之股份，觸發證券法等規定之強制要約收購條件，SEB 國際將以部分要約方式收購不少於 48,605,459 股且不多於 66,452,084 股蘇泊爾股份。

為確保 SEB 國際在蘇泊爾定向發行後之絕對控股地位，雙方並約定了要約收購之生效條件，即只有接受要約之股份不低於 48,605,459 股之下限時，協議才會生效，如接受要約之股份未達此一下限，蘇泊爾必須將其所持有之 53,550,000 股預受收購要約，且不可撤銷。交易檔上確認上述股份協議轉讓價格、定向發行價格以及部分要約收購價格均為每股人民幣 18 元，高於公告時蘇泊爾每股淨資

產人民幣 4.15 元，亦高於蘇泊爾迄至公告前之歷史最高價 16.34 元。

上述交易完成後，SEB 國際將持有蘇泊爾 113,925,575 股至 131,772,200 股股份，占蘇泊爾定向發行後總股本的比例為 52.74%至 61.00%。雙方並約定，本次戰略投資完成後，SEB 國際將長期持有蘇泊爾之股份，並發展蘇泊爾之業務及品牌。SEB 國際於 2010 年 8 月 8 日前，將不轉讓或以任何其他方式出讓、出售其在蘇泊爾之股份，並在本次戰略投資完成後之十年期間內，將至少保留蘇泊爾現有或任何未來總股本的 25%。

消息公布後，蘇泊爾之主要競爭對手愛仕達等企業以此併購案涉及「壟斷」，已觸及「關於外國投資者併購境內企業的規定」中之壟斷審查底線⁸⁵。蓋蘇泊爾 2005 年之銷售額超過 15 億元，2006 年上半年之主營業收入達 9.5 億元，且依據國家統計局下屬單位「中國行業企業資訊中心」2006 年 2 月公布之數據顯示，蘇泊爾品牌銷售量和銷售額均排全國第一，分別占全行業份額之 41.08%和 39.69%⁸⁶。愛仕達集團副總裁並表示，一旦 SEB 控股蘇泊爾，將引起中國炊具頁之價格戰和廣告戰，迫使中國許多中小企業退出市場，造成「危及行業企業生存」的壟斷式併購。此外，其更指出，若依照該要約收購報告書披露內容之承諾履行，蘇泊爾將違背在股權分置改革中其向流通股股東所為之承諾⁸⁷。

歷時一年多後，2007 年 4 月商務部批准了此一收購案。「商務部關於原則同意浙江蘇泊爾股份有限公司引進境外戰略投資者的批復」規定，「1、原則同意蘇泊爾集團、蘇增福、蘇澤顯以每股 18 元人民幣分別向法國 SEB 國際股份有限公司協議轉讓 9.71%、4.24%、0.43%股權，共計 2532.0116 萬股。2、原則同意浙江蘇泊爾股份有限公司以每股 18 元人民幣的價格向法國 SEB 國際股份有限公司

⁸⁵ 「關於外國投資者併購境內企業的規定」第 51 條規定，「外國投資者並購境內企業有下列情形之一的，投資者應就所涉情形向商務部和國家工商行政管理總局報告：（一）併購一方當事人當年在中國市場營業額超過 15 億元人民幣；（二）1 年內併購國內關聯行業的企業累計超過 10 個；（三）併購一方當事人在中國的市場占有率已經達到 20%；（四）併購導致併購一方當事人在中國的市場占有率達到 25%。」

⁸⁶ 詹昊著，「反壟斷法」下的企業併購實務，法律出版社，2008 年 5 月，21 頁。

⁸⁷ 浙江蘇泊爾股份有限公司於 2005 年 8 月 8 日實施之股權分置改革方案中承諾，所持之非留供股份，在規定的 36 個禁售期後之 24 個月內，占總股本比例不得低於 30%。

定向增發 4000 萬股人民幣普通股（A）股。3、原則同意法國 SEB 國際股份有限公司以部分要約方式收購蘇泊爾不少於 4860.5459 萬股，不多於 6645.2084 萬股。4、此次法國 SEB 國際股份有限公司戰略投資上市公司浙江蘇泊爾股份有限公司後，法國 SEB 國際股份有限公司將持有蘇泊爾 52.74%-61% 的股權，成為控股股東。5、法國 SEB 國際股份有限公司持有上市公司 A 股股份三年內不得轉讓。6、請公司憑此批復向中國證監會申請辦理相關核准手續。完成後，請公司根據『外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法』的要求，於 10 日內到商務部領取外商投資企業批准證書，並到工商行政管理部門辦理登記手續。7、本批文自簽發之日起 180 日內有效。」

取得審批後，本案陸續完成協議轉讓和定向增發兩大步驟，2007 年 11 月 20 日，蘇泊爾公布了與 SEB 國際簽署的「要約收購報告書」。依據此份報告書指出，在 2007 年 11 月 21 日至 12 月 20 日的收購期限內，SEB 將以要約方式收購蘇泊爾所有股東不高於 4912.2978 萬股份。要約收購價格為每股 47 元，所需最高資金總額約 23 億人民幣。要約收購後，SEB 國際將持有蘇泊爾 1.13 億股份，占蘇泊爾定向發行後總股本的 52.74%，從而成為其控股股東。相較於先前簽訂之「戰略投資框架協議」，要約收購價格由原先之每股 18 元大幅提高至每股 47 元，原定收購股份數也調整為不高於 49,122,948 股，取消收購下限，並將收購上限調至元收購下限之水準。此外，原約定要約收購需達到不低於 48,605,459 股下限，收購協議方生效以及市場收購若未達預期下限，蘇泊爾集團需將剩餘所持部分股份賣給 SEB 以達到原定收購下限，在此份要約收購報告書已被取消。

第三款 蘇泊爾收購案之分析

第一目 蘇泊爾收購案之創新意義

一、蘇泊爾併購案係「戰略投資管理辦法」實施以來，首例已對外公告

之外資綜合採用協議轉讓、定向增發以及部分要約收購三種戰略投資方式同時對中國上市公司實施戰略投資之項目。蘇泊爾併購案在併購方案之設計上，同時採用定向發行、協議轉讓和部分要約收購三種收購方式，三者互為條件。亦即協議轉讓、要約收購以定向發行為前提條件，若定向發行方案未能獲得中國證監會之核准，協議轉讓、要約收購將自動取消。

二、蘇泊爾併購案係「收購辦法」實施以來首例併購中國境內上市公司之案例，且係首次以部分要約收購方式併購上市公司之案例。

三、蘇泊爾併購案係「併購規定」實施以來首例對外資併購展開反壟斷審查之外資併購案。

第二目 股改承諾之承繼

本案爭點之一在於蘇泊爾之股改承諾得否承繼。依 SEB 與蘇泊爾之協議，SEB 將通過協議轉讓、定向增發和部分要約收購三步獲得蘇泊爾約 52.74%至 61%之股權，此外，SEB 須維持公眾股比例在 25%以上，因此交易完成後，現持有蘇泊爾 40.04%股權的第一大股東蘇泊爾集團屆時最高持股比例只有 22.26%。惟據 2005 年 8 月 8 日實施的蘇泊爾股改方案，蘇泊爾集團承諾，持有的非流通股股份在 36 個月的禁售期後，隨後 24 個月內其持有蘇泊爾股份占總股本的比例不低於 30%。是故，於 2010 年 8 月 8 日之前，蘇泊爾集團持股比例不能低於 30%。蘇泊爾與 SEB 之協議，顯已違背當初所為之股改承諾，因此成為反對本起收購案者大肆攻擊之處。

惟誠如第三章所言，本文以為，股改承諾得否承繼，與股改承諾是否具「專屬性」有關。股改承諾中關於限制股份轉讓之承諾，乃為避免股改後大量非流通股湧入市場，造成市場快速擴張，進而影響股價之穩定，因此，股改承諾限制之本質為「股份」而非「股東」，若該股份係讓與予特定人，且

