

摘要

隨著經濟全球化，並為了因應台資或外資投資中國大陸境內企業，本文擬探討中國現行法律環境並且加以分析外資併購法規範，並針對法律問題提出建議。第一章是討論研究動機，並闡釋研究方法以及本文架構。第二章主要是針對外資併購的定義、行為、流程為全面介紹。第三章是介紹現行中國法律環境及外資併購法律制度的法律立法背景、發展及其缺陷。第四章主要是探討較著名併購案例，實際探討理論於實踐面之缺失。第五章是針對法律問題於立法上之建議，如何能改善中國外資併購的法律環境，期望能完善立法體系，改善實際面問題。

關鍵詞：外資、併購、法律環境、併購程序

Abstract

With the globalized economy and for the Taiwanese and foreign capital of investment in China's enterprises, the essay is aimed at the discussion of Chinese legal circumstances and the analysis of legal system of merger and acquisitions by foreign companies. In the meantime, it also suggests the solutions to the mentioned legal problems. The essay falls into five parts, and Chapter I is the introduction in the essay motives, its framework and how to do the research. Chapter II is the comprehensive understanding in the definition, its models and procedures of M&A by foreign companies. Chapter III describes the present China's legal circumstances, legal system in terms of background and development and its defects. Chapter IV confers the well-known cases to do the research on M&A by foreign companies in order to analyze the weakness of the theory in the practical experience. Chapter V comes to the conclusions that the essay brings up an idea of the solutions to the legal defects and how to improve the present legal circumstances, and still expects to perfect the legislative system in M&A by foreign investors and mend the flaws in practice in the long run.

Keywords: foreign investment, M&A, legal circumstances, procedures of M&A

目錄

第一章 緒論.....	1
第二章 外資併購概述與流程.....	4
第一節 併購工具-併購貸款.....	4
第二節 合併(Merger).....	5
第三節 收購(Acquisition).....	9
第四節 併購條款.....	17
第五節 外資收購中國大陸公司流程.....	24
第六節 小結.....	26
第三章 外資併購中國境內企業之法律制度發展現狀與問題.....	27
第一節 中國外資併購立法背景、演變歷程以及立法現狀.....	27
第二節 外資併購中國境內企業的法律缺陷分析.....	37
第一項 立法層面問題.....	37
第二項 實踐層面問題.....	41
1. 國民待遇與市場准入.....	41
2. 資訊透明化.....	42
3. 資產評估.....	42
4. 員工問題.....	43
5. 審批程序.....	44
6. 代理問題.....	45
第三節 反壟斷法介紹-以經營者集中為核心.....	46
第四章 經典案例分析.....	52
第一節 案例一-SEB收購蘇泊爾案.....	52

第二節 案例二—匯源收購案	59
第五章 中國外資併購法規範之建構與思考	63
第一節 外資併購的立法趨勢	63
第二節 結論	68
參考文獻	70

第一章緒論

第一節 研究題目

外資併購中國境內企業之法律問題剖析

第二節 研究動機與目的

中國大陸在過去幾年來，以其低廉的勞動力以及廣大的市場為誘因，成為全球最具投資吸引力之國家，因而外商投資企業的相互競爭，亦為中國大陸帶動經濟成長主要因素之一，因此各種跨境併購活動因運而生。

在更多產業領域逐步開放下，外資對於中國大陸的布局更為積極，進而促使跨境併購(Cross-border M&A)成為外國直接投資(Foreign Direct Investors)主要模式，以建構在中國大陸市場的競爭力，而形成外資進入中國大陸的一個新興投資方式及策略。由於併購較諸直接投資有縮短投資時間，並迅速取得市場佔有率，有利於企業對於全球產業布局規劃之特點，外資在中國大陸從事併購的模式將逐步成為進入中國大陸的主要形式之一。

本文嘗試以中國大陸的經濟背景因素，探討外資併購之立法沿革，相關法律及命令之適用，以及有鑑於中國大陸和台灣的特殊關係，規劃出外資併購中國大陸之法令適用雛形，使外資併購有所依循。另外針對外資併購可能因為產業特殊性、避免國有資產流失、股份移轉之限制，所涉及之法令龐雜，批准和審批機關不一而足，故點出於外資併購時可能產生之法律爭議，諸如少數股東和員工之保護，並提出可能之解決方式以供借鏡。

本研究主要架構為立法沿革、法令適用、案例研究、法律問題以及解決方式，最後勾勒出外資併購中國大陸的前景。

第三節 研究範圍與限制

根據聯合國貿發會議 2012、2013 年世界投資報告，對於外國直接投資(FDI)的投入國或流出國排名，中國都是後起之秀。而中國近幾年利用外資擬將國有企業進行轉型，而國有企業在中國民生經濟占有重要戰略地位，為外資企業投資重點項目。因此，本文擬針對外資併購中國境內企業為研究對象，並對於外資併購作為對外直接投資為主要形式之一為詳盡介紹。再者，國有企業因在社會主義國家的中國占有重要經濟地位，故其國有企業的併購國家民生安全問題，本文擬對於國有企業併購造成可能的壟斷而設專節討論。最後，因中國併購活動正處於勃興階段，惟併購法律規範卻未臻完善，本文擬針對併購法規範之立法層面及實踐面上的缺失做一番檢討，並在文末最後提出可能解決方案。

中國對於相關資料、數據做選擇性公布，在資訊可能非完全透明化下，本文盡可能從相關學者文獻、中國碩博士論文中，抽絲剝繭出最客觀事實以及法律見解。職此，在某些案例或者數據分析的資料，可能未能收集齊全，對於筆者在解讀法律適用以及客觀事實有所限制。故本文盡量在完整客觀事實下，做最精確的解讀並提出自己法律看法。

第四節 研究方法

一、 制度分析法

本論文擬以中國《公司法》、《證交法》為中心出發，並輔以《關於外國投資者併購境內企業的規定》、《反壟斷法》、《關於建立外國投資者併購境內企業安全審查制度通知》進行外資併購中國境內企業所面臨的法律問題以及實務操作上的難題進行分析、問題探討，並提出可行方案。

二、 文獻分析法

蒐集與本論文主題相關之學術教科書、學術論文、研究計畫、學位論文、政府出版品、學術研討會記錄以及期刊文章等文獻，整理分析並進而歸納，以作為本文研究之參考。

三、 歷史研究法

所謂歷史研究法係指，以事物本身產生和發展的歷史過程，作為研究以及了解該事物發展規律的一種研究方法。在探討一個法制度是否須修改，應從其立法相關背景以及歷史進程資料收集並進行討論分析，透過對一事物過去脈絡的了解，才能針對現在、未來的發展充分預見並規劃出最圓滿之狀態。本文擬針對中國對於一開始限制外資併購，進而開放外資投資之相關形成背景、法制沿革、中國國有企業概況及國有企業併購研究上，均以歷史研究法做為主軸。

四、 比較法上的討論

中國多數法律都是繼受外國法而引進，必須對外國法制為探討，特別是中國反壟斷法。本文將參考外國立法例及台灣相關併購法規範，比較外國法及台灣之相關法令規定，輔以學說見解及相關文獻探討，以供中國法制之參考，進而作為修正中國法規範之借鏡。

第五節 研究架構

本文擬先對「外資併購」作一整體解釋，而期待能在中國併購相關規範中提出一種最適當解釋，應用於實務操作上。並對中國國有企業之歷史背景、外資併購國有企業之三方動機以及併購後所可能產生之衝擊作一詳盡介紹。次按現行中國法制、文獻資料以及專書論文對於外國投資者併購中國上市企業所遇法律阻礙，並對外資中國併購法律環境完整分析，提出立法以及實踐層面上的問題。

本文於第四章擬以經典案例作為討論，分析中國外資併購上市公司實踐面上所面臨問題並進一步統整併購實務上之阻礙，以求理論、實務合一。最後，本文對於中國併購國有企業之法律問題提出一系列較完整的立法模式及解決方案，以俾能對外資併購中國國有企業之投資問題有所助益，並期待對於外資併購中國抑或台資併購中國之法律問題之解決提供一己之心力。

關於本論文簡要架構如下：

本文共分為六章：

第一章：緒論

第二章：外資併購概述與流程

第一節 併購工具-併購貸款

第二節 合併(Merger)

第三節 收購方式 (Acquisition)

第四節 併購條款

第五節 外資收購中國大陸上市公司流程

第六節 小節

第三章：外資併購中國國有企業之法律制度發展現狀與問題

第一節 中國外資併購立法背景、演變歷程以及立法現狀

第二節 外資併購中國境內企業的法律缺陷分析

第一項 立法層面問題

第二項 實踐層面問題

1. 國民待遇與市場准入

2. 資訊透明化

3. 資產評估

4. 員工問題

5. 審批程序

6. 代理問題

第三節 反壟斷法介紹-以經營者集中為核心

第四章：經典案例分析

第一節 案例一—SEB 收購蘇泊爾案

第二節 案例二—匯源收購案

第五章：中國外資併購法規範之建構與思考

第一節 外資併購的立法趨勢

第二節 結論

第二章 外資併購概述與流程介紹

第一節 併購工具-併購貸款

併購融資指為完成企業間併購而融通資金的過程，而併購貸款，即商業銀行向併購方企業或併購方控股子公司發放的，用於支付併購股權對價款項之貸款。主要是針對境內優勢客戶在改製、改組過程中，有償兼併、收購國內其他企事業法人、已建成項目及進行資產、債務重組中產生的融資需求而發放的貸款。其目的在於倘融資數額較大時，獲得方式較多，對於併購後企業的資本結構、公司治理等方面將產生重大影響，而併購融資方式依照資金來源可分為內部融資以及外部融資¹，且因應融資貸款，中國大陸銀監局於2008年12月9日頒布《商業銀行併購貸款風險管理指引》，分述如下：

第一項 內部融資

內部融資是指從企業內部籌措資金，此種方式往往造成併購方企業資金短缺，所以內部融資一般非企業融資主要方式，而通常企業可動用的內部資金有稅後利息、折舊或閒置資產變賣等幾種形式。

第二項 外部融資²

外部融資是指企業從外部開拓資金來源，向企業以外的金融主體籌措資金，包括向銀行借貸資金、非銀行金融機構籌措資金、通過證券市場發行有價證券籌措資金等，以下介紹外資併購常用方式-併購貸款時所涉及之部門規章。

第三項 《商業銀行併購貸款風險管理指引》

1996年央行制定的《貸款通則》規定，商業銀行不許提供併購貸款。蓋為了保障貸款的安全性，明文規範商業銀行之貸款禁止投入股權領域。2005年以來，商業銀行經事前向銀監會報批確認後，向中石油、中石化、中海油、華能、國航發放了相應貸款，用於從事股權併購，即所謂的“一事一批”制度。“一事一批”亦即商業銀行先出具有條件的融資承諾函，向監管機構請示確認辦理股權融資業務的適法性，獲得批准後再實際發放貸款。2008年12月3日，國務院部署的“金融國九條”第五條中明確提出“通過併購貸款等多種形式，拓寬企業融資渠道”。

中國大陸銀監局於2008年12月9日頒布《商業銀行併購貸款風險管理指引》，為規範銀行並購貸款行為，提高銀行並購貸款風險管理能力，加強銀行業對經濟結構調整和資源優化配置的支援力度，保持經濟平穩較快發展，促進行業整合和產業升級特予制訂頒布。其重點有二，第一：允許符合條件的商業銀行開

¹ 李冀東. 芻議企業併購融資. 中國鄉鎮企業會計, 2012(7) 徐晶. 我國企業併購融資問題分析. 商業研究, 2004(12)

² 謝沛善, 企業併購融資中的障礙及突破. 廣西財政高等專科學校學報, 2005, 18(4)

辦併購貸款業務，以滿足企業併購融資之需求³；第二：改變 1996 年央行制定的「貸款通則」，不得用貸款從事股本權益性投資的限制性規定。

第二節 合併(Merger)

企業併購屬於「公司重組」(corporate structural changes)概念一環，公司重組屬廣泛定義，態樣繁多，包含公司合併、分割、股份交換、營業讓與(台灣公司法第 185 條)、公開收購(tender offer；台灣證券交易法第 43-1 第 2 項~第 43-5)．．等等不一而足，茲討論公司合併之類型如下。

第一項 依照併購行業分類

依照併購雙方所處之行業劃分可區分為橫向併購、縱向併購以及混合併購⁴。

1、 橫向併購

橫向併購指市場上競爭對手間之併購，併購雙方或多方原屬於同一產業，生產同類產品或銷售同類業務的公司之間上市公司併購。橫向併購結果使相同產業在同一生產、銷售領域或部門間集中，組成橫向托拉斯，擴大生產規模，節省經費支出，提升設備使用率。

2、 縱向併購

縱向併購指生產過程或經營環節相互銜接，具有合作關係的專業化公司間之併購。併購企業的雙方或多方間多具有材料生產、供應、加工及銷售關係，分處於生產和流通過程的不同階段。收購公司為了提高管理效率，減少交易成本，實現垂直一體化，而對其上下游企業進行併購。

3、混合併購

混合併購是指橫向併購與縱向併購相結合的公司併購，通常發生在某一產業企圖進入利潤較高的另一產業時，其主要目的在於減少長期經營一個行業所帶來的風險，乃實現企業多角化經營目標最快的方式。

³ 一、允許符合以下條件的商業銀行法人機構開展併購貸款業務：（一）有健全的風險管理和有效的內控機制；（二）貸款損失專項準備充足率不低於 100%；（三）資本充足率不低於 10%；（四）一般準備餘額不低於同期貸款餘額的 1%；（五）有併購貸款盡職調查和風險評估的專業團隊。

⁴黃中文、劉向東、李建良著，外資在華併購研究，中國金融出版社，2010 年 2 月，第 81~83 頁；方立雄、徐步雲，兼併與收購-上市公司的反壟斷規則，2011 年 3 月第 1 版，知識產業出版社，第 17-19 頁。

第二項 傳統公司上分類

依照併購方與被併購方之存續與否區分成吸收合併與新設合併⁵。

1、吸收合併

兩家或兩家以上之公司合併，其中一公司存續，其餘歸於消滅者，《中華人民共和國公司法》第 172 條第 2 項⁶參照。

2、新設合併

兩家或兩家以上之公司合併，參與合併之公司全歸消滅，另成立一家公司，《中華人民共和國公司法》第 172 條第 3 項⁷參照。

第三項 其他合併態樣

1、簡易合併 (short-form merger)

按台灣公司法第 316-2 第 1 項及企業併購法第 19 條⁸規定：「控制公司持有從屬公司百分之九十以上已發行股份者，得經控制公司及從屬公司之董事會以董事三分之二以上出席，及出席董事過半數之決議，與其從屬公司合併。其合併之決議，不適用第三百一十六條第一項制第三項有關股東會決議之規定。」亦即簡易合併不須經過繁瑣之股東會程序，只需經過控制公司及從屬公司雙方之董事會決議即可。

另外經濟部函釋⁹認為：在我國，「因企業併購法第十九條與公司法第三百一十六條之二之立法意旨相同，即母子公司合併時，母公司為存續公司，而子公司為消滅公司，母公司股東無異議請求權者，始有本條之適用。如子公司合併母公司而子公司為存續公司者，自依企業併購法第十八條(一般合併)規定辦理。」，換言之，於簡易合併時存續公司必為母公司。

近期案例為於 2014 年 2 月 17 日，手機晶片廠聯發科經過董事會決議通過與同集團雷凌科技進行簡易合併，其依據即依照企業併購法第 19 條規定為之，其目的在於為簡化組織架構，整合集團資源，以同年 4 月 1 日為合併基準日，而雷凌消滅公司¹⁰。

⁵劉連煜，現代公司法，2012 年 9 月增訂八版，元照出版社，第 130 頁以下。中華人民共和國公司法第一百七十二條 公司合併可以採取吸收合併或者新設合併。

⁶一個公司吸收其他公司為吸收合併，被吸收的公司解散。兩個以上公司合併設立一個新的公司為新設合併，合併各方解散。

⁷兩個以上公司合併設立一個新的公司為新設合併，合併各方解散。

⁸公司合併其持有百分之九十以上已發行股份之子公司時，得作成合併契約，經各公司董事會以三分之二以上董事出席及出席董事過半數之決議行之。

⁹ 二〇〇九年一月四日經商字第〇九八〇二四三二五三〇號函。

¹⁰ 聯發科與雷凌簡易合併，中央社記者許湘欣
<http://www.epochtimes.com/b5/14/2/17/n4085367.htm>

2、非對稱合併(whale-minnow merger)

非對稱合併係指公司(存續公司)很大,被併購公司(消滅公司)很小,亦即大鯨魚與小蝦米合併之情形¹¹。我國於參考美國《模範商業公司法》以及《德拉瓦州公司法》¹²後,引進非對稱合併制度,以簡化公司合併程序以提升企業競爭力。按企業併購法第18條第6項規定:「存續公司為合併發行之新股,未超過存續公司已發行有表決權股份總數之百分之二十,且交付消滅公司股東之現金或財產價值總額未超過存續公司淨值之百分之二者,得作成合併契約,經存續公司董事會以三分之二以上董事出席及出席董事過半數之決議行之,不適用第一項至第四項有關股東會決議之規定。但與存續公司合併後消滅之公司,其資產有不足抵償負債之虞者,不適用之。」蓋此種情形,相對地對存續公司及股東經濟上影響較小,故不必經存續公司之股東會特別決議,僅需董事會特別決議即可,程序上較為便捷¹³。

3、三角合併(triangular merger)

因實務上被廣泛運用,三角合併為多數先進國家實務所承認或明文立法。而此種併購態樣,我國現行法尚無明文規範,僅於企業併購法第十二條之立法理由提及¹⁴。該合併型態涉及三家公司:母公司、子公司及標的公司;由母公司為併購目的所出資設立之子公司與標的公司合併,但由母公司發行新股或提供現金或其他財產給予標的公司之原股東,以作為合併對價¹⁵。而三角合併,又以合併後之子公司消滅與否分為正三角合併以及逆三角合併,分述如下。

(1)正三角合併(forward triangular merger)

正三角合併謂母公司以併購為目的先成立一控股之子公司,由子公司與標的公司進行消滅合併,約定以子公司為存續公司,標的公司為消滅公司。而併購對價多以子公司所持有母公司之股份和標的公司之股東所持有標的公司之股份進行股權交換,併購後之標的公司原股東改持有母公司之股份,標的公司消滅,即完成正三角併。

¹¹劉連煜,現代公司法,2012年9月增訂八版,元照出版社,第133頁以下。

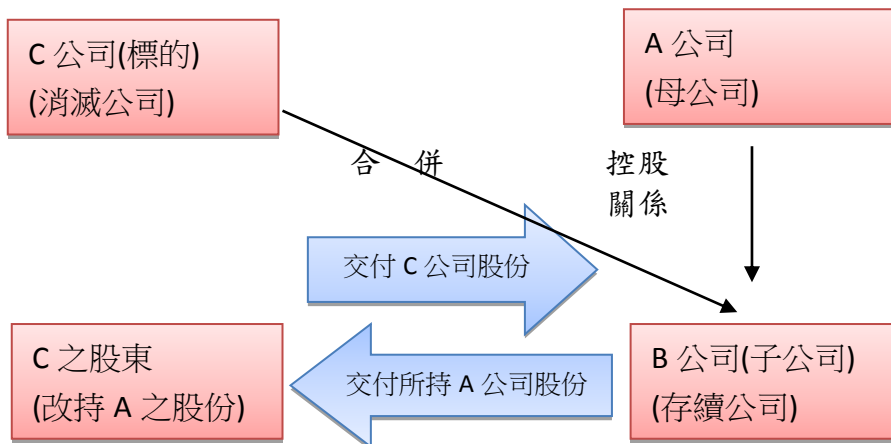
¹²王文宇,企業併購法總評,月旦法學雜誌,第83期,2002年4月,第73頁。

¹³劉連煜,現代公司法,2012年9月增訂八版,元照出版社,第133頁以下。

¹⁴按有主張我國法律應明文承認三角合併類型,以利實務運用。但亦有主張現行股份轉換之機制即足敷實務運用,不須明文三角合併類型,否則即有重複規範之嫌。

¹⁵劉連煜,現代公司法,2012年9月增訂八版,元照出版社,第133頁以下。

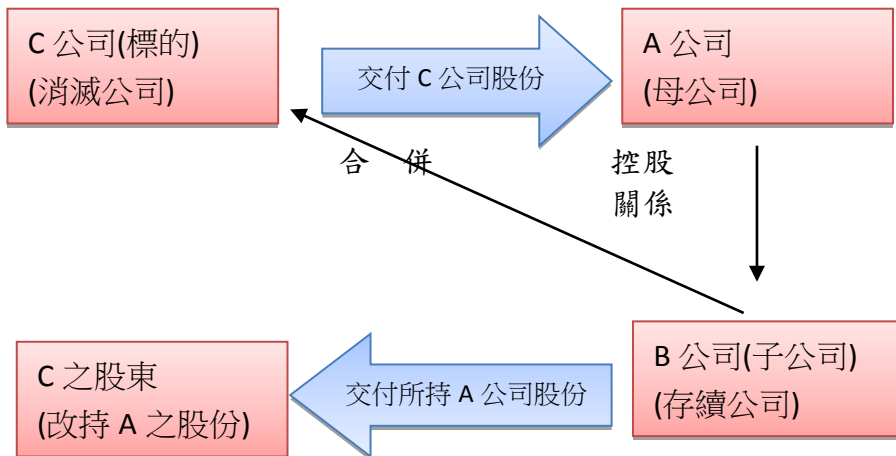
※正三角合併圖示：



(2)逆三角合併(reverse triangular merger)

逆三角合併謂母公司以併購為目的先成立一控股之子公司，由子公司與標的公司進行消滅合併，與正三角合併唯一不同點在於約定以標的公司為存續公司，子公司為消滅公司。而併購對價多以子公司所持有母公司之股份和標的公司之股東所持有標的公司之股份進行股權交換，併購後之標的公司原股東全部持有母公司之股份，子公司消滅後，即完成正三角合併。

※逆三角合併圖示：



按實務上採取三角合併之目的有四，其一為，併購公司無需承擔消滅公司之或有債務，蓋標的公司可能有很多債務存在，三角合併後系爭債務由存續之子公司或標的公司概括承受；其二為，併購公司可藉此迴避併購公司之股東行使表決權及反對股東之股份收買請求權，蓋存續公司之唯一股東即為併購公司，合併案之決議僅由併購公司之董事會決定即可；其三為，唯恐合併後企業文化難以融合，藉此種方式可使消滅公司之業務，甚至員工，獨立而完整地繼續存在，蓋合併後消滅公司之業務及相關權益移轉至存續公司，成為完全之控股公司¹⁶。其四

¹⁶ 王文宇，我國公司法購併法治之檢討與建議-兼論金融機構合併法，月旦法學雜誌第 68 期，2001

為，稅捐上之考量，於我國現在實施兩稅合一之稅制後，三角合併之子公司取得控制權後，當盈餘分派與母公司股東時，該項盈餘分派可以從綜合所得稅中扣抵，藉此享有稅捐上之優惠¹⁷。

4、現金逐出合併(cash out merger；squeeze-out merger)

於美國一些州法規定，持有多數股權之控制股東，得以「現金」作為合併之對價，並以此種方式作為強制驅逐小股東之手段，以取得公司之完整控制權；換言之，現金逐出合併謂公司以現金作為合併對價，並利用股份多數決之強制性作法，令少數股東喪失其於合併之後存續或新設公司之股東地位¹⁸。

