

國 立 交 通 大 學

科 技 法 律 研 究 所

碩 士 論 文

外資在中國併購之相關法律環境研究



A Study on the Legal Environment of Merger &  
Acquisition by Foreign Investors in China

研 究 生：鄭 雅 卉

指 導 教 授：王 文 杰 博 士

中華民國九十六年三月

# 外資在中國併購之相關法律環境研究

## A Study on the Legal Environment of Merger & Acquisition by Foreign Investors in China

研究 生：鄭雅卉

Student : Ya-Hui Cheng

指導教授：王文杰 博士

Advisor : Dr. Wen-Chieh Wang

國立交通大學

科技法律研究所



National Chiao Tung University

in Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master of Law

in

Technology Law

March 2007

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國九十六年三月

## 摘要

自二十世紀中葉開始，跨國併購已逐漸取代新設投資成為國際投資的一種主要方式，而外資併購在中國市場上方興未艾，最主要的因素在於中國滯後的法律環境，抑制了外資併購大規模地發生。另一方面，中國在新世紀初逐步開放對外資併購的法律限制，卻又缺乏一套完整的規制制度，使得外資迅速在中國「圈地」從而壟斷中國市場，進而造成威脅中國產業安全的可能。目前中國在外資併購議題上面臨最主要的兩個法律挑戰，即是法律環境的提升與政府規制的加強，且此二者緊密相連。本研究主要圍繞此二者進行相關討論。

第一章緒論的部分介紹本研究選題的動機及目的，以及本研究所採用的研究方法與限制，並對外資併購的法律概念加以界定，以便後續進行法律分析。第二章則簡介企業併購的國際浪潮與基礎理論，使讀者對此能有完整認識。第三章則綜觀中國對外資併購中國企業的政策演變與法律框架，勾勒出中國外資併購法律環境的整體型態，並整理出與外資併購相關法規，對中國現行外資併購法律環境作出框架性的展示，以此展開法律分析及評論。第四章針對外資併購的目標公司類型不同，分析其法律適用情形。第五章則轉向中國政府對外資併購的反壟斷規制議題探討，從中國產業政策與反壟斷法草案切入，說明其對外資併購行為的規制。第六章則為結論。

此外，由於中國將台灣投資者視為外商，故關於外資併購中國企業之規範於台商亦有適用餘地，因此本研究將於結論中總結外資併購中國企業所應注意的主要法律問題，以供台商赴中國投資之參考。

## Abstract

Cross-border Mergers & Acquisitions have gradually been a main international investment pattern around the global area, while still at the very beginning stage in China. One of the important factors for explaining the big gap is the Chinese traditional backward legal environment which restrains M&A transactions happening on a large scale in China. On the other hand, a sound regulating system has not been set up in China after gradually unloosening legal restrictions for M&A by foreign investors in this new century, which make it possible that foreign investors occupy and monopoly in Chinese market so that threaten Chinese industrial safety.

China's system of foreign capital M&A was basically established around China's accession to the WTO. It is insisted that the improvement of legal environment and strengthening governmental regulation are two supreme legal challenges when dealing with the issues of M&A by foreign investors in China. This study is to discuss and evaluate the main laws and regulations regarding the different selections of the M&A targets by foreign investors in China. It has six chapters to accomplish these goals.

Chapter one serve as an introduction to this study. It introduces the back ground for topic choosing, writing purpose and methods. Chapter two gives an overall review the history of transformation of M&A. Chapter three mainly studies the origin, gestation and initial establishment of the M&A system in the context of China's economic reform. Chapter four focuses on the specific three types of Chinese enterprises, analyzing the regulations for M&A by foreign investors. Chapter five turns to governmental regulation over M&A by foreign investors from the viewpoint of China's industrial policy and anti-monopoly. Chapter six provides conclusions of this study.

## 謝 辭

終於，完成了論文。「謝辭」之於論文，或許是出於格式上的要求，但一路走來，如果不是這麼多有形無形的支持與鼓勵，我一定會更辛苦。特別是這一兩年遭逢媽媽生病等變故，讓我除了學校的功課外，也無法迴避人生的功課，雖然有時真的好累好累，但閉上眼睛卻在心裡發現我所擁有的許多值得珍惜的情誼。

要謝謝我的爸爸媽媽，若少了他們對我付出的關愛，不會成就今天的我。要謝謝劉尚志所長，否則我將沒有機會在此寫這篇「謝辭」。要謝謝我的指導教授王文杰老師，不斷引導我思考論文進展的方向，並在百忙中抽空寄簡報給我，套一句全國電子的廣告詞「就感心」。也要謝謝另外兩位口試委員—鄭冠宇老師與許光泰老師，特別是許老師的建議將使我的論文修飾得更完整。

少不了要謝謝我身邊的一群好朋友。楊琨，北京大學的高材生，若沒有他熱心幫我蒐集許多中國資料，參考文獻不會那麼豐富；詩涵，除了是張羅口試當天這這那那的小幫手，也是我生活上的好姊妹；怡妃，我在科法所才深入認識的東吳學妹，總是誠摯地關心我的近況；彥群、佳山，總是不厭其煩地回答我關於電腦編輯的問題；彥程，在司訓所忙碌之餘對我的問候；遠翔，提供我至關重要的seminar報告許多寶貴的意見；還有珮綾、敏賢、偉立、若羚、GiGi、KCT，這一群在新竹理律工作並藉著互通有無增進情感的好伙伴；Shelly、詩銘、淑美、聖斌，豐富我在科法所課堂以外的記憶；明儒，嚇唬我要來當口試聽眾，企圖提出問題活絡氣氛的用心良苦；Fion，挨著晚回家會被媽媽念的風險也要教會我PPT的友情贊助；還有我的同窗舊友婉君、偉立哥、姿伶、靜儀、亦忻、柏燊、仁俊、Dale、喻閔、語恩及啟豪，謝謝你們在我身邊鼓勵我。這點點滴滴都在我心中。

最後，謝謝這一路陪伴或陪伴、或鞭策我的人。

畢業了，真好！

# 目 錄

章 節	頁 次
<b>第一章 緒論</b> .....	<b>1</b>
<b>第一節 研究動機與目的</b> .....	<b>1</b>
<b>第二節 研究範圍與方法</b> .....	<b>2</b>
<b>第三節 研究限制</b> .....	<b>4</b>
第一項 研究範圍之限制.....	4
第二項 研究方法之限制.....	4
<b>第四節 論文架構</b> .....	<b>5</b>
<b>第五節 重要名詞界定</b> .....	<b>6</b>
第一項 外資概念的界定.....	6
第二項 併購概念的界定.....	7
<b>第二章 併購之國際浪潮與基礎理論</b> .....	<b>9</b>
<b>第一節 併購思潮之沿革與發展</b> .....	<b>10</b>
第一項 第一次併購浪潮.....	10
第二項 第二次併購浪潮.....	12
第三項 第三次併購浪潮.....	14
第四項 第四次併購浪潮.....	14
第五項 第五次併購浪潮.....	15
<b>第二節 併購之理論與意涵</b> .....	<b>16</b>
<b>第三節 併購之研究學派</b> .....	<b>23</b>
<b>第四節 併購之動機分析</b> .....	<b>24</b>
<b>第三章 中國外資併購法制政策演變與現行法律框架</b> .....	<b>26</b>
<b>第一節 中國企業併購法制之演進</b> .....	<b>26</b>
第一項 中國經濟體制及產業發展階段概述.....	26

第二項 中國外資併購法制之背景分析.....	29
第一款 中國企業併購發展暨外資併購中國企業之背景.....	31
第二款 外資併購中國企業之法制發展歷程.....	36
第三款 中國加入 WTO 對外資法律制度之影響.....	47
<b>第二節 外資企業在中國併購之發展.....</b>	<b>52</b>
第一項 外資併購中國企業之動機分析.....	53
第二項 中國併購市場之特色與風險.....	55
第三項 影響外資在中國併購市場成敗之因素分析.....	60
第四項 外資併購中國企業之經濟效益分析.....	63
<b>第三節 中國外資併購法制立法現狀評析.....</b>	<b>65</b>
第一項 現行中國併購法律體系之基本框架.....	66
第二項 外資併購法規範之效力位階.....	70
第三項 中國併購法制存在的問題與對策.....	72
第四項 當前中國外資政策面臨之變化.....	81
<b>第四章 外資併購中國目標公司類型之法律分析.....</b>	<b>85</b>
<b>第一節 外資併購中國上市公司.....</b>	<b>86</b>
第一項 外資併購中國上市公司之規範法律分析.....	87
第一款 《公司法》、《證券法》中關於上市公司收購新規定.....	89
第二款 《外國投資者併購上市公司戰略管理辦法》 與《上市公司收購管理辦法》之適用銜接.....	97
第三款 《上市公司收購管理辦法》 與《關於外國投資者併購境內企業的規定》 .....	101
第四款 外資併購與《外商投資產業指導目錄》 及《指導外商投資方向規定》 .....	102
第五款 外資併購與 《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》 .....	102
第六款 外資併購與《上市公司收購管理辦法》及與之配套的 《上市公司股東持股變動信息披露管理辦法》 .....	103
第七款 外資併購中國上市公司法律規範之缺失.....	105
第二項 目標企業為上市公司之併購方式.....	109
第三項 外資併購上市公司之程序規範分析.....	115
第一款 併購前置階段 .....	115

第二款 併購合同階段.....	115
第三款 審批登記階段.....	116
<b>第二節 外資併購中國國有企業.....</b>	<b>119</b>
第一項 國有企業改革與外資併購.....	119
第二項 外資併購中國國有企業之規範法律分析.....	122
第三項 國有資產處置之特殊性.....	127
第四項 外資併購非上市國有企業之程序規範分析.....	129
第一款 併購前置階段.....	129
第二款 併購合同階段.....	130
第三款 審批登記階段.....	131
<b>第三節 外資併購外商投資企業之規範法律分析.....</b>	<b>133</b>
<b>第四節 涉及高科技產業併購之法律分析.....</b>	<b>136</b>
第一項 併購時對智慧財產權之正當調查程序.....	136
第二項 企業併購中影響智慧財產權評估範圍之因素.....	140
第一款 買方公司之策略目標.....	140
第二款 目標公司之核心競爭力.....	141
第三款 企業併購之交易模式.....	141
第三項 企業併購中對專利權之調查及價值評估.....	143
第一款 有關專利權之調查.....	143
第二款 專利權之價值評估.....	145
<b>第五章 外資併購中國企業之反壟斷規制.....</b>	<b>146</b>
<b>第一節 外資併購中壟斷審查機制之立法動因.....</b>	<b>147</b>
<b>第二節 外資併購中國企業反壟斷法律制度之具體設計.....</b>	<b>148</b>
第一項 關於「壟斷」之法律意涵.....	148
第二項 外資併購反壟斷申報審查制度.....	149
第一款 外資併購反壟斷申報審查機關.....	149
第二款 外資併購反壟斷申報之審查程序.....	151
第三項 外資併購壟斷行為禁止與排除制度.....	154
第四項 外資併購反壟斷適用除外制度.....	154
第五項 外資併購反壟斷域外效力.....	155
第一款 境外公司併購涉嫌壟斷申報審查制度之依據.....	155
第二款 法定應申報之境外併購.....	156

<b>第三節 關於完善中國外資併購反壟斷制度</b> .....	<b>158</b>
第一項 關於立法層面之分析.....	158
第一款 提高反壟斷制度之立法位階.....	158
第二款 關於看待外資併購與中國境內併購應否區別之問題.....	159
第三款 有無制訂《外資併購審查法》專法之必要.....	160
第二項 關於外資併購反壟斷申報制度之分析.....	161
第一款 有無建立事後申報相關制度之必要.....	161
第二款 關於申報受理機關之分析檢討.....	161
第三款 關於申報義務主體之分析檢討.....	162
第四款 關於申報標準之分析檢討.....	163
第五款 關於申報時機之分析檢討.....	166
第三項 關於外資併購反壟斷審查制度之分析.....	167
第一款 關於審查機關之分析檢討.....	167
第二款 關於審查內容之分析檢討.....	167
第三款 關於審查期限與程序之分析檢討.....	168
第四款 關於反壟斷豁免制度之分析檢討.....	169
<b>第六章 結論</b> .....	<b>172</b>
<b>參考文獻</b> .....	<b>180</b>
<b>附    錄</b> .....	<b>190</b>
<b>中國外資併購相關法規</b> .....	<b>190</b>

## 表目錄

表 1: 中國 2006 年 1-9 月外商投資企業進出口情況表.....	53
表 2: 外資併購成敗因素檢驗表.....	62
表 3: 本研究各目標公司類型及其規範表.....	69
表 4: 外資相關法律規範文件之法律位階.....	71
表 5: 外資併購中國上市公司規範表.....	88
表 6: 外資併購中國國有企業規範表.....	123
表 7: 外資併購中國外商投資企業規範表.....	135



## 第一章 緒論

### 第一節 研究動機與目的

併購是資本市場永恆的主題。以併購方式實現跨國經營及全球擴張已成為國際資本流動的主要選擇途徑，許多企業在全球化競爭壓力下，經生產經營目標調整到立足全球經濟，因此跨國併購比重日益提高，同時加快國際產業轉移步伐。而與台灣鄰近的中國挾其低生產成本及近年來外資政策放寬等優勢，經濟腳步逐漸大步邁開，成為新近產業轉移及跨國併購主要市場。過去長期以來，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要模式，然由於中國大部分行業產能過剩的狀態下，以 FDI 的模式發展空間將愈來愈小，加上亞洲其他國家如印度、越南等競爭壓縮下，使得 FDI 的資金流入中國放慢，外資轉以併購模式進入中國市場<sup>1</sup>；同時中國配合加入世界貿易組織(World Trade Organization，以下稱 WTO)入會承諾的過渡期於 2006 年年底屆期，利用外資的政策與法律將出現系統性的變化，在產業需求整合的時點上，外國投資者在中國進行併購已屬順理成章的現象。而隨著外國資金大幅湧入中國及其國際貿易自由化政策持續放寬，是以深度研究中國經濟發展體制背景與其對外資併購其境內企業的相關法制之呼應，即為企業投資中國首要關注之議題。

而儘管相關併購法規已逐步呈現完整趨勢，賦予併購活動適法基礎，而深度檢析中國外資併購法律規範及具體執行之內容，仍有許多闕漏及不足之處，本文將以中國特殊之經濟體制背景下，區別不同的被併購客體之目標公司類型，檢視因其不同定位在併購活動中有不同考量所導致相異的側重面向，及其不同的法律適用。而本文所欲探討的併購主體---外國投資者，在不同的企業併購行為中，適用不同的准入規範及門檻，此為外資進入中國併購時所面臨的最大問題。雖然中國大舉放寬外資准入限制，然而對於外資長驅

<sup>1</sup> 參照裴長洪、林江，〈跨境併購是我國利用外資的新形式〉，《國民經濟運行》，2007 年 1 月，第 1 期，頁 29-36。

直入亦有所戒備，外資併購似也未如預期般地順利，例如美國凱雷集團(Carlyle Group, 以下簡稱凱雷)收購徐州集團工程機械有限公司(Xugong Group Construction Machinery Co., 以下簡稱徐工)所衍生的議題受到高度關注即為著例。惟無論如何，對於中國外資政策調整方向及內容的掌握，乃係外資進入中國不可或缺的首部曲。

對於一個國家地區法律制度之研究動機起因於有使用的需求。無論從兩岸經貿往來逐年提升或立足於國際觀點，台灣皆無法忽視隔鄰大國的法制動向，甚而更因兩岸政經差異，更有必要對中國如何看待外資乃至其政策內容及其具體執行方式深入瞭解，便於事前妥善規劃併購事宜，以期使外資在併購中國境內企業對於總體投資環境的掌握，減少嘗試錯誤的成本浪費。因此本文期能兼顧學術與實用價值，對中國外資併購法制之議題上進行一完整研究，就學術性而言，雖然併購活動所涉層面廣泛且複雜，其中不乏與商學相關者，而本文則以法律面向作為研究出發點，配合中國經濟體制檢討目前外資併購規範內容，並評釋其規範有效性及立法論上的缺失；其次，在實用性上，有鑑於中國關於外資併購相關立法散見於「二級四類」<sup>2</sup>的規範叢林中，且對於內資外資採取內外有別的立法模式，使其法律適用複雜度增加許多，因此本文亦期能藉著對中國外資併購規範之檢視分析，增進台灣產業界對於中國外資併購市場脈絡的掌握及對規範的瞭解，避免投資中國的徒勞無功。

## 第二節 研究範圍與方法

由於企業併購議題之研究非屬創論，台灣自 2002 年 1 月 15 日通過《企業併購法》以來，國內對於企業併購之探討絡繹不絕，雖此具有影響性及研

<sup>2</sup> 中國於 2000/03/15 通過《中華人民共和國立法法》，將法律層級分為「二級四類」。所謂「二級」係指中央級及地方級的法律；所謂「四類」則為由全國人民代表大會及其常委會通過之法律(《中華人民共和國立法法》第 7 條)；國務院頒佈之行政法規(《中華人民共和國立法法》第 9 條)；並對於法律、行政法規、地方性法規、自治條例及單行條例、規章等頒佈程序皆有規範。

究價值，惟為免於研究失焦，又國內已有不少文獻就此討論，故本文未擬就此詳加探究；甚且跨國併購活動涉及本國及東道國雙方法律適用，本文將討論核心置於中國關於外資併購之規範內容，各外資之本國法規定均非屬本研究之核心範圍，以台灣投資者併購中國境內企業為例，台商須同時符合台灣及中國相關規範，惟本文側重於中國外資併購相關法規範，至於台商須符合何種條件始能前進大陸，則不在本文研究之列，合先敘明。

本研究採用之研究方法如下：

1. 文獻分析法：針對相關文獻見解予以蒐集、歸納、分析，作為本研究參考資料。本研究所蒐集之文獻，以中國大陸企業併購專書、期刊論文及官方法律文件為主，以深入凸顯中國議題；輔以若干台灣與外國文獻，藉著不同角度的觀察，審視中國外資併購立法之應然與實然面向。
2. 比較分析法：參酌外國立法例協助澄清法律適用上的爭議及闕漏，特別是在法制缺失的情形，可借重他國既有的考量與法制經驗，以期相通法理為討論基礎。就併購活動而言，中國企業併購之時程與規模雖不能與歐美已開發國家相比，然而搭配歐美等先進國家之併購法制作為比較基礎，有助於剖析中國外資併購法制之規範，並凸顯其特殊政經體制背景之特性。
3. 案例分析：關於外資併購相關政策之收與放，針對 2006 年在中國掀起廣泛討論之案例，於本文行文相關處進行對照，有助於說明中國當局實際作法及其調整。

## 第三節 研究限制

### 第一項 研究範圍之限制

本文係以中國關於外資併購相關規範為研究核心，並將併購目標公司限於中國上市公司、國有企業及外商投資企業這三種類型，蓋中國企業類型複雜，且配合外資在中國進行併購時的考量，目標公司之選擇多以此三者居多。

此外，外資併購中國企業涉及多方利益主體，本文在研究此一繁雜課題之際，有許多限制是必需的。第一：中國對於外資併購各類型的目標公司，相關部門發布之規範龐雜及其內容多樣性，為避免研究失焦，不允許鉅細靡遺之大範圍論說，而僅以其中與外資併購規範核心處為主展開論述，特別是相關規範間之矛盾與適用銜接；第二：省略某些次要問題，從宏觀角度出發並分析，省略與外資併購相關之中國會計規範體系、稅收環境與外匯管理，甚至是土地管理制度密不可分，而併購完成後外資尚須面臨企業文化差異之融合<sup>3</sup>與職工安置等問題；又企業併購涉及領域相當廣泛，包含法律、經濟、政治及社會各種面向，而且併購本質為一經濟行為，惟礙於研究者學習經驗有限，對經濟層面考量尚不深入，本研究無法完整逐一討論每一問題，僅以其中關於外資政策大方向及法律規範面向作為核心，探討其制度背景與衍生問題，此即本文在研究範圍上之限制。

### 第二項 研究方法之限制

本研究礙於現實環境之因素，在方法上最大的限制為實證研究之缺乏。

<sup>3</sup> 中國內各界對此有許多相關討論，請參照趙錦英，〈企業併購中的文化融合〉，《市場貿易》，頁 21；陳晶，〈併購企業文化整合探討〉，《商場現代化》，2006/02，頁 66-67；胡峰，〈論跨國公司在華併購中的文化整合〉，《廣東商學院學報》，2003 年第 2 期，頁 4-8；胡峰、劉海龍、金椿，〈外資在我國併購後的文化衝突與整合問題探析〉，《貴州財經學院學報》，頁 64-67；李文英，〈試論我國企業併購整合工作〉，《焦作大學學報》，2005/04 第 2 期，頁 42-44；徐彬，〈企業併購後的整合與協同〉，《北京理工大學學報》，2000/08，第 2 卷第 3 期，頁 71-74。

猶如台灣學者王文杰博士所言：「對一個區域的法制的研究不親自到這個區域去接受更高層次的背景教育，瞭解更全面的根源，考察一種具體制度發生作用的機制，接觸當地的法律工作者等等。畢竟，經驗的作用是不可替代的。<sup>4</sup>」而本研究過程中並無機遇前往中國深入探析其社會生活型態及其法制發展內容互動之變化，特別是中國外資併購法制尚未齊備健全的情形下，其詳細執行成效與相關數據資料亦僅流於形式統計，本研究亦將酌參並予以說明；此外，中國學術方面尚未建構全面的資料查詢系統，因此致使本研究無法取得全面的資料進行量化的研究分析，殊為可惜，就此實須有賴後續相關研究之補充，此為本研究之限制。

#### 第四節 論文架構

為求本研究之完整性，本研究共分為六章以探討中國外資併購法制之全貌，期能藉由本研究之整理分析與評釋，架構中國外資併購體系及其政府態度，進而供台商赴陸投資之參考。本研究之架構簡要說明如下：

第一章為緒論，說明本研究之動機與目的及研究方法、範圍與限制，並就重要名詞加以界定。第二章簡要說明企業併購國際浪潮之演變背景與基礎理論，此乃為建立讀者就西方國家關於併購活動發展理論之概念，並對照第三章以下專論中國外資併購法制，期使瞭解中國併購發展的獨特背景。

第三章第一節則以中國外資併購法制之政策演變與現行法律框架為中心展開論述，由其特殊經濟體制出發，探究外資併購法制發展的背景與階段，兼論晚近中國逐步實現加入WTO的入會承諾對外資併購所帶來的影響；第二節則簡要分析外資在中國投資之動機，及其併購市場之特色與風險等議題；第三節則鑑於中國現有外資併購規範層級不一，本研究特此整理其規範基本框架與效力位階，及中國因對外資政策之調整所面臨的法制變動趨勢。

<sup>4</sup> 參照王文杰，《國有企業公司化改制的法律分析》，中國政法大學出版社，頁7(1995/05)。

第四章以下為本研究之核心部分，亦即探討中國如何規範外資併購其境內企業，並依外資併購中國上市公司、國有企業與外商投資企業作為節次順序，探究其規範依據與內容之法律分析，並將 2006 年最新發布之規範與過去既有規範分析對照；本章最後兼論關於併購中國高科技產業時所應重視之層面。

第五章關於中國外資併購反壟斷法律規制，本研究從其簡略規範中釐清其反壟斷審查體系，並配合中國法制背景點出規範不足之處，呈現中國就此後續立法趨勢。最後於第六章作出結論，總結前述各章節之討論，提供筆者整理研究中國外資併購法制之淺見。

## 第五節 重要名詞界定

本文研究擬以外資併購為對象，故有必要就該名詞加以界定，以求本文討論範圍之精確。

### 第一項 外資概念之界定

所謂外資，係指從資本輸入國的角度出發而為觀察，對於外國投資(Foreign Investment)所使用的簡稱。一般通常在以下情形下使用外資的概念：其一係指外國的投資者<sup>5</sup>；另一則係指國外挹注的資金或資本<sup>6</sup>。結合上述二者，中國法律意義上的外資可界定為，外國投資者依據中國法律規定，為取得大陸企業之股權或其類似權益所投入之資本<sup>7</sup>。惟需要說明的是，本文中之

<sup>5</sup> 在中國大陸引進外資的實踐經驗中，原則上是按照投資者的國籍和住所來確認投資者的身份和投資的性質。

<sup>6</sup> 就中國大陸在此一外資含意上所使用者，並非泛指一切來自國外的資金或資本，亦非指一切外匯資金或資本，而必須與前述概念整合觀察，結合兩者而理解為外國投資者合法所有的資金或資本的統稱。

<sup>7</sup> 譚智斌，〈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。

外資不僅包括外國投資者，亦包含港澳台投資者<sup>8</sup>。

「外國直接投資」(Foreign Direct Investments)在經濟面臨全球化的過程中發揮了極大的功能。自 1990 年以後，外國直接投資已取代傳統獲取資本如向銀行貸款等方式，成為開發中國家經濟發展最重要的外部資本來源，而中國亦不例外。中國在改革開放以前的經濟活動基本上處於封閉狀態；惟自 1978 年確立「對外開放」以後，便開始制訂利用外資相關政策獲取國外資本以發展其經濟，自此邁入一個嶄新的發展階段。1992 年，中國實際利用外資額中，外國直接投資首次超過當年度的對外借款，其利用外資的資金結構發生根本性的變化。其後，隨著內地市場開發，外國直接投資的競相進入，中國逐漸成為開發中國家裡的第一大資本輸入國，僅次於美國；而依據聯合國貿易與發展會議於 2004 年 9 月發布的 2004 年世界投資報告相關資料及數據顯示，中國甚至在 2003 年首次超越美國，成為全球第一大資本輸入國，引進外國直接投資所帶動的經濟發展促使其經濟實力與影響力與日俱增。



## 第二項 併購概念之界定

關於國際浪潮上行之有年的 Mergers & Acquisitions 或 Take over，實際上並無統一的中文譯稱，文獻上有稱為「併購」<sup>9</sup>、「購併」<sup>10</sup>或「兼併」<sup>11</sup>等。

<sup>8</sup> 參照胡杰武、張秋生、王東合著，《外資併購中國企業實務指南》，中國經濟出版社，頁 7(2006)。原因如下：1. 港澳回歸後，對中國的投資仍列入外資統計範疇；2. 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投資公司，然後與中國的目標企業簽訂合同展開併購活動；3. 在以前的對外經濟貿易合作部，亦即現在的商務部外資統計資料中，港澳台對華投資均列入外資統計資料，且此三地區對華投資比重較大。

<sup>9</sup> 參照王文字，〈世界主要國家併購相關法律規定之比較〉，《經濟情勢暨評論季刊》，第 4 卷第 2 期(1998)；陳國慈，〈科技企業與智慧財產〉，新竹：國立清華大學出版社(2002)；謝易宏，〈企業併購的法律成本與風險〉，《中原財經法學》，第 5 期(2000)，劉紹樑，〈我國併購法制的蛻變與前瞻〉，《經社法制論叢》，第 32 期(2003)等，即以「併購」一詞稱之。

<sup>10</sup> 例如：劉瑞霖，〈企業跨國購併之法律規劃〉，《財經法律與企業經營》，台北：元照出版社(2002)；伍忠賢，〈企業購併理論與實務---跨世紀全球投資觀點〉，台北：新陸出版社(2000)；

而企業併購一詞乃屬集合名詞(catchall term)，包含數種不同的法律行為及各種併購過程中所運用之商業上、法律上不同效果之策略行為。

企業「併購」係指企業之間經由「合併」、「收購」或「分割」的手段以取得企業的控制權（經營權或所有權）之商業活動。其中「合併」係指兩個以上的企業體透過一定的法定程序結合為一個企業，部分或全部企業的法律人格歸於消滅，權利義務由存續或新設之企業所概括承受；而「收購」則係以購入股權、營業或資產的方式，取得被購入企業的控制權，而被收購之對象法律人格並未消滅；又「分割」係指公司將其營業或資產之一部或全部，讓與既存或新設之他公司，以進行組織再造之行為，至於原公司之法人格消滅與否皆可稱之。



---

馮震宇，〈高科技產業進行購併應注意的法律問題〉，《經濟情勢暨評論季刊》，第4卷第2期（1998）；吳思華，〈策略九說---策略思考的本質〉，台北：臉譜出版社（2001）等書即以「購併」一詞稱之。

<sup>11</sup> 例如方嘉麟，〈公司兼併與集團企業〉，台北：月旦出版社（1994）。

## 第二章 併購之國際浪潮與基礎理論

企業併購活動源於十九世紀末西方資本主義國家，從最原始型態的資本主義到自由競爭階段的資本主義，乃至於形成壟斷現象等各階段過程中，企業併購之形式由水平式整合<sup>1</sup>、垂直式整合<sup>2</sup>、多角化<sup>3</sup>而成為企業策略佈局之一環，同時因為網路科技之便利，地球一攤為平，世界經濟形成與往昔截然不同的發展面貌，全球化經濟模式打破以往以國家主權和地理疆界為限的經濟型態，跨國公司崛起進而由母國延伸至國外，跨國併購為世界經濟帶來一番新景象。宏觀來看，一個企業永續經營所追求的目標，莫過於持續不斷地成長，而企業併購則是公司擴張與發展之重要手段；微觀來說，以公司治理(corporate governance)的角度來看，企業成長方式一般可分為「內部成長」(internal growth)與「外部成長」(external growth)，其中策略聯盟(Strategic Alliances)<sup>4</sup>及併購則屬企業外部成長之主要方式<sup>5</sup>。職是之故，公司在面臨地球是平的所帶來的全球化競爭思維下，採取策略聯盟甚至是併購方式作為企業成長的手段，已是大勢所趨。



當然各種企業競爭策略有其不同特性且優劣互見，本文礙於研究範圍之限制，及併購活動歷經百餘年的變化演進，形成一較為繁複的法律規制對象，

<sup>1</sup> 所謂水平整合係指就將和自己企業所生產相同產品之相關企業作一收購、整合，以擴大產品和市場規模。

<sup>2</sup> 所謂垂直性整合，一般係指基於整體策略上的需要，進行產業上、中、下游之整合。以求穩定之零組件、原料、成品之供應來源，獲致更大之經濟規模，降低營運成本，獲取更高之利潤，以及分散經營風險於上、中、下游等考量；然而相對地亦增加大量增加固定成本及資本支出，同時亦愈深入該產業，因而降低未來轉換為其他產業之彈性，從另一層面來看，反而將風險集中至該產業。

<sup>3</sup> 在企業經營的多角化策略中，又可分為中心式(concentric)及複合式(conglomerate)。中心式表示新事業和本業關連度高，複合式則係指與本業無關。

<sup>4</sup> 所謂策略聯盟含意頗廣，學術上亦未有定論，惟其基本意涵不外係指兩個以上企業主體間之合作關係而言，亦即各企業體基於自身策略或動機，於研究、技術、生產、行銷各方面互相交換商業資源，以達其合作目的。

<sup>5</sup> 除了上述兩種主要企業外部成長方式外，實務上亦經常採行合資經營(joint venture)、技術授權(licensing)、技術移轉(transferring)、創業投資(venture capital)等企業競爭策略(competitive strategies)以達企業成長之目的。

在併購活動中，法律風險的評估與規劃相對重要，故僅就企業併購而為說明，以下各節分別介紹併購思潮之沿革與發展、理論及意涵與類型，並輔以各宗研究學派等派別介紹，期使讀者對國際上歷次併購活動相關背景得以完整認識，並於此基礎下探究外資併購在中國大陸之發展趨勢等相關問題。

## 第一節 併購思潮之沿革與發展

企業併購自十九世紀末發展以來，分別以第一次及第二次世界大戰為區分時點，隨後更因工業革命後興起的產業背景及二十世紀以來全球經濟因網際網路等科技變革帶來產業型態變化的影響，參閱一般文獻均對併購活動之興盛情形前後以五次國際併購浪潮稱之，而結合當時總體經濟環境及個別產業發展情況而各有不同的背景、成因及特點，此五種國際併購浪潮之區分意義在於審視總體經濟活動在西方奉行資本主義國家對於併購活動發展之脈絡，藉以全面瞭解併購活動發展的沿革，而後述之併購研究學派、理論暨併購之動機理論等，亦係基於過去併購思潮演變的背景下所萌生之研究探討。就本文主要研究中國大陸併購法制之面向而言，與一般西方國家過去的併購經驗有很大的差異，因此在論述中國併購法制之發展前，實有必要對奉行資本主義的西方國家過去踐行的併購活動經驗加以認識，俾能對照中國特殊政治經濟背景下併購法制發展現象，故茲介紹併購浪潮之演變過程如下<sup>6</sup>：

### 第一項 第一次併購浪潮

#### 第一款 環境背景

第一次併購浪潮發生於十九世紀末至二十世紀初，其高峰期間為 1898

<sup>6</sup> 參照干春暉，《併購經濟學》，北京清華大學出版社，企業併購叢書，頁 2-24(2004)。

年至 1903 年間。此一階段的併購浪潮被視為歷次併購浪潮中最重要的一次，不僅是由於企業壟斷現象首度出現，並因此波併購浪潮使得西方國家的工業發展逐漸形成現代化工業結構，對整個世界經濟的發展影響最鉅。

時值南北戰爭結束至二十世紀初，美國自由資本主義得以充分發展，並且開始向壟斷資本主義過渡，亦即此一時期，美國發生了第一次併購浪潮。當時主要仍以業內併購為主，企業藉此掌握了進行資本密集型的大規模生產的新技術，產生了美國鋼鐵公司(U.S. Steel)、美國橡膠公司(U.S. Rubber)、美國罐頭公司(American Can)、美國煙草公司(American Tobacco)、杜邦(Dupont)等大企業體<sup>7</sup>。由於當時主要的併購方式為水平合併，因此形成了產業過度集中的現象，主要集中於石油、鋼鐵、煙草等基本原料工業及礦業、化學、交通建設等產業，同時產生了對美國經濟結構性影響深遠的壟斷組織，特別是形成了 Cartel 後，運用美國鐵路網絡，使得物流通暢並降低運費，運輸網絡的便利帶動了經濟的迅速發展。



此一時期之初，併購活動仍只是發生於輕工業產業之中，惟行至世紀之交 1898 至 1903 年間的企業併購高峰時期，資本集中的現象則蔓延至美國各產業別中。由於此時期完成了美國大部分重要的現代工業化結構，國民經濟的集中化程度大幅提升，故被認為併購風潮中最重要的一次。

## 第二款 成因

十八世紀蒸氣機與各種機器的發明創造了使世界進入工業時代，到了十九世紀的下半葉，由於電力的發明與廣泛使用而產生了第二次產業革命，並自此跨入電器時代。由於各種機器設備和社會化生產發展的要求，集中資本的需求日增，為了達成規模經濟的目標，獲取獨占利益(Merger for Monopoly)，資本間相互併購自然成為形成大資本的必然產物。

同時，美國證券市場的形成亦促進了第一次併購浪潮，在併購的高峰期

---

<sup>7</sup> 參照吳芳銘,《購併成長—面對中國高速經濟成長的策略》,台北:時英出版社,頁 62(2006)。

間，將近 60% 的併購活動都是在證券市場進行的；同時銀行業的發展不僅解決併購所需的資金問題，並且往往由投資銀行作為併購活動中穿針引線的中介機構。

### 第三款 特點

這波併購風潮主要的貢獻在於促進美國基礎工程建設和生產技術進步，特別是在此次併購浪潮形成之前，一直沒有大規模的壟斷行為出現，自為工業革命以降最重要的產業重組階段，造就工業現代化與集中化，但同時因為壟斷式的結合，亦促成美國反托拉斯(Anti-trust)的立法<sup>8</sup>。

其次，以形成各產業壟斷公司為併購的主要目的，併購形式以同一產業別的橫向併購亦即水平整合(horizontal integration)為主，大量相同行業別的企業相互併購，集中同行資本，取得規模經濟效益；相對的，併購產生壟斷組織，降低市場競爭的程度，壟斷者便可獲得超額的壟斷利潤。

最後，聲勢日壯的企業推動了生產專業化、規格化等生產模式，企業組織結構由傳統走向現代，亦促進了企業經營與企業所有分離的現象。

## 第二項 第二次併購浪潮

### 第一款 環境背景

美國第二次併購浪潮發生於二十世紀二〇年代，時值第一次世界大戰結束經濟復甦成長階段。此次併購浪潮無論在數量或規模上，皆遠大於第一次

<sup>8</sup> 美國涉及對併購的法律規範，最早的是 1890 年的謝爾曼法(Sherman Act)以及 1914 年的克萊頓法(Clayton Act)，二者皆為聯邦法律對反托拉斯的規範。Sherman Act 主要規定禁止壟斷、意圖壟斷、聯合或共謀壟斷；而 Clayton Act 則僅只可能嚴重減少競爭或產生壟斷的合併或收購行為。參閱王文字，〈世界主要國家併購相關法律規定之比較〉，《經濟情勢暨評論》，1998 年 8 月，頁 68。

併購浪潮，且逐漸擴大的企業規模與壟斷的程度成正比關係，進而形成縱向一體化的企業組織結構。

縱使此一階段由於 Clayton Act 使得大企業的併購有所減少，但由於投資銀行的興起及證券市場的繁榮，促進併購活動的發展。此次併購多屬縱向併購亦即垂直整合(vertical integration)，調整了傳統生產與消費及供需型態，反而使得美國壟斷程度加劇，同時因受 1929 年的經濟大蕭條的影響而使此波併購風潮終結。

## 第二款 成因

基於戰後對於生產技術的強烈需求，且由於此一時期科學技術的突飛猛進，產生許多新興的資本密集型行業，且朝向重工業發展。一方面重工業需要大量資金作為後盾，另一方面則是以追求寡占利益(Merger for Oligopoly)、擴展市場為目標。

## 第三款 特點



此次併購風潮最大的特點即為併購方式的轉變，由橫向併購轉向縱向併購進行，許多大型產業開始進行垂直式的併購策略，其中以通用汽車(General Motor Corporation)為例，其併購了上下游的廠商，達到零件自給自足的生產方式；此外中小企業在這個階段的崛起，為了與大型企業相抗衡，遂由併購以壯大企業陣容。

其次，併購也是已經形成的壟斷公司繼續擴展規模的方式，因此此次浪潮相較第一次而言，無論是規模與資金皆更為雄厚。再且，第二次併購浪潮中，出現了工業資本與銀行資本相互結合滲透而產生金融資本的現象，亦即產業資本與銀行資本相互融合，金融寡頭於是興起，其金融資本實力將更有力量控制其他企業，在往後的美國經濟亦扮演了關鍵角色。

### 第三項 第三次併購浪潮

#### 第一款 環境背景

第三次併購浪潮發生在 1954 至 1969 年。在第二次併購浪潮結束後，受到世界經濟衰退與第二次世界大戰影響故，併購活動沈寂了一段時間，直到二十世紀五〇年代中期開始，在資本主義國家經濟復甦之下再次活躍。

#### 第二款 成因

二次戰後的國家多進行規模龐大的固定資本投資活動以復甦經濟，新興工業部門因此相繼興起，相對的引起鉅額資金的需求；因此第三次併購浪潮可謂是科學技術的進步、生產力發展，與戰後經濟繁榮交互影響下形成的。

#### 第三款 特點



此次併購形式與前兩次浪潮明顯不同之處在於，主要係以集團式併購 (Conglomerate Merger) 為主<sup>9</sup>，企業採行多角化成長策略，即併購與被併購企業分別屬於不同產業類別，且本次併購出現了小公司併大公司的現象；又許多企業開始進行海外併購策略，建立了跨國公司的雛形。

### 第四項 第四次併購浪潮

#### 第一款 環境背景

<sup>9</sup> 由於美國在 1950 年通過 Celler-Kefauver Act 補足了先前資產收購的漏洞(1914 年的 Clayton Act 明文禁止以股票收購的方式達成減低產業的競爭性，惟漏未規定資產收購方式)，因此水平及垂直併購方式在此時期未受重視，且由於集團式併購方式，逐漸有托拉斯的形成。以上參照陳錦堂、沈仰斌，《併購動機之理論與實證：以美國與亞洲之併購歷史為例》，available at <http://www.moea.gov.tw/~ecobook/cynex/sab12.htm> (last visited 2006/11/9)。

此次併購浪潮起源於二十世紀七〇年代後期，至 1985 年後為高峰期，且併購活動遍及所有西方已開發國家<sup>10</sup>。

### 第二款 成因

主要係起因於美國企業大型化後生產力衰退的問題，企業欲藉併購方式達到組織改造重組目的而進行經營結構的調整；又緣於 1981 年雷根政府實施多項解除管制措施，相形給予企業更大企業重組空間。此一階段併購行為涵蓋範圍廣泛，資金規模更為鉅大，併購手段所涉法規多樣且複雜，且由於併購普及於各西方已開發國家，因此產生涉及第三國的交易量大增的現象，造就跨國公司之崛起。

### 第三款 特點

綜觀此次併購風潮，其特點為交易額大幅提高且合併方式創新多元，開始出現舉債併購與重組併購等方式、槓桿收購盛行，跨國企業亦以對外投資形式向跨國企業型態發展，同時合併收購活動主要集中於商業銀行、投資銀行、保險、廣電等行業，充分反映金融行業之地位日益重要，造就以高度融資進行合併的型態，另外敵意併購(Hostile Merger)亦於此時期出現。

## 第五項 第五次併購浪潮

### 第一款 環境背景

九〇年代中期以後全球爆發了第五次併購浪潮，迄今仍尚未停止，且隨著世界經濟全球化的發展，企業多以併購作為擴大經營規模的策略，以增加

---

<sup>10</sup> 參照干春暉，前揭註 6，頁 13。

全球競爭力。此波併購熱潮並以全球市場為舞台，有稱為全球化併購浪潮<sup>11</sup>。

## 第二款 成因

除科技進步的因素外，此次併購浪潮的形成尚可歸因於各國在公共政策方面放寬了壟斷管制，使得企業得以打破行業內部市場規制，使相關產業內具有相同業務的企業得以合併；且在全球化經濟模式下，併購熱潮席捲至美國以外的歐洲與亞洲地區。

## 第三款 特點

與過去歷次併購風潮不同的是，此次參與併購的企業規模龐大，可謂是「強強聯合」<sup>12</sup>，無論是交易金額或企業規模皆創歷史新高，俾使企業競爭力迅速提高，著名之案例為美國線上(AOL)與時代華納(Time Warner)的合併案<sup>13</sup>。九〇年代以後的併購風潮至今仍然延續，對二十一世紀的全球經濟及產業發展影響甚鉅。



## 第二節 併購之理論與意涵

企業併購是透過經濟配合產業長期互動之結果，其意涵自因不同運作方式與操作類型而時有變化，且併購制度亦應結合當地政經情勢、社會文化背景因地制宜，暨因併購制度此一特性使然，本節擬就併購之意涵、理論及類

<sup>11</sup> 所謂「全球化併購浪潮」是指企業併購的影響力已跨越地域之限制，導致全球政治、經濟及文化均受到影響。參照王巍，《併購時代的旁觀測語》，北京華夏出版社，頁 175-77(2002)。

<sup>12</sup> 參照干春暉，前揭註 6，頁 22。

<sup>13</sup> 美國線上(AOL)於 2001/01/20 以 1,100 億美元併購時代華納(Time Warner)公司，並更名為美國線上時代華納公司(AOL Time Warner)，為美國企業史上規模最大的合併案。然此一傳統媒體與新媒體的「世紀聯姻」，由於整合上的困難以及受廣告收入陡降和會計違規調查衝擊故，兩年後市值損失高達 750 億美元，2003/09/18 該公司董事會決議，公司名稱剔除「AOL」字眼，無益宣布此一史無前例的合併案以失敗告終。參照聯合知識庫網站，<http://udndata.com> (last visited 2006/10/25)。

型予以統一說明，俾使一窺併購理論之全貌。

## 第一項 併購之意義

收購與合併(Mergers & Acquisitions，簡稱 M&A)，一般而言並非法律上用語，而係商業操作上認為不同企業間利用各種方式移轉資產、控制經營權等法律行為的統稱<sup>14</sup><sup>15</sup>。實際上而言，企業併購可能包括各種形式的公司合併、資產移轉、股份取得、營業讓與或營業合作聯盟等方式所進行的企業間之商業活動，因而對併購一詞的理解，往往因環境背景而異<sup>16</sup>。

就學理上而言，併購之意義則有廣狹之別，廣義泛指所有一切涉及企業控制權移轉與合作之行為；狹義則僅限於以取得股份、讓與營業及法規上之公司合併為手段之企業控制權移轉與合作行為<sup>17</sup>。

就用語上而言，我國企業併購法以「併購」一詞界定合併與收購活動<sup>18</sup>，中國方面則多以「購併」或「兼併」<sup>19</sup>稱之，惟近期在《關於外國投資者併購

---

<sup>14</sup> See Robert Charles Clark, *Corporate Laws*, Little, Brown and Company, 1986, at 401-02; 參照王文字，〈世界主要國家併購相關法律規定之比較〉，available at <http://www.moea.gov.tw/~ecobook/cynex/sab13.htm#p2> (last visited 2006/10/25)。

<sup>15</sup> 有關企業併購(M&A)之意義國內外論述皆甚為詳盡，參照李瑞瑜，〈企業併購策略及其相關法律規範之研究〉，東吳大學法律研究所碩士論文，頁 5(1993)。關於合併收購等經濟行為的名詞說法眾多，有稱之「併購」或「購併」，「合併與收購」、「結合」(Combination)，大陸多稱為「兼併」，美國多以「M & As」稱之，英國則以「Takeover」表示，惟其意涵並無太大歧異。惟亦有為文主張兼併、收購、合併、併購應從案例角度出發，在法律上予以區隔辨析，詳參賈丹林，〈公司兼併、收購、合併、併購法律辨析〉，《財經問題研究》，第 2 期，頁 76-79(2001/02)。

<sup>16</sup> 張朝棟，〈企業跨國併購法律規範之研究〉，東吳大學法律研究所碩士論文，頁 9(1994)。

<sup>17</sup> 參照王文字，前揭註 14；陳介山，〈兩岸公司法關於企業併購法制之比較〉，《國立中正大學法學集刊》第 9 期，2002 年 10 月，頁 211。

<sup>18</sup> 參照台灣《企業併購法》第 4 條第 2 款：「併購：指公司之合併、收購及分割。」

<sup>19</sup> 參見中國證券報 1996/04/06，〈有關上市公司收購、兼併(合併)名詞概念和政策法律問題的思考〉。

境內企業的規定》中則使用「併購」<sup>20</sup>，此外在《利用外商改組國有企業暫行規定》亦有以「改組」指稱。另在併購類型上有各種分類，本文僅就併購雙方行業關係對基本類型加以定義，蓋此分類在本研究第五章反壟斷規制對象有其意義，本研究對於其他分類則省略不論。

從事企業併購經濟目的通常是一個企業取得另一個營運中企業之經營權，將其直接、間接地納入自身或所屬企業集團中，而被併公司因而喪失獨立性<sup>21</sup>。而一般經營管理學者，依據企業執行業務型態和產業相關性為區隔變數，併購可分為水平式、垂直式、同源式與複合式<sup>22</sup>，分述如下：

### 一、水平式合併(Horizontal Merger)<sup>23</sup>：

又稱為橫向合併，基於強化企業在該產業市場中之領導地位，故而尋求同一產業中從事相同或類似業務性質的公司進行合併，透過集中採購原料或設備、共同參與研發和整合通路等運作模式，達成降低成本之目的，並使經濟規模(Economies of Scale)最大效益化，增強該企業競爭優勢<sup>24</sup>。簡言之，即同產業中兩家從事相同業務公司的合併，其目的在於確立或鞏固企業在該行業內的優勢地位，擴大企業經營規模，使企業得以在該行業市場領域佔有壟斷或領導地位<sup>25</sup>。

<sup>20</sup> 如 2003 年發布的《外國投資者併購境內企業暫行規定》及 2006 年 9 月 8 日正式施行之《關於外國投資者併購境內企業的規定》。

<sup>21</sup> 參照方嘉麟，《公司兼併與集團企業》，台北：月旦出版公司(1994)，頁 22。

<sup>22</sup> 參照謝文捷主編，《外資併購 ABC》，北京：對外經濟貿易大學出版社，頁 20(2003/05 第一版)；張秋生、王東編著，《企業兼併與收購》，北京：北方交通大學出版社，頁 19(2001/11 第一版)。

<sup>23</sup> 係指同產業中兩家從事相同業務之公司的合併行為。例如 1998 年德國汽車 Daimler Benz 併購美國 Chrysler，1999 年我國元大證券公司與京華證券公司合併案，2000 年英國第二大藥廠 Glaxo Wellcome 與大三大藥廠 Smithkline Beecham 宣布合併成為全球最大製藥公司，主要目的均係為了維持競爭優勢或扭轉競爭劣勢而為。

<sup>24</sup> 參照王鍾渝，〈策略聯盟與購併〉，available at [http://203.70.66.186/pdf/seminar\\_2003\\_05\\_02.pdf](http://203.70.66.186/pdf/seminar_2003_05_02.pdf) (last visited 2006/10/25)。

<sup>25</sup> 參照吳芳銘，前揭註 7，頁 18。例如台聚收購亞聚，兩者主力產品同為低密度聚乙烯、德國賓士汽車集團收購美國克萊斯勒汽車公司，另關於台聚收購華塑企業，參照林正雄，〈企

## 二、 垂直式合併(Vertical Merger)：

又稱縱向合併，係指在同一產業中，上游企業與下游企業結合，故合併公司可視情形需要，利用價格的制訂規劃利潤的方向<sup>26</sup>。其目的在於落實組織專業化生產和實現產銷體系的整合<sup>27</sup>。垂直式合併又可分為向前整合(Forward Integration)<sup>28</sup>與向後整合(Backward Integration)<sup>29</sup>兩種類型。

## 三、 同源式合併(Congener Merger)：

係指兩家處於相同產業中，但業務性質分屬不同領域，且其並無業務往來之公司合併行為，以追求在該產業中的全面領導地位。同源式合併是企業尋求新的收益和利潤的方法之一，比起內部發展及複合式合併風險較小，惟在進入前應審慎評估目標公司之競爭環境。

## 四、 複合式合併(Conglomerate Merger)：

又稱混合式併購或多角化合併，指不同產業別、公司業務性質不同的公司間的合併，以分散投資、落實多角化經營，降低企業風險，達到資源互補、優化組合、擴大市場活動範圍等目的<sup>30</sup>。

---

業併購後續整合之研究—以台聚集團併購華塑企業為例》，中山大學企業管理學系研究所碩士論文，頁 4(2003)。

<sup>26</sup> 王鍾渝，前揭註 24。

<sup>27</sup> 如 1993 年世界最大製藥默克(Merck)公司收購美國最大藥房連鎖店 Medco Containment Service 成為最大的藥品製造及配銷公司。

<sup>28</sup> 向前整合(Forward Integration)係指同一產業中下游公司與上游公司間的合併，企業欲追求低成本的原物料供應而採取併購上游原料供應商的策略，下游公司因而掌握上游原料穩定的供貨來源與控制權。

<sup>29</sup> 向後整合(Backward Integration)係指上游企業藉著併購下游企業掌握行銷通路或市場資訊，以取得固定的銷售管道，降低行銷風險所運用的策略，如 1996 年永豐餘造紙合併中華印刷廠為例。

<sup>30</sup> 例如 2001 年美國線上公司(AOL)以換股方式與時代華納(Time Warner)達成合併案。詳參方向明主編，李玉玲、程雲傑編譯，《世紀併購》(A Big Merger of the Century)，三聯書店香港有限公司出版，專論美國線上公司(AOL)與時代華納(Time Warner)之合併，頁 1-197。

## 第二項 併購之理論

茲將學理上關於併購理論簡要整理如下<sup>31</sup>。

### 一、效率理論

該理論認為企業併購之發生旨在改善資源配置，提高企業經營效率，包含業績成長和利潤增加等面向，而提高效率的因素主要為：

(一) 規模經濟：認為擴大經營規模可以降低平均成本<sup>32</sup>。而併購的綜效<sup>33</sup>亦即在併購之後企業所增加的效率超過各個組成部分的效率總和。

(二) 管理效益：經濟學家 Williamson 和 Klein 提出企業管理效率之高低為併購活動主要考量因素之一。如前所述，效率理論強調企業併購後帶來的管理水準提高對於經營成效的影響，故認為企業管理效率的高低為併購之主要因素<sup>34</sup>，此理論又可以細分為：

1. 效率差異化理論(Differential Managerial Efficiency Theory)<sup>35</sup>：

<sup>31</sup> 參照伍忠賢，《企業併購聖經》，遠流出版社，頁 33-41(2001)；柳照遠，〈兩岸併購法制之比較〉，淡江大學中國大陸研究所碩士在職專班碩士論文，頁 30-32(2004)。

<sup>32</sup> 平均成本下降的規模經濟可經由工廠大量生產，以及生產專業化而致；另可由公司在研究發展、行政經營管理及財務管理帶來的經濟效益中達成。

<sup>33</sup> 所謂綜效係指企業併購後的總體價值大於併購前公司的個別價值，參照 C. Scharf, E. Shea and G. Beck, *Acquisition, Mergers, Sale, Buyouts & Takeovers: A Handbook with Forms*, 1991, p.3, 92. 轉引自劉瑞霖，〈企業跨國併購之法律規劃〉，陳長文等合著，《財經法律與企業經營---兼述兩岸相關財經法律問題》，頁 155。

<sup>34</sup> 認為由於企業間存在管理效率的差異性，方而產生併購的動機。

<sup>35</sup> 此理論必須具備以下兩個前提：

(1) 併購公司有剩餘的管理資源，且必須透過併購方能充分應用。  
(2) 目標公司可由外部管理人員的介入而改善其非效率化管理方式。

且此理論通常運用於相關性產業，蓋因具有相同專業基礎故。

即指相同產業間之水平式併購，往往係經營效率較高之企業併購經營效率較低之企業，並藉此產生綜效(或稱協同效應/Synergy)。此理論假設該併購方之公司得以藉此改善目標公司之效率<sup>36</sup>。

## 2. 無效率管理理論(Inefficient Management Theory)<sup>37</sup>:

此理論的前提認為市場是無效率的，故管理效率低落的企業希望藉由外部介入的併購方式尋求改善經營管理效率的機會。

## 二、代理理論(Agency Theory)<sup>38</sup>

此理論由國外經濟學者所提出，認為當管理者只擁有公司一部份股權時，便會產生代理問題。而由於代理問題的存在，影響的併購的動機如下：

### (一) 成長極大化假說(growth max hypothesis)<sup>39</sup>

此說認為於企業所有權與經營權分離的代理結構之下，企業不再遵循利潤最大化原則，而傾向以併購擴大企業規模，不重視提高利潤盈餘，此種合併動機對於股東財富並無實質增加，故又稱為「規模極大化假說」<sup>40</sup>(Size Maximization Hypothesis)。

<sup>36</sup> 又有稱之為「管理綜效假說」(Management Synergy)，即收購方經營團隊有多餘的資源和能力得以投入目標公司的管理之謂。

<sup>37</sup> See Hannan T.H. & S.A. Rhoades, *Acquisition Targets and Motives: The Case of the Banking Industry*, *The Review of Economics Statistics*, 69, 67-74(1987).