該股份受讓人承繼後承諾履行股改承諾，不將該股份流入證券交易市場，即可一方面兼顧股份之自由流通性，一方面合理控制市場風險。且 SEB 亦已承諾在收購蘇泊爾股份後，繼續履行蘇泊爾對鎖定期及涉及股份數量之承諾，因此，論者以蘇泊爾違反股改承諾為由評論此案似力有未逮。

第三目 民生產業與國家安全

本案另一爭點在於同業以 SEB 收購蘇泊爾後，將「危及行業生存」，除造成壟斷，更威脅國家經濟安全。

由於「反壟斷法」已於本案落幕後開始施行，因此本文擬將收購案件引起之反壟斷審查問題留待後一案例討論之，此處更具有討論意義者，乃係「一口鍋」是否會影響國家安全。透過凱雷收購徐工案與本案之觀察，本文發現，「國家安全」議題向為中國同業競爭對手企圖阻撓收購案運行之慣用手法之一，尤其收購者為外資者。然而與徐工案不同的是，徐工所處產業有涉及「戰略」行業之疑慮，炊具則不具任何戰略意義，且亦非關係國計民生之行業。外資應認知的是，「國家安全」、「民族情感」乃係於中國從事收購行為難以避免之課題，有時僅是競爭對手刻意操作之手段，將出於市場占有率將被瓜分之憂慮操弄為國家安全議題。由本案最後獲批之結果觀之，外資在面對此困境時，仍非無成功之可能性。本文以為，審慎回應中國情結性輿論，且保持與審批主管機關間良善之溝通管道，應是外資面對此種處境時應採取之重要態度。

第三項 反壟斷法實施後之第一案-可口可樂收購匯源案

第一款 收購當事人

一、收購方-可口可樂公司（The Coca-Cola Company）

可口可樂公司於 1919 年 9 月依美國特拉華州法律註冊成立，為一家全球化之飲料公司，亦為全球最大的汽水、果汁、即飲茶及咖啡供應商，共有逾 450 種汽水及非汽水飲料品牌。Atlantic Industries 為可口可樂之全資子公司，於 1979 年 5 月 30 日依開曼群島法律註冊成立。

二、目標公司-中國匯源果汁集團有限公司

中國匯源果汁集團有限公司之創辦人朱新禮於 1992 年成立山東淄博匯源公司，而後於 1994 年將總部遷往北京，並創立北京匯源飲料食品集團有限公司，1998 年開始向全中國發展，乃主營果、蔬汁及果、蔬汁飲料的大型現代化企業集團，並於 2002 年被評為「中國馳名商標」。

2001 年 3 月，德隆旗下的新疆屯河以 5.1 億源現金出資 51%，匯源集團以資產出資持股 49%，合資成立了北京匯源飲料食品有限公司。2003 年，德隆出現資金危機，於是朱新禮透過北京匯源果汁飲料有限公司以 7 億價款收購德隆所職有之股份，使朱新禮取回北京匯源飲料食品有限公司之控制權。

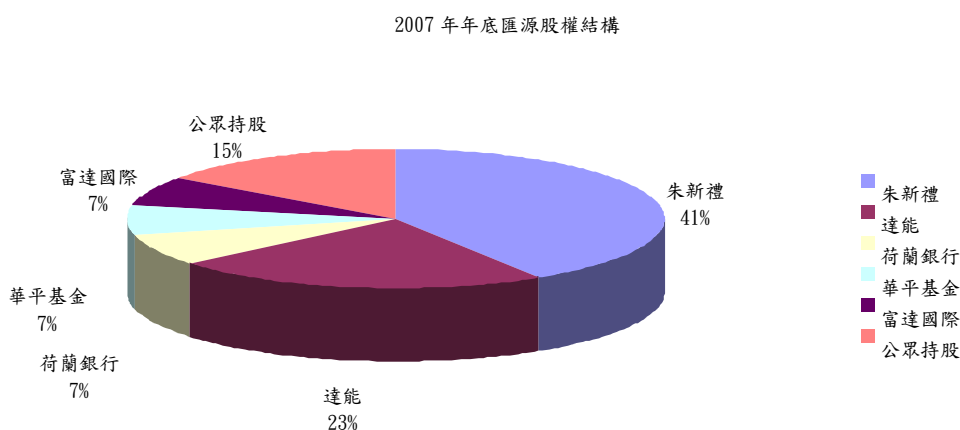
收購德隆所持股份所產生之資金壓力，再加上 SARS 疫情爆發，使朱新禮開始尋求新的投資者。2006 年 7 月，匯源集團引入達能集團（Group Danone S.A., BN.FR）、美國華平基金（Warburg Pincus Private Equity）、荷蘭發展銀行（ABN AMRO Holding N.V.）等作為戰略投資者，以約 2.2 億美元持有匯源 35% 股權，其中，達能持股約 22.18%。

2007 年 2 月 23 日，「中國匯源果汁集團有限公司」（以下簡稱「匯源果汁」）

股票在香港成功掛牌上市，共發行 4 億股，籌資規模達 24 億港元，乃香港當年度規模最大之首次公開發行（IPO），其中公開認購部分共獲得超額認購 937 倍，上市當日股價上漲 66%。

觀察匯源果汁 2007 年年報⁸⁸所揭露之資訊，本文測算出匯源果汁 2007 年年底之股權結構，並呈現如下圖。其中中國匯源果汁控股有限公司持有匯源果汁 41.53%之股權，而中國匯源果汁控股有限公司係匯源國際控股有限公司之全資子公司，匯源國際控股有限公司則由朱新禮全資控股，因此下表即以朱新禮所持股份表彰之；達能集團持有匯源果汁 22.98%之股權；華平基金、荷蘭銀行及富達國際則分別持有 6.81%、6.74%、6.91%之股權。

【圖 5-5】2007 年年底匯源股權結構圖



資料來源：依據匯源 2007 年年報測算，本文整理

⁸⁸ 詳參匯源果汁官方網站所提供之 2007 年年報：
<http://www.huiyuan.com.cn/upload/1208758871170.pdf> (last visited on 11/19/2008)

第二款 匯源收購案發展過程

可口可樂公司於 2008 年 9 月 3 日宣布計畫以現金收購中國匯源果汁集團有限公司，並於公告中指出，「可口可樂公司、Atlantic Industries 與匯源聯合宣布，荷銀將代表可口可樂公司全資附屬公司 Atlantic Industries，就：(a)收購匯源股本中的全部已發行股份；(b)收購匯源全部未行使可換股債券；及(c)註銷匯源全部未行使購股權提出自願有條件現金收購建議，惟須達成先決條件。⁸⁹」

可口可樂公司建議收購要約為每股港元 12.20 元，並等價收購已發行的可換股債券及期權，總代價為 179.1957 億港元。可口可樂公司已取得三個股東簽署接受要約不可撤銷的承諾。此三位股東分別為：匯源果汁母公司中國匯源果汁控股有限公司（China Hui Yuan Juice Holdings Co.）、達能集團（Group Danone S.A., BN.FR）及美國華平基金（Warburg Pincus Private Equity），它們在匯源果汁的持股比例分別為 38.5%、21%、6.4%，合計共占有匯源 66% 股份。收購完成後，匯源果汁將撤銷上市地位。

依據 AC 尼爾森報告指出，至 2007 年年底，匯源果汁在中國百分百果汁集中濃度果蔬汁市場中，分別占有 42.6% 及 39.6% 之市場占有率，可口可樂在中國果蔬汁市場之占有率則為 9.7%⁹⁰。因應新施行之「反壟斷法」，在雙方簽署之併購意向公告前，可口可樂公司和匯源果汁曾就有關事項專門向反壟斷部門進行諮詢。收購意向協定簽訂後，雙方於 2008 年 9 月 22 日向有關部門申請報批，其中包括商務部反壟斷局。30 天過後，輿論紛紛猜測本案是否會獲得商務部審批時，中國商務部卻於 2008 年 11 月 7 日表示，由於可口可樂所提交的申請材料尚未達到反壟斷法第 23 條的要求，商務部尚未對可口可樂公司收購中國匯源果汁集團有限公司立案。

