國立交通大學

科技法律研究所

碩士論文

外資併購中國境內企業之法律環境分析

The Legal Environment of Mergers and Acquisitions of Domestic Enterprises by Foreign Investors in China

研 究 生：饒桂綾

指導教授：王文杰　博士

中 華 民 國 九 十 八 年 七 月

外資併購中國境內企業之法律環境分析

The Legal Environment of Mergers and Acquisitions of Domestic Enterprises by Foreign Investors in China

研 究 生：饒桂綾　　Student：Kuei-Ling Rao

指導教授：王文杰　　Advisor：Dr. Wen-Chieh Wang

國 立 交 通 大 學
科技法律研究所
碩 士 論 文

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

July 2009

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國九十八年七月

摘要

中國自 1978 年迄今，已歷經逾三十年之改革開放，隨著中國加入 WTO 及五年過渡期於 2006 年底屆滿，中國之市場化改革也攀向另一個高峰。外國投資者面對此一巨大市場的開放，欲迅速取得市場占有率、贏得競爭主動權最快捷之途徑即為併購。併購活動雖於世界先進國家已有悠久蓬勃發展歷史，相關制度已成熟運作多時，相較於此，中國長期以來則無一套清晰明確之併購遊戲規則。

因應外資併購逐漸興盛，中國於 2006 年以來陸續頒布、發布或修正之《外國投資者併購境內企業的規定》、《反壟斷法》、《公司法》、《證券法》、《物權法》、《企業所得稅法》、《勞動合同法》等重要規範，對外資於中國併購時面臨的法律環境產生變革性之影響，而隨著中國法制發展的不斷深化，瞭解具有中國特色的法律環境將是左右一投資案成敗的關鍵因素。有鑑於此，本研究擬從外國投資者之基點出發，剖析其在中國法律環境下的併購交易應如何運作，及中國法制下的併購制度有何特殊性，並深入研究其將遭遇之風險及如何有效防範。目標企業設定為國有企業、上市公司或金融機構以外的一般中國境內企業，此為本研究之重心。

本研究共分為七章，先鳥瞰中國經濟體制及併購法制變革，於對整體法律環境有宏觀認識後，再就一併購交易通常發展歷程中會碰到的主要問題及風險加以逐項分析。第二章探究外資在中國特殊經濟、法律體制下的併購發展。第三章對外資併購時涉及之併購當事人進行分析，在確認併購主角為何後，第四章分析外資併購的方式。第五章及第六章為外國投資者於中國進行併購所面臨的特殊議題。第五章討論中國對外資併購實施之三大審查監管，包括產業准入審查、反壟斷審查及國家安全審查，通過此三大審查為外資得順利進入中國的前提。第六章則分節討論外資實際執行併購交易時將涉及的重要法律問題，包括對價支付及稅務問題等。

關鍵詞：外資、併購、中國境內企業、反壟斷

Abstract

Since 1978, China has experienced a period of transformation for more than 30 years. With China's entry into the WTO and the expiration of the 5-year transition period at the end of 2006, China has reached its peak in market-oriented transformation. Mergers and Acquisitions are the short cut for foreign investors to rapidly gain market shares and to grasp the initiative of market competition. While the M&A activities have a profound history in the western developed world and the operation of relevant systems has attained its maturity, for a long time China has lacked clear rules of M&A activities for market participants to follow.

In response to the booming of M&A conducted by foreign investors, China has promulgated, announced or amended crucial laws since 2006, including *the Regulations on the Mergers and Acquisitions of Domestic Enterprises by Foreign Investors, Antitrust Law, Company Law, Securities Law, Property Law, Enterprise Income Tax Law, and Labour Contract Law*, that have revolutionary impact on the legal environment when foreign investors implement M&A investments in China. To fully understand the legal environment coloured with the Chinese characteristics will be a key to the success to an investment project. Hence, this study analyzes legal issues and risks pertaining to the pursuit of an M&A investment in China from a foreign investor's point of view. Target enterprises discussed in this study are mainly domestic companies in China that are neither state-owned, listed companies nor financial institutions.

This study covers 7 chapters; an overview of the transformation of the general China economic system and M&A legal system followed by analysis of specific legal issues and risks that a typical M&A investment would encounter. Specifically, Chapter 2 focuses on the development of foreign investors' M&A activities under China's unique economic and legal systems. Chapter 3 discusses

the definition of parties involved in the M&A activities. Once the parties are confirmed, Chapter 4 analyzes method of an M&A investment available to foreign investors. Chapters 5 and 6 emphasize special topics for M&A in China. Namely, Chapter 5 discusses the approvals and controls over M&A by foreign investors in China; Chapter 6 further discusses detailed legal issues when implementing an M&A project, such as payment of consideration and tax.

Keywords: foreign investors, mergers and acquisitions, domestic enterprises in China, antitrust

謝辭

這篇論文僅是浩瀚知識宇宙中的一粒塵埃，但有幸存在，我已感到萬分欣喜，因為它的誕生再次提醒我所受到的無限眷顧與關愛。

感謝指導教授王文杰老師，您是我的太陽，是這篇論文所有能量的來源。感謝您在我還在準備研究所考試時，就不吝和我分享各項考試要領；準備論文期間，我經常有怠惰偏離軌道的時候，而您恆常地散發智慧與關心的光芒，照耀在我的身上讓我總是覺得好溫暖，我知道只要仰起頭來，您就會為我提供一個清楚的指引。不會忘記的是每一次收到老師寄來的滿滿參考文獻和親筆寫的勉勵小語、每一次麻煩老師親筆批閱拙文、每一次老師不厭其煩地叮嚀研究進度甚至規劃人生方向。再多的言語，也無法表達我對生在老師這個太陽系的感謝。

眾多的星辰環繞，讓我的天空閃亮繽紛。蘇永欽教授、彭鳳至法官，您們是我法律生涯的啟蒙，您們對台灣司法界的貢獻總令我仰之彌高。林仁光教授，感謝您開啟我對商事法的興趣，並無私地和我分享作學問的方法，您的研究室有最香醇的咖啡。感謝口試委員朱德芳教授及林建中教授，只消幾句評語即能正中鵠的，使這篇不成熟的研究有更完善的可能。戴至中哥哥，從小到大您都對我如此照顧，感謝您對我的研究生涯提供寶貴意見；美麗又有智慧的彥妤學姊，妳是完美的化身，也是我進入科法大家庭的貴人，期待那夏威夷之旅。

感謝我最慷慨的老闆，王納森律師（Nathan Kaiser）及江東林律師（John Eastwood），在我研究期間給予我最大的精神支持與包容，使我能順利完成學業與工作雙方面的挑戰。徐甜律師，感謝您在百忙之中仍願意撥冗指點我迷津，為這篇論文提供最具深度而珍貴的實務意見。感謝蔡欽源律師、何耀琛律師、洪紹恆律師、曾逸凡律師、葉秋英顧問，您們在工作上給我的許多指導，無形中提供我許多完成這篇論文的靈感。

詩鈞大哥，謝謝你總是擔任最佳救火隊，你是最義氣又柔情的男子漢！

儂儂，金三角單飛不解散，好高興我們都往自己的夢想再邁進了一步。螞蟻，口試前的師大夜市之旅帶我們坐上了時光機，我們穿梭在過去到未來的二十年之間，我要告訴妳，不管在哪一個時刻，妳都是把舵掌得最穩的那一個，我真心以妳為榮。芳菁、嘉琳、慧瑩、士毅，謝謝你們不斷的加油打氣，讓我咬緊牙根也告訴自己一定可以完成這個不可能的任務。Pam、Anny、馬兄，同袍的友情最刻骨銘心，你們讓我看到最堅韌的毅力，讓我相信所有難關都可以詼諧度過。科法所大家庭的成員們，四年多（！）來和你們一起熱鬧度過大大小小的歡樂聚會，從新竹所辦到淡水郊外咖啡廳到大街小巷的美食到各個同學家的轟趴，我看到的是一群才華洋溢的人激盪出最閃亮的火花。

曼盈和昇哥，我的天使，那一杯星巴客的熱巧克力始終暖潤我的心，有你們在身邊的時候真的讓人覺得幸福滿溢；田媽，我的兄弟，奇妙的緣分緊緊地牽繫著我們，我們的村落現在要求高學歷；卓馨，我的金姊妹，妳的擁抱有神奇的魔力，讓難產的論文寶寶順利生出來了，沒有別的原因，是因為妳讓這個世界如此美好，連任性的論文寶寶也想快快出來瞧一瞧，好期待我們下一次的擁抱、在世界的任何一端。

不會忘記的，還有在那個濕溽的寫論文的夏天，陪伴我的一碗碗芒果冰以及軟軟沙發上的電影。

最親愛的爸爸、媽媽，以及弟弟、妹妹，你們是我的空氣、我是你們的水，因為你們是我認真打拼的一切動力來源，也是一切理由，謝謝你們給我的無盡的愛，謹以此篇論文獻給你們，我愛你們。

桂綾

2009 年 9 月 8 日，台北

目錄

摘要 i
Abstract ii
謝辭 iv
目錄 vi
第一章、緒論 1
1.1 研究動機與目的 1
1.2 研究範圍 3
1.3 研究方法 4
1.4 研究架構 5
第二章、外資在中國之併購發展 7
2.1 中國之特殊經濟體制及其變革 7
2.1.1 高度集中之計劃經濟體制（1949 年） 7
2.1.2 確立社會主義市場經濟之經濟體制（1992 年） 8
2.1.3 加入世界貿易組織之時代（2001 年） 8
2.1.4 改革開放與利用外資 9
2.2 外商投資中國法制環境變遷 11
2.2.1 內外資雙軌制立法 11
2.2.2 外商投資準據法 14
2.2.3 外商投資工具種類 16
2.2.4 外商投資企業法到外資併購法 22
2.3 中國之外資併購立法沿革及發展現況 22
2.3.1 併購法律架構概說 22
2.3.2 中國之外資併購立法沿革與實踐 23
2.3.3 中國之外資併購法制評述 31
2.3.4 外資在中國併購的新趨勢 32
第三章、外資併購之當事人法律分析 34
3.1 併購方—外資 34
3.1.1 外資之定義 34
3.1.2 特殊目的公司 36
3.2 被併購方—目標企業 41
3.2.1 國有企業 42
3.2.2 上市公司 45
3.2.3 金融機構 49
第四章、外資併購之方式 52
4.1 併購方式的選擇 52
4.1.1 合併或收購 52

4.1.2 股權收購或資產收購 53
4.2 股權收購之具體實施方式 56
4.2.1 收購外商投資企業股權 56
4.2.2 收購內資企業股權 59
4.3 資產收購之具體實施方式 64
4.3.1 目標企業類型 64
4.3.2 資產收購模式 64
4.3.3 特殊問題 66
4.4 合併之具體實施方式 69
4.4.1 合併主體 69
4.4.2 合併模式 70
4.4.3 特殊問題 71
第五章、中國對外資併購的審查監管 75
5.1 產業准入審查 75
5.1.1 具濃厚計畫經濟色彩的產業准入審查 75
5.1.2 產業政策之配合 77
5.1.3 產業政策變更問題 79
5.1.4 主管機關之確認 79
5.2 反壟斷審查 82
5.2.1 以新《反壟斷法》為中心的反壟斷審查 82
5.2.2 反壟斷審查實質標準 84
5.2.3 反壟斷審查程式規範 90
5.2.4 反壟斷審查之豁免 103
5.2.5 可口可樂併購匯源果汁案 104
5.3 國家安全審查 109
5.3.1 徐工案所啟發的國家安全審查 109
5.3.2 以國家經濟安全為主要內容之國家安全審查評析 111
5.3.3 國家經濟安全與經濟民族主義 112
第六章、外資於中國併購之特殊問題 117
6.1 外資併購之審批與登記制度 117
6.1.1 審批登記機關之決定與投資總額 118
6.1.2 審批登記與最低外資比例問題 122
6.1.3 具體審批程式 126
6.2 併購對價 132
6.2.1 資產評估與交易定價 132
6.2.2 對價支付之期限 137
6.2.3 對價支付之方式 142
6.3 目標企業之債權債務處理 146

6.3.1 不同併購方式下之債權債務處理 146
6.3.2 對債權人之通知公告義務 148
6.4 外資併購與外匯問題 151
6.4.1 外匯管理制度概說 151
6.4.2 外資併購相關之外匯管理制度 152
6.5 外資併購與稅賦問題 155
6.5.1 中國稅制變革與外商投資企業所享待遇 155
6.5.2 關於併購的稅制體系 159
第七章、結論 166
參考文獻 170