<sup>38</sup> 此說亦稱為管理者主義(Managerialism Theory)，源自於企業經營者與企業所有者間利益不一致所致，亦即公司治理問題中所存在的代理成本(agency cost)的部分。

<sup>39</sup> 此說係穆勒(D.C. Mueller)於1969年所提出，惟此說於1970年由 Levellen & Huntsman 所做的實證研究發現相反結果而備受挑戰，亦即發現經營者的報酬與企業投資收益或利潤率有關而與公司規模或銷售額無關。See Levellen, W.G, and B. Huntsman, *Managerial Pay and Corporate Performance*, *AMERICAN ECONOMIC REVIEW*, 60, pp.710-20(1970). 轉引自林新，《企業併購與競爭規則》，北京：中國社會科學出版社，頁75(2001)。

<sup>40</sup> 參照伍忠賢，前揭註31，頁31(2000)。

## (二) 傲慢假說(hubris hypothesis)<sup>41</sup>

此說認為企業經營者基於擴張企業版圖的企圖心，而在併購決策過程中高估了已被市場評估過的目標公司，而堅持以較高、卻自認為合理的價格去併購目標公司，產生「正數評價誤差」(positive valuation error)<sup>42</sup>。

## (三) 自由現金流量假說(free cash flow hypothesis)<sup>43</sup>

此一理論源自於前述之代理問題，主張在自由流動現金的利用上，管理者和股東間存在著衝突，而併購將導致自由現金流量<sup>44</sup>的減少正好降低股東和經營管理者間的摩擦，因而降低代理成本。

### 三、 價值低估理論(undervalued hypothesis)

此理論認為併購活動之所以發生，主要是因為低估了目標公司的價值所致<sup>45</sup>，亦即當目標公司的市場價值(market value)由於某些因素未能反映其真實價值(true value)或潛在價值(potential value)時，將導致併購活動。

<sup>41</sup> 16. Gilberto, M.S. and N.P. Varaiya, *The Winner's Curse and Bidder Competition in Acquisitions: Evidence from Failed Bank Auction*, JOURNAL OF FINANCE, 44, 59-76(1989); 22. Pettway, R. and J.W. Trifts, *Do Banks Overbid When Acquiring Failed Banks*, FINANCIAL MANAGEMENT, 14, 5-15(1985).

<sup>42</sup> 所謂「正數評價誤差」係指在合併估價理論中，以較高於市價的價格併購入目標銀行，其購入價格與市價的差額稱之。

<sup>43</sup> Michael Jenson 於 1984 年提出，詳參李伶珠，〈中美兩國企業購併動機差異之理論研究〉，政治大學會計研究所碩士論文，頁 50-52(1991)；伍忠賢，前揭註 31，頁 24-25；林新，前揭註 39，頁 78-80。

<sup>44</sup> 所謂「自由現金流量」(Free Cash Flow)係指公司的現金在支付所有淨現值為正的投資計畫後所剩的現金量。

<sup>45</sup> 一般而言目標公司主要有以下情形可能造成公司價值被低估：

- (1) 經營管理能力並未發揮應有潛能；
- (2) 併購方公司擁有外部市場所缺少的訊息；
- (3) 由於通貨膨脹等因素造成資產的市場價值與重置成本(replacement cost)間的差異。

available at

[http://big5.china.com/gate/big5/edu.china.com/zh\\_cn/examine/mba/mbanews/90138/20031127/11577192.html](http://big5.china.com/gate/big5/edu.china.com/zh_cn/examine/mba/mbanews/90138/20031127/11577192.html) (last visited 2006/10/27)。

### 第三節 併購之研究學派

併購在學術研究上，區分不同學派，而每個學派所關注的議題重心各異，解釋上亦略有差異，茲將其簡述如下<sup>46</sup>：

#### (一) 資本市場學派(The Capital Market School)

研究關注於企業併購後股東權益的變化，亦即以創造併購價格及目標公司之股東權益為研究核心，通常以事件研究方法探究併購宣告前後在資本市場上對併購雙方股價之變化為主。此學派研究之立論依據為效率市場和資產定價模式。

#### (二) 策略管理學派(The Strategic Management School)

此派關注焦點於收購標的相關性與併購成效間之關係，以及企業合併後財富創造之效果，但以探討企業主體之創造價值為主要內容，重視策略對一企業併購行為的影響與衝擊為何<sup>47</sup>。

#### (三) 組織行為學派(The Organizational Behavior School)

此學派注重併購前後組織行為之變化，例如組織之整合、員工與組織互動如何等議題。此學派認為併購後若要求取長期性的成長，唯有透過程序管理、有效溝通等方式回應員工的疑慮與期望始可達成<sup>48</sup>。

<sup>46</sup> See Hampsagh, P. C. & Jemison, D. B., *Managing acquisition-creating value through corporate renewal*, New York: Free Press.

<sup>47</sup> 策略管理學派認為經濟規模、產業範圍、市場力量皆可透過併購作為其企業成長策略，並進而使企業創造績效。但此學派之研究理論因其組織結構上的變數尚存爭議，例如市場佔有率多寡、組織相對大小、組織先前之併購經驗、企業關係變數、企業生命週期等因素，皆影響併購手段如何選擇及策略之擬定，並因此而衍生更多相關研究。

<sup>48</sup> 另有主張文化適應理論(culture acculturation)指出，兩個不同組織文化下交互影響所產生的行為改變和文化相容性(culture fit)可以降低員工在企業文化差異上的壓力，以平緩合併之整合。因外資併購中國企業過程中，難免遭遇文化差異問題，故本研究對併購研究學派加以介

#### （四）程序觀點學派(The Process Perspective)

此學派自併購後整合程序之管理觀點出發，探討如何避免交易過程中可能失誤，並認為適當的管理對併購後企業的組織調適有益，更能達成綜效的實現，惟綜效實現尚須仰賴其他方面的配合，如管理效率、組織整合等。

### 第四節 併購之動機分析

以財務觀點來看，併購的動機或動因<sup>49</sup>為何，才是經營決策者決定發動併購的主因，多數論者認為企業採取併購通常具有多重動機與目的(multiple motives)，傳統上關於企業併購動機理論(Motives Theory)之探討，大體可由併購結果是否對股東財富有所增進而區分為企業價值極大化(wealth maximization)與非企業價值極大化(non-wealth maximization)的動機理論，多分為以下三種類型的主要動機<sup>50</sup>：



（一）經營動機(Economic Motives): 主要係認為企業併購行為的產生主要在強化企業之經濟績效表現<sup>51</sup>。

（二）經營者個人動機(Personal Motives): 此類併購乃源於經營者將其視為個人利益，以滿足個人權力慾望<sup>52</sup>。

（三）策略動機(Strategic Motives): 策略動機著重在提升市場佔有率等擴張市場的目的，提高營運綜效而取得市場控制力及獲取新的原物料等資源。

---

紹，併予說明。

<sup>49</sup> 台灣相關著作所稱者為「動機」；中國相關著作則稱為「動因」，合先說明。

<sup>50</sup> 參照伍忠賢，前揭註 3131，頁 37。

<sup>51</sup> 此類動機包含有增加利潤、達成經濟規模、降低成本等藉著併購活動取得市場上優勢競爭地位等目的。同前註。

<sup>52</sup> 例如藉由公司銷售率提升而增加經理人自身聲譽或薪資報酬，而有圖利自身的情形者。

由以上理論可知，企業併購過程是複雜而多元的因素互相交雜而成的，理論之間並無彼此互斥的情形，而併購動機理論乃在瞭解企業背後的策略意圖，最終仍在於追求企業綜效，併購後並得以藉此分析各種動機成因對綜效實現的滿意度。



### 第三章 中國外資併購法制政策演變與現行法律框架

企業併購源於西方資本主義及發展歷程詳如前述，自工業革命以降一百餘年的發展，經由近代全球化的經濟浪潮而影響各國財經與法律政策；由於中國與西方國家截然不同的政治與經濟政策背景，現正處於由計畫經濟轉向市場經濟體制轉換的交替時期，因而欲瞭解中國企業併購之法制，有必要就其經濟發展程度、市場結構調整等面向加以認識。本章擬先介紹中國經濟體制及其產業背景，後論及企業併購法制演進背景、發展環境，暨說明外資併購中國企業之情形，並歸納中國境內企業併購之類型與特色，簡要分析外資併購中國企業之動機，俾使外資進入中國市場前得以充分瞭解其市場背景。

#### 第一節 中國企業併購法制之演進

中國企業併購法制之建構乃伴隨市場經濟發展所衍生，在傳統計畫經濟體制影響下，社會資源分配與產業結構調整皆係透過國家統一計畫予以實現，與西方國家在市場經濟成熟運作與資本主義發達的情形不同，故欲探討中國企業併購法制有必要先認識其經濟體制改革發展之沿革，俾以瞭解專屬於中國併購法制之問題，乃係源於經濟體制轉軌過程中不可避免之矛盾與衝突，故本節就其經濟體制加以介紹，兼論此經濟背景下其外資併購法制之發展。

##### 第一項 中國經濟體制及產業發展階段概述

中國以社會主義立國，在建立政權之初，為達成烏托邦共產主義社會，經濟政策係以公有制為主的計畫經濟，對社會經濟生活所需之一切生產資料

進行全國性的集中控制與分配<sup>1</sup>，勞動產品僅為社會統一分配之對象，而非交換客體；自 1953 開始實施「前蘇聯式的計畫經濟」，將整個社會經濟的運作納入一個總體計畫中，並在 1954 年第一屆全國人民代表大會制訂的第一部《中華人民共和國憲法》中，規定國家將由新民主主義向社會主義過渡<sup>2</sup>。

1978 年以前，嚴禁私營經濟活動，早期的企業組織型態為「全民所有制」，並無資本主義下企業型態的存在空間，直至 1976 年文革結束，以鄧小平為首的中共領導階層為解決經濟困境，準備導入屬於自由經濟市場下關於利潤及市場的觀念，並開始推動對內改革對外開放之政策；1978 年 12 月中國共產黨召開「中共中央第十一屆三中全會」<sup>3</sup>，確立了改革開放政策，始邁向經濟與產業政策的轉型之路，而中國就經濟體制的改革採取漸進式的增量改革模式<sup>4</sup>，由 1979 年至 1984 年間以計畫經濟為主，過渡至有計畫的商品經濟，並以市場調節機制為輔，逐步向社會主義市場經濟靠攏<sup>5</sup>。



<sup>1</sup> 參照王文杰，《嬗變中的中國大陸法制》，新竹：國立交通大學出版社，2004 年 12 月，頁 119。

<sup>2</sup> 參照 1954 年第一部《中華人民共和國憲法》，由第一屆全國人民代表大會通過，是中國第一部社會主義憲法，這部憲法把中國在過渡時期總任務的具體步驟以立法呈現，其序言中指出「從中華人民共和國成立到社會主義社會建成，這是一個過渡時期。國家在過渡時期的總任務是逐步實現國家的社會主義工業化，逐步完成對農業、手工業和資本主義工商業的社會主義改造」。

<sup>3</sup> 全會公報指出：「實現四個現代化，要求大幅度提高生產力，也就必然要求多方面地改變同生產力發展不相適應的生產關係和上層建築，改變一切不適應的管理方式、活動方式和思想方式，因而是一場廣泛、深刻的革命。」參見《三中全會以來重要文獻選》上冊，北京人民出版社，1982 年，頁 4。

<sup>4</sup> 參見李鐵映，〈社會主義市場經濟理論的形成和重大突破---紀念中國共產黨第十一屆三中全會 20 周年〉，《經濟研究》，1999 年第 3 期，頁 4。

<sup>5</sup> 此為 1982 年中國共產黨第十二次全國代表大會(十二大)中提出之經濟體制方針，將計畫分為指令性計畫與指導性計畫，在維持公有制之外並開放個體經濟、私營經濟、城鄉合作經濟、中外合資經濟、外資獨營經濟等多元的所有制形式，形成多元經濟體制並存的現象，當時環境背景下雖然對於市場的認識尚屬侷限，但已係計畫經濟體制中一大突破。而 1984 年中國共產黨第十二屆三中全會通過《中共中央關於經濟體制改革的決定》，明確提出社會主義經濟是在公有制的基礎上的有計畫的商品經濟，以要求發揮及強化市場機制的作用、按照市場規則來改革計畫經濟體制為其基本精神。且 1984 年中國共產黨第十二屆三中全會通過《中共中央關於經濟體制改革的決定》，明確提出社會主義經濟是在公有制的基礎上的有計畫的商品經濟，以要求發揮及強化市場機制的作用、按照市場規則來改革計畫經濟體制為其基本

中國在社會主義政治、經濟體制的背景下，私經濟活動長期受到政府干預而壓抑。1978 年改革開放後，一改過去計畫經濟體制下「閉關鎖國」、「排斥外資」的政策<sup>6</sup>，開始積極引進外資、利用外資作為經濟改革之助力。自 1980 年開始階段性地採取「經濟特區→沿海開放城市→沿海經濟技術開發區→內地」的「梯度發展策略」，此種改革開放政策導致產業經濟部門的制度變遷與外資的直接投入，並提升區域的經濟發展，相繼成立深圳、珠海、汕頭、廈門等四個經濟特區，更於 1984 年批准十四個沿海城市與所屬的十三個經濟技術開發區，使得境外投資者藉此進入中國產權市場，成為中國外資併購活動之濫觴。

隨著中國經濟體制的改革，計畫經濟體制與市場經濟相互消長作用下，普遍存有因兩種制度並行而生的矛盾之處，且中央與地方政府間亦存有實質利害衝突，畢竟經濟體制與思想觀念之興革並非易事，且關於證券、金融等資本市場在中國處於發展階段，中國尚以嚴密之行政管制手段監管，因此與完全的市場機制還有一段距離；然而，在中國對外經濟不斷開放並放寬外資准入的條件<sup>7</sup>，以及經濟水準逐漸提高、內部投資環境逐步改善、國有企業改革等產業策略<sup>8</sup>等誘因下，中國外資併購制度逐漸形成。

在由傳統的計畫經濟過渡到市場經濟體制的過程中，「雙軌制」是中國轉型過程中所採取的特殊制度安排<sup>9</sup>，此種以「增量改革」<sup>10</sup>由傳統向現代轉型的模式，同時也反映在法律的制訂上，例如將境內企業區分為內資企業與外

---

精神。

<sup>6</sup> 參照王泰銓，《中共對外經濟貿易法最新版》，台北：五南出版社，頁 527(2004)。

<sup>7</sup> 特別是中國加入 WTO 後，隨著中國執行包括《與貿易有關的投資措施協議》(Agreement on Trade-related Investment Measures, 簡稱 TRIMs)在內的 WTO 各項規則而逐步開放外資投資領域，優化投資環境，提供了外商更為廣闊的投資空間。

<sup>8</sup> 為提升國有企業的生產效率，逐步進行產權轉讓制度的試點，對國有企業產權經營方式進行改革。

<sup>9</sup> 參照王文杰，前揭註 1，頁 130。此為 1979 年至 1993 年間中國所實施的漸進式“增量改革”（體制外優先改革）戰略的一個重要特徵。「雙軌制」簡單地說即是指同時存在體制內和體制外兩種價格體制，隨著體制外價格機制的逐漸發育、壯大，最終讓體制內價格喪失其顯赫地位，逐步退出歷史舞臺。

<sup>10</sup> 王文杰，前揭註 1，頁 132，或有稱為「漸進改革」。

資企業而適用不同規定，且關於市場經濟通常係由規範層級較低的行政部門以法位階較低的規章試行後，藉著行政靈活彈性的特性累積問題與經驗，俟其運作成熟後始由全國人民代表大會制訂法律頒行。至於企業併購法律制度，更是高度市場經濟體制下的產物，然而在中國關於併購市場的問題，則基於其特殊的立法背景，自不能免於政府的調控。

## 第二項 中國外資併購法制之背景分析

中國在 1978 年改革開放前所發生的併購活動多屬強制、無償性質的行政併購，僅用以因應國有企業改革組織改造的政策，並非市場經濟概念下運作之併購活動，分析此時期的併購活動多帶有強制意味，通常為中國政府以所有者的身分介入，真正市場機制下的併購活動少之又少<sup>11</sup>。改革開放後，計畫經濟逐漸朝向市場經濟過渡，併購始因應國企改革策略所伴隨的市場需要而生，並隨著改革深化不斷成長，利用外資成為經濟發展與國企改革的重要戰略。又 1988 年第七屆全國人大會議明確將「鼓勵企業承包企業，企業租賃企業」和「實行企業產權有條件的有償轉讓」作為加強經濟改革的重要措施，並在同年通過《全民所有制工業企業法》<sup>12</sup>，其中第二條明確規定「企業的財產屬於全民所有，國家依照所有權和經營權分離的原則授予企業經營管理。」爾後企業對於國家授予管理的財產享有占有、使用及處分等權利，國有企業正式走向合併政策的改革方向，企業間的合併活動也由政府主導的無

<sup>11</sup> 分析改革開放初期的併購活動特徵如下：

1. 併購數量少，且通常僅發生於少數城市裡的少數企業。
2. 政府干預與企業自願併購同時存在。一方面在企業間因優勢企業欲擴張其規模，而與長期虧損的企業均有自願結合的意願，從而使併購機制得以發展；此外由於政府係以所有者的身分積極介入，使得併購活動同時帶有強制色彩。簡言之，由於政府依據產業政策而以所有者身分進行干預、引導、牽線，以促成併購活動。
3. 併購之動機多係為消彌虧損企業。
4. 併購之方式多為承擔債務或出資購買。

參照彭進軍，《股份制企業兼併與收購》，北京：中國人民大學出版社，頁 47-49(1999/01 第一版)。

<sup>12</sup> 參照《全民所有制工業企業法》(1988/04/13 第 7 屆全國人大通過，1988/08/01 施行)。

償式合併轉向符合市場機制的自願性合併，其背後之基礎即係落實以民營化為導向的改革<sup>13</sup>。

而回顧自 1978 年改革開放後中國併購法制發展的歷史可發現，併購活動在中國的發展可謂獨樹一幟，無法單以國際併購浪潮興盛與否加以評論。實際上在 1999 至 2000 併購熱潮後，全球合併與收購數量大幅減少，原為併購發源地的美國及歐洲等西方國家之併購活動出現萎縮的現象，然而同一時期的中國併購活動卻一枝獨秀，在亞太地區的併購交易額數量持續成長並居於領先地位，此時期的併購活動之所以活躍，主要受益於宏觀經濟良好、併購管制鬆綁及戰略併購興起等因素；其次，加入 WTO 後中國逐步開放市場亦相對促進管制放鬆，民營資本和外國資本在特定的產業別中成為併購市場逐漸成長的力量<sup>14</sup>；此外，由於不規範的財務性併購備受爭議，同時產業整合成為中國國內多數產業的戰略選擇，亦推動併購市場日趨成熟<sup>15</sup>。

至於 2001 年以後之所以造成併購交易活絡之原因可歸納為：



<sup>13</sup> 參照周小知著，《兼併收購與企業擴張》，北京：中國勞動出版社，頁 83(1999/06 第一版)；張秋生、王東編著，《企業兼併與收購》，北京：北方交通大學出版社，頁 59(2001/11 第一版)；黃速建、胡玲編著，《企業併購方略》，廣州：廣東經濟出版社，頁 31(1999/12 第一版)。

<sup>14</sup> 外資併購主要之目標行業與中國加入 WTO 之開放進程息息相關。包括：

1. 目前關稅和非關稅壁壘較高的行業，例如汽車業和化工業等。以汽車業為例，在過去一直受到高關稅和進口限量的雙重保護，雖然中國汽車行業與外資合作在加入 WTO 之前已經展開，但加入 WTO 後將進一步與國外資本融合。如上海汽車與美國通用和德國大眾，天津汽車和日本豐田，江鈴汽車、長安汽車和美國福特之間多種形式的技術合作、股權轉讓以及合資引進等，樹立了外資成功介入中國企業的典範。

2. 先前禁止或嚴格限制外商投資的服務行業，包括公用事業、商業、金融服務業、電信業、其他服務業等。這些行業在中國具有巨大的市場，因此這些行業的中外合作在近幾年成爲熱門焦點。

3. 短期內一些限制較寬鬆的行業，例如中國於入會時承諾給予外資公司完全的分銷和貿易權，使得外資得以直接進入運輸、批發和零售等領域，而零售商業是中國加入 WTO 後最快最先向外資全面開放的領域，由於該行業市場進入門檻較低，國內的商業企業布點較多，具備了一定優勢，有機會發生較多的外資併購，目前已經出現第一百貨與日本八百伴、西單商場與臺灣太平洋百貨的併購等。

參照王巍主編，，《中國併購報告 2004》，北京：人民郵電出版社，頁 100-104(2004/04)。

<sup>15</sup> 參見人民網網頁：<http://www.people.com.cn/BIG5/jinji/35/159/20021107/860689.html>，張金鑫，秦耀林，崔永梅，〈併購走進新時代：前 10 月上市公司併購分析〉，最後瀏覽日 2006/11/1。

1. 總體經濟與產業結構的轉變；
2. 國企改革與股份制的深化；
3. 全球化戰略佈局以及加入 WTO 後所面臨的挑戰等因素。

惟此時併購並非外資進入中國的主要方式，所占境外投資(FDI)總額的比例僅約有 6%，此一現象表示此時期的外資併購仍存在許多障礙，詳細原因參見本章第二節所述。以下各款擬介紹中國企業併購發展的背景及歷程，自 1978 年鄧小平揭示改革開放以後，為中國企業併購孕育了發展環境，故 1980 年開始，陸續出現併購案例，並於 1980 年代末期出現第一波高潮；進入 1990 年代以後，企業併購活動加速增長，自 1992 年興起第二波高峰，1997 年開始則進入另一波熱潮。

#### 第一款 中國企業併購發展暨外資併購中國企業之背景



1978 年 12 月的中共十一屆三中全會為社會主義經濟建設定了調，使中國經濟發展進入新的發展階段。中國首先開始實施以效益為中心的產業組織結構調整和企業技術改造措施，並於改革開放初期實施「關、停、併、轉」<sup>16</sup>的政策，實為企業重組和產業結構轉型的契機，埋下中國併購活動的引線。初期由於人力成本低廉，故吸引國際間勞力密集產業進駐，中國便逐漸成為所謂的「世界工廠」<sup>17</sup>。而後，隨著中國社會消費能力的提升，也促使其廣

<sup>16</sup> 所謂「關、停、併、轉」係指政府對經營不善、長期虧損或產品無市場的國有企業勒令其關閉、停產或被兼併、轉產。此為國有企業改革實現資產重組的一種重要方式。關：即是關閉工廠，造成閉廠的原因又可分為兩類：(1) 外部原因一般指政府或主管部門根據國家法律指令工廠關閉；(2) 內部原因是指企業由於破產或其他原因由企業領導人決定關廠。停：即企業暫停生產，主要是因為產品沒有市場，防止產品堆積浪費資源；併：即企業間的兼併或合併實現資產重組，其中一個企業的產權轉讓給另一企業；轉：轉產，分為部分轉產和全部轉產兩種。部分轉產是從事多角經營的企業收縮無市場無優勢的產品，集中力量生產自己的優勢產品；全部轉產是指企業轉行，生產的產品由一個行業轉向另一個行業別。參見 <http://www.tdctrade.com/correspondence/dictionary/htmlpage/18000181.htm> (last visited 2006/11/01)。

<sup>17</sup> 綜合學術界、企業界之意見，比較一致的觀點認為，所謂「世界工廠」，是指一國製造業尤其是重化工業的生產能力、產品開發能力、技術創新能力、經營管理水平及市場銷售份額

大的內地市場受到國際間的重視，成為各方矚目的焦點；企業邁入快速成長的階段，迅速擴張其規模，卻也同時發現許多企業因固守的經營方式而無法適應市場開放後的變遷而連年虧損，醞釀了企業併購的客觀環境。

隨著改革深化，中國併購發展是在國有企業改革、市場經濟改革、產權制度改革聲浪中的產物。國有企業的改革來自於經營績效低落且負債沈重的企業，在「讓權放利」政策下逐步走向利潤合理分配機制，並在管理機制上予以強化，建立現代化經營模式，並在改革開放的政策驅動下，由單純的計畫經濟體制轉與市場經濟體制接軌，並開始遵從價格機制，走向商品經濟，進一步向市場經濟轉型。

此一背景相對帶動利用外資的政策制訂，在利用外資的方式中，外資併購與傳統的「綠地投資」(Greenfield Investment, 指合資或獨資等新設公司的外頭投資方式)相較，具有進入時間快、成本低、投資金額大、投資方式靈活等特點。自 1990 年以來，外商對中國直接投資的方式開始產生變化，利用外資的形式也逐步由傳統的合資合作方式轉為利用外資併購，並與全球跨國併購的國際環境息息相關，面對亞洲其他國家如印度及越南以 FDI 吸引外資之競爭條件下，導致外國直接投資之模式呈現飽和狀態，且衡酌各種利用外資方式中，以併購模式較傳統以「綠地投資」(Greenfield investment)，更具有節省時間成本之優勢，並可透過產業規模及特性選擇適合之目標公司，使投資方式更為靈活，故外資併購將成為下一波中國吸引外資的主流方式，此與中國國民經濟結構的戰略性調整、優化環境資源和改善公司治理結構具有重大意義。而在中國併購法制發展脈絡下，配合市場逐步開放等條件，茲將外資併購中國企業之原因背景整理如下：

---

在世界市場上佔有舉足輕重的地位，工業製成品出口位於世界前列，其產品的生產和價格影響著世界市場的供求關係，價格變動及發展趨勢。又根據比較利益理論，中國接受已開發國家的產業梯度轉移是符合比較利益原則的。中國的優勢是充裕的勞動力及廣大的國內市場，而資本、技術要素相對短缺。經濟全球化及加入 WTO，為中國提供了一種契機，即在充分利用國內資源的同時，可以通過國際經貿合作更多地利用國外資源和市場，將中國經濟與國際市場相聯接，加速中國經濟的發展。參見〈中國「世界工廠」之路〉，  
[http://www.tdctrade.com/report/top/top\\_041106.htm](http://www.tdctrade.com/report/top/top_041106.htm) (last visited 2006/11/02)。

## (一) 跨國併購之興起與發展

隨著中國改革開放深化及投資環境日益完善、廣大的內需市場潛力等經濟態勢吸引了許多世界著名的跨國公司登陸進行大規模投資，自 1990 年代以來，跨國併購<sup>18</sup>已成為跨國公司對外直接投資主要方式<sup>19</sup>，惟 911 事件後世界經濟陷入低潮，國際資本的流動明顯降溫，但由國際資本流動之結構調整看來，跨國併購仍是最主要的投資方式<sup>20</sup>。

因此，隨著經濟的持續高速成長，中國對於尋求市場主導型的外國直接投資者變得更具吸引力，並成為跨國公司在金融服務業和高技術產業投資的熱點地區<sup>21</sup>，相對地亦是外資在中國進行併購活動的背景原因之一。

## (二) 外資併購中國企業之契機

### 1. 國際經濟情勢與資本流動的結構性變化促進中國外資併購的發展

中國作為一個轉軌的新興市場國家，在歐美整體的市場條件與投資環

---

<sup>18</sup> 跨國併購主要係指跨國企業、金融機構等投資主體出於某種目的，通過一定管道與支付手段，依法取得外國企業部分或全部股份或資產，從而對其經營管理實施實際完全的控制活動。參照趙立敏、楊士富等，〈論跨國併購引資方式在我國存在的問題與對策〉，《遼寧工學院學報》，第 6 卷第 6 期(2004/12)，頁 20。

<sup>19</sup> 根據聯合國貿易及發展會議(UNCTAD《世界投資報告》統計，世界跨國併購 1996 年突破 2000 億美元，為 2270 億美元，占當年跨國直接投資額 3861 億美元的 59%；2000 年突破 10000 億美元，為 11438 億美元，占當年跨國直接投資額 13930 億美元的 82%。參照裴長洪、林江，〈跨境併購是我國利用外資的新形式〉，《中國工業經濟》，2007 年 1 月，第 1 期，頁 29-36。

<sup>20</sup> 2006/10/16 聯合國貿發會議發佈的《2006 年世界投資報告》指出，2005 年全球外國直接投資流入量連續第二年增長，達 9160 億美元，比 2005 年提高 29%，其主要的原因是跨國併購增多，反映了跨國公司在企業利潤增加和股票市場復甦之後所做的戰略選擇。中國再次成為全球發展中國家最大的外國直接投資目的國，流入量增至 724 億美元。其中中國金融服務業流入的外國直接投資猛增至 120 億美元。統計顯示，全球前三位元的外國直接投資接受國依次為英國、美國和中國。參見貿易發展委員會國際經貿服務網，《2006 年世界投資報告》：[http://www.cnfi.org.tw/wto/all-news.php?id=3955&t\\_type=s](http://www.cnfi.org.tw/wto/all-news.php?id=3955&t_type=s) (last visited 2006/11/2)。

<sup>21</sup> 同前註，《2006 年世界投資報告》指出，在 2005 年，發展中國家的外資流入量達 3340 億美元，創有史以來最高水準。亞洲地區正在越來越多地吸引針對高附加值和知識密集型活動的外國直接投資。

境漸趨惡化的情形下，將處於跨國公司投資的焦點地位。已開發國家向開發中國家的資本流動仍是目前全球經濟發展的趨勢，其中最突出的特點正是來自開發中國家和轉型期經濟體的外國直接投資開始蓬勃興起<sup>22</sup>。

## 2. 全球產業結構調整之影響

戰後 50 年來製造業的發展在全球市場上發生了多次移轉，其中有三次較為明顯：第一次是 1950 年代，日本、西歐等國家加速了工業化進程；第二次是 1970 年代，東亞地區的經濟型態由進口代替型朝向出口導向型發展；第三次是 1990 年代以來，則如前所述，出現已開發國家向開發中國家的資本流動現象，同時影響了產業結構調整。此種背景下的中國成為傳統製造業輸出國中的關注焦點，亦成為全世界生產中低檔產品的主要生產基地，隨著跨國公司對中國進行的系統化投資，併購活動亦必逐漸蓬勃。

## 3. 出於實現擴張市場的商戰策略

近年來，中國市場優勢中的廉價勞動力已逐漸因其他的開發中國家崛起之競爭而不斷弱化，又因經濟成長導致中國人民購買力增強，提升內需市場的潛力，在這樣的條件下，外資欲佔有更大的中國市場，除了必須瞭解國內外勞力成本等差異外，更要避開限制其成長坐大的法規政策及關稅配額等，因此併購無疑是外資實現佔有更大內需市場的捷徑之一。

### (三) 中國外資併購之相關外部環境

2000 年聯合國貿發會的《世界投資報告》中表示，由於世界經濟一體化的趨勢造成跨國併購的興起外，中國本身的外部環境亦具有吸納跨國公司直接投資的條件<sup>23</sup>，分析如下：

<sup>22</sup> 參照前揭註 20，《2006 年世界投資報告》。

<sup>23</sup> 參照陳俊紅，〈外資併購我國企業問題研究〉，北京大學法律研究所碩士論文，頁 24-26(2005)。

## 1. 外資併購符合中國進行產業結構調整的需要

中國企業之組織規模通常小而分散，一般而言專業化水準較低，因而產生產業結構進行內部調整的需求，外資併購不失為對於中國現有產業內企業改組的途徑，得藉以優化產業結構，進而提升企業體的經濟規模。

## 2. 國有企業改造為外資併購提供併購資源

國有企業的改組、改造，提供了外資併購現成的目標公司，且改革開放以後，國有企業的價值較以往提升，其中亦有體質較優的國有企業，外資併購方式則可更有效地整合利用這些資源，充分利用國有企業中技術純熟的工人、國內市場的通路、行銷管道、品牌等，獲取最大的產業協同效益。

## 3. 實現中國加入WTO的開放承諾

中國在2001年12月正式加入WTO，根據其入會承諾，將在五年內向外資全面開放金融、保險、零售、電信、汽車等行業，同時這些行業別亦屬跨國併購熱門行業<sup>24</sup>。早在中國入世之初，已有外資銀行迫不及待地尋求適合的中小銀行作為併購目標，希望透過併購迅速進入中國市場。

## 4. 中國外資政策鼓勵外資併購

為了促進外商在中國投資，中國發布了一系列法律政策等外資措施，詳見外資併購法制該節中之介紹。同時，為適應國際資本流動形式的國際潮流，2002年以來，《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境內證券投資管理暫行規定》、《利用外資改組國有企業暫行規定》、《上市公司收購管理辦法》等多項與外資轉讓國

<sup>24</sup> 90年代以來跨國併購幾乎呈現「強強併購」，幾乎涉及所有的重點行業如石油、化工、汽車、金融等，近兩年來，電信、保險和銀行等服務性行業併購交易量呈現明顯上升趨勢，作為減低成本、創新技術之戰略選擇。

有資產有關的政策法規，並逐步放寬對於投資限制等管制，顯示鼓勵外商投資的「軟環境治理」<sup>25</sup>工程穩穩推進，並按照 WTO 相關規則全面修訂外商投資法規，建構了外資在中國併購的基本原則及法律框架，使得外資併購得以依據法律程序進行。

## 第二款 外資併購中國企業之法制發展歷程

隨著改革開放的腳步與市場經濟的發展，中國關於企業合併的立法也逐步進展。早期主要圍繞在國有企業體制改革的問題，最早涉及規範企業合併的規制為 1988 年頒布的《全民所有制工業企業法》，而後於 1993 年的《全民所有制工業企業轉變經營機制條例》<sup>26</sup>對之加以修改；另於 1989 年由國家體委改、財政部、國有資產管理局、國家計委四個部委聯合發布的《關於企業兼併的暫行辦法》<sup>27</sup>以及《出售國有小型企業產權暫行辦法》，則屬第一部專門針對企業合併的法規，惟此系列法規係為適應當時各地兼併改革實務之需所做的一個總體性規定，除使產權轉讓有具體的法律規範，該暫行辦法對兼併的涵意<sup>28</sup>、原則、形式、對象、程序，乃至於被兼併企業的資源評估、職工安置問題、稅收管理等問題，皆作了基本的具體規定；同時使國有企業正式且合法地以合併政策作為改革方向，從而引起中國境內新一波併購風潮<sup>29</sup>。

中國加入 WTO 後，外資普遍傾向採用跨國併購取代傳統的合資或獨資型態的投資方式，時至 2000 年中國已連續九年成為世界吸引 FDI 最多的開發中國家；然而外商對中國的跨國併購是在 90 年代中期才開始增加的；復因

<sup>25</sup> 參照張自如、劉春生，〈外資在華跨國併購的趨勢發展分析〉，《蘭州學刊》，第 6 期，頁 158(2004)。

<sup>26</sup> 參照《全民所有制工業企業轉變經營機制條例》(1988/02/27 中國國務院頒布，自 1988/03/01 起施行)。

<sup>27</sup> 參照《關於企業兼併的暫行辦法》(1989/02/19 由中國國家體改委、國家計委、財政部、國家國有資產管理局聯合發布)。

<sup>28</sup> 同前註。該辦法所指的企業兼併，是指一個企業購買其他企業的產權，使其他企業失去法人資格或改變法人實體的一種行為。不通過購買方式實行的企業之間的合併，不屬於本辦法規範。

<sup>29</sup> 參照張秋生、王東編著，前揭註 13，頁 60。

企業活動本受制於法規政策之影響，故本文擬就中國對外資併購之態度觀之，對外資在中國併購之發展史簡要介紹，期使瞭解中國政府制訂外商投資法規之政策演變，分別就以下幾個時期觀之：

### (一) 萌芽探索期(1995~1998)

此一階段，外資併購上市公司才開始受到注目。由於 1995 年 1 月，原外經貿部(已於 2003 年 3 月 10 日根據第十屆全國人民代表大會第一次會議批准的國務院機構改革方案和《國務院關於機構設置的通知》，與國家經貿委和國家計委合組為「商務部」)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》(1995 年 1 月 10 日由對外貿易經濟合作部發布)。據該暫行規定第 18 條：「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) 該企業至少營業五言並有最近連續三年的盈利紀錄；(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。第 20 條並規定外商開始可以自由兌換外幣購買國有企業的註冊資本 25% 以上的股份，成立外商投資股份有限公司，外商似可透過協議收購國家股、法人股。從而 1995 年 8 月中國證券市場出現第一起外資收購中國上市公司法人股之「北旅法人股轉讓案」：日本五十鈴(ISUZU)和伊藤中(ITOCHU)商事株式會社聯合以協議方式<sup>30</sup>收購北京旅行車股份有限公司 4,220 萬股的非國有法人股<sup>31</sup>，首開外資併購之先河<sup>32</sup>；同年 8 月 21 日，江鈴汽車股份有限公司與福特汽車(Ford Motor Company)簽署了江鈴 B 股 ADS 認購協議及聯合開發技術協議<sup>33</sup>，福特以約 4000 萬美元價格認購了江鈴汽車註冊資本 20%

<sup>30</sup> 中國上市公司之收購主要採取協議收購、要約收購與委託書收購三種方式，詳見本文第四章討論。

<sup>31</sup> 指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的股份。

<sup>32</sup> 關於「北旅法人股轉讓案」之詳細案例內容，參照林新，《企業併購與競爭規則》，北京：中國社會科學出版社，頁 196(2001/12 第一版)；甘春暉、劉祥生編著，《企業併購理論、實務、案例》，上海：立信會計出版社，頁 22(2002/03 第一版)。

<sup>33</sup> 外資可以透過收購上市公司發行 B 股形式達到併購該上市公司之目的，其依據為《關於股份有限公司境內上市外資股的規定》(1995/11/02 由中國國務院發布，該規定第 28 條並同時廢止中國人民銀行、深圳市人民政府 1991/12/05 日發布之《深圳市人民幣特種股票管理暫

的股權。然而此時係在中國全無外資併購法制之基礎下進行之併購行為，故得以引起中國當局之注意，並隨後發布《暫停向外商轉讓上市公司國家股和法人股的通知》，使外資併購從而陷入四年低潮期。有鑑於「北旅法人股轉讓案」在外資併購國有企業方面引發了許多問題，包括稅基確認、評估方法、資訊披露等，中國國務院乃檢討認為此涉及國有資產流失和相關制度不健全所致，凸顯當時中國政經與併購法律環境之缺失；此後，為避免上市公司向外商轉讓國家股和法人股引起公司股權結構變化和股價的異常波動，以杜絕國有資產快速流失的情形與控制市場開放進程，中國國務院於 1995 年 9 月 23 日作出暫時停止向外商轉讓上市公司國家股與法人股的決定<sup>34</sup>；惟另一方面，對於開放外商投資設立企業後，原外經貿部(已於 2003 年 3 月與中國國家經濟貿易委和國家計畫委員會合組為「商務部」)遂發布《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》<sup>35</sup>，以因應股東轉讓或質押持股的需求提高<sup>36</sup>。

此外，1996 年發布的《企業兼併有關財務問題的暫行規定》<sup>37</sup>第 2、4、5、6、11 條更分別規定兼併意涵、兼併中的財務管理問題、被兼併企業資產清查的範圍、產權轉讓價格的確定、及其應給付款的規定；國務院於 1997 年發布的十號文件：《國務院關於在若干城市試行國有企業兼併破產和職工再就業有關問題的補充通知》等，都是特別針對國有企業併購中的特殊問題所作出的明確規定，主要乃因為國有企業的改革問題，是中國向市場經濟轉軌的過程中十分重要的問題<sup>38</sup>。然企業併購法制的產生是高度市場經濟運作的結果，然而在中國特殊的政經背景下，使得併購制度存有許多發展障礙，例

---

行辦法》)。

<sup>34</sup> 參照《暫停向外商轉讓上市公司國家股和法人股的通知》(1995/09/23 由中國國務院發布，並自發布日起施行)，此後外資併購進入長達四年的低潮期。

<sup>35</sup> 參見《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》(1997/05/28 由中國原外經貿部發布，自發布日起施行)第 2 條及第 6 條規定。

<sup>36</sup> 參照黃日燦，《法律決勝負---企業併購與技術授權》，台北：天下雜誌股份有限公司，頁 137(2004/05)。

<sup>37</sup> 參見《企業兼併有關財務問題的暫行規定》(1996/08/20 由中國財政部發布)。

<sup>38</sup> 國有企業占大陸經濟生產體系 70%，因此欲建立現代企業制度自然需從國有企業之改革著手，國有企業的改革面臨了許多困難，影響大陸整體經濟的體制發展。

如對同一企業可能存在著不同的法律調整且其規定相互矛盾<sup>39</sup>、產權不清且交易制度不合理、交易秩序尚未健全等問題，在企業併購活動上造成企業產權轉移問題，而中國普遍存在不合市場機制的產權制度，亦反映在其特有的併購法制上，為更加健全中國併購市場環境，產權結構的調整將是迫在眉睫的議題。歸納這段期間外資併購之特色如下：

1. 主要集中在製造業。
2. 從事併購的買方都是跨國企業的大型國際資本公司<sup>40</sup>。
3. 外資多以股權協議及定向增發 B 股模式取得上市公司的股權<sup>41</sup>；或間接控制上市公司<sup>42</sup>。

## (二) 培育成長期(1999~2001)

此一階段，一方面外商不斷探索創新的併購方式，另一方面中國原國家經貿委(已於2003年3月與中國國家經濟貿易委和國家計畫委員會合組為「商務部」)於1999年發布《外商收購國有企業的暫行規定》，為最早確立外商得以收購國有企業之依據，惟其審批手續卻過於複雜以致於困難重重<sup>43</sup>，主要

<sup>39</sup> 許多國有企業、鄉鎮企業與公司法之間、獨資企業與私營企業法之間都存在此種問題。

<sup>40</sup> 例如江鈴汽車股份有限公司與福特汽車的合作；日本五十鈴與伊藤忠商事株式會社收購北京旅行車股份有限公司等例。

<sup>41</sup> 自中國國務院發布《暫停向外商轉讓上市公司國家股和法人股的通知》，外資被明令禁止進入中國的 A 股流通市場。且從理論上而言，定向增發 B 股之併購方式較易創造併購雙贏：一方面，外資可以透過收購上市公司股權進入中國市場，亦可解決外資股東的股權流通問題；另一方面，中國境內上市公司則是可以透過引入外國戰略投資者的方式，改善公司的股本結構、降低國有股的持股比例，以提升本身的競爭力力，故在國際資本市場中，透過定向增發來實施併購是較常採用的模式之一。參照王巍主編，《中國併購報告 2004》，前揭註 14，頁 91。

<sup>42</sup> 雖然自發布《暫停向外商轉讓上市公司國家股和法人股的通知》後禁止外商直接收購中國上市公司達控股、參股的行為，但當時外商轉以收購上市公司海外股東之股份，從而間接達到控制上市公司之目的，可見當時政策並未完全禁止外商收購行為。參照謝文捷主編，《外資併購 ABC》，北京：對外經濟貿易大學出版社，頁 359(2003/05 第一版)。

<sup>43</sup> 參照王巍主編，《中國併購報告 2004》，前揭註 14，頁 643；中國商務部網站，〈跨國公司在華投資之趨勢〉：

<http://big5.mofcom.gov.cn/gate/big5/hunan.mofcom.gov.cn/aarticle/sjgongzuody/200610/2006100>

係因當時中國產權交易規範尚未趨於完善，又涉及外商介入中國產權領域，中國政府多以各政府部門之規範性文件加以規定，凡涉及國有資產評估之規定者，皆須各級政府、各有關部門審批通過，導致行政程序冗長複雜；又同年8月國務院等相關部會聯合發布《關於當前進一步鼓勵外商投資意見的通知》<sup>44</sup>，規定符合條件的外商投資企業得申請發行A股<sup>45</sup>或B股<sup>46</sup>，以鼓勵外商利用證券市場。2001年10月，原外經貿部、財政部與中國人民銀行聯合發布了《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》，主要係要規範外資參與重組和處置國內不良資產等問題，惟仍須符合國家指導外商投資的產業政策<sup>47</sup>；2001年11月，原外經貿部與證監會聯合發佈《關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見》<sup>48</sup>，明確規定外商投資股份有限公司原則上可於中國境內發行A股或B股，以及原則上允許外商投資企業受讓上市公司非流通股<sup>49</sup>；以及2001年11月22日，原外經貿部和國家工商行政管理

---

[3444579.html](#) (last visited 2006/11/3)。

<sup>44</sup> 參見《關於當前進一步鼓勵外商投資意見的通知》(1999/08/03 由中國原外經貿部、國家計委、國家體改委、財政部、中國人民銀行、海關總署、國家稅務總局、國家外匯局、國家出入境檢驗局聯合發布)。

<sup>45</sup> 所謂A股為「人民幣普通股票」，又稱為流通股、社會公眾股、普通股，由中國境內的公司發行，供境內機構、個人或組織(不含港澳台投資者)及QFII以人民幣認購及交易的普通股股票，A股非實物股票，實行「T+1」交割制度。參見王巍主編，，《中國併購報告2003》，北京：人民郵電出版社，頁580(2003)。

<sup>46</sup> 所謂B股為「人民幣特種股票」，以人民幣標明面值，以外幣進行認購和買賣，在境內上海、深圳證券交易所上市交易。原投資人限於外國和臺、港、澳的自然人、法人和其他組織及定居在國外的中國公民和中國證監會規定的其他投資人，但自2001年6月起，中國國內持有合法外匯存款的公民亦可持外幣參與交易，實行「T+3」交割制度。同前註，頁580。

<sup>47</sup> 參照《指導外商投資方向規定》第三條規定，依原國家計委、經貿委、外經貿委會同國務院發佈《外商投資產業指導目錄》、《中西部地區外商投資優勢產業目錄》定之。

<sup>48</sup> 參見《關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見》(2001/11/05 由中國原外經貿部及證監會聯合發布)。

<sup>49</sup> 按中國上市公司之股份結構由國家股、法人股與外資股、個人股組成。個人股中又區分內部職工股與社會公眾股。其中國家股、法人股及內部職工股無法在證券交易所以集中競價交易的方式買賣，僅能以協議的方式轉讓，稱為「非流通股」；在交易所掛牌買賣的股份主要是社會公眾股，即所謂「流通股」或「普通股」。國家股等「非流通股」是在公有制為主體的政策下所形成，並基於國家產業安全與秩序的考量而決定管控的方式與幅度。非流通股亦稱為非上市股票，係指未在證券交易所取得上市資格、不允許掛牌交易的股票，其流通性差故稱之。參見王巍主編，《中國併購報告2003》，前揭註45，頁591。

局聯合發布《關於外商投資企業合併與分立的決定》<sup>50</sup>，規定外商投資企業間合併的法律問題以資遵循，惟這些新規章僅是在某種程度上解決了外商從事併購活動的所遭遇的問題，並未涉及國有資產評估、作價方式及職工安置等較為棘手的問題；2001年11月31日，財政部發布《國有資產評估管理若干問題的規定》，及其配套措施《國有資產評估項目管理辦法》、《國有資產評估項目備案管理辦法》，以減少不必要的行政審批流程，並自2002年1月1日起施行，配合中國入世承諾的推行與產業變遷及其中國政府頻頻發布外資政策觀之，在在說明外資併購在中國逐漸復甦之景象，惟中國此階段主要目的僅在藉由引進外資改善其國內經濟體既有的問題，並非基於完善市場運作之目的。

此時期的併購特點可歸納為<sup>52</sup>：

1. 併購範圍擴大至電子、橡膠、電信食品等製造業，由上一階段至此階段的開放進度與中國入世有密切關係。
2. 繼直接控股的方式後，間接控股的方式繼之而起成為多數採用的方式。
3. 出現新興產業收購模式<sup>53</sup>。

### (三) 開放成長期(2002 迄今)

隨著經濟全球化與2001年年底中國加入WTO後相關的引資政策調整等

<sup>50</sup> 參見《關於外商投資企業合併與分立的決定》(2001/11/22由中國原外經貿部及工商行政管理總局聯合發布，並自發布日起施行)。

<sup>51</sup> 參見《關於外商投資企業合併與分立的決定》第二條規定，該規定適用於依照中國法律在中國境內設立的中外合資經營企業、具有法人資格的中外合作經營企業、外資企業、外商投資股份有限公司之間的合併或分立；第五條規定並應符合《指導外商投資方向暫行規定》與《外商投資產業指導目錄》，不得導致外國投資者在不允許外商獨資、控股或占主導地位的產業的公司中資、控股或占主導地位。

<sup>52</sup> 參照陳潔瑩，〈外商在中國併購市場之研究〉，政治大學國際貿易研究所碩士論文，頁28(2003)。

<sup>53</sup> 例如要約收購、債轉股、中國投資機構之替代性收購、管理層收購或自然人收購、外資上市公司換股收購或融資收購等方式。

因素，自 2002 年起，外資併購開始有了較完善的法律規範體系，相關系列規定不斷發布，以求經濟體制的改革得與國際接軌。2002 年初，國務院公布新版《指導外商投資方向規定》及《外商投資產業指導目錄》，大幅減少限制，相對鼓勵外資併購中國境內企業，符合產業結構調整的利用外資政策<sup>54</sup>。

2002 年 9 月底，中國證監會發布《上市公司收購管理辦法》及《上市公司股東持股變動信息披露管理辦法》，前者解決了外資收購之程序與義務等問題，對外資和內資併購上市公司均一體適用，並且對於協議收購、要約收購與資訊揭露詳為規範<sup>55</sup>；後者則提供了併購資訊披露的體系<sup>56</sup>，初步完善中國上市公司法律框架。惟須注意的是，2006 年版的新《上市公司收購管理辦法》於 9 月 1 日正式實施，此乃為貫徹《國務院關於促進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》及《關於提高上市公司質量的意見》，意味著中國證券市場<sup>57</sup>全流通市場狀態的逐步形成與發行，併購活動將登陸 A 股市場，如何利用資本市場的併購機制和手段有效配置資源，增強上市公司的競爭力，挖掘企業併購價值，推動完善上市公司的治理結構，成為中國證券界和上市公司最關注的議題，在此背景下，北京對外經貿大學中法國際管理學院於 2006 年 10 月 28 日、29 日舉辦【2006 併購重組高峰論壇】，議題涉及當前中國併購市場現狀與外資併購在中國之趨勢分析，以及 2005 年關於上市公司股權分

<sup>54</sup> 參照裴長洪、林江，前揭註 19，頁 35-36。

<sup>55</sup> 參照黃日燦，前揭註 36，頁 139。

<sup>56</sup> 為落實前述兩個辦法等相關規定，證監會陸續於 2001 年 11 月 28 日起發佈《公開發行證券的公司信息披露內容與格式準則第十五號---上市公司股東持股變動報告書》、《公開發行證券的公司信息披露內容與格式準則第十六號---上市公司收購報告書》、《公開發行證券的公司信息披露內容與格式準則第十七號---要約收購報告書》、《公開發行證券的公司信息披露內容與格式準則第十八號---被收購公司董事會報告書》及《公開發行證券的公司信息披露內容與格式準則第十九號---豁免要約收購申請文件》等予以配套。參照王巍主編，前揭註 45，頁 485。

<sup>57</sup> 中國證券市場可區分為二類：

(一) 證券交易所。目前為止僅有上海證券交易所及深圳證券交易所；

(二) 其他交易場所。例如全國證券交易自動報價系統(STAQ 系統)、場外交易市場(NET 系統)、各地的證券交易中心及各證券公司之營業部等。

參照王悅賢等編著，《大陸台商財經法令導覽手冊》，台北：台灣行政院大陸委員會，頁 8(2006/02)。

置改革後的全流通時代所引起的併購變化等<sup>58</sup>；又六部委聯合發布的《關於外國投資者併購境內企業的規定》<sup>59</sup>自 2006 年 9 月 8 日施行，為外資進入中國市場提供良好的政策環境，開創外資在中國重組的新階段，並催生許多相關新思維與制度<sup>60</sup>。關於新《上市公司收購管理辦法》及《關於外國投資者併購境內企業的規定》之解讀說明，詳見本文第四章第一節之法律分析。

此外，2002 年 11 月 1 日，中國證監會、財政部和經貿委聯合發布《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》，該通知第 1 條允許向外商轉讓上市公司的國有股和法人股等條件及程序，重新啟動了自 1995

---

<sup>58</sup> 在此背景下，北京對外經貿大學中法國際管理學院於 2006 年 10 月 28 日、29 日舉辦【2006 併購重組高峰論壇】，議題涉及：

全流通時代：快速變化併購前景所面臨的機遇與挑戰  
中國併購市場現狀、分析與趨勢  
外資併購中國上市公司的趨勢、動機與特點  
中國併購重組市場整體評估：併購重組是否及如何創造價值  
《上市公司收購管理辦法》解讀及要點分析  
《關於外國投資者併購境內企業的規定》解讀及要點分析及操作程序中注意之問題  
中國企業如何高效引入國際戰略投資者的要點分析與技巧  
外資併購中國上市公司之趨勢、動因與交易結構模式分析  
中國上市公司收購之操作流程與監管價值取向等議題，詳參【2006 併購重組高峰論壇】議程表，中國併購交易網網站：<http://www.mergers-china.com/meeting/20061028.htm> (last visited 2006/11/5)。

<sup>59</sup> 為《外國投資者併購境內企業暫行規定》之更新版，由中國商務部、國務院國有資產監督管理委員會、國家稅務總局、證監會、國家外匯管理局、國家工商行政管理總局等六個部會於 2006/08/08 聯合發布，於 2006/09/08 正式實施。其中第四章「外國投資者以股權作為支付手段併購境內公司」為新增章節，首次明確界定外國投資者得以透過換股方式進行併購。

<sup>60</sup> 參照舊《外國投資者併購境內企業的暫行規定》，新規定分為六章節共計 61 條。其中，第四章「外國投資者以股權作為支付手段併購境內公司」是一個新增章節，首次明確界定了外國投資者可以透過換股方式進行併購。根據觀察，其主要目的在於抒解大陸長期以來因內外資企業結構之分類所產生的分歧。大陸在過去經濟發展需要外資投資的歷史因素下，給予外資企業在設立及稅務上的優惠遠較內資企業為高。但在大陸近年來經濟快速起飛，不乏部分內資企業其資本或營運上已具備國際企業之水準。因此，許多內資企業為享受大陸官方給予外資企業之優惠，紛紛於海外透過控股公司或境外公司之設立，以「假外資真內資」的方式於大陸另行設立外資企業，以享受其在稅務及設立上的優惠。此外，大陸證券市場之集資能力受制於證券市場制度之影響，其發展相較於其他國家或地區於集資能力上落後甚多。因此，近年來許多大陸著名的內資企業或國企紛紛透過海外上市以取得資金，更加速造成大陸國有資產的流失。以上皆是大陸官方積極管控海外上市之因素之一。未來可預見者，大陸對於內外資公司或企業制度之改變在未來將出現重大變革，值得持續關注。

年暫停的外資併購上市公司政策；同年 11 月 7 日，中國證監會和中國人民銀行聯合發布了《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》，允許合格境外投資者透過託管銀行投資境內 A 股市場<sup>61</sup>，該辦法第 6~11 條並具體規定外資應遵守之資格條件與審批程式；11 月 8 日，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》，主要規範國有企業(金融企業與上市公司除外)向外資轉讓國有資產、股權、債權及資產時，或接受外資增資，改組為外商投資企業時之相關規定<sup>62</sup>。

2003 年 3 月 13 日，對外貿易經濟合作部、國家稅務總局、國家工商行政管理總局、國家外匯管理總局聯合發布《外國投資者併購境內企業暫行規定》，該暫行規定第 2 條放寬外資併購主體之限制，明確外國投資者及外商投資企業皆具有併購境內企業之主體資格，同時取消對外商投資性企業之限制，並於 2004 年 4 月 12 日開始實施<sup>63</sup>。惟於 2006 年 9 月 8 日施行由六部委聯合發布的《關於外國投資者併購境內企業的規定》<sup>64</sup>，則取代了原《暫行規定》之內容。



在 2002 年後展開的開放成長期階段內，中國為配合履行 WTO 相關協定內容之要求，以銜接中國的外資法律制度及 WTO 架構下之基本規則，成為中國重要課題，又主要集中在投資領域及投資條件的開放兩方面。中國在此