⁸⁹ 公告原文詳參：

<http://fi2.sinaimg.cn/cj/pc/2008-09-03/32/U2173P31T32D47157F651DT20080903113248.pdf> (last visited on 11/19/2008)

⁹⁰ 參

http://www.chinawealthplanning.com/index.php?option=com_content&task=view&id=3740&Itemid=231 (last visited on 2008/12/28)

第三款 本案分析

儘管可口可樂表示其將保留匯源品牌及匯源現有業務運行模式，且可口可樂所提出之收購要約價格已有相當之溢價⁹¹，仍引起中國輿論、同業之反抗。民間輿論表示其將以拒喝可口可樂飲料作為支持民族企業並對此收購案抗議之方式，同業商家則共同商議並聯名表示共同反對可口可樂併購匯源果汁之工作原則，如和君創業、牽手等，其認為可口可樂併購匯源果汁不僅涉及反壟斷審查，更與國家經濟安全相關，更有企業召集私募方式召集競購。雖然這起「反壟斷法」施行後最受關注之外資收購案仍無定局，本文嘗試提出以下觀點分析之。

第一目 「反壟斷法」之適用

本案收購人可口可樂公司係依美國特拉華州法律註冊成立，目標公司匯源果汁則係於香港上市，故雙方當事人對於中國而言均屬境外企業，收購行為原則上應遵守目標企業所在地-香港之相關規範。惟「反壟斷法」第2條⁹²係採效果原則，亦即集中行為雖發生在境外，只要集中行為對於中國之市場競爭秩序產生影響，即有「反壟斷法」之適用。匯源果汁主要以中國大陸為產品銷售地，因此本案適用「反壟斷法」之相關規定。

⁹¹ 以2008年9月3日公告發布日為基準，可口可樂所提出之價格，比匯源果汁於最後交易日在香港交易所所報每股收市價4.14港元溢價約195%；比其於最後交易日前60個交易日內在交易所所報每股平均收市價4.59港元溢價166%；比2007年2月23日匯源果汁上市時的招股價每股6港元，高出一倍。

⁹² 「反壟斷法」第2條規定，「中華人民共和國境內經濟活動中的壟斷行為，適用本法；中華人民共和國境外的壟斷行為，對境內市場競爭產生排除、限制影響的，適用本法。」

第二目 反壟斷審查

「國務院關於經營者集中申報標準的規定」第 3 條規定，「經營者集中達到下列標準之一的，經營者應當事先向國務院商務主管部門申報，未申報的不得實施集中：（一）參與集中的所有經營者上一會計年度在全球範圍內的營業額合計超過 100 億元人民幣，並且其中至少兩個經營者上一會計年度在中國境內的營業額均超過 4 億元人民幣；（二）參與集中的所有經營者上一會計年度在中國境內的營業額合計超過 20 億元人民幣，並且其中至少兩個經營者上一會計年度在中國境內的營業額均超過 4 億元人民幣。」2007 年匯源果汁之營業額達 26.56 億元人民幣⁹³，且可口可樂 2007 年之全球營業額為 288 億美元⁹⁴，兩者都遠遠超過此標準之額度，因此本收購案已達到經營者集中申報標準，應進行申報。依據「反壟斷法」第 23 條之規定，應申報之檔資料包含：申報書、集中對相關市場競爭狀況影響的說明、集中協議、參與集中的經營者經會計師事務所審議的上一會計年度財務會計報告、國務院反壟斷執法機構規定的其他文件、資料。並且，申報書應載明參與集中的經營者的名稱、住所、經營範圍、預定實施集中的日期和國務院反壟斷執法機構規定的其他事項。

依據「反壟斷法」第 27 條之規定，反壟斷審查應考慮六大因素：（一）參與集中的經營者在相關市場的市場份額及其對市場的控制力；（二）相關市場的市場集中度；（三）經營者集中對市場進入、技術進步的影響；（四）經營者集中對消費者和其他有關經營者的影響；（五）經營者集中對國民經濟發展的影響；（六）國務院反壟斷執法機構認為應當考慮的影響市場競爭的其他因素。

儘管 AC 尼爾森報告指出，至 2007 年年底，匯源果汁在中國百分百果

⁹³詳參匯源果汁官方網站所提供之 2007 年年報：

<http://www.huiyuan.com.cn/upload/1208758871170.pdf> (last visited on 11/19/2008)

⁹⁴ 張世國著，可口可樂收購匯源案的相關「規制」研究，國際商報，2008 年 10 月 10 日，B5 版。

汁及中濃度果蔬汁市場中，分別占有 42.6%及 39.6%之市場占有率；而依據英國加納第亞公司 2008 年中國飲料市場年報顯示，可口可樂與匯源果汁合併後所占市場占有率低於 20%⁹⁵。對於本起收購案相關市場之界定，於產品市場係指軟飲料市場、果汁市場、蔬果汁市場、中濃度果汁市場或是含糖飲料市場？於地域市場係指中國北方市場、南方市場或中國全國市場，甚至是指全球市場？對於相關市場若界定不清，市場占有率也就無從確定。本案相關產品市場可從果汁飲料相關產品之特定、性能、用途、價格以及需求交叉彈性等界定其範圍。以需求交叉彈性而例，審查機關或可從中濃度果汁價格提高對於低濃度果汁產品需求量之影響，判定是否應將果汁飲料再細分為純果汁市場、中濃度果汁市場及低濃度果汁市場。至於地域市場之界定，由於匯源果汁在中國東北、西北、華北、華南、中部等地都有銷售，其果園亦遍布甚廣，運輸成本較不成考量，反壟斷審查機關應以產品市場之界定為主，再審慎評估不同地域之銷售額、市場覆蓋度等因素，用以判定本案之相關市場。

就市場集中度言，本文以為，依據匯源果汁 2007 年公司年報，其將其產品主要劃分為果汁飲料、中濃度果汁以及百分百果汁，此三類產品分別占匯源果汁銷售總額之 29.4%、42.2%、22.4%。或可以此作為分析之依據，並分別測算出可口可樂與之集中後，此三類產品在銷售總額上之變化預測值，據以測算出 HHI 值之變化，以瞭解對於市場集中度之影響。

以對市場進入、其他經營者之影響而言，僅以柳橙為例，目前中國市場上就有娃哈哈、匯源、農夫果園、統一鮮橙多、美汁源果粒橙、酷兒等眾多品牌，可見果汁飲料市場本身之競爭性，且果汁飲料為大眾化產品，市場進入門檻相當低，因此，即便集中後增強其市場地位，亦不妨礙其他競爭者之進入，市場競爭性之保有無虞。

⁹⁵ 仇京榮著，對待匯源果汁被收購案應有更廣的法律思維，法制日報，2008 年 9 月 21 日，5 版。

第三目 國家安全審查

由於「反壟斷法」第 31 條引入對外資併購案之國家安全審查制度，使的論者評論此案時，多提出可口可樂收購匯源將造成國家安全問題之觀點，因而本案不應獲得審批⁹⁶。

惟從國際慣例觀之，國家安全通常所指的是軍事安全、國家訊息安全等產業，若將國家安全擴及至國家經濟安全之角度，其所涉者亦為金融、能源資源等產業。果汁飲料為大眾化之產品，亦不屬於民生必需品，實難與國家經濟安全相牽連。然中國在面對外資收購其境內企業時，往往涉入過多民族情感，因而將民族品牌之消滅認定為事涉國家經濟安全。「反壟斷法」之核心在於保護市場競爭、保護消費者權益，而非保護「民族品牌」，國家安全審查與「品牌問題」更無相關。本文以為，反壟斷執法機關應透過本案釐清此一觀點，此不僅有助於中國反壟斷法制之健全，亦可減少外資投資中國之疑慮。