第一章、緒論

1.1 研究動機與目的

面對全球化的新時代，我國在落實「深耕臺灣、連結全球」理念的前提下，於 2008 年 8 月 1 日起實施鬆綁對中國投資金額上限，並簡化對中國投資審查程式的重大政策[1]，使我國企業對中國投資金額之上限由 40%放寬至 60%，且對中國投資金額在 100 萬美元以下的申請案採事後報備制，於投資時實行後 6 個月內申報即可，個案投資金額逾 5,000 萬美元始須專案審查[2]。

此重大政策的效益在於以策略性開放擴大企業在全球及兩岸運籌發展的空間，一方面讓企業可以依據實際的需要進行全球佈局，另方面則是讓我國可以融入全球經貿體系，成為跨國企業全球價值鏈中重要的一個環節。對中國投資政策的放寬，也意味著在中國的商事佈局與競爭策略更為彈性而有空間。另一方面，我國 1991 年至 2008 年對中國投資總額比重占總對外投資總額之 57.13%，在上開政策的推波助瀾下，2009 年 1 月我國對中國投資金額比重占對外投資金額已高達 77.63%[3]。由此可知，無論在政策面或實務面，我國我國均相當重視對中國投資，期能利用中國市場作為踏板，而於全球經貿舞臺上散發耀眼的光芒。

放眼中國，隨著其於 2001 年加入世界經濟貿易組織（World Trade Organization，WTO）並於 2006 年五年過渡期期滿，中國之國民生產總值也從 2001 年的人民幣 10 兆元，於 2007 年迅速攀升至近人民幣 25 兆元[4]，

---

[1] 參我國行政院，重大政策公告「鬆綁大陸投資上限，奠定全球發展利基」，2008 年 7 月 17 日，http://www.ey.gov.tw/ct.asp?xItem=43509&ctNode=2313&mp=1（最後瀏覽日期：2009 年 2 月 2 日）。

[2] 參我國 2008 年 8 月 29 日修正並溯及於 2008 年 8 月 1 日施行之《在大陸地區從事投資或技術許可辦法》第 7、9、10、15 條。

[3] 數據來源參我國行政院大陸委員會兩岸經濟統計月報，第 194 期，2009 年 1 月，表十三「我國對外投資統計—國家（地區）別」，http://www.mac.gov.tw/big5/statistic/em/194/13.pdf（最後瀏覽日期：2009 年 2 月 2 日）。

[4] 數據來源參中國國家統計局，2008 中國統計年鑑，國民經濟核算項下表 2-1「國內生產總值」，http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2008/indexch.htm（最後瀏覽日期：2009 年 2 月 2 日）。

在中國此一潛在巨大之市場逐漸全面開放之際，世界各國投資者莫不垂涎搶占中國之市場佔有率。

傳統對中國的直接投資方式為設立外商投資企業，其主要優點為外國投資者得依其所需量身設計投資計畫，而無須承擔既存企業之負債風險。尤其在 1990 年代中期以前，外國投資者在中國進行併購行為並不普遍[5]。然自 1990 年代中後期以來，外國投資者漸有選擇以併購中國境內企業作為投資策略之趨勢[6]，蓋外資投資中國之主要目的為開拓和占領中國之市場佔有率，而迅速進入此一新興市場、贏得競爭主動權最快捷之途徑即為併購[7]，以併購方式投資中國之優勢主要表現在下列方面：(1) 併購投資產生收益之週期短，經營風險相對較小，較新建投資快收其投資效果，縮短投資回報之年限；(2) 可利用目標企業之現有分銷網路及知名商標品牌，直接獲得目標企業之市場佔有；(3) 獲得目標企業本土之管理經驗。併購所具有之後來居上優勢，對於在中國投資已落後於競爭對手之投資者而言尤其重要，提供在中國市場上迎頭趕上甚至迅速超越競爭對手最佳途徑[8]。

聯合國貿易和發展會議 2008 年 9 月公佈的《2008 年世界投資報告》，2007 年的跨國併購額為 16,371 億美元，占當年跨國直接投資額 18,333 億美元的 89%[9]，當年度外資利用併購作為在中國直接投資方式達 20.81 億美元，同比增長 46.99%[10]，顯見跨國併購已經成為國際直接投資的主要方式，在

---

[5] Lutz-Christian Wolff, *International M&A and the Problem of the Effective Date under Chinese Law*, 33 COMMON LAW WORLD REVIEW 283, 286 (2004).

[6] Emma Davis and Glen Ma, *M&A Strategies in Chin: Acquiring a Domestic Entity*, 10 CHINA LAW & PRACTICE 37, 37 (2002).

[7] Kim Woodward and Anita Qingli Wang, *Acquisitions in China: A View in the Field*, 11 THE CHINA BUSINESS REIVEW 34, 38 (2004).

[8] 李磊著，跨國公司在華併購的法律規制研究，中國檢察出版社，2008 年 3 月版，第 17 至 18 頁。

[9] World Investment Report 2008 published by the United Nationas Conference on Trade and Development (UNCTAD), available at: http://www.unctad.org/Templates/webflyer.asp?docid=10502&intItemID=2068&lang=1 (last visited on April 30, 2009).

[10] 數據來源參中國商務部外國投資管理司，外資統計表，http://www.fdi.gov.cn/pub/FDI/wztj/wstztj/default.htm（最後瀏覽日期：2009 年 2 月 2 日）。

中國亦成為新興之直接投資方式。

按併購於世界先進國家已有悠久蓬勃發展歷史，相關制度已成熟運作多時，相較於此，中國長期以來並無一套清晰明確之併購遊戲規則，使外國投資者一方面欲以併購方式進入中國以快速取得市場，另一方面卻又因相關制度不完善而屢遭挫折或裹足不前。因應外資併購逐漸興盛，中國於2006年以來陸續頒布、發布或修正之《外國投資者併購境內企業的規定》、《反壟斷法》、《公司法》、《證券法》、《物權法》、《企業所得稅法》、《勞動合同法》等重要規範，對外資於中國併購時面臨的法律環境產生變革性之影響。有鑑於此，本研究擬從外國投資者之基點出發，剖析其在中國法律環境下的併購交易應如何運作，及中國法制下的併購制度有何特殊性，並深入研究其將遭遇之風險及如何有效防範。

1.2 研究範圍

本研究的範圍界定如下：

「併購」；一般而言，併購係指不同企業間經由各種方式來移轉資產、控制或經營權的一種法律行為之總稱[11]。或可解讀為以「併」與「購」二種方式達到企業結合目的之行為，即以法規上合併之方式完成企業結合者為「併」，而以購買股權或資產之方式完成企業結合者為「購」[12]。由於實務上企業為擴張其組織規模或營運能力所採取之購併行為模式及態樣多端，因此通常並不嚴格區分「併」和「購」二面向，惟於中國之法律架構下，「合併」與「收購」涉及不同法規範體系，亦即，特定交易行為為「合併」或「收購」所適用之法律規範可能不同，區分特定交易行為為「合併」或「收購」有其實質意義。

「外資」：即外國投資者，本研究第三章對於外資的內涵及射程範圍

[11] ROBERT CHARLES CLARK, Corporate Laws, Little, Brown and Company 401-402 (1986).

[12] WEINBERG M.A. & BLACK M. V., Weinberg and Black on Take over and Mergers, Sweet & Maxwell Press 1002 (1989).

設有專節分析。

「中國境內企業」：在傳統計劃經濟體制下，中國企業型態體系依其所有制性質為標準，得將企業劃分為全民所有制企業、集體所有制企業、私營企業及外商投資企業等，相應的企業立法如《全民所有制工業企業法》、《城鎮集體所有制企業條例》、《私營企業暫行條例》及相關外商投資企業法等。隨著經濟體制變革，中國企業型態依其組織形式為標準，又可分為獨資企業、合夥企業、有限責任公司及股份有限公司等[13]。該等在中國境內註冊登記之企業，均為中國境內企業，均可成為外國投資者進行併購時之目標企業。惟該等企業種類中，屬全民所有制的國有企業以及屬股份有限公司的上市公司或金融機構，其自有一套特殊規範體系，故本研究基本上針對併購之目標企業非屬國有企業、上市公司及金融機構的情況進行討論，僅於第三章中目標企業涉及該等特殊種類企業時作原則性討論。

1.3 研究方法

本研究擬採用之研究方法如下：

1. 文獻分析法：本研究主題環繞外資於中國進行併購時所觸及的法律議題，涵蓋層面包括民法、公司法、投資法、勞動法、競爭法、稅法等複雜法律體系，故本研究擬就各該層面詳盡研析相關法令及其沿革過程、立法理由及政策、官方採訪、政府統計數據等初級資料，並廣泛蒐集我國、香港、英美國家及中國出版之相關專書、期刊論文及報章雜誌等次級資料，經由歸納整理及分析，對相關法律議題深入探究其理論背景、實務運作及發展趨勢。

2. 案例分析法：分析外資於中國實際發生的併購案例有其特殊意義，一來中國之立法經常為解決實務已發生的問題，有強烈的目的性，因此可由重大併購案例探求相關立法意旨及預測外國投資者未來可能遭遇的類似問題；二來中國處於法制逐漸深化的發展階段，法律規範與實務操作之間

[13] 陳曉星，我國企業型態的重新劃分，統計與決策，2001 年第 12 期，第 38 頁。

存有一定落差，透過具體案例分析也可窺知法令落實程度如何。此外，為突破書面資料的侷限性，本研究亦實際探訪於中國執業之法律實務工作者，以求得未見諸於公開資料之具體案例事實並豐富活化研究內容。

3. 比較法：併購交易在世界主要國家已有深厚久遠的發展歷史，相較而言，中國之併購法制則於近十幾年來才建立起初步雛型，仍處於亟待完善階段。本研究擬就美國及我國相關併購立法例，對照檢視中國對於外資併購之規範體系，以點出其立法缺陷所在，並提示外國投資者進行併購時可能產生之風險。

1.4 研究架構

本研究共分為七章，以外國投資者欲以併購方式拓展其於中國之版圖為研究主軸，先鳥瞰中國經濟體制及併購法制變革，於對整體法律環境有宏觀認識後，再就一併購交易通常發展歷程中會碰到的主要問題及風險加以逐項分析。第二章至第七章之主要研究議題如下：

第二章探究外資在中國特殊經濟體制下的併購發展。第一節先分析中國經濟體制的變革及其利用外資政策，第二節討論在中國利用外資政策下，外國投資者一般投資中國的方式，第三節則進一步析述外國投資者欲以併購作為投資方式時，所面臨的法制環境以及最新發展趨勢。

第三章對外資併購時涉及之併購當事人進行分析，當事人的確立為一併購交易案會面臨的首要問題。第一節討論併購方即外資的定義及範圍，第二節討論被併購方即目標企業的種類，並對目標企業為國有企業、上市公司、金融機構時所涉及的特殊法律體系及風險加以分析。

在確認併購主角為何後，第四章分析外資併購的方式。第一節就不同併購方式間加以比較，供外國投資者比較其優劣並找出最符合其利益的併購模式，第二節以下則分別探討股權收購、資產收購及合併之具體實施方式。

第五章及第六章為外國投資者於中國進行併購所面臨的特殊議題。第五章討論中國對外資併購實施之三大審查監管，包括產業准入審查、反壟斷審查及國家安全審查，通過此三大審查為外資得順利進入中國的前提。第六章則分節討論外資實際執行併購交易時將涉及的問題，包括行政審批登記、併購對價之支付、目標企業債權債務之處理、外匯及稅務。

第七章總結本研究之成果及核心思想。

第二章、外資在中國之併購發展

2.1 中國之特殊經濟體制及其變革

外國投資者一般多熟悉在自由競爭之市場環境下進行併購投資活動，雖然在實行自由競爭市場且併購歷史發展悠久之國家或地區，例如美國、歐盟、日本等地，對於外國投資者所為之併購投資仍設有若干程度規制，而非完全自由放任[1]，然終究與中國在計劃經濟基礎上發展之高度管制投資環境有重大不同。也因此，外國投資者在中國進行併購投資時，不一定可仰賴其在自由競爭市場已有之併購投資經驗，故外國投資者於進入中國此一陌生投資環境前，不得不對其特殊經濟體制及其法制變革進行瞭解。

2.1.1 高度集中之計劃經濟體制（1949 年）

按中共自 1949 年建國後，即以蘇聯模式為基礎建立起高度集中之計畫經濟體制，此時期中國企業均屬於公有制，包括全民所有制企業及集體所有制企業[2]，其中全民所有制企業（即所謂「國有企業」）占主要地位[3]。國有企業為計畫經濟體制下之特殊產物，國有企業之所有生產和經營活動均全面受到國家直接控制，成為國家各級行政機關之附屬物，在改革開放前毋寧無真正「企業」之概念存在。

由於公有制企業運作結果造成經濟效率低落、資源不當配置、冗員過

---

[1] 關於美國、歐盟、德國、日本等跨國併購法律制度及相關管制，參李磊著，跨國公司在華併購的法律規制研究，中國檢察出版社，2008 年 3 月，第 64 至 93 頁。

[2] 按全民所有制企業和集體所有制企業，是發展社會主義國民經濟的基礎。在中國，全民所有制企業的來源是：(1)沒收官僚資本主義工商業；(2)對資本主義工商業進行社會主義改造；(3)在有計劃的經濟建設過程中建立。集體所有制企業是由勞動者聯合建立起來的。就經營方式而言，全民所有制企業採取國家所有制的形式，企業的生產經營活動在國家集中統一領導下進行，對國家承擔經濟責任；企業在服從國家統一領導和全面完成國家計畫任務的前提下，在法律規定的範圍內，有一定的經營管理自主權；集體所有制企業的生產資料和產品屬一定範圍內的勞動群眾集體所有。企業在接受國家計畫指導和遵守國家有關法律的前提下，有獨立進行生產經營活動的自主權。

[3] Emma Davies, *A Roadmap for China's Mergers and Acquisitions*, 7 THE CHINA BUSINESS REVIEW 12, 13 (2003).