而此種類型之合併，於我國現行法下實踐方式常藉由三角合併或簡易合併方式，並以現金為對價，企業併購法第4條第3款¹⁹、19條²⁰參照，以達到逐出小股東之目的。例如2003年4月7日致達資訊提案以現金對價每股13.5至14.5元，向慧智股東收購股票以合併慧智，致達為存續公司，慧智為消滅公司，慧智成為消滅公司後將下櫃，慧智之小股東取得現金喪失股東身分，即屬現金逐出合併於台灣之第一案²¹。

第三節 收購方式 (Acquisition)

外資併購中國大陸上市公司，其收購方式主要有直接收購、間接收購以及其他方式等。而直接收購和間接收購之區分方式主要是以是否外資直接控股上市公司或透過間接方式參股為區別標準，分述如下：

第一項 直接收購

外資直接收購上市公司，亦即外資直接參股、控股上市公司。而依其界定方式又區分為股權併購及資產併購或要約收購或協議收購：

第一款 以收購取得標的區分

年1月，第30~31頁。

¹⁷ 劉瑞霖，企業跨國併購之法律規劃，陳長文編，財經法律與企業經營-兼論兩岸相關財經法律問題，元照出版社，2002年5月初版，第160頁。轉引注，高偉峻，企業併購與組織再造類型之研究-兼論外商併購中國大陸企業之法制，中國文化大學碩士論文，98年6月，第20頁。

¹⁸ 朱德芳，公司法異議股東股份收買請求權之研究，兩岸公司法研討會，吉林大學法學院主辦，2006年5月23日。轉引注，劉連煜，現代公司法，2012年9月增訂八版，元照出版社，第135頁以下。

¹⁹ 合併：指依本法或其他法律規定參與之公司全部消滅，由新成立之公司概括承受消滅公司之全部權利義務；或參與之其中一公司存續，由公司概括承受消滅公司之全部權利義務，並以存續或新設公司之股份、或其他公司之股份、現金或其他財產作為對價之行為。

²⁰ 公司合併其持有百分之九十以上已發行股份之子公司時，得作成合併契約，經各公司董事會以三分之二以上董事出席及出席董事過半數之決議行之。

²¹ 蝦吞鯨，致達將合併慧智，記者卓怡君

<http://www.libertytimes.com.tw/2003/new/apr/8/today-stock4.htm>

(一) 股權收購

依據《關於外國投資者併購境內企業的規定》第2條規定前段，本規定所稱外國投資者並購境內企業，系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“股權並購”）；

(二) 資產收購

依據《外國投資者併購境內企業的規定》第2條規定後段，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，或者，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（以下稱“資產並購”）。

(三) 小結

股權收購和資產收購最主要區別點在於股權收購操作上較方便，蓋股權收購不涉及資產的評估，受相關法令限制較少，節省併購上所需要費之勞力、時間、費用，亦能規避資產併購中關於資產移轉，如專利等無形資產之限制。

第二款 以是否向被收購方全部股東發要約區分

(一) 要約收購

按《中華人民共和國證券法》第八十八條規定，「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。」，次按《上市公司收購管理辦法》第二十三條規定，「投資者自願選擇以要約方式收購上市公司股份的，可以向被收購公司所有股東發出收購其所持有的全部股份的要約（以下簡稱全面要約），也可以向被收購公司所有股東發出收購其所持有的部分股份的要約（以下簡稱部分要約）」。²²從而，外資可藉由公開發出要約之方式收購流通股、法人股及國家股。再按同辦法第四十七條規定²²，其中制定了要約收購的豁免條件，倘若收購方符合要約收購的豁免條件，可以向中國證監會申請豁免，獲得豁免後，收購人可以用協議收購方式進行收購。

現今全球最大的鋼鐵集團-印度米塔爾鋼鐵公司與華菱管線的收購案即涉及要約收購豁免，華菱管線之最大股東華菱鋼鐵集團持有華菱

²² 《上市公司收購管理辦法》第四十七條第三項規定，收購人擬通過協定方式收購一個上市公司的股份超過30%的，超過30%的部分，應當改以要約方式進行；但符合本辦法第六章規定情形的，收購人可以向中國證監會申請免除發出要約。收購人在取得中國證監會豁免後，履行其收購協議；未取得中國證監會豁免且擬繼續履行其收購協議的，或者不申請豁免的，在履行其收購協議前，應當發出全面要約。

管線 74.35% 的股權，股權轉讓後，米爾塔鋼鐵公司將持有華菱管線 37.17% 之股份，與華菱集團持股數量相當，並列第一大股東。由於股份轉讓比例超過華菱管線發行股份之 30%，應以要約收購方是向華菱管線之所有股東發出收購其所持有的全面股份之要約，但米爾塔鋼鐵公司依《上市公司收購管理辦法》第六十三條第二項²³規定，符合要約收購豁免條件向中國證券監督管理委員會申請豁免要約收購義務²⁴。

(二) 協議收購

1. 協議收購非流通的國家股或法人股

協議收購非流通股是指外國投資者透過協議受讓方式，與目標公司之控制股東協議，獲得中國大陸上市公司的法人股或減持的國有股。學者²⁵認為在非流通國有股、法人股和流通股股權分離的現實情況下，外資透過協議收購上市公司非流通股股份是收購活動中最簡單有效方式。蓋協議收購不涉及太多技術性創新，外資只需依據《外商投資產業指導目錄》確定收購比例和控股程度。

最早外資併購案即採取此種方式，1998 年 8 月，韓國三星康寧收購塞格三星，當時韓國三星康寧與深業集團達成協議受讓其持有的塞格三星 21.37% 的股權，成為塞格三星第二大股東。2002 年，根據雙方協議，三星康寧又對塞格三星增持，使持有股份達到 35%，成為第一大股東²⁶。

2. 協議收購外資法人股

協議收購外資法人股謂外資所持之法人股在境外投資者之間轉讓，由於中國允許上市公司向境外投資者發行 B 股、H 股，因此，外資亦可選擇從那些 B 股、H 股占一定數量之上市公司來進行併購，再者，若最終持股比例未達到 30% 之強制要約購規範，尚不需報批²⁷。

而協議收購外資法人股在外資併購之案例中並不多見，於 1999 年

²³ 《上市公司收購管理辦法》第六十三條第二項規定，有下列情形之一的，當有下列情形之一的，相關投資者可以免于按照前款規定提出豁免申請，直接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：（一）在一個上市公司中擁有權益的股份達到或者超過該公司已發行股份的 30% 的，自上述事實發生之日起一年後，每 12 個月內增持不超過該公司已發行的 2% 的股份；

²⁴ 米爾塔鋼鐵將目光投向中國第二大鋼鐵集團

<http://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E7%B1%B3%E5%A1%94%E5%B0%94%E9%92%A2%E9%93%81%E5%85%AC%E5%8F%B8>

²⁵ 黃中文、劉向東、李建良著，外資在華併購研究，中國金融出版社，2010 年 2 月，第 69 頁

²⁶ 理財網，財經知識庫

<http://www.moneydj.com/kmdj/wiki/wikiviewer.aspx?KeyID=ddb03943-aea5-49cf-9284-9eb43b14b70e>

²⁷ 高偉峻，企業併購與組織再造類型之研究-兼論外商併購中國大陸企業之法制，中國文化大學碩士論文，98 年 6 月，第 103 頁。

發生的耀皮玻璃被皮爾金頓國際控股公司收購，同年12月，耀皮玻璃發起人之一的聯合發展香港有限公司將其持有的8.35%股份轉讓給皮爾金頓國際控股公司，該公司是英國皮爾金頓有限公司的控股子公司，藉由逐步受讓外資法人股，皮爾金頓國際控股公司成為耀皮玻璃的並列第一大股東。從2000年下半年開始，皮爾金頓繼續買入流通B股，於2000年底以17.2%股權成為第一大股東²⁸。

3. 小結

協議收購非流通股之優點在於，由於目前非流通股與流通股之間存在巨大價差，非流通股價格遠低於流通股，外資收購成本往往低於流通市場（二級市場）收購，且收購所需時間較短，且在上市公司特有的股權結構下，用現金購買股份的交易流程相對簡單，從而此種方式對外資仍然具有極大吸引力。

協議收購外資法人股之優點在於外資股權是從外資股東轉讓到另一個外資股東，收購過程中的限制較少，操作也較便捷，再者，通常上市公司的外資法人股股東之間有一定的關聯關係，從而收購外資法人股比收購非流通之國有股、法人股簡單²⁹。

（三）外資認購上市公司私募（定向增發）的新股和發行可轉換債券

1. 外資認購上市公司私募之B股、H股

私募謂發行人將其證券出售給經其選擇或批准之特定人，大陸上市公司向特定外國投資者發行B、H股，外資以現金、實物資產或雙方認定的其他資產做為對價進行收購。外資利用私募制度不僅可以低於流通市場（二級市場）之價格取得B、H股，於收購審批程序及信息披露上亦可有所規避³⁰。而私募制度交易方式多元，最為典型的是以換股收購方式為之，其法源依據在，《關於外國投資者併購境內企業的規定》第27條規定³¹，併購公司通過向特定投資者發行本公司股

²⁸ B股能掀起外資並購熱嗎？新華網

http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/fortune/2002-07/19/content_489072.htm

²⁹黃中文、劉向東、李建良著，外資在華併購研究，中國金融出版社，2010年2月，頁69~70

³⁰在非敵意併購情形下，倘上市公司本身具有外資股份(B、H股)，在股改非流通股股權遭稀釋後，股權結構趨向分散，外資股東意圖控制上市公司時，往往能夠與原控股股供達成一致共識，透過私募方式，以最低成本控制上市公司。一般而言，影響國家安全的行業縱使私募給外資，也難以得到管理層的批准。從而，私募外資股可能發生於國家安全性不高的行業，特別是地方國資委有意出讓國有控股權的上市公司，比如上海、大連等地方國資委在引進戰略投資者方面就進行過相當的工作，這兩地不分上市公司涉及私募的可能性就非常高。

；同註41，第103頁。

³¹《關於外國投資者併購境內企業的規定》第27條規定，本章所稱外國投資者以股權作為支付手段併購境內公司，系指境外公司的股東以其持有的境外公司股權，或者境外公司以其增發的股份，作為支付手段，購買境內公司股東的股權或者境內公司增發股份的行為。

票，以新發行的股票替換目標公司的股票，以達到收購目的。其最大優點在於併購公司不需要支付大量現金，相當程度上舒解外資的資金壓力，亦避免了資本收益稅的問題。而該規範類同於台灣公司法第156條第7項³²之股份交換制度。

1995年8月福特汽車以4000萬美元認購江鈴汽車私募發行的1.39億股B股，使其占江鈴汽車發行後總股本的20%，1998年10月，福特汽車又認購江鈴汽車私募的1.2億股B股，持股比例接近增發後總股本的30%³³；1999年3月，全球最大的水泥製造商Holchin B. V.以每股2.16元價格認購華新水泥私募發行的7799萬B股，持股比例接近增發後總股本的23.45%，成為華新水泥第二大股東³⁴。

2. 發行可轉換公司債

發行可轉換公司債指收購方與出售方達成協議，購買方認購出售方發行的一定比例的可轉換債券，購買方可以在一定時間依一定比例將可轉換債券轉換成股票。而發行可轉換公司債的優點在於債券利息可以計入成本，從而在一定程度上獲取稅收優惠。再者，此種方式大大降低融資成本，有助於舒緩併購方之財務狀況；惟缺點在於由於發行額度過於巨大，收購方須具備雄厚資力始得為之³⁵。

於2002年10月21日，青島啤酒與美國AB公司簽署了戰略合作協議，青島啤酒分三次向AB公司私募可轉換公司債券，債券於私募後七年內依據雙方轉股協議全部轉換成青島啤酒的H股，轉換完畢後AB公司持有青島啤酒27%之股份，然AB公司持有的27%股份中僅有7%享有收益權，該部分的表決權通過信託方式由青島啤酒的大股東持有³⁶。

(四) 通過拍賣方式受讓國有股

通過拍賣方式受讓國有股指大陸上市公司大股東可以將其所持有的上市公司股權藉由拍賣方式轉讓給其他投資者。此種外資併購優點在於規避了行政審批作業³⁷，詳述如下：

³²公司設立後得發行新股作為受讓他公司股份之對價，需經董事會三分之二以上董事出席，以出席董事過半數決議行之，不受第二百六十七條第一項至第三項之限制。

³³ 李新平，B股市場的外資併購-B股定向增發問題實證研究
http://article.chinalawinfo.com/article_print.asp?articleid=30509

³⁴ 中國財經網，華新B股董事會決議公告
<http://www.intnew.com/p20060410001182.html>

³⁵ 同註43，第72頁。

³⁶ 新華網，青島啤酒：公布強制性轉換H股數量
http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/fortune/2002-10/24/content_606583.htm

³⁷同註43，第74頁。

按《企業國有產權轉讓管理暫行辦法》第十八³⁸、三十³⁹ 規定，中國市公司國有股及法人股的協議轉讓原則需要國資委審批(於國資委成立前由財政部審批)，收購方在取得國資委之批准文件後方能獲得中國證監會對於收購的批准並完成股權過戶。惟按《最高人民法院關於凍結、拍賣上市公司國有股和社會法人股若干問題的規定》，通過法院司法拍賣的程序，收購方無須國資委的批准，即可直接向中國證監會申請批准收購行為。

本文以為從法律效力而言，後者司法行為的效力高於前者行政行為之效力，蓋規定之層級為法律，而辦法之層級為命令，規範層級上應以法律為先；再者，法院司法拍賣已經做了事後把關之動作，換言之，通過拍賣方式受讓國有股無須經由國資委的審批。

2003年7月13日，北京瑞平拍賣行有限公司拍賣樺林集團所持有的TS樺林15107萬股的股權，最後由新加坡佳通輪胎集團以每股0.648元的單價競得其全部股權，占TS樺林公司總股本的44.43%，依據法院裁定，並得到國家有關部門核准，成為TS樺林的第一大股東⁴⁰。

第二項 間接收購

外資間接收購上市公司，亦即外資通過間接方式參股或控股上市公司。根據三資企業法⁴¹，外商獨資企業和中外合資企業核屬中國法人，可以參與A股⁴²市場，從而外資可以透過建立獨資、合資企業對上市公司進行收購；或者外資可以購買上市公司母公司或大股東股權來間接控股上市公司⁴³。

(一) 透過外商控股之外商投資企業間接收購上市公司

外資可在中國大陸境內設立控股子公司，然後由其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或法股，或於流通市場（次級市場）收購。

³⁸ 《企業國有產權轉讓管理暫行辦法》第十八條規定，採取協議轉讓方式的，轉讓方應當與受讓方進行充分協商，依法妥善處理轉讓中所涉及的相關事項後，草簽產權轉讓合同，並按照本辦法第十一條規定的程式進行審議；

³⁹ 同辦法第三十條規定，對於國民經濟關鍵行業、領域中對受讓方有特殊要求的，企業實施資產重組中將企業國有產權轉讓給所屬控股企業的國有產權轉讓，經省級以上國有資產監督管理機構批准後，可以採取協議轉讓方式轉讓國有產權。

⁴⁰ 人民網，外資競購國有法人股破冰

<http://www.people.com.cn/BIG5/paper1631/9861/906251.html>

⁴¹ 《三資企業法》包括《中外合資經營企業法》、《中外合作經營企業法》和《外資企業法》三個部分內容，主要針對於含外資成分的企業。

⁴² A股(人民幣普通股票)在中國註冊、中國上市的普通股股票，供境內機構、組織或個人(不含台、港、澳投資者)以人民幣認購和交易的普通股股票，而持有者原則限於中國境內公民或法人。

⁴³ 同註43，第75頁。

(二) 透過合資企業間接收購上市公司

此指外資與中國大陸上市公司合資，透過合資公司間接持有上市公司之股份，成為上市公司實質控制權人。此種方式有二：一為外資與上市公司組建合資公司，然後透過合資公司反向收購上市公司的核心資產以達併購目的⁴⁴；二為外資與上市公司組成合資企業，再經由增資擴股方式，使外商認購，由參股身份成為控股地位⁴⁵。採用此種合資收購之方式能規避因直接收購所帶來的各種複雜的審批程序，諸如直接收購需負擔較高的信息披露義務，操作過程相對簡單便利。但對於上市公司而言除非面臨無法回頭之窘境，否則不會將核心資產或多數股權賣給合資公司⁴⁶。

1999年上海輪胎業績開始下滑，2000年出現虧損，於2001年3月與世界最大的輪胎生產企業法國米其林組建合資企業，由米其林控股的合資企業斥資3.2億美元收購上海輪胎的核心業務和資產，使得法國米其林輪胎透過合資企業實質性地控股上市公司上海輪胎⁴⁷。

(三) 收購上市公司母公司間接收購上市公司

此指外資透過收購上市公司的母公司股權成為上市子公司的實質控制者。學者⁴⁸認為，由於上市公司之母公司存在著許多歷史問題，收購方必須對具有中國特色的「間接收購」模式非常熟悉，換言之，對上市公司的債務、人員等問題的處置須有符合中國市場特色之安排。從而此種併購模式比較適合那些對中國資本市場有更多了解以及存在較密切關係之澳、東南地區的外資。

(四) 與上市公司母公司成立合資企業，收購方獲得控制權

此指收購方先以現金出資，上市公司原控股之母公司以至少保有上市公司控制權的資產出資，雙方新建或改造上市公司之母公司，上市公司之母公司原控股方在讓渡上市公司控制權予收購方後，母公司獲得收購方投入的資金。

2002年11月29日，國泰顏料與民豐農化的實質控制權方重慶化醫控股有限公司（下稱化醫控股公司）達成合資協議，化醫控股與國泰顏料

⁴⁴ 同註 41，第 105 頁。

⁴⁵ 鄭雅卉，外資在中國併購之相關法律環境研究，交通大學科技法律研究所碩士論文，第 110-115 頁，2007 年。

⁴⁶ 同註 43，第 75 頁。

⁴⁷ 新華網，法國米其林：管理從整合差異入手

http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/www.bj.xinhua.org/bjpd_bjwq/2006-02/10/content_6213419.htm

⁴⁸ 同註 43，第 76 頁。

組建合資公司-中外合資重慶農藥化公有限公司，合資過程中，化醫控股公司將其子公司重慶農藥化工有限公司(下稱農化公司)全部資產作價 980 萬美元做為出資，占合資企業註冊資本額的 32.89%，國泰顏料用現金 2000 萬美元作為出資，占合資企業註冊資本額的 67.11%⁴⁹。合資公司組建完成後，國泰顏料將透過對合資公司之控制，實現對民豐農化的間接控制。

(五)透過債轉股市場收購上市公司

利用債轉股市場收購上市公司謂，企業的債權人將其持有的債權轉讓給外國投資者，讓外國投資者通過受讓債權的方式來達到併購境內企業的效果。通過債權股市場併購，銀行的債權得獲得償還，舊有企業得以存活，新企業亦可得到發展機會實際上係一個三贏局面⁵⁰。

第三項 小結

直接收購不須透過中介機構輾轉為之，大部分在收購方與被收購方有一定合意，彼此間密切配合，相對成本較低，併購成功率較高，惟因為直接收購，審批上須經過繁瑣之行政程序；間接收購因為透過設立中介機構或藉由合資等迂迴方式，可規避繁雜之行政審批作業，但因為間接方式為之，所耗費之金費及時間成本相對較高。

⁴⁹ 新華網，出資延期急煞民豐農化

http://news.xinhuanet.com/fortune/2003-10/17/content_1127926.htm

⁵⁰ 幹峰豔，外資併購國有企業的若干法律問題研究，華東政法大學法研所碩士論文，第 6 頁，2007 年；轉引註，高偉峻，企業併購與組織再造類型之研究-兼論外商併購中國大陸企業之法制，中國文化大學碩士論文，98 年 6 月，第 104 頁。

第四節 併購條款

第一項 框架協議

框架協議(framework agreement)謂當事人於契約中約定於一定期間內，由每筆交易形成一個框架運作，以涵括於契約（合同）的有效期間內個別工作和服務提供之「分批履行」，原則上整個合約受到框架協議的有效控制，但單筆交易間得另外約定特定情形下的交易方式。

法律效力上，框架協議相當於是締結協定，表示雙方意向合作的方向，如果協定條文概況籠統的話則無實際影響，但若約定了具體事項、完成時間、雙方準備工作分工及責任等，可能會引發契約責任。

而框架協議種類繁多，諸如戰略合作框架協議⁵¹、海峽兩岸經濟合作框架協議(ECFA)⁵²、澳港合作框架協議、投資框架協議等等，不一而足。近期案例為，上櫃殯葬業者龍巖與浙江省溫州瑞安人民政府簽訂投資框架協議書，針對殯葬產業一條龍合作項目選址範圍進入細部協商階段，此投資開發金額初估約達人民幣20億元；另外，雙方也將成立「中國海峽兩岸民政培訓學院」，提供大陸民政官員專業培訓教育。龍巖為擴大營運規模，正式進軍大陸市場，於今2013年3月中與大陸浙江省溫州市人民政府簽訂戰略合作意向書後，持續與對方展開投資規劃協商⁵³。

第二項 保底條款

保底條款，謂聯營一方雖向聯營體投資，並參與共同經營，分享聯營的盈利，但針對聯營體之虧損不承擔任何虧損責任，於聯營體虧損時，仍可收回其原出資額和收取固定利潤之條款。系爭條款常見於聯營合同和委託理財合同之中，在中外合作企業合同和建築工程參聯建合同中亦為多見。

針對保底條款之法源依據，中國大陸《民法通則》關於聯營的部分規定，並無保底條款之明文。1990年11月12日，最高法院《關於審理聯營合同糾紛案件若干問題的解答》中，首次對保底條款的定義作出了規定，第4條第1項規定：「聯營合同中的保底條款，通常是指聯營一方雖向聯營體投資，並參與共同經營，分享聯營的贏利，但不承擔聯營的虧損責任，在聯營體虧損時，仍要收回其

⁵¹戰略合作框架協議：一是雙方同意將對方作為各自事業發展的戰略合作夥伴；二是雙方同意在相關領域開展廣泛、深入的合作；三是互邀參與有關合作領域的技術科學研究開發、建設和技術改革等工作；四是一方向另一方提供技術支撐和服務；五是雙方高層建立不定期會晤和溝通機制。

⁵² 臺灣與中國大陸（合稱「兩岸」）的雙邊經濟協議，由中華民國政府於2009年提出，被執政的馬英九政府視為加強台灣經濟發展的重要政策；後於2010年6月29日在重慶簽訂第一次協議，後續協商自此展開。該協議在簽訂前，曾一度稱為兩岸經濟協議。

⁵³ 中時電子報，龍巖、溫州間投資框架協議書，作者：計者；方明/台北報導，相關網址：<http://tw.news.yahoo.com/%E9%BE%8D%E5%B7%96-%E6%BA%AB%E5%B7%9E%E7%B0%BD%E6%8A%95%E8%B3%87%E6%A1%86%E6%9E%B6%E5%8D%94%E8%AD%B0%E6%9B%B8-213000638.html>