<sup>61</sup> 引進 QFII(Qualified Foreign Institutional Investors)制度，即指經核准的「合格境外機構投資者」(台灣稱之「外國專業投資機構」)，在一定規定及限制下匯入一定額度的外匯資金，並轉換為當地貨幣，透過嚴格監管的專門帳戶投資當地證券市場，其資本利得、股息等經審核後可轉為外匯匯出的一種市場開放模式。參見證券期貨及財務用語彙編：

<http://www.sfc.hk/sfc/html/TC/inutilbar/glossary/2004/q.html> (last visited 2006/11/5); 摩根士丹利 QFII 簡介網站庫存檔：<http://msprc.com/sc/toolbox/pdfs/qfii.pdf> (last visited 2006/11/5)。

<sup>62</sup> 參照王巍主編，《中國併購報告 2004》，前揭註 14，頁 644。

<sup>63</sup> 參照〈跨國公司在華投資之趨勢〉，前揭註 43。《外國投資者併購境內企業暫行規定》第 2 條：「本規定所稱外國投資者併購境內企業，係指外國投資者協議購買境內非外商投資企業(以下稱「境內公司」)的股東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(以下稱「股權併購」)；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(以下稱「資產併購」)。」

<sup>64</sup> 參照前揭註 59。

背景下，陸續發布相應的外資併購法規，包括有《關於外國投資者併購境內企業股權有關稅收問題的通知》<sup>65</sup>、《關於要約收購涉及的被收購公司股票上市交易條件有關問題的通知》<sup>66</sup>、《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》<sup>67</sup>、《外商投資創業投資企業管理規定》<sup>68</sup>、《企業國有資產監督管理暫行條例》<sup>69</sup>、《關於規範國有企業改制工作的意見》<sup>70</sup>、《境外金融機構投資入股中資金融機構管理辦法》<sup>71</sup>、《企業國有產權轉讓管理暫行辦法》<sup>72</sup>、《關於規範上市公司實際控制權轉移行為有關問題的通知》(已廢止)<sup>73</sup>、《關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》<sup>74</sup>、《證券

<sup>65</sup> 參照《關於外國投資者併購境內企業股權有關稅收問題的通知》(2003/05/28 由中國國家稅務總局發布實施)，係中國為了促進並規範外國投資者赴中國投資，為提高利用外資水準所置。

<sup>66</sup> 參照《關於要約收購涉及的被收購公司股票上市交易條件有關問題的通知》，時代財經：<http://economy.big5.enorth.com.cn/system/2003/05/22/000565725.shtml> (last visited 2006/11/8)。

<sup>67</sup> 參照《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》(2002/12/30 由中國原外經貿部、國家稅務總局、國家工商行政管理總局、國家外匯管理局聯合發布，並自 2003/01/01 起施行)，此係為適應吸收外商投資工作面臨的情勢，規範對外商投資企業的管理，並維護投資者權益所設，並根據《中外合資經營企業法》、《中外合作經營企業法》、《外資企業法》及《公司法》、《合同法》、《外匯管理條例》等規定所發布。

<sup>68</sup> 參照《外商投資創業投資企業管理規定》(2002/10/31 由中國原外經貿部發布，並自 2003/03/01 起施。

<sup>69</sup> 參照《企業國有資產監督管理暫行條例》(2003/05/13 由中國國務院發布，並自發布日起施行)。

<sup>70</sup> 參照《關於規範國有企業改制工作的意見》(2003/11/30 由中國國務院轉發國家資產監督管理委員會制定之意見)，在總結經驗的基礎上對國有企業改制的全過程進行了規範，對國有企業改制涉及的主要環節和方面，提出了明確的政策要求。

<sup>71</sup> 參見《境外金融機構投資入股中資金融機構管理辦法》(2003/12/08 由中國銀行業監督管理委員會發布，並經國務院批准發布，自 2003/12/31 起施行)。

<sup>72</sup> 參見《企業國有產權轉讓管理暫行辦法》(2004/02/01 由中國國務院資產監督管理委員會發布施行)，為加強國有產權交易的監管，並促進國有資產在符合中國期待下合理流動，有助於國有經濟佈局及產權結構調整。

<sup>73</sup> 參見《關於規範上市公司實際控制權轉移行為有關問題的通知》(2004/01/07 由中國證監會發布施行)，因《上市公司收購管理辦法》發布以來，雖有促進上市公司實質控制權的移轉，但部分上市公司控股股東透過與收購人簽訂協議或其他方式，以違反法定程序藉著「股權託管」或「公司託管」之名將其所持的表決權先行轉移給收購人，導致收購人在未成為上市公司股東前已得透過控制相關股份的表決權實際控制上市公司。在這種情況下，控股股東不依法履行其控股股東職責，而收購人雖然實際控制上市公司，但是不承擔控股股東的責任，上市公司的經營管理處於極不確定的狀態，為收購人惡意侵害上市公司和其他股東權益提供了條件，而這種行為違反了《公司法》、《收購辦法》及《上市公司治理準則》關於上市公司收購

投資基金管理公司管理辦法》<sup>75</sup>、《外商投資商業領域管理辦法》<sup>76</sup>、《關於外商投資舉辦投資性公司的規定》<sup>77</sup>、新版《外商投資產業指導目錄》<sup>78</sup>、《關於完善外資併購外匯管理有關問題的通知》<sup>79</sup>、《企業國有產權向管理層轉讓暫行規定》<sup>80</sup>、《關於國有企業國有產權轉讓有關問題的通知》<sup>81</sup>、《關於做好股權分置改革試點工作的意見》<sup>82</sup>、《關於做好股權分置試點改革有關稅收政策問題的通知》<sup>83</sup>、《關於上市公司控股股東在股權分置改革後增持社會公眾股份有關問題的通知》<sup>84</sup>、《關於上市公司股權分置改革的指導意見》<sup>85</sup>、《上市公司股權分置改革管理辦法》<sup>86</sup>、《關於上市公司股權分置改革中國有股股

---

的規定。

<sup>74</sup> 參照《關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》(國務院於 2004/01/31 發布施行)。

<sup>75</sup> 參照《證券投資基金管理公司管理辦法》(2004/10/01 由中國證監會發布施行)，並因此廢止《外資參股基金管理公司設立規則》之適用。

<sup>76</sup> 參照《外商投資商業領域管理辦法》(2004/06/01 由商務部發布，並自 2004/06/01 起廢止原國家經濟貿易委員會、對外貿易經濟合作部聯合發布的《外商投資商業企業試點辦法》)。

<sup>77</sup> 參見《關於外商投資舉辦投資性公司的規定》(2004/11/23 由中國商務部發布，自發布日起 30 日後施行)。此係規範外國投資者在中國以獨資或與中國投資者合資的形式設立的從事直接投資的有限責任公司，該規定第 3 條即為申請設立條件，其可從事業務範圍則依第 10 條定之。

<sup>78</sup> 2004 新修訂《外商投資產業指導目錄》(2004/11/30 由中國國家發改委與商務部發布，自 2005/01/01 起施行，而 2002/03/11 由原國家計委、原經貿委、原外經貿部聯合發布之《外商投資產業指導目錄》同時廢止)。

<sup>79</sup> 參照《關於完善外資併購外匯管理有關問題的通知》(2005/01/24 由中國國家外匯管理局公布施行)。

<sup>80</sup> 參照《企業國有產權向管理層轉讓暫行規定》(2005/04/11 由中國國務院國資委及財政部聯合發布)。

<sup>81</sup> 參照《關於國有企業國有產權轉讓有關問題的通知》(2004/08/25 由國務院國資委發布施行)。

<sup>82</sup> 參照《關於做好股權分置改革試點工作的意見》(2005/05/30 由中國證監會、國資委聯合發布)。

<sup>83</sup> 參照《關於做好股權分置試點改革有關稅收政策問題的通知》(2005/06/13 由中國財政部、國家稅務總局發布施行)。

<sup>84</sup> 參照《關於上市公司控股股東在股權分置改革後增持社會公眾股份有關問題的通知》(2005/06/16 由中國證監會發布)。

<sup>85</sup> 參照《關於上市公司股權分置改革的指導意見》(2005/08/23 由中國證監會、國資委、財政部、中國人民銀行及商務部聯合發布施行)。

<sup>86</sup> 參照《上市公司股權分置改革管理辦法》(2005/09/04 由中國證監會發布施行，該辦法第 55 條同時廢止《關於上市公司股權分置改革試點有關問題的通知》及《關於做好第二批上市公司股權分置改革試點工作有關問題的通知》)。

權管理有關問題的通知》、《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》<sup>87</sup>、《關於做好企業國有產權轉讓監督檢查工作的通知》<sup>88</sup>、《關於進一步規範國有企業改制工作的實施意見》<sup>89</sup>、新版《公司法》<sup>90</sup>及《證券法》<sup>91</sup>，及《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》<sup>92</sup>、新版《上市公司收購管理辦法》<sup>93</sup>、《關於外國投資者併購境內企業的規定》<sup>94</sup>等，本研究整理中國歷來涉及外資併購法制之沿革，請參照附錄法規。

### 第三款 中國加入 WTO 對外資法律制度之影響

自 2001 年年底中國加入 WTO 已滿五週年，入世承諾五年過渡期亦已屆至。近五年來中國的進出口貿易、外資引進仍繼續大幅提高，外匯存底成倍增長，標誌著中國對外開放將跨入新階段。中國自 1979 年頒布實施《中外合資經營企業法》以來，經過二十多年努力已形成較完整的吸收外商投資法律體系，全國人大頒布《中外合資經營企業法》、《中外合作經營企業法》、及《外資企業法》及國務院發布的《中外合資經營企業法實施條例》、《中外合作經營企業法實施細則》、《外資企業法實施細則》等規範，其中有關併購、分立、

<sup>87</sup> 參照《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》(2005/10/26 由中國商務部、證監會發布施行)。

<sup>88</sup> 參照《關於做好企業國有產權轉讓監督檢查工作的通知》(2005/11/17 由中國國資委、財政部、發改委、監察部、國家工商總局、證監會聯合發布施行)。

<sup>89</sup> 參照《關於進一步規範國有企業改制工作的實施意見》(2005/12/19 由中國國務院發布施行)。

<sup>90</sup> 1993 年全國人大常委會通過之《中華人民共和國公司法》，於 1999、2004、2005 歷經三次修正，新舊公司法對照下，新公司法引入公司法人格否認制度，增加股份有限公司可實行累積投票制之規定，有限責任公司最低註冊資本降至 3 萬並可分期繳足，股份有限公司註冊資本最低限額降至 500 萬，新公司法規定無形資產可占註冊資本的 70%...等，新版《公司法》於 2005/10/27 由全國人大常委會修訂通過，並於 2006/01/01 起施行。

<sup>91</sup> 參照新版《證券法》於 2005/10/27 由全國人大常委會修訂通過，並於 2006/01/01 起施行。。

<sup>92</sup> 參照《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》(2005/12/31 由中國商務部、中國證監會、國家稅務總局、國家工商總局、國家外匯局聯合發布，並自公布日起 30 日後施行)。

<sup>93</sup> 參照新修訂《上市公司收購管理辦法》(2006/05/17 由中國證監會修訂通過，自 2006/09/01 施行，2002 年版發布之《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》、《關於要約收購涉及的被收購公司股票上市交易條件有關問題的通知》和《關於規範上市公司實際控制權轉移行爲有關問題的通知》同時廢止)。

<sup>94</sup> 參照《關於外國投資者併購境內企業的規定》(2006/08/08 由中國商務部、國資委、國家稅務總局、證監會、國家外匯管理局聯合發布，自 2006/09/08 起施行)。

股權分置重組及資產轉讓等相關規定，係中國吸收外商投資法律體系之基礎，同時也是所有涉及外商投資及港澳台投資審批規定的上位規範，而配套的外部環境<sup>95</sup>亦皆發生根本性的變革，啟發外資投資策略與模式產生不同的思維及選擇。

體現在中國外資政策上，無論是「外資准入」(admission of foreign investment) 及「外資經營」(operation of foreign investment) 層面上，中國之外資立法皆應與 WTO 規則相互銜接<sup>96</sup>。在 WTO 與自由貿易協定(FTA, Free Trade Agreement)之機制下<sup>97</sup>，拆除關稅壁壘成為必然趨勢；又為了因應此項發展，中國在 2004 年 1 月 1 日與香港、澳門同時實施「中國與港澳更緊密經貿關係安排」(CEPA, Closer Economic Partnership Arrangement)，期能利用港澳的經貿國際經驗協助中國。以下則就 WTO 基本規則<sup>98</sup>及中國在外資法制上

<sup>95</sup> 例如會計、稅制、資產評估管理、外匯管理等層面之併購外部環境，亦將隨著外資進入內陸市場的契機而有所變動。

<sup>96</sup> 參照徐崇利，〈外資准入的晚近發展趨勢與我國的立法實踐〉，《中國法學》，1996 年第 5 期，頁 67；楊鵬慧，〈世貿組織法框架下我國外資准入制度研究〉，《投資研究》，2000 年 10 月號，頁 43。

<sup>97</sup> WTO 基本原則與宗旨，即是透過市場開放、非歧視和公平貿易原則，達到推動實現世界貿易自由化之目標。又貿易自由化的前提涉及市場准入的條件，透過增強各會員對外貿易體制的透明度，減少或取消關稅、數量限制與其他各種限制的非關稅貿易壁壘措施，並藉由各會員國對外開放特定市場之具體承諾，切實改善市場准入的條件，從而促進世界貿易增長，實現全球貿易自由化；惟 WTO 亦因此被譏為「強國對弱國的經濟殖民」的自由貿易機制。參見國際貿易局 WTO 入口網：<http://cwto.trade.gov.tw> (last visited 2006/11/9)。又在 WTO 具體多邊協定內容中，《與貿易有關的投資措施協定》(TRIMs, The Agreement on Trade-Related Investment Measures)及《服務貿易總協定》(GATs, The General Agreement on Trade in Services) 均有外資准入自由化之要求。從多邊的層次觀之，現存的全球性國際投資條約主要有：《解決國家與他國民間投資爭議公約》(ICSI, )、《多邊投資擔保機構公約》(MIGA, )及 TRIMs。TRIMs 是目前為止在國際範圍內第一個正式實施專門規範貿易與投資關係之國際性協議，惟美中不足地未涉及鼓勵性措施及限制性商業慣例的問題。

<sup>98</sup> 參照黃愛學，〈WTO 與我國外資法律制度的完善〉，《康定民族師範高等專科學校學報》，第 13 卷第 3 期，頁 78-80(2004/09)，與中國外資政策相關之 WTO 規則略可整理如下：

1. 非歧視性原則(principle of non-discrimination)：係指一締約方於實施某種限制和制裁措施時，不得對其他締約方實施歧視措施。主要體現於「最惠國待遇原則」(MFN, Most-favored-nation treating other people equally)及「國民待遇原則」(National treatment: treating foreigners and locals equally)，此原則不僅是對外資准入而言，並應是外資企業能否與國內企業獲得同等的競爭地位之問題。
2. 公平貿易原則(principle of fair trade)：要求各會員國應以公平合理方式實施有關貨物與

對此的實踐與落差，作如下之觀察。依據中國入會承諾之內容<sup>99</sup>，主要目標在使經濟貿易體制符合 WTO 多邊貿易協定之要求，經過二十多年來經濟體制改革及對外開放過程中於法制層面的實踐沿革之突破，已如前述，基本上已確立市場取向的改革目標。中國加入 WTO 後，依據 WTO 的承諾及規則，於 2004 年修改外商投資產業政策<sup>100</sup>，使整體產業環境更趨開放透明，並依據入世承諾進一步擴大開放服務貿易領域，如電信、金融、保險、商業零售等服務領域<sup>101</sup>，開放之地域、數量、經營範圍、持股比例等規定均更為寬鬆。

然而觀諸經貿體制及 WTO 之要求，中國尚應就其國情及法制現狀進行規範上調整，主要問題表現在以下幾個方面：

### 1. 關於外資法律制度之協調適用問題

主要係外資立法重複與缺乏協調性之問題，肇因於內資企業與外資企業適用兩套不同規範體系之「內、外資立法雙軌制」所致；此外，外資立法權限分散，分屬多層次、多部門，使其規範性質缺乏明確界線，導致規範同一系列問題的規定分散於不同規範中，交叉重疊而時有矛盾，此有違

---

服務貿易、知識產權保護方面的各項規定及政策等，並應消除投資領域中各種限制貿易之措施。

3. 透明度原則(principle of transparency)：目的在於使各會員國之措施、政策法令與部門規章等均能充分透明，具有穩定性和可預見性，以確保多邊貿易體制能夠在開放公平的基礎上發展。

<sup>99</sup> 關於中國在各行業領域之入會承諾內容，詳請參照王泰銓，《兩岸法律重要議題系列研究》，高雄：高雄大學出版社，頁 157-160(2004/01)。

<sup>100</sup> 為因應經濟結構調整與對外開放之需求，中國國家發展和改革委員會和商務部於 2004/11/30 發佈新版《外商投資產業指導目錄》，並於 2005/01/01 正式實施；同時廢止 2002/03/04 由國務院批准，2002/03/11 原國家計委、原國家經貿委和原外經貿部聯合發佈之《外商投資產業指導目錄》。新目錄之調整主要如下：

1. 適應擴大對外開放和引進先進技術之需要，增列國內急需發展產業項目為鼓勵類。
2. 放寬外資准入範圍，擴大服務業開放。
3. 適應宏觀調控之需要，防止投資過熱，統籌產業結構優化政策。

詳參中國網：<http://big5.china.com.cn/chinese/PI-c/726199.htm> (last visited 2006/11/10)。

<sup>101</sup> 參照〈如何看待外資進入我國商業領域〉，《WTO 與中國改革開放》，中國經濟信息網，中經專題：<http://www1.cei.gov.cn/hottopic/doc/zjzt2002011/200309034921.htm> (last visited 2006/11/10)。

WTO 規則中要求的法律統一實施原則而尚待調整。

## 2. 關於國民待遇原則之實踐

如前述，中國為保護其本國利益，體制上採取國內經濟立法與外商投資立法分立之「內、外資立法雙軌制」，相同法律關係因不同適用主體而異其法律效果，從而形成外資在某些領域享有「超國民待遇」等優惠措施，又在某些領域受到「次國民待遇」之限制措施等差別待遇之問題，此皆構成對 WTO 基本原則中「國民待遇原則」的扭曲。

就「超國民待遇」而言，外商投資企業在土地使用費、出資、利潤再投資、稅收、外匯管理等方面普遍享有優於內資企業之優惠措施，主要是基於改革開放之初為吸引外資而設。惟隨著經濟發展與國際接軌，此類優惠措施反造成內、外資企業及不同性質間外資企業競爭基礎之不平等，加劇了區域經濟與產業結構不平衡的現象<sup>102</sup>。

另就「次國民待遇」而言，中國對於外資亦採取諸多條件限制，例如行業限制、地域限制、嚴格的審批制度、出口業績要求、外匯平衡要求、進出口限制與國內銷售要求及當地股權要求等；為符合入世承諾，中國對於三資企業法等相關內容已作出相應的修改<sup>103</sup>。

## 3. 關於透明度原則之實踐

---

<sup>102</sup> 中國國內有認為對外資的優惠待遇，構成對 WTO 公平競爭原則之違反，應逐步取消超國民待遇等各項優惠，因應入世要求回歸國民待遇基本原則，以避免本國企業處於不利之競爭地位。

<sup>103</sup> 例如：1. 關於當地成分要求(local content)：原《中外合資經營企業法》第 9 條、《中外合作經營企業法》第 19 條、《外資企業法》第 15 條皆有「應儘先在中國購買」之規定，作為審批條件之一，抵觸了 TRIMs 及 WTO 之國民待遇原則；2. 關於外匯平衡要求(trade balancing requirements)：原《中外合資經營企業法實施條例》第 75 條、《中外合作經營企業法》第 20 條、《外資企業法實施細則》第 56 條均規定企業應自行解決外匯收支平衡，其效果形同投資限制措施，現已修改並放寬外匯自主權；3. 關於出口業績之要求：原《外資企業法》第 3 條、第 45 條及原《中外合資經營企業法實施條例》第 14 條第 7 款均要求該企業於境內或境外之銷售應達一定比例...等規定，均已陸續依據 WTO 承諾要求配套修正。

在中國加入WTO的《入會議定書》中明確承諾在全部關稅領土內統一實施在WTO協定中之多邊義務，保持外貿政策的統一及透明度，為此全面整修相關法律政策；惟因中國固有法制背景而仍存在許多障礙：例如關於外資立法權限部門層級複雜，相關規範散佈於法律、行政法規、地方性法規、部委規章，甚而地方政府規章等層次<sup>104</sup>，分別適用不免發生衝突歧異，連帶影響外資政策的統一適用；且按中國深刻的國情依據，長期實施經濟控管，對外商投資領域事項多以行政方式例如內部審批文件或行政指示等非公開文件加以管理，而其內容涉及財務、稅收、工商、信貸、物資、進出口、勞資關係等各層面問題，以內部規章規範不甚符合規範公開程序，儘管三資企業法中訂有投資基本標準，但對於該標準未具體明確規範；是故，關於中國政府在審批外商企業之投資協議、可行性研究報告、計畫方案、合同、章程等相關文件時之具體標準，應儘速納入法制體系內，以提高規範透明度並確保依法行政。

從上述分析可發現，由於中國國情基礎對其外資立法仍存在些許缺失及不足，應繼續朝向建構完整外資法制環境及與國際接軌的目標邁進，整合、統一法律制度中相關問題，改變最根本之內、外資雙軌制所引起的矛盾及不協調，營造公平競爭之法律環境；另外關於中國引資政策，至此進入一個轉折期<sup>105</sup>，外資在宏觀經濟的效應中，無論是在行業或企業層面皆起了積極作用(後者被稱為「外資的溢出效應」)，外資在某些領域中的快速竄升甚至形成壟斷疑慮，此亦為中國進一步政策制訂提供了依據，在引

<sup>104</sup> 多級（多層次）並存，即全國人大及其常委會制定國家法律，國務院及其所屬部門分別制定行政法規和部門規章，一般地方的有關國家權力機關和政府制定地方性法規和地方政府規章。全國人大及其常委會、國務院及其所屬部門、一般地方的有關國家權力機關和政府，在立法上以及在它們所立的規範性法文件的效力上有著級別之差，但這些不同級別的立法和規範性法文件並存於現行中國立法體制中。參照中國全國人民代表大會網站，〈中國現行立法體制〉：

[http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/ziliiao/2003-08/21/content\\_1038023.htm](http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/ziliiao/2003-08/21/content_1038023.htm) (last visited 2006/11/11)。

<sup>105</sup> 參照陳濤濤、白曉晴，〈引進外資的轉折期：值得關注的理論與政策問題〉，《中國工商管理研究》外商投資專欄，2006年8月，頁34-37。

資方式上由過去單純之資金需求轉而引進技術<sup>106</sup>，同時符合中國產業結構調整之政策。整體而言，外資問題與中國市場結構、中國本地企業之發展無法切割考量，從國際經驗及中國投資條件觀之，跨國併購將成為投資中國的一種國際流行。

## 第二節 外資企業在中國併購之發展

招商引資成為中國對外開放之基本國策後，關於外商投資法律體系逐漸完善，吸引外資之規模相對提高<sup>107</sup>。目前中國每年利用外資之比例約佔全國固定資產投資的 10%，外資企業之出口與進口均占全國總量 50% 以上如 2006 年外商投資企業進出口情況<sup>108</sup>(表 1)，外資已然成為中國經濟發展之動力引擎之一。

表 1 2006 年 1-9 月外商投資企業進出口情況表

	全國		外商投資企業			
	金額	比去年%	金額	占全國比重%	比重+/- %	比去年

<sup>106</sup> 隨著中國國內競爭加劇及產業整體水平提高，許多跨國公司在中國設立研發機構。根據聯合國貿發會議調查，2006 到 2008 年，中國仍是對跨國投資最具吸引力的國家。同時，中國正成為全球跨國公司海外研發活動的首選地，並有條件成為跨國公司服務外包的主要承接地。2006/09/08 中國商務部發佈之《2006 中國外商投資報告》顯示，截至今年 6 月底，中國累計實際使用外資金額達 6508 億美元，來華投資的國家和地區近 200 個，世界 500 強企業約 470 家在華投資，外商投資設立的各類研發機構超過 750 個。自 1991 年起，中國已連續 15 年位列發展中國家吸收外資的第一位，佔發展中國家吸收外資總額的 20% 左右。參照〈聯合國報告：中國正成為跨國公司海外研發首選〉，《21 世紀經濟報道》，2006/09/10，[http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/fortune/2006-09/10/content\\_5072548.htm](http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/fortune/2006-09/10/content_5072548.htm) (last visited 2006/11/13)；又跨國公司在中國設立研發機構之利弊及成因分析，參照李劍華，〈跨國公司在我國設立研發機構的成因分析〉，《中山大學學報論叢》，2002 年 06 期，全文轉載於 <http://scholar.lib.cn/Abstract.aspx?A=zsdxblc200206010> (last visited 2006/11/13)。

<sup>107</sup> 就中國利用外商直接投資之方式變化而言，從早期多採取合資合作方式，部分採用獨資方式，透過參股、控股、兼併或收購企業等跨國併購進入中國的外資較少；惟自 2001 年中國加入 WTO 後外資政策形成，外商投資金額中獨資方式首次超過合資合作方式，達到總投資金額的 51%，並有逐年擴大之趨勢，截至 2006 年為止，外商獨資比重約佔 2/3。

<sup>108</sup> 統計數據參見中國商務部網站，中國投資指南：

<http://www.fdi.gov.cn/ltstatic/index.jsp?app=000000000000000000014> (last visited 2006/11/15)。

進出口總值	12726.1	24.26%	7426.57	58.36%	0.73	25.83%
出口總值	6912.31	26.50%	3999.23	57.86%	0.55	27.70%
進口總值	5813.79	21.70%	3427.34	58.95%	0.96	23.71%
		投資 進口 設備	211.78	占三資企 業進口比 重	6.18% -1.26	2.80%

本研究整理

資料來源：中國商務部，外資統計，外商投資進出口統計

綜觀整體大環境，中國於 2006 年 WTO 過渡期屆期後陸續調整外資政策，2006 年 10 月國務院正式對外公布關於內、外資企業所得稅合併議案已於 2007 年 3 月通過《企業所得稅法》，達成「兩稅合一」之目標；此外，由於中國不再存有資金飢渴，今後關於外資政策之擬定，將逐步轉為「中性」，即逐漸取消各項對外資之優惠措施，而隨著外資政策逐漸縮緊，影響外資對華投資之比重為其必然結果。以下就外資在中國併購市場運作之動機、模式及特色與風險、成敗因素及其經濟效益整理如下：



## 第一項 外資併購中國企業之動機分析

一般而言，理論上運用協同效應理論、代理理論、價值低估理論等理論用以解釋企業併購動因，但以中國大陸目前實際情形觀之，外資投資大陸主要是受到低勞動成本、內需市場廣大的驅使使然，然而外資併購中國企業動機應與外商直接投資大陸的動因加以區別，以下謹就外資併購在中國市場造成的熱潮因素加以考察，探究其逐利之動機，分述如下：

### (一) 就外商角度分析，其動機可歸納為：

1. 近年來併購已成為跨國公司對外投資的主要形式，跨國公司以併購作為經營戰略，在低成本的開發中國家建立生產設備，鞏固產品之國際

競爭力。

2. 西方國家經濟成長率趨於緩慢，資本相對過剩，鉅額國際游資需求出口，導致外資流入中國。
3. 中國經濟急速增長，成為亞太地區吸引外資最多的國家，透過併購可快速建立中國內地產銷通路。
4. 中國兌現加入 WTO 承諾之需求。且中國大陸龐大的國有企業群體需求改革，提供外資併購良好的標的選擇<sup>109</sup>。

## (二) 就中方角度分析，其動機可歸納為：

1. 中國國有參股或控股之公司，為謀求長期持續發展，便透過出售股權方式換取資源，降低企業營運風險；為調整行業總量，避免計畫經濟下的重複投資引發惡性競爭。
2. 透過提升經營理念、經營模式、管理方式促進產業整合之需求與效率，解決公司治理結構等問題，朝產業規模化等國際化經營目標發展。
3. 有些國有企業面臨龐大虧損，無法倚賴自身力量扭轉劣勢時，透過全部或部分資產或股權出售於外資，利用外資進行重整以彌平虧損。
4. 透過併購成為上市公司，以提高集資能力及享受以上市公司為主體之優惠政策。
5. 中國當局陸續頒布一系列鼓勵外商及併購國有企業及上市公司之政策法規，如本章第一節所述，使外資併購有法可循。

---

<sup>109</sup> 據統計，中國內地現有國有資產約人民幣 10 萬億，國有企業近 40 萬家，其中特大型國有企業約有 500 家，大型國有企業約有 1 萬家，中型企業約有 4 萬家，其餘皆為小型企業。配合國有企業改革的需求，放寬外資併購國有企業的限制，外資不僅可併購國有中小型企業，並可併購大型國有企業。

## 第二項 中國併購市場之特色與風險

由於中國經濟體制轉型中仍留有社會主義計畫經濟色彩，使其併購市場與眾不同，其特色與風險可具體呈現於以下幾個層面<sup>110</sup>：

### (一) 中國外資併購市場之特色

1. 政府參與程度較高：中國當局認為外資併購可能導致國有資產流失及產業結構之重大影響，甚而可能涉及國家經濟安全<sup>111</sup>等問題，尤其是針對凱雷併購徐工一案帶給中國的省思，更強化中國對產業安全問題重視的顧慮，由於經濟安全是一個國家獨立自主之基礎，隨著跨國公司、風險投資機構對中國某些龍頭企業進行併購，產業安全的議題迅速於其官商學界升溫的背景下，中國在 2006 年 7 月 27 日舉行了首屆中國產業安全論壇可見一斑；又雖然其外資法律體系漸趨於完善，但未來仍不排除以行政審批方式決定併購之終局結果，此乃肇因於中國未完全脫離計畫經濟之體制思想故；尚且計畫經濟體制遺留下「球員兼裁判」之陋習尚未徹底根除。而凱雷徐工案對外資併購引起的影响莫過於給外資帶來外資併購中國國企的許多諸多障礙，主要原因源於中國資本市場尚未全面開放，而凱雷主要的失誤即是以資本的方式

---

<sup>110</sup> 按中國中央社 2005/10/05 之報導，中國商務部部長助理黃海表示，自 2004 年底中國取消對外資企業關於地域、資金等限制後，出現幾項特點包含：

1. 外資商業企業獨資化：2005 年上半年新批准 216 家外商獨資企業，佔全部新批外商企業的 88.2%，顯示在中國投資的外商企業獨資化趨勢越來越明顯。

2. 外資併購案例持續增長：2005 年上半年，中國商務部批准家樂福等外資企業八個併購項目；英國百安居公司收購德國歐倍德公司，在中國開設二十五個大型建材專業店等，因此透過併購中國零售網點資源快速擴張，正成為外資企業在大陸戰略佈局的重要方式。參照文皓整理，大陸經貿消息輯要，兩岸經貿月刊，第 167 期，頁 24(2005/11)。

<sup>111</sup> 關於外資併購是否涉及中國國家經濟安全，及不同產業類別所涉程度之議題，其國內有兩派意見，參照鄭新立，〈高度重視產業安全的監測預警和對策研究〉，中國國家統計局網站：[http://210.72.32.6/cgi-bin/bigate.cgi/b/g/g/http://www.stats.gov.cn/tishu/jia/zggqgl/t20060822\\_402346698.htm](http://210.72.32.6/cgi-bin/bigate.cgi/b/g/g/http://www.stats.gov.cn/tishu/jia/zggqgl/t20060822_402346698.htm) (last visited 2006/11/15)。

處理該併購案，而未考慮中國國情；此外，國有企業中央、地方歸屬尚未劃分清楚等因素，皆為導致政府干預併購之必然結果，甚而引起「權力尋租」<sup>112</sup>之情形。

2. 外資在中國之戰略性佈局及多角化併購，反映產業鏈上國際分工之需求，包括同業或跨業併購等；產權轉讓方式亦趨於多元。
3. 併購隨地域不同，考量各地地方政策開放程度、地方市場機制完善與否，與地方政府對外資採取態度等因素而異。整體而言，外資在地域分佈上呈現極端不平衡的狀態，沿海地區遠大於西部地區，又主要分佈在渤海灣、長江三角洲、珠江三角洲為中心之地區<sup>113</sup>。地域發展的差距，自成為外資選擇中國併購目標公司時之考量因素之一。
4. 外資獨資化之趨勢<sup>114</sup>。改革開放初期的作法像是「摸著石頭過河」，改革目標尚未明確，市場機制並不存在，外資初期皆選擇中外合資或合作之方式以降低風險；惟近年來因投資法制環境之改善，市場日漸成熟及跨國公司對中國市場瞭解日深，外資獨資已成為新進外資主要選擇形式，已存在的合資企業亦以收購中方股權邁向獨資經營，從而構成合資企業獨資化的趨勢。

## (二) 中國併購市場之風險

所謂外資併購風險，係指外資併購活動中由於各種不確定因素影響

<sup>112</sup> 所謂「權力尋租」一般指政府之各級官員或企業高層，利用手裡權柄避開各種控制、法規、審查，從而尋求或維護其既得利益之行為，特別在國有企業股份制改造過程中引起之尋租問題。

<sup>113</sup> 關於中國產業集群調查，參見中國網：

[http://big5.china.com.cn/zhuanti2005/txt/2005-04/07/content\\_5832192.htm](http://big5.china.com.cn/zhuanti2005/txt/2005-04/07/content_5832192.htm) (last visited 2006/11/15)。

<sup>114</sup> 關於外資獨資化趨勢之必然性及其影響，及中國對此之應對措施，參照〈外商獨資化趨勢的影響及應對〉，新華網：

[http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/report/2005-04/18/content\\_2844703.htm](http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/report/2005-04/18/content_2844703.htm) (last visited 2006/11/15)。

下，而導致併購預期目標無法實現的各種可能性，特別是外資對於中國市場處於不瞭解的情形時，茲將外資併購中國企業所面臨的風險歸納如下：

### 1. 財務資訊透明度不足<sup>115</sup>

目前中國對於企業財務資訊透明度之要求仍屬不足；又其資本市場或產權交易市場並非完全效率化市場，使被併購資產通常缺乏公開的市場交易資訊，特別係針對國有資產而言，外資必須面臨資訊不對稱之風險；此外目前中國具有國際水準的專業中介機構仍顯不足，對於被併購企業所為的實體查核(due diligence)經驗不足，此皆可能成為交易價格評估之障礙。

### 2. 相關制度尚未完善

由於現行併購相關法律規範制度尚未周全，雖繼 2003 年外經貿部發布《外國投資者併購境內企業暫行規定》後，於 2006 年 9 月 8 日正式實施《關於外國投資者併購境內企業的規定》<sup>116</sup>，使外資併購已有基本法律可循，但對外資併購整體流程規範、反壟斷問題等，仍留有空白及尚待釐清之處，且相關規範層級太低，多以「關於…之規定」、「暫行規定」形式存在，一旦遇到漏未規定的情形，仍須留待中國以行政審批決定其作法，此種作法或可彈性因應頻頻產生的各種問題，然而就規範制度而言，卻無可避免地反映了規範效力的薄弱；另外關於交易糾紛處理途徑，目前中國亦缺乏所謂商務仲裁機制等管道，總體而言，真正決定外

<sup>115</sup> 關於財務資訊揭露之問題，2006/10/21 在深圳召開的第四屆中國虛擬經濟研討會上，中國證監會副主席、黨委副書記範福春將資訊比作虛擬經濟的細胞，認為高度重視資訊的質量和資訊的披露，才能推動資本市場的發展。目前中國資本市場已建立以《證券法》為主體，相關規範性文件為補充的全方位、多層次的上市公司資訊披露制度，今後還將繼續開展一系列工作，提高上市公司等市場主體資訊披露的質量。目前中國證監會正在抓緊制定《上市公司資訊披露管理辦法》，進一步規範資訊披露義務人及相關主體的行為，以適應新形勢的要求。

<sup>116</sup> 2006/09/08 正式實施之《關於外國投資者併購境內企業的規定》，參照前揭註 94。

資併購等關鍵因素，仍取決於中國政府的行政權，此亦同時為中國外資併購市場之重要特色，蓋中國有其獨有之政經體制背景，皆係導致中國政府干預外資併購之必然結果，雖其漸漸過渡至邁向市場經濟體制，但資本市場機制之運作整體而言仍不如西方國家，對應至相關法制的不完整，則一定程度地呼應中國行政權獨大之現象，以保留其「裁量餘地」。

### 3. 市場退出機制不健全

中國在股權分置改革之後，市場化收購在邏輯上雖屬可行，但仍只是一種作用極為有限的輔助工具，蓋其資本市場尚未全面效率化，且政府對於外匯市場仍嚴格控管，真正決定力量仍操之中國政府，為市場退出機制不足之原因。

### 4. 行政審批標準具體化問題

由於審批程序冗長且不透明，易受部門政策左右，影響併購時程與交易成本，導致商機耗損<sup>117</sup>。惟此涉及中國體制之固有背景，在中國未對此進行全面革新之規劃前，仍須將此問題列入外資併購中國企業時風險評估之重要一環，蓋外資併購成敗與否，往往取決於行政機關審批之過程中所考量之因素。具體情形如凱雷併購徐工案，在江蘇省徐州市得

<sup>117</sup> 例如喧騰一時的美國凱雷集團(下稱”凱雷”)併購徐工集團工程機械有限公司(下稱”徐工集團”)一案，為國際投資基金收購中國大型國有企業絕對控股權之第一案，在經過江蘇省政府審批程序後，根據《外商投資項目核准暫行管理辦法》之規定，屬於《外商投資產業指導目錄》分類中”鼓勵類”的徐工集團，由於涉及引進外資的總投資超過一億美元，需由國家發改委核准項目申請報告；同時，作為外商投資項目，這起併購案須經商務部核准。2005年10月25日，凱雷與徐工集團、徐工機械簽署《股權買賣及股本認購協議》，凱雷出資20.69億元人民幣以換取徐工機械82.11%的股權，加上對賭協議和增資，凱雷最多可增加1.2億美元將持股比例提高到85%，最多將支付3.7億美元的價格，惟此方案遲遲未獲商務部審批通過，經過一年的等待，雙方於2006年10月16日簽署修訂協議，將收購比例和增資價格進行調整，最終持股比例由原先的85%降至50%，金額則從3.7億美金減少到約18億人民幣，約折合2.25億美金，而形成目前的50%對50%的方案。新方案取消了原來的業績對賭協議，同時在董事會任命上，凱雷集團與徐工集團各派出5名董事，而在原來的方案中，凱雷集團擬獲得9席董事會中的6席。但這一協議仍保留了毒丸計劃和相關懲罰性條款。據悉，此一新方案由商務部指導操作，獲批可能性大增，惟遲至目前為止，商務部仍未批准該併購案。

以通過地方審批之要求，上行至商務部後，該併購案卻擱淺長達一年以上，除凸顯中央與地方就外資併購行政審批標準不同，卻缺乏相關審批標準讓外資遵循，可能增加不必要的程序成本浪費。

## 5. 併購後文化整合風險

外資併購協議達成及履行後是否進行有效的整合，為直接影響併購戰略能否實現之關鍵<sup>118</sup>，其中具體涉及跨國公司與中國的文化衝突與整合，以及企業文化在併購後所面臨在關於經營戰略、組織、人事安排等商業結構上的相應調整；隨著跨國公司在中國的數量增加，將有愈來愈多的中國企業被外資併購，然而並非所有跨國併購的結果都是成功的，即使是同為市場經濟國家中的企業文化都有差異的情形，何況是在中國市場上，特別需要考量不同文化傳統間的磨合及文化適應的問題。

## 6. 外資併購後外資地位不確定

外資併購中國企業受到《中外合資企業法》第4條關於投資比例的規定之限制，外資比例不得低於25%，使得過去跨國併購受到很大的限制；後來放寬了外資所佔比例限制，允許外資出資比例低於25%<sup>119</sup>。此

<sup>118</sup> 參照胡峰、劉海龍，〈外資在我國併購後的文化衝突與整合問題探析〉，《貴州財經學院學報》，2003年第3期，頁64-67；胡峰，〈論跨國公司在華併購之文化整合〉，《廣州商學院學報》，2003年第2期，頁4-8；趙錦英，〈企業併購中的文化融合〉，《市場貿易》，頁21；陳晶，〈併購企業文化整合探討〉，《商場現代化》，2006/02，頁66-67；胡峰、劉海龍、金椿，〈外資在我國併購後的文化衝突與整合問題探析〉，《貴州財經學院學報》，頁64-67；李文英，〈試論我國企業併購整合工作〉，《焦作大學學報》，2005/04第2期，頁42-44；徐彬，〈企業併購後的整合與協同〉，《北京理工大學學報》，2000/08，第2卷第3期，頁71-74；林正雄，〈企業併購後續整合之研究—以台聚集團併購華塑企業為例〉，中山大學企業管理學系研究所碩士論文，頁4(2003)。

<sup>119</sup> 參照《關於外國投資者併購境內企業的規定》第9條：「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註“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註“外資比例低於25%”字

一放寬看似對外資態度寬鬆許多，然而相關配套並未同步進行，使得併購後企業關於土地使用、稅收、外貿等外資地位與待遇如何確定並不明確。此外，關於外資併購上市國有企業，按規定僅須符合《外商投資產業指導目錄》，依此外資不僅可以控股，尚可以獨資型態為之，只是法人地位不具備外資企業之資格，此後此類併購一旦大量出現，則將面臨併購後企業屬性究為內資企業抑或外資企業的地位認定問題。

### 第三項 影響外資在中國併購市場成敗之因素分析

從併購史上的統計數據顯示併購失敗率高達 70% 以上，然而由於併購是企業擴張最簡便的途徑之一，因此研究如何降低企業因併購帶來的風險有其實際意義<sup>120</sup>。全球著名的戰略諮詢公司美國貝恩公司(Bain & Company)對企業併購交易環節進行研究表示，一項併購交易成功與否取決於四個決策環節。分別為：如何選擇併購目標、如何擬定併購交易條件、併購後如何整合，及當交易偏離既定規劃時如何應對<sup>121</sup>。以下歸納併購之成敗因素，整理表格

---

樣的外商投資企業營業執照和外匯登記證。」如今已允許外資比例低於 25%，僅係不得享有優惠待遇，外資可自行斟酌判斷選擇。

<sup>120</sup> See Kevin A. Frick & Alberto Torres, Learning from high-tech deals, *The McKinsey Quarterly*, 2002, No. 1; Kevin G. Rivette & David Kline, *Rembrandts in the Attic: Unlocking the Hidden Value of Patents* (Boston: Harvard Business School Press, 1999) (中譯本：林柳君譯，《閣樓上的林布蘭》，台北：經典傳訊(2000)，頁 208-210)。此書主要以「專利權」之價值為闡述對象，但其他諸如著作權、商標權、營業秘密等智慧財產在超優勢競爭情境下同樣有其重要性，且對於高科技產業中之不同產業所著重之權利亦有不同，不僅限於專利權，惟本文所參考者僅為此書中部分論述，謹此說明。而許多研究發現，併購案多以失敗收場。雖說併購案失敗率偏高，但特別是高科技產業仍熱衷於併購交易。為了解釋這明顯的矛盾，McKinsey & Company 公司針對四八五家市值最高的高科技公司進行績效評估。其研究分析發現，雖然一般併購案對收購者而言，經常是不敷成本之交易，但若能以策略眼光進行交易之公司，往往能從中創造價值，因而無形資產的智慧財產權在高科技產業中所扮演的角色在企業併購中益形重要。

<sup>121</sup> 參照〈企業，掌控併購謀上策〉，中國《經濟日報》，2005/04/05，第 10 版。

如下<sup>122</sup>：



表 2 外資併購成敗因素檢驗表

檢驗項目		評估結果	備註
一	產業面		
	該產業特性是否適合以併購方式成長		

<sup>122</sup> 參照翟玲秀，〈企業併購成功的條件〉，《管理科學文摘》企業管理專欄，頁 38-39；亦有論者認為併購成敗因素關鍵為價格與控制權之爭奪、以及整體綜效之實現，參照鍾惠珍、李香瑩著，併購的成敗關鍵，會計研究月刊，第 214 期，台北：財團法人中華民國會計研究發展基金會，頁 47-56(2003/09)。

	目標公司具備何種營運價值		
	財務操作可行性分析(如產權明確與否、融資管道等評估)		
	擬定併購談判策略		
	併購交易條件為何		
	併購交易條件是否符合雙方戰略期待		
	併購後具體整合計畫為何		
二	政策面		
	瞭解中國相關產業政策(包括中央及地方政府)		
	是否具備相關行政資源		
三	法制面		
	是否充分瞭解關於外資併購相關規定(例如目標公司是否為限制或禁止外資進入之領域)		
	中國法律對財產權保護程度		
	中國法律對於外資併購程序性規定		
	併購方本國與中國有無相關經貿協議		
	對目標公司之實體查核與盡職調查程序		
	外資併購協議中風險防範條款之擬定，如： 1. 陳述與保證條款 2. 維持現狀條款 3. 風險分擔條款 4. 索賠條款		

資料來源：本研究整理

#### 第四項 外資併購中國企業之經濟效益分析

隨著中國加入 WTO 後對市場逐步開放，利用外資的政策與法律產生系統性的變化，特別是依據 WTO《與貿易有關的投資措施協議》對貿易平衡、

外匯平衡、外銷比例等投資管理的要求，配合中國內地市場擴大對外開放的情形，整體的投資規則逐漸按照國際標準實施，促使跨國併購交易活動在中國更為蓬勃發展，而對中國市場產生之經濟效應，總結區分如下<sup>123</sup>：

## 一、外資併購對中國產業發展之正面效應

- (一) 打破中國境內企業一股獨大的股權結構，從而推動國有企業改革。外資進入中國首先打破中國大中型國有企業一股獨大的股權結構，此效益對上市公司尤為重要<sup>124</sup>，透過引進外資大股，並依法進入董事會及決策層，改善上市公司治理情形，按照市場法則營運。
- (二) 促進中國產業結構重組，提升經營管理模式水平。外資併購後首當其衝的問題即是整合管理模式，整合成果直接決定了併購目標實現的程度，雖然目前中國企業經營管理水平之提升仍受制於高級經理人才之缺乏，惟外資進入後仍有利於提高公司整體經營模式。
- (三) 使中國企業納入跨國公司國際分工體系，透過資金、技術、品牌與國際市場渠道的引入，增強市場競爭力。外資藉挹注資金、技術設備，迅速擴大中國境內企業之產能，同時藉著跨國公司之品牌形象、國際市場之分享，促進產業升級與優化。

## 二、外資併購對中國產業發展之負面效應

---

<sup>123</sup> 參照陳俊紅，前揭註 23，頁 38-48；李強、韓世坤，〈外資併購中國產業發展的效應分析與風險防範對策〉，《國際貿易問題》，第 2 期，頁 68-71(2004)；參照裴長洪、林江，前揭註 19，頁 32-34；程紅星、王興林，〈外資過度併購有五大負面影響〉，《上海證券報》，2006/08/23，第 A14 版。

<sup>124</sup> 中國上市公司有九成以上由國有企業改制或發起設立，大股東一般即為地方政府主管的國有大中型企業或政府國有資產管理機構，因而造成「一股獨大」及「內部人控制」等問題在上市公司中尤為突出。

(一) 打破原有市場結構，甚至可能形成對重要行業的壟斷及控制。以併購方式引進外資最大的負面效應就是導致壟斷問題。跨國公司一旦控制市場就可能壓抑競爭、降低市場效率，提高市場集中程度，打壓其他市場上競爭者，形成寡頭壟斷的市場格局，而寡頭間就銷售價格、數量、銷售地域等達成協議互相協調的結果，將抑制市場的調節作用；其次，若造成獨占問題，外資挾其資金、品牌等優勢，更進一步限制競爭；更重要的是，已開發國家跨國集團挾帶資金、技術、管理優勢大舉進入中國市場，對重點產業進行的併購將使問題層次提高至產業安全議題。

(二) 外資攫取優惠資源，控制重要產業與關鍵技術，可能引起中國國家經濟安全之疑慮。關於外資是否為惡意併購，以及是否引起產業經濟安全問題，中國國內對此有兩派截然不同的解讀<sup>125</sup>。主張此一問題構成負面效應者，認為外資已從過去一般的商業併購轉向針對特定行業龍頭企業的戰略併購，顯示外資來者不善，應針對產業安全考量對外資加以限制。

(三) 對外商技術之依賴，可能引起中國本土化品牌流失，自主品牌受威脅。併購後中國的自有的本土化品牌將逐步被外資品牌代替，而品牌代表著無形資產，間接造成中國企業失去創立自有品牌的機會，使其發展空間受限<sup>126</sup>，甚至失去自主研發的能力。

---

<sup>125</sup> 此議題主要因凱雷與徐工之併購案而風起雲湧。主張外資來者不善者，主要以北京科技大學白津夫教授為主，認為跨國公司已較先前提高對中國產業鏈及價值鏈上的控制力，如不加以控管限制，長遠來看將造成中國產業結構升級的隱憂，且嚴重弱化中國產業競爭力，造成多重利益的流失，並固化中國產業在國際分工的不利地位；反之，認為前者過於敏感者，則以中國社會經濟研究院(香港)高級研究員馬宇為主，認為前者說法缺乏論述依據，純屬臆測之談，主張開放的環境有益於產業發展，而中國企業的威脅並非外商，而係封閉環境中的制度桎梏，以凱雷併購徐工一例而言，在不違反外資法律政策及產業政策下，若僅因輿論而否決，將在一定程度上影響投資者對於中國法律政策的權威性，喪失投資信心。各方說法見仁見智，參照中國《瞭望新聞週刊》，2006/05/01，頁 15-21。

<sup>126</sup> 在中國設立跨國研究機構的公司，從事的研究主要集中於適應型研發，進行新產品的本地化研究，主要的關鍵技術仍掌握在外方手中。參照李強、韓世坤，前揭註 123，頁 70。

(四) 造成中國國有資產流失。不少地方政府為吸引外資發展本地經濟，對外資的引入表現熱情，有些國有企業也急於擺脫困境，然而中國之資產評估缺乏制度保障，造成評估和處置難以規範化。外商併購國有企業時，一部分未對國有資產進行評估，或高值低估，將造成國有資產的大量流失之問題。

### 第三節 中國外資併購法制立法現狀評析

中國併購法制的立法方式主要是仿效經濟體制改革的漸進式模式而進行，一方面因採取「雙軌式」之對內資企業間及內、外資企業間或外資企業間的併購活動分別加以規範；另一方面因採取「增量改革」模式，在既有的法律基礎上另外增訂相關規定，但往往造成新舊法規適用疑慮而混亂了併購法律體系，同時亦因缺乏有效率的系統立法整合，產生併購規範散見於位階不同的法令中，造成法律適用出現矛盾或困難；且因無統一企業法規範，造成在不同企業法之間規定重複，浪費立法資源等現象。本節對於中國併購法制立法之價值取向與基本原則<sup>127</sup>及法律基本框架加以介紹，繼而以適用領域之不同為類別，整理現行適用之法律體系、規範位階，復評析該整體規範架構下之問題，最後綜觀中國當前外資政策之變化為何。

#### 第一項 現行中國併購法律體系之基本框架

針對外資併購立法體系，依據規範內資企業與外資企業之關係究係分立

<sup>127</sup> 中國外資併購立法之價值取向主要係考量目前外資併購在全球經濟一體化的概念下，其資源配置角色之定位，以及中國作為發展中國家的基本國情而定。基本上應在注重公平及效率之基礎上，促進有效競爭，一方面吸引外資，一方面遏制其負面影響；至於中國外資併購立法之基本原則，參照〈我國外資併購立法研究〉，<http://paper.studa.com/2004/8-20/12831.html> (last visited 2006/11/18)，主要係依中國產業經濟安全、促進有效競爭及符合經濟效益，及保護少數股東及債權人權益等原則訂定。

規範、合併規範，抑或另外針對外資特性特設一部專門性的法律加以規範，立法論上主要有下列三種模式<sup>128</sup>，分述如下：

### (一) 單軌制

單軌制意指對外商投資不作特別規定，外國投資直接適用本國相關法律規定，亦即內外資立法統一的模式，美國即是此一立法模式的典型代表，美國至今並無制定一部專門規範外資的外國投資法，外國投資者在美國享有國民待遇，在投資領域、投資比例、期限、股份轉讓、稅收等經營管理方面並無特別限制。一般來說，單軌制的立法模式主要須以完善市場經濟體制為前提，且市場上的經濟主體必須是真正意義的市場主體，而由「雙軌制」走向「單軌制」之立法模式已成為趨勢。外資併購與內資企業併購之基本法應合一規範，即制定一部內、外資企業同時適用之基本法，作為併購法律制度之基礎，另外再針對兩者間之性質差異及政策調整而例外規範。



### (二) 雙軌制

有鑑於中國市場經濟體制發育尚未完全，應適度保護民族工業而仿效澳大利亞及加拿大之外資法制建制，對國內併購與外資併購分別立法規範管理；惟須注意 WTO 國民待遇原則之要求。