多[4]等問題，無法呼應社會生產力之效能需求，因此中國於 1978 年召開中國共產黨十一屆三中全會，進行改革開放[5]，實行對內改革、對外開放吸引外資的措施，於各界紛紛揚揚中[6]逐步導入市場經濟之理念，而 1978 年以後的改革開放路徑，亦成為一般國內外討論中國經濟體制改革之分水嶺。

2.1.2 確立社會主義市場經濟之經濟體制（1992 年）

直至 1992 年 10 月，中共十四大會議確認中國經濟體制改革目標為建立「社會主義市場經濟體制」，並於 1993 年由中國全國人大將《憲法》第 15 條中「國家在社會主義公有制基礎上實行計畫經濟」修正為「國家實行社會主義市場經濟」，使此一改革目標得到憲法層級的明確定位。中國共產黨十四屆五中全會並明確提出要對國有經濟進行戰略性重組，並進一步頒布一系列重大舉措配合國有企業改革，中國之併購活動亦配合國有企業改革政策而逐步發展[7]。

即便所謂「社會主義市場經濟體制」於初始階段之宣示意義多於實質，但中國其後出現之法律制度多朝向市場經濟之目標建構，與過去計畫經濟體制下之立法屬性已截然有別。

2.1.3 加入世界貿易組織之時代（2001 年）

---

[4] "Inefficient management, high level of debt, a surplus of workers and heavey social security burdens..", *See* Jean-Marc Deschandol and Wang Tong, *Foreign Capital and SOEs: China's Forrays into State Enterprise Reform*, 12 CHINA LAW & PRACTICE 111, 111 (2002).

[5] 1979 年 7 月至 9 月，中國國務院首次提出「計畫調節與市場調節相結合的商品經濟」，1980 年中國國務院經濟改革辦公室於《關於經濟體制改革的初步意見》中提出，中國經濟體制改革之原則與方向應當為：「把單一的計畫調節，改為在計劃指導下充分發揮市場調節的作用。」參考史建三、石育斌、易芳著，中國併購法律環境與實務操作，法律出版社，2006 年 2 月，第 10 頁。

[6] 按中國於 1978 年後對於改革之走向有不同批評聲浪，有認為「市場經濟就是取消公有制，就是否定共產黨的領導，否定社會主義制度，搞資本主義」，並提出「和平演變的主要危險來自經濟領域」等主張，參前揭註，第 11 頁。

[7] 對於國有企業改革之重大政策，包括所謂「捉大放小」，即在集中力量經營大型國有企業的同時，對小型國有企業依不同情況以改組、聯合、兼併、承包經營等方式找到適合其發展的經營類型；實行兼併破產，促進國有資產向優勢企業集中；透過資產重組，培育一批大型企業集團。前開國有企業改革政策都直接或間接促成併購實施。參考史建三、石育斌、易芳著，中國併購法律環境與實務操作，法律出版社，2006 年 2 月，第 15 頁。

中國自 2001 年加入世界貿易組織（WTO）會員，為中國改革開放的另一個重要里程碑，至 2006 年底，中國加入 WTO 的五年過渡期亦已屆滿。按 WTO 的各項協定、協議，均建立在市場經濟、市場導向的基礎上，其目標為通過貿易自由化促進全球經濟貿易持續增長。中國為實現加入 WTO 的承諾，因此對其國際貿易相關法律制度進行大幅調整，以符合 WTO 對政府規制的基本要求。

在此時期，因應中國經濟快速發展及對私有經濟制度之需求，中國十六大會議進一步確定毫不動搖地鞏固和發展公有制經濟，及毫不動搖地支持和引導非公有制經濟，並提出要「充分發揮個體、私營等非公有制經濟在促進經濟增長、擴大就業和活躍市場等方面的重要作用。放寬國內民間資本的准入競爭，在投融資、稅收、土地使用和對外貿易等方面採取措施，實現公平競爭」。2004 年 3 月 14 日中國第十屆全國人民代表大會通過《憲法修正案（2004 年）》第 21 條及第 22 條，分別納入「國家保護個體經濟、私營經濟等非公有制經濟的合法的權利和利益。國家鼓勵、支援和引導非公有制經濟的發展，並對非公有制經濟依法實行監督和管理。」及「公民的合法的私有財產不受侵犯。」本次憲法修正以人權入憲保護私有財產而受高度重視，非公有制經濟體制的憲法保護嚴格意義上為私有財產保護之一環，可看出公民基本權利的保障與落實為中國經濟體制改革後迫切的憲政課題[8]。在此於憲法保護與政策鼓勵之雙重推展下，中國民營經濟進一步蓬勃發展。

2.1.4 改革開放與利用外資

按中國自 1978 年改革開放以來，放棄長期以來所堅持的「閉關鎖國」政策，實行對內改革、對外開放的措施，其中，對外開放的政策中，以各項投資優惠措施為誘因（包括經濟特區之設置、投資地域的逐步開放、稅

[8] 參王文杰，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，第 244 至 253 頁。

收優惠等[9]），吸引外國投資者紛紛進入大陸。2001 年 3 月中國全國人民代表大會批准國務院提交審議的《國民經濟發展和社會發展第十個五年計劃綱要》，其中第 7 點規定：「積極探索採用收購、兼併、風險投資、投資基金等各種方式，促進利用外資和國有企業產權制度改革。」為中國併購立法奠定基礎。在總結「十五」期間利用外資的具體情況，中國國家發展和改革委員會於 2006 年 11 月進一步發布《利用外資「十一五」規劃》，提出「十一五」期間中國利用外資的指導思想、戰略目標及重點任務。使中國利用外資的重點從彌補資金、外匯不足轉變到引進先進技術、管理經驗及高素質人才，推動利用外資從「量」到「質」的根本轉變[10]，為中國首次對外公佈的利用外資五年規劃，加強了利用外資的透明度[11]，並強調在更建立更完善外商投資環境的同時，將加強對外資併購重點企業的審查監管。中國十七大報告提出：「創新利用外資方式，優化利用外資結構，發揮利用外資在推動自主創新、產業升級、區域協調發展等方面的積極作用」。十七大後，中國利用外資方式的轉變主要在兩方面，一是由製造業投資為主轉向以服務業為主，一是由綠地投資為主轉向併購投資為主[12]。可以看出，跨境併購是中國利用外資的新形式[13]。

整體而言，中國逐步實施對外開放政策的 30 年來，一直將外資企業相關立法列為立法重點，但同時又充滿了矛盾情節：一方面欲利用外國之資金、技術以帶動國內經濟發展、改革國有企業，即所謂「以市場換技術」；

---

[9] 例如 1980 年 5 月，中國决定在深圳、珠海、汕头、厦门设立经济特区，为中国对外开放扬帆启程的重要标志，參考中國投資指南網站，中國外商投資三十年特別專題：「對外開放歷程」，http://www.fdi.gov.cn/pub/FDI/tzdt/zt/ztmc/wzzgx/dwkflc/t20081125_99600.html（最後瀏覽日期：2009 年 5 月 28 日）

[10] 薛黎，外商投資質量上升將推動規模再上新台階—訪商務部研究院外資研究部主任金伯生，上海證券報，2006 年 9 月 23 日，第 A2 版。另請參照商務部辦公廳 2007 年 3 月 6 日發布之《關於 2007 年全國吸收外商投資工作指導意見》（商資字（2007）第 25 號）。

[11] 王曉欣，我國利用外資向透明管理體制邁進，金融時報，2006 年 11 月 10 日，第 A4 版。

[12] 董超，中國利用外資新趨勢，中國外資，2008 年 1 月，第 49 頁。

[13] 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，第 29 至 36 頁。

另一方面卻又憂心外資將吞蝕中國市場[14]。使外資一方面面對中國提出之各項優惠措施，另一方面卻又受到高度行政管制[15]。

基於各種不同的政治理由、立法目的及政策背景，使中國外資企業立法於近 30 年期間中已形成一個內容相互堆疊交叉的龐大體系，其相互間多有不協調甚至衝突之處[16]。而多數法規的頒布仍是在計畫經濟體制下所建構，在立法過程中受制於當時政治經濟環境的影響，致使在 90 年代初期以前的法律都不可避免地帶有計畫經濟和舊體制的痕跡[17]。

2.2 外商投資中國法制環境變遷

2.2.1 內外資雙軌制立法

外商投資企業法作為特別企業形式的立法，本來應是在公司法頒布之後進行，然而，中國對外開放和經濟體制改革發展決定了外商投資企業立法不可能按一般的立法模式循序漸進地推進；反之，其完全追隨經濟改革和對外開放的步伐亦步亦趨地形成。早在 1979 年，中國經濟立法才剛起步，當時還沒有任何其他企業立法，甚至連《民法通則》都沒有的時候，中國即頒布《中外合資經營企業法》。作為三個外商投資企業法基礎和前提的《公司法》，則幾經周折至 1993 年才頒布，《公司法》反而成為外商投資企業的配套準據。

外商投資企業法的自成體系和與公司法的前後倒置，有其歷史原因。

---

[14] 例如，有論者提出利用外資造成大量土地資源廉價出售、環境污染、稅收流失、市場資源被外資大量分割、以「市場換技術」難如人願、國內產業和品牌被外資控制、加劇中國就業難題、有出口無產業等問題，參考叢亞平，利用外資八思，瞭望新聞週刊新聞週刊，2006 年第 51 期，2006 年 12 月 18 日，第 42 至 45 頁。另參照王健君，中國利用外資過度了嗎，瞭望新聞週刊新聞週刊，2006 年第 34 期，2006 年 9 月 18 日，第 48 頁。

[15] 李立，我國利用外資政策環境更趨明朗，法制日報，2006 年 11 月 10 日，第 7 版。

[16] 有論者指出中國涉及經濟管理的中央政府部門，無論是綜合經濟管理部門，或是行業監管機構，常片面強調各自重要性，而膨脹所負責管理的特定領域利益，無法達到一視同仁的國民經濟政策，阻礙公平競爭。參考袁東，切斷經濟政策部門化割據化毒瘤—從「併購是吸引外資的必然選擇」說下去，上海證券報，2007 年 6 月 27 日，第 B7 版。

[17] 參王文杰著，嬗變中之中國大陸法制，國立交通大學出版社，2008 年 6 月版，第 257 至 258 頁。

改革開放之初的中國，在傳統計劃經濟下，經濟主體較為單一，企業形式基本上為國有企業和集體企業，當時為數不多的經濟法律法規，基本上為按企業的所有制性質制定的，不同所有制企業適用不同企業法。作為新興的外商投資企業，無法套用既有的企業形式下制定的相關法令，因此一開始就不得不獨立對外商投資企業建立一套法制。除了三部完整的外商投資企業法以外，還分別制定了外商投資企業的登記、會計、財務、勞動、工資、保險、福利、工會、外匯收支管理等專門性法律、法規。由此可見，外資企業與內資企業的雙軌制立法乃順應中國當時吸引外資與對外商投資企業進行法律調整的迫切需要。第一，在企業型態上，當時內資企業中尚無典型、為外商投資企業所採用的有限責任公司形式，是三種外商投資企業形式催生了三部外商投資企業法。第二，為吸引外資，從公司設立到公司組織機構和管理，都需要建立一套外商投資企業特有的制度和規則，例如可行性論證與合資合同、投資總額與註冊資本、出資分期繳納等。此一立法歷史背離按部就班的立法邏輯，但卻為不得已的立法選擇，充分反映中國改革開放的歷史背景。