出資和收取固定利潤的條款。」

而保底條款之法律效力，1990年11月12日，最高法院《關於審理聯營合同糾紛案件若干問題的解答》中，第4條明確規定⁵⁴聯營合同中的保底條款無效。認定無效的理由主要有兩點，其一是保底條款違背了聯營活動中應當共擔風險、共負盈虧的原則；其二是**有保底條款的聯營，是名為聯營，實為借款**，違反了企業間不得拆借資金的金融法規，除本金可以返還外，對出資方已經取得或者約定取得的利息應予收繳，對另一方則應處以相當於銀行利息的罰款。之後證監會於2001年11月28日頒布的《關於規範證券公司受託投資業務的通知》中對證券公司在委託理財合同中簽訂保底條款作出了禁止性規定，上開《通知》第4條第11款規定⁵⁵，對證券公司在委託理財合同中簽訂保底條款作了禁止性規定。另外原《證券法》第143條和新修訂的《證券法》第144條⁵⁶，該條款雖然沒有直接規定委託理財合同中保底條款的效力，但對證券公司行為的禁止性規定，屬於強行性規範。實踐中，證券公司與客戶在委託理財合同中簽訂保底條款的，法院都以該條為依據認定保底條款無效。

於司法實務上，法院在審理案件中，對於合同中的保底條款總體上傾向於認定其無效，但仍依個別保底條款類型化區分如下：1. 對於聯營合同中的保底條款，因為有明確的司法解釋（關於審理聯營合同糾紛案件若干問題的解答），從而只要能確定合同性質定性為聯營合同，法院都會判決其中的保底條款無效。；2. 對於委託理財合同中的保底條款，雖然在理論上對其是否有效仍有疑義，但在司法實踐中，法院都會依據原《證券法》第143條和新修訂《證券法》第144條的規定，認定券商與委託人簽訂的委託理財合同中的保底條款無效。對於非券商與委託人簽訂的委託理財合同中的保底條款，一般也會被認定為無效。；3. 對於建築企業參聯建合同中的保底條款，法院傾向於將參聯建合同認定為聯營合同，從而認定保底條款無效。；4. 對於中外合作企業合作經營合同中的保底條款，從現有司法實踐來看，法院傾向於認定其中的保底條款有效。

⁵⁴（一）聯營合同中的保底條款，通常是指聯營一方雖向聯營體投資，並參與共同經營，分享聯營的盈利，但不承擔聯營的虧損責任，在聯營體虧損時，仍要收回其出資和收取固定利潤的條款。保底條款違背了聯營活動中應當遵循的共負盈虧、共擔風險的原則，損害了其他聯營方和聯營體的債權人的合法權益，因此，應當確認無效。聯營企業發生虧損的，聯營一方依保底條款收取的固定利潤，應當如數退出，用於補償聯營的虧損，如無虧損，或補償後仍有剩餘的，剩餘部分可作為聯營的盈餘，由雙方重新商定合理分配或按聯營各方的投資比例重新分配。

（二）企業法人、事業法人作為聯營一方向聯營體投資，但不參加共同經營，也不承擔聯營的風險責任，不論盈虧均按期收回本息，或者按期收取固定利潤的，是名為聯營，實為借貸，違反了有關金融法規，應當認合同無效。除本金可以返還外，對出資方已經取得或者約定取得的利息應予收繳，對另一方則應處以相當於銀行利息的罰款。

（三）金融信託投資機構作為聯營一方依法向聯營體投資的，可以按照合同約定分享固定利潤，但亦應承擔聯營的虧損責任。

⁵⁵《關於規範證券公司受託投資業務的通知》第4條第11款規定：受託人（證券公司）不得向委託人承諾收益或者分擔損失

⁵⁶《證券法》第143條和新修訂的《證券法》第144條都規定：證券公司不得以任何方式對客戶證券買賣的收益或者賠償證券買賣的損失作出承諾。

第三項 對賭條款

對賭條款，謂約定於一個固定的期限內欲達成的經營目標，於該期限內企業若不能完成該經營目標，則對賭協議的一方應當向另一方進行支付或者補償，如果達到該經營目標，則反之。對賭條款的名稱中因含有“賭”的字樣而產生爭議，但在投資實踐中受到廣泛運用。儘管對賭協議結構變化多端，既可能為附條件的協議、亦可能為具有很強且不確定性的射幸合同；締約當事人可能由投資方和控股股東簽署、亦可能由投資方和目標企業、或者和目標企業的管理層簽署。

法律效力上因對賭條款結構而有別，但學者⁵⁷認為，對賭條款的實質是估值調整機制(Valuation Adjustment Mechanism, VAN)，實際上往往是律師設計的一種交易結構，以保證在雙方對估值無法達成一致時能夠把交易進行下去，換言之，對賭條款的貢獻在於將交易雙方不能達成一致的不確定事件暫時擱置，留待該不確定性消失之後，雙方再重新結算。因為這種結構性安排，使得達成股權交易性的可能性大增，從整體上增加了社會福利⁵⁸。

而對賭條款之法律效力為何不無疑義，蓋對賭條款引入中國大陸時間並不長，中國大陸相關法規亦未明文規範，從而法律上是否有效，得否強制執行即存在爭議。本文嘗試以近期甘肅審高級人民法院民事判決書（[2011]甘民二終字第96號），為首次提及對賭條款之效力為出發，先介紹本案事實及條款，先論及實務見解再提及學者見解，最後再以本文見解作結，合先敘明。

海富投資作為私募股權投資者，於2007年11月以溢價增資方式入股甘肅世恆⁵⁹。海富投資以現金2000萬人民幣增資，獲得甘肅世恆3.85%的股權，其中114.7717萬元人民幣作為新增註冊資本，其餘1885.2283萬元計入資本公積。增資後甘肅世恆的註冊資本增加為399.38萬美元。而本案締約甲方即甘肅世恆、乙方為海富投資、丙方為甘肅市恆的控股股東香港迪亞有限公司，而本案之「對賭條款」為增資協議第七條，該條第一項約定：「本協議簽訂後，甲方應盡快成立公司改制上市小組，著手籌備安排公司改制上市的前期準備工作，工作小組成員代表由股東代表和主要經營管理人員組成。本協議各方應在條件具備時將公司改組成規範的股份有限公司，並爭取在境內證券交易所發行上市。」；第二項業績目標約定：「甲方2008年淨利潤不低於3000萬元人民幣。如果甲方2008年實際淨利潤無法達成3000萬元，乙方有權要求甲方予以補償，如果甲方未能履行補償義務，乙方有權要求丙方履行補償義務。補償金額=(1-2008年實際淨利潤/3000萬元)X本次投資金額。」；第四項股權回購約定：「如果至2010年10月20日，由於甲方的原因造成無法完成上市，則乙方有權在任一時刻要求丙方回購屆時乙方持有之甲方所有的全部股權，丙方應自收到乙方書面通知之日起180日內按以下約定回購金額向乙方一次性支付全部價額。若自2008年1月1日起，甲方之淨資產年化收益率超過10%，則丙方回購金額為乙方所持甲方股份對應的所有者權益帳面價值；若自2008年1月1日起，甲方之淨資產年化收益

⁵⁷ 傅穹，對賭協議的法律構造與定性觀察，政法論叢，2011年，6期

⁵⁸ 彭冰，對賭協議第一案分析，資本市場的創新發展與公司制度的深化改革，第十二屆國際學術研討會，第156頁

⁵⁹ 當時公司名稱為甘肅眾星鋅業有限公司，2009年批准後改為現名。

率低於 10%，則丙方回購金額為(乙方的原始投資金額-補償金額)X(1+10%X 投資天數/360)。」。依據當時工商年檢報告登記記載，於 2008 年甘肅世恆生產經營利潤總額和淨利潤只有 2.7 萬美元，遠遠低於和海富投資約定的 3000 萬元的利潤約定，海富投資遂依據增資協議第七條第二項約定提起本案訴訟，要求甘肅世恆予以補償。

蘭州市中級人民法院民事判決[(2010)蘭法民三初字第 71 號]，一審認定：增資協議第七條第二項內容，不符合《中外合資經營企業法》第八條⁶⁰關於企業利潤根據合營各方註冊資本的比例進行分配的規定，另外該條規定與《公司章程》有關條款不一致，亦損害公司及債權人的利益，違反《公司法》第二十條第一款的規定⁶¹，從而，根據《合同法》第五十二條第五項的規定⁶²，該約定無效，駁回海富投資的全部請求。

海富投資不服第一審判決，向甘肅審高級人民法院提起上訴，甘肅高院二審判決認為：(1)當事人就世恆公司 2008 年淨利潤不低於 3000 萬元人民幣的約定，因該約定僅是對目標企業盈利能力提出要求，核屬針對業績目標之約定，並未涉及具體分配事宜；且約定利潤如實現，世恆公司及其股東均能依據《中華人民共和國公司法》、《合資經營合同》、《公司章程》等相關規定獲得各自相應的收益，也有助於債權人利益的實現，故並不違反法律規定。；(2)而當事人就世恆公司 2008 年實際淨利潤無法達成 3000 萬元，海富公司有權要求世恆公司及迪亞公司以一定方式予以補償的約定，則違反了投資領域風險共擔的原則，使得海富公司作為投資者不論世恆公司經營業績如何，均能取得約定收益而不承擔任何風險。參照《最高人民法院關於審理聯營合同糾紛案件若干問題的解答》第四條第二項關於“企業法人、事業法人作為聯營一方向聯營體投資，但不參加共同經營，也不承擔聯營的風險責任，不論盈虧均按期收回本息，或者按期收取固定利潤的，是明為聯營，實為借貸，違反了有關金融法規，應當確認合同無效”之規定，從而系爭《增資協議書》第七條第二項該部分約定內容，因違反《中華人民共和國合同法》第五十二條第五項之規定應認定無效。；(3)海富公司除已計入世恆公司註冊資本的 114.771 萬元外，其餘 1885.2283 萬元資金性質應屬名為投資，實為借貸。雖然世恆公司與迪亞公司的補償承諾亦歸於無效，但海富公司基於對其承諾的合理信賴而締約，世恆公司與迪亞公司應按同期銀行定期存款利率計付利息。

本案一、二審法院的思維乃：投資即應當風險共同承擔，對賭協議中的補償約定違反該原則，從而無效。實際上，多年來各級法院都基本上遵循此一

⁶⁰中外合資經營企業法第八條第一項規定：「合營企業獲得的毛利潤，按中華人民共和國稅法規定繳納合營企業所得稅後，扣除合營企業章程規定的儲備基金、職工獎勵及福利基金、企業發展基金，淨利潤根據合營各方註冊資本的比例進行分配。」

⁶¹ 中華人民共和國公司法第二十條第一款規定：「公司股東應當遵守法律、行政法規和公司章程，依法行使股東權利，不得濫用股東權利損害公司或者其他股東的利益；不得濫用公司法人獨立地位和股東有限責任損害公司債權人的利益。」

⁶² 合同法第五十二條第五項規定：「第五十二條有下列情形之一的，合同無效：(五)違反法律、行政法規的強制性規定。」

思維模式，例如多數法院對於委託理財中保底條款的法律效力，先宣布委託理財和同屬於委託代理關係，然後指出委託代理的基本原則是代理人不承擔代理行為之後果，然後保底條款違背上開原則而無效⁶³。

學者⁶⁴以為，此一僵化的思維模式錯誤在於違背了私法自治中的最基本原則—意思自治。基於私法自治、契約自由原則下，當事人在不違反法律強制性規定，不損害他人利益情形下，應有完全的自由設計和規劃自己的行為與他人之關係。而《合同法》中對於合同類型的規範，只是方便當事人遵循，絕大多數為任意規定，而非對合同類型的限制。換言之，締約雙方有完全之自由設計符合自己需求之契約類型。從而，法院在實際合同中發現某些條款違反原先認定之合同類型時，首先應修正自己對合同類型的初步定性，承認當事人的合同安排雖然類似某種有名合同，再依據相類似有名合同效力處理，或者當事人雖然在合同名稱上選擇了某種有名合同，但實際上締結的是一種無名合同或混合合同，應依據《合同法》第 52 條規定判斷；而非反過來依據自己對合同類型之定性或者當事人對合同名稱的選擇，直接否認該條款之效力，否則無疑”削足適履”。

另外學者⁶⁵亦認為，不管一審還是二審法院都沒有理解對賭協議的法律實質，所援引的法律條文都有待商榷。首先，對賭協議涉及的對價並非企業淨利潤的分割，而是企業價值的重估，因此一審法院援引的法律條文並不妥當。其次，對賭條款簡單明瞭，海富投資顯然並未以詐欺或脅迫方式與甘肅世恒在簽訂投資協定。合同條款應是雙方真實的意思表示。如果甘肅世恒覺得對賭條款有失公平，那麼它顯然不應該簽訂該協議。在協議簽訂之後，甘肅世恒又違約背信，顯然非法院所援引之“公序良俗”。

本文以為，對賭協議在併購中如此廣泛運用的根本原因在於它使得投資方在資訊不完全明朗時仍可做出投資決策，從而大大降低了交易雙方的成本。假如最高人民法院判決對賭協議無效，則以後私募股權基金花在盡職調查上的時間和金錢成本將大大增加，之後對併購方於簽訂尚將採取保留態度。這將使得私募股權投資的節奏大大放慢，對於追求利潤的基金投資者和渴求資本的中小企業而言並非好事。再者，中國創業和成長投資市場已經排名世界第二，每年投資規模高達數千億元，如果所有對賭協議都被宣佈無效，中國市場經濟和商業的創新都將受到負面影響。

⁶³ 高民尚，關於審理證券、期貨、國債市場中委託理財案件的若干法律問題(中)，人民法院報，2006年6月12日；李永祥(主編)，委託理財糾紛案件審判要旨，人民法院出版社2005年。

⁶⁴ 彭冰，對賭協議第一案分析，資本市場的創新發展與公司制度的深化改革，第十二屆國際學術研討會，第159、160頁

⁶⁵ 歐陽良宜，第一財經日報，<http://econ.pku.edu.cn/displaynews.asp?id=7530>

第四項 排他條款

排他條款，謂於企業併購活動過程中，併購雙方在初步接觸後會簽訂一個併購意向書，而在該意向書中往往會約定排他性條款，約定在一定期限內一方不得與他方就企業併購進行協商談判達成協議，以消除協商期間的潛在性競爭者。

而排他條款往往在合作意向書上展現，其法律效力上不無疑義，蓋合作意向書本身是談判雙方經過初步接觸協商後就各自意願達成一致而形成的一種文件，是雙方進行實質談判協商的依據。所以一般合作意向書上往往註明意向書僅具有意向性質，雙方對於合作的具體內容及相關細節以最後的協議為準，意向書對雙方並不具有法律上拘束力。

惟在有的意向書中，特別在合作協議的簽定必須以一方的前期投入或者先期調查、方案的準備等需要投入大量時間或者資金的進行的意向書中，合作雙方的合作意向書雖然也只是一種意向性的安排，並無具體協議內容，但其中的**排他性條款和保密條款對雙方還是有效的合作，雙方須受約束，不能再和第三方進行談判並簽訂協議**。從而倘若一方違約，系爭排他性條款具有一定法律效力，因而對雙方具有拘束力。

斯巴魯汽車母公司日本富士重工⁶⁶迄今仍未放棄與奇瑞⁶⁷的合資計劃⁶⁸，奇瑞方面已經向富士重工許諾，將在時機合適時，再度向國家發改委遞交合資項目申請。然而即便在中日關係如此敏感的當下，富士重工仍願為中國市場的“錢景”與奇瑞“私定終身”。於2013年6月中旬，奇瑞董事長兼總經理尹同躍還親自率隊造訪日本富士重工總部，並同日方高管就斯巴魯國產項目達成口頭協議：**第一，在中日關係一旦改善的合適時機，奇里斯巴魯合資項目重新報批；第二，在與奇瑞的合資項目通過審批之前，日方不得與第三方洽談合資事宜**，即為近年排他條款簽訂之事例。

第五項 終止條款

終止條款謂當事人雙方於契約關係建立之後，因一定事實出現，諸如情事變更、當事人一方或雙方死亡、契約因法院判決或仲裁或當事人依約履行，使契約確立之當事人權利義務自終止後向後失其效力。相較於契約之解除，則是溯及既

⁶⁶ 速霸陸汽車（日語：スバル，英語：Subaru）是隸屬於日本富士重工業旗下的汽車製造部門

⁶⁷ 奇瑞汽車股份有限公司是成立於1997年1月8日的一家中華人民共和國國有股份制企業，坐落於安徽省蕪湖市

⁶⁸ <http://big5.china.com.cn/gate/big5/auto.china.com.cn/news/corp/20130819/581498.shtml>

口頭約定排他條款 奇里斯巴魯二度闖關懸疑

往回歸至契約未訂定時之狀態，使得契約自始無效。一般在一次性交易如硬體設備買賣，會採用解除契約，法律效果以回復原狀之方式結束系爭當事人間的法律關係；然而在繼續性合作性質交易如委任、承攬、合夥、合資等，則會採用終止契約的方式為之，避免對先前已完成的交易產生影響。因此，在收購或合資契約中，往往會特別約定當收購或合資雙方發生僵局(Deadlock)時該如何解決，或終止合作時，對雙方的股權如何出售及清理等，因此，企業在與他人簽約合作時，應明白約定終止事由及善後處理方式，避免事後之紛爭。

近期終止條款之事例即為中石化於 2012 年 2 月中旬對其客戶，亦即股東的力鵬，終止己內醯胺(CPL)化纖原料的買賣契約。中石化終止契約的理由是力鵬於去年 11 月無預警減少約 80%的提貨量，造成中石化損害，但力鵬則認為中石化片面終止契約並不合法，且導致力鵬的損害。由於雙方透過媒體各說各話，並主張他方應負損害賠償責任，將來可能衍生法庭大戰⁶⁹。

⁶⁹ http://www.mem.com.tw/article_content.asp?sn=1207040016，2012/7陳佑寰

企業合作簽約時往往只注意交易條件，卻容易忽略或避談將來終止契約的善後事宜。事實上，契約管理不僅要「有始有終」，還得「慎始善終」。

第五節 外資收購中國大陸上市公司流程

伴隨著中國資本市場的發展，使得中國企業在不斷適應市場經濟過程中，開展公司併購活動，特別是跨境併購，外資併購與海外併購增長勢頭很猛，而在中國跨境併購通常被分為外資併購與海外併購兩層次，屬於傳統的”引進來”與”走出去”戰略的重要一環⁷⁰。而國內併購與國際併購操作上並無極大區別，大陸經濟的市場化運作已有 20 年的歷史，故在併購的流程上有共同的規律可循，以下介紹相關併購流程⁷¹如下：

第一項 吳芳明教授之併購流程

1、策劃與籌備階段

此階段著重在市場調查和資訊整理，根據收購集團的戰略意圖確定收購的標的企業。比如說，若屬橫向擴張，則重點搜尋生產同類商品的企業以求規模經濟或市場的佔有率；倘是縱向擴張，則側重在搜尋生產環節中的上下游企業以樹立產業戰略地位。一旦在眾多企業樣本中選擇了擬併購標的之後，便要選擇幾種併購結構和收購路徑，且在雙方意向性接觸後，開始建立法律和財務的限制性框架以保證併購過程的穩定。

2、實施階段

此階段除了確定價格和收購方式的調整之外，最為複雜的是處理與大股東（往往是政府和國營機構）之磨合與銜接。而一般大陸併購中最容易產生所謂的「國有資產流失」或「社會安定團結局面的破壞」等惡性事變，若處理得當則雙方盡歡。而 3 個月左右的時間大體上是可以處理基本合同的落實，但完成全部的法律手續則往往需耗時一年之久，而律師、會計師和資產評估師等仲介機構的有效運用將會大大降低失敗的機率。

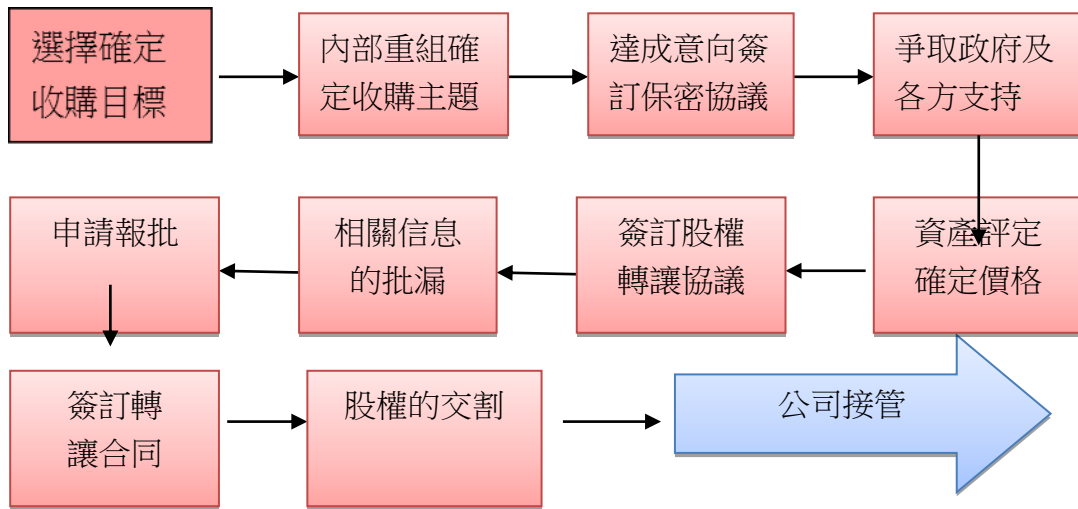
3、整合階段

企業併購之後，收購方自然要將標的公司納入集團的整體經營系統，貫徹統一的企業理念。人事重組、業務重組、市場重組和財務重組等伴隨而生，兩個企業之間之磨合狀況便構成了併購後的整合過程。以提高競爭能力和市場佔有率為宗旨之戰略併購，而整合過程的設計應當在併購的前期進行，其整合質量最終決定併購行為的成敗。

⁷⁰朱慈蘊，中國跨境併購的蓬勃發展與相關法律制度建構，第 139 頁，收入於商事法論集 2012，清華大學商法研究中心編

⁷¹吳芳銘教授，購併成長-面對中國高速經濟成長的策略，xv~xxvi

※企業併購流程圖示如下：



第二項 《關於外國投資者併購境內企業的規定》併購流程

1、選定交易對象

於不同的交易過程中律師將根據客戶委託，因應客戶之經濟能力、產業結構以及政策方向等因素，協助客戶尋找和選定收購交易對象。

2、參與業務談判、設計收購方案

由於境外投資者不諳中國法律，有賴專業律師憑藉其擁有的法律專業知識和長期累積的交易談判技巧，於不同的收購項目中從中斡旋，為客戶提供專業知識，輔助客戶進行業務談判；另外根據不同交易情況設計前開併購協議，解決企業員工安置、產業存續、報批程序之分工、股權移轉等等。

3、法律盡職調查(due diligence)之開展

律師接受收購方之委託對被收購對象的有關法律狀況進行了解，以確認被收購對象之合法性、發現可能存在之法律障礙、債權債務關係、資產的合法性等等，並根據了解之情況收購方出具被收購對象法律狀況的盡責報告。

4、起草法律文件

一般外商投資中心會提供相關範本，但收購項目所涉及法律文件不限於收購協議(框架協議)與其他相關之合同，例如合資合同及公司章程，起草上需慮及各方股東權益和相關責任。

5、文件準備及報批

有鑑於外資併購之審批程序相當繁瑣，雖然中國政府一再精簡程序但需提供的申請文件仍龐雜⁷²，《規定》第 21 條參照，律師需協助併購方調整公司之投資比例及企業名稱，以符合相關規範以利報批作業。