⁹⁶ 相關觀點之提出如：李長久著，可口可樂收購匯源引發品牌國界思考，國際商報，2008 年 10 月 16 日，3 版；於兵兵著，民族品牌「隕落」路線：在「不幸」與「不爭」之間，上海證券報，2008 年 9 月 17 日，B7 版；又如中國權威財經網站新浪網於可口可樂與匯源發布公告後，舉行了網路調查活動，僅僅十天即有 46.2 萬人次參與，反對可口可樂收購匯源果汁之比例高達 79.4%，且 78% 之受調查者認為本案涉及國家經濟安全問題。

第六章 結論

1982 年諾貝爾經濟學得主 George J. Stigler 曾經指出，「綜觀美國著名大企業，幾乎沒有一家不是以某種方式，在某種程度上應用了兼併收購而發展起來的。企業併購既然如此廣泛地使用，那麼它必然存在著內在之優越性。」再加以日本經濟學家大前研一表示，中國在未來二十年內，將成為全新型態之政治與經濟實體，在政治領域及市場上將非常具有競爭力，而且是僅次於美國，但卻比其他國家更具主導力量之國際經濟與政治強權。結合此兩種觀點，顯見中國乃跨國企業擴張版圖不二選之地，往後外資於中國進行收購行為只會有增無減。本文即以此為出發點，研究外資於中國從事收購活動可能面臨之法律問題，希冀能為欲進入大陸市場之台資提供些許幫助。

首先宏觀的回顧中國證券市場與上市公司之特色。歷經改革開放後，中國企圖在計畫經濟體制下引入最富有資本主義色彩之資本市場，惟仍擺脫不了對國有企業控制之思想，對於股份制及資本市場功能與定位之認識不足，形成了股權分置現象。流通股與非流通股並存成為中國證券市場之最大特色，卻也成為中國證券市場與國際證券市場發展接軌之最大阻礙，同時也造成中國上市公司公司治理之莫大難題。2005 年 4 月間，股權分置改革開始進行，其目標在於將占證券市場三分之二之非流通股變為流通股，使未來中國證券市場之所有股票均可在證券交易所上市流通。這場自中國證券市場成立以來最重要的改革，對於外資收購行為亦當造成影響。

據本文研究分析後發現，股權分置改革開始進行迄 2007 年年底，上市公司之數量、市值、流通市值等均有顯著增加，且上市公司之籌資金額在股改後增加了 70%。就股權結構而言，股權分置改革進行後雖已使證券市場上 64% 之非流通股降低為 54% 之非流通股，惟已轉變為流通股之部分，仍有為避免市場擴張過

快之股改承諾如限售期等之限制，就仍為非流通股之部分，國有股之角色反而相形更具重要性。可謂目前中國證券市場之「全流通市場」仍處於一漸進之過程，不同於西方證券市場上「全流通」之意義，一股獨大之現象仍未獲得有效之改善。

中國自 1978 年改革開放以來，其資本市場雖逐步對外開放，惟囿於政策上之限制，外資於中國從事之收購行為多以間接方式為之，如本文曾提及之福特汽車與江鈴汽車收購案、韓國三星康寧與賽格三星收購案及阿爾卡特與上海貝嶺收購案等。直至 2002 年後，陸續公（發）布或修正如「公司法」、「證券法」、「合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法」、「上市公司收購管理辦法」、「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股的通知」、「外國投資者併購境內企業的規定」、「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」、「反壟斷法」等法令法規，外資於中國從事收購行為之法律環境方逐步完善。

其中，「公司法」、「證券法」之規定屬於對上市公司收購之一般性規定，如對於少數股東權益之保護，證券法則將上市公司收購分為要約收購、協議收購與其他合法方式之收購。2005 年證券法修正後，使部分要約收購具有可行性，外資於中國收購上市公司從此具有更多模式之選擇。2002 年 11 月中國引進 QFII 制度，並發布了「合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法」，對外資開放了 A 股市場，使符合一定條件之外資得直接投資於一定比例之 A 股；而後 2005 年年底，中國又引進所謂之「戰略投資者」制度，允許對於 A 股股份具有戰略意義之長期持有，QFII 和戰略投資者之相繼引進，象徵著中國資本市場向外資開放之重要里程碑，對於欲收購中國上市公司之外資而言，則有利於其做不同之策略規劃。「上市公司收購管理辦法」為中國第一部專門規範上市公司收購行為之法規，於 2002 年發布，2005 年修正。修正後之「上市公司收購管理辦法」引進財務顧問制度，使其身兼事前把關、事中跟蹤及事後持續督導之角色，同時，修正亦豐富了收購之方式及手段，明確換股收購之可行性，並呼應「證券法」之

修正，在強制要約收購之基礎上，增加了部分要約收購制度。2006年1月，「關於外國投資者併購境內企業之規定」公布，並於2006年9月8日開始施行，本法第12條規定，「外國投資者併購境內企業並取得實際控制權，涉及重點行業、存在影響或可能影響國家經濟安全因素或者導致擁有馳名商標或中華老字型大小的境內企業實際控制權轉移的，當事人應就此向商務部進行申報。當事人未予申報，但其併購行為對國家經濟安全造成或可能造成重大影響的，商務部可以會同相關部門要求當事人終止交易或採取轉讓相關股權、資產或其他有效措施，以消除併購行為對國家經濟安全的影響。」乃中國第一次就外資併購行為可能涉及之國家經濟安全問題為立法，從此規定亦可看出，中國一方面鼓勵外資戰略投資上市公司，一方面對於外資投資涉及之產業與國家經濟安全問題日趨謹慎，透過審批來加強對於國家經濟安全之監控，也使的外資在中國從事收購行為將面臨更大之不確定性。

由前述可知，中國涉及收購之規範龐雜，且效力位階多屬於由國務院及各部委發布之行政法規及部門規章，效力低於法律，亦低於以國務院名義發布之行政法規，拘束力較低。此外，每個法規均有其歸屬之主管部門，法規間有衝突時，即造成主管機關權限之衝突，往往也複雜化了外資尋求收購案獲得相關審批之程序。

現行「證券法」、「上市公司收購管理辦法」等主要將上市公司收購分為要約收購與協議收購兩種主要模式將以規範。惟由於目前中國證券市場上仍處於過渡於以非流通股為主之「全流通市場」，因此要約收購在實務上仍無操作成功之實際案例。而協議收購在操作上面臨之最大難題在於國有股之轉讓與定價。本文研究歸納向外資轉讓國有股法人股之相關規定，認為其原則主要在於需符合中國之國家產業政策，且不得因轉讓而使國有資產流失。就國家產業政策舉例而言，為了促進產業升級，中國鼓勵外商投資高新技術產業、裝備製造業，但對於一些中

國已掌握成熟技術之產業或已具備較強生產能力之傳統製造業而言，則不再鼓勵外商投資。「外商產業指導目錄」歷經了 2002 年、2004 年和 2007 年三次的修訂，外資亦可從此三個不同版本間窺探中國產業之政策發展及變遷方向。

「反壟斷法」於 2007 年 8 月 30 日公布，並於 2008 年 8 月 1 日起施行。該法施行後，往後外資於中國從事收購行為將面臨雙重審查，一為「經營者集中審查」，另一為「國家安全審查」。經營者集中審查即等同於我國公平交易法關於事業結合之審查，著重於市場競爭秩序之保護；國家安全審查則著重於國防安全、國家經濟安全等之保護。此二種審查為國際上慣行之作法，中國之審批卻往往形成行政之手介入之空間，本文以為，面臨「經營者集中審查」時，相關市場之界定至為關鍵，外資除需先從事市場調查自我評估外，亦可透過與相關機關緊密之溝通與聯繫，了解相關機關目前之看法，再為投資之決策；對於「國家安全」之審查，則需留心中國近期產業政策、外資政策之調整。