然而，有違立法邏輯和順序的不只是外商投資企業法，整個中國企業立法走得都是一條異常的道路。中國的企業立法從來就不是在明確界定企業法律型態和類型的基礎上，沿著先普通法再特別法、先高位階法再低位元元階法、先法律再法規、規章、規則的立法軌跡推進。反之，由於追隨經濟改革和對外開放，應對社會急遽變革的各種企業法律問題，中國企業立法在過去 30 年間，曾一直處於概念和分類不明確、調整範圍不全面、體系和內容不完備、性質和效力不統一以及相互間不協調的混亂狀態，企業立法的交叉與重複、缺陷與空白、矛盾與衝突同時並存。而導致此種狀態的原因除缺乏通盤考慮的立法實情和唯領導意志是聽的主觀隨意和狹隘的部門意識和利益之外，根本原因是當時的企業立法一直未能確立中國自己的企業法律型態，並在此基礎上建立統一的企業分類標準和形成企業立法完整、科學的體系。在如此背景下，外商投資企業法先行於公司法並與之

長期雙軌並行也就不足為奇[18]。

隨著中國經濟改革開放，中國為確保外資在中國進行之投資行為能符合中國各項吸引外資政策，而能充分利用外資效用，因此陸續頒布大量的外商投資企業法令將外商投資導向其所欲達成之經濟目的[19]，致使外商投資企業法律體系與中國內地企業法律體系有所區隔，形成內外資雙軌制立法之情形[20]，依企業身分屬於內資或外資而適用不同法律體系[21]。也因為中國對於利用外資有高度需求，因此中國之規範重心放在外商投資企業立法，外商投資企業法律體系之發展遠遠較內地法律體系來得快，有明顯計劃經濟下之功利色彩[22]。

按外資直接投資方式（FDI）可分為綠地投資及併購投資，外國投資者一開始進入中國時以綠地投資為主[23]，因此中國初始之外商投資企業立法亦以綠地投資為主軸，以 1979 年 7 月 1 日正式頒布並實施之《中外合資經營企業法》為外資企業立法之發軔。自 1990 年代開始，外資亦逐漸探求以併購方式快速進入中國市場[24]。在此情況下，由於原先以綠地投資為設計初衷之外資企業法律體系，無法全面套用在外資以併購方式進行之直接投資行為，因此出現建構外資併購法令之規範要求。

---

[18] 趙旭東，融合還是併行—外商投資企業法與公司法的立法選擇，法律適用，2005 年 3 月，第 15 頁。

[19] 例如 2008 版《中西部地區外商投資優勢產業目錄》積極引導外資向中西部產業轉移，並且鼓勵外資進入農業深加工領域，但出於確保糧食安全的需要，糧食、油料、蔬菜、水果等種子（種苗）開發、生產不在《中西部地區外商投資優勢產業目錄》之內。

[20] 應注意者為，中國自 2006 年底過渡期屆滿以來，已正式進入後 WTO 時代，相關法令更趨向國民待遇對待，包括 2007 年頒布之《企業所得稅法》、2008 年 7 月 1 日施行之《反壟斷法》等，均一體適用於內外資企業，因此中國內外資企業有回歸正常法律一體適用之趨勢。

[21] 不過，外商投資企業設立後，依外商投資企業法相關規定亦屬中國法人組織，因此除對外商投資企業有特別規定外，仍有一般中國內地法律規範之適用。參王文杰著，嬗變中之中國大陸法制，國立交通大學出版社，2008 年 6 月版，第 251 頁。

[22] 例如《中外合資經營企業法》、《中外合作經營企業法》、《外資企業法》等三個外商投資企業法均有明顯公司法性質，但遠遠早於《公司法》頒布。參王文杰著，嬗變中之中國大陸法制，國立交通大學出版社，2008 年 6 月版，第 249 頁。

[23] 周建勝，外國在華投資的併購運作模式，改革與戰略，2004 年 1 月，第 15 至 16 頁。

[24] 宣華、李鋒，跨國公司在華戰略演變與併購態勢：江蘇的證據，改革，2006 年第 10 期，第 86 至 93 頁。

然而，無論外資是使用綠地投資或併購投資方式進入中國，均需服膺中國之利用外資政策並受行政監管，為了協調外資使用綠地投資及併購投資所生之監管需求，中國選擇將外資併購納入原來綠地投資下之外商投資企業法律體系管理，亦即所有的併購結果最終均以設立外商投資企業為依歸[25]，需符合外商投資企業法律相關規範，使外資併購與中國之外商投資企業法律體系息息相關。以下謹進一步闡釋中國之外商投資企業法律體系。

2.2.2 外商投資準據法

按中國現行憲法[26]第 18 條規定：「中華人民共和國允許外國的企業和其他經濟組織或者個人依照中華人民共和國法律的規定在中國投資，同中國的企業或者其他經濟組織進行各種形式的經濟合作。在中國境內的外國企業和其他外國經濟組織以及中外合資經營的企業，都必須遵守中華人民共和國的法律。它們的合法的權利和利益受中華人民共和國法律的保護。」此為中國關於外商投資企業法中最高位階的憲法層級宣示，同時為中國外商投資立法的原始準據。應注意者為，中國憲法第 18 條對於鼓勵外資赴中國投資的宣示，是於 1982 年才正式載入憲法條文中，然而對於鼓勵外商投資以吸引外資之政策在此之前已然確立，中國最早的外商投資企業法《中外合資經營企業法》，早於改革開放初期 1979 年 7 月 1 日即正式頒布並實施。隨後亦分別於 1986 年 4 月、1988 年 4 月頒布《外資企業法》、《中外合作經營企業法》。

作為三個外商投資企業法基礎的《公司法》，則遲至 1993 年 12 月 29 日始正式頒布，並於 1994 年 7 月 1 日實施，導致外商投資企業法的自成體系及與公司法的前後倒置[27]。雖然《公司法》係以國有企業改革為背景而制定實施，具有明顯「為國企改革服務」之政策色彩[28]，但至少為中國之企業運作（特別為有限公司及股份有限公司）提供一基本規範框架。

---

[25] 參本研究第四章第 4.2 節之分析。

[26] 中國現行《憲法》於 1982 年 12 月 4 日中國全國人民代表大會公告公布施行。

[27] 趙旭東，融合還是併行—外商投資企業法與公司法的立法選擇，法律適用，2005 年 3 月，第 15 頁。

[28] 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，第 159 頁。

承前所述，中國商事法之一大特色為依據企業身分之不同而有不同之規範體系，就外商投資之立法在配合實際需要下，其規範密度及發展時間遠遠先進於中國對內資企業之立法。在此雙軌甚至多軌之立法架構下，如何謀求其調和為一大問題。2006 年 1 月 1 日實施之新《公司法》雖弱化其對公司身分別之歧視[29]，但原則上仍維持內外資企業適用不同規範體系之基本立場，同時試圖協調內外資法律體系，而於第 218 條規定：「外商投資的有限責任公司和股份有限公司適用本法；有關外商投資的法律另有規定的，適用其規定。」

此外，中國掌管外商投資企業行政監管之有關機關亦試圖回應《公司法》及一般外商投資法律規範間之衝突問題，而於 2006 年 4 月 24 日由國家工商行政管理總局、商務部、海關總署、國家外匯管理局共同發布《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》，其第 1 條規定：「外商投資的公司的登記管理適用《公司法》和《公司登記管理條例》；有關外商投資企業的法律另有規定的，適用其規定；《公司法》、《公司登記管理條例》、有關外商投資企業的法律沒有規定的，適用有關外商投資企業的行政法規、國務院決定和國家有關外商投資的其他規定。」

據上開規定，外商投資企業法律與《公司法》間之適用應依下列順序決定：一、《中外合資經營企業法》、《中外合作經營企業法》及《外資企業法》優先適用；二、前開法律未規定者，適用《公司法》和《公司登記管理條例》；三、前二者均未規定者，適用《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》及《關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定》。

即便《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》發布主體之適格性受有相當挑戰[30]，且其是否具實務操作性仍有疑問，

[29] 葉軍，公司法的修改及實施對外商投資的衝擊和影響，國際經濟合作，2006 年第 4 期，第 35 至 38 頁。

[30] 國家工商行政管理總局、商務部、海關總署、國家外匯管理局均僅為隸屬於中國國務院下的機構，其得否發布規章解釋法律層級之《公司法》及外商投資企業法之適用問題，不無疑義。

其仍不失為調和中國內資外資法律規範衝突之試劑，後續發展值得觀察。

2.2.3 外商投資工具種類

按外國投資者不得自由在中國設立企業從事經營活動，而須透過特定投資工具，亦即透過外商投資企業，包含中外合資企業、中外合作企業、外商獨資企業或外商投資股份有限公司始得進行，前三者為外資利用之主要投資工具，常以「外商投資企業」通稱。外資併購之最終結果亦需設立外商投資企業[31]，使外資併購同時受中國外商投資企業法律體系規制。外國投資者雖亦得於中國設立辦事處[32]或成立分公司，惟前者於嚴格意義下並不得從事業務行為，後者將使本國公司對該分公司承擔無限責任，通常亦不會以分公司為主體進行併購交易，且目前中國無設立外國公司分公司之相關制度可供操作[33]，故辦事處或分公司非本論文之討論範圍。因此，以下乃就外商投資中國所涉及之外商投資企業種類分述如下：

1. 中外合資經營企業

中外合資經營企業為中國最早立法規範之外商投資工具，早於 1979 年 7 月 1 日中國即正式頒布《中外合資經營企業法》[34]，並有包含《中外合資經營企業法實施條例》[35]在內之一系列相關配套規定。中外合資企業為一種股權式合營企業（Equity Joint Ventures），由中國及外國合資者相

---

[31] 參本研究第四章第 4.2 節之分析。

[32] 主要規定為 1995 年 2 月 13 日發布之《關於審批和管理外國企業在華常駐代表機構的實施細則》。

[33] 關於外國公司在中國設立及營運分公司之基本法律基礎，請參《公司法》第 192 條至第 198 條及第 213 條規定，針對特定行業別另有特別規定。《公司法》第 193 條第 2 款規定：「外國公司分支機構的審批辦法由國務院另行規定。」第 193 條規定：「外國公司在中國境內設立分支機構，必須向中國主管機關提出申請，並提交其公司章程、所屬國的公司登記證書等有關文件，經批准後，向公司登記機關依法辦理登記，領取營業執照。」第 196 條規定：「外國公司在中國境內設立的分支機構不具有中國法人資格。外國公司對其分支機構在中國境內進行經營活動承擔民事責任。」惟中國迄今並無關於外國公司設立分公司之相關細部規定，故實務上未見依據《公司法》而於中國設立之外國分公司。

[34] 最新修正於 2001 年 3 月 15 日，主要修訂內容為：（一）刪除第 9 條第 1 款「合營企業生產經營計畫」，應報主管部門備案，並通過經濟合同方式執行」之規定，及（二）將第 9 條第 2 款修改為「合營企業在批准的經營範圍內所需的原材料、燃料等物資，按照公平、合理的原則，可以在國內市場或國際市場購買。」

[35] 最新修正於 2001 年 7 月 22 日，主要修訂內容為刪去第 9 條規定。

互協商，為以經營共同事業為目的且以「有限責任公司」形式組成之獨立法人[36]，具有中國法人地位[37]。其並未將合資各方按照其出資劃分為等額股份，而係依書面協議劃分一定比例，並由合資各方依其出資比例享受權利、承擔義務[38]。

合資各方得以現金或其他法規允許之方式出資[39]，但合資各方合計之現金出資不得低於註冊資本額之 30%[40]。此外，中外合資經營企業之最高權力機構為董事會，至少應設 3 名董事，並由董事長擔任對外代表[41]。

2. 中外合作經營企業

中外合作經營企業原為主要來自台灣與香港之投資者，其等為避免受限於中國對中外合資經營企業所建構之嚴密法律框架，而於 1980 年代

---

[36] 《中外合資經營企業法》第 4 條第 1、2 款規定：「合營企業的形式為有限責任公司。在合營企業的注冊資本中，外國合營者的投資比例一般不低於 25%。」；《中外合資經營企業法實施條例》第 16 條第 1 款亦規定：「合營企業為有限責任公司。」