6、工商變更登記

於審批程序完成後，依《規定》第 25、26 條項向登記管理機關申請變更登記，以領取外商投資企業經營執照。

第六節 小結

有鑑於避免國有資產流失，關於外資併購審查程序繁瑣，從而外資可能藉由不同併購方式或簽訂無名合同或混合合同，諸如保底條款、對賭條款等以形成多樣化之併購流程，惟該等協議應屬企業間之私法自治、契約自由範疇，法院於認定上不應以字面上形式認定而認為有違相關強行規定而無效，應適度尊重當事人之意思自由，以利企業重組以及經濟發展。

⁷² 參考第二章外資併購之法律適用

第三章外資併購中國國有企業之法律制度發展現狀與問題

中國大陸在近幾年來，以低廉勞動力以及廣大市場吸引許多外來投資者，而外國投資者所投注的龐大資金帶動中國經濟的蓬勃發展。在中國大陸產業領域的逐步開放下，外資對於中國大陸市場的佈局更為積極，進而促使外國投資者建構在中國大陸市場的版圖與競爭力。外商直接投資⁷³(Foreign Direct Investment, FDI)可分為兩種，一為新建投資，亦稱為綠地投資，另一則為併購投資。於1995年之前，中國大陸以新建投資為主，而於1996年至2007年，中國大陸大部分行業產能過剩的狀態下，以綠地投資模式發展的空間愈趨狹窄，加諸其他亞洲新興國家(諸如越南與印度)的市場吸引，使得外資投入中國的脚步趨緩。而近幾年，於2008年金融海嘯後，併購投資與綠地投資孰引領外資併購，需視中國經濟發展結構的變化而有所改變，根據聯合國2009年至2013年世界投資報告指出，新建投資佔外國投資的比例似乎高於併購投資，因此併購投資並非一路領先新建投資。由於併購相較於綠地投資方式，有縮短投資時間並得以使企業迅速取得市場占有率，併購遂變成為進軍中國大陸市場快速手段之一。惟外資併購中國境內企業濫觴於1992年，當時並無外資併購中國境內企業相關立法，而於2003年《外國投資者併購境內企業的暫行規定》發布後，初步構築外資併購中國境內企業立法體系之框架。經過數年實踐，商務部等六部門於2006年聯合頒布《關於外國投資者併購境內企業的規定》以及2007年《反壟斷法》之發布，使外資併購中國境內企業法治體系更趨於完善，惟仍有缺漏不備之處。再者，外資併購中國境內企業首以國有企業及上市公司為目標公司，本文擬討論現行法下國有企業改組轉型以及外資併購下所產生相關問題。

第一節、中國外資併購立法歷史背景、沿革及立法現狀

一、歷史背景：

中國歷經30年改革開放以來，各種產業的企業之併購活動在市場經濟體制改革的推動下有長足發展，而併購立法框架也在相關經濟改革下逐漸成形。依法律位階高低，中國涉及併購的相關法律主要包括憲法、法律、國務院根據憲法與法律所發布的行政法規、國務院各中央部門依其職權所發布之規章，以及地方政府所發布的地方性法規等。其中行政法規與部門規章此一層次之立法構成中國併購法律體系的主體，其內容龐雜，彼此間有適用上之衝突，使外國投資者於併購投資時常無所適從且障礙重重。

⁷³ 發展中國家或轉型期經濟體，仍以綠地投資為主要 FDI 投資方式，而已開發的國家則以跨國併購為主。

此外，中國各級主管部門尚針對外資併購制定許多內容相異之規範性文件，其雖稱不上嚴格意義之法令，而僅屬引導政策之內部檔。中國目前許多關於外資併購之相關規定屬於各主管部門制定的規範性檔，內容缺乏透明度，導致中國外資併購法律體系之穩定性及普遍適用性相形低落。

※中國歷年來涉及外資併購的主要法規⁷⁴，整理如下：

發佈/施行日期	法規名稱	法位階	發布機關	內容概述
1987年1月1日施行	民法通則	法律	全國人民代表大會	第三章第二節企業法人分立、合併或有其他重要事項
1993年4月	股票發行與交易管理條例	行政法規	國務院	對上市公司收購、要約收購作簡單規定
1993年12月29日施行 1999.12 2004.5 2005.10 2013.12	公司法	法律	全國人民代表大會	公司合併的方式、合併應簽訂合併協議
1994年	股份有限公司國有股權管理暫行辦法	部門規章	國家貿易局、國家體改會	明確國家股權轉讓之目的、收入投向、數額、標的、方式、定價和條件
1995年1月10日施行	關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定	部門規章	對外經濟部	股份有限公司向外資增資擴股或轉股發行外國股東持有的股份的條件和程序
1995年9月	關於暫停將上	部門規章	國務院	暫停外資收購上市公司之活動

⁷⁴參考王文杰，中國投資者併購中國境內企業相關法制研究，中國大陸法制研究第十六輯，司法院印行，2008年1月。

	市公司 國家股 和法人 股轉讓 給予外 商請示 的通知			
1995 年 1997 2004. 11 2007 2011	外商投 資指導 產業目 錄	部門 規章	國家經 貿委、 對外貿 易部、 國家計 委	1995 2004. 11: 開放許多以往限制外資進入 之領域。 2007: 產業結構優化和升級，以提高利 用外資之品質及水準。 2011: 推動外資進入方式的規範化和 制度化，對於外資機構入境投資釋放 出積極信號
1997 年 3 月 24 日施 行	股份有 限公司 國有股 股東行 使股權 行為之 規範意 見	部門 規章	國有資 產管理 局、國 家經濟 體制改 革委員 會	允許國有股股東依法可向境內外法人 和自然人轉讓國有股股份
1999 年 7 月 1 日施 行 2004. 8 2005. 10	證券 法	法律	全國人 民代表 大會	規定上市公司要約收購或協議收購之 方式，以及強制要約之條件及豁免等
1999 年 8 月	外商收 購國有 企業的 暫行規 定	部門 規章	國家 經濟貿 易委員 會	明確外商可參與國有企業之併購，但 相關程序不明、審批程序複雜
1999 年 10 月 1 日施 行	合同法	法律	全國人 民代表 大會	有關法人、其他組織之間設立、變更、 終止民是權利義務關係之協議
2001 年 10 月	關於上 市公司 涉及外 商投資 有關問 題的若 干意見	部門 規章	對外經 貿部、 中國證 監會	允許外資企業發行發行 A 股或 B 股和 受讓上市公司的非流通股之原則性規 定，並確立對待外資國民待遇原則

2002年4月	指導外商投資方向規定	行政法規	國務院	將外商投資項目分為鼓勵、允許、限制和禁止四類予以規範管理
2002年11月	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	部門規章	中國證監會、財政部、國家經貿委	確立向外商轉讓境內上市公司國有股和國有法人股的原則及方式
2002年12月	合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法	部門規章	中國證監會、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，使外資亦可透過此管道遂達收購目地
2002年12月1日 2006.8 2008.4	上市公司收購管理辦法	部門規章	中國證監會	2002.12:規定上市公司收購主體、併購方式、收購程序及資訊批露等。 2006.08:修正2002年原法規，允許換股併購。
2004年2月	企業國有產權轉讓管理暫行辦法	部門規章	國資委	國有產權轉讓之審批、程序、方式、資產評估、價款支付、債權人保護及職工利益保護等。
2005年11月	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	部門規章	商務部、中國證監會	境外戰略投資者可購買已股改公司A股之股份
2006年1月	外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法	部門規章	商務部、證監會、國家稅務總局、國	允許外資採用協議轉讓、上市公司定向發行新股以及國家法律規定的其他方式直接投資A股市場之上市公司

			家工商總局、國家外匯管理局	
2006年8月 2009.6	關於外國投資者並購境內企業的規定	部門規章	商務部、國有資產監督管理委員會、稅務總局、工商行政管理總局、中國證監會、外匯管理局	修正2003年原法規，補強反壟斷之規範
2007年8月	反壟斷法	法律	全國人大常委會	預防和制止壟斷行為，保護市場公平競爭濫用市場支配地位，將經營者集中、濫用行政權力排除、限制競爭行為予以規範
2008年3月24日 2011.8.1 依據中國證監會《關於修改上市公司重大資產重組與配套融資相關規定的決定》修訂	上市公司重大資產重組管理辦法	部門規章	中國證監會	重大資產重組的原則和標準、重大資產重組的程式、重大資產重組的資訊管理、發行股份購買資產的特別規定、重大資產重組後申請發行新股或者公司債券、監督管理和法律責任
2008年8月	上市公司併購重組財務顧問業務管理辦法	部門規章	中國證監會	規範證券公司、證券投資諮詢機構及其他財務顧問機構從事上市公司併購重組財務顧問業務活動
2008年12	商業銀	部門	銀監局	允許符合條件的商業銀行開辦併購貸

月 9 日	行併購 貸款風 險管理 指引	規章		款業務，以滿足企業併購融資之需求。
2011 年 8 月 25 日	實施外 國投資 者併購 境內企 業安全 審查制 度的規 定	部門 規章	商務部	明確境外投資者併購境內企業安全審 查範圍、內容、工作機制和相關程序
2013 年 5 月	中西 部地 區外 商投 資優 勢產 業目 錄	部門 規章	國務院 、 國家發 展和改 革委會 、 商務部	與2011年已頒布的《外商投資產業指 導目錄(2011年修訂)》有效銜接，調 整優化中西部地區鼓勵重點和方向。

二、中國外資併購立法沿革

承如前述，中國商事立法之一大特色為區分內外資而適用不同法律體系，因此針對外國投資者所為之併購行為，所適用之法規範與由中國投資者所為之併購行為不盡相同。直至2003年《外國投資者併購境內企業暫行規定》發佈施行，中國始出現一部全面規範外資併購之法規，但迄今仍無一部規範併購活動之基本法。目前外國投資者於中國進行併購活動時之準據法，除《民法通則》（1987年1月1日施行）、《公司法》（1994年7月1日施行）、《證券法》（1999年7月1日施行）、《合同法》（1999年10月1日施行）及外商投資企業法中所建立之基本交易規則外，乃散見於大量行政法規、部門規章及其他規範性文件中。如同其他領域之法律，中國併購法律體系之建立亦體現「實踐在前、立法在後」的特點，關於併購相關之法律一般均為解決中國併購活動所生問題所催生之產物。從此角度出發，觀察中國之外資併購立法沿革時，應結合外資在中國併購之實務發展情形一併觀察。以下僅就中國外資併購之實務發展及立法沿革分析之：

（一）併購濫觴階段（1995年至2001年）

1990年代，特別是1992年中國確立社會主義市場經濟體制之後，外資雖對投資中國市場躍躍欲誦，但外資併購之法制環境幾乎處於立法空白狀態，因此外國投資者開始探索各種取得中國境內企業權益之投資方式。例如，引起廣泛關注

之「中策事件」及「北旅事件」即分別利用綠地投資方式及協議購買方式（收購方式之一），取得目標企業之實質控制權。

按外國投資者在新設企業階段，須依據《中外合資經營企業法》及《中外合作經營企業法》規定，使中方投資者以目標資產或權益注入合資、合作企業，並由外國投資者取得該合資、合作企業之控股權，間接實現其取得原屬於中國境內投資者之目標資產或權益之目的。

1992年香港中策公司即以此綠地投資方式，控制山西太原橡膠廠之經營性資產，並於其後2年內以非常低之成本將中國境內不同行業和地區之百餘家國有企業改造成35家中外合資公司。1995年，日本五十鈴自動車株式會社及伊藤忠商事株式會社則利用中國對外資管理、證券管理、外匯管理等相關法制尚未建立完備之狀態，聯合以協議方式購買北旅公司國有法人股4200萬股，取得該公司25%之股權比例，成為該公司之最大股東，成為外資併購中國上市公司之首例。中策事件中，外國投資者利用中國法律允許外資分期到位之規定而以低成本實現收購目的；北旅事件中，外國投資者則於立法空白之情況下參股中國國有企業。在沒有具體法規依據下，上開併購活動幾乎都是以個案審批形式為依據，是以難以之作為通案標準。惟上開兩件併購事件均突顯中國外資併購相關法制制度的不完善，而導致外國投資者得以循此一方式控制中國國有資產。為因應此等問題，針對前者，中國於1997年9月29日發布《《中外合資經營企業各方出資的若干問題》的補充規定》，規定控股投資者須於一定期限內繳清出資，否則不得取得企業決策權；針對後者，中國於1995年9月23日發布《關於暫停向外資轉讓上市公司國家股和法人股的通知》，禁止外資取得上市公司的國家股和法人股，使外資併購中國上市公司之活動嘎然而止。

此一階段之外商投資企業法規主要是針對「綠地投資」，外國投資者得依該等規定，利用外商投資企業之合併、股權轉讓等方式而間接達到併購目的。例如1997年5月28日施行之《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》，詳細規定股權變更之條件及程式；1999年《關於外商投資企業合併與分立的規定》，允許符合條件之外商投資企業間進行合併或分立，其於2001年修正後，更允許外商投資企業與內資企業合併；2000年施行之《關於外商投資企業境內投資的暫行規定》，允許符合條件之外商投資企業進行境內投資，包括在中國境內收購現有公司股權。此外，於1990年代中後期，隨著中國實施國有企業改革政策及發展資本市場交易，外國投資者初步憑藉國有企業改制及上市公司之相關規定而實際達到併購目的之可能。例如1998年9月14日施行之《關於國有企業利用外商投資進行資產重組的暫行規定》、1999年8月施行之《外商收購國有企業的暫行規定》，確立外國投資者得購買國有企業，雖然該等規定下之審批程序複雜、不具可操作性，但外國投資者參與國有企業重組之數量確實增多。根據上海聯合產權交易所的資料，2000年於該所登記之外資併購金額達19.66億人民幣，較1996年增加29倍之多。1999年7月1日首度施行之《證券法》，基本上放鬆資本市場中上市公司

收購之限制條件。應注意者為，此時期中國之國有企業併購活動主要是以政府撮合、干預為特色，計劃經濟色彩濃厚。由中央政府、地方政府分割對於國有企業之實質控制權。地方政府往往是在追求地方利益、拋開財政包袱考量下，迫使優勢企業併購經營虧損的企業，因此，被併購方一般為虧損企業。此時企業併購往往由政府相關部門協調實施，有很大程度上為政府計畫性行為，而非基於市場經濟原則的經濟行為。在此結構下，該等併購充其量只能稱為「準併購」，為一種社會成本企業化的行為方式，目的是為求避免社會動盪，而非以獲取最大投資收益為目的的真正投資行為。

（二）併購萌芽期（2001年至2003年）

隨著中國於2001年加入世界貿易組織，中國國務院相關部門陸續發布一系列關於外資併購之規章及規範性檔，使外資併購之可操作性明顯增加。然而，有許多層面仍處於較低的規範層級或立法空白階段，因此外國投資者為防範財務陷阱等動機，仍傾向以綠地投資或以外商投資名義間接併購之方式實現併購目的。此階段之外資併購發展主要可分為下述三個方向：

1、降低市場准入限制

2002年4月1日實施《指導外商投資方向規定》及修訂新版《外商投資產業指導目錄》，根據該等規定，原禁止外資投資之電信、燃氣、熱力、供排水等項目首次成為對外資開放領域，並增加76條鼓勵類項目，限制外商投資類則大幅減少2/3，成為外資併購中國境內企業之強大推動力。重要併購案例為2002年阿爾卡特公司以持股50%加1股的方式併購上海貝爾，象徵性地打破中國在電信領域對外商持股之限制，其併購後所設之上海貝爾阿爾卡特股份有限公司，為中國電信行業第一家外商投資股份制公司。

2、允許外資進入證券市場

此階段中國陸續發布若干規定，使外國投資者得透過參與發起設立上市公司、收購非流通股、以合格境外機構投資者（Qualified Foreign Institutional Investor，簡稱「QFII」）身份進入證券市場，擴大外資併購之操作空間。主要規定包括：2001年11月10日實施之《關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見》，允許外商投資股份有限公司發行A股或B股，且允許外商投資企業（含外商投資股份有限公司）透過受讓非流通股之方式收購中國境內上市公司之股權。2002年10月1日實施之《上市公司收購管理辦法》為中國目前關於上市公司收購之最重要法規之一，其對上市公司收購主體不再加以限制，使外

資得依該規定收購中國A股⁷⁵上市公司及非上市公司之國有股及法人股。以及其配套措施《上市公司股東持股變動資訊披露管理辦法》，形成中國以「充分資訊揭露為基礎、保障投資者

權益及促進上市公司收購」三方面並重之上市公司收購法律框架。

2002年11月1日頒布之《關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知》，解除自1995年來中國國務院暫停向外商轉讓上市公司國有股和法人股之禁令，突破之前外資僅能採取間接方式併購投資上市公司的限制，確立外資直接投資併購上市公司的合法地位，使外國投資者以受讓非流通股方式併購中國境內上市公司進入實質可操作性階段。按1995年至《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》頒布施行前，外資除購買上市公司股外，無法取得上市公司之股份。上市公司之股本結構清一色為國家股、法人股及普通流通股，但由於國家股在上市公司中幾乎處於絕對控股地位，因此上市公司幾乎均為國家控股公司，其本質與一般上市公司並無區別。其後，中國允許國內企業受讓國家股，企圖扭轉國有企業改革之被動局面，惟民營企業實力有限，無力承接龐大之國有資本，因此，中國又重新將目光投向境外資本，進而想要提出引進外資改組國有企業，允許外資併購國有企業。在此背景下，中國發布《關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題之通知》，重開外資以購買上市公司國有股方式併購上市公司的大門。

中國在引進外資收購上市公司國有股的基礎上，又於2002年12月1日頒布實施《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》，使中國證券市場對外資併購活動進一步開放，外國投資者得透過次級市場併購上市公司，使符合條件的境外資金得進入A股市場。雖然《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》對外資持股上限有10%或20%的限制，但實際上對股權分散之上市公司而言，持有10%或20%之股權可能實際已取得實質控制權。不過合格境外機構投資者（QFII）一般係以投資獲利為主要訴求，以此作為併購方式與其獲利訴求可能不盡相符。

3、進一步明確外資併購國有企業之規範

2002年11月8日頒布並於2003年1月1日實施的《利用外資改組國有企業暫行規定》，與上開《關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知》構成中國利用外資改組國有企業之政策體系，規定外國投資者受讓國有產權、股權、債權、資產或接受外國投資者增資，而改組為外商投資企業之相關政策，企

⁷⁵中國A股也稱為人民幣普通股票，是指那些在中國大陸註冊、在中國大陸上市的普通股票。以人民幣認購和交易；中國B股也稱為人民幣特種股票。是指那些在中國大陸註冊、在中國大陸上市的特種股票。以人民幣標明面值，只能以外幣認購和交易。

圖為外國投資者參與國有企業改制提供更清晰之法律途徑。

(三)併購方興未艾期 (2003年3月迄今)

於2003年以前，外國投資者於中國進行之併購行為或為利用「綠地投資」之相關規範，或為配合中國發展證券市場或國有企業改制所施行之政策，而間接或直接達到實質控制目標企業之目的，但對於外資併購仍無一部全面性之規定。直至2003年3月13日，中國對外貿易經濟合作部、國家稅務總局、國家工商管理總局、國家外匯管理局聯合頒布《外國投資者併購境內企業暫行規定》，並於2003年4月12日開始實施，其為中國泯用外國直接投資的審批機關、登記機關、外匯管理及稅務機關聯合發布之外國投資者併購境內企業的一個綜合性規章，首次對外國投資者併購境內企業所涉及之實體及程式問題提供法律依據，勾勒出中國外資併購之法制雛型。《外國投資者併購境內企業暫行規定》為中國外資併購實務中亟需解決之兩大問題提出解決方案。其一，確立股權收購及資產收購之兩種基本外資併購模式，並以該兩種模式規定相應之行政管理模式。其二，確立外資併購後企業管理模式與中國現行外商投資法律體系之銜接問題，無論採用股權收購或資產收購，外國投資者併購中國境內企業之最終目的均為設立外商投資企業，預按照外商投資企業之審批程式辦理，故併購結果即所成立之外商投資企業將被納入外商投資企業法律體系進行管理。

隨著外資併購的個案增加，因《外國投資者併購境內企業暫行規定》內容不夠細緻化，導致中國的外資併購法律環境在審批監管、資產評估、國有資產流失、反壟斷等方面浮現問題。有鑑於此，於《外國投資者併購境內企業暫行規定》施行近三年後，商務部、國務院國有資產監督管理委員會、國家稅務總局、國家工商管理總局、中國證券監督管理委員會、國家外匯管理局六部門於2006年9月8日聯合頒布《關於外國投資者併購境內企業的規定》，並於同日施行。與原《外國投資者併購境內企業暫行規定》相比，新《關於外國投資者併購境內企業的規定》頒布機關增加國務院國有資產監督管理委員會及中國證券監督管理委員會，主要考慮到外國投資者併購的目標企業中包含國有企業、上市公司，因此該兩者之主管機關一併參與頒布新併購規定。

《關於外國投資者併購境內企業的規定》對外資併購之原則、條件、程式、例外及監管等問題作了更加明確、詳盡之規定。該規定分為六章，共61條，分別規定外國投資者併購境內企業之原則要求、基本制度、審批登記相關程式、外國投資者以股權作為支付手段併購境內公司問題、反壟斷審查程式及法律適用問題。相較於原《外國投資者併購境內企業暫行規定》，新規定之規範內容更為明確，在許多方面有所進展，例如，首次明確規定換股併購之方式、對特殊目的公司明文加以管理、以專章規定反壟斷審查制度等。此外，配合2007年頒布之《反

壟斷法》，中國對於外資併購之立法框架總算建立比較清楚可循之輪廓。

中國於此階段，亦頒布若干對投資證券市場及改制國有企業之重要法規，使外國投資者併購標的涉及上市公司或國有企業時，有較清晰之準據。例如2003年5月27日實施之《企業國有資產監督管理暫行條例》，為中國第一部關於企業國有資產監督管理之綜合性法規，結束多部門管理國有資產的混亂局面。對外國投資者而言，該條例實施使其掌握各級政府監督管理國有資產的範圍，便於併購雙方明確談判對象及審批機構。2004年2月1實施之《企業國有產權轉讓管理暫行辦法》，則明確規定企業國有產權轉讓應於依法設立之產權交易機構公開進行，不受地區、行業、出資或隸屬關係限制，確立「公開徵集、進場交易」的基本原則，使外資受讓國有產權有較為明確之依據。

在強化證券市場投資部份，2006年1月1日實施修訂後之《公司法》及《證券法》，為完善中國社會主義市場經濟之重要法律，亦為規範證券市場運行之基本法律，其修訂大力推進中國證券市場中上市公司之併購活動。相關規範亦逐漸完善中，例如2006年1月29日施行之《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》，對外國投資者取得上市公司流通股應遵循之原則、需具備之條件、戰略投資之方式和程式、相關審批登記程式均進行規定，鼓勵外資戰略投資上市公司。

參、小結

中國大陸改革開放以來的商業法律環境發展，從計畫到市場性的經濟結構，同時也代表著從封閉到融入國際社會的發展。因此導致即使在國際投資方式所常採用的企業併購，在中國大陸的適用上便面臨因不同時期的體制環境所帶來的法律約束。