為免流於純粹法條之探討，本文選出三起具有代表性之外資收購中國上市公司具體案例，並檢視中國於 WTO 過渡期屆滿後對於外資是否已全面開放。由於過去中國積極引進外資，在資金已充足之情形下，中國開始重新檢視外資在中國經濟發展中的角色，並調整其引資政策。第一起案例-凱雷併購徐工案即巧合的遇上此一時間點，且由於徐工係工程機械產業，也引發了關於國家產業經濟安全之反對聲浪。收購案發展過程中，「關於外國投資者併購境內企業的規定」更是戲劇性的發布施行。由於本法第 12 條規定，「外國投資者併購境內企業並取得實際控制權，涉及重點行業、存在影響或可能影響國家經濟安全因素或者導致擁有馳名商標或中華老字號型的境內企業實際控制權轉移的，當事人應就此向商務部進行申報。當事人未予申報，但其併購行為對國家經濟安全造成或可能造成重大影響的，商務部可以會同相關部門要求當事人終止交易或採取轉讓相關股權、資產或其他有效措施，以消除併購行為對國家經濟安全的影響。」乃係對於外資啟

動國家安全審查第一次之明文規範，對於進行中個案形同投下一未知之震撼彈。由於條文中並未明確「影響國家經濟安全」之定義或判斷標準，使「國家經濟安全」與「民族情節」架接了連結點，商務部若否決本案亦具有規範之基礎。本案在遲遲未獲審批之情況下，凱雷最終在 2008 年 7 月宣布放棄入股徐工。

與凱雷併購徐工案相較，SEB 併購蘇泊爾案則相對順利許多。本案係「上市公司收購管理辦法」修正後首起以部分要約收購之方式收購上市公司之案例，同時也是「關於外國投資者併購境內企業的規定」實施後首次對外資併購展開反壟斷審查之併購案，因而別具代表性。SEB 與蘇泊爾之收購協議，綜合採用了協議轉讓、定向增發與部分要約收購三種戰略投資方式，三者互為條件，此種收購模式之安排亦值得其他外資深思。本案雖也引起同業對於涉及壟斷、危及產業安全之反對聲浪，然蘇泊爾所生產之炊具畢竟僅為家用民生產品，可貴的是，商務部並未因應反對聲浪之輿論，仍批准了此一收購案。

可口可樂併購匯源案為「反壟斷法」實施後第一起外資收購案，因而引起更多關注。本案已達經營者集中之申報標準並無爭論，而是否構成「反壟斷法」所規定的「具有或者可能具有排除、限制競爭效果」，則為本案能否通過審查之關鍵點。「反壟斷法」雖已提出六大判斷因素，惟對於相關市場應如何劃定則為目前最不確定之因素，因此本案審查理由與結果將可為往後之審查案件奠定相當重要之基礎，也是其他欲進入中國之外國投資者參考之重要案件。

總結而言，本文以為目前中國就外資收購其上市公司之制度面存在如下之缺失：

一、審批機關過於龐雜且欠缺效率

前曾提及，中國目前現行外資併購規範立法欠缺體系性，規範位階低且

內容不完備，此外，此些法規範中都有其歸屬之主管機關，也有相關需提出審批之事項。如涉及國有股法人股轉讓時由商務部、財政部、中國證監會負責審批；外資符合「關於外國投資者併購境內企業的規定」第 51 條下之反壟斷申報標準時，則需向商務部和國家工商行政管理總局報告；「反壟斷法」下之反壟斷審查則由反壟斷局和反壟斷執法機關為之等。報導即曾指出，中國內資企業為協議收購，平均審批期間約為十個月；外資企業收購之審批期限更長¹，如前文所提之凱雷收購徐工案，2005 年簽約至今已進入第四年，審批文件依然毫無音訊。

由此可知，提高審批效率為燃眉之急。併購市場上之商機瞬息萬變，雙方講求的是「快、狠、準」，惟審批監管機構卻無法提供「及時雨」。併購之審批鏈過長，過程不透明，標準不明確，且內線交易叢生，為在中國從事併購行為眾所皆知之重大風險。2006 年 4 月 OECD 發布研究報告針對目前外資併購法律環境做出建議，即力求中國應加強外資併購立法之整合以及規範和行政審批程序透明度之改善，整併現行外資併購規範，並呼籲其外資併購活動應回歸市場機制，減少政府干預將外資管理納入法制軌道，並以法律規範有效制約行政權，落實法制國家依法行政之原則²。

¹ 陳明健著，從物理併購到化學併購-青春期的併購市場，中國證券報，2008 年 9 月 9 日，A13 版。

² See Investment Policy Review of China 2006: Open Policies towards Cross-Border Mergers and Acquisitions, http://www.oecd.org/document/60/0,3343,en_2649_34893_36478140_1_1_1_1,00.html (last visited on 2008/12/07).

To address these issues and remove other obstacles to cross-border deals, the OECD recommends that China:

- Streamline the approval process for cross-border M&A and make it more transparent;
- Put in place a sound competition framework;
- Further open its capital markets to foreign investors;
- Encourage its firms to increase corporate transparency and provide more up to date and accurate financial information to make it easier to value a potential acquisition, especially regarding a firm's liabilities;
- Relax foreign ownership restrictions. In particular, revise existing catalogues that list the type of firms that can or cannot be acquired by foreign investors.

二、國家安全問題之釐清

由本文所提出之三起案例可知，國家安全問題幾乎是外資收購中國上市公司所必須面臨之共同話題，對於目標公司之其他競爭者而言，似乎也是用以打擊對方之最佳武器。然而審查機關以國家安全問題審查或限制外資進入時，應將國家安全限定在合理範圍之內，不能藉此將國家間之經濟問題泛政治化。若動輒以國家安全為由禁止外資與中國私人企業合理之商業行為，將成為另一種形式之投資與貿易壁壘，亦不利中國經濟之發展。

由上述案例亦可發現輿論多彰顯中國企業利用民族主義情結維護自身利益之意圖，如蘇泊爾生產之炊具、匯源生產之果汁僅為具有民生性質之產業，與國家經濟安全之連結性甚為薄弱，然此案例均可見有關外資收購此二企業將觸及國家經濟安全之言論。以國家產業經濟安全作為反對之論點，其不合理之處不言可喻，然由於審查機關身負可能危害國家產業經濟安全及造成國有資產流失之責任，而遲遲不審批，此由凱雷併購徐工案即可得知。

中國自改革開放後，外資競相投入，為求能迅速在中國站穩腳跟，外資進入中國之方式已以併購模式取代傳統之直接投資模式。中國則於 2001 年 WTO 五年過渡期期滿後，逐步開放其投資環境並致力於完善其併購相關法制。法制上雖仍有缺失，然此為一發展中國家逐步邁向成熟之必經之路；制度上雖有許多政策性風險，然任何投資活動都存在著風險與利益之考量。與中國市場之合作已是所有企業發展之不二方向，需要規劃的僅是何時以及如何進入之策略問題而已，本文對外資併購環境與法規之整理與研究，期能提供往後之投資者於評估法律風險時有所助益。然由於收購之操作涉及之面向相當廣泛，每一課題均可再作為深入研究之主題，本文惟恐見樹不見林，卻也因此若干章節內容之論述有蜻蜓點水