[37] 《中外合資經營企業法實施條例》第 2 條規定：「依照《中外合資經營企業法》批准在中國境內設立的中外合資經營企業（以下簡稱合營企業）是中國的法人，受中國法律的管轄和保護。」

[38]《中外合資經營企業法》第 8 條第 1 款規定：「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注冊資本的比例進行分配。」；《中外合資經營企業法實施條例》第 76 條有進一步詳細規定。應注意者為，依 2006 年 1 月 1 日施行之《公司法》第 35 條規定：「股東按照實繳的出資比例分取紅利；公司新增資本時，股東有權優先按照實繳的出資比例認繳出資。但是，全體股東約定不按照出資比例分取紅利或者不按照出資比例優先認繳出資的除外。」依該但書，有限責任公司之股東得另行約定分紅比例而不依出資比例分紅，故未來中外合資經營企業之股東是否得於出資比例外另行約定分紅比例，值得觀察。

[39] 《中外合資經營企業法》第 5 條第 1 款規定：「合營企業各方可以現金、實物、工業產權等進行投資。」；《中外合資經營企業法實施條例》第 22 條亦規定：「合營者可以用貨幣出資，也可以用建築物、廠房、機器設備或者其他物料、工業產權、專有技術、場地使用權等作價出資。以建築物、廠房、機器設備或者其他物料、工業產權、專有技術作為出資的，其作價由合營各方按照公平合理的原則協商確定，或者聘請合營各方同意的第三者評定。」

[40] 《公司法》第 27 條第 3 款規定：「全體股東的貨幣出資金額不得低於有限責任公司註冊資本的 30%。」

[41] 《中外合資經營企業法》第 6 條第 1 款前段規定：「合營企業設董事會，其人數組成由合營各方協商，在合同、章程中確定，並由合營各方委派和撤換。」；《中外合資經營企業法實施條例》第 30 條亦規定：「董事會是合營企業的最高權力機構，決定合營企業的一切重大問題。」、第 31 條第 1 款規定：「董事會成員不得少於 3 人。董事名額的分配由合營各方參照出資比例協商確定。」、第 34 條第 1 款規定：「董事長是合營企業的法定代表人。董事長不能履行職責時，應當授權副董事長或者其他董事代表合營企業。」

早期創設此一較具彈性之投資型態。合資各方之權利義務主要由合資契約所約定之條件規範，為契約式經營企業之類型（Contractual Joint Ventures; Co-operative Joint Ventures）。而中國遲至 1988 年 4 月 13 日始頒布實施《中外合作經營企業法》[42]規制此等既已存在於實務之投資行為，並進一步於 1995 年 9 月 4 日始施行其細則《中外合作經營企業法實施細則》，而合資各方協議簽立之契約則受《合同法》管轄。

中外合作經營企業與中外合資經營企業之投資方式、分配方式、回收投資方式、清算方式、合作方式以及風險方式均不同，前者較後者為靈活、條件更為寬鬆。詳言之，中外合作經營企業之合資各方利潤分配方式得依以契約約定之[43]，而不需依照出資比例分配。因此，不同於中外合資經營企業，中外合作經營企業之合資各方亦無須以同一貨幣計算投資，且得將各自之投資不作價，而以提供條件之方式與對方合作經營[44]。

其次，中外合作經營企業之外國投資者得於特定條件下於該中外合作經營企業存續期間屆滿前先行回收投資[45]。再者，中外合作經營企業之最高權力機關得約定為董事會或聯合管理機構，其成員不得少於 3 人，其名額分配亦由合資各方約定[46]。此外，中外合作經營企業得以有限責任公

---

[42] 最新修訂時間為 2000 年 10 月 31 日。

[43] 《中外合作經營企業法》第 21 條第 1 款規定：「中外合作者依照合作企業合同的約定，分配收益或者產品，承擔風險和虧損。」；《中外合作經營企業法實施細則》第 43 條第 1 款亦規定：「中外合作者可以採用分配利潤、分配產品或者合作各方共同商定的其他方式分配收益。」

[44] 《中外合作經營企業法實施細則》第 17 條規定：「合作各方應當依照有關法律、行政法規的規定和合作企業合同的約定，向合作企業投資或者提供合作條件。」

[45] 《中外合作經營企業法》第 21 條第 2 款規定：「中外合作者在合作企業合同中約定合作期滿時合作企業的全部固定資產歸中國合作者所有的，可以在合作企業合同中約定外國合作者在合作期限內先行回收投資的辦法。合作企業合同約定外國合作者在繳納所得稅前回收投資的，必須向財政稅務機關提出申請，由財政稅務機關依照國家有關稅收的規定審查批准。」；《中外合作經營企業法實施細則》第 44、45 條亦有進一步詳細規定。

[46] 《中外合作經營企業法》第 12 條第 1 款規定：「合作企業應當設立董事會或者聯合管理機構，依照合作企業合同或者章程的規定，決定合作企業的重大問題。中外合作者的一方擔任董事會的董事長、聯合管理機構的主任的，由他方擔任副董事長、副主任。董事會或者聯合管理機構可以決定任命或者聘請總經理負責合作企業的日常經營管理工作。總經理對董事會或者聯合管理機構負責。」；《中外合作經營企業法實施細則》第 25 條亦規定：「董事會或者聯合管理委員會成員不得少於 3 人，其名額的分配由中外合作者參照其投資或者提供的合作條件協商確定。」

司或其他組織形式設立[47]，並不一定具備獨立法人格，惟實務上中外合作經營企業多採取有限責任公司之形式設立。

3. 外商獨資企業

外商獨資企業為一名或多名外國自然人或法人於中國設立之外商投資企業。於 80 年代及 90 年代初期，許多對中國文化背景較不陌生之台灣或香港投資者採取此種形式對中國進行投資，文化背景之相似性使其較無須倚重中方投資者之合作。而近年來外商獨資企業已為外國投資者最常使用之投資中國模式[48]，考其緣由，多係為避免中方、外方股東認知不同而導致之摩擦與溝通、管理成本。

中國對外商獨資企業之管制強度向來較中外合資經營企業、中外合作經營企業高出許多，例如從事之產業別及內銷的管制等。然而隨著中國加入 WTO，因應改善外商投資環境之潮流，許多對外商獨資企業之投資限制均已鬆綁，原於 1986 年 4 月 12 日施行之《外資企業法》最新修訂於 2000 年 10 月 31 日，其補充規定《外資企業法實施細則》[49]亦於 2001 年 4 月 12 日最新修訂。應注意者為，即便中國對外商獨資企業之法律規範強度予以放寬，外商獨資企業得進行之營業活動範圍仍較中外合資經營企業、中外合作經營企業顯得狹窄[50]。

---

[47] 《中外合作經營企業法》第 2 條第 2 款規定：「合作企業符合中國法律關於法人條件的規定的，依法取得中國法人資格。」；《中外合作經營企業法實施細則》第 14 條第 1 款亦規定：「合作企業依法取得中國法人資格的，為有限責任公司。除合作企業合同另有約定外，合作各方以其投資或者提供的合作條件為限對合作企業承擔責任。」

[48] 截至 2007 年底，中國的外商投資企業共有 632,348 家，其中外商獨資企業有 294,831 家，占全體外商投資企業的 46.62%，將近半數，參照商務部外資司統計數據，http://www.fdi.gov.cn/pub/FDI/wztj/lntjsj/wstzsj/2007nzgwztj/t20081110_99069.htm（最後瀏覽日期：2009 年 5 月 28 日）。另關於外商獨資化之討論，詳見本研究第四章第 4.2.1 節。

[49] 按由於新《公司法》業於 2006 年 1 月 1 日施行，為協調新《公司法》與外商投資企業法間之適用，依據 2006 年 4 月 24 日頒布之《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》，至少就新設立之外商獨資企業，《公司法》之規定優先適用於《外資企業法實施細則》。

[50] 《外資企業法》第 3 條規定：「設立外資企業，必須有利於中國國民經濟的發展。國家鼓勵舉辦產品出口或者技術先進的外資企業。國家禁止或者限制設立外資企業的行業由國務院規定。」

即便其理論上得以其他形式設立[51]，外商獨資企業於實務上幾乎均以有限責任公司之型態設立。若外商獨資企業以一人有限責任公司之型態設立者，其最低註冊資本額為人民幣 10 萬元[52]；其餘則依《公司法》第 26 條規定其最低註冊資本額一般為人民幣 3 萬元。不同於中外合資經營企業與中外合作經營企業，《外資企業法實施細則》第 27 條第 2 款明文對外國投資者以工業產權或專有技術作價出資設有上限，亦即其金額不得超過該外商獨資企業註冊資本之 20%[53]。然而，依《公司法》之規定，有限公司之現物出資上限原則上為其註冊資本之 70%[54]。此等規範衝突現得依 2006 年 4 月 24 日發布之《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》獲得解決，亦即就新設立之外商獨資企業，僅外商投資企業法律之規定優於《公司法》，至於外商投資企業行政法規僅於《公司法》未規定時始有適用[55]。因此，上開《外資企業法實施細則》第 27 條第 2 款關於 20%之現物出資上限應不再適用。

按《外資企業法》及相關規定並未針對外商獨資企業之機關設有特別規定，因此投資者向來較有彈性決定應設何等機構以經營該外商投資企業。雖然，依上開《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》，以有限責任公司型態設立之外商投資企業似亦應依《公司

---

[51] 《外資企業法》第 8 條規定：「外資企業符合中國法律關於法人條件的規定的，依法取得中國法人資格。」；《外資企業法實施細則》第 18 條第 1 款規定：「外資企業的組織形式為有限責任公司。經批准也可以為其他責任形式。」

[52] 參考 2006 年 4 月 24 日頒布之《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》第 2 點說明：「以外商獨資的形式依法設立一人有限公司的，其註冊資本最低限額應當符合《公司法》關於一人有限公司的規定；外國自然人設立一人有限公司的，還應當符合《公司法》關於一人有限公司對外投資限制的規定。2006 年 1 月 1 日以前已經依法設立的外商獨資的公司維持不變，但其變更註冊資本和對外投資時應當符合上述規定。」及《公司法》第 59 條第 1 款規定：「一人有限責任公司的註冊資本最低限額為人民幣 10 萬元。股東應當一次足額繳納公司章程規定的出資額。」

[53] 《外資企業法實施細則》第 27 條第 2 款規定：「該工業產權、專有技術的作價應當與國際上通常的作價原則相一致，其作價金額不得超過外資企業註冊資本的 20%。」

[54] 《公司法》第 27 條第 3 款規定：「全體股東的貨幣出資金額不得低於有限責任公司註冊資本的 30%。」

[55] 《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》第 1 條規定：「外商投資的公司的登記管理適用《公司法》和《公司登記管理條例》；有關外商投資企業的法律另有規定的，適用其規定；《公司法》、《公司登記管理條例》、有關外商投資企業的法律沒有規定的，適用有關外商投資企業的行政法規、國務院決定和國家有關外商投資的其他規定。」

法》之規定設立董事會、股東會和監事會，惟實務上似並未強制此等組織架構之設立。

4. 外商投資股份有限公司

按新《公司法》於 2006 年 1 月 1 日生效前，外國投資者得否於中國設立股份有限公司尚有爭論。起因乃原《公司法》第 18 條規定：「外商投資的有限責任公司適用本法，有關中外合資經營企業、中外合作經營企業、外資企業的法律另有規定的，適用其規定。」由於中國之內外資企業適用不同法律體系，外資須受中國利用外資政策及三個外商投資企業法之管制，由不同行政機關分別審查外商投資企業的項目建議、可行性研究、合營合同和章程、是否符合中國利用外資的產業政策等。但因中國並無關於外商投資股份有限公司的法律，因此外資得否依《公司法》之一般規定設立外商投資股份有限公司，而規避上開對外資企業之行政管制，常有爭論[56]。

2006 年 1 月 1 日施行之新《公司法》雖提出外商投資股份有限公司也適用《公司法》，其第 218 條規定：「外商投資的有限責任公司和股份有限公司適用本法；有關外商投資的法律另有規定的，適用其規定。」然而目前中國並無關於外商投資股份有限公司的法律，由此亦可看出中國法律體系間的不協調性[57]。

目前實務上一般依照中國對外貿易經濟合作部(商務部前身)於 1995 年 1 月 10 日發布《關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定》，作為外商投資股份有限公司設立之準據，且實務上已出現外國投資者利用該規定而設立外商投資股份有限公司之具體案例[58]。惟《關於設立

---

[56] Jun Wei and Stephen Curley, *Listing Rights Extended for Foreign Investment Enterprises*, 7 CHINA LAW & PRACTICE 52, 53 (2005).