中國大陸在市場逐步寬鬆以及不斷累積的併購環境下，在面對中國大陸市場環境的需求，使得併購具體法律規範逐步落實。然需進一步關切的是，併購活動的本身需要更多配套法規的支援以及具體金融活動的配套支援，使得工具性使用與更透明的程序遵循等，這些方面還是中國大陸在法制上可以更具體落實的地方。

第二節外資併購中國境內企業的法律缺陷分析

一、立法層面問題

1. 外資併購基本法的缺失

中國欠缺一個外資併購基本法，卻出台了許多充滿矛盾衝突的行政規章，以及權責機關職權疊床架屋，導致外資在適用法律上的困難。中國於 2006 年，由商務部等六部會聯合公布《關於外國投資者併購境內企業的規定》，對於外資併購法規範有了基本的框架。此法建立於 2003 年頒布的《外國投資者併購境內企業的暫行規定》，由原本 26 條增加到 61 條，並對於外資併購相關的市場准入、反壟斷調查、審批程序、以股換股的併購手段等內容作了較為詳細的規定。同時第一次將境內企業透過在境外設立公司，進而實現境外上市的紅籌模式納入法律監管的範圍。

此併購規定係由六部門聯合頒布的行政規章，其法律效力較低，法律權威性不夠，無法真正達到外資併購基本法的統領各部外資併購相關法律規章的作用。而中國的《立法法》並未明確指出，此多部門所聯合發布之部門規章與國務院所制定的規章之效力差別，因此外資併購規定與國務院所制定之部門規章相衝突時，其法律適用即成為一大問題。再者，部門規章效力低於憲法、法律、行政法規，故部門規章與地方性法規相衝突時，很可能導致這些具有外資併購規範框架的部門規章遭受排除適用的窘境，而優先適用地方性法規，進而導致以地方利益為優先考量而制定的地方性法規排除了以國家利益為主的部門規章。此種適用上的不確定性影響《關於外國投資者併購境內企業的規定》作為外資併購基本框架的作用，因此本文認為，中國欠缺一部外資併購「基本法」。最後，⁷⁶中國並未對於外資「兼併」其境內企業的併購行為有等同於「收購」產權或股權之併購行為之相關法規範，亦即若外資兼併中國境內企業時，很難找到有關法律規定，因此沒有受到相應的管制和管理，而這也再再指出，中國併購法規範體系的紊亂與不完善。

2. 法出多門、缺乏體系

企業併購是一連串複雜的經濟活動，涉及範圍、層面相當廣泛，並非一兩部單行法律能夠完全有效規制。比較德、日、美的立法體系，均以某一專門法律作為企業併購法律制度的基礎，即本文上述所稱之外資併購基本法，並結合反壟斷法、公司法、證券交易法、民法等法律共同架構外資併購法律制度。

外資併購國有企業更是牽涉國家安全以及民生問題，因此外資併購國有企業需要在外資併購基本法的統領下，各部門相互協調統整，作有一系統的併購規範。然而在中國實際情形，國務院商務部、國有資產管理局、國家稅務總局、國家外匯管理局、國家工商總局等外資併購相關部門均有權在其權限內制定相關法規範，並對其權責範圍內對其管理。而地方政府也可因地制宜，制定有利於地方

⁷⁶ 張哲，外資併購我國企業法律問題分析及解決，法制與社會期刊，頁 87，(2012)。

性併購活動的地方性法規。相關權責部門以及地方政府在制定法規、部門規章、地方規章時，基於不同利益或解決問題為各自出發點，各在其權限範圍內對外資併購活動中出現的具體問題加以解決，而彼此間卻缺乏溝通協調，未能在同一立場下提出解決方案，導致所頒布的法規規範欠缺統一協調，外資併購法律零碎、欠缺體系。

中國現行併購法規大多為治標不治本的應景之作，遵循著「頭痛醫頭，腳痛醫腳」的立法思想，此種立於「問題成熟一個，解決一個」的立法規則，使得2001年後，中國相繼頒布數十部外資併購相關法規後，仍在實際執行外資併購活動時經常出現各項政策規範在不同效力領域和規制範圍內相互衝突的尷尬場面。此為中國在實踐外資併購活動時，增加許多法律適用上的不確定性以及法律風險。

3. 法律效力低、存在矛盾與衝突

中國所出台的企業併購相關規範大多出於部門規章，有些甚至在嚴格法律位階⁷⁷意義下僅能算作是政策而非法規範範疇，因此法效力位階偏低。例如外資併購法律適用所涉及的《上市公司收購管理辦法》、《關於外商投資企業合併與分立的規定》、《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》、《關於外國投資者併購境內企業的規定》、《外商投資產業指導目錄》等，沒有一部是屬於由全國人大頒布的法律。

由各部門及地方政府所出台的部門規章、地方性法規係於不同外資併購階段所形成，各規範在立法價值取向、法律概念的內涵以及各種操作性法規的標準和控制程度在各方面已有差異。再者，本應作為外資併購基本法的《關於外國投資者併購境內企業的規定》，由於其係屬於部門規章之法位階，如果其與地方性法規或其他部門規章相衝突時，可能遭受排除適用或法律適用上的疑慮，而加劇法規適用的不穩定性。

⁷⁷ 依中國《立法法》的規定，法規可分為四種層次，第一層次為全國人大及其常委會法律；第二層次為國務院頒布的行政法規；第三層次為國務院各部、委以及具有行政管理職能的直屬機構所頒布的規章；第四層次為省、直轄市的人民代表大會及其常務委員會所頒布的地方性法規，例如上海、深圳證券交易所等機構發布的市場自律性文件。

※關於中國外資併購相關法規範文件的法律位階，以表格整理如下：

法律	公司法、證券法、合同法、中外合資經營企業法、中外合作經營企業法、外資企業法、全民所有制工業企業法、民法通則、反不正競爭法、反壟斷法。
行政法規	指導外商投資方向規定、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、國有企業財產監督條例。
部門規章	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、關於外國投資者併購境內企業的規定、上市公司購管理辦法、關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見、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、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、 外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法 、外商投資企業投資者股權變更的若干規定、關於外商投資企業合併與分立的決定、外商收購國有企業的暫行規定、利用外資改組國有企業暫行規定、關於國有企業利用外商投資進行資產重組的暫行規定、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、國有資產收益收繳管理辦法、企業國有產權項管理層轉讓的暫行規定、合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法、關於外國投資者併購境內企業股權有關稅收問題的通知、 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 、關於外商投資舉辦投資性公司的規定、關於完善外資併購外匯管理有關問題的通知、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、國有企業職工待業保險規定。
地方性規章	武漢市企業兼併市場實施方案、福建省關於進一步推動企業兼併的意見、上海市關於外資併購本市國有企業的若干意見。

表 3-1 外資併購相關法律規範的法律位階

4. 法律操作性差

中國關於外資併購相關規定大多為原則性的規範，欠缺實踐併購上的操作性。舉例而言，《關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知》中規定外資併購方的資格：「受讓上市公司國有股和法人股的外商，應當具有較強

的經營管理能力和資金實力、較好的財務狀況和信譽，具有改善上市公司治理結構和促進上市公司持續發展的能力。」卻沒有對於如何評估其財務狀況、信譽、管理能力之標準提出一套可行的操作方式，法律用語模糊，在併購活動中都有可能被隨意解讀而濫用。另外，在《通知》中規定，向外商轉讓國有股和法人股原則上應採取公開競價方式，但卻沒有對具體的公開競價方式加以具體解釋，容易造成實際操作上的隨意性⁷⁸。

二、實踐層面問題

1. 國民待遇與市場准入

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措施。國民待遇意指東道國給予外國投資者的待遇應「不低於」或「等同於」其給予本國投資者的待遇，而國民待遇原則是世界貿易組織外資准入制度的基本原則，是在國際貿易、投資領域通行的原則，其實質是對外國投資者在投資領域上放鬆市場准入的限制。隨著中國加入 WTO 並伴隨全球經濟一體化的加快，中國外資併購國有企業的市場准入應以國民待遇原則為其制度基石。惟國民待遇並不意味在市場准入的領域，對外國投資者與本國投資者(外資企業或內資企業)作絕對平等對待。世界上沒有一個國家給予外國投資者與本國投資者完全相同的待遇，即便是市場經濟高度發達的國家也是如此，例如美國，在涉及美國國家安全的收購和兼併，美國總統享有自由裁量權予以否決，因此國民待遇原則的適用範圍應有一定的界限，出於對本國民族產業保護的考量，對外資進入加以限制，基於國家安全考量，一些重要領域禁止外資併購進入，例如《外商投資產業指導目錄》以及《關於外國投資者併購境內企業的規定》中規定，外資併購境內企業要符合產業政策，亦即須符合《外商投資產業指導目錄》而受其限制。

然而中國缺乏有效判別「外資」的規定，使得《外商投資產業指導目錄》的規定受到規避，而無法有效管制市場准入，再加上法律用語的不確定性，而造成在併購活動法律適用操作上的困難。外資通常利用間接併購的方式規避《外商投資產業指導目錄》的要求。例如，外商可以利用其境內控股公司去收購內資企業，在不違背《外商投資產業指導目錄》的前提下間接控制產業目錄所禁止或限制外商投資的企業之控制權，使得證券市場成為外資滲入涉及國家經濟安全產業的工具⁷⁹。

再者，中國長期以來為吸引外資進駐、引進國外技術、管理經驗，給予外國

⁷⁸ 高曉姝，外資併購國有企業的法律規制，北京首都經貿大學碩士論文，(2006)。

⁷⁹ 郭清寶，外資進入中國進行併購引起的風險及法律問題，華東政法大學博士論文，頁 40，(2008)。

投資者超國民待遇⁸⁰，而非僅止於國民待遇，其主要體現在以下方面⁸¹：

第一，給予外國投資者比本國投資者更為優惠的待遇。大多數國內企業必須賴以有代理權的單位進出口，而外資企業可以直接進出口產業所需的原料、零件以及機器設備等；第二，海外證券投資問題的優惠。外商投資股份有限公司境外募集上市的審批手續比國內企業簡便，因此外資企業比內資企業更容易、快速於海外集資；第三，外匯管理優惠；第四，稅收優惠政策多，各地政府還隨意加碼稅收優惠政策。一般情況，內資企業的外匯收入必須出售給指定的銀行，不能保留外匯帳戶，而外商投資企業則可以銀行結售，並可以開設外匯帳戶。

此外，地方政府為了促進地區經濟發展，盲目地招商引資，給予外國投資方「特殊優惠」，而出台地方性法規或規章，造成併購法規的窒礙難行且嚴重影響中國民族企業的發展，從長遠看對中國經濟發展是不利的。

2. 資訊不透明化

過去中國資本市場封閉，雖然近幾年對於外資採取較為開放的態度，但整體資本市場尚未成熟；中國資本市場存在資訊揭露的不透明化。外資併購中國國有企業情形，因為國有企業產權不清晰，時有併購訊息不透明，外國投資者與國有企業管理者私下達成協議，而造成國有資產被低估，有賤賣國有資產之嫌。

3. 國有資產評估

中國上市公司中，中國國有企業仍占較大比重，所以國有股的轉讓價格以及國有資產評估則為關鍵問題。它不僅涉及到整個併購活動是否得以順利進行，也牽涉國有資產的保值和證券市場的繁榮穩定。

外資併購造成國有資產流失的原因是多方面⁸²：第一，中國沒有產權交易的明確法規，再加上資訊的不透明化以及國有企業的代理問題，外資併購方經常與被併購的國有企業管理者私下；第二，中國急需引入外資改組國有企業，故在中國併購市場中，其實是供過於求，國有企業的管理者在談判過程中通常處於較劣勢的地位，而容易屈就於併購方所開出的條件；第三，地方主導型的國有企業之併購，往往以地方利益為優先考量，忽略國有資產保值增值的併購動機，而從稅收、併購後所帶動企業規模經濟的效益等利益考量；第四，評估機制的完善，缺乏與國有產權交易現狀相對應的資產評估制度。所謂資產評估係指運用經濟、財務、法律、稅務等方面的知識於調查、評審和分析的基礎上，對公司有行和無

⁸⁰ 超國民待遇係指給予外國投資者比本國投資者更為優惠的待遇。

⁸¹ 劉曄，外資併購國有企業法律問題研究，中央民族大學碩士論文，頁 18，(2008)。

⁸² 參照劉曄，外資併購國有企業法律問題研究，中央民族大學碩士論文，頁 22，(2008)。

形資產的評估與分析，是企業併購不可缺少的重要環節。在中國外資併購第一案「1995年北旅事件⁸³」就是因為國有資產評估機制不完善，導致大量國有資產流失。目前中國關於國有資產評估的法規範多由國有資產委員會制定頒布，主要有：《國有資產評估管理辦法》、《國有資產評估管理辦法施行細則》、《國有資產評估違法行為處罰辦法》、《國有資產評估管理若干問題的規定》等法規。《利用外資改組國有企業暫行規定》允許「非國有資產」轉讓時得採用國際通行的國際方法，而於「國有資產」轉讓評估時，應遵循國有資產管理的相關規定。按《國有資產評估管理辦法》的規定，國有資產評估方法有五種⁸⁴，即收益現值法、重置成本法、現行市價法、清算價格法和其他方法，而目前我國在外資併購領域常用的方法為「資產重置法⁸⁵」。而此方法並非國際通行的方法，國際通行的做法是按照資產的市場價值及投資回報對企業價值進行評估，通常選擇現金流貼現法、類比估值法等進行評估，與中國所採取的方法有落差。此外，在「國有股權」轉讓方面則應遵循《關於外商轉讓上市公司國有股和法人股的通知》，其規定轉讓原則上以公開競價的方式，而公開競價如何操作則付之闕如，例如，競價基礎如何確定、競價程序等均懸而未決。公開競價方式雖然可以一定程度解決國有權轉讓價格的問題，防止國有資產遭過分低估而流失，卻也產生了實際操作上的問題。最後在無形資產方面，中國對無形資產評估重要性認識不足，⁸⁶一些國有企業在與外資併購時，對國有企業自身所擁有的商標、專有技術、商號、專營權、市場通路等無形資產不進行評估，而外資評估國有企業資產卻會對企業信譽、銷售通路、品牌信用等無形資產進行分析，在付出極少代價下，獲得這些被忽略的無形資產，造成民族品牌被輕易併購而被國外品牌所取代。中國現行法規中關於無形資產評估規定僅一部《資產評估推測—無形資產》，惟此僅是對無形資產的一般推測，在併購活動實踐中缺乏可操作性和約束力。

除了評估機制的健全外，我國資產評估機構大多隸屬於國有資產管理部門，在球員兼裁判的情況下，影響了評估的公正性和獨立性。再者，中國不僅缺乏對資產評估機構監管機制的規定，更沒有一個統一的權威的資產評估行業的主管部門，使得評估機構的管理無法可循，更無人監管。

4. 員工問題

依據中國《公司法》第17條第1款規定：「公司必須保護職工的合法權益，

⁸³ 北旅使用的土地只以每畝五萬元人民幣折資入股，地價被嚴重低估；北旅擁有的四台東德生產的大型設備，其實際價格為一億元人民幣，但評估價格卻只剩下八百萬人民幣。

⁸⁴ 劉擘，外資併購國有企業法律問題研究，中央民族大學碩士論文，頁23，(2008)。

⁸⁵ 根據資產在全新的情況下的重置資本，減去按重置成本計算的已經使用的累計折舊額，考慮資產功能變化等因素評定重估價格；或者根據資產的使用年限，考慮資產功能變化等因素重新確定成新率，評定重估價格。

⁸⁶ 袁媛，外資併購我國企業法律問題研究，中國政法大學碩士論文，頁17，(2008)。

依法與職工簽訂勞動合同，參加社會保險，加強勞動保護，實現安全生產」；同法第 18 條第 3 款：「公司研究決定改至以及經營方面的重大問題、制定重要的規章制度時，應當聽取公司工會的意見，並通過職工代表大會或者其他形式聽取職工的意見和建議。」由此得知，中國現行法律關於職工參與公司治理主要有：《公司法》、《勞動法》、《工會法》、《勞動合同法》以及《合同法》。再者，公司併購必然帶來勞動關係的變動，依據《勞動法》第 27 條以及《勞動合同法》第 41 條，企業得實行「經濟性裁員」，因此，勞動關係重則終止，結束勞動關係，輕則由存續公司繼承，改變雇主，同時涉及員工職位的改變、薪資的增減、福利待遇的差異等問題。外資併購區分為股權併購以及產權併購，而根據《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 13 條規定：「外國投資者股權併購的，併購後所設外商投資企業承繼被併購境內公司的債權和債務；外國投資者資產併購的，出售資產的境內企業承擔其原有的債權和債務；外國投資者、被併購境內企業、債權人及其他當事人可以對被併購境內企業的債權債務的處置另行達成協定，但是該協定不得損害第三人利益和社會公共利益。債權債務的處置協議應報送審批機關。」因此企業併購後的勞動關係存在於何者之間則端賴其併購類型係屬何者，是否另有協議。本文認為，在股權併購或部分資產併購方面，被併購公司仍存續，因此員工與原公司之勞動關係變動較無爭議，僅是存續公司如何改變員工與公司之間的勞動關係；在整體資產併購方面，被併購公司可能因此消滅法人格，而被併購公司之員工之安置則格外重要，根據《勞動合同法》第 34 條規定：「用人單位發生合併或分立等情況，原勞動合同繼續有效，勞動合同由承繼其權利和義務的用人單位繼續履行。」，因此員工原則上得繼續履行其原勞動契約於併購方。

職工安置問題是多年來企業併購的一大難題。按《關於國有企業利用外商投資進行資產重組的暫行規定》第 3 條第 2 項：妥善安置下崗職工，不得損害職工的合法權益；第 7 條規定應提出的文件包括被兼併企業職工安置方案；《關於外國投資者併購境內企業的相關規定》第 21 條及第 23 條也規定向審批機關應提出被併購境內公司職工安置計畫。這些規範對於員工安置作了初步的規範，惟不夠細緻化。本文認為，企業併購下，依據勞動合同法或勞動法規定，企業得在一定條件下實行經濟性裁員，抑或職工不願意接受到併購方工作或願意轉移勞動關係，但是否在原崗位、地點？抑或因增資擴股造成員工權益保護問題，諸多因企業併購所衍生的員工問題有賴解決。

5. 審批問題

併購活動牽涉國有資產、股權轉讓、外匯管理及稅賦等層面，是一種跨及許多政府部門的經濟行為，各國政府對於外資併購活動的限制或產業進入的審查應本於其權責而認真的審查與評價，而外資併購審查制度是外資併購基本法的核心內容，主要包括審查機構、審查標準、審查程序、處理結果等制度的規定。美國

等西方發達國家一般都建立一套嚴格的外資併購審批制度，專門的業務機構負責操作。外資併購在中國掀起序幕是在 90 年代中期後，而在 2001 年加入 WTO 後更引起一片浪潮，因此外資併購的經歷仍處於發展階段，且中國對於外資併購的立法原則本於「成熟一個，解決一個」，導致法律制度體系紊亂、不健全。再者，併購法規範涉及各部門，而沒有一個統領外資併購的專責部門，因此，各部門皆有權對外資併購活動進行管理、制定其部門規章以資解決所衍生的問題，造成「多法可依，卻無法可循」的矛盾窘困局面。

各國政府對於外資併購活動進行審查，主要仍在於國家安全審查以及反壟斷審查，而目前中國對外資併購審批制度主要見諸於《關於外國投資者併購境內企業的規定》、《反壟斷法》，其他相關審批規範散見於相關部門，諸如，《中外合資經營企業法實施條例》—對外貿易經濟合作部、《關於出售國有小企業產權暫行規定》—各級政府國有資產管理部門、《利用外資改組國有企業暫行規定》—同級經濟貿易主管部門、《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》—「國家發改委」負責國有企業及其改組和產業政策、「國資委」負責國有股權管理；本通知所規定其他部門，諸如，「商務部」負責外商投資產業；「國家稅務總局」負責外商投資稅收優惠；「國家工商總局」負責外資併購境內企業工商變更登記手續；「中國證監會」涉及上市公司收購及併購訊息揭露；「國家外匯管理局」涉及外匯進出；「國務院」針對重大事項的批准。由此可知，審批機構設置混亂，審批程序繁複。本文認為，缺少一個外資併購的統領主管部門，容易造成併購活動一出問題，相關權責部門便開始互推皮球，或者各權責機關基於自身利益而無法顧及其他部門的運作，進而造成矛盾衝突情形，各部門規章疊床架屋並出現矛盾的情形即是一例。因此，欠缺具有統籌全局的主管部門以及權限下放造成審批制度寬嚴不一，是導致審批問題的元兇。

6. 代理問題⁸⁷

外資利用國有企業代理人嚴重自利心理，透過與國有企業代理人狼狽為奸，將國有資產作為私產，透過規避法律的行為、賄賂國有企業官員和政府官員，遊走於法規灰色地帶，甚至於為突破法規限制而濫權給予外國投資者特殊優惠。利用國有企業代理制度缺陷、資訊不透明以及人性貪婪的心理，對國有企業展開併購活動，以達到併購國有企業後形成壟斷市場的地位，造成中國市場的不公平競爭現象，若此遭壟斷的產業涉及民生經濟，則又另涉及中國國家經濟安全課題。

⁸⁷ 洪韶君，以併購方式解決中國國有企業代理問題之研究，中原大學碩士論文，頁 154，(2005)。

第三節 反壟斷法介紹-以經營者集中為核心

《中華人民共和國反壟斷法》(下稱反壟斷法)於 2007 年 8 月 30 日經十屆全國人大常委會第二十九次會議審議通過,自 2008 年 8 月 1 日起實施。於反壟斷法頒布之前,中國對於外資企業併購,並無“法律”層次上之規範,然而近年來外資併購中國境內企業之相關案例引起有關外資惡意併購或者壟斷性之相關爭議。從而,反壟斷法之制定對於中國而言,占有極高之法律地位,於外資收購中國大陸企業之相關規範更趨重要故有探討之必要性。反壟斷法之制定與實施,其立法目的主要包含防止壟斷行為、保護市場公平競爭、提高經濟運作效率、維護消費者權益和社會公共利益以及促進社會主義市場經濟健全發展等。

第一項 對上市公司收購的反壟斷實體控制

第一款 上市公司之法律監管之必要性

於自由競爭的經濟市場機制,人民追求自身利益最大化同時可以實現整體社會經濟利益最大化。但在某些特定場合,市場機制不足以使資源得到有效配置,產生資源的浪費和社會福利之鉅額虧損,造成所謂市場失靈現象,國家內部公共利益代表機關-證券監督管理機構和反壟斷監管機構就要揮舞“看的見的手”對特定行為進行管制⁸⁸。

第二款 經營者集中

「反壟斷法」第 1 條規定,其立法目的在於「為了預防和制止壟斷行為,保護市場公平競爭,提高經濟運行效率,維護消費者利益和社會公共利益,促進社會主義市場經濟健康發展」。從而,由該立法目的可知反壟斷法主要針對壟斷行為做規範,而經營者為擴大經營規模,提高市場競爭力,或為掌握生產原料,確保商品銷售流通之管道,或為分散市場或投資之風險等原因,常進行經營者集中。經營者集中於市場經濟中係常見且正常之現象。但經營者集中達到相當規模,極可能使經營者形成具有或增強市場支配地位者,使市場之競爭結構惡化而產生限制或排除競爭之效果。從而為維護市場之競爭秩序,防範限制或排除競爭,特針對「經營者集中」之現象去做規範。