之憾，期許自己往後能再做更深入之研究。且鑑於學殖未深，見解也許多有不成熟之處，尚祈不吝斧正。



參考文獻

壹、中文文獻

一、我國專書（繁體）

1. Dan Briody 著，蔣宛如、吳國卿譯，私募股權基金凱雷政商遊走實錄，財訊出版社，2007 年 2 月。
2. 王文杰著，大陸上市股份之研究，行政院國家科學委員會補助專題研究計畫，2004 年 8 月。
3. 王文杰著，中國公司法制的變動及其修法方向，收錄於中國大陸法制研究，第十四輯，司法院出版，2005 年 1 月。
4. 王文杰著，外國投資者併購中國境內企業相關法制研究，收錄於中國大陸法制研究，第十六輯，司法院出版，2008 年 1 月。
5. 王文杰著，嬗變中之中國大陸法制，交通大學出版社，2008 年 6 月，2 版。
6. 王煦棋著，中國反壟斷法解析，收錄於中國大陸法制研究，第十六輯，司法院出版，2008 年 1 月。
7. 行政院公平交易委員會著，認識公平交易法（增訂 11 版），行政院公平交易委員會出版，2007 年 10 月。
8. 何之邁著，公平交易法專論，三民書局，1997 年 10 月。

9. 克雷等著，李田樹譯，合併與收購，哈佛商業評論，天下遠見出版股份有限公司，2002 年 10 月。
10. 張遠忠、劉家豪著，台資併購大陸企業決勝指南，創見文化，2006 年 8 月。
11. 富邦綜合證券股份有限公司編著，企業併購案例解析與法律實務，富邦綜合證券股份有限公司，2006 年 1 月。
12. 曾宛如著，證券交易法原理，2001 年 12 月，2 版。
13. 馮震宇著，公司證券重要爭議問題研究，元照出版，2005 年 5 月。
14. 黃志典著，貨幣銀行學概論，前程出版社，2008 年 5 月。
15. 黃偉峯著，企業併購法，元照出版有限公司，2007 年 10 月。
16. 勤業眾信會計師事務所，吳鑫會計師編著，企業併購事典，勤業眾信會計師事務所，2004 年 7 月。
17. 葉秋英著，跨國併購法制障礙之研究，行政院經濟建設委員會，2004 年 6 月。(委託理律法律事務所研究)
18. 薛明玲、廖烈龍、林宜賢著，企業併購策略與最佳實務，財團法人資誠教育基金會，2006 年 1 月。
19. 薛明玲編著，企業併購完全實務手冊，財團法人資誠教育基金會，2003 年 9 月。

二、中國專書（簡體）

1. 中國收購兼併研究中心編著，中國併購評論，機業工業出版社，2006年。
2. 中國收購兼併研究中心編著，中國併購評論，機業工業出版社，2006年。
3. 中國產業地圖編委會、中國經濟景氣監測中心編，中國產業地圖 2005-2006，社會科學文獻出版社，2006年。
4. 中國證券監督管理委員會編，2008年中國證券期貨統計年鑑，學林出版社，2008年8月。
5. 中國證券監督管理委員會編，中國上市公司年鑒 2007，中國經濟出版社，2007年12月。
6. 王文杰著，國有企業公司化改制之法律分析，中國政法大學出版社，1999年。
7. 王羽農著，跨國併購中的企業與政府，中國經濟出版社，2005年1月。
8. 王林清著，證券法理論與司法適用-新證券法實施以來熱點問題研究，法律出版社，2008年5月。
9. 史建三主編，石育斌副主編，中國併購法報告 2006年卷，法律出版社，2006年7月。
10. 史建三主編，石育斌副主編，中國併購法報告 2007年卷，法律出版社，

2007 年 7 月。

11. 史建三主編，石育斌副主編，中國併購法報告 2008 年卷，法律出版社，
2008 年 7 月。

12. 史際春等著，反壟斷法理解與適用，中國法制出版社，2007 年 10 月。

13. 任淮秀主編，兼併與收購，中國人民大學出版社，2006 年 2 月第 2 刷。

14. 全球併購研究中心編，2007 中國併購報告，人民郵電出版社，2007 年 5
月

15. 何清漣著，現代化的陷阱-當代中國的經濟社會問題，今日中國出版社，
1998 年 9 月 4 刷。

16. 吳偉央、賀亮、祁智源編著，跨國公司併購法律實務，法律出版社，2007
年 7 月。

17. 吳越著，歐盟證券法研究，法律出版社，2005 年 10 月。

18. 吳曉求主筆，股權分置改革後的中國資本市場，中國人民大學出版社，
2006 年 4 月。

19. 呂紅兵、李康著，股權分置改革的法律問題：律師觀點，法律出版社，
2006 年 7 月。

20. 李志強著，跨國併購法律實務，上海遠東出版社，2007 年 1 月。

21. 李國海著，反壟斷實施機制研究，中國方正出版社，2006 年。

22. 李壽雙著，中國外商投資法律環境與風險，中國法治出版社，2007 年 1 月。
23. 東方高聖投資顧問公司中國收購兼併研究中心編著，中國併購評論-新「上市公司收購管理辦法」特輯，機械工業出版社，2006 年 9 月
24. 姚戰琪著，跨國併購與國際資本流動，經濟管理出版社，2005 年 11 月
25. 郝光華著，公司法的本質-從代理理論的角度觀察，法律出版社，2006 年 7 月。
26. 孫效敏著，外資併購國有企業法律問題研究，北京大學出版社，2007 年 7 月。
27. 徐曉松著，公司資本監管與中國公司治理，知識產權出版社，2006 年 1 月。
28. 時建中主編，反壟斷法-法典釋評與學理探源，中國人民大學出版社，2008 年 2 月
29. 馬其家、李可佳、任歡編著，證券法原理·規則·案例，清華大學出版社，2007 年 6 月。
30. 商務部條法司編，尚明主編，中國企業併購反壟斷審查相關法律制度研究，北京大學出版社，2008 年 4 月。
31. 張盛懷著，中國上市公司控制權法律問題研究-缺陷與改良，法律出版社，2007 年 6 月。

32. 梅君著，中國上市公司併購規則，中國人民大學出版社，2005 年 2 月。
33. 符啟林主編，謝永江副主編，證券法理論·實務·案例，法律出版社，2007 年 6 月。
34. 許海峰著，外資併購，人民法院出版社，2005 年 1 月。
35. 郭道暉主編，當代中國立法（下），中國民主法制出版社，1998 年 11 月。
36. 陳岩、高翔著，中國證券市場有效開放論，經濟管理出版社，2002 年 9 月。
37. 陳忠謙著，上市公司收購，法律出版社，2007 年 3 月。
38. 彭進軍著，股份制企業兼併與收購，中國人民大學出版社，1999 年 1 月。
39. 楊華著，上市公司併購重組和價值創造，中國金融出版社，2007 年 2 月。
40. 葉林，證券法，中國人民大學出版社，2006 年 6 月第 2 版。
41. 葉軍著，外資併購中國企業的法律分析，法律出版社，2004 年 1 月。
42. 詹昊著，「反壟斷法」下的企業併購實務，法律出版社，2008 年 5 月。
43. 漆彤著，跨國併購的法律規制，武漢大學出版社，2006 年 11 月。
44. 漆彤著，跨國併購的法律規制，武漢大學出版社，2006 年 11 月。

45. 劉恒著，外資併購行為與政府規制，法律出版社，2000 年 12 月。
46. 鄭琰著，中國上市公司收購監管，北京大學出版社，2004 年 8 月。
47. 鄭學軍著，中國股市的結構與變遷，人民出版社，2002 年 6 月。
48. 謝文捷主編，外資併購 ABC，對外經濟貿易大學出版社，2003 年 5 月
49. 羅文志、望開雄、董寒冰、焦維編著，上市公司併購法律實務，法律出版社，2007 年 6 月第 2 版。
50. 羅培新、盧文道等著，最新證券法解讀，北京大學出版社，2006 年 2 月。
51. 關景欣著，公司併購重組操作實務，法律出版社，2007 年 3 月。
52. 蘇武康著，中國上市公司股權結構與公司績效，經濟科學出版社，2003 年 11 月。