[57] 李居彩，外商投資企業法與新公司法的衝突與重構，法制與社會，2007 年 3 月，第 115 頁。

[58] 截至 2007 年底，中國的外商投資企業共有 632,348 家，其中中外合資經營企業有 278,289 家，中外合作經營企業有 58,698 家，外商獨資企業有 294,831 家，而外商投資股份有限公司僅有 245 家，占全體外商投資企業不到 0.04%。參照商務部外資司統計數據，

外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定》對外商投資股份有限公司之設立與管理設有諸多限制[59]，外商投資股份有限公司為較不普遍之外商投資企業類型。

2.2.4 外商投資企業法到外資併購法

承前所述，上開外商投資企業相關法律主要適用於外資以綠地投資方式投資中國，其規範內容以外商投資企業之設立及其營運規則為主，不足作為外資於中國進行併購交易之準據，因此仍有制定併購相關法規之實際需要，故下乙節謹就外資併購的立法沿革析述之。

2.3 中國之外資併購立法沿革及發展現況

2.3.1 併購法律架構概說

中國歷經 30 年改革開放以來，各類企業之併購活動於市場經濟體制改革的推動下有長足發展，關於併購立法框架也逐漸有一雛形。依其位階高低，中國涉及併購法律框架主要包括憲法、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層次[60]。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，彼此間有衝突，使外國投資者於併購投資時常有無所適從之感。

此外，中國各級主管部門尚針對外資併購制定許多內容各異之規範性文件，其雖稱不上嚴格意義之法令，而僅屬引導政策之內部檔，但在實務操作上仍有一定參考性。中國目前關於外資併購之相關規定許多即屬於各

---

http://www.fdi.gov.cn/pub/FDI/wztj/lntjsj/wstzsj/2007nzgwztj/t20081110_99069.htm（最後瀏覽日期：2009 年 5 月 28 日）。

[59] 例如《關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定》第 7 條要求：「公司的注册资本应为在登记注册机关登记注册的实收股本总额，公司注册资本的最低限额为人民币 3000 万元」。較《公司法》第 81 條對股份有限公司最低註冊資本額人民幣 500 萬元之要求高出許多。

[60] 依 2000 年 3 月 15 日頒布的《立法法》，中國縱向法律結構體系明確定位為憲法、法律、行政法規、規章與地方性法規等層次，主要依據立法機關位階所界定，參照張春生主編，中華人民共和國立法法釋義，法律出版社，2000 年 8 月版。

主管部門制定的規範性檔，其內容缺乏透明度，亦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[61]。

2.3.2 中國之外資併購立法沿革與實踐

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發動之併購，所適用之法規範與由中國投資者發動之併購不盡相同。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發展情形一併觀察。以下謹就中國外資併購之實務發展及立法沿革析論之：

1. 探索萌芽階段(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試，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實現取得中國境內企業權益之投資方式。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，取得目標企業之實質控制權。

[61] 侯懷霞、鍾瑞棟，企業併購立法研究，中國法學，1999 年第 2 期，第 35 頁。

按外國投資者在新設企業階段，得依據《中外合資經營企業法》、《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方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內地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[62]。

1995 年，日本五十鈴自動車株式會社及依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均未建立之狀態，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，一舉成為該公司之最大股東，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嘗試參股中國國有企業。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，是以仍難以之作為通案標準，惟上開兩併購事件均突顯中國外資併購法制不完善，導致外國投資者控制中國國有資產之問題。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，此對外資併購有重大影響，使外資併購中國上市公司之活動嘎然而止。

此階段之外商投資企業法規主要是針對「綠地投資」而頒布的，外國投資者亦得依該等規定，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

[62] 李磊著，跨國公司在華併購的法律規制研究，中國檢察出版社，2008 年 3 月版，第 39 頁。

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，外國投資者初步有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式複雜、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[63]。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[64]。

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、干預為特徵，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，迫使優勢企業併購虧損企業，因此，被併購方一般為虧損戶。此時企業併購往往由政府相關部門牽線實施，有很大程度上為政府行為，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，

[63] 相關數據參上海聯合產權交易所，市場動態，http://new.suaee.com/suaee/portal/market/market2008.jsp?tid=24c033c0-2987-11d9-a772-25c1c0020381&pid=24c033c0-2987-11d9-a772-25c1c0020381&from=index（最後瀏覽日期：2009 年 3 月 10 日）。

[64] 惟 1999 年 7 月 1 日施行之《證券法》，是在總結 1990 年至 1998 年中國資本市場發展初期實踐活動和監管經驗之基礎上制定。由於制定之初洽逢亞洲金融風暴，國際資本市場發展過熱，市場泡沫過多，而中國國內資本市場亦處於市場秩序整頓階段，因此 1999 年施行之《證券法》乃以控制和降低風險作為基本準則，缺乏推進證券市場發展之基本理念，參史建三、石育斌、易芳著，中國併購法律環境與實務操作，法律出版社，2006 年 2 月版，第 59 頁。

而非以獲取最大投資收益為目的的真正投資行為[65]。

2. 發展階段（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較以往明顯增加。然而，有許多層面仍處於規範層級低落或立法真空階段，因此外國投資者出於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其併購目的。此階段之外資併購發展主要可分為下述三個面向[66]：

(1) 降低市場准入限制

2002 年 4 月 1 日起實施《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（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

[65] 張遠忠著，外資併購國有企業中的法律問題分析，法律出版社，2003 年 11 月，第 32 至 33 頁。

[66] 葉軍、鮑治著，外資併購境內企業的法律分析：2008 年增修版，法律出版社，2008 年 1 月版，第 19 至 21 頁。

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》及配套制定之《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披露為基礎、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。其中《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 股上市公司及非上市公司之國有股及法人股。

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》頒佈施行前，外資除購買上市公司之 B 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，惟民營企業之實力有限，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，十六大明確提出要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，中國始發布《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》[67]，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

[67] 張遠忠著，外資併購國有企業中的法律問題分析，法律出版社，2003 年 11 月版外資併購國有企業中的法律問題分析，第 45 至 46 頁。

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[68]。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[69]，但實際上對股權較為分散之上市公司而言，持有 10%或 20%之股權已可能取得實質控制權。不過合格境外機構投資者（Qualified Foreign Institutional Investor，簡稱「QFII」）一般係以投資獲利為主要訴求，以此作為併購形式與其目的可能不進相符。

(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，試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。

3. 立法框架逐漸完善階段（2003 年迄今）

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、國家工商行政管理總局、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，其為中國利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

[68] 左曉蕾，股權投資基金可能成為下一輪外資購併主力，上海證券報，2006 年 9 月 19 日，A02 版。

[69] 《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》第 20 條第 1 款規定：「合格投資者的境內證券投資，應當遵守下列規定：（一）單個合格投資者對單個上市公司的持股比例，不超過該上市公司股份總數的 10%；（二）所有合格投資者對單個上市公司的持股比例總和，不超過該上市公司股份總數的 20%。」

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，須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。

隨著外資併購境內企業的個案增加，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[70]。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，在該規定基礎上，商務部、國務院國有資產監督管理委員會、國家稅務總局、國家工商行政管理總局、中國證券監督管理委員會、國家外匯管理局六部門於 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[71]。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、

[70] 此外，據報導，還有某外國投資者利用已設立的外商投資企業的部分資本金（人民幣），收購中國境內企業的股權或資產，然後以外匯現匯出資新設立一家與被收購企業經營範圍相同的外商投資企業，並利用被收購企業的資產進一部擴大經營，因此在中國相關管理部門的審批文件中，該外商投資企業的合同、章程及外方出資方式均為「外匯出資」，看不出併購行為，形同規避審查機關之管制，亦稱「隱形併購」。參考田冶，外資「隱形併購」現象應引起重視，金融時報，2006 年 11 月 28 日，第 9 版。

[71] 金伯生，外資併購規定七大看點，瞭望新聞週刊新聞週刊新聞週刊，2006 年 9 月 11 日，第 74 頁。

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起較清楚可循之輪廓。

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[72]，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健全中，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、須具備之條件、戰略投資之方式和程式、相關審批登記程

[72] 《企業國有產權轉讓管理暫行辦法》第 4 條規定：「企業國有產權轉讓應當在依法設立的產權交易機構中公開進行，不受地區、行業、出資或者隸屬關係的限制。國家法律、行政法規另有規定的，從其規定。」

式均進行規定，鼓勵外資戰略投資上市公司[73]。

2.3.3 中國之外資併購法制評述

併購活動往往為相當複雜之交易行為，可能交錯涉及法律、稅務、外匯、競爭法等各種層面問題。然而，中國迄今仍無一套完整專門規範併購活動之法律，併購過程所涉及之問題則散見於《民法通則》、《公司法》、《證券法》、《合同法》及中國國務院各機關所發布之各行政規章及決定中。紊亂之法律體系導致適用法律不明，為併購交易之投資者首當其衝之問題。此問題造成許多外國投資者權宜選擇「耐心等待」，待中國併購環境更有規可循再進入市場，避免盲目投入造成無謂損失；同時，此問題也使外國投資者在中國併購面臨的最大的問題並非尋找併購目標，而是能否獲得有效的政府資訊，避免投資中遇到不可預測的隱性障礙[74]。

其次，面對特定爭議之解決方式，往往亦缺少具拘束力或統一之主管機關及法院實務見解。尤有甚者，實務上不依照法規進行運作之「脫軌」狀況更屢見不鮮，此等問題均增加外國投資者於中國進行併購投資時之成本。

此外，中國目前外資併購法制雖已有一初步架構，惟相關制度尚稱不上健全成熟，隨著實務發展，中國可能逐步頒布新的規定，此對於進行中的併購交易實為一大考驗，常出現進行至一定程度的併購交易應否適用進行中所頒布的法規的問題。例如 2005 年 10 月，凱雷集團和徐工集團簽訂協議，欲以 3.75 億美元價格收購徐工 85%的股權。徐工擁有強大品牌優勢，並且有 20 個左右產品在中國的市場佔有率名列前茅。該併購引起中國輿論巨大反響，導致 2006 年 7 月商務部會同中國多部委及多家相關單位舉行徐工併購聽證會。另一引起爭議的外資併購案為 2006 年 4 月，高盛附屬基金香港羅特斯公司出價 2.52 億美元欲收購中國最大肉製品加工商雙匯集團股

[73] 徐可，併購市場冰火兩重天，財經・金融實務，2007 年 1 月 22 日，第 29 頁。

[74] 姜雷著，外資：順政策的藤摸併購的瓜，國際商報，2007 年 12 月 22 日，第 A1 版。

權，雙匯集團在中國市場佔有率高達 35%[75]。徐工案和雙匯案尚未完成併購時，中國即於 2006 年 9 月 8 日頒佈施行《關於外國投資者併購境內企業的規定》，則該兩併購案應否有此新規定之適用，特別是第 12 條關於併購重點行業或中華老字號境內企業需受商務部審批之規定，不無疑義[76]，若需按照新規定辦理相關手續，顯然增加併購交易的時間成本。此一法規範不健全導致的適用不確定性，為外國投資者於中國進行併購投資時應注意的一大風險。

2.3.4 外資在中國併購的新趨勢

隨著外資併購法制較為完善，使外資在中國併購活動日益頻繁，目前外資併購在中國呈現出以下趨勢[77]：

(1) 跨國公司的全球發展策略將導致跨國公司在中國市場的相互競爭日益激烈。西方國家逐鹿中國市場，既是中國擴大和加深對外開放必然的結果，也是跨國公司、企業自身發展的必然趨勢。中國是世界上最大的潛在市場，跨國公司在中國投資的主要目的是為了開拓和占領較多中國市場佔有率，這就不可避免地形成相互之尖的激烈競爭。而迅速占領市場、享有市場佔有率、贏得競爭主動權最快捷方式就是通過併購。

(2) 中國加入 WTO 和承諾的逐年兌現將成為跨國公司以併購方式入駐中國的絕佳契機。伴隨著中國經濟的國際進程，尤其是中國加入 WTO 和對外開放程度的進一步擴大，中國將在投資政策、市場准入、國民待遇等問題上邁出更為開放的步伐，企業不得不以空前密切的關係融入到全球性的經濟活動中，在更大範圍和更深程度上加入國際競爭和合作。中國企業必須以全球視野來思考自身的戰略和發展問題，由此也為跨國公司以併購方式進入中國市場提供了契機。