「反壟斷法」第 20 條規定,經營者集中是指下列情形:(一)經營者合併;(二)經營者取得其他經營者足夠數量的有表決權的股份或者資產;(三)經營者通過合同等方式取得對其他經營者的控制權或者能夠對其他經營者施加決定性影響。

第一款之經營者合併謂兩個或兩個以上的企業透過簽訂合併協議,依據相關法律合併成為一家企業之法律行為⁸⁹;惟依《中華人民共和國公司法》第 173 條或《台灣公司法》第 317 條第 1 項規定⁹⁰之合併,包括吸收合併(一公司吸收其他公

⁸⁸ 蔣風蓮,論離岸公司的運用及監管,華東政法學院碩士學位論文,2007:第 13-14 頁。

⁸⁹ 詹昊著,「反壟斷法」下的企業併購實務,法律出版社,2008 年 5 月,52-53 頁。轉引注詹嘉,論外資收購中國上市公司法制-以要約收購、協議收購為中心,國立交通大學科技法律所,2009 年 1 月,第 229 頁

⁹⁰ 公司分割或與他公司合併時,董事會應就分割、合併有關事項,作成分割計畫、合併契約,提出於股東會;股東在集會前或集會中,以書面表示異議,或以口頭表示異議經紀錄者,得放棄表

司，被吸收之公司因而解散)以及新設合併(兩個以上公司合併設立一個新的公司)⁹¹，可見《反壟斷法》上之合併與《公司法》中經營者集中屬於不同之法律行為須加以區分。前者係屬經營者集中之態樣之一，主要指企業間為了達到特定目的，通過合併此種方式形成的經營者之間的資產、人員之融合；後者依據中華人民共和國公司法第 174 條或台灣公司法第 319 條⁹²之規定，主要著重在公司間合併後，存續主體以及權利義務之繼受。職是之故，學者⁹³認為，“經營者集中”(Concentration)與“企業併購”(Merger & Acquisition)觀念近似，但在《反壟斷法》中經營者集中之概念，不僅包括《企業法》、《公司法》、《證券法》上之各種形式，而且包括收購(tender offer)。換言之，反壟斷法上之合併稱為廣義的合併，公司法上之合併為狹義之合併。

第二款之經營者取得其他經營者足夠數量的有表決權的股份或者資產亦屬經營者集中之行為之一，根據 2008 年 3 月 27 日國務院所公布之《經營者集中申報暫行辦法(徵求意見稿)》第三條之規定，上述“取得對其他經營者的控制權”包括：(一)取得其他經營者 50%以上有表決權的股份或資產；(二)雖未取得其他經營者 50%以上有表決權的股份或資產，但通過取得股權或資產以及通過合同等方式，能夠決定其他經營者一名及以上董事會成員和核心管理人員的任命、財務預算、經營銷售、價格制定、重大投資或其他重要的管理和經營決策等。此外，該徵求意見稿還規定：“兩個或兩個以上經營者共同設立一個新的企業，構成《反壟斷法》第二十條所稱的經營者集中”。

第三款之經營者透過合同等方式取得對其他經營者的控制權或能夠對其他經營者施加決定性影響。本款係屬概括條款，經營者透過合同取得對其他經營者之控制權者，該合同可能為合資契約(Joint Venture)、管理職務之兼任或委託經營、經營承包等⁹⁴。至於如何判斷是否構成「對其他經營者施加決定性影響」，2008 年 3 月 27 日國務院所公布之「國務院關於經營者集中申報的規定(徵求意見稿)」第 2 條第 2 項指出，「能夠對其他經營者施加決定性影響，是指能夠對其他經營者的生產、經營決策施加決定性影響。」

第三款 對上市公司收購之反壟斷控制

1、經營者集中申報標準

按《反壟斷法》第二十一條規定，經營者集中達到國務院規定的申報標準的，經營者應當事先向國務院反壟斷執法機構申報，未申報的不得實施

決權，而請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。

⁹¹ 劉連煜，現代公司法，2012 年 9 月增訂八版，元照出版社，第 128 頁以下。

⁹² 公司法第 319 條規定，第七十三條至第七十五條之規定，於股份有限公司之合併或分割準用之。

⁹³ 方立雄、徐步雲，兼併與收購-上市公司的反壟斷規則，2011 年 3 月第 1 版，知識產業出版社，第 24 頁。

⁹⁴ 詹蕙嘉，論外資收購中國上市公司法制-以要約收購、協議收購為中心，國立交通大學科技法律所，2009 年 1 月，第 230 頁

集中⁹⁵。亦即，針對經營者集中達到何種規模或程度而須申報，係授權國務院規定其標準，其申報標準規範在 2008 年 8 月 1 號公布施行之《國務院關於經營者集中申報標準的規定》第三條規定：經營者集中達到下列標準之一的，經營者應當事先向國務院商務主管部門申報，未申報的不得實施集中：(一) 參與集中的所有經營者上一會計年度在全球範圍內的營業額⁹⁶合計超過 100 億元人民幣，並且其中至少兩個經營者上一會計年度在中國境內的營業額均超過 4 億元人民幣；(二) 參與集中的所有經營者上一會計年度在中國境內的營業額合計超過 20 億元人民幣，並且其中至少兩個經營者上一會計年度在中國境內的營業額均超過 4 億元人民幣。

此經營者集中之審查標準，從各國立法例觀察主要有兩類：一類是以是否實質性減少市場競爭為判斷標準，例如《歐盟理事會關於控制企業集中的第 139/2004 號條例》第二條第五款第二項；另一類則是以企業的市場占有率(市場份額)為判斷標準，如《德國反對限制競爭法》第四十二條第一款。而目前中國大陸學者間對於經營者集中的審查標準並無通說，部分學者認為，在控制企業合併時，應先判斷該企業合併在一定範圍內是否對競爭有實質上的影響；另外亦有部分學者認為，國際上將產生或加強市場支配地位，作為禁止合併的實質性標準⁹⁷。在《反壟斷法》立法之時，人大法工委採取了後者作為實務之見解⁹⁸，亦即以參與集中的經營者在相關市場的占有率及其對市場的控制力⁹⁹做為經營者集中的審查標準。

⁹⁵ 「全國人大法律委員會對於『中華人民共和國反壟斷法(草案)』修改情況的匯報」指出，「草案第十七條對『經營者集中』進行申報的具體標準作了規定。有些常委會組成人員和地方、部門、行業協會、企業對這一條的規定提出不同意見：有的認為申報標準定得過低；有的認為申報標準不宜定得過高；有的建議分行業規定不同的申報標準；有的建議在申報標準中增加經營者所占市場份額等指標。法律委員會經同財政經濟委員會和國務院有關部門研究認為：申報標準定得過低，企業合併動輒就要申報審批，不利於國內企業通過兼併做大做強；申報標準定得過高，又不利於防止因過度集中形成壟斷。鑒於各方對申報標準的意見很不一致，同時考慮到申報標準需要隨著經濟發展、情況變化加以適時調整，法律以授權國務院作具體規定為妥。據此，法律委員會建議，對經營者集中的具體申報標準由國務院作出規定並適時調整。」詳參全國人民大會網站，全國人民大會常委會公報，2007 年 6 期，網址：

http://www.npc.gov.cn/wxzl/gongbao/2007-10/09/content_5374670.htm (last visited on 2008/12/28)

⁹⁶ 營業額的定義及計算辦法，《經營者集中申報暫行辦法(徵求意見稿)》已作出具體規定。應注意的是，即使經營者集中未達到上述規定的申報標準，但按照規定程式收集的事實和證據表明該經營者集中具有或者可能具有排除、限制競爭效果的，反壟斷局也應當依法進行調查，商務部目前已公佈了《關於對未達申報標準涉嫌壟斷的經營者集中調查處理的暫行辦法(草案)》的徵求意見稿。

⁹⁷ 方立雄、徐步雲，兼併與收購-上市公司的反壟斷規則，2011 年 3 月第 1 版，知識產業出版社，第 125 頁。

⁹⁸ **第二十七條** 審查經營者集中，應當考慮下列因素：(一) 參與集中的經營者在相關市場的市場份額及其對市場的控制力；(二) 相關市場的市場集中度；(三) 經營者集中對市場進入、技術進步的影響；(四) 經營者集中對消費者和其他有關經營者的影響；(五) 經營者集中對國民經濟發展的影響；(六) 國務院反壟斷執法機構認為應當考慮的影響市場競爭的其他因素。

⁹⁹ 市場份額(市場占有率)常隨市場供需變化而有出入，而市場之控制力亦應有較明確具體之數據為基礎始能判斷，故立法技術上，即會考慮以能適當反應經營者市場力量之總銷售金額為申報標準。以總銷售金額為申報標準者，除參與集中之各個經營者上一會計年度之總銷售金額外，亦應

次按《反壟斷法》第二十二條規定，經營者集中有下列情形之一的，可以不向國務院反壟斷執法機構申報，換言之，有兩種例外情形屬於豁免申報：其一，參與集中的一個經營者擁有其他每個經營者百分之五十以上有表決權的股份或者資產的；第二，參與集中的每個經營者百分之五十以上有表決權的股份或者資產被同一個未參與集中的經營者擁有的。考其立法目的，在於參與集中之經營者之間，原本即存有控制從屬關係或者全屬同一經營者所控制者，其再為集中，僅係加強其內部之控制關係而已，並未因此強化其對外市場之支配地位，故不符申報所欲監督之目的，從而上開兩種情形無須申報。

另外商務部為保證《關於外國投資者併購境內企業的規定》與《中華人民共和國反壟斷法》和《國務院關於經營者集中申報標準的規定》相一致，於2009年6月22日對《關於外國投資者併購境內企業的規定》做如下修正：刪除第五章“反壟斷審查”，在“附則”中新增一條作為第五十一條，表述為：“依據《反壟斷法》的規定，外國投資者並購境內企業達到《國務院關於經營者集中申報標準的規定》規定的申報標準的，應當事先向商務部申報，未申報不得實施交易。”

2、申報文件

按《反壟斷法》第二十三條規定(台灣相對應法條為公平交易法施行細則八)，經營者向國務院反壟斷機構申報集中，應提交包括：(1)申報書(申報書應當載明參與集中的經營者的名稱、住所、經營範圍、預定實施集中的日期和國務院反壟斷執法機構規定的其他事項)；(2)集中對相關市場競爭狀況影響的說明；(3)集中協議；(4)參與集中的經營者經會計師事務所審計的上一會計年度財務會計報告；(5)國務院反壟斷執法機構規定的其他檔、資料。次按《反壟斷法》第二十四條規定(台灣相對應法條為公平交易法施行細則九¹⁰⁰)，經營者提交的檔、資料不完備的，應當在國務院反壟斷執法機構規定的期限內補交檔、資料。經營者逾期未補交檔、資料的，視為未申報。次按《反壟斷法》第二十五條規定，國務院反壟斷執法機構應當自收到經營者提交的符合本法第二十三條規定的檔、資料之日起三十日內，對申報的經營者集中進行初步審查，作出是否實施進一步審查的決定，並書面通知經營者。國務院反壟斷執法機構作出決定前，經營者不得實施集中。

此外，該集中經營者倘是外國投資者併購中國境內企業時，除上開《反壟斷法》第二十三條規定所要求之文件外，另須提供《關於外國投資者併

包括參與集中之各個經營者上一會計年度之總銷售金額合計之總金額，以便估算經營者集中對市場之控制力。廖義男，中國大陸反壟斷法評析，月旦民商法雜誌，第20期，2008年6月，第16頁。

¹⁰⁰ 事業結合依本法第十一條第一項提出申報時，所提資料不符前條規定或記載不完備者，中央主管機關得敘明理由限期通知補正；屆期不補正或補正後所提資料仍不齊備者，不受理其申報。

購境內企業的規定》第 21、22、32、44 條所規定之相關文件。以及第 25 條之相關規定向中國商務部及國家工商總局提交相關文件進行審批。

3、審查期限及內容

反壟斷審查之對象並非涵括所有的併購行為，亦即依據《反壟斷法》之規定，舉凡具有或者可能排除、限制競爭效果的併購行為才會成為審查對象¹⁰¹。國務院反壟斷執法機構對申報的集中經營者依據《反壟斷法》第二十五條¹⁰²之規定於 30 日內進行初步審查之後，做出將進一步實施審查之行政處分；涉及外資併購中國大陸境內外企業之結合行為審查時，應依《反壟斷法》第二十六條第一項之規定，應於外資企業進行申報九十日內應進行聽證會並予以相應之行政處分，但有反壟斷法第二十六條¹⁰³第二項第一至三款事由時，主管機關得逕行延長審查期限六十日內。行政機關逾期未予相應之行政處分者，推定同意該結合行為，除有《反壟斷法》第二十八條¹⁰⁴後段所指經營者能夠證明該集中對競爭產生的有利影響明顯大於不利影響，或者符合社會公益之情形外，主管機關得依據《反壟斷法》第二十八條前段規定做出禁止該結合行為之行政處分或依《反壟斷法》第二十九條規定¹⁰⁵對該結合行為予以限制性行政處分，並依《反壟斷法》第三十條規定¹⁰⁶公告限制或禁止該結合行為之行政處分。

另外學者¹⁰⁷認為，針對《反壟斷法》第二十八條後段所謂「該集中對競爭產生的有利影響明顯大於不利影響」實有語病，蓋經營者集中如果「具有或者可能具有排除、限制競爭效果者」，理應對競爭產生不利影響，企

¹⁰¹ 張曉森、蔣愛莉，併購中的反壟斷法風險〔J〕，商務周刊，2008.05.20，第 105 頁。

¹⁰² 第二十五條 外國投資者並購境內企業設立外商投資企業，除本規定另有規定外，審批機關應自收到規定報送的全部檔之日起 30 日內，依法決定批准或不批准。決定批准的，由審批機關頒發批准證書。

¹⁰³ 第二十六條國務院反壟斷執法機構決定實施進一步審查的，應當自決定之日起九十日內審查完畢，作出是否禁止經營者集中的決定，並書面通知經營者。作出禁止經營者集中的決定，應當說明理由。審查期間，經營者不得實施集中；有下列情形之一的，國務院反壟斷執法機構經書面通知經營者，可以延長前款規定的審查期限，但最長不得超過六十日：（一）經營者同意延長審查期限的；（二）經營者提交的檔、資料不準確，需要進一步核實的；（三）經營者申報後有關情況發生重大變化的。；國務院反壟斷執法機構逾期未作出決定的，經營者可以實施集中。

¹⁰⁴ 第二十八條經營者集中具有或者可能具有排除、限制競爭效果的，國務院反壟斷執法機構應當作出禁止經營者集中的決定。但是，經營者能夠證明該集中對競爭產生的有利影響明顯大於不利影響，或者符合社會公共利益的，國務院反壟斷執法機構可以作出對經營者集中不予禁止的決定。

¹⁰⁵ 第二十九條對不予禁止的經營者集中，國務院反壟斷執法機構可以決定附加減少集中對競爭產生不利影響的限制性條件。

¹⁰⁶ 第三十條國務院反壟斷執法機構應當將禁止經營者集中的決定或者對經營者集中附加限制性條件的決定，及時向社會公佈。

¹⁰⁷ 廖義男，中國大陸反壟斷法評析，月旦民商法雜誌，第 20 期，2008 年 6 月，第 16 頁。

業經營者實無法再提出所謂「對競爭產生的有利影響」之證明。換言之，倘若經營者集中並「不具有排除、限制競爭效果」，則該經營者集中不應受反壟斷執法機構所禁止，從而該規定經營者提出「該集中對競爭產生的有利影響明顯大於不利影響」之證明者，應解為係要求經營者證明其集中並不具有亦不可能具有排除、限制競爭效果，始為合理解釋。

本文認為經營者集中既然為反壟斷法所欲規範之行為態樣，意味經營者集中本身性質上即具有排除、限制競爭效果存在，為避免將反壟斷法第二十八條後段之所謂「該集中對競爭產生的有利影響明顯大於不利影響」解為贅文，上開學者見解殊值可採，從而解釋上應從立法目的切入，要求企業經營者證明無排除、限制競爭效果為宜。而如何證明不具有排除、限制競爭效果，本文認為可參照《反壟斷法》第二十二條¹⁰⁸規定之兩種豁免申報之情形；亦或參考原反壟斷法草案¹⁰⁹中豁免審查之情形，即只要併購一方當事人可以達到下列四種情形之一：（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國際企業競爭力國；（四）可以改善環境的。

特別注意的是國務院反壟斷執法機構對經營者集中之審查採兩階段模式，按《反壟斷法》第 25 條規定，於 30 日內作出是否實施進一步審查之決定，之後集中進入《反壟斷法》第 26 條¹¹⁰之規定所指「進一步主要審查程序」，亦即分為「初步審查」以及「進一步審查」二階段。而無論「初步審查」或「進一步審查」都須在一定期間內¹¹¹做成決定，如逾期未作成決定者，即表示對本案之經營者集中，沒有「異議」，經營者自可實施集中。故學說上稱為「申報異議」制度。此種嚴格要求主管機關恪守審查期間之立法，並課予逾期時應對經營者有利之效果，其目的在課予主管機關時間壓力，避免延誤經營者集中目的之商機，乃「申報異議」制度具備之特色及功能¹¹²。

¹⁰⁸ 第二十二條經營者集中有下列情形之一的，可以不向國務院反壟斷執法機構申報：（一）參與集中的一個經營者擁有其他每個經營者百分之五十以上有表決權的股份或者資產的；（二）參與集中的每個經營者百分之五十以上有表決權的股份或者資產被同一個未參與集中的經營者擁有的。

¹⁰⁹ 黃中文、劉向東、李建良著，外資在華併購研究，中國金融出版社，2010 年 2 月，第 179 頁

¹¹⁰ 第二十六條 外國投資者資產並購的，投資者應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。

¹¹¹ 第二十五條 國務院反壟斷執法機構作出不實施進一步審查的決定或者逾期未作出決定的，經營者可以實施集中。第二十六條國務院反壟斷執法機構逾期未作出決定的，經營者可以實施集中。

¹¹² 廖義男，中國大陸反壟斷法評析，月旦民商法雜誌，第 20 期，2008 年 6 月，第 16 頁。

第四章 案例分析

第一節 案例一-SEB 收購蘇泊爾案

一、 前言：

2006年8月16日，上市公司浙江蘇泊爾股份有限公司，公告聲稱已經和SEB國際股份有限公司以及本公司控股公司達成戰略投資框架協議，SEB將透過協議轉讓、定向增發和要約收購或得本公司的控股權。同時，蘇泊爾公告了「權益變動報告書」和「要約收購報告書摘要」，似乎控制權移轉已成定局，外資收購將迅速完成，然而，實際上，遲至2007年8月31日，蘇泊爾才重新發佈「權益變動報告書」，SEB亦同時發布「詳式權益變動報告書」，宣告SEB透過協議受讓和定向增發獲得蘇泊爾百分之三十之股權。2007年11月20日，SEB才發布對蘇泊爾「要約收購報告書」正式展開要約收購。

此次收購前後歷時十九個月，外資併購上市公司涉及多重法律問題，包括傳統上是公司收購、亦設及外資併購上市公司審查、經營者集中審查、甚至國家安全審查等問題，而本案為中國大陸多年來首個成功實施部分要約收購之案例，亦顯現出上市公司收購法律制度中之缺失。



二、 雙方公司背景介紹：

(一)、 收購方：SEB 國際股份有限公司

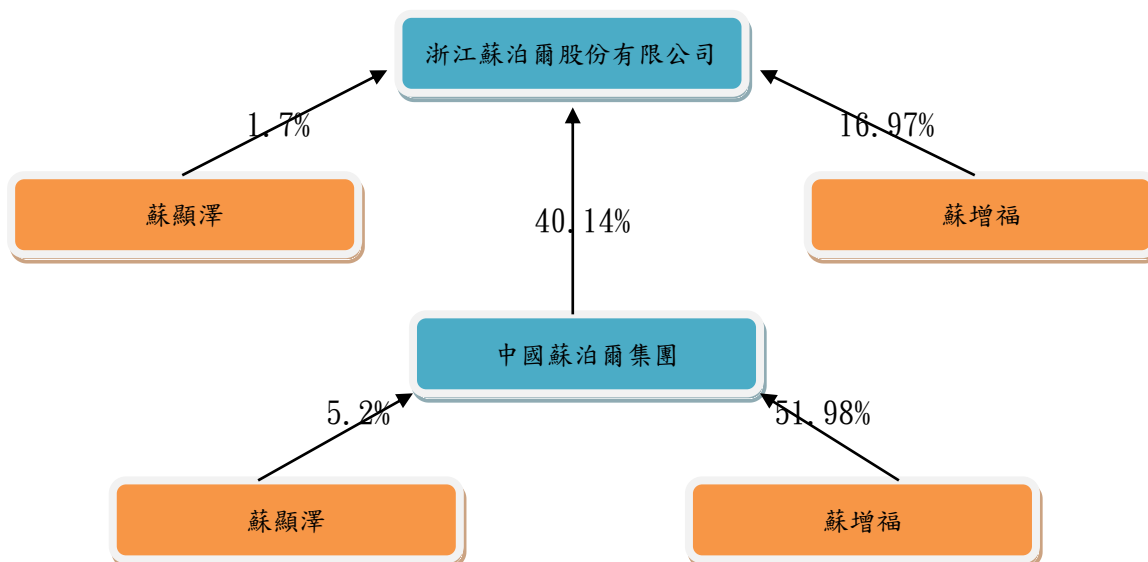
SEB國際股份有限公司 (SEB Internationale S. A. S) SEB集團為家用電器和炊具業務領域內享有盛譽之國際集團，為全球最大的小型家用電器和炊具生產商之一。SEB集團成立於1857年，旗下之子公司SEB國際股份有限公司 (SEB Internationale S. A. S) 為1975年在法國里昂登記註冊並於巴黎證券交易所上市之法國股份有限公司。SEB先後創有TEFAL、Moulinex、Rowenta、Krupps、All-Clad和Lagostina等世界知名電器和炊具品牌，在不沾鍋、廚房用電器等家用電器

擁有世界領先之技術和知名產品，業務遍布全球50 多個國家和地區¹¹³。

(二)、 目標公司:浙江蘇泊爾股份有限公司

蘇泊爾集團成立於1994年，為一家以炊具製造為主之企業集團，集團擁有25家下屬全資子公司、股份公司和合資公司。蘇泊爾集團旗下之浙江蘇泊爾股份有限公司（以下簡稱「蘇泊爾」）於2004年8月在深圳證券交易所上市（002032），乃中國同行業首家上市公司。依浙江蘇泊爾股份有限公司2006 年年報所披露之資訊，可知其股權結構係由蘇泊爾集團持股40.14%，蘇增福持股16.97%，蘇顯澤持股1.7%。而在蘇泊爾集團中，蘇增福持股51.89%，蘇顯澤持有5.2%之股權¹¹⁴。

※目標公司股權分析：



(三) SEB收購蘇泊爾之商業目的

SEB試圖進入中國大陸市場，歐洲高昂致造成本迫使SEB尋找合適產業轉移場地。蘇泊爾和中國大陸小家電市場的高成長性，對以收購兼並本土企業作為地區擴張的SEB，具有巨大吸引力。