### (三) 外資法模式

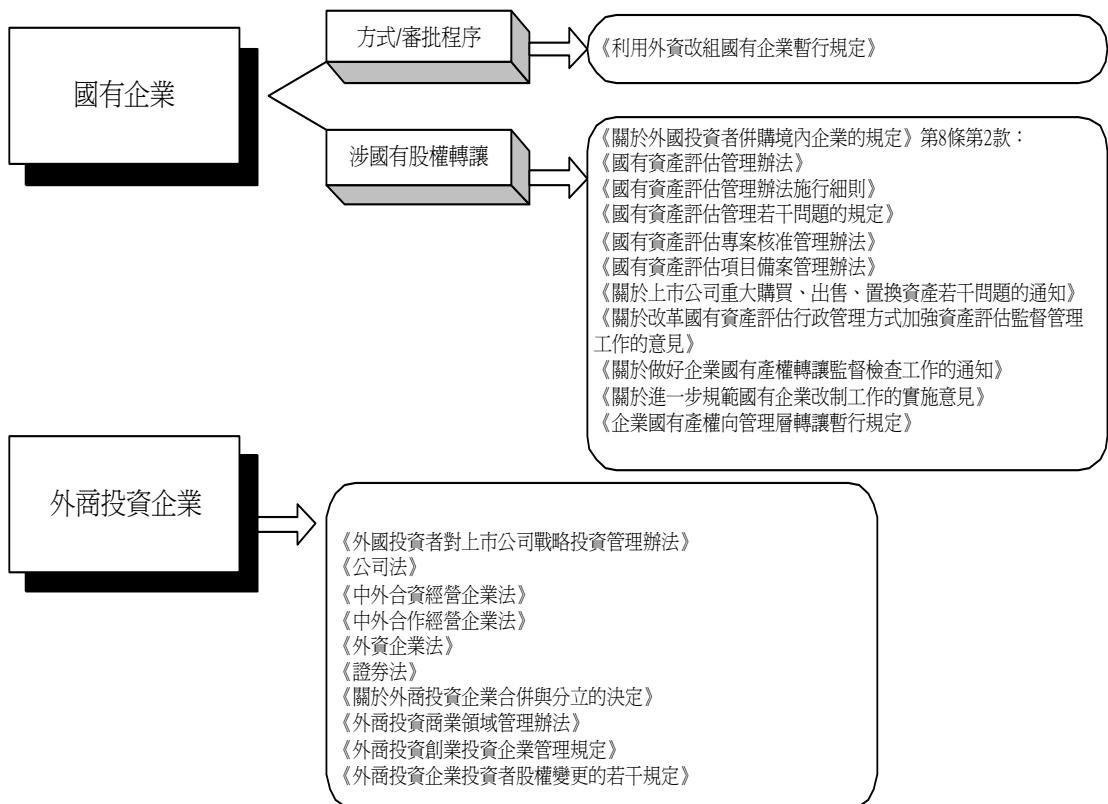
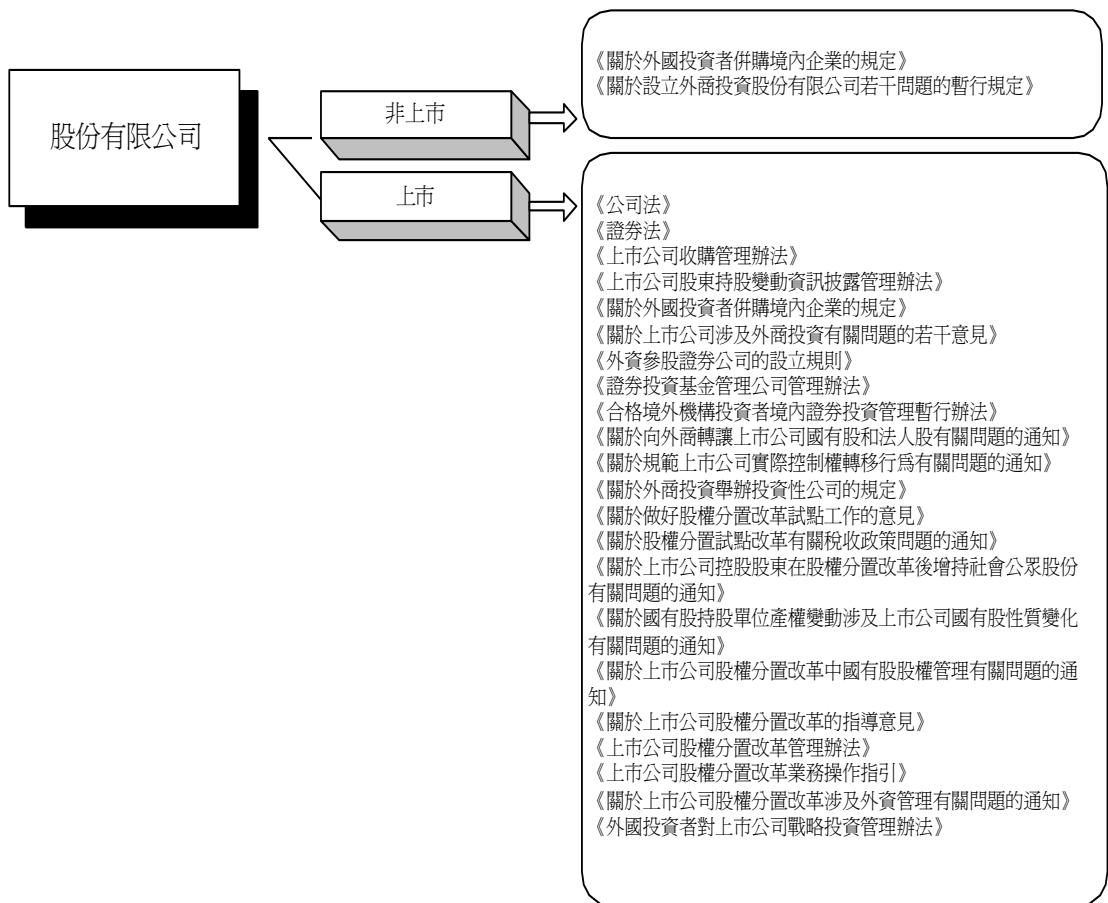
外資併購涉及多種社會關係，不可避免地與公司法、證券法、勞動法、國有資產保護法、稅法等相關法律產生聯繫，如何實現法律間之協調配合，避免重複規範或衝突立法之現象，應統一制定一部外國投資法，專門規範外資併購相關問題。

<sup>128</sup> 參照劉家豪、張遠忠，《台資併購大陸企業決勝指南》，台北：創見文化股份有限公司，2006/08/01。

關於立法模式選擇問題，本文認為以目前中國現狀而言，應以「外資立法模式」較適合，由於中國目前關於外資併購法制結構繁雜、層次不一，關於法律威信及實施統一漏洞頗大，例如構成中國外資法主要的三部法律《中外合資經營企業法》、《中外合作經營企業法》及《外資企業法》之間存的矛盾，如關於審批期限，合資企業法規定審批時間為 3 個月，外資企業法規定為 90 天，合作企業法規定為 45 天；又如投資方向，合資企業法對外國投資者在中國的投資方向未作規定，外資企業法則籠統地規定，國家限制或禁止投資的行業由中國國務院規定，合作企業法則明確規定國家鼓勵舉辦產品出口或技術先進的生產性合作企業，却沒有關於允許、限制或禁止投資的規定。外資法律間規定相悖的情況，嚴重影響了中國外資立法體系的統一性，凸顯應對中國現有併購法制進行整頓的重要性。對於中國外資法律體系之重構，首先應調整外商投資企業設立、內部經營管理方式、清算、解散等基礎內容劃歸《公司法》或《合夥企業法》等企業組織法中。並依據《中華人民共和國立法法》另外訂定一部統籌外資相關問題之法律<sup>129</sup>，就外商投資方式(包含新建投資與併購及其他形式的外商投資方式統一予以規定)、外資准入及產業導向、外商待遇標準等問題納入新定之外資法中規範，並明訂外資概念、外商投資類型、外資審查機構及其程序與標準，就外資併購交易部分採行內、外資合一的立法模式，蓋因交易主體間之民商法律關係不應因企業的所有制形式差異而差別對待，而係以企業的責任形式予以區別，此與國家考量市場效率等競爭因素所進行的公法規制性質有異；另就與外商投資企業有關之監管問題，如外匯、稅收及技術引進等，則收歸於相關經濟監管部門規章中。如此一來，不僅明確其法律位階，分門別類的立法方式亦不至造成衝突矛盾規範，而其他相關領域具體規定則有待部門規章及地方性法規加以補充。

中國歷年來對外資之相關規範沿革，本章第一節已依發展背景加以介紹，並按其年份整理表格如附錄，此處擬本研究依各該目標公司之類型及其規範之類別整理如表 3：

<sup>129</sup> 依據《中華人民共和國立法法》第八條規定，關於基本經濟制度以及財政、稅收、海關、金融和外貿等基本制度，只能以法律規範之。



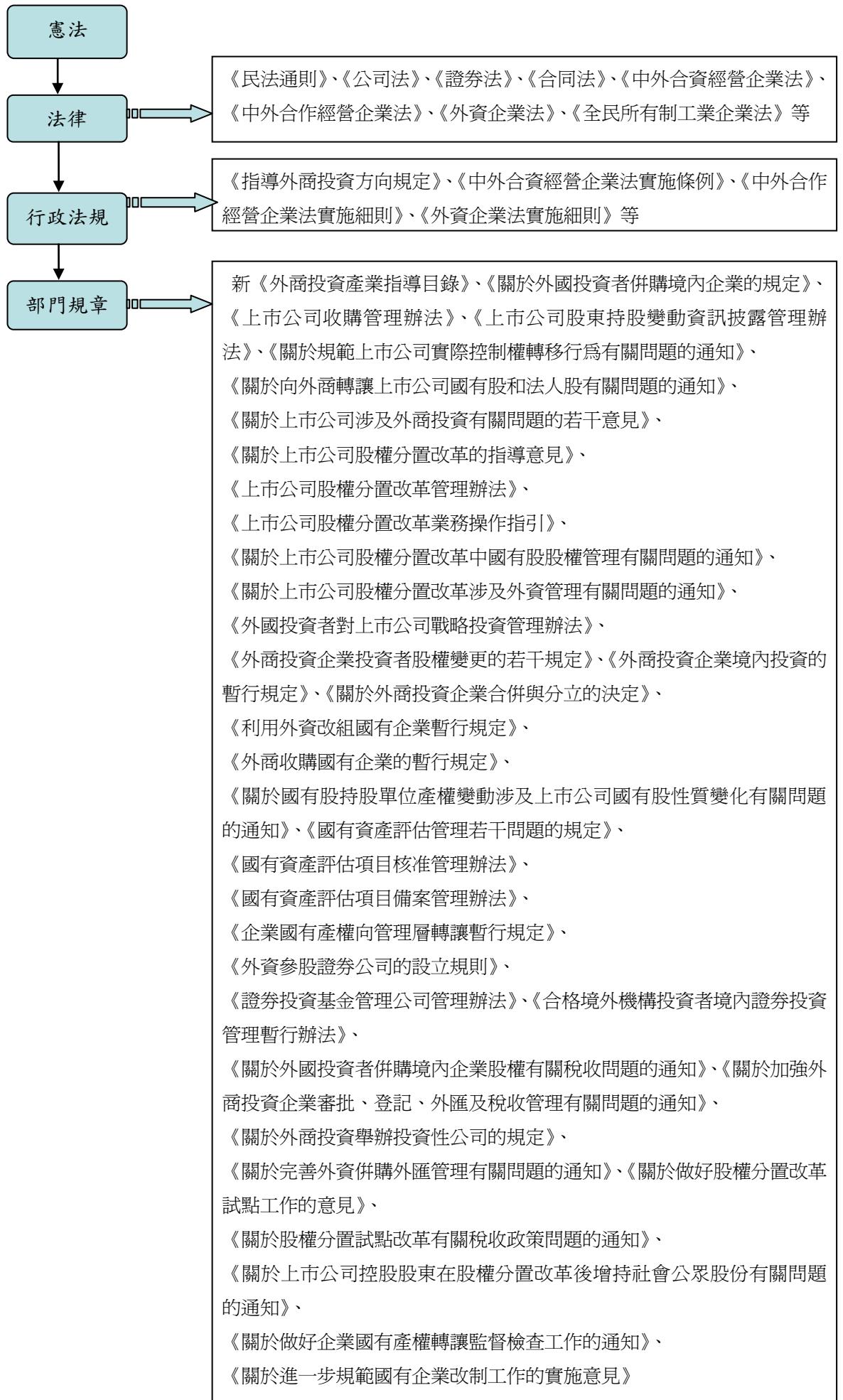
## 第二項 外資併購法規範之效力位階

依據中國《立法法》規定，中國法律層級可分為中央級和地方級，並依其發布機關不同區分為以下四類，即由全國人民代表大會及其常委會通過之法律、國務院發布之行政法規、各地方制訂之法規及國務院下各部委發布之部門規章<sup>130</sup>。依前所述之外資相關法律規範文件之法律位階，以表 4 整理如下<sup>131</sup>：



<sup>130</sup> 此四類規範權限及範圍分別依據《中華人民共和國立法法》第 7 條、第 9 條、第 56 條、第 63、64 條第 71 條之規定決定之。參照《中華人民共和國立法法》，同前註。

<sup>131</sup> 參照王泰銓主編，《最新中華人民共和國法律法規彙編》，台北：翰蘆圖書出版有限公司，頁 20(2002)。值得一提的是，如前述中國法律可分為中央級與地方級兩個法律層級，惟礙於篇幅限制，本文僅就中國現行中央級之外資併購相關法律規範臚列。



### 第三項 中國併購法制存在之問題與對策

從上述外資併購相關法規所構成的法律體系，整體而言不難發現現行外資併購法律體系過於龐雜，缺乏一個嚴謹完善的規範框架，並且涉及外貿等基本規範之立法層次亦不高，更由於分散制定而存在許多矛盾與闕漏，茲就中國當局規範外資併購整體規範體系不足之處<sup>132</sup>，析述如下：

#### 一、外資併購立法欠缺體系性，法律效力偏低且內容不甚完備，缺乏協調性

首先，從中國主要外資併購法規範中可以發現，除了公司法、證券法及三資企業法外，其他的規範多係國務院及各部委發布之行政法規及部門規章<sup>133</sup>，並無統一外資併購相關規定之基本法律，部門規章之法拘束力較低，特別是針對涉及複雜的資本移轉性質的併購活動而言，一旦發生法律糾紛，很難由規範中找到解決之道。且從目前現有為數可觀的規章觀之，其制定角度各不相同<sup>134</sup>，容易造成規範之間的不協調，例如關於對外資併購國有企業形式之規定問題，1998年9月14日國家經濟貿易委員會發布之《關於利用外資進行資產重組的暫行規定》，提出國企利用外資進行資產重組的三種類型（分別是兼併項目、補充流動資金項目及償債項目）；在1999年11月對外貿易經濟合作部和國家工商行政管理局聯合發布之《關於外商投資企業合併和分立的規定》中亦規範了外商投資企業與中國內資企業的合併問題；但在2002年11月8日由國家貿易委員會、財政部、國家工商行政管理局、國家

<sup>132</sup> 參照鄭海航，〈我國企業兼併存在的問題和建議〉，《中國工業經濟》，1999年第5期，頁68-72。

<sup>133</sup> 自1997年後所發布的以外資併購為規範主題的法規，幾乎是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）、對外貿易經濟合作部、國家外匯管理局等部委頒發之規範性文件，此皆屬部門規章，其發佈亦伴隨當時的發展背景，暫時彌補了中國發展之外資併購立法方面的空白，惟其效力低於法律，同時也低於以國務院名義發佈的行政法規；就其效力而言，僅對外資併購活動提出規範性之要求與程序，對於違反之效力亦無相關規定。

<sup>134</sup> 例如某些規範由國有企業重組的角度出發，某些則從外商角度出發；另外發布之部門亦不盡相同，某些甚至是聯合發布；即使是聯合發布的，其排列組合亦不相同。由此造成規範內容之重疊、不明確，缺乏內在整體之嚴密、協調性，儘管與時俱進，仍尚難謂完整的外資併購法律制度。

外匯管理局發布自 2003 年 1 月 1 日起開始施行之《利用外資改組國有企業暫行規定》中，所規定的利用外資改組國企則有五種形式<sup>135</sup>。2003 年發布之《外國投資者併購境內企業暫行規定》中規定之外國投資者併購境內企業則僅包括股權併購及資產併購兩種形式，各該規範內容不盡相同，易使併購主體及司法機關關於適用法規時無所適從<sup>136</sup>。其次，在實務中外資併購的過程中亦暴露了現行法規的管理真空，例如對投資者國籍之判斷標準涉及外資身分之認定與監管，直接影響外資准入與否之結果，亦是付之闕如。

## 二、規範之間的銜接問題影響法規操作可行性

外資併購實踐中出現許多中國法規間之不協調、無法銜接的現象，甚至是相互矛盾的情形，略可歸納如下：

### (一) 公司法與外資法規關於註冊資本之矛盾

中國《公司法》對有股份有限公司及有限公司均有最低註冊資本之

<sup>135</sup> 分別為以下五種形式：

1. 產權轉讓：公司制企業的國有股權持有人將全部或部分產權轉讓給外國投資者，企業改組為外商投資企業。
2. 股權轉讓：公司制企業的國有股權持有人將全部或部分國有股權轉讓給外國投資者，企業改組為外商投資企業。
3. 債權轉讓：國有企業的境內債權人將持有的債權轉給外國投資者，企業改組為外商投資企業。
4. 資產出售：國有企業或含有國有股權的公司制企業將企業的全部或主要資產出售給外國投資者，外國投資者以所購買的資產獨自或與出售資產的企業等共同設立外商投資企業。
5. 增資擴股：國有企業或含有國有股權的公司制企業透過增資擴股吸收外國投資者投資，將該企業改組為外商投資企業。

<sup>136</sup> 另外，從 2003 年開始實施之《利用外資改組國有企業暫行規定》及《外國投資者併購境內企業暫行規定》觀之，並未對合併形式之併購規範。當時雖堪稱中國外資併購之標誌性法規，但由於近年來外資併購之發展，外資併購境內企業增加，凸顯了在審批監管、資產評估、防止國有資產流失及反壟斷等方面的問題，故 2006/09/08 由商務部、國務院國資委、國家稅務總局、國家工商行政管理總局、證監會、國家外匯管理局等六部委聯合發布《關於外國投資者併購境內企業的規定》，較《暫行規定》多出國資委、證監會兩部門，主要係考量外國投資者所併購之境內企業，包含國有企業及上市公司。惟其法律層級仍僅屬於部門規章。

限制規定，依 2006 年新修正《公司法》第 81 條及第 26 條規定<sup>137</sup>，股份有限公司為 500 萬元，有限責任公司為 3 萬元；而在《關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定》中第 7 條規定，公司註冊資本應為在登記註冊機關登記註冊的實收股本總額，與《公司法》規定不合，且對於註冊資本之金額最低 3000 萬元之規定，亦遠高於《公司法》規定之 500 萬元。兩者的不一致，造成兩種形式資本制度之差異問題。

同時在適用上亦反映中國法律層次之失調。規範外商投資企業的，主要有《公司法》、《外商投資企業法》及 2006 年 9 月 8 日實施之《關於外國投資者併購境內企業之規定》，惟法律規定適用上的層級不統一，有違立法層級之精神，此外在立法不配套而舊規範在新事件的情形下仍然有效，益發凸顯中國外資併購法律規範紊亂。

## (二) 監管機構與審批權限之問題



如《關於企業兼併的暫行辦法》第 3 條規定關於全民所有制企業被兼併時，由各級國有資產管理部門審批；《全民所有制工業企業轉換經營機制條例》第 34 條規定該企業被兼併須報政府主管部門批准；而《關於加強國有企業產權交易管理的通知》則指出由地方管理的國有企業產權轉讓，須經地方級以上人民政府審批，中央管理的國有企業產權轉讓，由國務院有關部門報國務院審批，所有特大型、大型國有企業的產權轉讓，須報國務院審批；《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 10 條規定，審批機關為中華人民共和國商務部或省級商務主管部門。另外併購後所設之外商投資企業，依據法律、行政法規及部門規章之規定，屬

<sup>137</sup> 參照中國《公司法》第 81 條：「股份有限公司採取募集方式設立的，註冊資本為在公司登記機關登記的實收股本總額。股份有限公司註冊資本的最低限額為人民幣五百萬元。法律、行政法規對股份有限公司註冊資本的最低限額有較高規定的，從其規定。」及第 26 條：「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；其中，投資公司可以在五年內繳足。有限責任公司註冊資本的最低限額為人民幣三萬元。法律、行政法規對有限責任公司註冊資本的最低限額有較高規定的，從其規定。」

於須依商務部審批之特別類型或行業的外商投資企業者，省級審批機關應將申請文件轉報商務部審批。以上關於企業被併購時的審批機關，依其類型各異。關於集體企業併購是否及如何經過批准，相關規定也不一致。外資須因其併購目標企業之不同，報批不同行政審批機關，增加事前規劃的法律成本，亦可能導致適用程序的紊亂及錯誤等情事。

### (三) 外商地位認定之不一致

按照 2002 年《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，上市公司在國有股、法人股向外商轉讓後，仍執行原有政策，不享受外資企業待遇；但隨後 2005 年發布的《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》第 2 點基於不同立法角度，規定外資介入上市公司後，該上市公司則享有外商待遇。由於中國法規制定處於不同歷史時期，對於併購反映出不同的態度，但長遠觀之仍應統一監管為妥。



### (四) 資產評估規範之差異

資產評估涉及併購財務面交易價格之確定，但由於中國資產評估制度存有很大的制度問題，主要原因是源於對資產評估的重要性認識不足所致，對於國有資產特別是國有企業的無形資產不作評估，而僅以帳面淨值與外資談判簽約，使審計流於形式，造成割後亦產生糾紛，或事後補辦評估手續，甚且即使是進行評估，但評估機構多不具評估資格，評估方法亦不精確，特別在中國有許多審計、評估機構深受人為因素影響，有意低估資產價值，更有許多國企以低價出售資產或轉讓於外商，變相地向境外轉移資本，造成中國國有資產流失之問題<sup>138</sup>。為此，《利用

<sup>138</sup> 1990 年 7 月 2 日，中國國務院發布《加強國有資產管理工作的通知》。該《通知》明確了管理國有資產的部門是財政部與國有資產管理局，為了確保國有資產的保值與增值，《通知》規定用國有資產參股經營、合資經營、企業兼併以及向非全民所有制法人或自然人出售境內外國有資產等行為，必須報同級獲上級國有資產管理部門批准，並由國有資產管理機構核准的資產評估機構對資產價值進行評估，辦理轉移手續。

外資改組國有企業暫行規定》中規定國有企業之資產評估，應按照《國有資產評估管理辦法》、《國有資產評估管理若干問題的規定》為之。而按《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 14 條規定，併購當事人可以約定在中國境內依法設立的資產評估機構。資產評估應採用國際通行的評估方法，並禁止以明顯低於評估結果之價格轉讓股權或出售資產，防止流失國有資產之問題<sup>139</sup>。至於此等能否有效防堵國有資產流失問題，則有待商榷，蓋因規範層次導致違反規範效果過低所致。

### 三、現行法律內容之不完備

#### (一) 關於外資出資方式

一直以來中國對外資企業採取認繳資本制，內外資企業關於設立與出資並未統一規範，使出資問題成為外資企業發展的頑疾，同時也是中國對外資監管工作中的重中之重。依據中國新修正《公司法》關於公司註冊資本的規定由實繳資本制有條件地改為認繳資本制，並可分期出資，外國投資者第一次出資僅須占註冊資本之 15% 即可<sup>140</sup>，意指作為併購方之外國投資者在外商投資企業註冊資本中之首期出資只要達到 7.65%( $15\% \times 51\%$ )，即可對該企業佔有控制地位，而後在境外「買殼上市」取得資金後再以所籌資金繳納併購所需資本，或者將其所有股權轉讓於其他境外集團套現。另針對「借殼上市」之問題，僅以部門規章方式規

<sup>139</sup> 又在《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 14 條規定：「外國投資者併購境內企業，導致以國有資產投資形成的股權變更或國有資產產權轉移時，應當符合國有資產管理的有關規定。」併購實踐經驗證明，採行國際通行標準之評估方法通常低於中國國內評估價格，國有資產流失問題在所難免；此外，2003 年之《關於規範國有企業改制工作的意見》中再次強調評估應按照《國有資產評估管理辦法》進行，且規定「向非國有投資者轉讓國有產權的，由直接持有該國有產權的單位決定聘請資產評估事務所。」此與《關於外國投資者併購境內企業的規定》允許併購當事人約定在中國境內依法設立之資產評估機構似有矛盾。形成相同或不同規定間對於國有資產評估問題之不一致的現象。

<sup>140</sup> 為了正確適用新《公司法》及《公司登記管理條例》等規範，國家工商行政管理總局、商務部、海關總署、國家外匯管理局於 2006 年 4 月 24 日聯合發布《關於外商投資的公司審批登記管理法律適用若干問題的執行意見》，釐清關於外資審批與登記工作中常見的各種問題。

定呈現，並未正式立法解決。

## (二) 關於上市公司收購

對於上市公司之收購，中國現行主要法律依據主要為《證券法》及《上市公司收購管理辦法》，原 2002 年《上市公司收購管理辦法》中對於上市公司反收購制度並無規定，於 2006 年新版《辦法》第 8 條及第 80 條中，對上市公司反收購行為作出適當限制<sup>141</sup>，彌補了舊法時期反收購制度之不完備。

## (三) 關於少數股東利益與債權人之保護

中國多數之股份制公司，尤其是上市公司，由於特殊之歷史背景與形成過程，在股權結構上不僅存在國有股、法人股、內部職工股等特殊股權分割形式，而且在股權持有之比例上，大多存在由集團公司作為大股東的「一股獨大」現象，反映在外資併購上的問題即是：國有企業在併購過程中，往往容易忽視小股東之權益<sup>142</sup>。另外，當協議轉讓上市公

---

<sup>141</sup> 依照《上市公司收購管理辦法》，上市公司董事會制訂反收購措施時，應注意有無違反反收購措施之三大限制性原則。所謂三大限制性原則所指為：第一、不能損害上市公司本身或股東之合法權益。該《辦法》第 8 條指出，被收購公司之董事、監事、高級經理人員對公司負有忠誠義務及勤勉義務，應當公平對待收購本公司之所有收購人。被收購公司董事會針對收購所作出之決策及採取之措施，應當有利於維護公司及其股東之權益，不得濫用職權而對收購設置不適當之障礙，不得利用公司資源向收購人提供任何形式之財物資助，不得損害公司及其股東之合法權益。關於第二、第三大限制性原則，該《辦法》第 80 條明確規定上市公司董事未履行忠實義務及勤勉義務，利用收購謀取不當利益者，中國證監會採取監管談話、出具警示函等措施。附帶一提，目前上市公司主要之反收購計畫包含金色降落傘計畫、焦土策略、分級董事會制度等。

<sup>142</sup> 在併購實踐經驗中，往往採用資產剝離之方式，將優質資產剝離出來成立公司後，再向外國投資者轉讓或與外國投資者組成外商投資企業，原有之不良資產與債務則留在原有企業，於此種情形下，小股東之利益受損最大。例如 2006/01/01 修正施行之新《公司法》第 72 條規定：「有限責任公司的股東之間可以相互轉讓其全部或者部分股權。股東向股東以外的人轉讓股權，應當經其他股東過半數同意。股東應就其股權轉讓事項書面通知其他股東徵求同意，其他股東自接到書面通知之日起滿三十日未答復的，視為同意轉讓。」似有規範保護少數股東之權益，然而在中國特殊股權持有結構下，當國有股轉讓時，少數股東即使不同意轉讓，亦無能為力。

司國有股時，其定價若影響少數流通股股東權益時如何補償、少數股東之股票收買請求權<sup>143</sup>以及併購過程中若有損害被併購企業之情事，少數股東得否以公司名義提起訴訟等問題，規範亦未臻完備。

在債權人利益保護方面，也存在一些藉著併購逃避債務的問題。例如依據《利用外資重組國有企業暫行規定》第 8(三)條及《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 13 條，採取資產併購方式進行的，被併購企業債務仍由原企業承繼，以其他方式併購者，債務由併購後所設之外商投資企業承繼。根據上述規定，若以部分資產轉讓方式進行併購，則外資購買的通常為優質資產，當被併購企業出售該資產後，原企業是否仍有能力償還債務？若以全部資產或主要資產出售轉讓者，原企業又該如何承擔債務；雖《利用外資重組國有企業暫行規定》第 7 條規定：「企業出售全部或主要資產的，應當事先徵得企業國有產權持有人或股東會的同意，並通知債權人。」惟若債權人不同意或無法接受相關債權債務協議時則何？另且在併購過程中有隱匿或遺漏之債務造成債權人損失者，往往是企業併購案件的主要訴訟類型之一，被併購企業的債權人以原告身分要求追索債權，同時引起併購雙方間的合約糾紛，此等債權人利益如何保障等議題，則未有明確規定<sup>144</sup>。

(四) 就外資併購中關係企業(中國稱為「關聯關係企業」)問題付之闕如

關係企業在各國證券交易法、公司法、及公平交易法均扮演相當重

---

<sup>143</sup> 2006/01/01 修正施行之新《公司法》第 75 條規定，反對公司合併、分立、轉讓主要財產的少數股東，可請求公司按照合理的價格收購其股權。

<sup>144</sup> 雖然 2003 年以後大量發布關於國有資產監督管理、國有產權轉讓及國有企業改制工作等行政法規中，強調了債權人利益保護及職工利益維護，但上述問題並未得到根本之解決。例如債權人就一筆遺漏的債務起訴併購後的企業時，合併後的企業才會發現當時簽訂併購合約時對方沒有如實告知真實資產狀況，因而要求法院宣告併購合約無效或撤銷該合約，或者要求被併購方的股東承擔違約責任；而在審判中，併購企業往往以債務並未反映在併購前被併購企業的資產負債表上，並以不知債務存在為由作為抗辯理由，此等訴訟類型皆係起因於資產負債表未能如實反映債務情形所致，更凸顯併購交易過程中，法律與財務風險牽一髮而動全身的相互影響。

要之角色。隨著外資深入中國市場之發展，透過關係企業取得對企業控制權的情形愈來愈多，然而觀察現有法規中，僅 2006 年 9 月實施之《上市公司收購管理辦法》及《關於外國投資者併購境內企業的規定》對關係企業參與併購活動相關之規範。

#### 四、反壟斷立法之空白

中國全國工商聯併購公會於 2006 年 3 月指出，克服外資併購負面效應最主要手段應制訂《反壟斷法》，一方面遵守 WTO 規則，一方面維護中國產業安全。而中國至今尚未頒布《反壟斷法》，僅有《反不當競爭法》規範中國行政壟斷問題與公用事業壟斷等不當競爭行為，對於公司因併購引起的行業過度集中而形成的壟斷並未涉及<sup>145</sup>。雖 2003 年發布之《外國投資者併購境內企業暫行規定》中之第 3 條、第 19 條、第 20 條及第 21 條中分別對可能形成的壟斷及不當競爭作出規範，然而該《暫行規定》立法層次過低，且其針對外國投資者，對於國內企業之併購活動不適用，有違 WTO 原則之要求，並且其中關於反壟斷審查豁免之規定亦不明確<sup>146</sup>；因此在 2006 年 9 月 8 日正式實施之《關於外國投資者併購境內企業的規定》中，設有反壟斷審查專章；此外，由於反壟斷的措施多具有制裁性質，其執行機構不僅應具有一定的行政權，尚應包括一定程度的司法性質，有別於純然的行政機構，目前作為中國

<sup>145</sup> 行政壟斷亦為目前中國市場突出的問題，係指藉政府行政機關或其授權單位所擁有的行政權力，運用市場准入管制等手段，而使某些企業得以實現壟斷經營的一種市場狀態，可分為地區壟斷及行業壟斷兩種形式，多數的行政壟斷情形是傳統計畫經濟體制下的產物，或為新舊體制下相互交替摩擦中產生者，有其一定的歷史原因；惟隨著市場經濟發展與時俱進，負面效果愈發明顯，因此有必要將濫用行政權力等妨礙競爭之行為納入反壟斷法規範範圍內。

<sup>146</sup> 該《暫行規定》第 22 條規定：「有下列情況之一的併購，併購一方當事人可以向外經貿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。」

惟其中除了第 2 點較明確外，其他三個條件之標準皆屬未明，造成操作上的難題。新版《關於外國投資者併購境內企業的規定》中規範於第 54 條，標準同該《暫行規定》。

主管反壟斷主要機關之國家工商行政管理總局，具體執行上是否具有此項專業能力亦存有疑問，另關於中國反壟斷之規制，詳見本文第五章。

## 五、應全面完善外資併購立法體系

在凱雷集團收購徐工集團股權案中引起中國內部對產業安全之關注議題<sup>147</sup>，對於頒布《反壟斷法》的期待日益升溫，然而關於中國國家經濟安全的「重任」不能全然寄託於一部《反壟斷法》，中國需要一個從產業政策制定部門和宏觀經濟管理部門負責維護，多部法律和產業政策法規共同作用的外資並購法規體系<sup>148</sup>，特別是一部規範體系完整的《外資併購法》，對外資新建、外資並購及其他形式的外商投資進行統一規制，包含外資的概念，外商投資的類型，投資的行業限制，外商投資審查的機構、程式和標準，法律責任等規範，以免外資「隱形併購」現象愈發不可收拾<sup>149</sup>。

此外針對中國產權交易市場混亂的問題，中國應盡快頒布《產權交易法》，對產權交易的概念、對象、原則、管理機構、運作程式、仲介機構等作出明確的規定，嚴格資產評估標準，規範評估程式，加大對產權交易行為中所存在的詐欺、違規操作等行為的處罰力度，特別是對造成國有資產重大損失的有關當事人應予追究行政責任和刑事責任，把外商與國內企業的產權交易納入統一的市場價格體系中，增強外資並購的公開性、公平性和公正性，

<sup>147</sup> 自 2005/10/25 大陸最大工程機械製造企業徐州工程機械集團有限公司被美國凱雷投資集團（Carlyle Group）以 3.75 億美元的價格，收購了 85% 的股權，此為私人股權投資基金在中國第一個實質控股收購案例，亦是迄今在中國最大宗私人股本交易，出面收購徐工的凱雷徐工，是凱雷亞洲投資基金（CarlyleAsiaPartners,L.P.）的子公司。目前凱雷集團併購大陸國有企業徐州重工的交易擱置於商務部未獲審批通過並且引發大陸內部掏空國有資產的大論辯，而此次的投資案，更被多數投資機構視為中國大陸未來的政策指標。大陸輿論普遍認為，新規定強調大陸政府對於維護國家經濟安全的決心，以及市場秩序的要求，將加大對反壟斷審查的力度，更加突顯國家權力的主動性。參照〈中國規範外資併購進入倒計時〉，《商務週刊》，2006/04/05，頁 64-67。

<sup>148</sup> 參照蔡春林，〈外資併購考驗中國法規〉，中國商務部研究院《中國外資》，2006 年第 7 期，頁 35-39。

<sup>149</sup> 外資隱形併購問題主要產生原因為：一、相關法規嚴重缺失；二、違反後並無懲罰規定；三、對於行業壟斷與惡意併購行為，規範中無有效的防範及限制措施；四、規範權限與職責劃分不清。參照〈外資「隱形併購」現象應引起重視〉，《金融時報》，2006/11/28，第 9 版。

實現產權交易的規範化。

另外，在完善現有法律法規方面也應該加快步伐。目前，在外資併購過程中，必然涉及《合同法》、《反不正當競爭法》等其他法規之相關規定。這些法律在制定時的經濟環境，所涉及的涉外因素與今日不可同日而語，特別是在具體應用到外資併購過程中時存在諸多空白，因此有必要對部分規章條款進行增補和完善，以使其適應現代經濟發展的步伐。

#### 第四項 當前中國外資政策之變化

面對中國龐大的內需市場，已非僅止於討論是否進入而已，而應進一步研究以何種方式進入為妥，對此議題之關注應特別注意當前中國外資政策之變化，特別是由於凱雷集團收購徐工集團股權案中引起的效應為中國外資政策激起的漣漪。



2006年10月，中國關於外資政策之調整陸續出爐，調整標準或多或少受到其國內關於凱雷集團收購徐工集團股權案眾說紛紛的影響，主要依據相關領域之外資政策是否與中國經濟利益相衝突；以及開放程度是否將引起產業安全疑慮為考量標準。縱使有關部委已就外資開放領域制訂具體標準，並公布禁止外商投資之領域，惟實際上面對凱雷集團這般外資併購活動時，即使並非限制外商投資領域，在商務部審批過程中，仍不免因考量國家經濟安全而擱淺<sup>150</sup>。

<sup>150</sup> 中國商務部研究院外資研究部主任金伯生透露，當前中國外資併購管理政策過於籠統，因此出臺外資併購限制細則非常迫切。他認為，擬定受限制的行業目錄，或者設立聯席會議對重大併購行為加一道審批程序，為可行的管理方式。另外，《外商投資指導目錄》經歷了4次修改之後，近期又在修改，修改後的限制投資行業將有所調整，此舉與凱雷收購徐工股權案對中國政府造成之壓力相關。關於凱雷收購徐工股權案所引起的相關討論，參照陳爲，〈“過濾”外資併購〉，《證券市場週刊》，2006/08/19，頁10-11；王婷，〈外資併購國有企業的相關法律問題〉，《社會科學》，2006年第7期，頁98-104；季紅、李清香、楊利紅，〈矛盾、

2007 年已確定通過關於內、外資企業所得稅「兩稅合一」議案<sup>151</sup>，並朝向漸漸取消各種外資優惠政策方向調整。近年來隨著外資併購中國企業腳步加快，中國對於資金需求得到緩解，在中國國內民族主義情緒高漲的情況下，外資併購的准入門檻愈來愈窄。2006 年 9 月 8 日正式實施之《關於外國投資者併購境內企業的規定》即為中國外資併購政策調整的標誌性文件。此外，中國國務院正在醞釀成立一個類似於外國投資審查委員會的部際聯席會議，由中國國家發展和改革委員會帶頭，商務部、財政部等參與的協調機構，將對包括裝備製造業在內的所有重大外資併購項目進行審查；同時，在七大重點製造行業中<sup>152</sup>，將進一步限制外資絕對控股或相對控股。另一方面取消外資優惠政策之主要原則為杜絕中國內資變身外資之「假外資」之情形<sup>153</sup>，故《關於外國投資者併購境內企業的規定》引入了「實際控制原則」，第 11 條、第 15 條要求當事人向審批機關披露其管理關係及實際控制人，對於境內主體實際控制的併購行為均報送商務部審批，並明文不得規避該項要求，此乃基於中國政府得以確切掌握併購方之真正主體，故中國境內公司、企業或自然

---

衝突、博奕，徐工併購的背後》，《經濟導刊》，2006 年 9 月，頁 16-37；王波，〈徐工併購案風險源自規則缺失〉，《上海國資》，2006 年 7 月，頁 88-91；周國洪，〈凱雷-徐工併購案獨家調查〉，《瞭望新聞週刊》，2006/06/01，頁 11-14；〈凱雷的動機〉，《中國經濟週刊》，2006 年第 28 期，頁 17-18；王晨波，〈凱雷阻擊戰：一場併購引發的反思〉，《中國經濟週刊》，2006/04/17，頁 40-41。

<sup>151</sup> 所謂「兩稅合一」係指中國對內資企業與外資企業將實行統一之稅收標準。過去在中國針對此兩類企業實施兩套稅收制度，企業稅賦內重外輕。根據中國公布數據表示，內資企業實際所得稅賦約 25%，而外資僅約 12%，兩者相差 13%，同時也是中國吸引外資綠地投資主要原因。

<sup>152</sup> 包括：核電設備製造、發電設備、輸變電設備、造船、齒輪、石化通用設備製造和鋼鐵領域。至於如何界定重點企業？則主要通過其市場佔有率、資產規模、生產規模、銷售收入等指標來衡量。

<sup>153</sup> 中國的外資當中，約有 1/3 是假外資，即中國人將錢轉至海外，再以外國公司的名義註冊而回流中國的資本。假外資主要有三：一是在港澳及國外有實體經營的中資企業，出於發展戰略的需要，回到國內來創辦外商投資企業；二是出於海外融資目的，通過註冊海外空殼公司及返程收購上市的原內資企業；第三種是純粹出於政策性尋租的目的，到境外尤其是離岸金融中心註冊空殼企業，然後變身的原內資企業。根據中國商務部的統計，第三種形式的假外資目前在中國已非常普遍，時至今日，不僅實行單一低稅制的香港成為內資企業註冊殼公司的寶地，維爾京、開曼、薩摩亞已分別成長為中國 FDI 第 2、第 7 和第 9 大來源地。至於全部的 FDI 中假外資的比重到底有多高，世界銀行早在 1992 年就估計該比重已經達到 25%；而許多專家學者則估計，到目前為止假外資的比重應該已超逾 33%。

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的公司，均應報商務部審批；根據第 9 條規定，對於境內主體以其控制境外公司名義併購境內企業的，所設立的外商投資企業原則上不享受優惠待遇；此外，第 58 條規定，境內公司的自然人股東改變國籍的，不改變該公司的企業性質。此類規定皆使假外資之套利期待落空。總體而言在把握中國外資政策的議題上，主要掌握兩個考量點，第一是看外資是否擾亂經濟秩序；第二是看是否因此威脅產業安全。最後也是最受關注者，莫過於外資併購引起的反壟斷問題，上述《規定》第五章針對反壟斷審查作出規制，然而卻不免仍有政紀鬆弛的疑慮，關於反壟斷規制詳見第五章所述。

談及中國外資政策，主要應探討影響中國外資政策最鉅的問題為何？特別是關於產業經濟安全的議題，首應界定者，應係「誰最關注產業安全」？中國國務院研究發展中心指出，在中國已開放的產業中，排名前五位的企業幾乎皆由外資控制；中國 28 個主要產業中，外資佔有其中 21 種產業的多數資產控制權<sup>154</sup>。然而即便此類數據揭發外資深入影響中國經濟結構，但此類產業是否必然屬於有關「國家經濟安全」的戰略性行業的名單上，又其安全疑慮為何，則是我們應加以審視之處。精確來說，國家產業經濟安全的議題是近年來被炒作起來的議題，經典個案當然非凱雷併購徐工案莫屬，該併購案本身的背景並不難理解，背後錯綜複雜相互糾葛的利益交錯，才是影響此議題走向的關鍵。

就整體分析而言，挑起所謂產業經濟安全議題的利益團體，主要可能有兩類群體，一是與外資介入該產業後有競爭關係的中國企業；另一類是消費群體。從後者消費群體的消費者利益來看，外商投資產業所提供的商品服務品質，理論上應較購買中國本土企業提供的質量更好；而且在某些列屬涉及中國國家產業經濟安全的戰略性行業，例如石油能源、金融系統等，中國消

<sup>154</sup> 例如玻璃行業，該行業中最大的 5 家企業皆與外商合資；佔全國產量 80% 以上的最大的 5 家電梯生產廠家，亦已由外商控股；18 家國家級定點家電企業中，11 家與外商合資；化妝品行業被 150 家外資企業控制著；20% 的醫藥行業在外資手中；汽車行業銷售額的 90% 來自國外品牌等。

費者更是不得不忍受該些中國企業的壟斷定價與劣質服務。因此我們幾可斷言，以國家產業經濟安全為因素導向外資政策的制定者，應為與這些外資有競爭關係的中國國內企業，而這些行業幾是國家各行業龍頭企業，而非一般民營企業。

此一分析所欲凸顯的是，影響中國外資政策者，除了所謂國際潮流市場趨勢外，中國內部特定的「特殊利益集團」影響國家政策甚至法律制定的影響力亦不可小覷，其中包括收買學者打著保護民族工業的旗號呼籲，進而影響外資政策方向性的調整，實際上，與其說是真正關心中國產業經濟的整體結構，不如說是為了捍衛某些特殊利益團體的壟斷利益<sup>155</sup>。對此情形我們亦有必要加以認識，畢竟此係實實在在影響中國外資政策的因素。



---

<sup>155</sup> 例如中國準備對外國大型連鎖商業機構如沃爾馬、家樂福等，作出在中國擴張的限制性規定，然而此零售產業等民生性行業，如何影響國家產業經濟安全，其連結性甚為薄弱，更顯現出中國企業利用民族主義情節維護自身利益的企圖。

## 第四章 外資併購中國目標公司類型之法律分析

觀諸中國現行外資併購法律體系，多以國務院及其各部委發布之行政法規或部門規章加以規範，昔日主要規範外資併購之《外國投資者併購境內企業暫行規定》及近來在該《暫行規定》基礎上修改之《關於外國投資者併購境內企業的規定》，其效力位階均僅屬於部門規章，故中國現行涉及外資併購規範法律層級普遍不高，外資需花費大量時間及人力成本蒐集並瞭解相關規範內容，特別是此類規範政出多門，同時提高了外資併購活動之法律風險與成本；對照以綠地投資之新設企業則以法律位階為規範看來，更顯中國對待外國直接投資態度之差異，並無統一方向之規劃，相關外資併購法制缺失如第三章所述。

本章以外資在中國併購之目標公司不同作為以下區分之標準，惟礙於篇幅故捨棄目標公司為私營企業、集體企業、股份合作制企業等類型，而僅就外資併購對象為上市公司、國有企業及外商投資企業三類較為典型之類別為探討，合先敘明。又依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第2條規定，所指外國投資者併購境內企業者，該目標公司以境內「非外商投資企業」為限<sup>1</sup>，故僅適用於本章論述之上市公司及國有企業部分；另關於外資併購外商投資企業，則適用《關於外商投資企業合併與分立的規定》及《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》之規定<sup>2</sup>。至於各該法規間之適用關係，按《關

<sup>1</sup> 參照《關於外國投資者併購境內企業的規定》第2條：「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（以下稱「境內公司」）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（以下稱「股權併購」）；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（以下稱「資產併購」）。」

<sup>2</sup> 國務院及其各部委發布之規範中，若為外國投資者對內資企業進行股權併購時，其依據為《關於外國投資者併購境內企業的規定》（昔為《外國投資者併購境內企業暫行規定》），因該《規定》第2條指出該目標公司以境內「非外商投資企業」為限；若為外國投資者對境內外商投資企業進行股權併購時，則應適用《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》。此外，若外國投資者先設立一外商投資企業，再以該外商投資企業對內資企業進行股權併購時，則適用《關於外國投資者併購境內企業的規定》；惟若該外國投資者設立之外商投資企

於外國投資者併購境內企業的規定》第55條規定辦理<sup>3</sup>，可見規範間之適用關係應予明確，否則規範間紊亂交錯之關係將使外國投資者望之卻步，且增加併購之成本，甚至引起規避規範的情形，值得注意。詳如以下各節說明。

## 第一節 外資併購中國上市公司

公司資本自由流動，是市場經濟運作必要條件之一。既是，公司之間的收購與兼併即成為一種經常性的現象。另外，資本的證券化也使得公司收購活動可以越過目標公司經營層而直接與同公司股東進行交易，證券市場的日趨完善自然活躍併購活動的進行。就國外併購歷史演進而言，大規模的併購活動主要集中於上市公司之併購，主要係由於上市公司之資訊透明度、公開化程度較高，併購成本容易計算等因素。而在中國外資以上市公司為併購目標之背景與發展，本節研究相關規範如下<sup>4</sup>。

在 2003 年以前，中國不允許外資進入 A 股市場，因而外資欲併購上市公司僅能透過購買上市公司的非流通國有股，在日趨經濟全球化與產業同質化的今日，以資源重行配置為特徵之併購成為主流。回顧中國數年前之併購活動不難發現其行政推動色彩轉而淡化，原具有中國特色之借殼上市、市場

---

業係對境內外商投資企業進行股權併購時，則適用《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》。

<sup>3</sup> 參照《關於外國投資者併購境內企業之規定》第 55 條：

「外國投資者在中國境內依法設立的投資性公司併購境內企業，適用本規定。

外國投資者購買境內外商投資企業股東的股權或認購境內外商投資企業增資的，適用現行外商投資企業法律、行政法規和外商投資企業投資者股權變更的相關規定，其中沒有規定的，參照本規定辦理。

外國投資者通過其在中國設立的外商投資企業合併或收購境內企業的，適用關於外商投資企業合併與分立的相關規定和關於外商投資企業境內投資的相關規定，其中沒有規定的，參照本規定辦理。

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。」

<sup>4</sup> 參照王文杰，〈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，頁 12-24(2006/04)。

炒作等併購逐漸減少，隨著外資併購規範逐步完善，外資收購中國上市公司之內容及形式將產生改變，尤其是 2005 年以來的舉牌收購<sup>5</sup>、要約收購及上市公司回購流通股等，無不凸顯中國新投資理念，而綜觀這些年來在證券市場及併購市場改變最大莫過於股權分置改革，及因此展開併購市場的新氣象。

## 第一項 外資併購中國上市公司之規範法律分析

外資併購之目標公司為上市公司時，適用規範主要為《上市公司收購管理辦法》<sup>6</sup>及《關於外國投資者併購境內企業的規定》，與其他次要規範包括有：《關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見》、《外資參股證券公司的設立規則》、《證券投資基金管理公司管理辦法》、《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境內證券投資管理暫行辦法》、《關於規範上市公司實際控制權轉移行為有關問題的通知》、《關於外商投資舉辦投資性公司的規定》、《關於做好股權分置改革試點工作的意見》、《關於股權分置試點改革有關稅收政策問題的通知》、《關於上市公司控股股東在股權分置改革後增持社會公眾股份有關問題的通知》、《關於上市公司股權分置改革的指導意見》、《上市公司股權分置改革管理辦法》、《上市公司股權分置改革業務操作指引》、《關於上市公司股權分置改革中國有股股權管理有關問題的通知》、《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》、《外國投資者對上市公司戰

<sup>5</sup> 雖然舉牌收購的模式開始興起於中國市場，但歸納以下原因，本文認為在中國市場運作模式下，舉牌收購應不至成為併購主流模式：

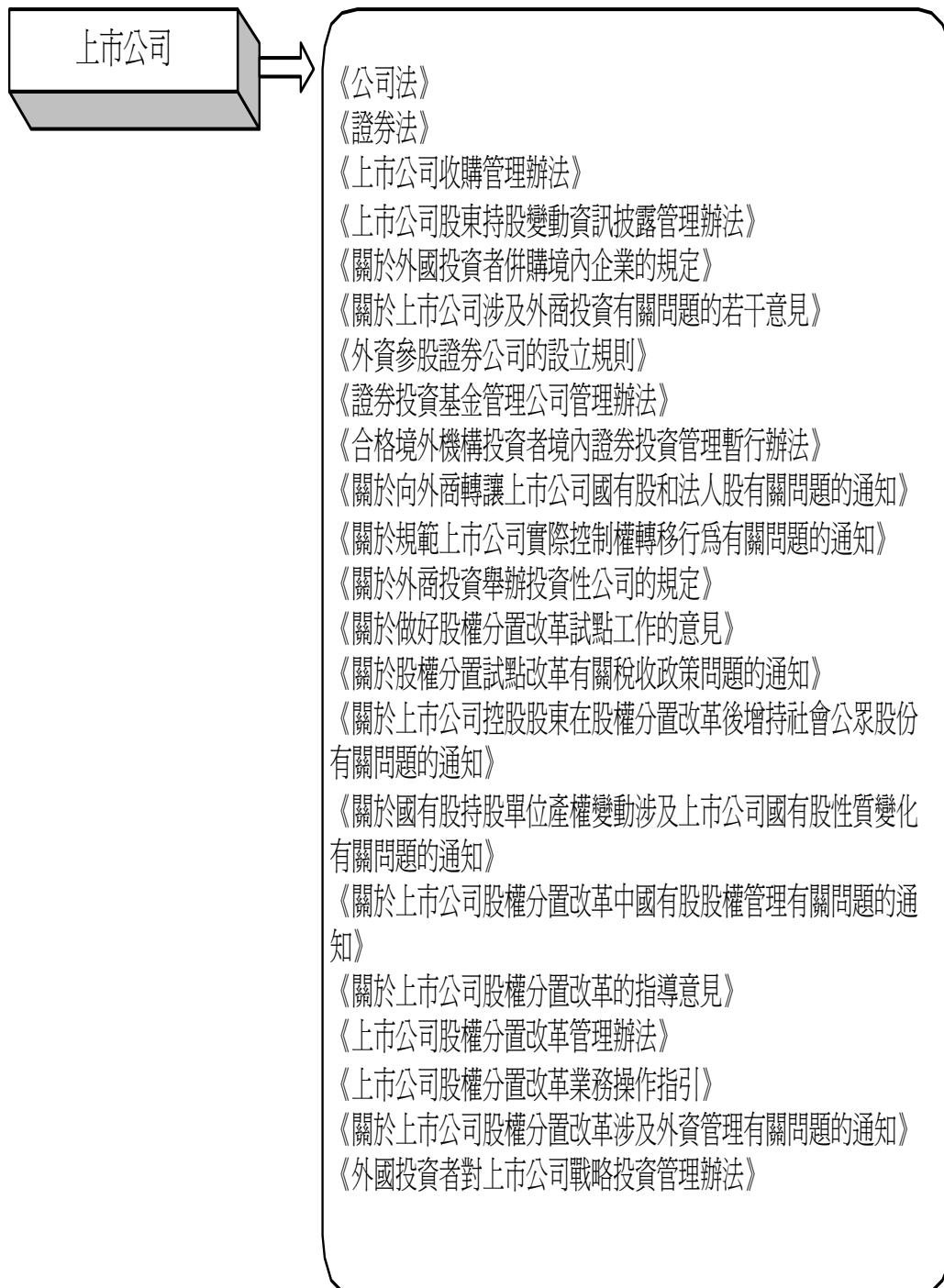
1. 中國內地上市公司中，絕大部分屬於國有或國有控股企業。其背後不僅有主管部門主導企業活動，且地方政府介入力道亦甚深遠，並非全然以市場上的資本運作機制為主。
2. 中國內地的私營上市公司，多為家族企業，舉牌收購此種模式常受到私人企業反感，至少目前為止並無關於對私人企業的舉牌收購案例發生。
3. 最後，在中國市場上，協議收購的成本較舉牌收購此類需求強烈市場運作的模式為低，可以節省法律及財務成本支出及風險規避。

然而隨著股權分置改革完成更趨於市場機制的結果，或可降低收購成本，使舉牌收購有望成為未來併購市場的新潮流。

<sup>6</sup> 該辦法雖非專為外資而設，惟對於外資併購境內上市公司時亦同有適用。

略投資管理辦法》等行政法規及部門規章。整理如下表：

表 5 外資併購中國上市公司規範表



資料來源：本研究整理

第一款 《公司法》、《證券法》中關於上市公司收購新規定

為適應股權分置改革全流通背景下資本市場之需要，2005 年 10 月 27 日修訂後的《公司法》及《證券法》對上市公司收購之相關規定亦從結構到內容上均作出調整。本文結合二者立法原意，就法律原則及具體修正內容兩方面解讀修訂後《公司法》、《證券法》中關於上市公司收購新規定。

## 一、新修正《公司法》及《證券法》對上市公司收購中法律保護側對中小股東利益之維護

無庸置疑地，外資併購上市公司過程中將涉及多方利益主體<sup>7</sup>，在這些利益主體中，併購人、被併購公司之大股東及其高層管理人員均具有明顯優勢，相較於中小股東則處於不利地位，其利益最易受到忽視。新法立意於尋求各方利益之平衡點，就中小股東權益保護之規定如下：

### （一）新《公司法》關於併購上市公司過程中保護中小股東權益之規定

主要表現於賦予其「異議股東股份收買請求權」。新《公司法》第 75 條規定：「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；……自股東會會議決議之日起六十日內，股東與公司不能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。」配合新《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：……(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。」公司合併、分立作為上市公司收購形式之一，新法賦予中小股東退出機制，以平衡併購過程中各方權益衝突之

<sup>7</sup> 參照胡杰武、張秋生、王東合著，《外資併購中國企業實務指南》，中國經濟出版社，頁 71-81  
外資併購中國企業中涉及各方利益主體，主要可包含：

- 一、政府部門。
- 二、企業所有者。
- 三、企業債權人。
- 四、企業管理者。
- 五、企業員工。

情形。

## （二）新《證券法》關於併購上市公司過程中保護中小股東權益之規定

### 1. 增加協議收購觸發要約收購之法律規制<sup>8</sup>

原《證券法》第 81 條原無對證券交易所以外的協議收購方式進行的證券交易作出要約收購的規定，新《證券法》在第 96 條增訂了在協議收購中，一旦收購人持有目標公司股份達 30%，原則上應與透過證券交易所的證券交易觸發的要約收購適用相同的法律規制(即新《證券法》第 89 條至第 93 條之規定)。

儘管就原則而言，收購中國上市公司之方式可採用協議收購、要約收購與二級市場公開競價方式收購三種方式，但在實踐經驗中，協議收購佔比重之絕對多數，其餘二者幾可忽略不計，即使在關於併購上市公司之價值理念及制度功能的影響層面，後者遠較前者彰顯。而原《證券法》不合理之處在於協議收購較要約收購更有可能損害小股東之權益，卻反倒較要約收購所適用之規範寬鬆，新《證券法》之修正則適度彌補了此一缺失。

### 2. 刪除要約收購中強制要約收購義務豁免條款

原《證券法》第 81 條之但書規定，造成原屬例外的「豁免」反而成為常態，有違強制要約收購義務之初衷。收購方往往向監管部門尋求豁免，並且利用其他手段規避強制要約收購義務，故新《證券法》刪除該但書之內容，