---

[75] 陳為，「過濾」外資併購，證券市場週刊，2006 年 8 月 19 日，第 10 至 11 頁。

[76] 何華峰，「凱雷徐工」標本，財經・金融實務，2006 年 11 月 27 日，第 27 頁。

[77] 全球併購研究中心編，中國併購報告（2008），人民郵電出版社，2008 年 7 月版，第 153 至 154 頁。

(3) 從跨國併購的產業領域來看，服務行業為跨國併購的熱門行業，尤其是在金融、物流及專業服務等中國發展相對較落後的領域，外資併購的市場空間很大，競爭也非常激烈。

(4) 在國有企業改革方面，隨著中國中央國有企業改革的深入，此一領域的跨國併購出現新的趨勢。中國國資委曾提出，至 2010 年，中央國有企業要進一步整合，縮減到 80 至 100 家，如此一來會涉及更多引入外資的戰略投資者。同時，一部分經營狀況不佳的國有企業，也會透過引入跨國併購實現資產重組。如今，中央國有企業的子公司在股權安排上已經有很多引入外資的情形，但在母公司層面的股份改造實際上還相對滯後，這也為外資併購提供了一定空間。

(5) 在區域經濟發展方面，中西部和東北老工業基地等地區成為跨國併購新的重點區域。「十一五」時期，中國將更注重區域的協調發展，尤其是進一步加大西部大開發、東部老工業基地的振興，以及中部崛起的政策支持，加大此等地區的對外開放力度，因此此等地區將成為外資併購新的關注地。

第三章、外資併購之當事人法律分析

3.1 併購方—外資

3.1.1 外資之定義

1. 併購法制下的外資認定標準

中國對於外資的內涵，可能隨不同法律目的而有不同理解。中國利用外資實務中，原則上係按照投資者之「註冊地」來確認投資者之身分及投資性質，即註冊地位於中國境外之投資者即屬於外國投資者[1]。例如《中外合資經營企業法》第 1 條規定：「中華人民共和國為了擴大國際經濟合作和技術交流，允許外國公司、企業和其他經濟組織或個人（以下簡稱外國合營者），按照平等互利的原則，經中國政府批准，在中華人民共和國境內，同中國的公司、企業或其他經濟組織（以下簡稱中國合營者）共同舉辦合營企業。」[2]

以註冊地標準認定外資身分的好處是簡單、易於操作，但有其侷限，蓋外國投資者可能利用其控制的外商投資企業的中國籍身份間接併購境內企業，而出現規避中國產業政策、國家安全審查等行政管制；反之，中國境內投資者亦可能透過其控制的境外公司特殊身份，透過返程投資進行併購，套取中國對外商投資企業的優惠待遇[3]。為避免註冊地標準流於僵化，2003 年 4 月 12 日施行之《外國投資者併購境內企業暫行規定》及 2006 年 9 月 8 日施行之《關於外國投資者併購境內企業的規定》兼採「資本控制標準」，將併購法規範之觸角水準擴張至外國投資者得於併購過程實現其對境內企業控制之情況，即外國投資者透過其於中國境內設立之投資性

---

[1] 陳戈、梁湘毅著，企業併購法律風險及防範，中國法制出版社，2007 年 7 月版，第 102 頁。

[2] 《中外合作經營企業法》第 1 條、《外資企業法》第 1 條、《關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定》第 1 條亦有類似規定。此外，《公司法》第 192 條對外國公司之認定亦採註冊地主義，而規定：「本法所稱外國公司是指依照外國法律在中國境外設立的公司。」

[3] 葉軍、鮑治著，外資併購境內企業的法律分析：2008 年增修版，法律出版社，2008 年 1 月版，第 316 至 317 頁。

公司進行之併購，亦有外資併購相關規定之適用。

按《外國投資者併購境內企業暫行規定》第 24 條第 1 款規定：「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。」2006 年 9 月 8 日施行之《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 55 條第 1 款亦有相同規定。此等規定之特殊性在於，外國投資者於中國境內設立投資性公司須依 2004 年 12 月 16 日施行之《關於外商投資舉辦投資性公司的規定》辦理，該投資性公司之性質為外商投資企業[4]，屬於中國法人之一種；然而，該投資性公司於中國境內所進行之投資仍被視為外國投資者所為之投資，且由其所投資設立之企業屬於外商投資企業[5]。不過，《關於外國投資者併購境內企業的規定》對於外國投資者透過其控制的外商投資企業直接或間接併購境內企業的問題，仍無具體規範。

綜上，中國併購法制下之外資內涵，原則上認定標準為「註冊地」及「資本控制」標準，故除註冊地位於境外之外國投資者外，亦包括境外投資者於中國境內設立之投資性公司。須注意的是，除我國投資者視為外國投資者而適用中國外資併購相關規定外，依《外國投資者併購境內企業暫行規定》第 25 條及《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 60 條規定，中國亦特別將香港、澳門之投資者所為之併購納入該規定之規範設程範圍，故於中國外資併購法制下，香港、澳門之投資者亦屬於外國投資者。

2. 稅法下的外資認定標準

此外，中國現行稅法下認定外資之標準有所不同。在 2008 年 1 月 1 日新《企業所得稅法》實施後，除「註冊地」標準外，尚以「實際管理機構地」標準認定居民企業及非居民企業[6]，其將跨境併購交易的稅務問題

[4] 《關於外商投資舉辦投資性公司的規定》第 2 條規定：「本規定中投資性公司系指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公司。公司形式為有限責任公司。」

[5] 例如《關於外商投資舉辦投資性公司的規定》第 19 條規定：「投資性公司投資設立企業，按外商投資企業的審批許可權及審批程序另行報批。」

[6] 參本研究第六章第 6.5 節之分析。

以居民企業或非居民企業發動設有特別規定[7]。

3.1.2 特殊目的公司

1. 外國投資者於境外設立特殊目的公司作為併購方

按外國投資者本身直接併購交易之買方者，於中國併購制度下將成為併購後之外商投資企業股東，其後該外國投資者若欲對中國撤出投資或進行其他企業重組行為，將受到外商投資企業股權轉讓或合併之相關限制，例如取得全體其他股東之同意及經中國行政機關之審批等。為了使併購及投資策略能更靈活運用，外國投資者往往於中國境外設立控股公司，以之作為併購交易之買方[8]。由於該控股公司乃作為控股之工具而非以企業營運為目的，因此其又稱為特殊目的公司（special purpose vehicles）。設立地點常選於避稅天堂例如英屬維京群島、開曼等，或於設立成本低、與中國內地距離近、管理便利之香港。

在外國投資者透過境外設立之特殊目的公司間接於中國進行併購之情況下，若外國投資者欲撤出於中國進行之投資時，其僅須於境外出售其對該特殊目的公司之股權，即得間接處分其所控制之併購後外商投資企業股權，該境外出售股權行為不適用中國法律，因此亦無前開經外商投資企業全體其他股東同意或經行政機關審批等問題存在[9]。外國投資者於設計投資架構時宜將此特殊目的公司之優勢考量在內。

---

[7] 參考《關於企業重組業務企業所得稅處理若干問題的通知》第 7 條規定：「企业发生涉及中国境内与境外之间（包括港澳台地区）的股权和资产收购交易，除应符合本通知第五条规定的条件外，还应同时符合下列条件，才可选择适用特殊性税务处理规定：（一）非居民企业向其 100%直接控股的另一非居民企业转让其拥有的居民企业股权，没有因此造成以后该项股权转让所得预提税负担变化，且转让方非居民企业向主管税务机关书面承诺在 3 年（含 3 年）内不转让其拥有受让方非居民企业的股权；（二）非居民企业向与其具有 100%直接控股关系的居民企业转让其拥有的另一居民企业股权；（三）居民企业以其拥有的资产或股权向其 100%直接控股的非居民企业进行投资；（四）财政部、国家税务总局核准的其他情形。」

[8] See Lutz-Christian Wolff, *Offshore Structures and China's WTO Membership*, in DAVID SMITH AND ZHU GUOBIN, China and the WTO – Going West, Sweet and Maxwell Asia 153-160 (2002).

[9] 但透過境外特殊目的公司間接於中國進行併購時，該特殊目的公司的母公司仍須納入反壟斷審查的考量主體，詳參本研究第五章第 5.2 節之分析。

2. 中國投資者對特殊目的公司之利用

(1) 返程投資

特殊目的公司對於中國境內投資者（包括法人或自然人）而言亦不陌生，特別在 1999 年轟動一時之「廣東國際信託投資公司破產事件」發生後，中國境內投資者普遍認知利用境外特殊目的公司對中國進行投資之優勢[10]。例如，中國境內投資者得以境外特殊目的公司名義於中國境內設立外商投資企業，並享受外商投資企業待遇[11]。

於 2005 年，中國當局對於中國投資者上開將內資企業「外資化」之返程投資行為有所回應並施加嚴格監管。中國國家外匯管理局分別於 2005 年 1 月及 4 月頒布《關於完善外資併購外匯管理有關問題的通知》（匯發〔2005〕11 號）、《關於境內居民個人境外投資登記和外資併購外匯登記有關問題的通知》（匯發〔2005〕29 號），該等規定要求所有居民企業之境外投資均須取得外匯管理局之核准，且任何中國投資者對以股權收購或資產收購方式設立之外商投資企業所持有之股權，均須向外匯管理局揭露。

上開匯發〔2005〕11 號、匯發〔2005〕29 號之嚴格監管導致許多創業投資（venture capital）計畫及海外上市均顯著停滯[12]。為使投資活動再次活絡，中國國家外匯管理局於 2005 年 10 月頒布較寬鬆之《關於境內居民通過境外特殊目的公司融資及返程投資外匯管理有關問題的通知》（匯發〔2005〕75 號）並於 2005 年 11 月 1 日實施，取代前開匯發〔2005〕11 號、匯發〔2005〕29 號之規定。該匯發〔2005〕75 號簡化境內居民於

---

[10] Jean Wang, *GITIC in the Limelight*, 12 CHINA LAW & PRACTICE 44, 44-46 (2000).

[11] 應注意該等由中國投資者實質控制而設立之外商投資企業，於 2006 年 9 月 8 日《關於外國投資者併購境內企業的規定》施行後，不得再享受外商投資企業待遇，參該規定第 9 條第 3 項本文規定：「境內公司、企業或自然人以其在境外合法設立或控制的公司名義併購與其有關聯關係的境內公司，所設立的外商投資企業不享受外商投資企業待遇，但該境外公司認購境內公司增資，或者該境外公司向併購後所設企業增資，增資額占所設企業註冊資本比例達到 25%以上的除外。」

[12] Neal Stender and Yan Zeng, *It's SAFE again for China Venture Capital Round-trip & Red-chip Listings*, 11 CHINA LAW & PRACTICE 15, 15-18 (2005).