SEB試圖透過收購達到合併財務報表目的，當時SEB在法國乃至歐洲的業務已經停止增長或增長緩慢，而蘇泊爾多年來利潤增長迅速。

¹¹³ 參蘇泊爾要約收購報告書所揭露之內容：

<http://il.sinaimg.cn/cj/pc/2006-09-01/32/U1873P31T32D28504F1538DT20060901111243.pdf>

(last visited on 11/22/2008)

¹¹⁴ 84 參浙江蘇泊爾股份有限公司2006 年年報：

<http://gsgg.cninfo.com.cn/finalpage/2007-03-08/21308397.PDF> (last visited on 11/22/2008)

三、 蘇泊爾併購案概況

2006年8月14日，浙江蘇泊爾股份有限公司與全球最大的小型家用電器和炊具生產商之一SEB集團的子公司SEB 國際股份有限公司（以下簡稱「SEB國際」，SEB 國際之控股股東為SEB 股份有限公司（SEB S. A.））簽署了「戰略投資框架協議」。依據該協議，SEB 國際將通過協議轉讓、認購定向發行新股以及部分要約收購之方式收購蘇泊爾不高於61%之股份，此併購案所涉交易金額約合人民幣23.7 億元。

蘇泊爾併購案引起中國各界之廣泛關注，主要原因在於本案恰逢上市公司股權分置改革接近完成，且「證券法」、「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」、「上市公司收購管理辦法」、「關於外國投資者併購境內企業之規定」等法律、規章接續公布實施之時點。

蘇泊爾與SEB 國際之主要交易檔為：「戰略投資框架協議」、「定向發行合同」以及「股權轉讓協議」。根據此些文件，SEB 集團對蘇泊爾之戰略投資將分別透過以下三部分完成：

（一） 協議轉讓：

蘇泊爾集團、蘇泊爾個人股東蘇增福及蘇顯澤向SEB集團全資子公司SEB 國際協議轉讓25,320,116 股蘇泊爾股份，相當於蘇泊爾現有總股本之14.38%。

（二） 定向增發：

蘇泊爾定向發行新股40,000,000 股，SEB 國際以現金認購本次非公開發行的全部股份。發行完成後，SEB 累計持股達到30.24%。

（三） 部分要約收購：

擬進行的上述協議及定向發行將導致SEB 國際所持有蘇泊爾30.24%之股份，觸發證券法等規定之強制要約收購條件，SEB國際將以部分要約方式收購不少於48,605,459 股且不多於66,452,084 股蘇泊爾股份。

為確保SEB 國際在蘇泊爾定向發行後之絕對控股地位，雙方並約定了要約收購之生效條件，即只有接受要約之股份不低於48,605,459 股之下限時，協議才會生效，如接受要約之股份未達此一下限，蘇泊爾必須將其所持有之53,550,000 股預受收購要約，且不可撤銷。交易檔上確認上述股份協議轉讓價格、定向發行價格以及部分要約收購價格均為每股人民幣18 元，高於公告時蘇泊爾每股淨資產人民幣4.15 元，亦高於蘇泊爾迄至公告前之歷史最高價16.34 元。

上述交易完成後，SEB 國際將持有蘇泊爾113,925,575 股至131,772,200 股股份，占蘇泊爾定向發行後總股本的比例為52.74%至61.00%。雙方並約定，本次戰略投資完成後，SEB 國際將長期持有蘇泊爾之股份，並發展蘇泊爾之業務及品牌。SEB 國際於2010年8月8日前，將不轉讓或以任何其他方式出讓、出售其在蘇泊爾之股份，並在本次戰略投資完成後之十年期間內，將至少保留蘇泊爾現有或任何未來總股本的25%。

消息公布後，蘇泊爾之主要競爭對手愛仕達等企業以此併購案涉及「壟斷」，已觸及「關於外國投資者併購境內企業的規定」中之壟斷審查底線¹¹⁵。蓋蘇泊爾2005 年之銷售額超過15 億元，2006年上半年之主營業收入達9.5 億元，且依據國家統計局下屬單位「中國行業企業資訊中心」2006 年2 月公布之數據顯示，蘇泊爾品牌銷售量和銷售額均排全國第一，分別占全行業份額之41.08%39.69%¹¹⁶。愛仕達集團副總裁並表示，一旦SEB 控制蘇泊爾，將引起中國炊具頁之價格戰和廣告戰，迫使中國許多中小企業退出市場，造成「危及行業企業生存」的壟斷式併購。此外，其更指出，若依照該要約收購報告書披露內容之承諾履行，蘇泊爾將違背在股權分置改革中其向流通股股東所為之承諾¹¹⁷。

歷時一年多後，2007年4月商務部批准了此一收購案。「商務部關於原則同意浙江蘇泊爾股份有限公司引進境外戰略投資者的批復」規定，其規定如下：

1. 原則同意蘇泊爾集團、蘇增福、蘇澤顯以每股18 元人民幣分別向法國SEB 國際股份有限公司協議轉讓9.71%、4.24%、0.43%股權，共計2532.0116 萬股。
2. 原則同意浙江蘇泊爾股份有限公司以每股18 元人民幣的價格向法國SEB 國際股份有限公司定向增發4000 萬股人民幣普通股（A）股。
3. 原則同意法國SEB 國際股份有限公司以部分要約方式收購蘇泊爾不少於4860.5459 萬股，不多於6645.2084 萬股。
4. 此次法國SEB 國際股份有限公司戰略投資上市公司浙江蘇泊爾股份有限公司後，法國SEB 國際股份有限公司將持有蘇泊爾52.74%-61%的股權，成為控股股東。

¹¹⁵ 「關於外國投資者併購境內企業的規定」第51 條規定，「外國投資者並購境內企業有下列情形之一的，投資者應就所涉情形向商務部和國家工商行政管理總局報告：（一）併購一方當事人當年在中國市場營業額超過15 億元人民幣；（二）1 年內併購國內關聯行業的企業累計超過10 個；（三）併購一方當事人在中國的市場占有率已經達到20%；（四）併購導致併購一方當事人在中國的市場占有率達到 25%。」

¹¹⁶ 詹昊著，「反壟斷法」下的企業併購實務，法律出版社，2008 年 5 月，21 頁。

¹¹⁷ 浙江蘇泊爾股份有限公司於2005 年8 月8 日實施之股權分置改革方案中承諾，所持之非留供股股份，在規定的 36 個禁售期後之 24 個月內，占總股本比例不得低於 30%。

5. 法國SEB 國際股份有限公司持有上市公司A 股股份三年內不得轉讓。
6. 請公司憑此批復向中國證監會申請辦理相關核准手續。完成後，請公司根據『外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法』的要求，於10 日內到商務部領取外商投資企業批准證書，並到工商管理部門辦理登記手續。
7. 本批文自簽發之日起180 日內有效。

取得審批後，本案陸續完成協議轉讓和定向增發兩大步驟，2007年11月20日，蘇泊爾公布了與SEB 國際簽署的「要約收購報告書」。依據此份報告書指出，在2007年11月21日至12月20日的收購期限內，SEB 將以要約方式收購蘇泊爾所有股東不高於4912.2978 萬股份。要約收購價格為每股47 元，所需最高資金總額約23 億人民幣。要約收購後，SEB 國際將持有蘇泊爾1.13 億股份，占蘇泊爾定向發行後總股本的52.74%，從而成為其控股股東。相較於先前簽訂之「戰略投資框架協議」，要約收購價格由原先之每股18 元大幅提高至每股47 元，原定收購股份數也調整為不高於49,122,948 股，取消收購下限，並將收購上限調至元收購下限之水準。此外，原約定要約收購需達到不低於48,605,459 股下限，收購協議方生效以及市場收購若未達預期下限，蘇泊爾集團需將剩餘所持部分股份賣給SEB 以達到原定收購下限，在此份要約收購報告書已被取消。

四、 本案分析

(一)、 蘇泊爾收購案新型收購形態

1. 蘇泊爾併購案係「戰略投資管理辦法」實施以來，首例已對外公告之外資綜合採用協議轉讓、定向增發以及部分要約收購三種戰略投資方式同時對中國上市公司實施戰略投資之項目。

蘇泊爾併購案在併購方案之設計上，同時採用定向發行、協議轉讓和部分要約收購三種收購方式，三者互為條件。亦即協議轉讓、要約收購以定向發行為前提條件，若定向發行方案未能獲得中國證監會之核准，協議轉讓、要約收購將自動取消。

2. 蘇泊爾併購案係「收購辦法」實施以來首例併購中國境內上市公司之案例，且係首次以部分要約收購方式併購上市公司之案例。

3. 蘇泊爾併購案係「併購規定」實施以來首例對外資併購展開反壟斷審查之外資併購案。

(二)、 終止上市問題¹¹⁸

¹¹⁸ 彭冰教授，法國 SEB 集團收購蘇泊爾案分析，月旦民商法雜誌，第 32 期，2011 年 6 月，頁 39~58

SEB 完成要約收購後，占總股本比例 24.6%，不足 25%，即所謂股權分布不具備上市條件，蘇泊爾面臨終止上市風險。SEB 和蘇泊爾集團因此提出解決方案：挪用蘇泊爾的資本公積向全體股東轉增資方式，或者以蘇泊爾未分配利潤向蘇泊爾全體股東送股方式，或者用上述兩種方式結合來增加蘇泊爾得總股本，以每十股現有股本增加十股的方式使得蘇泊爾的股本總額超過四億元人民幣，這樣雖然社會公眾持股仍然只有 11.2%，但已經滿足了股權分布的上市條件。

(三)、 股改承諾之繼受

本案爭點之一在於蘇泊爾之股改承諾得否承繼。依 SEB 與蘇泊爾之協議，SEB 將通過協議轉讓、定向增發和部分要約收購三步獲得蘇泊爾約 52.74% 至 61% 之股權，此外，SEB 須維持公眾股比例在 25% 以上，因此交易完成後，現持有蘇泊爾 40.04% 股權的第一大股東蘇泊爾集團屆時最高持股比例只有 22.26%。惟據 2005 年 8 月 8 日實施的蘇泊爾股改方案，蘇泊爾集團承諾，持有的非流通股股份在 36 個月的禁售期後，隨後 24 個月內其持有蘇泊爾股份占總股本的比例不低於 30%。是故，於 2010 年 8 月 8 日之前，蘇泊爾集團持股比例不能低於 30%。蘇泊爾與 SEB 之協議，顯已違背當初所為之股改承諾，因此成為反對本起收購案者大肆攻擊之處。

本文以為，股改承諾得否繼受，與股改承諾是否具「一身專屬性」有關。股改承諾中關於限制股份轉讓之承諾，乃為避免股改後大量非流通股湧入市場，造成市場快速擴張，進而影響股價之穩定，因此，股改承諾限制之本質為「股份」而非「股東」，若該股份係讓與予特定人，且該股份受讓人承繼後承諾履行股份更改承諾，不將該股份流入證券交易市場，即可一方面兼顧股份之自由流通性，一方面合理控制市場風險。再者，SEB 亦已承諾在收購蘇泊爾股份後，繼續履行蘇泊爾對鎖定期及涉及股份數量之承諾，因此，論者以蘇泊爾違反股份更改承諾為由而為批判欠缺理論依據。

(四)、 強制要約制度

建立強制要約制度理由有二：1. 當上市公司控制權移轉，應當給其他股東提供退出機會；2. 其他股東有權分享控制權溢價。若強制要約制度是給其他股東提供退出機會，必建立在要求收購人發出全面要約基礎上，換言之，向所有股東發出收購其手中股份之要約，若允許部分要約，如本案情形，小股東只能賣出部分股票，毫無退出機會，強制要約制度意義何在？

但是在證券法第 96 條規定：「採取協議收購方式的，收購人收購或者透過協議、其他安排與他人共同收購一個上市公司已發行股份達到百分之三十時，繼續

進行收購的，應當向該上市公司全部或者部分股份之要約。但是，經國務院證券監管機構免除發出要約的除外。」對於部分要約之認可，收購辦法第四七條第三款還是規定了一種部分強制要約情形，即本案 SEB 所採用方式，使得強制要約制度被割裂為兩種不同方式：若協議收購一筆超過百分之三十，就必須取得豁免，否則必須發全部要約；或者收購人採取兩步驟方式，即先在百分之三十止步，然後對於其餘擬收購股份採取部分要約方式。

(五)、 民生產業與國家安全

本案另一爭點在於同業以 SEB 收購蘇泊爾後，是否「危及行業生存」，除造成壟斷，更威脅國家經濟安全。由於「反壟斷法」已於本案落幕後開始施行，因此本文擬將收購案件引起之反壟斷審查問題留待後一案例討論之，此處值得討論者，在於「一口鍋」是否會影響國家安全。透過徐工案與本案之觀察，本文發現，「國家安全」議題向為中國同業競爭對手企圖阻撓收購案運行之慣用手法之一，尤其收購者為外資者。然而與徐工案不同的是，徐工所處產業有涉及「戰略」行業之疑慮，炊具則不具任何戰略意義，且亦非關係國民生計之行業。外資應認知的是，「國家安全」、「國民情感」乃係於中國從事收購行為無法避免之課題，有時僅是競爭對手刻意操作之手段，將出於市場占有率將被瓜分之疑慮操弄為國家安全議題。然而從本案最後獲批之結果觀之，外資在面對此困境時，仍非無成功之可能性。本文認為，審慎回應併購產生之輿論，且保持與審批主管機關間良善之溝通管道，應是外資面對此種處境時應採取之重要態度。

(六)、 監管和收購成本

收購雖可以發揮外部監控作用，但是監管所帶來成本亦不容小覷，從而，如何在監管成本和收購效益間達到平衡乃值得深究之議題。SEB 收購蘇泊爾，花費 3.27 億歐元，多出原計畫趨近三分之一，且前後耗時十九個月。其多出的主要成本來源有二：1. 審批程序過長，耗時甚鉅；2. 定價基準日與最終要約發出日之間期限過長，市場不確定性增加。

上市公司收購主要涉及中國證監會的審批，若涉及國有股權移轉，還涉及國資部門審批，一旦涉及外資，還涉及商務部門審批，若併購金額甚鉅，影響產業安全，還需要啟動反壟斷審查、國家安全審查等程序，本案 SEC 收購蘇泊爾幾乎設及上開審批程序，導致整個收購程序耗時十九個月之久。如此漫長審批程序，對商業交易帶來不可估計風險和成本，尤其是市場變化的風險。

因此學者¹¹⁹建議，今後改進要約收購程序時，也許可以考量兩種方案：

¹¹⁹彭冰教授，法國 SEB 集團收購蘇泊爾案分析，月旦民商法雜誌，第 32 期，2011 年 6 月，頁

1. 盡量減少要約收購的審批期間，將中國證監會出具無異議函的時間嚴格限制在十五天內；
2. 將要約正式發出日作為基準日，用來做為衡量要約價格是否洽當之基礎。

第二節 案例二—匯源收購案

一、 前言：

可口可樂公司於2008年9月3日宣布計畫以現金收購中國匯源果汁集團有限公司，並於公告中指出：可口可樂公司、Atlantic Industries、匯源聯合宣布，荷銀將代表可口可樂公司全資附屬公司Atlantic Industries，就(1)收購匯源的全部已發行股份；(2)未行使可換股債券；以及(3)註銷匯源全部未行使購股權提出自願有條件現金收購建議，惟須達成先決條件。

可口可樂公司收購要約建議為每股12.2港元，並以相同價收購已發行的可換股債券及期權，總收購成本為179.1957億港元。可口可樂公司取得匯源母公司中國匯源果汁控股有限公司、達能集團及美國華平基金淵為股東簽署接受邀約不可撤銷的承諾，三位股東分別持有匯源果汁持股比例為38.5%、21%、6.3%，合計持股共66%。並於收購完成後，撤銷上市地位。

依據AC尼爾森報告指出，至2007年年底，匯源果汁在中國百分百果汁及中濃度果蔬汁市場中，其市場佔有率分別占有42.6%及39.6%，可口可樂在中國此市場佔有率則為9.7%。在雙方簽署之併購一項公告前，為因應反壟斷法，可口可樂公司及匯源果汁曾就相關事項向反壟斷部門進行諮商。雙方於收購一項協定簽訂後，於2008年9月22日向商務部反壟斷部門等相關部門申請報批。中駝商務不於2008年11月7日表示，因可口可樂公司所提交申請文件為違反壟斷法第23條要求，而未對將此收購案立案。

二、 收購當事人

(一)、 收購方：可口可樂公司

可口可樂公司於1919年9月依美國特拉華州法利註冊成立，為一家全球化之飲料公司，意為全球最大的碳酸飲料、果汁、茶類及哪非供應商，擁有逾450種飲料品牌。Atlantic Industries為可口可樂全資子公司，於1979年5月30日一開曼全島法律註冊成立。

(二)、 目標公司：中國匯源果汁集團有限公司

中國匯源果汁集團有限公司創辦人為朱新禮，於1992年成立山東淄博匯源公司，並於1994年將總部移至北京，於後設立北京匯源果汁飲料集團有限公司，1998年向中國發展，於2002年被評為「中國馳名商標」。

2001年3月，德隆旗下的新江屯河以5.1億元現金出資51%，匯源集團以資產出資持股49%，合資成立了北京匯源飲料食品有限公司。2003年，德隆出現資金危機，於是朱新禮透過北京匯源果汁飲料集團有限公司以7億元價款收得龍所持股份，朱新禮取回對北京匯源飲料食品有限公司之控制權。

2007年2月23日，「中國匯源果汁集團有限公司」(以下簡稱「匯源果汁」)，股票在香港成功掛牌上市，共發行四億股，籌得24億港元資金，其中公開認購部分共獲得超額認購937倍，上市當日股價上漲66%。本文依據匯源果汁2007年年報所得資訊，其中中國匯源果汁控股有限公司持有匯源果汁之44.53%股權，而中國匯源果汁控股有限公司係匯源國際控股有限公司(朱新禮全資控股)之全資子公司；達能集團、華平基金、荷蘭銀行及富達國際因於2006年7月由匯源集團引入投資而分別持有其22.98%、6.81%、6.74%、6.91%之股權。

三、 收購中國境內上市公司相關法規

(一)、 關於外國投資者併購境內企業的規定(以下稱「併購規定」)

依據併購規定第2條，本案屬於外國投資者現金出資購買境內公司股權之股權併購態樣，並應符合合同規定第16條及第17條支付價金期間及支付手段。再者，依據同規定第10條審批機關為商務部、登記機關為國家工商管理總局或授權地方工商行政管理局，並依第12條，若外國投資者併購境內企業並取得實質控制權，應向商務部申報審批。

(二)、 反壟斷法

「反壟斷法」第2條¹²⁰係採效果原則，亦即集中行為雖發生在境外，只要集中行為對於中國市場競爭秩序造成影響，即有改法之適用。本案當事人可口可樂公司依法於美國特拉華州法律註冊成立；匯源果汁於香港上市，雖雙方當事人對於中國而言為境外企業，然匯源果汁以中國大陸市場為產品銷售地區，因此本案

¹²⁰ 反壟斷法第2條規定，「中華人民共和國境內經濟活動中的壟斷行為，適用本法；中華人民共和國境外的壟斷行為，對境內市場競爭產生排除、限制影響的，適用本法。」

有反壟斷法之適用。

「國務院關於經營者集中申報標準的規定」第3條規定，「經營者集中達到下列標準之一的經營者應當事先向國務院商務主管部門申報，未申報的不得實施集中：(一)參與集中的所有經營者上一會計年度在全球範圍內的營業額合計超過100億元人民幣，並且其中至少兩個經營者上一會計年度在中國境內營業額均超過4億元人民幣；(二)參與集中的所有經營者上一會計年度在中國境內的營業額合計超過20億元人民幣，並且其中至少兩個經營者上一會計年度在中國境內的營業額均超過4億元人民幣。」匯源2007年年報指出，2007年匯源果汁隻營業額達26.56億元人民幣；可口可樂公司當年全球營業額為288億美元¹²¹，因此本收購案之當事人已達經營者集中應申報標準，應向商務部進行申報。依據「反壟斷法」第23條規定，應申報之資料包含：申報書、集中對相關市場競爭狀況影響的說明、集中協議、參與集中的經營者經會計事務所審議的上一會計年度財務會計報告、國務院反壟斷執法機構規定的其他文件、資料。並且申報書應載明參與集中的經營者名稱、住所、經營範圍、預定實施集中的日期和國務院反壟斷執法機構規定的事項。(因本案為兩境位企業之收購案，若本收購案一方為中國境內企業，依據「關於外國投資者併購境內企業的規定」第21條及第23條，應報送相關事項之檔再由審批機關決定並登記。)

按「反壟斷法」第27條規定，反壟斷審查應考慮六大因素：

(一)參與集中的經營者在相關市場的市場份額及其對市場的控制力；(二)相關市場的市場集中度；(三)經營者集中對市場進入、技術進步的影響；(四)經營者集中對消費者和其他有關經營者的影響；(五)經營者集中對國民經濟發展的影響；(六)國務院反壟斷執法機構認為應當考慮的影響市場競爭的其他因素。

(三)、 本案分析

儘管AC尼爾森報告指出，至2007年年底，匯源果汁在中國百分百果汁及中濃度果蔬汁市場中，其市場佔有率分別為42.6%及39.6%；而依據英國迦納第亞公司於2008年中國飲料市場年報顯示，可口可樂與匯源果汁合併後市場佔有率低於20%¹²²。本起收購案應先界定相關「市場」範圍，於「產品市場」係指軟飲料市場、果汁市場、蔬果汁市場、中濃度果汁市場亦或是含糖飲料市場？於「地域市場」係指中國北方市場、南方市場或中國全國市場，亦或係指全球市場？若市場範圍界定不清，則市場佔有率則無從確定。本起收購案產品相關市場可從果汁飲料產品之特性、用途、價格、可替代性以及需求交叉彈性等界定其範圍。以需求

¹²¹ 張世國著，可口可樂收購匯源案的相關「規制」研究，國際商報，2008年10月10日，5版。

¹²² 仇京榮著，對待匯源果汁被收購案應有更廣的法律思維，法制日報，2008年9月21日，5版。

交叉彈性為例，審查機關可從百分百果汁或中濃度果汁價格對於低濃度果汁產品需求量之影響，判定是否再將果汁飲料產品市場細分為純果汁、中濃度或低濃度果汁市場。至於地域市場的界定，由於匯源果汁在中國各地都有銷售，其果園亦遍布廣袤，運輸成本可壓低於總成本中之比例，較不構成考量，反壟斷審查機關應以產品市場之界定為主，在審慎評估不同地域的銷售額、市場覆蓋率等因素，用以判斷本案之相關市場。

就市場集中度而言，依據匯源果汁2007年年報，將其產品主要劃分為果汁飲料、中濃度果汁及純果汁，此三類產品分別占有匯源果之銷售總額比例為29.4%、42.2%及22.4%。本文認為，若以此作為分析之依據，並分別測算出可口可樂與之集中後，此三類產品在銷售總額上之變化預測值，具以計算出HHI值之變化，以了解對於市場集中度之影響。

對市場進入及其他經營者影響而言，以柳橙為例，目前中國市場有娃哈哈、匯源、農夫果園、統一鮮橙多、美汁源果粒橙、酷兒等眾多相關產品品牌，由此可知果汁市場本身之競爭性高、加上果汁飲料為大眾化產品，市場進入門檻低，即便集中後增強其市場地位，亦不妨礙其他競爭者之進入，市場仍具有一定競爭性。