<sup>8</sup> 對照原《中華人民共和國證券法》第 81 條：「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 30% 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。」及新《中華人民共和國證券法》第 96 條：「採取協議收購方式的，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 30% 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 89 條至第 93 條的規定。」

使得豁免強制要約收購義務之規定僅限於協議收購之情形。

### 3. 增加「一致行動」相關規定

所謂「一致行動」(acting in concert)係指兩個以上的人(包括自然人與法人)在收購過程中，互相配合已獲取或鞏固對某家公司控制權的行動<sup>9</sup>，其概念最早由英國的《倫敦城市法則》(London city code on takeover and mergers)提出。《倫敦城市法則》在法律上並無強制能力，是在 1968 年 3 月 27 日由證券交易所與英格蘭銀行及其他金融機構商議後推行的，僅是交易所的建議，作為處理上市公司的收購的一套規則。所謂「一致行動人」的問題，指的是在實踐中，收購者為了規避法律法規的規定，逃避信息披露義務。往往幾個關聯方共同採取行動，每個關聯方購買達不到法定比例的同一家上市公司的股票，進而達到控制一個公司的目的。如在要約收購中，收購者單獨直接持有目標公司不到 5% 的股份，但加上與其有關聯的人對目標公司的持股量，可能遠遠超過 5%，甚至在關聯方衆多的情況下，還可能聯合持股超過 30%。針對此現象，必須將前述聯合行動的主體視為一體進行統一規範。在中國證券市場上，1993 年首起透過二級市場收購上市公司之寶延事件，恰為「一致行動」之例。1997 年，中國證監會發布的《上市公司章程指引》中出現「一致行動」的概念。《上市公司章程指引》第 41 條對此規定：「兩個或兩個以上的人以協議的方式(不論口頭或書面)達成一致，通過其中任何一人取得對公司的投票權，以達到或鞏固控制的目的的行為。」然而此係對控股股東之規定，並未涉及收購中信息披露問題。突破性的進展在 2002 年之《上市公司收購管理辦法》首次明確提出「一致行動人」的概念。該《辦法》第 60 條明確規定：「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。」在同時發布的《上市公司股東持股變動信息披露管理辦法》中，進一步把「一致行動人」界定為「通過協議、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

<sup>9</sup> 參照中國收購兼併研究中心編著，《中國併購評論》，中國：機械工業出版社，頁 114(2006)。

取相同意思表示的兩個以上的自然人、法人或者其他組織。」而「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。」在上市公司收購過程中，收購人常以此方式規避證券市場之監管，導致交易信息不對稱，從而產生內線交易的問題，有損中小投資者權益。

為此新《證券法》將原規定中「持有」之規定表述為「持有或通過協議、其他安排<sup>10</sup>與他人共同持有」，就所持目標公司股份應予合併計算，從而必須遵守相關信息披露義務及強制要約收購義務。

#### 4. 增加關於「部分要約收購」<sup>11</sup>之規定

新《證券法》於第 88 條增加了部分要約收購之規定<sup>12</sup>，體現上市公司收購中的國際通用原則，即「全體持有人規則」<sup>13</sup>、「按比例接納規則」<sup>14</sup>、「價



<sup>10</sup> 條文中所謂「其他安排」所指為，雖無明顯協議，但在行動上具有某種一致行動的默契。此乃體現新《證券法》保護中小股東之立法意旨。

<sup>11</sup> 參照中國收購兼併研究中心編著，前揭註錯誤！尙未定義書籤。, 頁 115。所謂「部分要約收購」係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，一旦完成後原則上並不觸發全面要約收購。另外中國證監會於 2006/09/01 正式實施之《上市公司收購管理辦法》第三章對要約收購規定更加完善，併與補充說明。

<sup>12</sup> 新《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。」

<sup>13</sup> 參照盧仿杰，《證券法原理與實務》，中國：立信會計出版社 1999 年版，頁 249(1999)；張舫，《英美對目標公司及收購行為的規制》，王保樹主編《商事法論集》(第 2 卷)，中國法律出版社，頁 339(1998)；胡英之，《證券市場的法律監管》，中國法制出版社，頁 119(1999)。所謂「全體持有人規則」即在公開要約收購情形下，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。

<sup>14</sup> 同前註。所謂「按比例接納規則」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的時間先後。原《證券法》對此並無規定。

格平等和最高價規則」<sup>15</sup>，以確保目標公司股東待遇之平等<sup>16</sup>。

### 5. 強化「反向強制要約」<sup>17</sup>之規定

原《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 90% 以上的，其餘仍持有被收購公司股票的股東，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。」惟據當時《公司法》第 152 條之規定，資本總額在人民幣 4 億元以下的股份公司上市條件之一即為向社會公開發行的股份達公司股份總數的 25% 以上，按此規定，收購人取得的股本總額在人民幣 4 億元以下的被收購公司的股份總額超過 75% 但不足 90% 時，該被收購公司股票已終止上市交易，此時中小股東既無向控股股東強制出售其持股之權利，亦無法透過正常證券交易管道賣出股票，對其權益影響甚鉅。新《證券法》第 97 條則涵蓋了所有上市公司股票依法終止上市交易的情形，更有效保護中小股東的利益<sup>18</sup>。



### 6. 加強對收購人在收購結束後轉讓股份期間之限制

新修正《證券法》第 98 條將原《證券法》第 91 條規定之股票禁止轉讓期間規定由 6 個月改為 12 個月，用意在於防止收購人利用收購操縱股市，及

<sup>15</sup> 同前註。所謂「價格平等和最高價規則」係指被收購公司股東在收購中平等地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，舊法第 88 條對此規定不盡合理，新法第 93 條則就此修改為：「採取要約收購方式的，收購人在收購期限內，不得賣出被收購公司的股票，也不得採取要約規定以外的形式和超出要約的條件買入被收購公司的股票。」

<sup>16</sup> 股東待遇平等原則係指在併購上市公司過程中，目標公司屬於同一類別的所有股東均需受到平等待遇，無論持股先後、多寡，在資訊取得、適用條件、出價機會等各方面應賦予同等地位，以防止公司收購中大股東操縱行情及內線交易。

<sup>17</sup> 所謂反向強制要約即上市公司收購結束後少數持股人在一定條件下有權向控股股東強制出售其持股。

<sup>18</sup> 新《證券法》第 97 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的股東，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。」

避免收購行為導致目標公司控制權短時期內的密集變動，同時也在強化中小股東之利益保護。

## 二、關於新修正《公司法》及《證券法》關於上市公司收購新規定之條款解讀

### (一) 新《公司法》中關於上市公司收購規定之條款解讀

新《公司法》對股份公司之股份發行制度之具體規定平移至新《證券法》，與此相應，新《公司法》對上市公司收購僅作出原則性之規定如下：

1. 新法第 139 條<sup>19</sup>相較於舊法，增加了「按照國務院規定的其他方式進行」，從而更加開拓股份轉讓場所，為多層次資本市場建設提供法律基礎。
2. 新法第 141 條<sup>20</sup>配合第 139 條，取消舊法規定的股份公司無記名股票的轉讓僅能「在依法設立的證券交易場所」交付之限制。
3. 新法第 142 條放寬發起人持股轉讓期間之限制，從 3 年縮短為 1 年；並增加公司董監事、經理人應向公司申報所持有本公司之股份變動情況之義務；並修改公司董監事、經理所持有本公司股份「在任職期間內不得轉讓」為「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 25%；所持本公司股份自公司股票上市交易之日起 1 年內不得轉讓」；同時增訂該等人員「離職後半年內不得轉讓」之新規定，及「公司章程可以對公司董事、監事、高級經理人員轉讓其所持有的本公司股份作出其他限制性的規定」的授

<sup>19</sup> 新《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。」

<sup>20</sup> 新《公司法》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。」

權規定，不僅符合保護中小股東利益的原則，並體現公司自治的原則。

4. 新法第 143 條新增公司回購本公司股份之情形，其中作為「庫藏股」者用以激勵優秀員工，另外關於「收購異議股東股權」之規定則已如前述<sup>21</sup>。

## (二) 新《證券法》中關於上市公司收購規定之條款解讀

1. 關於上市公司收購方式，新法第 85 條相較於舊法第 78 條規定<sup>22</sup>，投資者可採取要約收購<sup>23</sup>、協定收購<sup>24</sup>及「其他合法方式收購」上市公司，拓寬了收購上市公司之管道。依《上市公司收購管理辦法》第 36 條規定<sup>25</sup>，今後換股收購<sup>26</sup>將更為可行。

---

<sup>21</sup> 新《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。」其中第(三)、(四)為新增規定，實踐中，該條第一款中(一)、(二)項可作為上市公司收購的方式，當上市公司之股份集中於少數股東時，公司為減少註冊資本而定向收購部分大股東所持之公司股份時，可能導致其他持股較多的股東自動成為公司的控股股東，從而使該部分股東實現間接收購上市公司之目的。

<sup>22</sup> 對照舊《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。」；及新法第 85 條規定：「投資者可以採取要約收購、協議收購及其他合法方式收購上市公司。」

<sup>23</sup> 要約收購，即收購者以公開形式向目標公司所有股東發出要約，收購一定數量之公司股份以取得其控制權。

<sup>24</sup> 協定收購，是指收購者透過向目標公司股東私下協商，來收購目標公司的股份，以達到控制目標公司之目的。

<sup>25</sup> 《上市公司收購管理辦法》第 36 條：「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

2. 新法第 86 條相較於舊法第 79 條規定<sup>27</sup>，增訂共同持有之規定，使投資者「通過協議、其他安排與他人共同持有」上市公司已發行的股份達到一定比例時，均需履行相關義務，從而防止收購人因「一致行動」造成中小股東之損害。
3. 新法第 88 條相較於舊法第 81 條規定<sup>28</sup>，刪除「但經國務院證券監督管理機構免除發出要約的除外」規定，使非協議收購之強制要約收購義務不得申請豁免；並增訂共同持有及部分要約之規定，明確界定持股達 30% 時之全面要約收購義務係對所有股東，而非所有股份。
4. 新法第 90 條新增「在上述期限內，國務院證券監督管理機構發現上市公司收購報告書不符合法律、行政法規規定的，應當及時告知收購人，收購人不得公告其收購要約。」內容旨在進一步明確監管機構職責及義務，使收購程序更加透明化。
5. 新法第 96 條增加協議收購強制要約之規定，同時賦予其豁免要約收購義務之申請權<sup>29</sup>。

---

能力。」

<sup>26</sup> 換股併購係指併購公司透過發行新股的方式，換取目標公司股份，以完成併購。

<sup>27</sup> 對照舊《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 5% 時，應當在該事實發生之日起 3 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。」；及新法第 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 5% 時，應當在該事實發生之日起 3 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。」

<sup>28</sup> 新《證券法》第 88 條之規定，同前揭註 12；舊法第 81 條：「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 30% 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。」

<sup>29</sup> 新《證券法》第 96 條規定：「採取協議收購方式的，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 30% 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

6. 新法第 97 條將原《證券法》第 81 條關於「股東強制出售權」的條件，由原來的「收購人持有股份總數的 90% 以上」放寬為「被收購公司股權分佈不符合上市條件」。
7. 新法第 98 條相對於舊法第 91 條延長收購人於收購完成後不得轉讓股票之期間規定<sup>30</sup>。
8. 新法第 101 條則相對於舊法第 94 條增訂授權證監會制訂收購具體辦法之權限規定，使證監會發布之《上市公司收購管理辦法》有法可依，關於資產重組、股權併購、定向增發、換股、縮股、回購等收購多種組合方式更趨多元。

綜上所述，新法在相關章節專對上市公司收購作出更符合市場經濟體制的規範，對中國上市公司收購內容與形式及證券市場之發展，更符國際潮流。至於各規範間具體適用關係及銜接問題，則參照下述。

## 第二款 《上市公司收購管理辦法》與《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》之適用銜接

參照外資併購中國上市公司規範表，外資收購境內上市公司之法律依據已初步建立。在符合中國吸引外資政策的前提下，外資可透過協議收購目標公司非流通股、透過合格境外機構投資者(QFII)購買流通 A 股及直接購買流通 B 股的方式收購境內上市公司。而中國於 2005 年起對證券市場進行的股權分置改革，此為中國證券市場特有現象，股權分置存在扭曲了資本市場的定價體制，使上市公司治理缺乏共同之利益基礎，同時妨礙資本自由流動。

---

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 89 條至第 93 條的規定。」

<sup>30</sup> 對照舊《證券法》第 91 條規定：「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 6 個月內不得轉讓。」；及新法第 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 12 個月內不得轉讓。」由 6 個月延長為 12 個月。

為解決此一現象的股權分置改革，目標是把占證券市場 2/3 的非流通股轉變為流通股，使所有股票可完全自由地在證券交易所上市流通，為資本市場他項改革的基本條件，已影響整個上市公司收購體制及監管模式，最直接者在於改變外資收購客體的種類及收購方式<sup>31</sup>。

一直以來中國對於外資進入 A 股市場皆採取相當嚴謹的態度，蓋 A 股性質上屬於在中國註冊、在中國上市的普通股票，參與投資者設定為中國機構或個人，並以人民幣認購及交易，對外資進入 A 股市場並涉及外匯管制的問題，在股權分置改革以前，外國投資者除了透過 QFII 以外並未具備合法持有 A 股之資格。在當時背景下，外資多透過協議收購非流通股完成其目標。而 2005 年 12 月 31 日發布之《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》(以下簡稱《戰略投資辦法》)<sup>32</sup>，明確規定境外戰略投資者可分期對 A 股上市公司進行投資，其主要目的當然是為了引進外國投資者對 A 股上市公司進行戰略投資，進而維護證券市場秩序，引進境外先進管理經驗、技術及資金，改善公司治理結構，保護上市公司及股東的合法權益。事實上，境外戰略投資者的引進與 QFII 制度一脈相承，主要都是為了引進外國資金以活絡中國資本市場，而差異在於戰略投資者的引進比起 QFII 更有利於資本穩定發展，畢竟 QFII 僅屬於一個參與股市投資的中介機構，其使用的資金可能是國內的外匯資金，且以 QFII 投資性質觀之，較傾向於投機模式，故相對而言，引進戰略投資者可使股市資金長期維持，此立意看似對外國投資者進入 A 股市場的管制放寬一些，然而觀諸該《戰略投資辦法》第 2 條，其適用範圍僅適用於已完成股權分置改革的上市公司及股權分置改革後新上市公司的外國戰略投資

<sup>31</sup> 因應股權分置改革，中國政府陸續頒佈《關於做好股權分置改革試點工作的意見》、《關於上市公司股權分置改革的指導意見》、《關於上市公司控股股東在股權分置改革後增持社會公眾股份有關問題的通知》、《上市公司股權分置改革管理辦法》、《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》、《關於做好股權分置試點改革有關稅收政策問題的通知》等多項部門規章。

<sup>32</sup> 參照《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》(2005/12/31 由中國商務部、中國證監會、國家稅務總局、國家工商總局、國家外匯局聯合發布，並自公布日起 30 日後施行)。此係為解決股權分置改革後，終結了外資協議收購非流通股的管道(由於股權分置改革後不再存有非流通股)，外國投資者對於市場上除了 B 股以外的其他股份而言，成為不適格的投資人的問題而設。

<sup>33</sup>；而外國投資者直接開戶進行 A 股交易，仍是被嚴格禁止的。

在新的法規規範框架下，依《戰略投資辦法》第 5 條第 1 款之規定，外資收購上市公司的方式仍為協議收購、透過 QFII 收購 A 股、或直接收購 B 股，似乎未受新規範之影響。然而在《戰略投資辦法》之架構下，對於外國投資者投資門檻提高，此類要求將排除小額投資者於 A 股市場之外<sup>34</sup>。

此二者在規範銜接上較為重要的是關於「要約收購」之制度。《戰略投資辦法》第 20 條明確規定除戰略投資以外，外國投資者可買賣 A 股的幾種情形中，則包含要約收購<sup>35</sup>，惟該辦法所指之要約收購必須依照《證券法》辦

---

<sup>33</sup> 參照《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》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。」；參照鄭智楊，〈外商 A 股併購的基本法律特徵研究〉，《國際商報》，2006/12/20，第 8 版。

<sup>34</sup> 參照《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》第 5 條及第 6 條之規定。

第 5 條：「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股份比例不低於該公司已發行股份的 10%，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 3 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；屬於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：「投資者應符合下列要求：

(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 3 年內未受到境內外監管機構的重大處罰(包括其母公司)。」

<sup>35</sup> 參照《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》第 20 條：「除下列情形外，投資者不得進行證券買賣(B 股除外)：

(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股份，在股權分置改革完成且限售期滿後可以出售；

理，而僅根據《證券法》很難就外國投資者的收購行為作出判斷<sup>36</sup>，而《上市公司收購管理辦法》則很大程度彌補了《證券法》之不足，特別是關於部分要約收購制度。嚴格觀之，間接收購制度所適用的強制要約收購應屬於《戰略投資辦法》第 20 條所列情形；但在直接收購中，外國投資者持股比例達到 30% 後繼續增持時，是否屬於排除情形則未屬明確，中國國內有觀點以為，外國投資者不適用部分要約制度，倘今後實踐經驗如此，則外商最多僅能持有上市公司已發行股份的 30%，而無法繼續增持<sup>37</sup>。

至於審批部分的銜接，外資收購上市公司涉及外資准入、非流通股(特別是國有股)轉讓及證券制度等方面，故審批程序牽涉複雜<sup>38</sup>。值得注意的是，在「凱雷收購徐工案」中，運用了附條件要約，表明該要約以相關主管機關之審批批准後為生效要件。而 2006 年 9 月 8 日實施之新《上市公司收購管理辦法》第 30 條亦肯認此項操作<sup>39</sup>。

此外，《戰略投資辦法》第 1 條明確規定，該辦法依據《外國投資者併購境內企業暫行規定》<sup>40</sup>而制訂，此則意味外資收購上市公司與外資收購非上市公司在某些特定方面(包括外資准入、國有資產轉讓等議題上)的審批將逐漸

---

(四)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」。

<sup>36</sup> 蓋因《證券法》之要約收購制度並未完整，尚無區分主動要約及被動要約、強制要約與非強制要約等細化規定，對於外國投資者之併購行為難以依據《證券法》精確判斷其法律性質。

<sup>37</sup> 參照中國收購兼併研究中心編著，前揭註錯誤！尚未定義書籤。, 頁 138-39。

<sup>38</sup> 在股權分置改革前，審批程序中最大的問題即是外資受讓非流通股或間接收購存在的前置審批程序與要約收購方式在交易程序上可能有衝突情形，相關監管機關並未協調解決此一問題。

<sup>39</sup> 參照《上市公司收購管理辦法》第 30 條：「收購人按照本辦法第 47 條擬收購上市公司股份超過 30%，須改以要約方式進行收購的，收購人應當在達成收購協定或者做出類似安排後的 3 日內對要約收購報告書摘要作出提示性公告，並按照本辦法第 28 條、第 29 條的規定履行報告和公告義務，同時免於編制、報告和公告上市公司收購報告書；依法應當取得批准的，應當在公告中特別提示本次要約須取得相關批准方可進行。」

未取得批准的，收購人應當在收到通知之日起 2 個工作日內，向中國證監會提交取消收購計劃的報告，同時抄報派出機構，抄送證券交易所，通知被收購公司，並予公告。」

<sup>40</sup> 2006/09/08 新實施之《關於外國投資者併購境內企業的規定》乃係在《外國投資者併購境內企業暫行規定》基礎上修訂者，故本為在論述規範間之適用銜接將以新法為主。

併軌，而關於外資如何受讓上市公司非流通股之規定亦將逐步淡出併購市場。最後，近來外資收購上市公司的熱門案件「凱雷收購徐工」在收購方式上的突破<sup>41</sup>，無論最後是否獲商務部之批准，此案在上市公司收購制度中具有突破性的里程碑意義。

### 第三款 《上市公司收購管理辦法》與《關於外國投資者併購境內企業的規定》之適用銜接

《上市公司收購管理辦法》係專門規範上市公司之收購的一般規定，包括外國投資者在內的主體併購境內上市公司皆應遵守該辦法<sup>42</sup>；《關於外國投資者併購境內企業的規定》則係外國投資者併購境內企業(包括股份公司與上市公司)之一般規範，由此觀之，二者之規範範圍部分重疊，外國投資者併購境內上市公司時，則須遵守《上市公司收購管理辦法》及《關於外國投資者併購境內企業的規定》，合先敘明<sup>43</sup>。以下就二者之協調適用關係分析如下：

#### (一) 關於規範名稱「收購」與「併購」之差異



《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、透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程度，導致其可能獲得對該公司的實際控制權，亦即

<sup>41</sup> 參照中國收購兼併研究中心編著，前揭註錯誤！尚未定義書籤。, 頁 140。「凱雷併購徐工」在法律上有兩層突破：第一、發出以審批通過為生效要件的附條件要約；第二、透過徐工集團工程機械有限公司作為委託要約人發出要約並持有 A 股股份，避開外國投資者無法持有 A 股之限制。

<sup>42</sup> 該《辦法》之適用範圍為投資者對在境內證券交易所上市交易之上市公司所為收購行為，不適用於收購僅在境外發行上市之 H 股、N 股等公司；至於在中國境內及香港兩地上市的公司則亦適用該《管理辦法》，有關上市公司收購及相關權益變動的信息披露，應遵守兩地監管部門之規定，遇有不一致時，則由兩地監管部門協商解決。

<sup>43</sup> 依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 2 條包含股權式併購與資產式併購。由於外國投資者採取資產式併購境內上市公司並不取得該上市公司之股權，從而在此部分與《上市公司收購管理辦法》並未重疊。因此若外國投資者資產式併購上市公司則僅根據《關於外國投資者併購境內企業的規定》辦理。

《上市公司收購管理辦法》所著重者在於控制權；另依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 2 條規定，係指外國投資者協議購買境內非外商投資企業的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。因此，凡是外國投資者取得境內企業實際權利的行為都屬於外資併購，至於是否取得控制權在所不問<sup>44</sup>。

## （二）具體適用相互協調關係

外國投資者以股權式併購境內上市公司時，必須同時遵守《上市公司收購管理辦法》與《關於外國投資者併購境內企業的規定》，亦即除了必須按照《上市公司收購管理辦法》之相關規定履行報告和公告義務等監管外，尚須依照《關於外國投資者併購境內企業的規定》履行上市公司變更為外商投資企業及壟斷審查等程序<sup>45</sup>。

## 第四款 外資併購與《外商投資產業指導目錄》及《指導外商投資方向規定》

中國入世之後，根據 WTO 及 TRIMs 規定放寬對於外資准入的規定，在 2002 年發布之《指導外商投資方向規定》、2004 年修訂並於 2005 年 1 月 1 日正式施行之新版《外商投資產業指導目錄》較舊版在鼓勵、允許、限制和禁止四大類規定皆有調整，另外《外商投資商業領域管理辦法》則規範關於外商投資商業之設立條件、程序、及經營範圍，外資在選擇併購目標企業時，則需參照此等規範中國外資政策的基礎規定而為評估。

## 第五款 外資併購與《關向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通

<sup>44</sup> 參照葉軍，《外資併購中國企業的法律分析》，中國：法律出版社，頁 115-16(2004/01)。

<sup>45</sup> 從而關於如何協調適用二者之報批程序亟待釐清，惟《外國投資者併購境內企業的暫行規定》並未就此作出規範；2006/09/08 實施之《關於外國投資者併購境內企業的規定》第四章第二節就申報文件與程序詳為規範，並新訂第五章為反壟斷審查專章。

在「北旅法人股轉讓案」的歷史背景下，此《通知》為中國上市公司向外資開放的第一部曲。首先，《通知》規定了向外商轉讓國有股和法人股應遵循的原則<sup>46</sup>；其次，《通知》第2條規定：「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。」最後，《通知》尚對外商准入資格和持股轉讓作出相關規範如下：

(1) 檢驗受讓外商的經營實力和信譽。《通知》第3條規定：「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。」

(2) 強調轉讓定價的市場化。第3條同時規定：「向外商轉讓國有股和法人股原則上採取公開競價方式。」

(3) 規定外商最短的投資期限維護證券市場的穩定。《通知》第7條規定：「外商在付清全部轉讓價款12個月後，可再轉讓其所購股份。」另外，在外匯管理和待遇等方面都進行了規定。該《通知》基本上為外資併購中國上市公司提供了一個遵循的框架。

#### 第六款 外資併購與《上市公司收購管理辦法》及與之配套的《上市公司股東持股變動信息披露管理辦法》

#### 《上市公司收購管理辦法》及與之配套的《上市公司股東持股變動信息

<sup>46</sup> 一、遵守國家法律法規，維護國家經濟安全和社會公共利益，防止國有資產流失，保持社會穩定；二、符合國有經濟布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、「公開、公正、公平」，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，維護證券市場的秩序。

披露管理辦法》主要在建構與外資併購相關之資訊公開制度<sup>47</sup>，兩者配套之處在於皆要求收購人詳為披露其資信狀況，有助於杜絕虛假重組的現象。《上市公司股東持股變動信息披露管理辦法》於第二章規定持股變動資訊公開之義務人<sup>48</sup>應向證券交易所提交持股變動報告書<sup>49</sup>；並詳細規範何時資訊應與公開或公告之情形及時點<sup>50</sup>，以及未履行披露義務、涉嫌內線交易或操縱市場時之法律責任<sup>51</sup>。其次，為了落實《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》相關規定，中國證監會同時發布《公開發行證券的公司資訊披露內容與格式準則第 15 號—上市公司股東持股變動報告書》、《公開發行證券的公司資訊披露內容與格式準則第 16 號—上市公司收購報告書》、《公開發行證券的公司資訊披露內容與格式準則第 17 號—要約

---

<sup>47</sup> 參見李偉，〈論我國證券法中的上市公司收購〉，《政法論壇》，北京：中國政法大學，1999年第1期，頁27。資訊公開制度為證券法之基本制度，目的在保障投資者於購買股票前得以藉此充分瞭解發行該股票之公司之重要相關資訊，消除上市公司收購過程中資訊壟斷之疑慮，防止內線交易及證券詐欺之行爲；李俠，〈鼓勵收購，控制風險，維護公平〉，《金融時報》，2006/08/03，第2版。

<sup>48</sup> 關於持股變動之意義及持股變動資訊公開義務人之規定於該《披露辦法》第2條及第6條。

第2條：「本辦法所稱上市公司股東持股變動(以下簡稱持股變動)，是指通過在證券交易所的股份轉讓活動，投資者持有的一個上市公司股份數量發生或者可能發生變化的情形；或者持股數量雖未發生變化，但通過在證券交易所的股份轉讓活動以外的其他合法途徑，投資者控制的一個上市公司股份數量發生或者可能發生變化的情形。」

第6條：「本辦法所稱持股變動資訊披露義務人，是指持有、控制一個上市公司的股份數量發生或者可能發生變化達到規定比例，按照本辦法的規定應當履行資訊披露義務的股份持有人、股份控制人和一致行動人。」

隨後並於該《披露辦法》第7條、第8條及第9條分別規定關於股份持有人、股份控制人及一致行動人之意義。

<sup>49</sup> 關於持股變動報告書之內容規定於第十四條：「持股變動報告書應當載明下列事項：

(一)資訊披露義務人的名稱、住所；  
(二)上市公司名稱；  
(三)資訊披露義務人持有、控制股份的變動情況；  
(四)持股變動方式；  
(五)資訊披露義務人前六個月就該上市公司股份所進行的交易；  
(六)中國證監會、證券交易所要求予以載明的其他事項。」

<sup>50</sup> 關於資訊應予公開之情形及公開之時點，規定於第15、16、17、18、19、20、21、22、23及24條；另資訊應予公告之情形及公告之時點，規定於第28、29、30、31及32條，條文內容參照《上市公司股東持股變動信息披露管理辦法》，此處不予表列。

<sup>51</sup> 關於未履行披露義務之責任規定於該《披露辦法》第34條、第35條及第36條。

收購報告書》、《公開發行證券的公司資訊披露內容與格式準則第 18 號—被收購公司董事會報告書》、《公開發行證券的公司資訊披露內容與格式準則第 19 號—豁免要約收購申請文件》等資訊公開制度的相關配套措施。

## 第七款 外資併購中國上市公司法律規範之缺失

中國關於外資併購的規範問題主要源於內、外資立法採雙軌制及立法主體過於多頭且層級不一致，造成外商投資立法存在諸如新舊法規間缺乏銜接、現行法規間規範重複及衝突和可操作性低落的現象，使得實踐中外資併購上市公司仍然存有許多問題，特別是在涉及外商投資待遇及外資併購上市公司後新公司的性質、國有股權轉讓價格、上市公司股東利益保護、反壟斷等法律問題方面，現行立法存在諸多的缺陷，一一說明如下：

### 一、市場准入和新公司的性質問題

#### (一) 市場准入問題



根據 TRIMs 協議第 2 條規定，任何成員國必須取消與 GATT 第 3 條國民待遇不相一致的與貿易有關的投資措施。近年來隨著國際投資自由化的發展，中國國內取消外資立法雙軌制之呼聲愈來愈高，多數學者主張應於外商投資領域更廣泛地實行國民待遇原則。然而，國民待遇僅係意味對外資併購減少不必要之限制，亦非毫不限制。實際上，就連美國這樣對外資開放程度較高的國家對外資進入某些領域也是有限制的，對於涉及美國國家安全的收購和合併，美國總統享有否決的自由裁量權，甚且規定外國投資者之申報義務，並對於未履行申報義務追究法律責任。至於中國就其產業之發展尚有基於民族情節及產業安全保護之考量，反映在外資併購立法領域上，除了嚴格貫徹《外商投資產業指導目錄》外，尚且利用其行政審批程序上之要求達成其政策方向。2005 年施行的《指導外商投資方向規定》與《外商投資產業指導目錄》擴大外商投資的行業範圍，具體觀之，與過去相比，該《目錄》之內容有四點變

化：(一)、將原來《方向》與《目錄》中的限制類乙的行業歸入鼓勵類，其他限制類乙的行業和限制類甲合併為限制類。(二)、放寬市場准入限制，一方面增加鼓勵類項目，並進一步開放銀行、保險、商業等服務貿易領域。(三)、將一般工業行業劃入允許類。(四)、放寬外商投資西部地區的股份比例及行業限制。雖然如此，卻也由於中國缺乏有效甄別外資的規定，使得《外商投資產業指導目錄》之規定常受規避<sup>52</sup>，由此也引發中國對外資引入涉及國家經濟安全之疑慮。

## (二) 關於新公司之性質

外資併購上市公司後之新公司之法律地位究為是外商投資企業抑或內資企業之問題，不但涉及日後新公司之營運稅收，更有甚者則涉及新公司之監管誰屬。

在稅收方面，《中外合資經營企業法》規定外商投資比例超過 25% 者，應當享受外商投資企業的優惠待遇；但根據《關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股的通知》第 9 條規定：「上市公司國有股和法人股向外商轉讓後，上市公司仍然執行原有關政策，不享受外商投資公司待遇。」此項規定係出於維護中國市場穩定，防止 A、B 股市場間之套利行為，然此矛盾規定十分不利於鼓勵外商收購上市公司國有股。首當其衝的問題就是外資併購中的稅收問題。《關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股的通知》並未將被併購的上市公司視為外商投資企業，因此按現行《外商投資企業和外國企業所得稅法》及《外商投資企業和外國企業所得稅法實施細則》不得享受外商投資企業的稅收優惠；而若依照 2003 年 1 月發布之《外國投資者併購境內企業暫行規定》第 18 條規定，新公司却是可享外商投資企業之優惠稅率，此類法規方面的矛盾亦使外

<sup>52</sup> 《關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股的通知》第 2 條規定：「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。」但對於如何確認並無細化的規定，因此，外資多以間接併購規避該規定之要求。例如，外商可以利用其控股的國內公司去收購必須由國內資本經營的公司，在不違背產業目錄的前提下間接控制那些限制或禁止外商投資的行業的經營權。

商無所適從；且若該外商本國與中國未建立稅收備忘錄，外資併購中國上市公司則可能面臨雙重徵稅的問題。

另關於新公司監管問題，若認為外資併購上市公司後之新公司不屬外商投資企業，則其原則上不屬商務部職權範圍。又《關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股的通知》第2條明文規定，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。而就國務院部門關於外資是否遵循行業政策係由商務部所負責。若認新公司非屬外商投資企業，則造成外資併購上市公司時，商務部有權監管，但對併購後新公司日後營運中規避外商投資行業限制、進行壟斷行爲却無權進行監管的悖論。

## 二、國有股權價格問題



鑑於中國上市公司具有多元化股權結構的體制成因，且中國上市公司中國有股比重較大，國有股的轉讓價格及其價格評估方法則成關鍵問題，不僅涉及整體併購順利與否，還涉及中國關於股權分置改革成效、國有資產保增值和證券市場繁榮穩定等問題。詳如下述：

### (一) 轉讓價格的評估方法

《利用外資改組國有企業暫行規定》允許非國有資產轉讓時採用國際通行的評估方法；對於國有資產轉讓的評估，仍要求適用國有資產管理的有關規定，包括《國有資產評估管理辦法》、《國有資產評估管理辦法實施細則》等，以評估後的淨資產值為基礎確定轉讓價格，通常不得低於淨資產值的90%。在對國有資產進行評估時，主要看重公司的帳面價值，而外資一般則注重公司對於收購方之投資報酬及市場價值，通常選擇現金流貼現法、類比估值法等國際通行方法進行評估，造成中外

方在評估方法上存有差距。中國資產評估機構之評估結果大多不被外國公司接受，此一差距常常成爲交易無法達成之癥結所在。

## (二) 轉讓價格的確定方式

《關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股的通知》中規定，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，惟競價基礎由誰確定，又如何確定，確定後如何具體實施，競價程序如何確定，皆屬懸而未決。又，《利用外資改組國有企業暫行規定》、《關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股的通知》均強調原則上採用公開競價之方式，但在實務操作過程中，上述規定的執行存在一定的難度。例如：在確定轉讓價格及投資方時，僅僅或主要以轉讓價格爲判斷標準不盡合理，蓋受讓方在該行業之經驗豐富與否、受讓方是否爲風險投資機構，及其投資目的是否爲通過短時間改善公司財務狀況後轉手套利、受讓方資信情況如何等等這類問題，對於被收購方的長遠發展而言至關重要。

## 三、關於證券市場穩定及中小股東利益保護

非流通股的「一股獨大」為中國固有證券資本市場健康發展的障礙，《關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股的通知》的發布確為一種達成全流通和提高中國上市公司狀況的可行方法。但基於資本逐利的特性，外資併購的最終目的無非是爲了取得競爭優勢、擴大市場份額、攫取利潤，企業合併並非解決中國證券市場深層矛盾之萬靈丹，且關於中國證券立法上之不足，亦為左右併購成敗之關鍵。

## (一) 證券市場穩定方面

現有法規對外資收購參與者的主體標準含混不清，不利於證券市場的穩定。實際上中國言及「外商」，主要可包括三類主體：

1. 外國投資者，及境外自然人、法人和其他組織。此為最狹義之概念。
2. 外商投資公司，即中外合資公司、中外合作公司和外商獨資公司，其中也包括外商投資的股份有限公司。
3. 外國投資者在中國境內以獨資和合資的形式設立的專門從事直接投資的公司。

第一類主體毋庸置疑為符合《關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股的通知》第3條本意所要求的主體；後兩類特別是第三類出於中國證券市場穩定之考量不宜成為併購主體，但立法中亦未明確排除，使得國際游資仍得借道影響中國國有股和法人股的受讓。

## （二）中小股東利益保護方面

切實保護中小股東權利的規定，係近來修法所著重的重點項目。各具體規定詳如本章節第一款之說明，此處不再贅述。



## 四、反壟斷問題

反壟斷議題在外資併購上市公司部分尤為重要。有形容外資併購是一把「雙刃劍」，推動中國企業實現規模經濟、市場、制度創新及增強市場競爭力的同時，也在前述之併購效益分析中表明，併購最大的負面效應在於其可能擠占國內市場造成壟斷的趨勢，進而壓制東道國幼稚工業、控制東道國市場、破壞東道國原有的競爭秩序等疑慮。近來發布之《關於外國投資者併購境內企業的規定》第五章即為集歷來反壟斷問題之大成所歸納制訂之規範，關於反壟斷之具體問題、申報與審查機制等，詳見本文第五章。

## 第二項 目標企業為上市公司之併購方式

依據外資併購中國上市公司所面臨的法律規制，對外資併購中國上市公司之模式加以介紹，並在現有模式上，對將來可能產生的創新模式說明之。

## 一、直接控股

### (一) 協議收購上市公司非流通股直接控股上市公司

中國上市公司流通股比例較少，國有股居控股地位，而外資進入A股市場的限制尚未完全開放以及非流通股價格低於流通股等因素交互作用下，造成外資欲取得上市公司控股權，協議受讓低價格的國有股或法人股實現參股仍為主要途徑<sup>53</sup>。

協議收購方式應特別注意中國國有資產轉讓之審批、評估程序及產業政策之有關規定<sup>54</sup>。由於非流通股與流通股間之價差甚鉅，成本相對低於二級市場的收購成本，此種方式適用範圍較廣泛；主要的障礙為國有股定價問題，根據現行規定，國有股定價不得低於淨資產值，而根據國際通行之價值估算標準，由外資收購方角度出發，許多中國國有資產價值可能遠低於其帳面淨資產，甚而可能為負值。

### (二) 收購外資法人股加流通股直接控股上市公司

中國證券市場上存有一定數量的「三無」概念股，對於此類公司，外資透過QFII直接收購流通A股極可能實現對公司之併購；同時由於中國允許上市公司向境外投資者發行B股和H股，因此在B股與H股占公司股權比例多數之情形下，外資亦可透過直接收購B股和H股達成併購上市公司之目的。一般而言，收購外資法人股較收購國有股、法人股簡單，只要最終持股比例未達30%之強制要約收購底線，直接收購流

<sup>53</sup> 外國投資者可以根據中國《外商投資產業指導目錄》中鼓勵和限制的投資方向，直接收購上市公司的部分股權，從而使上市公司成為外商投資企業。

<sup>54</sup> 所謂協議收購即是透過協議受讓的方式收購B股、H股等流通股。惟B股、H股占總股本的比例較小，恐難以達到控股的目的，此亦為以協議收購欲達成控股目的之難題之一。

通股之方式無須報批，程序簡便<sup>55</sup>。

### (三) 上市公司向外資定向增發 B/H 股

對外資而言，取得定向增發的 B/H 股不僅在價格上低於二級市場流通股之價格，且可一定程度規避二級市場收購審批程序及信息披露之要求。定向增發主要優點在於可解決外資股東股權流通問題，且交易對價有多種支付方式，對以戰略性資產作為出資之外資而言，可望減少資金壓力，且定價亦較市場化；惟其缺點在於價格制訂機制並非透過公開競爭產生，因而產生價格公允與否及國有資產流失等配套議題，且對於境內的 B/H 股股東而言，中國上市公司定向增發 B 股潛在亦可能蒙受流通 B 股價格下跌的損失，對外資以定向增發方式併購帶有外資股的中國上市公司，在併購對象選擇上則受到一定程度的數量限制，不過綜觀整體，透過定向增發實現資產併購確為國外常採用的模式之一。

### (四) 拍賣競買上市公司股權



外資除透過協議收購中國上市公司之非流通股外，還可透過拍賣及債權方式收購上市公司非流通股，許多上市公司之大股東由於到期債務未能清償而纏訟，其所抵押之上市公司股權則透過人民法院之強制執行程序被拍賣，外資亦可透過拍賣市場取得上市公司之股權。

### (五) 要約收購

此係國際資本市場上相當成熟的主流併購模式<sup>56</sup>。與協議收購相較，要約收購更符合產業併購之本質，亦較有效減少協議轉讓所存在的內線交易、價格操縱等不公平現象。

<sup>55</sup> 惟運用此方式時應特別留意中國關於信息披露、外匯管理以及要約收購有關之強制性規定。

<sup>56</sup> 即透過公開發出要約的形式，以不同的價格分別收購國家股、法人股和流通股，達到一定的股權比例。附帶一提的是，協議收購和要約收購可以綜合運用。

## (六) 換股收購

換股收購係指併購公司透過發行新股的方式，換取目標公司股份，以完成併購。依《上市公司收購管理辦法》第 36 條之規定使換股收購更為可行，且《關於外國投資者併購境內企業的規定》新增第四章「外國投資者以股權作為支付手段併購境內公司」，首次明確界定了外國投資者可以透過換股方式進行併購。換股的關鍵在於確認雙方淨資產值、資產質量以及主要業務市場前景等因素，涉及複雜的談判與計算過程，監管機關更應強化換股比例確定方法的信息披露義務，更保障投資者獲取充分投資資訊之管道。

## 二、間接控股

### (一) 外資透過由其控股的外商投資企業併購上市公司

為避免有關政策及法律對外資准入之限制，某些外商透過在中國境內設立由其控股的中國法人子公司，進而由子公司以中國法人身分在中國證券市場受讓上市公司國有股及法人股，或於二級市場上收購。

### (二) 外資透過母公司間接收購

外資亦可透過收購中國上市公司之母公司或與該母公司合資，間接持有該上市公司之股權，成為上市公司之實質控制人，此種間接控股情形尚分為三種情形：

(1) 收購方透過上市公司外資股控股股東以達間接控股。此種方式特別是以上市公司已存在外資大股東為前提，交易雙方主要係兩外國投資者，故可能發生於中國境外，相對所受中國法律規制較薄弱，頗受外資青睞。

(2) 外資透過收購中國上市公司的國內控股股東之股權間接控制上市

公司。因主要發生於中國境內，與上述方式之差異主要在於受中國法律規制強度較高。

(3) 外資與中國上市公司之母公司合資，間接控股上市公司。此方式不若直接收購上市公司般須負擔高度的信息披露義務。

### (三) 透過債權市場間接收購上市公司債轉股

透過收購上市公司債權而間接獲取其控制權，此稱為「債轉股」。債轉股的實施在中國十分具有改革意義，與中國推進現代企業制度、發展多元化產權結構和國有資本實施戰略性重組這些改革目標密切聯繫，為解決國有企業所面臨之重大問題，期能藉此舒緩國有企業負債問題，將其不良資產轉為企業股權，以減輕國有企業負擔<sup>57</sup>。

### (四) 第三方收購

透過中國國內投資機構進行替代性收購，而後伺機轉讓於外資，通常用於規避短期國內政策障礙之權益。

## 三、 其他方式

### (一) 上市公司向外資定向增發可轉換債券以達收購目的

採取此方式之優點在於使中國國內企業及時獲取資金，可轉債之低利率降低了企業之融資成本，又可避免股本迅速擴張引起的稀釋疑慮；對外方而言，可轉債亦使其在中國的戰略佈局有更多選擇。然而中國《公

<sup>57</sup> 關於「債轉股」在中國的實務操作上，相關部委發布了一整套規章對之加以規範。例如，國家經貿委、人民銀行於 1999 年 7 月 30 日發布《關於實施債權轉股若干問題的意見》，國家經貿委、財政部、中國人民銀行於 1999 年 11 月 23 日發布的《企業債轉股方案審核規定》及國家經貿委於 2000 年 11 月 6 日發布的《關於債轉股企業規範操作和強化管理的通知》等，然附帶一提在理論層面上，中國亦有不少學者從債權及股權根本差異出發，認為有違中國《公司法》第 4 條第 1 款公司內部治理權之精神，惟此說明則不在本文研究之列。

司法》對於可轉債僅有原則性規定，證監會發布之《可轉換公司債券管理暫行辦法》及《上市公司發行可轉換公司債券實施辦法》等規定則均缺乏向外資定向發行可轉債的規定。

(二) 外資透過收購上市公司之核心資產實現併購目的。

(三) 外資以融資方式參與管理層收購

融資問題是 MBO 之關鍵問題，外資可能採用為上市公司管理層融資以參與 MBO，而後影響管理層對上市公司間接控制。《上市公司收購管理辦法》第 51 條對此僅有原則規定，惟關於融資議題上並未具體<sup>58</sup>。

(四) 透過託管方式取得上市公司控制權

託管方式是將自己持有的資產和股權託管予外國投資者，由其代為行使對公司之表決權；當委託人為公司之控股股東時，公司股權託管即為公司控制權之託管<sup>59</sup>。



---

<sup>58</sup> 參照《上市公司收購管理辦法》第 51 條：「上市公司董事、監事、高級管理人員、員工或者其所控制或者委託的法人或者其他組織，擬對本公司進行收購或者通過本辦法第五章規定的方式取得本公司控制權(以下簡稱管理層收購)的，該上市公司應當具備健全且運行良好的組織機構以及有效的內部控制制度，公司董事會成員中獨立董事的比例應當達到或者超過 1/2。公司應當聘請具有證券、期貨從業資格的資產評估機構提供公司資產評估報告，本次收購應當經董事會非關聯董事作出決議，且取得 2/3 以上的獨立董事同意後，提交公司股東大會審議，經出席股東大會的非關聯股東所持表決權過半數通過。獨立董事發表意見前，應當聘請獨立財務顧問就本次收購出具專業意見，獨立董事及獨立財務顧問的意見應當一併予以公告。」

上市公司董事、監事、高級管理人員存在《公司法》第 149 條規定情形，或者最近 3 年有證券市場不良誠信記錄的，不得收購本公司。」

<sup>59</sup> 託管之基礎立於信託，故應遵循《信託法》之規定，然目前尚缺乏以之作為併購方式之規範。託管方式在實際操作中往往與期權、持股等混合並用，雖根據《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》規定，外資併購涉及國有股及法人股轉讓僅能以貨幣支付價款，但託管實際上並未導致股權之轉移，應不受該規範之限制。

## （五）一致行動收購<sup>60</sup>

關於一致行動人間之協議達成併購目的者，主要在規避舊《證券法》第 81 條之強制收購義務，應注意新《證券法》新增關於一致行動人之規範，詳如本章第一節所述。

### 第三項 外資併購上市公司之程序規範分析

#### 第一款 併購前置階段

外資在實施併購之前，有必要依據《外商投資產業指導目錄》對中國現前的產業政策加以認識<sup>61</sup>，作為篩選目標企業之準則，成為外資首選者通常是 B 股上市公司、國有股減持的重點上市公司、股權結構分散或已經與外資建立合資或戰略合作關係的上市公司<sup>62</sup>，而於確定併購目標公司後，進而決定採

<sup>60</sup> 關於一致行動人之緣起及意義，參照前揭註錯誤！尙未定義書籤。。

<sup>61</sup> 參照文喆整理，大陸經貿消息輯要，兩岸經貿月刊，第 170 期，臺北：財團法人海峽交流基金會，頁 24(2006/02)。根據《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 4 條及《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 條均有規定，外國投資者收購上市公司股份，應符合國家產業政策要求。企業經營範圍屬於《外商投資產業指導目錄》禁止外商投資產業的，外國投資者不得參與改組；須由中方控股或相對控股的企業，改組後應當保持中方控股或相對控股地位；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。另在《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》發佈後中國政府開放策略投資者取得 A 股後，中國的證券業者預期，下列四種行業別將更蒙外資青睞，臚列參考：

- (1) 資源類行業。
- (2) 資產類行業。
- (3) 零售業。
- (4) 金融服務業。

<sup>62</sup> 參照謝文捷主編，謝文捷主編，《外資併購 ABC》，北京：對外經濟貿易大學出版社，頁 359(2003/05 第一版)，頁 368-371。作為外資併購之目標公司，其背後理由如下：

- (1) B 股上市公司：外資收購 B 股流通股較收購同類公司之 A 股流通股價格低廉，基於成本考量且對外資限制較少之考量。
- (2) 國有股減持的重點上市公司：配合中國國有企業改革的深化，以及相關獎勵措施。
- (3) 股權結構分散的上市公司：對外資而言，更有利於掌握該公司之控制權。

行之併購模式，由雙方就擬定之股份轉讓協議之合同內容進行談判協商。

## 第二款 併購合同階段

雙方對上市公司股份轉讓協議內容達成合意後，就該合意內容依據中國《合同法》簽訂收購合同，並就本次收購標的、支付方式及相關轉讓限制予以確認，並於合同簽訂後，依《上市公司股東持股變動資訊披露管理辦法》履行資訊公開義務。附帶一提關於支付方式，《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」；而《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條前段則規定：「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。」；而關於轉讓限制，外資自可與被收購方約定長於限制之期間，自不待言<sup>63</sup>。

## 第三款 審批登記階段



關於審批程序之規範，尚可依監管主管機關不同而概分為證券監管、外匯監管以及一般過戶及變更登記之行政程序。依據《上市公司收購管理辦法》第28條規定，外資收購上市公司須編制收購報告書，並於達成收購協議之次日起報送中國證監會，同時抄報上市公司所在地的中國證券監督管理委員會派出機構，抄送證券交易所，通知被收購公司，並對上市公司收購報告書摘要作出提示性公告，並聘請律師出具法律意見書備查<sup>64</sup>；證券監督管理委員會

(4) 已經與外資建立合資或戰略合作關係的上市公司：側重於對市場的掌握及資訊獲取之便利性考量。

<sup>63</sup> 關於收購上市公司股權之轉讓限制，依《上市公司收購管理辦法》第74條規定：「在上市公司收購中，收購人持有的被收購公司的股份，在收購完成後12個月內不得轉讓。」

收購人在被收購公司中擁有權益的股份在同一實際控制人控制的不同主體之間進行轉讓不受前述12個月的限制，但應當遵守本辦法第六章的規定。」

另依《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條規定：「外商在付清全部轉讓價款12個月後，可再轉讓其所購股份。」

<sup>64</sup> 參照《上市公司收購管理辦法》第28條規定：「以要約方式收購上市公司股份的，收購人

在收到上市公司收購報告書後15日內未提出異議者，收購人則可依公告上市公司收購報告書，履行收購協議。

而外資收購者若符合要約收購或豁免條件者，可依《上市公司收購管理辦法》第48條向中國證券監督管理委員會申請豁免向上市公司的所有股東發出收購要約<sup>65</sup>，相關條件及程序規定參照《上市公司收購管理辦法》第六章之規範要求<sup>66</sup>。

---

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50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。」

<sup>65</sup> 參照《上市公司收購管理辦法》第48條：「以協定方式收購上市公司股份超過30%，收購人擬依據本辦法第6章的規定申請豁免的，應當在與上市公司股東達成收購協定之日起3日內編制上市公司收購報告書，提交豁免申請及本辦法第50條規定的相關文件，委託財務顧問向中國證監會、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。

收購人自取得中國證監會的豁免之日起3日內公告其收購報告書、財務顧問專業意見和律師出具的法律意見書；收購人未取得豁免的，應當自收到中國證監會的決定之日起3日內予以公告，並按照本辦法第61條第2款的規定辦理。

中國證監會發現收購報告書不符合法律、行政法規及相關規定的，應當及時告知收購人，收購人未糾正的，不得公告收購報告書，在公告前不得履行收購協定。」

<sup>66</sup> 《上市公司收購管理辦法》第六章關於豁免申請之規定，計有第61~64條。

第61條：「符合本辦法第六十二條、第六十三條規定情形的，投資者及其一致行動人可以向中國證監會申請下列豁免事項：

(一)免於以要約收購方式增持股份；

(二)存在主體資格、股份種類限制或者法律、行政法規、中國證監會規定的特殊情形的，可以申請免於向被收購公司的所有股東發出收購要約。

未取得豁免的，投資者及其一致行動人應當在收到中國證監會通知之日起30日內將其或者其控制的股東所持有的被收購公司股份減持到30%或者30%以下；擬以要約以外的方式繼續增持股份的，應當發出全面要約。」

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；

在獲得證券監管部門批准後，外資收購人以人民幣作為支付貨幣者，並應向外匯管理部門申請審批；以境外外匯支付者，應辦理外匯登記<sup>67</sup>；另中國國家外匯管理局於2005年1月24日發布之《關於完善外資併購外匯管理有關問題的通知》第3條規定，審核外資併購設立外商投資企業之外匯登記時，應重點審核該境外企業是否為境內居民所設立或控制，是否與併購標的企業擁有同一管理層<sup>68</sup>。至於一般過戶及變更登記之程序，則依《關於向外商轉讓上市

---

(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後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。」

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式免除發出要約：

(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占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%，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%，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式申請的，相關投資者應當按照本辦法第六十二條的規定提出申請。」

第64條：「收購人提出豁免申請的，應當聘請律師事務所等專業機構出具專業意見。」

<sup>67</sup> 參照《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條：「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」。

<sup>68</sup> 參照《關於完善外資併購外匯管理有關問題的通知》第3條規定：「各分局、外匯管理部

公司國有股和法人股有關問題的通知》第5條及《上市公司收購管理辦法》第四章規定辦理，此處不贅述該程序規定。

## 第二節 外資併購中國國有企業

有效利用外資併購改組改造國有企業對中國及外資來說，某種程度上可謂是大勢所趨、互惠互利，是機遇也是挑戰<sup>69</sup>，必須充分瞭解外資併購對國有企業所造成影響，並有效解決國有資產流失疑慮、國有企業職工安置及債務問題，方得趨利避害，結合國有企業改革的需求，以此作為外商投資契機，進一步強化在中國市場的競爭力。以下分別從中國處置國有資產之特殊性及國有企業改革與外資併購間之關連，說明外資併購對國有企業之影響，並分析現有規範之實體及程序規定，俾供投資中國國企之參考。



### 第一項 國有企業改革與外資併購

外資併購中國國有企業可同時立於中國關於引進外資之政策與國有企業改革兩個議題上觀察，外資併購中國國有企業，既是外資受市場利益驅動的產權交易行為，又是配合中國擴大開放的需要和改革、改組、改造國有企業的戰略選擇，實際上外資併購後絕大多數的合資企業皆因此獲得明顯經濟效

---

在辦理由外資併購設立的外商投資企業外匯登記時，應重點審核該境外企業是否為境內居民所設立或控制，是否與併購標的企業擁有同一管理層」。

<sup>69</sup> 參照王鳳麗，〈外資併購國企需要注意的幾個問題〉，《西南民族大學學報》，第 173 期，頁 58-59(2006/02)。在中國國有企業改造的背景下，外資併購國有企業對外商而言，是找到了理想的投資目標；對中國而言，則有助於解決國有企業資金短缺的問題，並得以優化資源配置，符合國有企業深化改革的目標，並建立與市場經濟相應的現代企業制度。目前中國有認為外資併購特別是針對國有企業者，將造成國有資產流失，失去對企業的控制力，外資將形成壟斷導致原企業工人「下崗」、失業等問題；而事實上，中國關於國企改革之發展，應將其置於全球分工與合作體系上思考，本文認為，允許外資在競爭性領域透過資產併購方式參與國企改革，同時亦在為國企創造競爭條件。

益；但由於外資併購中國國有企業係以外方控股的合資企業取代了原有國有企業，而產權交易在中國卻仍處於未整體規範的探索區塊，因而引發中國對外資併購造成國有資產流失的相關辯論。由此面向觀之可知，外資併購對國有企業改革猶如一把雙面刀，以下就外資併購對中國國企造成之影響分析之。

## 一、正面效應

(1) 從動機加以分析外資併購中國國有企業作為一種產權市場商業行為與企業發展戰略，外資早期與中國國企組建合資企業，其目的之一是利用中國勞動力成本低、原材料價格便宜等優勢，降低生產成本，占據中國市場，延伸外資產品價值鏈；如今外資併購國有企業，則係為了更有效整合利用其資源，降低經驗成本(如利用國有企業的技術、熟練工人、國內市場營銷渠道、品牌等)，獲得該產業鏈中最大的協同效益。