三、我國期刊（繁體）

1. 王文杰著，二〇〇五年中國大陸公司法修正評析，月旦法學雜誌，128 期，2006 年 1 月。
2. 王文杰著，大陸 B 股股票發展的冷思考，實用稅務，315 期，2001 年 3 月。
3. 王文杰著，大陸國有企業的改革歷程與分析（下），律師會訊，4 卷 3

期，1999 年 6 月。

4. 王文杰著，大陸國有企業的改革歷程與分析（上），律師會訊，4 卷 2 期，1999 年 4 月。
5. 王文杰著，大陸證券市場的現況與發展，實用稅務，317 期，2001 年 5 月。
6. 王文杰著，大陸證券法之評析-立於法律位階的大陸新證券法探討，台北大學法學論叢，47 期，2000 年 12 月。
7. 王文杰著，不均衡發展下的中國法制，東吳法律學報，18 卷 1 期，2006 年 4 月。
8. 王文杰著，中國上市公司收購制度：立於體制結構上的檢視，萬國法律，146 期，2006 年 4 月。
9. 王煦棋著，中國大陸股權分置與上市公司併購之研究，台灣金融財務季刊，8 輯 2 期，2007 年 6 月。
10. 左大培著，去魅外資神話，禁止外資併購國企，中國與世界觀察，2006 年 3 期。
11. 何佳，中國證券市場的開放和發展，二十一世紀評論，100 期，2007 年 4 月。
12. 李智仁著，強制公開收購法制之發展與問題檢視，軍法專刊，2005 年 12 月。

13. 林上祚著，併購大陸國企入門功夫全公開，中國通財經月刊，2003 年 9 月。
14. 林泉源、李宏達著，兩岸證券市場國際化之政策思維及執行模式比較研究，遠景基金會季刊，8 卷 2 期，2007 年 4 月。
15. 林黎華著，英國強制收購制度之研究，證券暨期貨月刊，23 卷 2 期，2005 年 2 月。
16. 紀佳良著，強制公開收購制度之研究，研究與動態，第 16 期，2007 年 7 月。
17. 張書瑋著，當私募基金來敲門，會計研究月刊，260 期。
18. 郭大維著，我國公開收購制度之探討-兼論英美相關立法例，臺北大學法學論叢，第 65 期，2008 年 3 月。
19. 陳幼宜著，論公司併購之方式-以公開收購法律規範之檢討為中心，萬國法律，第 152 期，2007 年 4 月。
20. 陳真珍著，股票上市公司終結者-私募基金，會計研究月刊，260 期。
21. 曾宛如著，英國公開收購制度之架構，萬國法律，105 期，1999 年 6 月。
22. 蔡宏明著，大陸證券市場發展對兩岸經貿之影響，展望與探索，5 卷 1 期，2007 年 1 月。
23. 賴英照著，公開收購的法律規範，金融風險管理季刊，1 卷 2 期，2005 年。

24. 邊裕淵著，中國大陸金融深化之研究，遠景基金會季刊，5 卷 2 期，2004 年 4 月。
25. 蘇秀玲著，私募股權基金與融資收購問題初探，證券暨期貨月刊，25 卷 3 期，2007 年 3 月。

四、中國期刊（簡體）

1. 王丹著，股權分置改革的困境與出路，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2005），上海人民出版社，2006 年 3 月。
2. 王曉曄、伊從寬主編，競爭法與經濟發展，社會科學文獻出版社，2003 年。
3. 王曉曄著，中華人民共和國反壟斷法中經營者集中的評析，法學雜誌，2008 年 1 期。
4. 王曉曄著，我國反壟斷立法的框架，法學研究，1996 年 4 期。
5. 全萍著，從多維視角看中國股權分置改革的緊迫性，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2006），上海人民出版社，2007 年 5 月。
6. 吳小亮著，上市公司收購變法，財經，2005 年第 26 期。
7. 吳瑞著，試論外資併購領域中的反壟斷規制，法制與社會，2008 年 2 月。
8. 呂政君著，上市公司收購法律制度之完善，收錄於顧功耘主編，公司法

律評論（2003），上海人民出版社，2003 年 9 月。

9. 李驥、孫健敏、劉向陽、巴曙松著，關於國有企業股份制改革的實證研究，管理世界，2005 年 1 期。
10. 季曉南著，關於國有企業改制和整體上市，國有資產管理，2008 年 1 期。
11. 侯懷霞著，公司治理結構與中國國有企業改革，收錄於中國商法年刊創刊號，中國法學會商法學研究會編，上海人民出版社，2002 年 8 月。
12. 胡健著，反壟斷法中「經營者集中」的立法解讀，收錄於中國併購法報告 2008 年卷，法律出版社，2008 年 7 月。
13. 胡然著，全流通與國有股減持之辨，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2006），上海人民出版社，2007 年 5 月。
14. 苗俊傑，中國利用外資新信號，財經・金融實務，2007 年 9 月 17 日。
15. 徐可，併購市場冰火兩重天，財經・金融實務，2007 年 1 月 22 日。
16. 徐彥冰著，國有企業產權交易制度研究，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2005），上海人民出版社，2006 年 3 月。
17. 桑百川、李玉梅著，反壟斷法規制外資併購的效應分析，國際貿易，2008 年 5 期。
18. 馬淑芳著，論跨國壟斷併購的控制模式及法律基點，學術界，2008 年 2 期。

19. 常健著，回歸與修正：對公司本質的重新解讀-兼評「中華人民共和國公司法」的相關規定，法商研究，2007 年 1 期。
20. 張明亮著，外資收購國企的「風向標」—凱雷收購徐工機械案的法律分析，收錄於顧功耘主編，公司法律評論 2006 年卷，上海人民出版社，2007 年 5 月。
21. 張舫著，股權結構與上市公司治理，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2002），上海人民出版社，2002 年 11 月。
22. 陳珊著，要約收購的原則與管制，收錄於郭鋒主編，證券法律評論第四卷，法律出版社，2005 年 12 月。
23. 章彥英、解志勇著，我國反壟斷執法機構設置問題研究-以美國、德國為參照，國家行政學院學報，2008 年 2 月。
24. 黃蓓、胡然著，股權分置改革的進程及展望，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2006），上海人民出版社，2007 年 5 月。
25. 甄言著，國企改制三題，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2005），上海人民出版社，2006 年 3 月。
26. 趙旭東主編，公司法評論，2005 年第 4 輯，2006 年 4 月，人民法院出版社。
27. 劉小玄著，國有企業改制模式選擇的理論基礎，管理世界，2005 年 1 期。
28. 鄭彥著，平衡全流通補償問題的另類之道，收錄於顧功耘主編，公司法

律評論（2005），上海人民出版社，2006年3月。

29. 燕春、史安娜著，國有資產出資人制度批判與重構-從國資委到人民代表股東會，經濟法學、勞動法學，2008年6月。
30. 盧政平著，論要約收購的基本法律問題，經濟法學勞動法學，第4期，1998年。
31. 應鐘鈺著，股權分置改革若干法律問題淺析，收錄於顧功耘主編，公司法律評論（2006），上海人民出版社，2007年5月。
32. 譚智斌著，外資併購對我國宏觀經濟相關問題研究的影響及其對策研究，國際貿易問題，2006年第6期。

五、我國學位論文（繁體）

1. 王李明著，外資併購大陸境內企業的問題研究-以控制權為中心，東吳大學法律學系中國大陸法律碩士在職專班，2007年5月。
2. 林佑珊著，強制公開收購制度之研究，國立台北大學法學系民事法學組碩士論文，2007年6月。
3. 柳照遠，兩岸併購法制之研究，淡江大學中國大陸研究所碩士在職專班碩士論文，2004年6月。
4. 張恩成著，我國證券私募法制之研究-比較美國立法，國立高雄大學法律學系研究所碩士論文，2008年1月。