於國家安全審查方面，按「反壟斷法」第31條，對外資併購境內企業或者以其他方式參與經營者集中，涉及國家安全的，除依照本法規定進行經營者集中審查外，還應當按照國家有關規定進行國家安全審查。而對於「國家安全」之射程範圍可廣可狹。惟從國際慣例觀之，通常係指軍事安全、國家訊息安全等產業，若將國家安全擴及國家經濟安全範圍，其所涉及則廣泛及於金融、能源等產業。本文認為，果汁飲料為大眾化產品，尚非所稱民生必需品，非為人民所不可或缺，實難與國家經濟安全相牽連。然中國在面對外資收購其境內企業時，往往涉及過多主觀情感，而非理性中立地分析是否涉及國家安全因素，而恣意將「國家安全」擴大，輕易的認定收購境內企業而消滅一民族品牌實屬於國家經濟安全，而逸脫了反壟斷法核心在於保護市場競爭、消費者權益，非保護特定品牌免於被併購而消滅，職此，國家安全審查時與品牌問題無關。本文認為，反壟斷執法機構應透過本案將此一觀點釐清，並適當的界定何謂國家安全？及其涉及相關範圍為何？此不僅有助於中國反壟斷法制之健全，更可減少外國投資者對於中國投資之疑慮及併購阻礙減少，而達到產業垂直或水平整合之規模經濟效益。

第五章 中國外資併購法規範之建構與思考

中國為了因應國有企業頭換面，歷經引進外資鼓勵投資中國國有企業，也因此發生「北旅事件」、「江鈴事件」之管理階層權限濫用而與外資私下相授，導致國有企業資產遭受賤賣而禁止向外商轉讓國有股以及法人股，嗣後才又開放外資而掀起一波波外資併購風潮。中國於2006年出台近似於外資併購基本法的《關於外國投資者併購境內企業的規定》，因其法律位階、效力低，與其他部門推出的部門規章容易產生法律適用順序上的問題。因此於此規定生效不久後，商務部條法司在廈門邀請他們探討「外資併購立法」大事。商議的主軸是，「外資併購法」及相關的法規應盡早列入立法機構的議程，以突破並修正六部委聯合發布《關於外國投資者併購境內企業的規定》的侷限。再者，中國在外資併購方面仍正處學習階段，以及政府秉持「成熟一個，解決一個」的立法原則，很多外資併購基礎上、原則上的法規範框架並不完善。本文擬就外資併購活動立法層面、實踐層面所產生的問題，提供一個大方針，並且針對本文前述所提出的併購法律問題，擬提供一個大方針下所構築的方案，以資突破中國現行法下窒礙難行的困境。

第一節 併購的立法趨勢

一、立法層面

(一) 確立外資併購立法原則

1. 私法自治原則

外資併購中國境內企業，亦是基於市場經濟條件下，經由競爭機制優勝劣汰的結果。進行併購活動時，不論時善意併購或敵意併購，主要是依據併購雙方的意思自主、公平協商的真實意思表示，因此也應遵循公平、平等、自主意思表示的原則下進行。唯有如此，併購雙商始能就併購條件磋商而達到併購雙方皆能接受或符合法規標準的程度。因此，外資併購中國企業的制度在立法中首先應遵循私法自治原則。

2. 效益原則

企業作為市場經濟主體，追求自身經濟利益的最大化，效益最大化是企業追求的目標。外資併購中國企業，無異是追求氣又效益最大化的手段之一，進而達到企業的規模經濟、減少交易成本、降低經營風險的併購結果。因此，立法時應考慮效益原則，實現併購活動過程中，不僅促進企業的效益最大化，更促使地方

和中央的經濟、文化、社會等的綜效最大化。

3. 誠實信用原則

誠實信用原則為合同法的一項基本原則，誠實信用義務亦為當事人中藥基本義務。誠實信用原則主要在於確定誠實守信，以善意方式行使權利和履行義務的行為規制；平衡當事人之間的各種利益衝突含矛盾；解釋法律和規則或契約條款時也應遵守此原則。因此，誠實信用原則可以平衡當事人的利害關係，還有彌補法律規定的不足，並且為解釋和理解法律條款的重要原則。在外資併購此種複雜的交易中，更需要發揮誠實信用原則功用以兼顧雙方利益、合理法律適用與條款解釋。這不僅是對併購雙方的要求，更是執法機關懲司法機關處理併購活動相關事宜時所應依據的準則。

4. 平等與互利互惠原則

¹²³平等互利作為誠實信用原則下的子原則，且為當代國際法的一項普遍性和基礎性原則，同樣適用於國際貿易的投資領域。「平等」係指併購雙方在法律上權利義務的對等；「互利互惠」則是指雙方在併購交易活動中要考慮雙方利益，不能以損他人利益達到一己私益，有違私法關係中的誠信原則。因此，世界各國在外資併購的相關法律中，併購一方均不得強加義務或加諸不合理、片面性的條款，平等互利原則必須得到貫徹，有違者其併購條款效力則有缺陷（給予無效或得撤銷，端賴立法者是當時情形或併購行為違法性之輕重）。中國在現實併購狀況，政企不分、政資不分，政府常為了追求政績，加上國有企業的代理者濫用權限或地方政府基於地方利益，而行政不合理干預國有企業的併購行為，強制國有企業簽署不平等條款，犧牲國有企業利益或資產以換取一己私益或地方利益。最終一味地追求因近外資而委屈求全，甚至飲鴆止渴，而無立於國有企業的改革或革新，所以必須確立起平等互利的原則，始能免於不平等關係下的併購活動產生。

5. 反壟斷原則

外資併購是一把雙面刃，引進外資企圖推動國有企業改革的同時，外資企業亦看準國有企業所存在的市場佔有率、銷售通路、戰略地位等優勢。而在某些民生產業，其國有企業在其市場佔有率佔有一席之地，外資經由併購而獲得此產業的市場佔有率進而達到壟斷地位。因此，歐美等國軍將反壟斷作為管制外資併購的核心項目，並將其確立為外資併購的立法原則。保護公平競爭、避免壟斷是市場經濟正常運作的內在要求，而且外資併購所帶來壟斷的負面影響，更加需要我們高度警惕與積極作為。中國外資併購法律體系必須以反壟斷為其核心，才能使

¹²³ 羅愛珍，外資併購國有企業法律制度研究，中國政法大學碩士論文，頁 19，(2010)。

併購活動建立在公平競爭的環境下。

(二) 外資併購自身法體系的再建構

外資併購是一連串複雜、涉及多領域的經濟活動，若依各領域而分別規範則會顯得雜亂無章，也容易使外國投資者於法律適用時無所適從，處處是法，卻無法可依的窘境。中國併購法規缺乏體系並且效力低，本文擬對於此立法層面上的缺失，提出修正的建議。

1. 制定《外資併購基本法》

經過國有企業改革開放以來，中國積累不少外資併購國有企業的經驗，相關立法方面以不斷改進並完善，惟現今仍缺乏一個可以依準的外資併購基本法。商務部等六部委於 2006 年頒布的《關於外國投資這併購境內企業的規定》雖已完整了外資併購的框架，但其法律位階低、效力低而造成與其他部門頒布的部門規章或其他法律位階相衝突的可能。因此，中國應該頒佈一部法律效率高的外資併購基本法以協統整各領域所頒布的部門規章，並確立外資併購的基礎原則以茲遵循，以避免地方政府或其他各部門各自閉門造車僅關注於個案問題而忽略整體外資併購的立法方向，犧牲國家利益或影響國家民生安全，抑或造成某產業的壟斷局面。

本文認為應該通過一部由全國人大獲其常委頒佈具法律位階的《外資併購條例》，而非僅由國務院半部的行政法規位階。本文認為必須立於法律位階的理由是：第一，外資併購牽涉多方面的併購活動，在在關乎人民的權利義務，特別是財產權；第二，兼併與收購是立於公司法、證券法、合同法、勞動合同法下，所發展出的特別經濟活動，因此在併購行為方面，應為公司法、證券法之特別法位階。以台灣為例，台灣另外以企業併購法為公司法、證券法於企業併購行為之特別法；第三，作為統籌各領域部門規章，其效力應至少不低於這些部門所頒布的行政法規或部門規章，依據《立法法》的四層法律位階¹²⁴，應立於法律層面。

《外資併購條例》的制定可以立於《關於外國投資者併購境內企業的規定》基礎上，整合外資併購相關法規以及併購行為的通則，又要對某些重要課題進行細化，諸如，反壟斷問題、員工問題、股東及債權人權益保護等，並對某些技術性法規，諸如，國有資產評估、併購行為的定義，諸如，併購行為、併購主體、客體的定義，作具體規範，或者授權以訂定子法。關於外資併購審批制度，本文認為，第一，應延續《關於外國投資者併購境內企業的規定》的審批機關規定，明確將商務部及省級商務主管部門作為外資併購的審批機關，並對商務部及省級

¹²⁴ 依中國《立法法》的規定，法規可分為四種層次，第一層次為全國人大及其常委會法律；第二層次為國務院頒布的行政法規；第三層次為國務院各部、委以及具有行政管理職能的直屬機構所頒布的規章；第四層次為省、直轄市的人民代表大會及其常務委員會所頒布的地方性法規，例如上海、深圳證券交易所等機構發布的市場自律性文件。

商務主管部門的審批權限加以明確界定；第二，應增訂違反審批申報制度的法律責任；最後，應增訂罰則章，制定具體懲罰措施以有效規範違法的併購行為，加強法律對併購行為的監管作用。

2. 制定《外商投資企業法》

外資併購國有企業後，原國有企業會變成外資企業，所以法律適用也將相應轉變為外商投資企業法。中國在外商投資企業法領域，一直採用《中外合資經營企業法》、《中外合作經營企業法》、《外商獨資企業法》分立的形式，對於不同形式的外商投資企業進行分別的調整。此種立法模式主要是針對新建投資為主的外商投資企業所做的規定，其中很多不符合併購投資此種外商投資形式。因此，本文認為，應統一現行三部外資企業法，而制定統一將新建投資及併購投資為區別的外資企業法，以資分別適用。因此，本文認為制定一部《外商投資企業法》是必須的，理由如下：

(1) 區分投資方式

中國過去是以新建投資為藍本制定外資企業三法，而今併購投資抬頭與新建投資並進，也成為外商投資的主要投資方式之一，故應因應外商投資的方式不同而轉換不同法律適用。因此，若仍適用此三法，不僅因轉換頻仍而導致法律適用的錯誤性大增，更不符合經濟和效率。

(2) 企業所得稅法的頒布

中國已於 2007 年通過企業所得稅法，統一內外資的所得稅為 25%，告別所得稅率區分內外資的雙軌制時代，為統一外商投資三法奠定基礎。

(3) 外資企業三法相衝突

中國此外資企業三法在內容上有很多重複和相衝突的地方，不利於法律統一、適用，在實踐上導致法律適用的不確定性。且這三部外資企業法重複規定之處佔了幾乎一半，例如在總則、設立程序、出資方式、用地及費用、購買及銷售、稅收、外匯管理、財務會計、職工、公會等方面存在許多重複規定之處，並不符合立法經濟原則。

本文認為在制定《外商投資企業法》時，能保有現行三法外商投資企業領域的基本法律制度，對於外商投資企業做一總則性規定，並對新建投資與併購投資的不同情形作不同規定，增強法律的適用性並細緻化併購後外商投資企業的法律適用情形。再者，原現行法之國民待遇和超國民待遇問題，也能在此一併修正，

確立國民待遇為基本原則，並於特殊產業或條件下對國民待遇原則予以例外規範。按照世紀貿易組織的規定，並審慎評估現有在稅收、土地徵用、貸款等方面的超國民待遇¹²⁵，予以取消或修正，於併購活動中給予內外資企業平等對待，建立公平競爭環境。

（三） 外資併購相關法體系的再建構

1. 制定《產業政策法》

中國近幾年來，漸漸放寬開放產業，為了促進中西部產業發展，於2013年頒布《中西部地區外商投資優勢產業目錄》，有效銜接於2011年甫修正之《外商投資產業指導目錄》，使之符合中國經濟發展方向，而不偏廢一方，集中於東部沿海區域。中國長期在外資併購市場准入問題困擾已久，沒有一部統一產業發展政策的規定，在外資併購市場准入的規定散見於三部外資企業法、《指導外商投資方向規定》、《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》。中國目前調整外商投資領域產業政策主要見於《外商投資產業指導目錄》，外資併購國有企業要符合《外商投資產業指導目錄》中關於外商投資領域、股權比例的規定，但此指導目錄位階低、效力低，而無法實際發揮其效力，因此必須如同外資併購基本法之產業領域基本法，規範和引導外資併購活動。

2. 完善反壟斷法

外資併購的審查與監管主要體現在外資併購反壟斷的審查與監督，目前中國因外資併購造成的反壟斷問題十分嚴重，因此有必要加強對反壟斷問題的審查力度與強度。中國反壟斷法仍有許多不健全之處，而外資併購的反壟斷規定僅止於原則與籠統，而本文認為可以在通過制定完善的《外資併購條例》，並立於反壟斷法的基礎上，再將反壟斷問題加以明確和細緻化。除此之外，中國《反壟斷法》應規範違反該制度的法律責任，增強法律規制性和強制力，並另制定其施行細則，而詳細規範¹²⁶有關反壟斷技術性法規，使之較具法律可操作性。

3. 制定《國有資產評估法》

外資併購國有企業中，國有資產流失的問題相當嚴重，北旅事件和江鈴事件即使國有資產遭受嚴重低估而被賤賣，因此建立中立有權威性的評估機制和監管此評價機制的法規範。本文認為應該制定一部法律效力高的《國有資產評估法》

¹²⁵ 羅愛珍，外資併購國有企業法律制度研究，中國政法大學碩士論文，頁20-21，(2010)。

¹²⁶ 反壟斷法需規範「禁止協議壟斷」、「禁止濫用市場支配地位」、「經營者集中」、「行政壟斷」，故無法對此四類做出面面俱到的規定。

作為資產評估的綱領性法律，於此應該在以下幾方面加以明確規定：第一，明確化國有資產評估方法。因現行《國有資產評估管理辦法》可採用的評估方法比較多，又沒具體規定各種方法應參酌何種具體因素，因此造成評估隨意性，沒有標準可循，而使得方法被濫用，導致國有資產流失。第二，重視國有無形資產的評估。國有資產評估法應將國有企業的商標、商譽、市場占有率、土地使用權等納入資產評估範圍，而對其進行量化分析，始能完全評估國有資產真正市場價值。第三，注重評估機制的設立，應對評估機制的設立、職權、組成、權限和法律責任作出明確規定，並確保此評估機構的公正性和獨立性，不被行政權所操控或影響，增加評估機構的公信力。因此，未免評估機構仍受外界所影響而做出違法亂紀行為導致國有資產流失，應加強評估機構的監管¹²⁷、人員素質訓練以及評估中惡意詐欺、結黨營私的法律責任，逐步改善當前評估行業多頭管理、多頭監督又無人管理的混亂狀況¹²⁸。

第二節 結論

自中國加入WTO近10多年來，外資併購國有企業在中國的法展歷程是崎嶇和優化併進，挫折與希望共存，但整體以觀，仍呈現螺旋式上升的良好狀態。通過對外資併購中國境內企業法律制度的研究和分析，可以看出，中國外資併購法於21世紀經歷了急速發展的時期，因應併購個案與經濟環境，大量與外資併購的法規範相繼出台，推動了中國外資併購法律體系的完善和細緻化併購行為模式。中國現行併購法體系仍存在體系不全、法律效力低、審批程序以及權責機構混亂和法律操作性低等問題。這些問題的存在既有可能影響外國投資者考慮注入資金時怯步，也可能阻擋國有企業建立現代化管理機制（減少代理成本）、吸引境外資本及技術以提高國際競爭力，更可能影響到中國產業結構平衡協調發展與國家經濟民生安全。

中國自加入WTO後，中國漸漸開放其原本限制或禁止的產業。從整體政策以觀，中國法律，法規關於外商投資的方向規定有逐步放寬的趨勢，允許和鼓勵外商投資的領域不斷增多。再者，中國經濟環境、法律環境、政策環境不斷完善，外資併購吸引大量外資流入，根據聯合國2013年世界投資報告，中國成為資金流入前三名，僅次於美國。同時，中國目前關於外資併購的反壟斷法、公司法、證券法等一系列法規尚不健全。隨著外資併購活動的增加，以及重點行業的逐步滲透。中國一定會完善外資併購體系，並設定新的產業市場准入標準。本文對於中國外資併購境內企業的法律面、實踐面提出可行的方案，而期待中國的變法方向能早日步入軌道，否則台資或外資進入中國可能因法律環境、政府行政干預嚴重或種種限制而開始望之怯步，有礙併購活動的進行。中國存在法律的模糊地帶，

¹²⁷ 李磊，跨國併購與我國資產評估法的完善，內蒙古財經學院學報，頁84，(2000)。

¹²⁸ 孫培賢，論我國外資併購的國家規制，西南政法大學碩士論文，頁31，(2007)。

讓外資鑽取法律漏洞或因中國潛規則（行政干預）而停滯不前。確立遊戲規則，才有人玩。

參考文獻

一、書籍：

1. 王文杰、王保樹、林國全、陳峰富著，兩岸證券法制，五南圖書出版股份有限公司，2003年8月版。
2. 王文杰著，嬗變中之中國大陸法制，國立交通大學出版社，2008年6月版。
3. 史建三主編，中國併購法報告（2008年卷），法律出版社，2008年7月版。
4. 李壽雙著，中國外商投資法律環境與風險，中國法制出版社，2007年1月版。
5. 張春生主編，中華人民共和國立法法釋義，法律出版社，2000年8月版。
6. 黃中文、劉向東、李建良著，外資在華併購研究，中國金融出版社，2010年2月
7. 方立雄、徐步雲，兼併與收購-上市公司的反壟斷規則，2011年3月第1版，知識產業出版社
8. 劉連煜，現代公司法，2012年9月增訂八版，元照出版社
9. 劉瑞霖，企業跨國併購之法律規劃，陳長文編，財經法律與企業經營-兼論兩岸相關財經法律問題，元照出版社，2002年5月初版
10. 詹昊著，「反壟斷法」下的企業併購實務，法律出版社，2008年5月

二、期刊／論文：

1. 王文杰，中國大陸現行憲法第四次修正評析，月旦法學雜誌，2004年6月，第109期。
2. 王文杰，2005年中國大陸公司法修正評析，月旦法學雜誌，2006年1月，第128期。
3. 參考王文杰，中國投資者併購中國境內企業相關法制研究，中國大陸法制研究第十六輯，司法院印行，2008年1月。
4. 謝沛善，企業併購融資中的障礙及突破. 廣西財政高等專科學校學報, 2005, 18(4)
5. 王文宇，企業併購法總評，月旦法學雜誌，第83期，2002年4月
6. 王文宇，我國公司法購併法治之檢討與建議-兼論金融機構合併法，月旦法學雜誌第68期，2001年1月
- 朱德芳，公司法異議股東股份收買請求權之研究，兩岸公司法研討會，吉林大學法學院主辦
7. 李新平，B股市場的外資併購-B股定向增發問題實證研究
8. 廖義男，中國大陸反壟斷法評析，月旦民商法雜誌，第20期，2008年6月
9. 張曉森、蔣愛莉，併購中的反壟斷法風險〔J〕，商務周刊，2008.05.20
10. 饒櫃綾，年外資併購中國境內企業之法律環境分析，2009年，碩士論文。
11. 高偉峻，企業併購與組織再造類型之研究-兼論外商併購中國大陸企業之法

制，中國文化大學碩士論文

12. 鄭雅卉，外資在中國併購之相關法律環境研究，交通大學科技法律研究所碩士論文
13. 幹峰豔，外資併購國有企業的若干法律問題研究，華東政法大學法研所碩士論文
14. 蔣風蓮，論離岸公司的運用及監管，華東政法學院碩士學位論文，2007
15. 詹蕙嘉，論外資收購中國上市公司法制-以要約收購、協議收購為中心，國立交通大學科技法律所，2009年1月
16. 羅愛珍，外資併購國有企業法律制度研究，中國政法大學碩士論文，2010
17. 牛平平，跨國公司併購國內上市公司引起的對中小股東的利益保護問題，2012
18. 侯智騫，兩岸企業併購法治之比較，中國政法大學碩士論文，2011
19. 郭俊，公司併購所涉職工保障機制研究，蘇州大學碩士論文，2010
20. 郭清寶，外資進入中國進行併購引起的風險及法律問題，華東政法大學博士論文，2008
21. 孫培賢，論我國外資併購的國家規制，西南政法大學碩士論文，2007

三、網站

1. 聯發科與雷凌簡易合併，中央社記者許湘欣
<http://www.epochtimes.com/b5/14/2/17/n4085367.htm>
2. 蝦吞鯨，致達將合併慧智，記者卓怡君
<http://www.libertytimes.com.tw/2003/new/apr/8/today-stock4.htm>
3. 米爾答鋼鐵將目光投向中國第二大鋼鐵集團
<http://wiki.mbalib.com/zhtw/%E7%B1%B3%E5%A1%94%E5%B0%94%E9%92%A2%E9%93%81%E5%85%AC%E5%8F%B8>
4. B股能掀起外資並購熱嗎？新華網
http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/fortune/2002-07/19/content_489072.htm
5. 李新平，B股市場的外資併購-B股定向增發問題實證研究
http://article.chinalawinfo.com/article_print.asp?articleid=30509
6. 中國財經網，華新B股董事會決議公告
<http://www.intnew.com/p20060410001182.html>
7. 新華網，青島啤酒：公布強制性轉換H股數量
<http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/fortune/2002-1>

[0/24/content_606583.htm](#)

8. 人民網，外資競購國有法人股破冰

<http://www.people.com.cn/BIG5/paper1631/9861/906251.html>

新華網，法國米其林:管理從整合差異入手

9. http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/www.bj.xinhua.org/bjpd_bjwq/2006-02/10/content_6213419.htm

10. 新華網，出資延期急煞民豐農化

http://news.xinhuanet.com/fortune/2003-10/17/content_1127926.htm

11. 中時電子報，龍巖、溫州間投資框架協議書，作者:計者:方明/台北報導，相關網址:

<http://tw.news.yahoo.com/%E9%BE%8D%E5%B7%96-%E6%BA%AB%E5%B7%9E%E7%B0%BD%E6%8A%95%E8%B3%87%E6%A1%86%E6%9E%B6%E5%8D%94%E8%AD%B0%E6%9B%B8-213000638.html>

12. 歐陽良宜，第一財經日報，

<http://econ.pku.edu.cn/displaynews.asp?id=7530>

13. 口頭約定排他條款 奇瑞斯巴魯二度闖關懸疑

<http://big5.china.com.cn/gate/big5/auto.china.com.cn/news/corp/20130819/581498.shtml>

14. 事實上，契約管理不僅要「有始有終」，還得「慎始善終」，2012/7 陳佑寰。

http://www.mem.com.tw/article_content.asp?sn=1207040016

15. 全國人民大會網站，全國人民大會常委會公報，2007 年 6 期，網址：

http://www.npc.gov.cn/wxz1/gongbao/2007-10/09/content_5374670.htm
(last visited on 2008/12/28)