(2) 從跨國公司引進技術和管理經驗，改造中國國企，提高其經營管理水平，整合中國國企之資源。而與以往直接投資方式不同，外資併購中國國企的產權交易，在法律制度下，透過資本市場，對目標國有企業進行收購，以挹注資金和對技術、勞動力、管理、設備、營銷通路等各種資源和無形資產進行整合，使國有企業改善經營管理，儘快提高盈利能力，同時也就使外資作為控股方擴大了收益機會。

(3) 適應中國利用外資政策轉變，外資併購中國國企不失為新的市場機遇。在中國政府相繼發布《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有關問題的通知》和《利用外資改組國有企業暫行規定》等一系列法規規定後，已突破以往外資僅得採取間接方式投資國有企業的限制，確立了外資併購中國國企之合法地位。自此，中國股票證券市場對海外資本開放，可藉此重整國有企業；對外資而言，更是難得的市場機遇。特別是中國加入WTO後，現行政策法律對併購國有企業之保障增多，使外資併購國有企業有法可循，故外資對國有企業之併購表現積極，例如中國第一起國際投資基金收購中國大型國企絕對控股權之「凱雷併購徐工案」，作為徐州

市國資委所屬企業及江蘇省重點改制國有企業之徐工集團，在近年來對海外投資者進行多項招標投標，並最終選擇私人投資基金凱雷集團，這起產權交易全然置於地方政府的直接掌控下進行，也因此在地方審批過程中順利無礙，此案被視為外資併購中國國內產業資本的新標竿，惟目前尚未獲商務部最後批覆。對跨國公司來說，整體收購國有企業，不僅是買下國有企業的資產，更重要的是獲得了國有企業在原有領域的資源及政策的支持，進一步取得該產業領域市場。

(4) 與新設一個合資企業相比，收購企業比新建企業形成一定的投資規模所需要的時間可縮短 2~3 年，因此併購國有企業是跨國公司更為便捷的資本轉移方式和快速盈利途徑。中國加入 WTO 後，外資普遍傾向採用併購國企之方式取代傳統的合資型態，以縮短建設週期，加快投資周轉速度，盡快實現獲利。

## 二、負面效應



(1) 外資併購對中國國企引起的國有資產流失問題最受關注。一般認為外商可利用其熟悉國內外市場之優勢炒賣中國國股權，並且藉此短期投資行為所獲取之收益循環操作，造成中國國有資產大量流失。因此，配合國有產權處置之特殊性質，有關當局制訂了規範國有產權交易之《外商收購國有企業的暫行規定》、《國有資產評估管理若干問題的規定》、《國有資產評估項目核准管理辦法》、《國有資產評估項目備案管理辦法》及《關於做好企業國有產權轉讓監督檢查工作的通知》、《關於進一步規範國有企業改制工作的實施意見》等規範以作為因應。

(2) 外資併購國有企業造成的市場壟斷議題。跨國公司具有雄厚的資金實力和先進的生產技術以及豐富的經營管理經驗，可能藉著併購一個行業的全部或主要國有企業形成行業壟斷，從而達到市場壟斷。在凱雷併購徐工集團案例中，商務部即要求凱雷集團提供一份「反壟斷報告」，用以證明凱雷在收購中國最大的機械製造商後，不會造成市場壟斷，以致妨礙市場正當競

爭。當然，本案作為境外金融資本控股中國國企的第一案，中國商務部對審批程序格外謹慎不無道理，惟本案亦凸顯中國當前外資收購管理的新課題，包括外資併購審查制度以及對壟斷行為的定義及界定等相關立法明確規範，關於反壟斷制度詳見本文第五章所述。

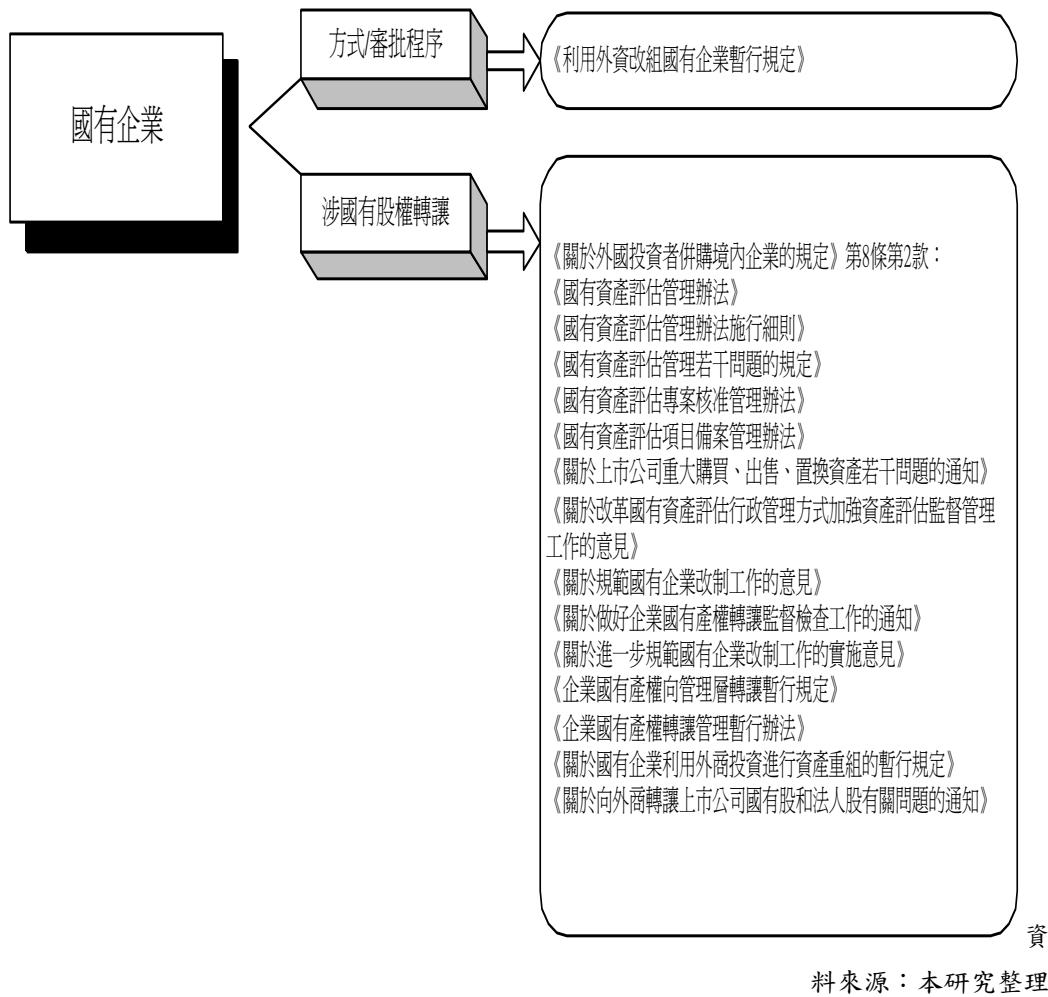
(3) 外資併購國有企業將對中國產業結構優化產生影響，畢竟外資之主要目的在於獲取利潤，而併購國企後亦將以其集團總體利益以決定該企業走向，可能因此忽略中國產業結構合理化的問題。然而在中國國企長期以來產權關係不清、政企不分，且效率低下、資本金不足、負債率高、冗員甚多，造成社會負擔沉重、市場競爭力缺乏等問題籠罩下，嚴重困擾著中國國有經濟的發展，因外資併購所引起的負面問題，相形之下應是小巫見大巫。

## 第二項 外資併購中國國有企業之規範法律分析

中國外資併購國有企業現行法律規範文件有《關於國有企業利用外商投資進行資產重組的暫行規定》、《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》、《利用外資改組國有企業暫行規定》、《關於外國投資者併購境內企業的規定》、《關於規範國有企業改制工作的意見》及一系列關於國有資產轉讓的特殊規定，例如：《國有資產評估管理辦法》、《國有資產評估管理辦法施行細則》、《國有資產評估管理若干問題的規定》、《國有資產評估專案核准管理辦法》、《國有資產評估項目備案管理辦法》、《企業國有產權轉讓管理暫行辦法》、《關於企業國有產權轉讓有關問題的通知》、《關於改革國有資產評估行政管理方式加強資產評估監督管理工作的意見》及《關於做好企業國有產權轉讓監督檢查工作的通知》等。其中又以《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》、《企業國有產權轉讓管理暫行辦法》、《利用外資改組國有企業暫行規定》及《關於外國投資者併購境內企業的規定》為主要規範核心，本研究礙於篇幅僅以此二者為中心展開評論。

此外，中國國有企業又可分為「上市國有企業」與「非上市國有企業」，關於「上市國有企業」之部分因涉及中國證券市場，又所涉規範以《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》之內容為主，已為本章第一節關於上市公司之內容所涵蓋，此處不擬贅述，僅就規範「非上市國有企業」之部分加以討論。

表 6 外資併購中國國有企業適用規範



中國在利用外資改組國有企業議題上的法律規範文件主要有二：一是《關於國有企業利用外商投資進行資產重組的暫行規定》<sup>70</sup>；另一為《利用外資改組國有企業的暫行規定》。此外，由於《外國投資者併購境內企業暫行規定》為外資併購一般法，適用於所有外國投資者併購境內企業的情形，包括併購不同所有制的公司企業、不同公司形式的公司企業等，故外國投資者併購國有企業或利用外資改組國有企業，亦應適用《外國投資者併購境內企業暫行規定》；值得注意的是《外國投資者併購境內企業暫行規定》已被2006年9月8日正式施行之《關於外國投資者併購境內企業的規定》取代。是以，因《利用外資改組國有企業的暫行規定》對以國有企業為目標公司之外資併購特為規範，故外國投資者在併購中國國企時，除應遵守《關於外國投資者併購境內企業的規定》之一般規範外，更應依《利用外資改組國有企業的暫行規定》中關於併購國企之特別規定為之。

然而就立法機關與技術層面觀之，前述規範乃是不同行政部門對同一事項分別基於其行政職能所制訂之部門規章，往往不成體系，使外商無法全面瞭解中國外資併購法律，其中中國還有大量的隱性政策及不規範的行政干預，透明度低落加深外資併購不確定的風險，更可能因此導致規範間之衝突，典型的例子是關於併購監管部門的差異：依《關於上市公司重大購買、出售、置換資產若干問題的通知》規定，上市公司實施重大購買、出售、置換資產應報中國證監會審核；但在《利用外資改組國有企業的暫行規定》與《關於外國投資者併購境內企業的規定》中，則皆以商務部為審批機關。又《關於規範國有企業改制工作的意見》規定，轉讓國有產權的價款原則上應當一次

<sup>70</sup> 早期由中國國家經濟貿易委員會在1998/09/14 發布，該制訂機關現已被撤銷，其原有的行政管理職能分別轉移至商務部、國家發展和改革委員會、國有資產管理委員會三個部門。

結清，一次結清確有困難者，經轉讓和受讓雙方協議、並經有關部門批准，可採取分期付款方式，分期付款時，首期付款不得低於總價 30%，其餘價款在受讓方提供擔保情況下，應在首期付款之日起一年內支付完畢；但在《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 16 條規定，外國投資者併購境內企業設立外商投資企業，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。兩者關於出資比例及餘款繳清期限出現明顯矛盾，產生適用上的問題。一般來說規範內容之衝突以「新法優先於舊法」的原則協調，卻由於該規範文件分屬不同部門制訂及發布，故不適用該原則，而應以相應職能間之部門協調為主。此處外資併購中國國企之議題上，整合《利用外資改組國有企業的暫行規定》與《關於外國投資者併購境內企業的規定》將為本文關注焦點。



關於《利用外資改組國有企業的暫行規定》與《關於外國投資者併購境內企業的規定》之規範差異，主要反映在併購模式上。《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 2 條抽象、概括地規定外國投資者併購境內企業之模式有二：股權式併購與資產式併購；而《利用外資改組國有企業的暫行規定》第 3 條則列舉五種利用外資改組國有企業之方式，包括產權轉讓、股權轉讓、債權轉讓、資產出售和增資擴股<sup>71</sup>。其中第二款「股權轉讓」及第五款「增資

<sup>71</sup> 《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 2 條：「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（以下稱「境內公司」）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（以下稱「股權併購」）；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（以下稱「資產併購」）。」

《利用外資改組國有企業的暫行規定》第 3 條：「本規定所稱利用外資改組國有企業包括下列情形：

(一) 國有企業的國有產權持有人將全部或部分產權轉讓給外國公司、企業和其他經濟組織或個人（以下簡稱外國投資者），企業改組為外商投資企業；  
(二) 公司制企業的國有股權持有人將全部或部分國有股權轉讓給外國投資者，企業改

擴股」可為股權式併購所涵蓋，即公司制企業的國有股權持有人將全部或部分國有股權轉讓給外國投資者，或國有企業或含有國有股權的公司制企業透過增資擴股吸收外國投資者投資，將企業改組為外商投資企業之情形謂；而第四款之「資產出售」則可為資產式併購所包含，即國有企業或含有國有股權的公司制企業將企業的全部或主要資產出售予外國投資者，外國投資者以購買之資產獨自或與出售該資產的企業共同設立外商投資企業；第三款「債權轉讓」則為國有企業之債權讓與債務承擔，即國有企業之境內債權人將債權讓與外國投資者，使其成為目標企業之債權人，爾後再透過債權轉為股權之方式併購或改組國有企業<sup>72</sup>。

此外，《利用外資改組國有企業的暫行規定》與《關於外國投資者併購境內企業的規定》關於壟斷審查亦有扞格之處。例如《利用外資改組國有企業的暫行規定》第9條第1款中關於壟斷審查僅規定「對可能導致市場壟斷、妨礙公平競爭的，在審核前組織聽證。」而《關於外國投資者併購境內企業的規定》則於第五章反壟斷審查專章由第51條至第54條中針對外國投資者併購境內企業及境外併購之壟斷申報及審查制度分別規定，而二者關於壟斷審查之階段亦有差異：前者的壟斷審查係在國有方審批階段；後者則於外商投資企業之設立階段進行。惟基於《關於外國投資者併購境內企業的規定》涵蓋外國投資者併購境內任何形式企業之行為，偏重於併購後成立外商投資企業的部分，而《利用外資改組國有企業暫行規定》僅針對外國投資者參與國有企業改組而為規定，側重外國投資者併購國有企業所應履行之特別程序。因此，外國投資者併購國有企業之前階段應適用《利用外資改組國有企業暫

---

組為外商投資企業；

- (三)國有企業的境內債權人將持有的債權轉給外國投資者，企業改組為外商投資企業；
- (四)國有企業或含有國有股權的公司制企業將企業的全部或主要資產出售給外國投資者，外國投資者以所購買的資產獨自或與出售資產的企業等共同設立外商投資企業；
- (五)國有企業或含國有股權的公司制企業通過增資擴股吸收外國投資者投資，將該企業改組為外商投資企業。」

<sup>72</sup> 參照葉軍，前揭註 44，頁 87-90。另關於立法技術之問題，《利用外資改組國有企業暫行規定》對於外資併購之方式採取列舉式立法的缺點在於容易掛一漏萬，例如「合併」之方式即未列其中。特別是採取列舉式立法中，各方當事人之稱謂及相關概念均有所不同，表述上引起權義條款解讀上之不便。

行規定》，而後階段設立外商投資企業部分則應遵循《關於外國投資者併購境內企業的規定》辦理，從而即使是外國投資者併購國有企業之壟斷審查，亦應依《關於外國投資者併購境內企業的規定》相關規定於設立外商投資企業時為之方為妥適<sup>73</sup>。關於《關於外國投資者併購境內企業的規定》之反壟斷申報與審查制度詳見第五章。

外國投資者併購國有企業與併購其他境內所有制形式企業之主要不同在於對於國有資產之處置上，特別是在評估與轉讓之程序設有許多專門規定，而《企業國有產權轉讓管理暫行辦法》及《關於企業國有產權轉讓有關問題的通知》中就決定或批准企業國有產權轉讓之行為，亦因其特殊性質設有規定<sup>74</sup>，期使外資併購國有企業更符合規範操作；此外，中國國有資產監督管理委員會於2005年12月19日發布《關於進一步規範國有企業改制工作的實施意見》，要求企業改制必須對改制方案出具由審批改制方案單位的法律顧問或該單位決定聘請的律師事務所製作之法律意見書，此後將更加完善外資併購國有企業之法律規制體系<sup>75</sup>。



### 第三項 國有資產處置之特殊性

<sup>73</sup> 參照葉軍，前揭註 44，頁 104-06。

<sup>74</sup> 參照《企業國有產權轉讓管理暫行辦法》第 28 條規定：「決定或者批准企業國有產權轉讓行為，應當審查下列書面檔：

- (一) 轉讓企業國有產權的有關決議文件；
- (二) 企業國有產權轉讓方案；
- (三) 轉讓方和轉讓標的企業國有資產產權登記證；
- (四) 律師事務所出具的法律意見書；
- (五) 受讓方應當具備的基本條件；
- (六) 批准機構要求的其他檔。」

<sup>75</sup> 《關於進一步規範國有企業改制工作的實施意見》在財務審計、資產評估及資產處置等主要環節均設有操作性規定，尤其是對計提減值準備和資產核銷的處理，以及有關土地使用權處置、探礦權和採礦權的處置等當前出現國有資產流失主要方面進行規範，有利於從制度上堵塞漏洞，防止國有資產流失。

外資併購國有企業勢必觸及中國國有資產處置議題，特別是當國有企業存在債務或擔保時，外資涉入將形成外債與對外擔保問題，依據中國《外匯管理條例》、《境內機構對外擔保管理辦法》及《外債統計監測暫行規定》等相關規範，須進一步獲得其國家外匯管理局之批准，故本文以下就中國對國有資產之評估與轉讓等相關問題分析之。

觀諸《關於外國投資者併購境內企業的規定》第14條之規定，外國投資者併購境內企業係以資產評估的結果作為定價依據；惟於目標企業為國有企業時，中國政府為防止外資併購造成國有資產流失或規避外匯管制措施等問題，故於《利用外資改組國有企業暫行規定》第8條規定，相關資產評估程序應按《國有資產評估管理辦法》、《國有資產評估管理若干問題的規定》為之，並以評估結果作為確定國有產權、資產價格之依據<sup>76</sup>。

就國有資產處置之決定參與，涉及中國國有資產管理制度本身的設計。《利用外資改組國有企業暫行規定》將國有資產處置之參與決策主體進一步複雜化，例如第7條之規定反而了背離市場經濟原則，蓋國有企業和國有有限責任公司皆為平等的市場主體，國家或其授權的部門機構一旦將資產投入到公司企業中，該資產即成為公司企業之財產，國家或其授權的部門機構對公司企業僅享有相應的股權權益，該條規定職工代表大會之意見性質及效力有待商榷；同條尚且規定轉讓國有企業債權者，應經過被改組國有企業產權持有人之同意，此項規定似不合邏輯，蓋所謂被改組企業國有產權持有人係指包括國有股權持有人在內的國家授權部門或國家授權投資之機構、持有國有資本之企業及其他經濟組織，亦即國有企業之債權人若欲轉讓其債權，則必須徵得作為債務人之國有企業、國有企業之股東中國有股權持股人之同意，然中國《合同法》第79條規定除根據合同性質、當事人約定或法律規定不得轉讓者外，債權人可將合同權利全部或部分轉讓於第三人；同法第80條規定，債權人轉讓權利應通知債務人，未經通知債務人不生效力，但並不

<sup>76</sup> 此外，《企業國有產權轉讓管理暫行辦法》第13條及《關於規範國有企業改制工作的意見》第1條第4款亦有規定向外商出售國有資產時必須履行國有資產評估和確認的程序。

需要徵得債務人同意。由此觀之，規範位階為部門規章之《利用外資改組國有企業暫行規定》增加較《合同法》更多關於債權轉讓限制，有違法律保留原則應予修正。

另就價格確定機制而言，目前中國國內的評估機構係以帳面價值為基礎進行評估，國有資產管理部門亦是以帳面價值進行確認，惟目前企業帳面價值已不能真實地反映資產現值<sup>77</sup>；且外國投資者看重的並非紙上帳面價值，而是該國有資產反映在市場上的實際價值，以及未來所能產生之經濟效益。在實際運作中，中方與外方關於國有資產之確認與評估差異過鉅，建議中國當局應按國際慣例儘速修改相關規定，以期使外資與中國國有企業之產權交易符合公開交易價格，並得以市場價格進行交易。

綜合觀之，中國政府對於國有資產轉讓所設之程序規定，乃係立於維護國有資產暨防止流失之考量，然其忽略目前中國資產評估機構依附於各部門而不具獨立地位，若地方政府片面追求改組績效而大力促成併購交易時，反而造成干預企業轉讓價格的失真現象；且該程序要求或可達到維護國有資產之目的，惟一旦進入市場，仍應遵循市場機制為妥，不宜因國有資產之特殊性質而加以特殊化，以免悖於市場經濟原則。

#### 第四項 外資併購非上市國有企業之程序規範分析

##### 第一款 併購前置階段

依《利用外資改組國有企業暫行規定》第6條規定，利用外資改組國有企業應符合中國產業政策之要求<sup>78</sup>，故併購前應對中國產業政策加以瞭解以節

<sup>77</sup> 參照葉軍，前揭註44，頁92。

<sup>78</sup> 參照《利用外資改組國有企業暫行規定》第6條規定：「利用外資改組國有企業應當遵循下列原則：

(一) 遵守國家法律法規，保證國家經濟安全；

選目標公司之種類及行業別。當目標公司為非上市之國有企業時，由於涉及國有產權處理等複雜之審批程序要求，故於選擇國有企業時，宜優先考慮產權關係較為明確者，以免於國有產權之界定及評估確認上發生障礙。

## 第二款 併購合同階段

雙方當事人就併購內容達成合意，並簽訂併購契約，依中國《合同法》關於合同訂立、效力、履行、變更及轉讓等規定為之。一般而言，併購企業可分為主約及附件部分，主約中就該併購交易中之重要事項加以約定，<sup>79</sup>附件

(二) 符合國家產業政策要求。企業（包括其直接或間接持股的企業）經營範圍屬於《外商投資產業指導目錄》禁止外商投資產業的，外國投資者不得參與改組；須由中方控股或相對控股的企業，改組後應當保持中方控股或相對控股地位；

(三) 有利於經濟結構調整，促進國有資本優化配置；  
(四) 注重引進先進技術和管理經驗，建立規範的公司治理結構，推動企業技術進步和產業升級；

(五) 堅持公開、公平、公正、誠實信用的原則，防止國有資產流失，不得逃廢、懸空銀行及其他債權人的債權，不得損害職工的合法權益，保護外國投資者的合法權益；

(六) 促進公平競爭，不得導致市場壟斷。」

<sup>79</sup> 參照肖太福，《企業併購法律實務》，北京：群眾出版社，頁 229-39(2005/01)。一般併購契約主要內容包括：

1. 先決條件條款。一般包括以下內容：

- (1) 併購所需要的所有行政審批。包括產業進入審批、反壟斷審批、國有資產管理部門的同意轉讓的審批和其他的行政審批。
- (2) 併購雙方股東會對併購的同意。
- (3) 買方融資過程中需要的各種審批。
- (4) 所有必要的稅務許可。
- (5) 第三方許可。比如目標企業的債權人、合作人、供應商、特許權許可方等。

2. 陳述及保證條款。一般主要包括：

- (1) 目標企業的主體的合法性。主要是保證目標企業是合法成立的，其成立檔、營業執照是真實的，其年檢手續已經合法辦理等；
- (2) 保證轉讓的股權或資產的合法性和真實性以及其對轉讓的股權或資產合法擁有的權利範圍及限制的陳述的真實性；
- (3) 保證對企業資產與負債情況的陳述的真實性；
- (4) 保證對與目標企業有關的契約關係的陳述的真實性；
- (5) 保證對勞資關係陳述的真實性；
- (6) 對目標企業投保情況的陳述的真實性；
- (7) 保證目標企業對與其有關的環境保護問題陳述的真實性；
- (8) 保證對目標企業的或然負債的陳述的真實性；
- (9) 保證對目標企業的生產經營現狀陳述的真實性；

則附上該交易周邊事項如財務審計報告、資產評估報告、職工安置方案、談判筆錄、財產清單、土地使用權轉讓協議、政府批准檔案等，以期周全。

### 第三款 審批登記階段

凡符合《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 51 條各款之規定者，應對其進行反壟斷審查，該審查順序優先於設立外商投資企業之行政審批；且依《關於外國投資者併購境內企業的規定》，按股權併購與資產併購之種類異其向工商行政管理部門之企業登記手續，值得注意<sup>80</sup>；而關於其他行政登

- 
- (10) 保證對目標企業人員情況的陳述的真實性，包括在職職工和退休職工的人數、職位設置、社會保障基金的繳納情況等；
  - (11) 保證對目標企業納稅情況和納稅的合法性的陳述的真實性；
  - (12) 保證對與目標企業有關的重大訴訟、仲裁和行政處罰等情況的陳述的真實性。
- 反之，目標企業一般會要求併購方的陳述和保證條款包括以下內容：
- (1) 併購方主體的合法性。
  - (2) 併購方併購動機的真實性和合法性。
  - (3) 保證對併購方具有目標企業所需的經營資質和技術水平的陳述的真實性。
  - (4) 保證對併購方具有良好的商業信譽和管理能力的陳述的真實性。
  - (5) 保證對併購方具有良好的財務狀況和經濟實力的陳述的真實性。
  - (6) 保證對改善目標企業治理結構和促進目標企業持續發展的能力的陳述的真實性。
- 3. 保密條款。
  - 4. 國有資產及股權之轉讓條款。
  - 5. 風險分擔條款。
  - 6. 不可抗力條款
  - 7. 職工安置條款。
  - 8. 索賠條款及提存條款。
  - 9. 過渡期安排條款。
  - 10. 支付價格/期限/方式條款。
  - 11. 爭議解決條款等。

<sup>80</sup> 依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 21 條關於外國投資者股權併購者：「外國投資者股權併購的，投資者應根據併購後所設外商投資企業的投資總額、企業類型及所從事的行業，依照設立外商投資企業的法律、行政法規和規章的規定，向具有相應審批權限的審批機關報送下列文件：

- (一) 被併購境內有限責任公司股東一致同意外國投資者股權併購的決議，或被併購境內股份有限公司同意外國投資者股權併購的股東大會決議；
- (二) 被併購境內公司依法變更設立為外商投資企業的申請書；
- (三) 併購後所設外商投資企業的合同、章程；
- (四) 外國投資者購買境內公司股東股權或認購境內公司增資的協議；
- (五) 被併購境內公司上一財務年度的財務審計報告；

記手續，依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 26 條規定，資產併購之投資者自收到批准證書之日起 30 日內，向登記管理機關申請辦理設立登記，領取外商投資企業營業執照；股權併購者，被併購境內公司應依照該規定向原登記管理機關申請變更登記，領取外商投資企業營業執照。原登記管理機關沒有登記管轄權的，應自收到申請文件之日起 10 日內轉送有管轄權的登記管理機關辦理，同時附送該境內公司的登記檔案。被併購境內公司在申請變更登記時，應提交以下文件，並對其真實性和有效性負責：

- (一) 變更登記申請書；
- (二) 外國投資者購買境內公司股東股權或認購境內公司增資的協議；
- (三) 修改後的公司章程或原章程的修正案和依法需要提交的外商

---

(六) 經公證和依法認證的投資者的身份證明文件或註冊登記證明及資信證明文件；

(七) 被併購境內公司所投資企業的情況說明；

(八) 被併購境內公司及其所投資企業的營業執照(副本)；

(九) 被併購境內公司職工安置計劃；

(十) 本規定第 13 條、第 14 條、第 15 條要求報送的文件。

併購後所設外商投資企業的經營範圍、規模、土地使用權的取得等，涉及其他相關政府部門許可的，有關的許可文件應一併報送。」

依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 23 條關於外國投資者資產併購者：「外國投資者資產併購的，投資者應根據擬設立的外商投資企業的投資總額、企業類型及所從事的行業，依照設立外商投資企業的法律、行政法規和規章的規定，向具有相應審批權限的審批機關報送下列文件：

- (一) 境內企業產權持有人或權力機構同意出售資產的決議；
- (二) 外商投資企業設立申請書；
- (三) 擬設立的外商投資企業的合同、章程；
- (四) 擬設立的外商投資企業與境內企業簽署的資產購買協議，或外國投資者與境內企業簽署的資產購買協議；
- (五) 被併購境內企業的章程、營業執照(副本)；
- (六) 被併購境內企業通知、公告債權人的證明以及債權人是否提出異議的說明；
- (七) 經公證和依法認證的投資者的身份證明文件或開業證明、有關資信證明文件；
- (八) 被併購境內企業職工安置計劃；
- (九) 本規定第 13 條、第 14 條、第 15 條要求報送的文件。

依照前款的規定購買並運營境內企業的資產，涉及其他相關政府部門許可的，有關的許可文件應一併報送。

外國投資者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的，在外商投資企業成立之前，不得以該資產開展經營活動。」

- 投資企業合同；
- (四) 外商投資企業批准證書；
- (五) 外國投資者的主體資格證明或者自然人身份證明；
- (六) 修改後的董事會名單，記載新增董事姓名、住所的文件和新增董事的任職文件；
- (七) 國家工商行政管理總局規定的其他有關文件和證件。

依該條規定，投資者自收到外商投資企業營業執照之日起 30 日內，到稅務、海關、土地管理和外匯管理等有關部門辦理登記手續。

### 第三節 外資併購外商投資企業之規範法律分析

在外商投資中國形式中，有愈來愈多的外商投資中國選擇以獨資方式進行，即便是中外合資企業，外方居控股地位之比例亦逐年增加，使得外資併購以外商投資企業為目標公司者所在多有。原則上目前外資併購中國之境內企業所適用之規範為《關於外國投資者併購境內企業的規定》，次則以目標公司及規範目的之差異另設專門領域規範。

首先對外商投資企業間之併購行為作出規範者為 1999 年發布之《關於外商投資企業合併與分立的規定》，惟當時實務上外商投資企業間之併購案例較少，且按該規定合併者，多係同一外國投資者就其投資之不同外商投資企業進行投資整合<sup>81</sup>；嗣後該規定於 2001 年由原外經貿部和國家工商行政管理總局進行修訂，規範涉及外商投資企業合併與分立之行為，根據中國《公司法》及有關外商投資企業之法律與行政法規而制定，並適用於依照中國法律在中國境內設立之中外合資經營企業、具有法人資格的中外合作經營企業、外資企業、外商投資股份有限公司之間合併或分立。

---

<sup>81</sup> 參照葉軍，前揭註 44，頁 68。

《關於外商投資企業合併與分立的規定》雖作為外商投資企業間併購行為之依據，然其意義主要凸顯於放寬外國投資者以合併方式併購中國境內企業之限制，至於外商投資企業間之併購，則被視為外商投資整合而未受特別關注，蓋相較於中國上市公司及國有企業改制問題，外商投資企業間之併購雖逐年增多，惟其並未對中國市場結構本身造成太大影響，《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 26 條第 2 款對於外商投資企業間併購之壟斷審查亦有規範，此或為《關於外國投資者併購境內企業的規定》中實際上僅就「購」而未就「併」加以規範之理由<sup>82</sup>；且《關於外商投資企業合併與分立的規定》及《關於外國投資者併購境內企業的規定》中之內容並未全屬一致，特別在關於壟斷申報及審查制度間之差異為最，蓋在《關於外商投資企業合併與分立的規定》僅於第 26 條就壟斷問題規定可由原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時，可於接到前款所述有關文件後，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，而《關於外國投資者併購境內企業的規定》則就壟斷議題設有專章，兩者規範衝突間之適用順序為何頗值探究。

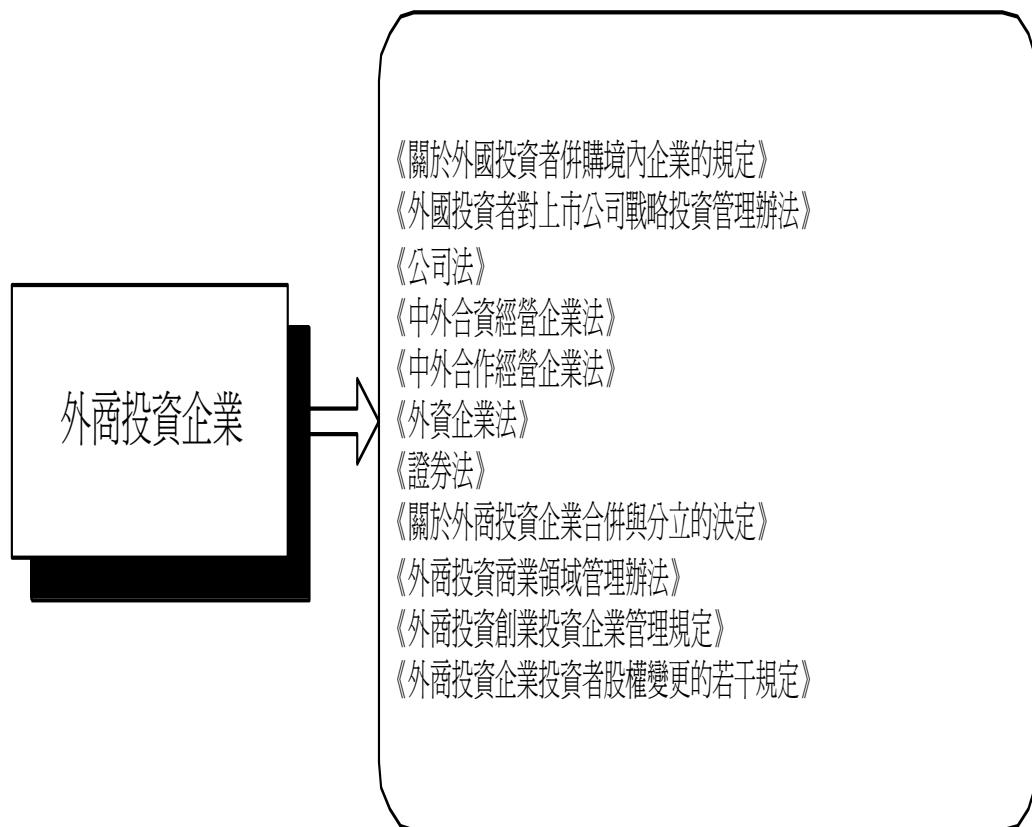


依據中國《立法法》第 83 條規定，同一機關制定之法律、行政法規、地方性法規等規章，若特別規定與一般規定不一致時，以特別規定優先適用；若新規定與舊規定不一致者，則以新規定優先適用，此為「新法優於舊法」適用原則，惟此乃限於決定同一機關所制定之規範順序，此處《關於外商投資企業合併與分立的規定》及《關於外國投資者併購境內企業的規定》並非同一機關所發布，故應依《立法法》第 86 條第 1 款規定，部門規章間、部門規章與地方政府規章間對同一事項規定不一致時，應由國務院裁決。而至此之前國務院並未就此問題表示意見，推測可能係因此二規定規範重疊甚多，

<sup>82</sup> 參照《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文件後，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 180 天。」

且 2006 年 9 月 8 日正式實施之《關於外國投資者併購境內企業的規定》係為外資併購之基本法，且被視為一項代表性的政策變革，從而本文認為國務院可能傾向依「新法優於舊法」原則優先適用《關於外國投資者併購境內企業的規定》，至其適用內容則多如前述，於此不予以贅述，僅就外資併購外商投資企業適用規範整理如下：

表 7 外資併購中國外商投資企業適用規範整理



資料來源：本研究整理

## 第四節 涉及高科技產業併購之法律分析

高科技產業涉及併購案時，與傳統產業併購最大的不同在於企業價值的認定上。在高科技產業中，財務報表上所顯示的資產總額固然值得參考，然而更重要的在於對企業營運影響重大的「無形資產」(intangible assets)之認定。因此在高科技產業中之正當調查程序(legal due diligence)更顯格外重要，為當事人瞭解併購標的無形資產品質的程序，進而促使其更正確地評估併購標的之價值，並就風險預先規劃<sup>83</sup>；特別是外資要進入中國新興科技產品市場，基於智慧財產權必須依賴法令的保護，與一般有體物權不同，必須從法令規定中確定該智慧財產權在該國受保護之範圍，尤其在國際貿易中此議題更大大影響併購智慧財產權之考量<sup>84</sup>；且科技產品競爭激烈，若待企業按部就班研究開發，則市場格局早已底定，此時外資多以專利併購進入新的產品和地理市場，自不待言。故本節將側重於企業併購中關於專利權之調查與評估議題，蓋許多科技公司多以專利資產作為市場競爭中脫穎而出之秘密武器，並以併購手段增強其專利組合，獲取專利權成為高科技產業併購之動機之一，故併購中有關專利權的調查及評價極可能成為影響交易成敗之關鍵因素<sup>85</sup>。

<sup>83</sup> 參照劉承愚，〈高科技產業併購之法律實地審查〉，收錄於《1999 全國智慧財產權研討會論文集》，頁 25-26，新竹：國立交通大學企業法律中心，1999。

<sup>84</sup> 智慧財產權之取得與保護具有屬地性，必須因地制宜，特別在中國特色的社會主義市場經濟體制下，對於智財權的保護因其社會體制及政策而有所不同。

<sup>85</sup> 對於智慧財產權之查核評估取決於時間、成本、專業人力投入、買方公司之策略目標、目標公司之核心競爭力與企業併購交易之模式等；而智慧財產權查核評估之重點即係在此範圍內完成鑑識目標公司之智慧財產權及其組合，並確定其強度與可實施性，分析其繼續使用及開發所可能衍生之潛在責任。See Catherine H. Stockell, A Primer on Due Diligence Reviews of Intellectual Property Assets, PLI Corporate Law and Practice Course Handbook Series, No. 441,

## 第一項 併購時對智慧財產權之正當調查程序

關於 Due Diligence 一詞，國內文獻有翻譯為「正當調查」<sup>86</sup>、「謹慎查核」<sup>87</sup>或「法律實地審查」<sup>88</sup>等，本文從「正當調查」作為論述，其著重在於企業併購中取得智慧財產為策略思考面向，基本上只要是與企業併購所涉及之營業、財務與法律規範有關之事項，均屬應進行正當調查評估程序之範圍<sup>89</sup>。由於 Due Diligence 之過程龐雜，買方公司往往須組成以經營管理階層、投資銀行或財務顧問、會計師、企業內部法律顧問與外部律師事務所共同組成之團隊進行，分別對於目標公司之商業、財務與法律相關事項，例如目標公司之業務狀況、資產與負債等財務狀況、合法證照、股東結構、董事會及經營階層結構、重要契約、法律訴訟、智慧財產、環保與勞工權益等事項等進行審查，並對重要之管理人員與研發人員、供應商及客戶進行訪談<sup>90</sup>。然而依其所得資訊所完成之報告，並非單純之客觀調查而已，尚須具有商業與法律判斷在內，尤其是買方公司對於智慧財產事項之策略佈局，因此 Due Diligence 且還有合理的主觀評估(assessment)在內，而將之作為一份融合商業思考與法律判斷之風險評估，以促成更有效率的併購決策<sup>91</sup>；事實上，許多商

---

<sup>86</sup> p.1122, New York: Practising Law Institute, 1999.

<sup>87</sup> 參照馮震宇，《高科技產業之法律策略與規劃》，台北：元照出版社(2003)，頁 98。

<sup>88</sup> 參照周延鵬，〈智慧資本投資保障的完整性〉，《政大智慧財產評論》第 1 卷第 1 期，頁 39(2003)。

<sup>89</sup> 參照劉承愚，前揭註 83，頁 25。

<sup>90</sup> 例如就企業所營業務所需之政府核准、公司重要財產（包括有形資產與無形資產）與設備及其設定抵押權或其他擔保權利之情形進行瞭解，俾確保企業可依法經營其業務，而無因法令或其他限制致無法繼續經營業務之情事。此外，市場分析、競爭分析、公司組織、經營業務範疇（例如產品、市場、區域與客戶等）、管理階層之品質、研發與資訊管理及企業文化等亦屬查核評估之重點，故又有稱之為「策略查核評估」（Strategic Due Diligence）。

<sup>91</sup> See Michael B. Lachuk & James R. Myers, IP Due Diligence in Business Transactions: Develop Your Plan Now, ACCA Docket 21, No. 1, pp. 44-63, Jan. 2003.

<sup>92</sup> 在傳統法律服務理念之下，法律判斷與商業判斷截然不同，而律師往往僅被要求提供法律意見。然而在現實的管理實務中，法律見解與商業判斷經常有所交集，而不易區分尤其是以智慧財產為核心所建構出的新經濟時代。律師或法律顧問與經營決策者所扮演的角色都是專以解決問題（trouble shooting）為主，然而法律體系龐雜，如果律師或法律顧問所提供之法律

業交易過程均需進行 Due Diligence，以作為價格風險與效益評估<sup>92</sup>，而相較於證券發行人、承銷商與會計師在發行有價證券時亦應進行之 Due Diligence Investigation，企業併購中所進行之 Due Diligence 非屬免責之抗辯，而為買方公司為降低不確定損失或風險所進行之程序。

企業併購內容複雜且交易動輒千萬至百億金額之現金交易或股權交換，雖於交易過程中，買賣雙方之併購公司及目標公司通常會準備相關交易資訊及查核評估報告作為價值評估之用，但由於交易當事人自行提供之資訊容易流於簡陋或隱惡揚善，為避免因此影響交易價格之決定與交易後風險之承擔及效益之展現上出現問題，因此交易當事人有自行進行查核評估之必要<sup>93</sup>。

---

意見能深入商業思考之互動，則能為經營決策者提供決策之參考。參照陳長文，《財經法律與企業經營》，台北：元照出版社，頁 63(2002)；also see Peter J. Gardner, *A Role for the Business Attorney in the Twenty-First Century: Adding Value to the Client's Enterprise in the Knowledge Economy*, *Marquette Intellectual Property Law Review*, Vol. 7, 2003. (Accessed from LexisNexis at Jan. 14, 2004.)

<sup>92</sup> 例如證券發行人、承銷商與會計師在發行有價證券時亦應進行 Due Diligence Investigation，惟此與企業併購中之 Due Diligence 不盡然相同。依據美國 1933 年證券法 (Securities Act of 1933) 之規定 (See Securities Act of 1933 §11(b)(3): “that (A) as regards any part of the registration statement not purporting to be made on the authority of an expert, and not purporting to be a copy of or extract from a report or valuation of an expert, and not purporting to be made on the authority of a public official document or statement, he had, after reasonable investigation, reasonable ground to believe and did believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were true and that there was no omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading (neglected,) ”.)，承銷商所進行之 Due Diligence Investigation，必須做到日後能證明其發行有價證券時已完成合理調查 (reasonable investigation)，始可免責。換言之，其所提供之公開說明書資訊正確、公開說明書內未遺漏任何資訊及公開說明書之內容完整無缺，使其無日後被認定有誤導性之敘述；此係因美國實務認為一般投資人 (unsophisticated securities purchaser) 並無任何機會與發行人進行談判，因此賦予發行人較高之查證與舉證責任。只要有投資人提起訴訟，主張公司之公開說明書內容有虛偽不實、隱瞞或誤導等事項時，前述相關參與發行之人即有責任證明其已盡合理調查之義務，否則即無任何足以免除責任之可能，而必須負完全之責任。See Diane W. Savage, *Intellectual Property Due Diligence in Acquisitions of Technology Companies*, Article of Cooley Godward, LLP, p. 1, Jan. 14, 1998. (Accessed from <http://library.findlaw.com/articles/00009/006381.pdf>, last visited 2006/12/26 )

<sup>93</sup> 且此係在善意併購之情形下，由雙方協商交易之過程，始可能由出賣人善意提供相關交易資訊。相對地，如為敵意併購之情形，由於目標公司不配合併購者之協商，買受人獲得相關交易資訊之機會減少，僅能從已公開之資訊進行查核評估，而無法做出詳實評估，則可能提

正當調查評估程序所費時日通常為 30 至 90 日，代表買方之企業內部法律顧問或外部律師則在此時期內就買方所須知悉之問題與需求進行審查<sup>94</sup>。實務上對於併購交易之進行，通常會有三階段之正當調查評估程序：包括初步查核、併購契約簽訂前之查核，與交易完成(closing)前之最終查核(bring-down due Diligence)；併購交易雙方在洽談過程中通常會就價格等事項進行初步談判，並簽署包括規範雙方保密義務<sup>95</sup>等基本原則事項之「意向書(letter of intent)」，以作為進行第二及第三階段之查核評估與後續併購交易契約談判之基礎。但在此之前，買方通常會就目標公司已公開之資訊，例如上市公司之公開說明書或年報，及相關專利或商標資料進行第一階段之初步查核。綜言之，可透過正當調查評估程序檢視併購目標能否與併購公司之策略結合，以確保併購交易能達其所欲達成之目標，此益突顯查核評估在併購交易過程之重要性<sup>96</sup>。

---



高交易失敗之風險。此外，併購交易之過程中，不僅買方需要審慎評估此交易之風險與價值，隨著併購交易之對價採行「股份交換」方式之增加，賣方所取得者乃係買方之股票，因此其亦需審慎評估買方公司之價值，以確定換股比例是否合理，及買方公司未來之獲利前景，因而 Due Diligence 對於賣方而言亦屬重要。

<sup>94</sup> See Sheldon Burshtein, *Intellectual Property and Technology Due Diligence in Business Transactions, Intellectual Property Assets in Mergers and Acquisitions*, p. 8.2, New York: John Wiley & Sons, Inc., 2002. 在高科技產業競爭激烈之環境下，關於 Due Diligence 所費時間通常會縮減，也因此必須承擔正當調查評估結果並未詳實之風險

<sup>95</sup> 參照劉瑞霖，〈企業跨國購併之法律規劃〉，《財經法律與企業經營》，台北：元照出版社（2002），頁 177-180；馮震宇，〈高科技產業進行購併應注意的法律問題〉，《經濟情勢暨評論季刊》，第 4 卷第 2 期（1998），頁 95。此外，意向書雖非併購交易契約本身，然其代表著交易雙方已具有相當之併購意願，因此此意向書是否具有法律上之拘束力（binding），可由雙方加以約定。不過縱使雙方同意此意向書並無拘束力，但雙方仍可僅針對重要之約款，例如保密約款、獨家協商約款等事項，特別約定其仍具有拘束力。

<sup>96</sup> 一般而言，目標公司通常會避免主併（收購）公司將「查核評估滿意約款（due diligence out）」列為雙方是否完成交易之條件。由於賣方若答應買方如經查核評估後，而仍可不完成交易，將會引發賣方客戶混淆、員工焦躁及市場誤認為賣方為買方棄之敝屣（left at the alter）的不良印象，而影響其商譽等風險。然而買方若發現賣方有非預期之潛在風險，當然亦可能因此停止交易。因此實務上之處理方式，通常要求在完成查核評估之前，不得公開宣示此項併購案之存在，僅得以秘密方式進行，一方面可避免如買方經查核評估後，認為賣方之實際狀況未如預期而停止交易所造成之不良結果，另方面對於買方而言，亦可避免過早公開此併購案，而引來過多競租者（bidder）之覬覦，而拉高交易金額。See Jacqueline A. Daunt, *Mergers & Acquisitions: A Strategy for High Technology Companies*, Article of Fenwick & West, LLP,

## 第二項 企業併購中影響智慧財產權評估範圍之因素

併購高科技產業時所進行之正當調查評估程序主要係以該企業所擁有之智慧財產權為對象，然並非所有智慧財產權對於買方公司皆有顯著影響，仍須由買方公司之觀點切入檢視其價值。以下就企業併購中影響智慧財產權評估範圍之因素分析之。

### 第一款 買方公司之策略目標

買方公司進行併購案之策略目標將直接影響智慧財產查核評估之重點。其策略目標可能十分單純，例如僅係為取得目標公司之商標組合(trademark portfolio)以進入新市場，並與自有市場相區隔；其策略目標亦可能極為複雜，例如研發密集(R&D-intensive)之買方公司係以取得智慧財產為其動態策略，以達到特定技術領域之領先地位，則其併購活動之策略目標則可能包括授權、內部研發成果、合資(joint venture)契約與分包(subcontracting)契約之取得等<sup>97</sup>。

則智慧財產權評估之範圍則隨買方之主要目的策略不同而異。若買方之主要目的係為取得該目標公司之重要技術，則其正當調查程序應集中於與該重要技術有關之重點事項，例如該重要技術之權利是否全然歸屬於目標公司所有；抑或為負有義務之權利(encumbered IP)或仍須第三人之授權始得完整行使利用者，又目標公司是否已就此等重要技術採取適當措施使其獲得完善保障，且該技術能否與買方公司之策略目標相契合…等問題<sup>98</sup>；若買方之主

---

<sup>97</sup> April, 2003. (Accessed from FindLaw.com at 2006/12/26.)

<sup>97</sup> See L. M. Brownlee, Intellectual Property Due Diligence in Corporate Transactions, p. 2-5, Eagan: West Group, 2002.

<sup>98</sup> See Judith L. Church, Resolving Intellectual Property Issues in Mergers and Acquisitions, PLI Patent, Copyrights, Trademarks and Literary Property Course Handbook Series, No. 559, p. 138, New York: Practising Law Institute, 1999.

要目的策略為「取得現有產品商標以拓展现有產品線與市場佔有率或進入新市場」時，其智慧財產權之正當調查程序之重點將置於目標公司是否已適當保護其商標相關權利；若買方公司進行併購之目的僅為「增加營收」，則其查核評估之重點在於財務報表與營業狀況，以判斷是否能為併購後公司產生市場綜效，此時相關智慧財產之正當調查評估程序則顯得較不重要。由此觀之，智慧財產之正當調查評估程序或寬或狹則依買方公司之策略目標而異。

## 第二款 目標公司之核心競爭力

目標公司之核心競爭力亦將影響買方公司進行智慧財產權正當調查評估範圍。目標公司為高科技公司時，則該公司最重要之部分應為其擁有之「專利組合」(patent portfolio)，因此買方進行智慧財產權正當調查評估程序時，應特別著重於專利權事項之查核，包括現有專利之強度、申請中專利獲准之可能性，及專利獨立運用而毋須獲得第三人授權之能力等；設若目標公司係以內容或資訊為主之公司，則該公司最具價值之部分應為「資料庫」(database)。因此買方進行智慧財產查核評估時，應特別著重於資料庫之查核，例如內容或資訊之來源（尤其是該資訊是否屬於第三人所有，而其取得之過程是否有侵權之虞）、對於內容或資訊之控制，及目標公司對於存在於其資料庫中之內容或資訊應如何採取必要之保護措施等問題；而設若目標公司為擁有高度市場鑑別性(substantial market recognition)之產品品牌所有人，則該公司最重要核心價值應為其「商標組合」，故買方進行智慧財產權正當調查評估程序時，應特別著重於商標權事項之查核，如賣方是否已在國內或國外註冊其商標、其所取得之商標權利範圍為何、及其商標是否可能侵害第三人之商標權等事項。

## 第三款 企業併購之交易模式

企業併購所採取交易模式之差異，主要影響資源控制與義務承受風險之

範圍，因此買方所進行智慧財產權正當調查評估程序之範圍理應隨之調整<sup>99</sup>。設若雙方採取之併購模式為「資產收購」時，由於買方可透過選擇其所欲收購之特定資產，某種程度得此以避免採取法定合併所可能產生之「概括承受」對方隱藏性債務之潛在風險，因此則可減低正當調查評估之深入程度，而僅就該特定資產進行查核評估。而買方此時進行智慧財產查正當調查評估程序時應確定該資產上所存在與第三人之契約關係是否因此項交易而終止或有不利於買方之結果<sup>100</sup>。

而採取「股權收購」之併購交易模式時，雖係透過收購股份取得目標公司之經營權或控制權，而收購公司與目標公司之資產負債仍屬分別獨立，與合併後消滅公司之資產負債併入存續公司或新設公司，或消滅公司之權利義務由存續公司或新設公司概括承受有別，惟收購方公司仍有承擔賣方目標公司法律義務之風險，因而此時買方更應廣泛深入地查核評估其股權價值<sup>101</sup>；而若採取「雙方合併」之交易模式時，原則上由買方概括承受目標公司之權利義務，亦有承擔賣方目標公司法律義務之風險，此時亦凸顯出正當調查評估查核程序之重要性；惟於採取三角合併之模式下，透過對於法人主體區隔之制度設計，母、子公司各自承擔其經營上之風險，並區隔不當併購所須概括承受目標公司不良債務及資產之財務風險，因而得形成防火牆以隔絕合併目標公司後對母公司所可能帶來之直接不利後果。則此時所進行之正當調查評估查核程序即毋須如其他法定合併模式般深入，以節省成本，且在採取反向三角併購模式之情形，原則上亦可規避目標公司的諸多契約中約定不得轉讓約款之限制。

<sup>99</sup> See Melvin Simensky & William M. Heberer, *Intellectual Property, Due Diligence, and Security Interest Issues in Mergers and Acquisitions, Intellectual Property Assets in Mergers and Acquisitions*, p. 9.4, New York: John Wiley & Sons, Inc., 2002.

<sup>100</sup> *Supra* Note 94, p.8.4. 此外，以資產收購模式進行交易最重要者，乃應立即紀錄或登記該專利權、著作權或商標權之讓與，以避免目標公司一物二賣，而有善意（*bona fide*）第三人嗣後對該專利權、著作權或商標權主張其已自目標公司取得正當權利之情事發生。*Supra* Note 92, Diane W. Savage, p. 4.