5. 陳香文著，論我國企業併購法制-以合併及收購為中心，國立高雄大學法律學系研究所碩士論文，2008 年 1 月。
6. 劉家華著，論中國外資併購之法規範研究-以國有企業與上市公司為中心，國立台灣大學國家發展研究所碩士論文，2006 年 7 月。
7. 鄭雅卉著，外資在中國併購之相關法律環境研究，國立交通大學科技法律研究所，2007 年 3 月。

貳、英文文獻

一、英文專書

1. Dan Briody, *The Iron Triangle: Inside the Secret World of the Carlyle Group*, John Wiley & Sons Inc. (2004)
2. Donald M. Depamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, 2nd Edition, Academic Press. (2005)
3. Harry G. Henn, *Law of corporation*, 2nd Edition, West Publishing Co.(1986)
4. Jerry Z. Li, *Investment in China- A Practical Legal Guide to Mergers and Acquisitions*, Law Press, China. (2007)
5. Michael Parkin, *Economics*, 8TH Edition, Pearson International Edition.(2007)

6. Patrick A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 2nd Edition, John Wiley & Sons, Inc. (2000)
7. Paul L. Davies, *Gower and Davies's Principles of Modern Company Law*, 7th Edition, Oxford University Press. (2003)
8. Paul L. Davies, *Introduction to Company Law*, Oxford University Press (2002).
9. Robert R Pennington, *Company Law*, 8th Edition, LexisNexis UK.(2001)
10. UNCTAD, *Cross-border Mergers and Acquisitions and Development 101* (U.N. Publication, 2000)

二、英文期刊

1. Andrew J. Lee, Seung Chong, *China's New Anti-monopoly Law Provides Valuable Insight Into Future Merger, Enforcement for Merger Lawyers*, 12 NO. 2 M & A Law. 11 (2008)
2. Chenxia Shi, *Competition in China's Securities Market: Reform of Current Regulatory System*, 3 Loy. U. Chi. Int'l L. Rev. 213 (2006)
3. Chenxia Shi, *Protecting Investors in China through Multiple Regulatory Mechanisms and Effective Enforcement*, 24 Ariz. J. Int'l & Comp. L. 451 (2007)

4. Eileen Francis Schneider, *Be Careful What You Wish For: China's Protectionist Regulations of Foreign Direct Investment Implemented in the Months Before Completing WTO Accession*, 2 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 267 (2007)
5. Jiong Deng, *Building an Investor-Friendly Shareholder Derivative Lawsuit System in China*, 46 Harv. Int'l L.J. 347 (2005)
6. Katharina Pistor & Chenggang Xu, *Governing Stock Markets in Transition Economies: Lessons from China*, 7 AM. L. ECON. REV. 196 (2005)
7. Norwood P. Beveridge, *Investing in China*, By Winston MA, Risk Books, London, 2006, 6 U.C. Davis Bus. L.J. 27 (2006)
8. Stoyan Tenev et al., *Corporate Governance and Enterprise Reform in China*, World Bank and the International Corporation. (2002)
9. Tom Album & Mary Beth Burgis, *Leveraged Buyouts: The Ever Changing Landscape*, 13 De Paul Bus. L.J. 109. (2001)
10. Wallace Wen-Yeu Wang & Jian-Lin Chen, *Bargaining for Compensation in the Shadow of Regulatory Giving: the Case of Stock Trading Rights Reform in China*, 20 Colum. J. Asian L. 298 (2006)
11. Wen-Chieh, Wang, *The 2005 Revision to China's Company Law*, Harvard China Review, Vol. 7, No. 1 (2006)

參、網路資料

1. 中華人民共和國外匯管理條例、結匯、售匯及付匯管理暫行規定

http://bylw.zfanwen.com/jingjiguanlibiyelunwen/20070503/615_1.htm

2. 中華人民共和國國家統計局 <http://www.stats.gov.cn/>

3. 中國上市公司資訊網 <http://www.cnlist.com>

4. 台灣證券交易所網站 <http://www.tse.com.tw>

5. 行政院金融監督管理委員會 <http://www.sfb.gov.tw>

6. 全國人民大會 <http://www.npc.gov.cn/>

7. 在華跨國公司限制競爭行為表現及對策報告

<http://www.wuxitax.gov.cn/show.aspx?id=10697>

8. 利用外資十一五規劃

http://cn.chinagate.com.cn/economics/2007-11/21/content_9267587.htm

9. 徐工集團官方網站 <http://www.xcmg.com/web/about.aspx>

10. 浙江蘇泊爾股份有限公司 2006 年年報

<http://gsgg.cninfo.com.cn/finalpage/2007-03-08/21308397.PDF>

11. 國家外匯管理局 <http://www.safe.gov.cn>.

12. 匯源果汁 2007 年年報

<http://www.huiyuan.com.cn/upload/1208758871170.pdf>

13. Recent Developments In China's Policies Towards Cross-Border Mergers And Acquisitions (M&A), Supplements to the 2006 Investment Policy Review of China, <http://www.oecd.org/dataoecd/1/26/37808943.pdf>

14. The Horizontal Merger Guidelines of 1992

http://www.usdoj.gov/atr/public/guidelines/horiz_book/15.html

15. The Foreign Investment and National Security Act of 2007 (2007 年外國投資和國家安全法)

[http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=110_cong_bills
&docid=f:h556enr.txt.pdf](http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=110_cong_bills&docid=f:h556enr.txt.pdf)

肆、報紙資料

1. 上市公司收購，升級版玩法更講究，中國證券報，2006 年 8 月 3 日，A7 版。

2. 中國資本市場外資併購大事紀，上海證券報，2006 年 7 月 4 日，A17 版。

3. 中國資本市場發展報告，中國證券報，2008 年 1 月 25 日，T02-T04 版。
4. 仇京榮著，對待匯源果汁被收購案應有更廣的法律思維，法制日報，2008 年 9 月 21 日，5 版。
5. 王小喬著，外資審批腐敗案調查，南方週末，2008 年 10 月 30 日，3 版。
6. 外商投資質量上升將推動規模再上新台階-訪商務部研究院外資研究部主任金伯生，上海證券報，2006 年 9 月 23 日，A2 版。
7. 外資併購：資本市場的長期利好，上海證券報，2006 年 7 月 4 日，A17 版。
8. 外資併購中無所不在的法律之劍-美澳外資併購中有關「國家安全」的立法現狀，國際商報，2008 年 10 月 20 日，3 版。
9. 兵兵著，民族品牌「隕落」路線：在「不幸」與「不爭」之間，上海證券報，2008 年 9 月 17 日，B7 版。
10. 李長久著，可口可樂收購匯源引發品牌國界思考，國際商報，2008 年 10 月 16 日，3 版。
11. 徐工細說引入凱雷原委，上海證券報，2006 年 6 月 21 日，A4 版。
12. 張世國著，可口可樂收購匯源案的相關「規制」研究，國際商報，2008 年 10 月 10 日，B5 版。
13. 張德斌著，股改背景下舉牌該何去何從-訪上海交通大學法學院教授李明良，中國證券報，2006 年 2 月 15 日，13 版。

14. 曾翔著，呼喚公平的權力結構和利益結構-論「流通股權再造」方案是併軌資本價格雙軌制的必要步驟，證券日報，2003 年 11 月 1 日，8 版。
15. 趙凌、趙小劍、王小喬、肖華著，一個商務部官員和律師們的隱密交易，南方週末，2008 年 9 月 25 日，3 版。
16. 鄭智楊著，外商 A 股併購的基本法律特徵研究，國際商報，2006 年 12 月 20 日，8 版。