<sup>101</sup> 然而其優點則係因收購公司與目標公司之資產負債係分別獨立，且法人人格各自獨立，故可規避標公司的諸多契約（尤其是授權契約）中所約定不得轉讓之限制，惟其前提須目標公司之法人人格在契約存續期間內仍繼續存在。

### 第三項 企業併購中專利調查與評估

#### 第一款 有關專利權之調查(Patent Audit)

企業併購交易過程中，併購方調查專利權之主要目的乃係為判斷專利權是否合法取得、專利權與第三方之專利權是否存有利益衝突之情形<sup>102</sup>、專利權之技術來源為何，以及是否擁有完整資料證明該技術所有權屬於目標公司所有等情事。

##### (一) 關於專利所有權之正當調查評估程序

查核專利權之主要問題在於透過有關所有權之取得、轉移等書面資料之檢查與核實，確保相關技術成果所有權之歸屬於目標公司所有，查核內容包括：

- (1) 專利清單，包括填報日期、 授予日期、申請或授予的國家以及權利範圍等內容；
- (2) 專利申請文件及相關文件，如專利申請權之轉讓文件；
- (3) 國家專利主管部門做出的申請到授權整個過程中的其他檔，如專利審查記錄；
- (4) 授權專利之費用維持紀錄；
- (5) 專利權轉讓、許可、交叉許可等資料檔案；
- (6) 作為原告或被告等懸而未決之專利侵權訴訟文件等。

---

<sup>102</sup> 而其中目標公司與第三方之利益衝突又可包含與內部員工之利益衝突及與外部第三方之利益衝突。

## (二) 專利有效性評價

專利權的地域性表明一項專利是否有效和所在國家的專利法有關。對於發明專利來講，雖然各國專利法的主要規定基本相同，但同樣的專利技術在一國有效，在他國則可能不被授權或者被宣告無效；評估專利有效與否，依中國《專利法》端視專利的實用性、新穎性和創造性。在具備實用性的前提下，通過與現有技術相對比，判斷技術方案是否具有新穎性<sup>103</sup>。

專利有效性之判斷與申請人查核專利相關文件徹底與否息息相關。遞交給專利機關審核的文件愈徹底，專利基礎則愈紮實，專利有效性愈高；反之則否。因此，查閱專利的相關對比文獻對判斷專利的有效性相當重要，同時亦為專利價格談判的重要籌碼<sup>104</sup>。

## (三) 專利保護範圍評價

發明專利保護範圍的寬窄取決於權利說明書及其是否得到說明書披露細節的支援；除了權利說明書，專利審查過程中的相關答辯內容也是調查重點之一。權利說明書範圍過窄，則不能有效阻止競爭對手進入專利技術涉及的市場。審查權利說明書的目的之一即是視其能否覆蓋所有產品並阻止競爭對手進入該技術領域。而專利律師和對該專利技術領域有相當知識的技術顧問應對以下問題進行分析：其產品或業務是否由其專利組合或未授權的專利申請所保護、專利是否能被其他公司輕易“繞過”、競爭對手是否可滲入公司的市場、搶走公司的客戶而又不侵犯公

<sup>103</sup> 中國以申請日作為判斷新穎性的時間標準，並遵循單獨對比原則。第一種情況是目標方專利的每一項權利要求中所記載的所有技術特徵都已經在一份現有技術中被公開，則該專利不具有新穎性，即使該專利現在處於有效狀態，該專利遲早能被無效掉，當然實際很少出現這種情況。第二種情況是有一個以上（包括一個）的技術特徵沒有被公開，現有技術覆蓋其部分權利要求；這種情況下認為該專利沒有喪失新穎性。最後，判斷專利的創造性，可以將多份對比檔中不同的技術內容組合在一起來判斷該專利是否有創造性。

<sup>104</sup> 併購方可引述文獻用以破壞專利新穎性，向目標公司指出其專利有被宣告無效的風險，以此獲得談判籌碼來壓低併購價格。

司的專利等，而後就目標公司專利組合之保護範圍得出結論，並出具法律意見書。

## 第二款 專利權之價值評估

專利技術的價值主要以未來經濟收益為評估基礎，而所謂未來經濟收益是指因使用或轉讓專利權而產生的期望收益，且專利的價值變動非常大，即使同樣的專利技術，權利說明書中的不同寫作表達方法，其所覆蓋的保護範圍可能會有很大的不同，專利的實質價值也會相差很大；且專利組合、專利權之間的相互關係以及專利權交叉許可協議亦增加專利評估的難度<sup>105</sup>。然而透過企業併購獲取專利權，特別是收購某些以專利權為其主要價值的中小型技術企業，是更完善和發展企業技術戰略的一種重要途徑，而併購過程中專利權的調查與價值評估則尤顯重要，對於企業收購策略的成敗有至關重要的意義。



---

<sup>105</sup> 謝建平、江文、徐建平等，〈公司併購應注意的幾個專利問題〉，《研究與發展管理》，2002年第2期，頁58。

## 第五章 外資併購中國企業之反壟斷規制

對中國加入WTO以來，外資併購成為外國投資者進入中國市場的主要方式之一，短短幾年，包括銀行、保險、電信、物流、零售、機械製造、能源、醫藥、食品等行業皆可見重大外資併購案之發生。據統計在中國已開放產業中，排名前五名的企業幾乎都由外資控制；28個主要產業中，外資在21個產業中擁有多數資產控制權<sup>1</sup>，外資透過併購模式進入中國市場並形成控制或壟斷地位的問題日益增加，對外資併購反壟斷規制的問題開始引起中國政府的高度重視，2006年9月8日起正式施行之《關於外國投資者併購境內企業的規定》正是基於此背景下所發布，然而就如該《規定》之發布據傳係由「凱雷併購徐工案」所引發之角度觀察，自該併購案發生以來亟欲規範壟斷問題，由於制定時間倉促反而導致立法粗疏的現象。該《規定》於外資併購的壟斷審查主要係針對外國投資者併購中國境內企業行為是否涉嫌壟斷的審查，主要包含外資併購反壟斷申報制度及聽證制度，側重於併購行為是否導致壟斷，與前述是否允許成立外商投資企業側重角度不同，故壟斷審查幾乎成為變更設立外商投資企業的前提要件，在凱雷併購徐工案中，壟斷審查的結果亦將左右商務部批准與否的關鍵因素之一，在凸顯中國反壟斷規制對外商投資中國的影響甚鉅。不過為了有效瞭解中國對外資併購的反壟斷規制，本文有必要就《關於外國投資者併購境內企業的規定》中有關反壟斷規範部分分析，並配合正在審議中的《反壟斷法(草案)》<sup>2</sup>，明確中國對外資併購反壟斷的經濟合理限度之標準，以及細化反壟斷豁免規定，詳如下述。

中國外資併購法律規範中並無反壟斷的明確概念，其目前相關法律規範中涉及反壟斷具體措施之內容，係參考歐美國家等作法，包含外資併購中的

<sup>1</sup> 中華工商時報：《外資已控制開放產業排頭兵，外資政策要因時而變》，available at <http://finance.sina.com.cn/review/20060906/02082887267.shtml> (last visited 2007/2/12)。

<sup>2</sup> 外資併購引起國家經濟安全疑慮，有論者欲透過《反壟斷法》的制定牽制外資在中國以壟斷為目的的掠奪式併購，故外資併購之議題引發《反壟斷法》頒布與否的爭議。參照黃俊峰，〈外資併購引發擔憂《反壟斷法》出臺與否存在爭議〉，《中國石油和化工》，頁 26-27；〈外資併購超過 20% 即涉嫌壟斷〉，《China Computer Users》，2006/08/14，第 31 期，頁 10。

反壟斷報告制度、外資併購中的反壟斷審查制度、外資併購壟斷行為禁止與排除措施、外資併購中的反壟斷適用除外制度及反壟斷之域外效力等面向。

在市場經濟體制下，政府重要任務之一即是按照市場競爭法則規範管理市場主體的經營活動，建立有效競爭的市場秩序，而實施反壟斷制度即為政府管理經濟手段之一。目前中國因應經濟體制改革必要正加快腳步制訂《反壟斷法》，提高反壟斷議題的立法層級與滯後現象，其中便包含全面的反壟斷審查制度<sup>3</sup>。因此，如何監管外資併購中國企業中之壟斷行為，防止跨國併購導致產業過度集中、排除或限制競爭等問題而損害消費者權益，成為中國外資管理體制下亟需解決之重要問題。

本文認為，外資併購反壟斷法律措施主要意義在於其事前預防性質，故主要著重於外資併購之反壟斷報告及審查制度，透過反壟斷申報情形及內容，及壟斷審查方式與決定之內容，防止外資併購產生壟斷的負面效應，進行事前之預防控制，故反壟斷報告及審查制度將構成外資併購反壟斷法律規制之核心部分。



## 第一節 外資併購中壟斷審查機制之立法動因

從中國關於反壟斷規範的立法沿革觀之，繼《關於外商投資企業合併與分立的規定》之後，《外國投資者併購境內企業暫行規定》發布以來，掀起各界對於反壟斷申報審查機制褒貶不一之看法，配合轟動一時的「凱雷併購徐工案」，完善外資併購反壟斷之申報審查機制已呈不可遏抑之勢。面對蓬勃的

<sup>3</sup> 由於凱雷集團併購徐工集團股權案所引起的波瀾，商務部對外資併購重點與大型企業項目可能引起國家經濟安全問題的高度重視，將依《關於外國投資者併購境內企業的規定》實施嚴格的反壟斷審查。然而反壟斷審查之依據卻暴露出中國法律制度之缺失。中國對待外資之態度隨著時間與事件而異，中國政法大學教授時建中表示，凱雷集團併購徐工集團股權案若是早幾年發生，非但沒有反壟斷的爭議，甚至還可能被當成引進外資成功案例大肆宣揚。由此可見中國大陸對於外資態度仍是理性不足，而根源亦在於法律滯後及制度缺失上。

外資併購案，大型企業間之併購是否將導致限制競爭之後果？中國在何種考量下該制訂《反壟斷法》以規制企業併購？事實上，反壟斷規制並非為了壓抑併購活動，而是為了減低併購所帶來的負面效果，就併購與反壟斷之關係，主要歸納如下<sup>4</sup>：

1. 併購造成市場集中。
2. 併購將消除潛在競爭。
3. 併購增加了進入市場的障礙。

中國正處於市場經濟之發展階段，而反壟斷立法則屬完善市場經濟法律體系之重要部分之一，目前《反壟斷法》涉及「行政壟斷」與「外資壟斷」兩部分最為艱鉅。市場經濟是競爭的經濟，在市場競爭中資本以謀求利潤最大化為目的，漸而導致生產集中，而生產之集中除仰賴企業內部增長外，尚源於企業外部之擴張；此於規模經濟之達成固有其效益，惟其弊亦在於過份的生產集中將導致壟斷，若企業濫用其壟斷地位操縱市場和商品價格，影響技術進步並損害正常市場競爭秩序及消費者權益時，甚而危急國家產業經濟安全時，不得不對此加以規制，世界各國概莫能外。

## 第二節 外資併購中國企業反壟斷法律制度之具體設計

### 第一項 關於「壟斷」之法律意涵

在中國外資併購規範領域中，應就壟斷行為作出明確定義之規制，賦予壟斷行為明確的法律意涵，實為完善中國外資併購反壟斷法制之前提基礎。中國目前現有包括《反不當競爭法》及新發布《關於外國投資者併購境內企業的規定》中皆無關於「壟斷」的明確法律意涵。揆諸《反壟斷法(草案)》

<sup>4</sup> 參照鄧江凌，〈我國企業併購反壟斷立法的基本出發點考量〉，《學術探索》，2005年第5期，頁65-68；慕亞平、吳四季，〈探析我國外資併購中的反壟斷規制---兼評《外商投資企業併購境內企業暫行規定》中的反壟斷規則〉，《學術研究》，2005年第8期，頁61-66。

第 3 條以概括列舉方式對壟斷行為作出定義，本文就中國對於外資併購所為之反壟斷規制，即以該草案之定義為論述依據，合先敘明<sup>5</sup>。

## 第二項 外資併購反壟斷申報審查制度

### 第一款 外資併購反壟斷申報審查機關

關於外資併購反壟斷議題，首先應確定其壟斷審查機關，亦即審查權誰屬的問題。中國在市場經濟尚未全然自由化的情形下，並未將其國內併購與外資併購的反壟斷審查統一交由國家反壟斷主管機關負責，且目前《反壟斷法》尚未正式頒佈，並無統一機關，而是適用不同的審查制度，導致審查主管機關有別，亦即中國國內企業併購反壟斷審查以反壟斷主管機關為主，例如《反壟斷法》草案中之反壟斷執法機構為國務院反壟斷委員會，或在《反壟斷法》正式頒布前，依照《關於外國投資者併購境內企業的規定》之壟斷審查機關為國家工商行政管理總局與商務部；而對外資併購反壟斷審查則由外資主管機關商務部與反壟斷主管機關國家工商行政管理總局共同審查的「聯合審查制度」，另且若該外資併購案涉及國有企業，則必然尚須聽取國有資產管理部門的意見，若外資受讓大綜股權等涉及上市公司時，則中國證監會及其他授權的地方證券管理部門亦將出具意見，在中國這般行政權色彩濃厚的國家中自不待言。依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 51 條及第 53 條規定，外國投資者併購境內企業有該條所列情形之一者，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送併購方案<sup>6</sup>，由此可知接受壟

<sup>5</sup> 《中華人民共和國反壟斷法(草案)》第 3 條：「本法規定的壟斷行為包括：

- (一) 經營者達成壟斷協議；
- (二) 經營者濫用市場支配地位；
- (三) 具有或可能具有排除、限制競爭效果的經營者集中。」

<sup>6</sup> 參照《關於外國投資者併購境內企業的規定》，

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；

斷申報並進行審查之機關為商務部及國家工商行政管理總局。惟有疑問者在於依該條規定申報義務人究否應向兩機關同時申報？抑或僅向其中之一機關申報即可，在聯合審查中，商務部及國家工商行政管理總局如何分工？兩者負責的審查內容是否相同，審查權是否平行？若為平行，則兩部門決定發生衝突時的協調機制又為何；若非平行，由何部門居主導地位並能在該併購環節上作出有效裁決。又若分別向兩機關申報時，應以何者作為審查期限起算點？此外，無論由何部門主導該審查，在缺乏一個完善的司法審查體系下，行政力量過於集中時，併購案雙方當事人如何就該行政處分尋求司法救濟，則為另一立法闕漏。關於這類問題可能在具體的審查過程中發生爭執，從而在實踐過程中引發許多問題，更顯見此部分立法之粗疏。

就中國目前《反壟斷法》草案中現有規定之解讀，將會成立最高的反壟斷委員會作為反壟斷政策的制定機關，下一級的反壟斷諮詢機關則是由中國國家發展和改革委員會、工商行政管理總局及商務部分別執行。對照中國關於反壟斷的立法動向，本文認為結合《關於外國投資者併購境內企業的規定》中之「聯合審查制度」，應作如下理解。首先，是關於反壟斷審查機關審查權

- 
- (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。」

第 53 條：「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。」

在 2006/09/08《關於外國投資者併購境內企業的規定》實施前，則依《外國投資者併購境內企業暫行規定》第 19 條，併予指明。

的釐清，在受理權限方面，應於《關於外國投資者併購境內企業的規定》中以立法解釋等方法指定其中之一機關作為受理申報之受理機關，並以向該單一受理機關申報時間為主，實行「一站式」(one stop)的審批程序，以減輕行政成本及投資者之負擔；並依照行政職能區別，國家工商行政管理總局的工作應集中在審查外資併購是否產生控制或壟斷市場方面，而商務部主要負責外資准入的相關問題，兩部門在外資併購反壟斷執法工作方面應係各有分工的平行單位，彼此處於諮詢與協商關係。然而，關於聯合審查的最後決定權歸屬上，本文認為應屬於商務部，至少不應由兩機關平等分權，否則勢將出現無所適從的行政推諉現象。另外，商務部在各行業別之下，可設置獨立的反壟斷委員會，發揮對於外資併購的諮詢與監督前導作用，若當事人對於商務部之處分不服，可上訴至反壟斷委員會或依法提起行政訴訟。最後，外資併購不免涉及中國其他如國資委、證監會、外匯管理局等行政部門之業務，商務部應主導建立一跨部門的磋商機制，以便外資併購遵循。

## 第二款 外資併購反壟斷申報之審查程序

《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 52 條就外資併購境內企業反壟斷審查範圍、標準、步驟及時限均予規定<sup>7</sup>。可見就外資併購反壟斷審查制度言，中國目前採取之主要審查方式如下：

### 一、兩階段審查

#### (一) 初步審查

初步審查以書面非公開審查為主要形式，商務部和國家工商行政管理總局按照初步審查標準決定是否啟動下一步的聽證程序，又所謂的「初

<sup>7</sup> 參照《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 52 條：「外國投資者併購境內企業涉及本規定第 51 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文件之日起 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。」

步審查標準」按照法條文意為「可能造成過度集中，妨害正當競爭、損害消費者利益」，條文中並未對上述標準作出量化解釋，在具體審查過程中取決於審查機關主觀判斷，而判斷的參數為《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 51 條及第 53 條所列，分別為境內併購與境外併購判斷反壟斷的經濟合理限度之標準。所謂對外資併購的經濟合理限度之標準，即是以規模標準、市場份額及市場集中度等參數來判斷外資併購後有無形成壟斷或實質上限制競爭的疑慮，並以此確定該外資併購案是否具備經濟合理性。目前各國反壟斷立法主要皆以考量絕對規模、市場份額及市場集中度為要素，而《關於外國投資者併購境內企業的規定》所設定的標準則主要考慮了絕對規模及市場份額兩種因素，主要係因企業的市場份額得以顯現企業的經濟實力以及在市場上的競爭力，並且隨著市場份額的提高，同時意味著其濫用市場優勢的可能性亦相應增加，因此《關於外國投資者併購境內企業的規定》以市場份額用以衡量外資併購的經濟合理限度具有很強的現實意義，然而關於以絕對規模作為禁止併購的實質性標準亦有諸多不妥之處，詳如後述。初步審查僅對申報人提交之反壟斷報告進行審查，即使對符合初步審查標準者，尚須斟酌是否有審查豁免的情形，而得以直接終結審查程序，作出同意併購之決定。

## (二) 聽證審查

聽證程序則以公開審查及綜合審查為特點。中國商務部和國家工商行政總局對符合初步審查標準者，應啟動聽證程序，以確定該併購是否最終存在過度集中，妨害正當競爭、損害消費者利益之情形。該聽證會可由商務部和國家工商行政管理總局共同召集或經協商由商務部和國家工商行政管理總局一方單獨召集有關部門、機構、企業以及其他利害關係人參與。

## 二、審查期限

審查期限為自審查機關收受報送之全部文件日起算 90 天，若申報義務人

文件不齊者，審查機關應對其提出補充申報之要求<sup>8</sup>，條文中未規定該審查期限可否延長，故本文認為若在該期限屆至後，審查機關未作出最終審查決定者，本文認為應推定審查機關同意該併購，以免因程序延宕併購商機。

### 三、審查決定

一般而言審查結果有兩種結論：一係依法批准併購，另係依法不批准。但在實踐上有第三種可能，例如在「凱雷併購徐工案」中，依凱雷集團與徐工集團簽訂之《股權買賣及股本認購協議》之修訂協議及《合資合同》之修訂協議，凱雷擬以 12.17 億元收購徐工機械 40.32% 股權，增資後將擁有徐工 50% 股權，取消原「對賭」協議，外傳此係商務部對原併購方案之“修改建議”，而使該併購提高獲批可能性，然凱雷與徐工於 2005/10/25 簽訂之協議有效期限設定為一年，商務部未能在 2006/10/25 日前正式批覆，該協議將自動失效<sup>9</sup>。本文認為審查決定在併購過程中扮演的角色僅是一開始的把關，在此案中 50% 對 50% 的股權調整即使獲批，日後在凱雷入股徐工後的經營權運作上，仍可透過內部股權結構調整、增資擴股等方法達其絕對控股的目的，而眼下對《股權買賣及股本認購協議》及《合資合同》作出修訂調整的作法，不過是外資凱雷的策略性操作，甚而「50 對 50」或將成為今後競爭性行業龍頭企業對外合資的底線。

另外，併購當事人與利害關係人得否對申報受理機關之審批決定提起復議或向人民法院提起行政訴訟，《關於外國投資者併購境內企業的規定》對此並未明文。依目前中國行政訴訟受理情形觀之，法院應受理因相對人不服該性質上為行政處分之審查決定而提起的行政訴訟。

<sup>8</sup> 惟補充申報亦非漫無限制，原則上審查機關不得多次提出補充申報之要求，應對欠缺文件一次提出，但若係申報人補充之文件不符合條件要求而重新補提者不在此限。參照葉軍，《外資併購中國企業的法律分析》，中國：法律出版社，頁 350。

<sup>9</sup> 參照劉洪彬，〈併購徐工命懸一線，凱雷期待轉機〉，《國際商報》，2006/10/12，第 10 版；何軍，〈徐工董事長披露凱雷降低收購比例內幕〉，《上海證券報》，2006/10/26，第 A4 版。

### 第三項 外資併購壟斷行為禁止與排除制度

從嚴格的法條文意上觀之，《關於外國投資者併購境內企業的規定》並未對外資併購壟斷行為禁止與排除制度作出具體規定，但依據該規定第 52 條，中國商務部及國家工商行政管理總局有權決定對該外資併購交易是否予以批准。亦即，若經法定審查程序，一宗外資併購交易未獲批准，則可從程序上初步推定該交易可能涉嫌壟斷而被禁止或排除；反之，對已批准的併購交易事後發現壟斷效應或有壟斷之虞者，則進而對其進行事後規制或採取其他補救措施。惟總體而言，《關於外國投資者併購境內企業的規定》並無就此作出規範。

### 第四項 外資併購反壟斷豁免制度



任何事物皆有一體兩面，壟斷對於經濟發展並非全屬負面，因此無論在壟斷理論探討或實定法規定中皆有壟斷豁免之內容，昔《外國投資者併購境內企業的暫行規定》中亦以專門條款規範外資併購壟斷審查豁免制度，新近《關於外國投資者併購境內企業的規定》亦同。所謂的壟斷審查豁免，即係允許併購當事人以其併購存在法律規定之原因或其他合理的理由，而向壟斷審查機關提出免除審查的原因以免被禁止併購的不利後果。

壟斷審查豁免的法定理由規定在《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 54 條，符合該條所列條件之併購，可向商務部和國家工商行政管理總局申請審查豁免<sup>10</sup>。適用除外的反壟斷豁免係屬反壟斷法中之重要制度，其目的

<sup>10</sup> 參照《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 54 條：「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：

- (一) 可以改善市場公平競爭條件的；
- (二) 重組虧損企業並保障就業的；
- (三) 引進先進技術和管理人才並能提高企業國際競爭力的；
- (四) 可以改善環境的。」

在於賦予審查機關就審查標準較為靈活彈性的審查空間，避免對併購投資一刀兩面地切割<sup>11</sup>，惟關於反壟斷豁免須向審查機關提交豁免申請並經批准後方能主張。

壟斷審查豁免事由除符合《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 54 條所列四種情形外，豁免與否之判斷尚可依據其他事由而定，蓋此與一國經濟發展緊密相連，又中國地域廣闊，各地市場發展未必平衡，同一外國投資者在不同時間不同地點進行類似之併購活動，可能得出完全不同的豁免審查結論，此亦係壟斷豁免事由無法精確量化之主因。而雖然《關於外國投資者併購境內企業的規定》已考慮到反壟斷豁免問題，但依該規定內容觀之，仍有許多立法細化空間，具體而言可依「改善市場競爭條件」、「潛在的市場進入」、「整體經濟和社會公共利益」等豁免條件而展開相關評論，詳見關於外資併購反壟斷豁免制度之分析檢討。



## 第五項 外資併購反壟斷域外效力

### 第一款 境外公司併購涉嫌壟斷申報審查制度之依據

外資併購的壟斷申報及審查制度係針對維護境內市場競爭秩序而設，因此對於任何造成境內市場過度集中、妨害境內市場正當競爭、損害境內消費者利益之情形，皆應對其規範，其中包含位於本國領土以外的外國企業在境外實施併購活動，對本國相應的市場內之競爭產生負面影響時，在某種程度內本國之反壟斷法可適用時該外國企業在域外併購行為之國家管轄權問題<sup>12</sup>。中國政府鑑於在境外發生的併購行為可能對中國市場造成不利影響，遂借

<sup>11</sup> 壟斷豁免賦予審查機關較大的自由裁量權，就壟斷審查豁免的法定事由，由併購當事人結合自身併購活動之具體情形，向審查機關說明之。至於併購究否存有豁免事由則有待審查機關自由裁量，法律並無就此設立量化標準。

<sup>12</sup> 例如在中國境內皆有直接投資的兩家外國投資者在境外合併完成之後，向中國政府申請該兩家外國投資者在境內的子公司合併，設若該兩家外國投資者在中國投資之企業已佔中國市

鑒先進國家之立法例，在《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 53 條則為境外併購壟斷申報審查制度提供法理依據<sup>13</sup>。

## 第二款 法定應申報之境外併購

依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 53 條所列五種情形要求境外併購當事人有義務向中國主管機關報送併購方案，本文就該法定申報情形分析如下：

### (一) 境外併購一方當事人在中國境內擁有資產 30 億元人民幣以上

若外國投資者對中國的直接投資已達 30 億元人民幣以上，說明該境

---

場一定份額，則對之批准可能害於中國國內市場競爭秩序，故此亦應於反壟斷規範之列。參照王為農，《企業集中規制基本法理—美國、日本及歐盟的反壟斷法比較研究》，北京：法律出版社，頁 247(2001)。

<sup>13</sup> 參照王曉曄，《競爭法研究》，北京：中國法制出版社，1999 年 10 月第一版，頁 382。例如：美國於一九七六年生效的 The Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvement Act 中規定，若一外國企業在美國擁有超過一千五百萬美元的資產，或其銷售額超過二千五百萬美元，則該企業在美國境外所發生的外國企業間的併購，收購方必須事前向聯邦貿易委員會或司法部申報批准，如果聯邦貿易委員會或司法部最終裁定該項併購違反了反壟斷方面的法規，可向聯邦法院申請禁止令以禁止該項併購。這項規定即確立了美國反壟斷法域外適用的效果原則（effects doctrine），為母國和東道國監管跨國公司併購活動提供了法理依據，使得主權國家不但可以根據屬地和屬人管轄原則對跨國公司併購活動進行管理和監督，亦可根據效果原則（實際上係以效果為基礎的屬地管轄）對其行為進行監管。

《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 53 條：「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。」

在 2006/09/08《關於外國投資者併購境內企業的規定》實施前，則依《外國投資者併購境內企業暫行規定》第 21 條，併予指明。

外公司已在中國擁有相當市場份額，此時該境外公司進行境外併購可能繼續擴大其境內市場份額，從而可能壟斷市場；同時因此減少對中國市場潛在投資者，妨礙外國投資者在諸國投資的多樣化。

(二) 境外併購一方當事人當年在中國市場的營業額 15 億元人民幣以上

考量理由同上述，雖併購各方當事人住所未設於中國境內，在中國境內亦未擁有任何資產，但只要有一方當事人當年在中國市場之營業額達 15 億元人民幣以上者，即應向中國壟斷審查主管機關申報。

(三) 境外併購一方當事人及與其關聯企業在中國市場占有率已達 20%

由於市場本身之複雜性及中國市場發展的不平衡，可能導致前述以資產及營業額為標準的申報條件失其效用，本項由市場佔有率的概念切入，統計主體包含境外併購一方當事人及其關聯企業。

(四) 境外併購一方當事人及與其關聯企業在中國的市場占有率達 25%

前述(三)係對境外併購之前的併購一方當事人及其關聯企業在中國市場佔有率之控制，本項則係對擬發生的併購在發生之後於中國市場佔有率之控制。境外併購一方當事人及其關聯企業在中國市場的佔有率可以在一定程度上表徵對中國市場的影響程度，但由於併購可能導致該方當事人在中國市佔率進一步提高，尤其是有些境外併購任一方當事人及其關聯企業在中國市佔率未達(三)的 20% 標準，卻在合併後佔有廣大市場，故有必要就此加以申報。本項被統計之一方應為併購後存續公司及其關聯企業，由於該境外併購尚未發生，可以境外併購各方及其關聯企業在中國市佔率之和為計算標準。

(五) 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

本項針對中國市場發展不甚平衡的現象，從外國投資者在境內已投資企業之數量角度出發。所謂直接參股係指該併購當事人直接擁有境內公司的股權或份額；間接參股則係指與該併購當事人具有實質控制權之公司擁有境內公司的股權或份額而言。

至於境外併購當事人及與其有實質控制權之公司持有的境內公司股權比例為何方可計算在上述 15 家範圍內，本條並未指明。本文認為處理上可區分：一、只有具備實質控制權者才可計算至 15 家之範圍內，以及二、不管持股比例皆計入，而允許以直接參股或間接參股的境內企業以持股過低為由提出審查豁免，此問題仍留待中國政府實踐上如何處理為斷。

### 第三節 關於完善中國外資併購反壟斷制度

#### 第一項 關於立法層面之分析

##### 第一款 提高反壟斷制度之立法位階

隨著外資併購中國境內企業之發展，外國投資者無論在資金規模、管理技術等成熟經驗均勝於內資企業，挾帶前述「超國民待遇」之優勢，使得外國投資者易在某種行業或某類市場上形成壟斷地位，已如前述；一直以來中國各界對此亦有警惕，建立反壟斷制度以限制外資，《關於外商投資企業合併與分立的規定》係最早對反壟斷作出規範者，然因規範籠統並缺乏具體操作機制，故成效未彰；繼之而起的《外國投資者併購境內企業的暫行規定》則相對完善，成為指導外資併購之基礎性規範，然而其立法層次僅屬部門規章，就名稱上觀之更僅係「暫行」規定，反壟斷立法方面亦僅為一隅，未來仍應提高立法位階，2006 年 9 月 8 日發布《關於外國投資者併購境內企業的規定》更進一步規範反壟斷申報及審查之程序規定，惟仍未提高其規範位階。在

2002 年公布的《反壟斷法徵求意見稿》中已顯現對企業合併與壟斷關係之重視，如該意見稿第 26 條規定年銷售額達到一定標準的企業合併應向國務院反壟斷部門進行申報；第 28 條規定主管機關應於收到申報後 90 天內作出批准與否之決定；第 29 條規定禁止合併之理由；第 31 條則係關於撤銷批准的規定。然而在《反壟斷法》正式頒訂以前，《關於外國投資者併購境內企業的規定》中規定之反壟斷申報審查制度仍為外資併購涉及壟斷議題之統籌規範<sup>14</sup>。

## 第二款 關於看待外資併購與中國境內併購應否區別之問題

關於外資市場主體與內資市場主體的管理與規制，中國一直處於「內外有別」的狀態，對市場准入與經營運作分別規範。在企業併購反壟斷規制方面，《外國投資者併購境內企業的暫行規定》或《關於外國投資者併購境內企業的規定》之規制範圍僅限於外國投資者對於境內企業之併購與可能損害中國市場競爭之境外企業間之併購，並無對中國國內企業間之併購加以規範。



綜觀歐美國家對於跨國併購審查規制之立法實踐，對於外資與內資之併購採取統一審查或分別審查者均有之，在美國、英國、德國、法國以及作為區域經濟共同體的歐盟，無論係國內或跨國併購，皆由反壟斷主管機關進行統一審查；至於加拿大及澳大利亞，則分別制訂兩套不同制度，實行分別規範，並由不同部門進行審查，國內的併購審查由反壟斷當局負責，而對於跨國併購之審查則由外資管理部門審查。

---

<sup>14</sup> 中國內部有論者認為《反壟斷法》應特別針對外資併購進行更嚴格的規定，蓋外資併購重點及大型企業項目乃涉及中國國家經濟安全，故建議立法就此進行嚴格的反壟斷審查；然而參酌《反壟斷法》草案之規定，僅對三種經濟壟斷行為作出規範：分別是壟斷協議、濫用市場支配地位和經營者集中。其中，經營者集中就涉及股權併購。草案中第 17 條規定，參與集中的所有經營者在全球範圍內上一年度的銷售額超過 120 億元人民幣，並且參與集中的一個經營者在中華人民共和國境內上一年度的銷售額超過 8 億元人民幣的，參與集中的經營者應當事先向國務院反壟斷執法機構申報。以法律規範範圍觀之，《反壟斷法》不太可能對所有外資併購進行反壟斷審查，該法的任務主要係設立一個控制機制，反映在併購議題上，即採取何種標準對併購行為進行控制，草案目前選擇的標準是以「銷售額」為準。此外，本文以為，若就外資併購特設更嚴格的反壟斷審查程序，亦有違 WTO「國民待遇原則」之虞。

就外資角度而言，必然希冀中國採取內外統一方式立法，在規範意義及範圍的理解上簡易，同時節省併購的法律成本；惟若從中國立場的經濟發展經驗角度出發，則可得出不同結論。在中國市場經濟尚未健全的情形下，加上其國內民族情節與保護主義發酵下，恐對於外資與內資之立法傾向採取沿襲過去「內外有別」的模式，只要不違反 WTO「國民待遇原則」之要求，予以分別管制<sup>15</sup>。

### 第三款 有無制訂《外資併購審查法》專法之必要

承前，若中國對外資與內資之規範採取分別立法者，則可參考典型將國內併購與外資併購分別管理規範之加拿大與澳大利亞。其中加拿大在 1973 年就外資引進問題制訂了《外國投資審查法》(FIRA, The Foreign Investment Review Act)，並成立外國投資審查局，主要任務負責審查外國投資者在加投資是否具有「顯著利益」(Significant benefit)，並向主管機關提出批准與否的建議。1985 年則頒佈《加拿大投資法》(ICA, The Investment Canada Act)，並廢止《外國投資審查法》。整體而言，加拿大聯邦政府與地方政府一直在利用外資與防止外資衝突間尋找平衡點，這樣的動態平衡同時也是各國制訂外資政策主要考量，而發展中的中國亦不能外，而優點在於得依其國情參考先進國家之立法經驗及實踐成果，至於中國是否將制訂專門規範外資併購之審查法，有待後續觀察。

---

<sup>15</sup> 參照葉軍，前揭註 8，頁 327。各國立法例在制定有關跨國併購審查法律方面有兩種不同的做法：其一係美國、英國、德國和法國等先進國家所採取之立法方式，對於國內併購與跨國併購，咸由該國的反壟斷主管機關或授權某一個政府部門進行反壟斷審核；其二則是澳大利亞和加拿大之立法方式，對於國內併購與跨國併購係分別制定兩套不同的法律，並由不同的審查部門執行職責：有關國內的併購審查由國內的反壟斷主管機關負責，主要適用國內的競爭法律；而對跨國併購的審查則由外資管理部門負責，主要適用外資管理的法律。有中國學者認為鑑於中國市場經濟發育尚不成熟，中國企業在國際上的競爭能力相對較弱，民族工業尚需適度保護，因此，中國遂參考澳大利亞和加拿大的跨國併購法律制度，對國內併購和跨國併購分別立法予以規範管理，並將跨國併購納入外資管理的範疇。

## 第二項 關於外資併購反壟斷申報制度之分析

### 第一款 有無建立事後申報相關制度之必要

關於反壟斷的申報制度可分為事前申報制與事後申報制。事前申報制係在企業併購符合相關標準，可能影響市場公平競爭秩序時，應在實施合併前向反壟斷執行機關提出合併申請並遞交合併計畫，由主管機關審查決定是否予以批准的制度<sup>16</sup>；事後申報制係企業已完成併購，而合併後的規模符合相關標準時，企業必須在一定期限內向反壟斷執行機關報告企業合併後的市場集中度等情形，主管機關經審查決定是否對該併購予以支持。中國目前採取事前申報制<sup>17</sup>，依《關於外國投資者併購境內企業的規定》所規定的申報時機為併購即將發生之際，然而並未就具體時間點作出規定，如此一來提高了併購當事人錯過申報時間的可能，在立法例上可參考美國在事前申報制下，另設事後救濟的法律體制<sup>18</sup>，以使反壟斷申報制度更為健全。



### 第二款 關於申報受理機關之分析檢討

依中國目前申報制度之受理機關主要有商務部和國家工商行政管理總局<sup>19</sup>，然申報義務人是否須統一申報或分別申報，則係實際操作上將遭遇的問題，已如第二節說明，本文認為此問題應以立法指定單一受理機關，在中央層級方面實行「一站式」(one stop)的審批程序，至於若涉及多重機關權限部分，可於申報後報送不同權力機關處理，以俾權責分明。

<sup>16</sup> 參照王為農，前揭註 12，頁 189。在事前申報制度中，各國基本上皆規定各參與企業合併之當事人於其向審批機構提出事前申報並受理之日起，直至一定期間屆滿時止，應停止企業合併計畫之實施。此一期間美國稱之為 The duration of waiting period，歐盟則稱之為 Suspension of concentration。

<sup>17</sup> 在中國經濟背景下，事後申報制被認為有很大的缺陷。對於反壟斷執法機構而言，預防甚於治療還是相對輕鬆的，畢竟併購涉及企業組織、人事、會計、稅務等方面的問題，更重要的是，對於合併後的企業而言，事後申報若不得主管機關之支持，將面臨龐大經濟損失。

<sup>18</sup> 美國法規定了在申報待命期間(The duration of waiting period)內，若當事人基於時效因素完成了併購行為，美國司法部及聯邦貿易委員會仍得對該企業併購採取相應的排除措施，甚而向法院提起「請求終止」或「予以撤銷」的訴訟。

<sup>19</sup> 同前揭註 6。

另外中國幅員廣大，各地方政府在反壟斷審查機制設計上通常扮演第一道關卡的角色，承接申報並進行初步審查，並出具對該外資併購涉嫌壟斷的意見書逐級向中央國家機關報送，由中央決定最終審批與否，運用在「凱雷併購徐工案」中，經過江蘇省徐州市地方政府層層審批後，目前尚待商務部最終決定，然而這起被外界普遍視為外資併購中國國內產業資本新標準的交易活動，在審批程序上報商務部時，腳步突然放慢了下來，主要係因該案在中國國內引起至關重要的「國有資產流失」、「國家產業安全」等相關議題，促使中國開始嚴正思考其外資政策是否須面臨調整。

### 第三款 關於申報義務主體之分析檢討

在外資併購涉嫌反壟斷之申報制度中，申報義務主體的確定涉及若按規定完成申報要求時，由何人承擔法律責任的基礎議題。確定申報義務人應結合申報標準，審查併購完成後可能造成壟斷問題的是由哪一方所引起而加以衡量。若其中一方併購行為導致壟斷，則由其承擔申報義務，另一方僅須協助申報。就此問題，《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 53 條規定「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，向中國商務部和國家工商行政管理總局報送併購方案，雖該規定並未指明「併購方」之解讀為主動併購一方或被併購一方，特別在合併中，很難區劃主動與被動之別。依據《關於外國投資者併購境內企業的規定》立法目的及前後文加以解釋，申報義務主體主要係外國投資者，惟外資併購所涉複雜，申報義務可能依具體情況不同而由不同當事人承擔。

《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 2 條規定了外資併購兩種基本模式：分別是股權併購與資產併購<sup>20</sup>。其中股權式併購又可分為外國投資

<sup>20</sup> 參照葉軍，前揭註 8，頁 27。外國投資者就採取購買式併購或增資式併購進行抉擇時，係視其商業利益而定，例如在虧損嚴重的國有企業或試圖全部控制企業的情形下，採取購買式併購係較佳的選擇；但是在原有股東同時是公司高階管理人員、而外國投資者希望繼續保留這些人才以利公司後續的發展和營運，或是公司營運獲利佳而原有股東不願意完全脫離企業等情況下，則採取增資式併購即較為可行。

者直接購買境內目標企業股東的股權(購買式併購)<sup>21</sup>，及外國投資者併購境內目標企業的增資或增發的股份(增資式併購)。在股權式併購中，併購交易雙方分別為外國投資者與目標企業之股東。出讓目標公司股權的股東在讓與股權後即退出交易關係，此時併購後若涉壟斷，則申報義務人為外國投資者；此外在增資式併購中，目標企業之股東並未改變，僅其股權受稀釋，故雖外國投資者為申報義務人，目標企業仍承擔協助申報義務，在資產式併購中亦同。

#### 第四款 關於申報標準之分析檢討

依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 51 條及第 53 條，將外資併購區分為境內併購與境外併購而分設兩種不同的壟斷審查標準<sup>22</sup>。以下就

<sup>21</sup> 參照《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 21 條第 1 款規定，外國投資者若欲購買境內目標企業股東的股權，除了必須與境內目標公司股東談判以達成股權轉讓的協議外，若目標公司為「有限責任公司」，則另須取得股東「一致同意」外國投資者股權併購的決議；至於目標公司若為「股份有限公司」，則僅須取得同意外國投資者股權併購的股東大會決議即可。《關於外國投資者併購境內企業的規定》規定僅須取得同意外國投資者股權併購的股東大會決議、而無須取得股東一致同意的理由，在於股份有限公司乃是資合性公司，不似有限責任公司仍兼具有人合色彩，故股份有限公司的股東當可自由轉讓持有之股份而毋庸他人同意。

此外，依據《公司法》第 72 條規定：「有限責任公司的股東之間可以相互轉讓其全部或者部分股權。

股東向股東以外的人轉讓股權，應當經其他股東過半數同意。股東應就其股權轉讓事項書面通知其他股東徵求同意，其他股東自接到書面通知之日起滿三十日未答覆的，視為同意轉讓。其他股東半數以上不同意轉讓的，不同意的股東應當購買該轉讓的股權；不購買的，視為同意轉讓。經股東同意轉讓的股權，在同等條件下，其他股東有優先購買權。兩個以上股東主張行使優先購買權的，協商確定各自的購買比例；協商不成的，按照轉讓時各自的出資比例行使優先購買權。

公司章程對股權轉讓另有規定的，從其規定。」可知，在不含有外資的有限責任公司的股東向股東以外的非外國投資者轉讓股權時，應當經其他股東「過半數同意」，此與外國投資者購買境內有限責任公司股東之股權必須取得股東「一致同意」的規定不盡相同。

<sup>22</sup> 參照《關於外國投資者併購境內企業的規定》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) 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%。

此分別分析檢討如下：

## 一、 境內併購之申報標準

對於第 51 條所列四項標準，首先關於時間要求「當年」、「一年內」的概念，所謂「當年」係指實施併購的當年抑或上一個會計年度並不明確，蓋若按國際慣例，以市場營業額作為衡量申報與否之標準者，對銷售額或營業額的計算通常以實施併購的上一個會計年度為準；另外關於「市場佔有率」的計算標準的不同亦將影響是否達到申報標準的計算，具體規定尚賴審批機關進行確認。再者，該條所列最後一項「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」，據此，併購當事人一方的概念不僅包括當事人，且含外國投資者之關聯企業，於計算市場佔有率及營業額時亦應計入。惟該條並未含括「目標企業之關聯企業」，顯與立法目的不符，蓋若目標企業控制的關聯企業在市場上佔有相當份額時，併購目標企業亦將形成對市場的間接控制，故建議將其列入為妥。



此外，本條以絕對規模、市場份額及市場集中度作為判斷反壟斷與否的函數，在實際上仍須參酌其他因素，蓋因絕對規模、市場份額及市場集中度等判斷標準對於非橫向水平併購方式的併購，亦即若不是生產同類產品的企

---

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鉅大，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 53 條：「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。」

業併購，此些標準判斷意義不大，因此在關於立法細緻化的層面上，立法或更應以外資併購類型的差異，即橫向水平併購、縱向垂直併購或混合併購的不同而分別予以考慮。

橫向水平併購係指市場上競爭對手間的併購，併購與被併購企業處於同一行業，產品屬於同一市場，併購主要經濟目的在於消除競爭，增加併購企業的市場份額。特別針對外資進入中國市場的角度而言，除本條所設標準外，應針對橫向併購類型之特性，考量外資併購是否明顯導致市場集中化、外資併購是否使進入該行業困難，以及是否產生潛在的反競爭效果，進而配合中國《指導外商投資方向規定》及《外商投資產業指導目錄》之規定，判斷是否違反其國家引資戰略及外資政策；縱向垂直併購中被併購企業則係處於併購企業的上游或下游，其經濟目的可能為保證銷路或保證供應，例如 2006 年 8 月底獲准的台灣中華映管收購廈華電子一例，即為近來縱向併購的典型案例<sup>23</sup>。與橫向水平併購相較，縱向垂直併購造成的限制競爭程度或許較低，但仍不排除造成壟斷的可能，如一家供應商成功地併購另一家買主後，其他供應商即有可能被排斥在該買主所代表的該部分市場之外，故就外資縱向併購特點而言，中國就此經濟合理限度之判斷上應考慮併購的物件是否是競爭性提供者、有無意圖取消被併購方所擁有的該部分市場、是否進行掠奪性定價、是否亦形成行業進入障礙、是否存有價格歧視、併購規模對相關產業影響程度，以及該併購是否符合中國外資政策等因素；至於混合併購所造成的控制或壟斷現象疑慮比橫向或縱向併購較小，因併購與被併購企業分別處於不同產業、不同市場，且這些產業未必有特別的生產技術連結，然而仍有減少競爭的可能性，例如近來關於凱雷併購徐工一案，在併購類型歸納上應屬混合併購，同時亦為多數外資進入中國市場採取的併購模式，用以排除對於中國產業政策及對中國市場缺乏瞭解所導致的風險。對應在關於經濟合理限度的判斷上，主要應考量外資併購之規模會否對相關產業產生重大影響、該併購是否涉及潛在競爭者、是否引起價格歧視及進入市場壁壘，以及以及是

<sup>23</sup> 參照《中華映管收購廈華電子已成定局》，  
<http://homea.people.com.cn/BIG5/41392/3858174.html> (last visited 2007/2/26)。

否與國家引資戰略相符等因素。

## 二、境外併購之申報標準

對於第 53 條所列五項標準，在時間與計算市場佔有率等的問題如上所述；另外對於關聯企業的規定，五項標準中將申報情形分為兩類，在五項標準中，一類係標準中之第(三)、(四)、(五)款在規範併購當事人的同時尚且納入其關聯企業，另一類第(一)、(二)則無。此區分設計或有立法考量，惟本文認為在中國國內擁有的資產總額以及在中國市場上的營業規模與其他指標同屬考察境外併購是否將對中國市場競爭秩序造成影響之因素，似不應以是否納入關聯企業而有不同要求。

### 第五款 關於申報時機之分析檢討

基於《關於外國投資者併購境內企業的規定》區分境內併購與境外併購而分設標準，關於申報時機之介紹亦同此理，分析如下：

#### 一、境內併購之申報時機

申報時點之明確界定於申報制度而言，不僅有利於申報義務人履行申報義務，同時申報受理機關亦可迅速進入實質審查，但《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 51 條並未就此明確規定，建議將來進一步完善反壟斷立法規制時，規定申報義務人應在併購行為確定後實施前「一定時間內」向主管機關進行申報<sup>24</sup>。

#### 二、境外併購之申報時機

對於境外併購而言，《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 53 條同樣未對此明確規定，依該條規定應對申報義務人之申報時機理解為「在對外

<sup>24</sup> 例如規定併購當事人於達成併購協議後，或公開收購目標公司股權、獲取目標公司控制權後 15 日內，向主管機關進行申報，並規定延期未履行申報義務時之法律責任。

公布併購方案之前或報所在國主管機關的同時」為妥，由於境外併購發生於中國領域外，同受其他國家規範監管，因而受有不同政府審查可能，為避免審查規範間的衝突及俾使中國當局有足夠時間受理審查壟斷申報，故有如此彈性規定之設。

### 第三項 關於外資併購反壟斷審查制度之分析

#### 第一款 關於審查機關之分析檢討

中國商務部及中國工商行政管理總局是中國受理申報暨審查之機關，審查程序由兩機關共同主持，並作出是否同意併購的審查決定，該決定屬於共同行政行為。雖將外資併購之反壟斷審查交由兩機關審查還算符合中國國情，畢竟審查涉及併購當事人自身情況、全國市場總體情況、以及行業內部動態信息考察，對併購行為是否影響全國或某區域內之市場公平競爭秩序之判斷乃係基於各方面判斷，而兩機關對於中國經濟管理體制扮演不同分工角色；然而正是由於此二機關工作內容及職權不同，在受理反壟斷申報審查方面更需要明確權責劃分，可惜中國目前未就此予以規定。而參酌美國、歐盟、日本關於受理反壟斷申報審查之機關均為固定且統一之機構，分別為美國聯邦貿易委員會、歐盟的歐盟委員會及日本的公正交易委員會，因此在制度設計上，為進一步加強政府各部門的合作、提高審查機關之效率，應細緻化兩機關之職權分工，甚而隨著中國反壟斷法制的完善，應建立一專責機構專門負責反壟斷申報與審查工作。

#### 第二款 關於審查內容之分析檢討

外資併購之反壟斷審查內容，簡言之即係對併購行為是否對中國市場之公平競爭秩序產生不利影響之判斷，以決定是否批准該併購行為。依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 52 條、第 53 條對境內、境外併購之初

步審查標準為「可能造成過度集中，妨礙正當競爭、損害消費者利益」。由此觀之，對境內外併購之實質審查內容相同，惟均未對該標準作出具體量化之解釋，故於具體審查過程中有賴主管機關主觀判斷及自由裁量。依採行市場經濟國家之經驗，禁止合併的前提並不限於該企業已成為市場上之獨佔企業，亦不要求該企業事實上已濫用透過合併所取得的市場優勢地位，依據「潛在競爭理論」(the potential competition doctrine)，只要根據合併企業取得的市場地位，推斷合併將產生限制競爭之後果，反壟斷執行機構即可禁止該合併行為。因此禁止合併為一預防措施，即防止產生壟斷或濫用市場優勢地位。綜觀幾個已開發國家的反壟斷審查制度，下列幾項標準之界定顯得格外重要：

- (1) 界定相關市場；
- (2) 根據合併企業之市場份額及市場集中度等具體因素考察，判斷是否產生反競爭的情形；
- (3) 判斷是否具備反壟斷之豁免事由。



中國的反壟斷審查制度並未建立相關市場界定之標準，亦無關於市場集中度等具體指標衡量競爭受限的情形，《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 53 條更僅以「在中國市場上」此一簡單的地域界定，而忽略在實際經濟生活中，無論是商品或服務市場之界定不應僅限於單純的地域界定，尤其在中國各區域經濟發展不平衡狀態下，對於地域界定應更細緻，同時對於商品或服務制訂具體的行業性市場標準，參考美國經驗以具體指數量化對市場競爭秩序之影響。

### 第三款 關於審查期限與程序之分析檢討

在外資併購反壟斷審查期限及程序方面，《關於外國投資者併購境內企業的規定》依境內併購、境內併購而為區分，詳如下述：

#### 一、 境內併購之審查期限與程序

依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 52 條規定審查期限為自收到規定報送的全部文件之日起 90 日內，且未規定關於該期限得延長或縮短之事由。時間是併購實務上重要因素之一，若使所有達申報標準的企業併購案皆適用同一審批期限，可能使某些本不至於影響競爭秩序的企業併購因審批期限未屆至而無法付諸實行，從而影響其商業利益；反之，審查機構亦無從區分不同性質的併購案，而集中審查真正可能造成限制競爭之併購案，造成審批效率不彰。故中國國內有論者建議可借鑒歐盟經驗，建立分階段的審批制度<sup>25</sup>。

## 二、境外併購之審查期限與程序

相較於境內併購之 90 日審查期限規定，《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 53 條並未規範境外併購之審查期限，考其理由可能係因境外併購發生地、或併購當事人註冊地之主管當局可能對該併購行為俱有管轄權，為避免不同制度存在的差異衝突故而刻意不加規定。此外，境外併購審查程序中亦未如境內併購有聽證程序，本文認為境外併購涉及影響中國市場競爭秩序者，所涉法律關係較境內併購更為複雜，而聽證程序賦予當事人程序保障，有助於釐清併購案影響市場的程度，建議此一闕漏應予補強。

### 第四款 關於反壟斷豁免制度之分析檢討

市場經濟中的壟斷現象雖可能限制競爭，但在某種程度上亦是達成規模經濟之重要途徑，故各國皆設有反壟斷審查除外制度，已如前述。《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 54 條所規定之四項申請豁免的理由，雖已就

<sup>25</sup> 歐盟之反壟斷審查制度可分為兩階段：第一階段係對併購行為的形式審查，並決定是否進入第二階段之審查；第二階段係對其進行實質審查，在此階段結束後由審批機關作出最終批准與否的決定。而中國有學者主張參考歐盟法制下，可將審查期限分為兩階段，第一階段為 15 日，審批機關於收受所有文件後，進行初步審查，若發現該併購案不致影響市場秩序或具有豁免理由者，則停止審查程序並批准其執行；第二階段為 75 日，為併購案之實質審查，並啟動聽證程序，以確定該併購案是否最終存在「可能造成過度集中，妨礙正當競爭、損害消費者利益」之因素。

外資併購反壟斷豁免問題予以規定，然僅屬浮光掠影之規範內容，具體的豁免條件尚可依「改善市場競爭條件」、「潛在的市場進入」、「整體經濟和社會公共利益」展開論述。

以「改善市場競爭條件」作為禁止併購之豁免而言，係指在可以預見的情形下，併購企業得以證實因其合併改善市場競爭條件者，則此優點將蓋過因其控制市場所產生的缺點。概括而言，因改善市場競爭條件從而成為反壟斷豁免理由的情形如下：(1) 占市場支配地位的大企業取得其他市場上小企業；(2) 在獨佔或寡頭市場上，一個新進入市場且強有力的競爭者可以被視為是推動競爭的新生力量，從而改善市場的競爭情形；(3) 占市場支配地位的大企業取得同一市場上一個市場份額非常小的企業；(4) 占市場支配地位的企業併購瀕臨破產的企業等<sup>26</sup>。而《關於外國投資者併購境內企業的規定》應對此加以細化，包括列明符合「改善市場競爭條件」作為禁止併購之豁免的各種情況，以利實踐上的具體操作。

以「潛在的市場進入」作為禁止併購之豁免而言，以此作為豁免原因源於美國司法部(US Department of Justice)所發布的 1982 Merger Guideline，自此潛在的市場進入成為豁免某些企業併購的重要理論依據，且呈現不斷完善之趨勢；在新修正 1992 Merger Guideline 的第三節中對此作出較為具體的規定<sup>27</sup>，亦即若進入某個市場很容易，以致於併購後參與市場的企業不可能通過集體或單方行為有利可圖地維持一個高於併購前水準的價格，併購就不可能產生或者加強市場勢力或者推動行使市場勢力，此種進入可能會將一個反

<sup>26</sup> 參照王曉曄，《企業合併中的反壟斷法問題》，法律出版社 1996 年版，頁 249-50。

<sup>27</sup> See 1992 Merger Guideline, Section 3 Entry Analysis, 3.0 Overview: "A merger is not likely to create or enhance market power or to facilitate its exercise, if entry into the market is so easy that market participants, after the merger, either collectively or unilaterally could not profitably maintain a price increase above premerger levels. Such entry likely will deter an anticompetitive merger in its incipiency, or deter or counteract the competitive effects of concern. Entry is that easy if entry would be timely, likely, and sufficient in its magnitude, character and scope to deter or counteract the competitive effects of concern. In markets where entry is that easy (i.e., where entry passes these tests of timeliness, likelihood, and sufficiency), the merger raises no antitrust concern and ordinarily requires no further analysis."

競爭的併購遏制在其萌芽狀態中，或者能夠阻止或抵消其反競爭之效果；且若市場進入在其重要性特點及其範圍上係屬及時地、可能及充分地阻止或抵消併購的反競爭效果時，該市場進入即屬容易的，而在易於進入的市場上，併購不會產生反壟斷問題，蓋因潛在的競爭者得以及時進入市場，獲得可能的銷售機會，且具備足夠的生產技術及財力足以充分實現其銷售機會，如此始得抵消併購帶來的反競爭效果，也因為潛在的競爭者對市場上現有企業的市場行為可以產生重大影響，特別在涉及外資併購的議題上，更必須考慮潛在的競爭關係。

以「整體經濟和社會公共利益」為由作為禁止併購之豁免已成為反壟斷立法及司法實踐中的通例，特別是以「整體經濟」、「公共利益」及「國際競爭力」作為企業併購反壟斷規制之豁免，《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 54 條中亦有此內容，惟本文認為相關立法應進一步細化規定，包括：(1) 對於中國國內生產技術落後，開發能力較弱，在國際上缺乏競爭力之行業，應當放寬掌握先進技術的外資併購其國內企業的股權限制及併購的經濟合理限度之控制；(2) 對於虧損或微利的非重要行業，適當放寬外資併購之限制等。

回歸現行《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 54 條所規定之四項申請豁免的理由之觀察，均無明確量化指標，全然取決於審查機關之自由裁量，結合當前或將來可預見之本國市場情形，作出是否豁免之決定，觀諸該條所列事由可見其皆與目前中國經濟發展的進度相關，惟仍有必要在未來對此進行細化以供具體操作之判斷。

## 第六章 結論

日本經濟專家大前研一曾表示，在未來二十年內中國將成為全新型態的政治與經濟實體，在政治領域及市場上將非常具有競爭力<sup>1</sup>。在此過程中外國投資者進入中國市場所採取的途徑也有了重大變化，蓋因中國從改革開放以來陸續發布各項規範致力朝向利用外資改善其市場體制的目標，直至 2001 年底加入 WTO，乃至 2006 年底入會承諾的過渡期已屆滿，中國按入會承諾應全面開放金融、保險、零售、電信等貿易服務領域等各種因素，促成中國部分行業產能過剩，再加上亞洲其他開發中國家的引資競爭，故外國投資者以直接投資進入中國的 FDI 模式已呈現飽和狀態，外資轉以更能快速切入市場運作面的併購模式進入中國，而包含台灣投資者在內的外資為了進入中國深層市場及其主流經濟體系中，則自然必須關注中國資本市場的變化以掌握其變化脈動，蓋因目前國際間並無其他國家可資借鑒其政治經濟體制與法制間之互動關係這般密切，在中國環境下，外資無法以自身觀點與認知套用在中國體制內，故本研究認為此將凸顯瞭解中國市場之必要，而欲瞭解中國市場最好的切入點將是併購。以台資進入中國市場而言，舉凡獨家設廠、合資、技術輸出、業務代理、重組併購、市場聯盟等等海外開拓市場的手段無所不用，無論如何皆是看重中國市場的機會與利益，而問題在於如何瞭解其市場結構以便「出手」。

宏觀地回顧，中國加入 WTO 之後國際投資來勢洶洶，紛紛搶佔中國市場以完成全球化的資源配置，而在此背景下，中國市場經濟規模雖較過去有所成長，惟仍囿於外資併購規範不足而使併購條件尚未成熟，且中國慣以掌握行政審批權的方式旁敲側擊地影響併購案的進行方向，帶有主導性的意味濃厚，美國私人股權投資機構凱雷集團對江蘇省徐州市的徐州工程集團併購案則全然彰顯此一現象。

<sup>1</sup> 參照大前研一，《二十年內，中國將成國際經濟與政治強權》，The Forum of CSSA，<http://p216.ezboard.com/ftemplecssafrm4.showMessage?topicID=178.topic> (last visited 2007/3/12)。

照理而言，中國在 2006 年底 WTO 過渡期屆滿後對外資更應採取全面開放的態度，然而由凱雷併購徐工案觀之似乎未必如此，蓋於 2005 年 10 月凱雷與徐工簽訂股權買賣及股本認購協議及合資協議後，雖地方政府相關審批程序進行順利，惟上報中央商務部審批時，卻足足擱淺一年以上，引起中國國內熱烈的討論，該併購案因此被視為外資併購在中國的分水嶺。一方面該併購案之一方徐州工程集團涉及本研究主題中的中國上市公司、國有企業的議題，在在觸及中國產業結構調整問題的重中之重，同時引發中國改革過程中各方利益衝突及矛盾；另一方面亦由於中國過去過於積極吸引外資，在資金已不再匱乏的情形下，中國政府重新審視外資在中國經濟發展中的角色時，必然因此而調整其外資政策。凱雷併購徐工案的雙方主體及該案發生時點，巧合地觸發中國政府的反思與趨向民營化後中國本地業者深切的利益考量，故引起龐大輿論的迴響，其中較有力度的反對聲浪莫過關於國有資產流失的疑慮，與中國國家產業經濟安全維護議題，然而本研究認為關於此項討論應依產業類別不同而分別探討，未可一概而論，蓋此等輿論多係彰顯中國企業利用民族主義情節維護自身利益的意圖，例如具有民生性質的零售產業與國家經濟安全的連結性甚為薄弱，以國家產業經濟安全作為反對論點不免過於牽強；然而在中國對此的行政運作實際面上，由於誰也無法承擔冠上可能危害國家產業經濟安全及造成國有資產流失的後果，故凱雷及徐工之併購案遲遲未能獲得中國商務部審批通過。

2006 年 9 月 8 日正式實施之《關於外國投資者併購境內企業的規定》即是在中國國內廣泛討論國家經濟安全議題下所催生，該《規定》最大特點在於首次規定商務部應就可能影響國家產業經濟安全等情形進行國家安全審查，該《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號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。」此一

規定至關重要，中國商務部因此被授與對外資併購交易的最終審批權，然而商務部並未規定「影響國家經濟安全」之標準為何，亦即關於「經濟安全」的判斷似屬民族情節的顯現，而非理性事實之判斷，而即使商務部否決了外資併購案亦具有規範賦予之基礎；另外關於外資併購案應踐行反壟斷審查亦係重點，外資併購中國企業若符合該《規定》第 51 條關於中國境內併購的申報標準，及第 53 條關於中國境外併購之申報標準時，中國商務部及國家工商行政管理總局應審查該併購案是否造成境內市場過度集中、妨害境內正常競爭、損害消費者權益與否的情形，並依此作出是否同意的決定，關於詳細判斷標準請參照本研究第五章，值得一提者為該《規定》反壟斷審查獨有之「聯合審查制度」，亦即外資併購反壟斷審查由外資主管機關商務部與反壟斷主管機關共同審查<sup>2</sup>，惟有疑問者在於申報義務人究否應向兩機關同時申報？抑或僅向其一機關申報即可，在聯合審查中，商務部及國家工商行政管理總局如何分工？兩者負責的審查內容是否相同，審查權是否平行？若為平行，則兩部門決定發生衝突時的協調機制又為何；若非平行，由何部門居主導地位並能在該併購環節上作出有效裁決。又若分別向兩機關申報時，應以何者作為審查期限起算點？此外，無論由何部門主導該審查，在缺乏一個完善的司法審查體系下，行政力量過於集中時，併購案雙方當事人如何就該行政處分尋求司法救濟，則為另一立法闕漏。關於這類問題可能在具體的審查過程中發生爭執，從而在實踐過程中引發許多問題，更顯見此部分立法之粗疏。

但無論如何，凱雷併購徐工後續發布的《關於外國投資者併購境內企業的規定》，乃反映出中國就外資併購議題的關注側重點，被視為中國外資政策的調整信號，認為應給予外資符合 WTO 原則的國民待遇而非超國民待遇，值得持續關注凱雷併購徐工案之後續動態，可藉此觀察中國政府對外資的態度走向。

總結外資併購中國目標企業時所面臨的規範問題，本研究依中國政府的

<sup>2</sup> 若該外資併購案涉及國有企業，則必然尚須聽取國有資產管理部門的意見，若外資受讓大綜股權等涉及上市公司時，則中國證監會及其他授權的地方證券管理部門亦將出具意見。

重視程度與外國投資者選擇併購標的時之商戰策略考量，將併購公司之標的限於中國上市公司、國有企業與外商投資企業三者，不同的併購目標有不同的規範適用、主體定位，不僅涉及併購實踐上的財務規劃，同時中國政府對不同併購目標所採取的態度亦有所別。

外國投資者以中國上市公司為併購目標，主要係因中國上市公司屬於「稀缺資源」，本身即標誌著占有中國重要行業領域的龍頭地位，故為外資併購選擇之重點行業，且外國公司在中國上市不易，多有買殼上市之情形；以中國角度出發，亦希望借助外資完善上市公司治理結構，提升投資價值。而以中國上市公司為併購目標時，所應適用之基礎規範為中國新修正《公司法》、《證券法》中關於上市公司收購部分，主要係因應股權分置改革後全流通的需求，於新《證券法》第 85 條拓寬收購上市公司之管道，容許換股收購、以股換股；並採「實質控制原則」，新《證券法》第 86 條增訂共同持有之規定，此外更應賦予反對併購案之中小股東權益保護，新《公司法》第 75 條賦予中小股東退場機制，以平衡併購過程中各方權益衝突之情形。另外關於外資併購上市公司規範適用銜接上的問題，主要是《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》以及《關於外國投資者併購境內企業的規定》三者間之適用關係。《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》乃係為規範股權分置改革後外國投資者對 A 股上市公司進行戰略投資，維護證券市場秩序並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《關於上市公司股權分置改革的指導意見》之要求而制定，與《上市公司收購管理辦法》之銜接主要在於「要約收購」規定，依照《戰略投資管理辦法》第 20 條所指之要約收購應依《證券法》辦理，惟《證券法》就要約收購之規定並不全面，此有賴於《上市公司收購管理辦法》之補足；此外應特別注意《戰略投資管理辦法》第 2 條規定僅完成股權分置改革之上市公司適用此辦法。

另外是《上市公司收購管理辦法》與《關於外國投資者併購境內企業的規定》之適用銜接。《上市公司收購管理辦法》之適用主體為中國境內、外之

自然人或法人均無限制，重點在於被收購者須為中國上市公司；而《關於外國投資者併購境內企業的規定》則係外資併購之基礎規定，只要是外資併購中國境內企業，包含中國特殊經濟體制下之私營企業、集團所有制企業、股份合作制企業、股份有限公司(包含上市公司與未上市公司)、國有企業及其他如外商投資企業、中外合資、中外合作企業等均為此《規定》之適用範圍。以外資併購中國上市公司而言，兩者規範內容具體適用關係應為：外資應依該《辦法》履行資訊報告及公告義務，依該《規定》向商務部提交「反壟斷報告」，此種規範間之層疊適用，最為投資者所易混淆之處。又該《辦法》及《規定》在 2006 年之變動顯示中國政府放寬對上市公司所有權變動之掌握，同時亦在設法遏止新的較寬鬆的法規被濫用的情形。

外國投資者以中國國有企業為併購目標，主要是看重國有企業在各產業在內地市場所占有的通路、品牌，外資得以迅速切入市場，而中國亦亟欲解決國有企業改革之問題。主要適用之規範為《利用外資改組國有企業暫行規定》與《關於外國投資者併購境內企業的規定》，此二規範在併購模式及壟斷審查方面規範差異最甚，主要係因兩者由不同部門對同一事項基於其各有的行政職能發布，往往不成體系而必須各個擊破，外資於併購國有企業時應一併留意，詳參本研究第四章第二節。此外在以國有企業為併購目標之產權移轉議題上，向為中國所關注，應特別留意國有資產之評估與轉讓程序之特別規定，於投資前審慎評估，以免浪費併購成本。

外國投資者以外商投資企業為併購目標時，最主要適用規範為三資企業法等規範，本文將其指出之原因在於外資在中國併購外商投資企業的數量龐大，故此為一般文獻提及外資併購所指；惟以中國管制角度出發，認為此乃外資在中國自行整合，因不涉及中國既有的體制衝突，故在規範適用關係上反而簡單，因而未成為本研究論述重點。

經本研究結果顯示，目前中國外資併購法規最大的問題在於僅就未來資本市場開放提供一個大方向的指示，而缺乏具體的操作規範，加上中國特有

的環境特色如獨特的司法結構及濃厚的地方保護色彩等，使其無法解決法規範統一性的問題，畢竟徒法不足以自行，尤其是針對複雜的執行層面而言，除了市場機制無形的手以外，尚須面對中國傳統計畫經濟下中央有效管理的目標以及各地方政府角逐利益的驅動，此無疑成為規範落實的最大現實障礙。然而中國向市場經濟體制轉型是一個不可逆轉的過程，因此欲進入中國的境外投資者必須瞭解中國市場趨勢，奠定必需的基礎，方能貼切理解中國法律環境。

本研究專以法制面總結檢討中國就外資併購法律規範所存在如下缺失：

一、外資併購立法欠缺體系性，規範位階低且內容不甚完備，彼此缺乏協調

揆諸中國目前現行外資併購規範(請參照附錄)，按中國《立法法》之規定其立法層級及規範效力不足，從中國主要外資併購規範中可以發現，除了《公司法》、《證券法》及三資企業法外，其他的規範多係國務院及各部委發布之行政法規及部門規章，即便是規範外資併購的基本規定《關於外國投資者併購境內企業的規定》亦僅屬部門規章，實難承載作為外資併購之重要規範核心；此外，中國現行外資併購規範政出多門、多頭並行，難免產生規範衝突，而目前為止並無統一外資併購相關規定之基本法律，特別是針對涉及複雜的資本移轉性質的併購活動而言，一旦發生法律糾紛，很難由規範中找到解決之道。

以立法機關與技術層面觀之，由不同行政部門對同一事項分別基於其行政職能所制訂之部門規章，往往不成體系，使外商無法全面瞭解中國外資併購法律，其中中國還有大量的隱性政策及不規範的行政干預，透明度低落加深外資併購不確定的風險，更可能因此導致規範間之衝突，在中國政府以立法方式改善此問題前，外國投資者更有必要對中國複雜的法律體制加以認識，以降低外資併購的法律風險。

二、中國外資併購法律體系未健全，規範間銜接問題影響法規操作可行性

外資併購實踐中出現許多法規間之不協調、無法銜接的現象，甚至是相互矛盾等情形，詳見本研究第三章說明，而法律規定適用上的層級不統一，造成外資併購法律規範紊亂，外國投資者更應秉持「預防勝於治療」的觀念深入瞭解。就中國外資併購法律體系觀之，除上述立法層級問題外，中國至今未通過《反壟斷法》，僅有《反不當競爭法》規範中國行政壟斷問題與公用事業壟斷等不當競爭行為，對於公司因併購引起的行業過度集中而形成的壟斷並未涉及，立法滯後的現象致使其對於市場競爭秩序之維護規範透明度不足，僅以籠統的不確定法律概念為准駁依據，缺乏具體的程序要件及實體要件，美其名賦予行政機關較大的行政裁量權，卻也凸顯出中國行政權獨大的政府體制，恐有違法治國家法律明確性原則。

再者，即便觀諸《反壟斷法》草案內容，其中亦無專就外資併購所造成的壟斷議題作出相關規範，故以目前而言針對外資併購反壟斷審查最詳細之規定僅有《關於外國投資者併購境內企業的規定》第五章寥寥數個條文，規範內容過於簡略，多賴以中國商務部的行政裁量，此為中國一貫規範特色。

在凱雷集團收購徐工集團股權案中引起中國內部對產業安全之關注議題，對於頒布《反壟斷法》的期待日益升溫，然而關於中國國家經濟安全的重任不能全然寄託於一部《反壟斷法》，而應從制定產業政策和宏觀經濟管理的角度出發，協同各行政部門共同運作以完善外資並購法規體系。

### 三、規範與審批程序的透明度的加強問題

由於中國政府介入市場程度較高，且長期實施計畫經濟控管市場，外資併購規範多以行政法規及部門規章行之，並針對其中不確定的法律概念賦予行政機關龐大的行政裁量餘地，此外也多以非公開的內部文件、行政指示等批文作為管制外資併購的手段。2006年4月OECD發

布研究報告針對目前中國外資併購法律環境作出建議，力求加速中國政府在外資併購立法整合，與規範及行政審批程序透明度的改善，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，落實法治國家依法行政的原則<sup>3</sup>。

整體而言，中國在 1978 年改革開放後，經濟呈現成長趨勢，而 2001 年年底加入 WTO 後，至今實現入會承諾五年的過渡期亦已屆至，更成為外資爭相湧入中國市場背後的集體驅動因素，在講求時間與效率的競速上，外資以併購模式進入中國已取代傳統的直接投資模式，而近年來中國政府亦致力於完善併購相關環境，其中雖仍有所缺失，然此乃為任何商業活動都存在著利益與風險的膠著之處，本研究對中國外資併購相關規範之整理，期能使外資審慎評估投資中國時的法律風險，並作為併購實踐的參考。



---

<sup>3</sup> See Investment Policy Review of China 2006: Open Policies towards Cross-Border Mergers and Acquisitions, [http://www.oecd.org/document/60/0,2340.en\\_2649\\_201185\\_36478140\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/60/0,2340.en_2649_201185_36478140_1_1_1_1,00.html) (last visited 2007/3/12)。To address these issues and remove other obstacles to cross-border deals, the OECD recommends that China should cut barriers to foreign investment:

1. Streamline the approval process for cross-border M&A and make it more transparent;
2. Put in place a sound competition framework;
3. Further open its capital markets to foreign investors;
4. 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;
5. Relax foreign ownership restrictions. In particular, revise existing catalogues that list the type of firms that can or cannot be acquired by foreign investors.

# 參考文獻

## 中文資料部分

(按作者姓氏筆劃排列)

### 一、書籍

#### (一) 台灣

1. 王悅賢等編著，《大陸臺商財經法令導覽手冊》，行政院陸委會出版(2006)。
2. 王泰銓編著，《中共對外經濟貿易法最新版》，五南出版(2005)。
3. 王泰銓，《中共對外經濟貿易法最新版》，五南出版(2004)。
4. 王泰銓，《兩岸法律重要議題系列研究》，高雄大學出版社(2004)。
5. 王文杰，《中國大陸法制之變遷》，元照出版(2002)。
6. 王泰銓主編，《最新中華人民共和國法律法規彙編》，翰蘆出版(2002)。
7. 王泰銓，《投資大陸市場法律與實務解析》，學林出版(2000)。
8. 方嘉麟，《公司兼併與集團企業》，月旦出版(1998)。
9. 王泰銓，《大陸經濟體制改革與投資爭議問題》，月旦出版(1995)。
10. 史綱、李志宏、陳錦村、鄭漢鐸合著，《企業併購理論與實務》，樂觀出版(2001)。
11. 伍忠賢著，《企業購併聖經》，遠流出版(1998)。
12. 吳芳銘，《購併成長—面對中國高速經濟成長的策略》，時英出版(2006)。
13. 林國全、王保樹、王文杰、陳峰富等編著，《兩岸證券法制》，五南出版(2003)。
14. 林國全，《公司制度與企業經營之法理》，元照出版(2003)。
15. 林毅夫、蔡昉、李周合著，《中國國有企業改革》，聯經出版(2000)。
16. 許光泰等編著，《臺商大陸投資手冊》，行政院陸委會出版(2006)。
17. 許志嘉等編著，《知己知彼：您所忽略的大陸風險》，行政院陸委會出版(2006)。
18. 陳長文等，《財經法律與企業經營—兼述兩岸相關財經法律問題》，元照出版(2002)。
19. 陳春山，《企業併購及控股公司法實務問題》，學林出版(2000)。
20. 黃日燦，《法律決勝負—企業併購與技術授權》，天下出版(2004)。
21. 黃衛平、朱文暉著，《走向全球化》，韋伯出版(2004)。
22. 馮震宇，《高科技產業之法律策略與規劃》，元照出版(2003)。

23. 曾宛如編審，林育廷、林靖楊、王致崇、朱俊銘、潘彥州等合著，《公司分割問題研究與實例探討》，元照出版(2002)。
24. 楊佳璋、張文合著，《經營權爭霸—企業敵意併購攻防戰》，商周出版(2001)。
25. 劉家豪、張遠忠，《台資併購大陸企業決勝指南》，創見出版(2006)。
26. 劉承愚，〈高科技產業併購之法律實地審查〉，《1999全國智慧財產權研討會論文集》，交通大學企業法律中心(1999)。
27. 薛明玲編著，《企業併購完全實務手冊》，資誠教育基金會出版(2003)。

## (二) 中國

1. 干春暉，《併購經濟學》，北京清華大學出版，企業併購叢書(2004)。
2. 干春暉、劉祥生編著，《企業併購理論、實務、案例》，上海立信會計出版社(2002)。
3. 王巍主編，《中國併購報告 2006》，北京人民郵電出版(2006)。
4. 王巍主編，《中國併購報告 2005》，北京人民郵電出版(2005)。
5. 王巍主編，《中國併購報告 2004》，北京人民郵電出版(2004)。
6. 王巍主編，《中國併購報告 2003》，北京人民郵電出版(2003)。
7. 王巍主編，《中國併購報告 2002》，北京華夏出版(2002)。
8. 王巍，《併購時代的旁觀側語》，北京華夏出版(2002)。
9. 王為農，《企業集中規制基本法理—美國、日本及歐盟的反壟斷法比較研究》，法律出版社(2001)。
10. 王曉暉，《競爭法研究》，中國法制出版(1999)。
11. 中國收購兼併研究中心編著，《中國併購評論》，機械工業出版(2006)。
12. 中國收購兼併研究中心、東方高經投資顧問公司編著，《中國併購評論》第一冊，中國清華大學出版(2005)。
13. 中國收購兼併研究中心、東方高經投資顧問公司編著，《中國併購評論》第二冊，中國清華大學出版(2005)。
14. 中國收購兼併研究中心、東方高經投資顧問公司編著，《中國併購評論》第三冊，中國清華大學出版(2005)。
15. 中國收購兼併研究中心、東方高經投資顧問公司編著，《中國併購評論》第四冊，中國清華大學出版(2005)。
16. 史建三主編，《中國併購法報告》，法律出版社(2006)。
17. 全球併購研究中心著，《中國十大併購》，中國經濟出版社(2006)。
18. 肖太福主編，《企業併購法律實務》，群眾出版(2005)。

19. 宋軍，〈跨國併購與經濟發展〉，中國財政經濟出版社(2004)。
20. 林新，〈企業併購與競爭規則〉，北京中國社會科學出版社(2001)。
21. 周小知著，〈兼併收購與企業擴張〉，北京中國勞動出版社(1999)。
22. 胡英之，〈證券市場的法律監管〉，中國法制出版社(1999)。
23. 葉軍，〈外資併購中國企業的法律分析〉，法律出版社(2004)。
24. 張秋生、王東編著，〈企業兼併與收購〉，北方交通大學出版社(2001)。
25. 張舫，〈英美對目標公司及收購行為的規制〉，王保樹主編《商事法論集》(第2卷)，中國法律出版社(1998)。
26. 湯樹海，〈外商投資股份公司法律問題研究〉，中國人民大學出版社(2004)。
27. 彭進軍，〈股份制企業兼併與收購〉，北京中國人民大學出版社(1999)。
28. 黃速建、胡玲編著，〈企業併購方略〉，廣東經濟出版社(1999)。
29. 董寒冰編著，〈上市公司併購法律實務〉，法律出版社(2005)。
30. 經濟合作與發展組織，〈中國跨國併購政策報告 2006〉，中信出版社(2006)。
31. 漆彤，〈跨國併購的法律規制〉，武漢大學出版社(2006)。
32. 劉澄清主編，〈企業併購案件律師辦案指引〉，北京中國檢察出版社(2002)。
33. 劉恒著，〈外資併購行為與政府規制〉，法律出版社(2000)。
34. 盧炯星主編，〈中國外商投資法問題研究〉，法律出版社(2001)。
35. 盧仿杰，〈證券法原理與實務〉，立信會計出版社(1999)。
36. 謝文捷主編，〈外資併購 ABC〉，北京對外經濟貿易大學(2003)。
37. 韓峰著，〈加入 WTO 後的企業併購〉，中國社會出版社(2002)。
38. 《三中全會以來重要文獻選》上冊，北京人民出版社(1982)。

## 二、期刊專論

### (一) 台灣

1. 王文杰，〈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(2006 年 4 月)。
2. 文詰整理，〈大陸經貿消息輯要〉，《兩岸經貿月刊》，第 167 期(2005 年 11 月)。
3. 王文字，〈企業併購法總評〉，《月旦法學》，第 83 期(2002 年 4 月)。
4. 王文字，〈我國公司法購併法制之檢討與建議---兼論金融機構合併法〉，《月旦法學》，第 68 期(2001 年 1 月)。

- 
5. 王文字，〈公司分割法制之研究---兼論金融控股公司法草案之分割規定〉，《月旦法學》，第 73 期(2001 年 6 月)。
  6. 王志誠，〈企業變更組織法制之基礎構造〉，《成大法學》，第 3 期(2002 年 6 月)。
  7. 王志誠，〈企業併購法制與控股公司之創設〉，《月旦法學》，第 68 期，(2001 年 6 月)。
  8. 王志誠，〈公司分割之立法取向與課題〉，《月旦法學》，第 76 期，(2001 年 9 月)。
  9. 王志誠，〈企業併購法制之基礎構造〉，《中正大學法學集刊》，第 4 期(2001 年 4 月)。
  10. 王志誠，〈金融機構併購法制建議與檢討(1)〉，《集保月刊》，第 88 期(2001 年 3 月)。
  11. 王文字，〈世界主要國家併購相關法律規定之比較〉，《經濟情勢暨評論》(1998 年 8 月)。
  12. 台灣大學財經法研究中心，〈企業併購法座談會〉，《月旦法學》，第 82 期(2002 年 3 月)。
  13. 李禮仲，〈企業併購法之探討〉，《全國律師》，第 6 卷第 5 期(2002 年 5 月)。
  14. 吳成物，〈競爭法對企業購併行為之規範〉，《月旦法學》，第 68 期(2001 年 1 月)。
  15. 周延鵬，〈智慧資本投資保障的完整性〉，《政大智慧財產評論》，第 1 卷第 1 期(2003)。
  16. 林進富，〈公司併購之現行法令規範〉，《月旦法學》，第 68 期(2001 年 1 月)。
  17. 陳錦堂、沈仰斌，〈併購動機之理論與實證：以美國與亞洲之併購歷史為例〉，available at <http://www.moea.gov.tw/~ecobook/cynex/sab12.htm> (last visited 2007/3/8)。
  18. 陳介山，〈兩岸公司法關於企業併購法制之比較〉，《國立中正大學法學集刊》第 9 期(2002 年 10 月)。
  19. 蔡立文、郭思吟，〈論公司進行併購時應注意之幾個實務問題〉，《萬國法律》，105 期(1999 年 6 月)。

## (二) 中國

1. 王鍾渝，〈策略聯盟與購併〉，available at [http://203.70.66.186/pdf/seminar\\_2003\\_05\\_02.pdf](http://203.70.66.186/pdf/seminar_2003_05_02.pdf) (last visited 2007/3/8)。
2. 王鳳麗，〈外資併購國企需要注意的幾個問題〉，《西南民族大學學報》，第 173 期(2006 年 2 月)。

3. 王婷，〈外資併購國有企業的相關法律問題〉，《社會科學》，2006年第7期。
4. 王波，〈徐工併購案風險源自規則缺失〉，《上海國資》(2006年7月)。
5. 李文英，〈試論我國企業併購整合工作〉，《焦作大學學報》，第2期(2005年4月)。
6. 李強、韓世坤，〈外資併購中國產業發展的效應分析與風險防範對策〉，《國際貿易問題》，2004年第2期。
7. 季紅、李清香、楊利紅，〈矛盾、衝突、博奕，徐工併購的背後〉，《經濟導刊》，2006年9月。
8. 李劍華，〈跨國公司在我國設立研發機構的成因分析〉，《中山大學學報論叢》，2002年06期。
9. 李鐵映，〈社會主義市場經濟理論的形成和重大突破---紀念中國共產黨第十一屆三中全會20周年〉，《經濟研究》，1999年第3期。
10. 李偉，〈論我國證券法中的上市公司收購〉，《政法論壇》，1999年第1期。
11. 胡峰、劉海龍，〈外資在我國併購後的文化衝突與整合問題探析〉，《貴州財經學院學報》，2003年第3期。
12. 胡峰，〈論跨國公司在華併購之文化整合〉，《廣州商學院學報》，2003年第2期。
13. 徐彬，〈企業併購後的整合與協同〉，《北京理工大學學報》，第2卷第3期(2000年8月)。
14. 徐崇利，〈外資准入的晚近發展趨勢與我國的立法實踐〉，《中國法學》，1996年第5期。
15. 陳濤濤、白曉晴，〈引進外資的轉折期：值得關注的理論與政策問題〉，《中國工商管理研究》外商投資專欄，2006年8月。
16. 陳晶，〈併購企業文化整合探討〉，《商場現代化》，2006年2月。
17. 張金鑫，秦耀林，崔永梅，〈併購走進新時代：前10月上市公司併購分析〉，available at <http://www.people.com.cn/BIG5/jinji/35/159/20021107/860689.html> (last visited 2007/3/8)。
18. 黃愛學，〈WTO與我國外資法律制度的完善〉，《康定民族師範高等專科學校學報》，2004年第13卷第3期。
19. 賈丹林，〈公司兼併、收購、合併、併購法律辨析〉，《財經問題研究》，2001年第2期。
20. 楊鵬慧，〈世貿組織法框架下我國外資准入制度研究〉，《投資研究》，2000年10月。
21. 裴長洪、林江，〈跨境併購是我國利用外資的新形式〉，《中國工業經濟》，第1期(2007年1月)。
22. 趙立敏、楊士富等，〈論跨國併購引資方式在我國存在的問題與對策〉，《遼寧

- 工學院學報》，第 6 卷第 6 期(2004 年 12 月)。
- 23. 蔡春林，〈外資併購考驗中國法規〉，中國商務部研究院《中國外資》，2006 年第 7 期。
  - 24. 鄧江凌，〈我國企業併購反壟斷立法的基本出發點考量〉，《學術探索》，2005 年第 5 期。
  - 25. 鄭海航，〈我國企業兼併存在的問題和建議〉，《中國工業經濟》，1999 年第 5 期。
  - 26. 慕亞平、吳四季，〈探析我國外資併購中的反壟斷規制---兼評《外商投資企業併購境內企業暫行規定》中的反壟斷規則〉，《學術研究》，2005 年第 8 期。
  - 27. 謝建平、江文、徐建平等，〈公司併購應注意的幾個專利問題〉，《研究與發展管理》，2002 年第 2 期。
  - 28. 譚智斌，〈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。

### 三、學位論文

#### (一) 台灣



- 1. 李瑞瑜，〈企業併購策略及其相關法律規範之研究〉，東吳大學法律研究所碩士論文，(1993)。
- 2. 林正雄，〈企業併購後續整合之研究—以台聚集團併購華塑企業為例〉，中山大學企業管理學系研究所碩士論文(2003)。
- 3. 柳照遠，〈兩岸併購法制之比較〉，淡江大學中國大陸研究所碩士在職專班碩士論文 (2004)。
- 4. 張家華，〈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〉，台灣大學國家發展研究所碩士論文(2006)。
- 5. 張朝棟，〈企業跨國併購法律規範之研究〉，東吳大學法律研究所碩士論文，(1994)。
- 6. 陳潔瑩，〈外商在中國併購市場之研究〉，政治大學國際貿易研究所碩士論文，(2003)。
- 7. 蕭易聰，〈臺資企業併購大陸國有企業之研究〉，淡江大學中國研究所經濟貿易組碩士論文 (1998)。

## (二) 中國

1. 王翊，〈我國上市公司反收購規制模式的問題與改進〉，北京大學法律研究所碩士論文(2005)。
2. 李靜，〈外資併購中國企業的反壟斷法律制度及其完善〉，北京大學法律研究所碩士論文(2005)。
3. 李壽雙，〈中國當前外資併購的法律環境與政府規制〉，北京大學法律研究所碩士論文(2004)。
4. 李燕，〈上市公司收購法律問題研究〉，西南政法大學法律研究所碩士論文(2001)。
5. 何焱，〈我國外資併購中的反壟斷制度研究〉，北京大學法律研究所碩士論文(2005)。
6. 陳俊紅，〈外資併購我國企業問題研究〉，北京大學法律研究所碩士論文(2005)。
7. 趙仕，〈外資併購中國企業法律規制論〉，政法大學法律研究所碩士論文(2000)。
8. 潘銀杰，〈中國外資併購制度變遷研究〉，北京大學法律研究所碩士論文(2005)。
9. 盧偉，〈外資併購中國上市公司問題研究〉，北京大學法律研究所碩士論文(2004)。
10. 羅玥，〈外資併購在我國的發展〉，北京大學法律研究所碩士論文(2005)。
11. 蘇番，〈淺議外資收購上市公司的法律制度〉，政法大學法律研究所碩士論文(2001)。



## 四、網站資料

1. 台灣行政院大陸委員會網站：<http://www.mac.gov.tw>
2. 台灣聯合知識庫網站：<http://udndata.com>
3. 台灣貿易發展委員會國際經貿服務網：<http://www.cnfi.org.tw/wto/>
4. 台灣國際貿易局：<http://wwwdoc.trade.gov.tw>
5. 中國併購交易網：<http://www.mergers-china.com>
6. 中國網：<http://big5.china.com.cn>
7. 中國經濟信息網：<http://www1.cei.gov.cn>
8. 中國商務部：<http://www.fdi.gov.cn>

9. 中國國家統計局：<http://www.stats.gov.cn>
10. 中國全國人民代表大會網站：<http://www.npc.gov.cn/>
11. 中國國家工商行政管理總局網站：<http://www.saic.gov.cn/>
12. 中國國務院網站：<http://www.gov.cn>
13. 中國國有資產監督管理委員會網站：<http://www.sasac.gov.cn>
14. 中國證券監督管理委員會網站：<http://www.csrc.gov.cn/cn>
15. 中國國家發展和改革委員會網站：<http://www.sdpc.gov.cn>
16. 中國財政部網站：<http://www.mof.gov.cn/index.htm>
17. 中國人民銀行網站：<http://www.pbc.gov.cn>
18. 中國國家外匯管理局網站：<http://www.circ.gov.cn>
19. 中國國務院台灣事物辦公室網站：<http://www.gwytb.gov.cn>
20. 中國商務部外國投資管理司網站：<http://wzs.mofcom.gov.cn>

## 五、其他資料

- 
1. 〈中國規範外資併購進入倒計時〉，《商務週刊》，2006/04/05。
  2. 王晨波，〈凱雷阻擊戰：一場併購引發的反思〉，《中國經濟週刊》，2006/04/17。
  3. 〈外資「隱形併購」現象應引起重視〉，中國《金融時報》，2006/11/28，第9版。
  4. 李俠，〈鼓勵收購，控制風險，維護公平〉，《金融時報》，2006/08/03，第2版。
  5. 何軍，〈徐工董事長披露凱雷降低收購比例內幕〉，《上海證券報》，2006/10/26，第A4版。
  6. 周國洪，〈凱雷-徐工併購案獨家調查〉，《瞭望新聞週刊》，2006/06/01。
  7. 陳為，〈“過濾”外資併購〉，《證券市場週刊》，2006/08/19。
  8. 〈凱雷的動機〉，《中國經濟週刊》，2006年第28期。
  9. 程紅星、王興林，〈外資過度併購有五大負面影響〉，中國《上海證券報》，2006/08/23，第A14版。
  10. 鄭智楊，〈外商A股併購的基本法律特徵研究〉，《國際商報》，2006/12/20，第8版。
  11. 劉洪彬，〈併購徐工命懸一線，凱雷期待轉機〉，《國際商報》，2006/10/12，第10版。

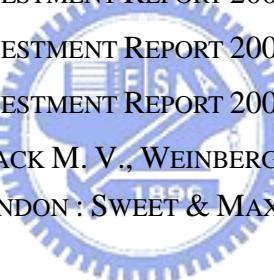
## 外文資料部分

(按英文順序字母排列)

### 一、英文書籍

1. ALFRED E. KAHN, THE ECONOMICS OF REGULATION: PRINCIPLES AND INSTITUTIONS, CAMBRIDGE: MIT PRESS (1988).
2. CATHERINE H. STOCKELL, A PRIMER ON DUE DILIGENCE REVIEWS OF INTELLECTUAL PROPERTY ASSETS, PLI CORPORATE LAW AND PRACTICE COURSE HANDBOOK SERIES, NO. 441, NEW YORK: PRACTISING LAW INSTITUTE (1999).
3. BAKER & MCKENZIE, RESEARCH REPORT : GUIDE TO MERGERS & ACQUISITION 2003. (2003).
4. DAVID MAC DOUGALL & PETER CAMERON, TRADE IN ENERGY AND NATIONAL RESOURCES, TRADE-RELATED INVESTMENT MEASURES, FOCUS ON EASTERN EUROPE, JOURNAL OF WORLD TRADE, VOL. 28, NEW YORK: ASPEN PUBLISHERS PRESS (1994).
5. HASPESLAGH, P. C. & JEMISON, D. B., MANAGING ACQUISITION-CREATING VALUE THROUGH CORPORATE RENEWAL, NEW YORK: FREE PRESS.
6. JUDITH L. CHURCH, RESOLVING INTELLECTUAL PROPERTY ISSUES IN MERGERS AND ACQUISITIONS, PLI PATENT, COPYRIGHTS, TRADEMARKS AND LITERARY PROPERTY COURSE HANDBOOK SERIES, NO. 559, NEW YORK: PRACTISING LAW INSTITUTE (1999).
7. KEVIN G. RIVETTE & DAVID KLINE, REMBRANDTS IN THE ATTIC: UNLOCKING THE HIDDEN VALUE OF PATENTS, BOSTON: HARVARD BUSINESS SCHOOL PRESS (1999).
8. LAETITIA TJOA, NEW M&A GUIDELINES IN CHINA, HONG KONG DUTCH BUSINESS ASSOCIATION MAGAZINE, APRIL (2003).
9. L. M. BROWNLEE, INTELLECTUAL PROPERTY DUE DILIGENCE IN CORPORATE TRANSACTIONS, EAGAN: WEST GROUP (2002).
10. MELVIN SIMENSKY & WILLIAM M. HEBERER, INTELLECTUAL PROPERTY, DUE DILIGENCE, AND SECURITY INTEREST ISSUES IN MERGERS AND ACQUISITIONS, INTELLECTUAL PROPERTY ASSETS IN MERGERS AND ACQUISITIONS, NEW YORK:

- JOHN WILEY & SONS, INC. (2002).
11. PIERRE SAUVE, *QS AND AS ON TRADE, INVESTMENT AND THE WTO, JOURNAL OF WORLD TRADE*, VOL.31, NEW YORK: ASPEN PUBLISHERS PRESS (1997).
  12. RAYMOND LI, *INTRODUCTION TO MERGERS AND ACQUISITION OF DOMESTIC ENTERPRISES BY FOREIGN INVESTORS IN CHINA, RESEARCH REPORT ISSUED BY PAUL, HASTINGS, JANOFSKY & WALKER LLP* (2003).
  13. ROWTHORN R. E. AND WELLS J. R., *DE-INDUSTRIALIZATION AND FOREIGN TRADE*, NEW YORK: CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS (1987).
  14. ROBERT CHARLES CLARK, *CORPORATE LAWS*, LITTLE, BROWN AND COMPANY (1986).
  15. SHELDON BURSHTEIN, *INTELLECTUAL PROPERTY AND TECHNOLOGY DUE DILIGENCE IN BUSINESS TRANSACTIONS, INTELLECTUAL PROPERTY ASSETS IN MERGERS AND ACQUISITIONS*, NEW YORK: JOHN WILEY & SONS, INC. (2002).
  16. TIM BRÜ CKNER, *AN ANALYSIS OF THE M&A MARKET IN MAINLAND CHINA*, HOCHSCHULE FÜR BANKWIRTSCHAFT, UNIVERSITÄT ZU KÖLN. (2005).
  17. UNCTAD, *WORLD INVESTMENT REPORT 2005*.
  18. UNCTAD, *WORLD INVESTMENT REPORT 2004*.
  19. UNCTAD, *WORLD INVESTMENT REPORT 2003*.
  20. WEINBERG M.A. & BLACK M. V., *WEINBERG AND BLACK ON TAKE OVER AND MERGERS* (5<sup>TH</sup> ED.), LONDON: SWEET & MAXWELL PRESS (1989).



## 二、英文期刊

1. Jacqueline A. Daunt, *Mergers & Acquisitions: A Strategy for High Technology Companies*, ARTICLE OF FENWICK & WEST, LLP (2003).
2. Kevin A. Frick & Alberto Torres, *Learning from high-tech deals*, THE MCKINSEY QUARTERLY NO. 1 (2002).
3. Michael B. Lachuk & James R. Myers, *IP Due Diligence in Business Transactions: Develop Your Plan Now*, ACCA DOCKET 21, No. 1 (2003/01).
4. Peter J. Gardner, *A Role for the Business Attorney in the Twenty-First Century: Adding Value to the Client's Enterprise in the Knowledge Economy*, MARQUETTE INTELLECTUAL PROPERTY LAW REVIEW, VOL. 7 (2003).
5. Thomas L. Brewer, *International Investment Dispute Settlement Procedures: The Evolving Regime for Foreign Direct Investment, Law & Policy in International*

*Business*, VOL.26 , Washington D.C. area : Georgetown University Law Center Press (1995).

### 三、網站資料

1. EU: <http://europa.eu.int>
2. Morgan Stanley: <http://www.morganstanleychina.com>
3. Organization for Economic Co-operation and Development: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)
4. United Nations Conference on Trade and Development: <http://www.unctad.org>
5. United State Department of Justice: [www.usdoj.gov](http://www.usdoj.gov)
6. United State Federal Trade Commission: [www.ftc.gov](http://www.ftc.gov)
7. WTO: <http://www.wto.org>
8. World Bank: <http://www.worldbank.org>



## 附 錄

### 中國外資併購相關規範

法規名稱	施行日期	公布機關	主要規範內容	備註
《全民所有制工業企業法》	1988/04/13 頒佈；08/01 施行	全國人民大會(以下簡稱「全國人大常委會」)	保障全民所有制經濟之鞏固與發展，明確全民所有制工業企業之權義，促進社會主義現代化建設為目標，為第一部規範企業組織行為之基本法律	
《私營企業暫行條例》	1988/06/25	國務院	鼓勵、引導私營企業健全發展，繁榮社會主義有計畫商品經濟	私營企業分立、合併、轉讓等，應向工商行政管理機關變更或重為登記
《關於企業兼併的暫行辦法》	1989/02/19	國家體制改革委員會委 (以下簡稱「國家體改委」)、國家計畫改革委 (以下簡稱「國家計委」)、財政部、國家國有資產管理局	對兼併之意涵、原則、形式、對象、程式及被兼併企業的資產評估、職工安置、稅收管理等問題概略規範	
《關於出售國有小型企業產權的暫行辦法》	1989/02/19	國家體改委、財政部、國家國有資產管理局	有計畫地出售國有小型企業產權，此為調整所有制結構和深化企業改革之重要內容	
《國有資產評估管理辦法》	1991/11/16	國務院	正確體現國有資產質量，保護國有資產所有者、經營者及使用者之權益	
《全民所有制工業企業轉	1992/07/23	國務院	就企業經營自主權、自負盈	為全民所有制

《換經營機制條例》			虧、關停併轉以及企業與政府之關係等事項加以規範	工業企業法之補充
《股票發行與交易管理條例》	1993/04/22	國務院證券委員會	證券法施行前規範股票發行與交易之行政規章	中國首度對上市公司收購行為作出規範
《中華人民共和國公司法》	1993/12/29 頒布； 1994/07/01 施行	全國人大常委會	規範公司組織及行為之基本規範	1999、2004、 2005分別作出修正
《暫停向外商轉讓上市公司國家股和法人股的通知》	1995/09/23	中國證券監督管理委員會(以下簡稱「證監會」)	在相關辦法頒佈前任何單位禁止向外商轉讓上市公司國家股及法人股	
《企業兼併有關財務問題的暫行規定》	1996/08/20	財政部	促進產業結構調整，規範企業兼併財務管理及被兼併企業的資產清查範圍、產權轉讓價格之確定等事項	主要適用於國有企業
《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》	1997/05	原對外貿易經濟合作部	外商企業股東股份轉讓或質押等相關作業規定	
《中華人民共和國證券法》	1998/12/29 頒佈； 1999/07/01 施行	全國人大常委會	規範證券發行與交易行為，保障投資者合法權益	規範上市公司併購主體、方式等權義問題
《中華人民共和國合同法》	1999/03/15 頒佈； 1999/10/01 施行	全國人大常委會	保障合同當事人權益，維護社會經濟秩序	屬企業併購行為之基本規範
《外商收購國有企業的暫行規定》	1999/08	國家經濟貿易委員會 (以下簡稱「國家經貿委」)	准許外商參與購買國有企業	收購步驟及標準不明確，審批程序複雜
《公開發行股票公司資訊披露的內容與格式準則第二號》	1999/12/08	證監會	中國境內公開上市股份有限公司編制中期報告之準則	本準則涉及併購事項相關內容之資訊披露規定，曾於2002年及

				2003 年修訂
《上市公司股東大會規範意見》	2000/05/18	證監會	確保股東大會依法行使職權	涉及上市公司合併、分立、收購或出售資產等事項之提案方式及表決方法
《關於規範上市公司重大購買或出售資產行為的通知》	2000/06/06	證監會	規範上市公司重大購買或出售資產行為之標準及程序	
《關於加強上市公司監管工作的意見》	2000/06/07	證監會	落實中國證券期貨工作會議精神，強化監管體制	本意見要求證監會各派出機構應加強對上市公司收購兼併及資產重組活動之監管
《國家稅務總局關於企業合併分立業務有關所得稅問題的通知》	2000/06/21	國家稅務總局	規範企業合併或分立時所得稅徵收等相關規定	
《國家稅務總局關於企業股權投資業務若干所得稅問題的通知》	2000/06/21	國家稅務總局	規範股權投資時所得稅徵收等相關問題	
《關於股份有限公司國有股權管理工作有關問題的通知》	2000/07/01	財政部	關於國有股權管理工作職能劃分及管理程序等	
《關於外商投資股份有限公司有關問題的通知》	2001/05/18	原外經貿部	規定外商投資公司申請發行A股或B股之相關條件	
《關於上市公司國有股質押有關問題的通知》	2001/10/25	財政部	關於上市公司國有股質押及管理相關事宜	
《金融資產管理公司吸收外資參與重組與處置的暫行規定》	2001/10/26	原外經貿部、財政部、中國人民銀行	金融資產管理公司向外商出售或轉讓其擁有之非上市公司，非上市公司之股權、債權或實物資產等轉讓規定	
《關於上市公司涉及投資有關問題的若干意見》	2001/11/05	原外經貿部、證監會	允許外資企業申請上市以及受讓上市公司的非流通股，以及對外資企業應依照國民待遇原則等同待之	
《關於外商投資企業合併	2001/11/22	原外經貿	對外商投資企業之合併或分	

與分立的決定》		部、國家工商總局	立做出原則性規定，並救外商併購國有企業加以規範	
《關於上市公司重大購買、出售、置換資產若干問題的通知》	2002/01/01	證監會	加強對上市公司重大購買、出售、置換資產等行為之規範	
《國有資產評估管理若干問題的規定》/《國有資產評估項目核准管理辦法》/《國有資產評估項目備案管理辦法》	2002/01/01	財政部	規範經濟結構調整中的國有資本運營行為，維護國有資產合法權益	對國有資產評估實行核准制及備案制。除經國務院批准實施的重大經濟事項涉及的資產評估項目，由財政部負責核准外，對資產評估實行備案制
《指導外商投資方向規定》/《外商投資產業指導目錄》	2002/03/11 發佈； 2002/04/01 施行	國家計委、 國家經貿委、原外經貿部 	配合中國加入WTO之開放承諾，大幅放寬外商投資項目。相較於過去，有以下變化： 1.增加鼓勵類項目； 2.進一步開放銀行、保險、商業等服務貿易領域； 3.將一般工業行業劃入允許類； 4.放寬外商投資西部地區的股份比例及行業限制	同時，廢止1997年版的《外商投資產業指導目錄》
《外資參股公司的設立規則》/《外資參股基金管理公司的設立規則》(已廢止)	2002/07/01	證監會	允許外商投資中國證券公司及基金管理公司	
《上市公司收購管理辦法》	2002/09/28 發布； 2002/12/01 施行	證監會	規範上市公司收購活動，收購人可以透過協議收購、要約收購或證券交易所的集中競價交易方式進行上市公司收購，優化資源配置	對於上市公司收購之完整規範
《上市公司股東持股變動資訊管理辦法》	2002/09/28 發布；	證監會	規範上市公司股東持股變動資訊披露等相關問題	

	2002/12/01 施行			
《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》	2002/11/01	證監會、財政部、原國家經貿委	確立向外商轉讓境內上市公司國有股及法人股之原則、程序等規定	
《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》	2002/11/07 發布； 2002/12/01 施行	證監會、中國人民銀行	准許合格境外投資機構透過託管銀行投資境內 A 股市場	透過 QFII 制度運作
《利用外資改組國有企業暫行規定》	2002/11/08 發布； 2003/01/01 施行	國家經貿委、財政部、工商總局、外匯局	金融業及上市公司以外的國有企業得向外資轉讓國有產權、股權、債權及資產，或者接受外資增資，改組為外商投資企業	利用外資參與國企改革
《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》	2003/01/01	原外經貿部、國家稅務總局、國家外匯管理局、國家工商行政管理局	規範外商投資企業在審批、登記、外匯及稅收管理方面等要件及程序之規定	
《外商投資創業投資企業管理規定》	2003/03/01	原外經貿部、科學技術部、國家稅務總局、國家外匯管理局、國家工商總局	規範外商投資創業投資企業之設立、組織等相關規定	《關於設立外商投資創業投資企業的暫行規定》同日廢止
《外國投資者併購境內企業暫行規定》	2003/03/07 發布； 2003/04/12 施行	原外經貿部、國家稅務總局、國家工商行政管理局、國家外匯管理局	規範外資併購的投資方向、金額、國有企業改革方式及程序、職工安置、債權債務處理機制等	對於跨國投資的完整規範
《關於要約收購涉及的被收購公司股票上市交易條件有關問題的通知》	2003/05/20	證監會	為解決因收購人履行要約收購義務涉及的被收購公司股票終止交易問題，充分保護	

			廣大中小投資者的合法權益	
《企業國有資產監督管理暫行條例》	2003/05/27	國務院	規範國有資產監督管理機構之職責等管理事項	
《關於外國投資者併購境內企業股權有關稅收問題的通知》	2003/05/28	國家稅務總局	規範外國投資者併購境內企業股權有關稅收問題等相關事宜，如稅收優惠政策等	
《關於規範國有企業改制工作的意見》	2003/11/30	國資委	對於國企改革相關議題之政策要求	
《境外金融機構投資入股中資金融機構管理辦法》	2003/12/08	中國銀行業監督管理委員會	境外金融機構依法向中資金融機構投資入股等相關規定	
《企業國有產權轉讓管理暫行辦法》	2003/12/31	國務院國有資產監督管理委員會、財政部	規範企業國有產權轉讓行為，加強企業國有產權交易之監管，以免國有資產流失	
《關於規範上市公司實際控制權轉移行為有關問題的通知》	2004/01/07	證監會	針對收購人未成為公司股東以前以表決權委託的方式取得對上市公司控制權之行為加以規範	
《關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》	2004/01/31	國務院	關於資本市場與改革開放穩定發展的指導意見及整體部署政策	
《企業國有產權轉讓管理暫行辦法》	2004/02/01	國資委、財政部	就國有資產監督管理機構、持有國有資本的企業將所持有的企業國有產權有償轉讓給境內外之法人、自然人或其他組織等行為之規範	
《外商投資商業領域管理辦法》	2004/06/01	商務部	關於外商投資商業之設立條件、程式、及經營範圍之規範	
《關於投資體制改革的決定》	2004/07/16	國務院	為提高投資宏觀調控和監管的有效性，進一步深化改革體制而設	
《證券投資基金管理公司管理辦法》	2004/10/01	證監會	廢止《外資參股基金管理公司設立規則》之適用	
《關於外商投資舉辦投資性公司的規定》	2004/12/17	商務部	關於投資性公司之申請條件、程式等規定	
新版《外商投資產業指導	2005/01/01	商務部、國	進一步開放外資准入之領	

目錄》		家發展改革委	域，並擴大外資併購境內企業之範圍	
《關於依法行政做好外商投資企業審批工作的通知》	2005/01/21	商務部	要求各地外經貿(商務)主管部門於吸收外資時須依法行政	
《關於完善外資併購外匯管理有關問題的通知》	2005/01/24	國家外匯管理局	規範審批、登記等程式規定及外資併購設立外商投資企業之外匯操作流程等	附件為外資併購設立外商投資企業的外匯登記操作規程
《企業國有產權向管理層轉讓暫行規定》	2005/04/01	國資委、財政部	規範企業國有產權向管理層轉讓如清產合資、財務審計等相關細節	
《關於上市公司股權分置改革試點有關問題的通知》(已廢止)	2005/04/29	證監會	規範試點公司進行股權分置改革方案等相關程序問題	
《關於做好股權分置改革試點工作的意見》	2005/05/30	證監會、國資委	要求試點上市公司實行股權分置改革時，應保障投資者權益，並鼓勵改革後公司進行併購重組	
《關於股權分置試點改革有關稅收政策問題的通知》	2005/06/13	財政部、國家稅收總局	規定股權分置改革過程中因非流通股股東與流通股股東股權轉讓所生之稅收問題	
《上市公司回購社會公眾股份管理辦法(試行)》	2005/06/16	證監會	就允許上市公司回購股票等相關程序、方法及資訊公開等相關規定	
《關於上市公司控股股東在股權分置改革後增持社會公眾股份有關問題的通知》	2005/06/16	證監會	規範控股股東於擬增持股份時之資訊公開及其他相關事項	
《關於上市公司股權分置改革的指導意見》	2005/08/23	證監會、國資委、財政部、商務部、中國人民銀行	建立流通股與非流通股間之轉讓機制，解決 A 股市場股份轉讓制度差異性之問題	
《上市公司股權分置改革管理辦法》	2005/09/04	證監會	關於上市公司股權分置改革之操作程序等相關問題	廢止《關於上市公司股權分

				置改革試點有關問題的通知》及《關於做好第二批上市公司股權分置改革試點工作有關問題的通知》之適用
《關於上市公司股權分置改革中國有股股權管理有關問題的通知》	2005/09/08	國資委	規範上市公司國有股股東進行股權分置改革之基本原則及操作程序等	
《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》	2005/10/26	商務部、證監會	規範持有外商投資企業批准證書的A股外商投資上市公司股權分置改革涉及的股權變更及改革後之企業性質等問題	
《關於做好企業國有產權轉讓監督檢查工作的通知》	2005/11/17	國資委、財政部、發改委、監察部、國家工商總局、證監會	規範督察企業國有產權轉讓等問題及其處理程序	
《關於進一步規範國有企業改制工作的實施意見》	2005/12/19	國資委	主要涉及國企改革審批改制方案、清算核資等改制過程中遭遇之問題	
新修訂《公司法》	2006/01/01	全國人大常委會	為了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	
新修訂《證券法》	2006/01/01	全國人大常委會	為了規範證券發行和交易行為，保護投資者的合法權益，維護社會經濟秩序和社會公共利益，促進社會主義市場經濟的發展	
《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》	2006/01/30	商務部、證監會、國家稅務總局、	為了規範股權分置改革後外國投資者對A股上市公司進行戰略投資，維護證券市場	明確了外資可以併購國有大中型企業，持

		國家工商總局、國家外匯局	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	有國內上市公司股份，進一步對外資併購提供了法律方面依據和合理程序
《上市公司高管股權激勵管理辦法》	2006/01	證監會	明確規定，已完成股權分置改革的上市公司，可以按規定實施管理層股權激勵	
新修訂《上市公司收購管理辦法》	2006/09/01	證監會	主要兩大目標係通過定向發行實現整體上市，實現優質資產注入和引進戰略投資者，支持企業借住換股吸收合併、定向回購、非公開發行等方式實現整體上市	《上市公司股東持股變動資訊披露管理辦法》、《關於要約收購涉及的被收購公司股票上市交易條件有關問題的通知》和《關於規範上市公司實際控制權轉移行爲有關問題的通知》同時廢止
與《上市公司收購管理辦法》配套的資訊披露內容及格式準則第 15 號至第 19 號	2006/09/01	證監會	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》。經過修訂的這些配套文件，根據重要性原則，突出強調了收購人披露資訊的實用性和有效性，強化了上市公司控制權變化的透明度，為維護市場秩序、保護中小股東利益提供了基本保障。	根據新修訂的《收購辦法》，監管部門按照投資者持股比例的不同，規定了詳略程度不同的資訊披露要求。
《關於外國投資者併購境內企業的規定》	2006/09/08	商務部、國資委、國家稅務總局、	該《規定》指出，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，	商務部與發改委之間對此態度不一。發改

		<p>國家工商行政管理總局、證監會、國家外匯管理局</p>	<p>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。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。</p>	<p>委認為並無產業出現外資壟斷的情況，但是商務部卻認為已經出現了壟斷趨勢。所以，此次的規定由商務部牽頭，在原來《外國投資者併購境內企業暫行規定》(2003年由原外經貿部、中國工商總局、中國稅務總局、中國外匯管理局聯合發佈)之基礎上全面修訂</p>
--	--	-------------------------------	--	--

資料來源：本研究整理