境外設立特殊目的公司進行融資之登記程式，主要涉及「設殼」與「注資」兩部份，包括「境外投資外匯登記程式」[13]及「境外投資外匯登記變更手續」[14]。為了貫徹中國「走出去」發展戰略[15]，中國國家外匯局更於 2006 年 7 月 1 日實施《關於調整部分境外投資外匯管理政策的通知》，逐步放寬中國對境外投資之外匯管理。

然而，中國當局仍然不願見中國投資者規避關於返程投資之規定，因此於 2006 年 9 月 8 日施行之《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 9 條第 3 項本文特別規定：「境內公司、企業或自然人以其在境外合法設立或控制的公司名義併購與其有關聯關係的境內公司，所設立的外商投資企業不享受外商投資企業待遇，但該境外公司認購境內公司增資，或者該境外公司向併購後所設企業增資，增資額占所設企業註冊資本比例達到 25%以上的除外。」且第 11 條亦規定：「境內公司、企業或自然人以其在境外合法設立或控制的公司名義併購與其有關聯關係的境內的公司，應報商務部審批。當事人不得以外商投資企業境內投資或其他方式規避前述要求。」此即為反規避條款，為舊《外國投資者併購境內企業的暫行規定》所無[16]。

由此可知，由中國投資者所控制之境外特殊目的公司，其於中國境內所為之併購與一般外國投資者所發動之併購無法等同視之，於此脈絡下，該等特殊目的公司與中國外資併購法制下之「外資」仍有所區別。

(2) 紅籌上市

中國投資者於境外設立之特殊目的公司所涉及之另一問題為「紅籌（Red Chip）上市」。所謂「紅籌[17]上市」一般指境內企業實際控制人以

---

[13] 《關於境內居民通過境外特殊目的公司融資及返程投資外匯管理有關問題的通知》第 2 條。

[14] 《關於境內居民通過境外特殊目的公司融資及返程投資外匯管理有關問題的通知》第 3 條。

[15] 胡峰著，跨國併購政策協調：歐盟經驗、嬗變趨勢與中國的選擇，上海交通大學出版社，2007 年 1 月版，第 165 至 167 頁。

[16] 王曉欣，疏堵結合：外資併購新規打造透明平台，金融時報，2006 年 8 月 16 日，第 A2 版。

[17] 按紅籌概念源自於香港證券市場並沿用至今。1980 年代中期，香港證券市場出現由中國內地資金控制

個人名義在特別是避稅天堂設立特殊目的公司，再以境內股權或資產對該特殊目的公司增資擴股並收購境內企業資產，並以該特殊目的公司之名義達到境外間接上市之目的[18]。

按中國對於境外直接上市有嚴格規範，有高度門檻且須經過繁複之審批程式，為規避該等管制且為求操作靈活，中國境內企業，特別是規模較小之中小企業，多循境外間接上市之方式達到於海外融資之目的。

承上關於返程投資乙節所述，根據 2005 年 11 月 1 日實施之《關於境內居民通過境外特殊目的公司融資及返程投資外匯管理有關問題的通知》，中國投資者利用特殊目的公司進行紅籌上市時，僅須依該通知向外匯管理部門申請辦理境外投資外匯登記手續，並將擁有之境內企業資產或股權注入特殊目的公司，或在向特殊目的公司注入資產或股權後進行境外股權融資，就其持有特殊目的公司之淨資產權益及其變動狀況辦理境外投資外匯登記變更手續即可。

然而，2006 年 9 月 8 日施行之《關於外國投資者併購境內企業的規定》對上開為進行紅籌上市而於境外設立之特殊目的公司，新設專門章節規範之[19]。根據《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 42 條規定，中國投資者為於境外上市所於境外設立之特殊目的公司，須經商務部核

之香港公司，有些投資者將其稱為「中資公司」。至 1990 年代，該中資公司於香港證券市場之影響力逐漸增大，因此有些投資者開始稱其為「中資概念股」，以和傳統之「華資概念股」及「英資概念股」作區別。惟由於原來市場上常有人將與中國內地業務往來密切之香港上市公司劃分為「中國概念股」，為便於區分，因此於 1990 年代初期「紅籌股」一詞被發明。採用「紅籌」之原因一來係因為中國之國旗顏色為紅色，二來係因為代表其表現良好，但是規模、實力略遜於市場上原有之藍籌股，因此稱之為紅籌以和藍籌相區別。參外資併購境內企業的法律分析，第 366 頁。

[18] 李志強著，跨國併購法律實務，上海遠東出版社，2007 年 1 月版，第 83 頁。

[19] 參照《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 4 章第 3 節下第 39 條規定：「特殊目的公司係指中國境內公司或自然人為實現以其實際擁有的境內公司權益在境外上市而直接或間接控制的境外公司。特殊目的公司為實現在境外上市，其股東以其所持公司股權，或者特殊目的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的股份的，適用本節規定。當事人以持有特殊目的公司權益的境外公司作為境外上市主體的，該境外公司應符合本節對於特殊目的公司的相關要求。」依該條第 3 款規定，若上市之主體為該特殊目的公司之境外母公司，該母公司亦須符合第 4 章第 3 節關於特殊目的要求之規定。

准，於取得境外投資批准證書後，始得辦理外匯登記手續。

再者，該等特殊目的公司股權收購中國境內公司者，須經商務部批准，批准申報檔較一般外資以股權作為支付手段時所須檔更加繁雜[20]。商務部於收受申報檔並初審同意後，將出具原則批覆函，被併購之境內公司於收受該原則批覆函後應向國務院證券監督管理機關報送申請上市文件，並由該機關於 20 日內決定核准與否。獲得核准後，該境內公司應向商務部申請批准證書，其上加註「境外特殊目的公司持股，自營業執照頒發之日起 1 年內有效」。[21]於取得該批准證書 30 日內，該境內公司應向登記管理機關、外匯管理機關辦理變更登記，由該等機關分別發給加註「自頒發之日起 14 個月內有效」字樣之外商投資企業營業執照及外匯登記證[22]。

此外，被併購之境內公司應於特殊目的公司（或與特殊目的公司有關聯關係之境外公司）完成境外上市之日起 30 日內，向商務部報告境外上市情況融資收入調回計畫，並申請換發無加註之外商投資企業批准證書，否則其原加註之外商投資企業批准證書將自動失效，該被併購之境內公司股權結構將回復至股權收購前的狀態[23]。

---

[20] 《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 44 條第 1 款規定：「特殊目的公司以股權收購境內公司的，境內公司除向商務部報送本規定第 32 條所要求的文件外，另須報送以下文件： (一)設立特殊目的公司時的境外投資開辦企業批准文件和證書； (二)特殊目的公司境外投資外匯登記表； (三)特殊目的公司最終控制人的身份證明文件或開業證明、章程； (四)特殊目的公司境外上市商業計劃書； (五)併購顧問就特殊目的公司未來境外上市的股票發行價格所作的評估報告。」

[21] 《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 45 條規定：「商務部對本規定第四十四條所規定的文件初審同意的，出具原則批復函，境內公司憑該批復函向國務院證券監督管理機構報送申請上市的文件。國務院證券監督管理機構於 20 個工作日內決定是否核準。境內公司獲得核準後，向商務部申領批准證書。商務部向其頒發加注“境外特殊目的公司持股，自營業執照頒發之日起 1 年內有效”字樣的批准證書。併購導致特殊目的公司股權等事項變更的，持有特殊目的公司股權的境內公司或自然人，憑加注的外商投資企業批准證書，向商務部就特殊目的公司相關事項辦理境外投資開辦企業變更核準手續，並向所在地外匯管理機關申請辦理境外投資外匯登記變更。」

[22] 《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 46 條第 1 款規定：「境內公司應自收到加注的批准證書之日起 30 日內，向登記管理機關、外匯管理機關辦理變更登記，由登記管理機關、外匯管理機關分別向其頒發加注“自頒發之日起 14 個月內有效”字樣的外商投資企業營業執照和外匯登記證。」

[23] 《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 47 條規定：「境內公司應自特殊目的公司或與特殊目的公

按商務部審批實質上是控制紅籌上市之關鍵，對於本想借外匯管理局《關於境內居民通過境外特殊目的公司融資及返程投資外匯管理有關問題的通知》之便而至境外上市之中小企業無疑形成一大阻礙，再加上複雜之審批程式及批准證書之「1 年內有效」期限，更對紅籌上市模式雪上加霜[24]。

(3) 中國境內企業利用特殊目的公司時之稅務問題

中國 2008 年 1 月 1 日起實施新《企業所得稅法》，於新法下，係以「註冊地」及「實際管理機構地」雙重標準[25]認定居民企業與非居民企業，以資適用不同課稅標準。此一變革對於中國企業以紅籌方式間接海外上市將產生巨大影響。蓋依新《企業所得稅法》，為進行返程投資或達間接海外上市目的而設立之特殊目的公司，其註冊地雖非位於中國境內，惟只要其實際管理機構被認定在中國境內，該等特殊目的公司仍將被認定為居民企業，仍負有在中國納稅的義務。因此，中國境內企業在所謂避稅天堂註冊特殊目的公司作為收購方時，一旦該特殊目的公司依「實際管理機構地」標準而被認為是中國居民企業時，其將不再享有獨立於中國稅法管轄之利益[26]。

3.2 被併購方—目標企業

目標企業為併購方欲透過股權收購、資產收購或合併等併購方式而取得其控制權的企業。出於防止國有資產流失的考量，中國外資併購之法律

司有關聯關係的境外公司完成境外上市之日起 30 日內，向商務部報告境外上市情況和融資收入調回計劃，並申請換發無加注的外商投資企業批准證書。同時，境內公司應自完成境外上市之日起 30 日內，向國務院證券監督管理機構報告境外上市情況並提供相關的備案文件。境內公司還應向外匯管理機關報送融資收入調回計劃，由外匯管理機關監督實施。境內公司取得無加注的批准證書後，應在 30 日內向登記管理機關、外匯管理機關申請換發無加注的外商投資企業營業執照、外匯登記證。如果境內公司在前述期限內未向商務部報告，境內公司加注的批准證書自動失效，境內公司股權結構恢復到股權收購之前的狀態，並應按本規定第 36 條辦理變更登記手續。」

[24] 吳偉央、賀亮、邰智源著，跨國公司併購法律實務，法律出版社，2007 年 6 月版，第 83 頁。

[25] 詳見第六章第 6.5 節之分析。

[26] 嚴錫忠，新企業所得稅法對併購交易的影響分析，收錄於史建三主編，中國併購法報告（2008 年卷），法律出版社，2008 年 7 月版，第 152 頁。

制度有很大一部分為規制外資併購國有企業，重心在於國有企業、國有股或國有資產等，而對不涉及國家財產利益之外資併購行為，除與上市公司或銀行、保險、證券等金融業等特殊行業類別之併購外，中國之法律一般僅將外資所為之併購視為普通之外商投資行為，而從外商投資審批、行業准入等方面實施控制[27]。從此角度而言，中國外資併購法律制度之特殊性之一在於，涉及不同種類企業之併購行由不同法律體系加以規制，隨著不同種類的目標企業，須適用不同法律規範，且有不同主管機關[28]。衍生之問題則為法規範體系龐雜，不同法規範間或有衝突，導致投資者無所適從。

以下爰針對目標企業為國有企業、上市公司、金融業等情形，析述其特別應適用之法律體系架構及相關問題。

3.2.1 國有企業

1. 外資併購中國國有企業的法制環境概述

中國自 1998 年發布《關於國有企業利用外商投資進行資產重組的暫行規定》，即逐步放寬引進外資參與國有企業改革此一棘手問題。由於中國少數大型國有企業仰賴政府扶持而具有優勢競爭地位，並佔有中國許多重要產業領域及管銷管道，因此外資對於參與中國國有企業中的龍頭企業改制有高度興趣，另一方面，由於國有企業通過引入外資得轉化為外商投資企業，得享有外商投資企業的種種優惠待遇，因此國有企業本身亦有吸引外資之進行改制的動因[29]。然而，以國有企業為併購對象時，應適用何法律規範目前尚無一清晰規則可循。

---

[27] 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，第 56 頁。

[28] 參考商務部、財政部、國務院國有資產監督管理委員會、中國證券監督管理委員會 2003 年 8 月 5 日發布之[2003]年第 25 號公告：「根據國務院關於有關部門新的職能分工的規定，向外商轉讓上市公司國有股和法人股，按照中國證監會、財政部、原國家經貿委於 2002 年 11 月 1 日發佈的《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》（證監發[2002]83 號，見附件）辦理。其中，涉及利用外資的事項由商務部負責；涉及非金融類企業所持上市公司國有股轉讓事項由國務院國有資產監督管理委員會負責，涉及金融類企業所持上市公司國有股轉讓事項由財政部負責。」

[29] 張繼紅，外資改組國有企業若干法律問題探究，特區經濟，2006 年 3 月，第 292 頁。

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》，適用於利用外資將國有企業、含國有股權的公司制企業（上市公司和金融業除外）改制或設立為公司制外商投資企業的行為[30]。雖然其主要目的為「引導利用外資改組國有企業的行為」[31]，但其規範的五種利用外資改組國有企業行為中，部份實際上已為一般意義下的併購交易，包括股權收購情形：「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」（第 3 條第 2 款）、「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」（第 3 條第 5 款），以及資產收購情形：「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」（第 3 條第 4 款）。

其次，2004 年 2 月 1 日施行的《企業國有產權轉讓管理暫行辦法》將國有產權定義為「國家對企業以各種形式投入形成的權益、國有及國有控股企業各種投資所形成的應享有的權益，以及依法認定為國家所有的其他權益」[32]。依該定義，國有產權似包括非公司形式國有企業之股權、國有股份、國有企業資產及含國有股份公司之資產等。如此一來，該辦法與上開《利用外資改組國有企業暫行規定》似有重疊之處，何者及於何程度內有優先效力，尚不明確。

此外，2004 年 1 月 21 日實施的《關於上市公司國有股向外國投資者及外商投資企業轉讓申報程式有關問題的通知》，為《關於外國投資者併購境內企業的規定》及《企業國有產權轉讓管理暫行辦法》的補充規定。

---

[30] 《利用外資改組國有企業暫行規定》第 2 條規定：「本規定適用于利用外資將國有企業、含國有股權的公司制企業（金融企業和上市公司除外）改制或設立為公司制外商投資企業的行為。」

[31] 《利用外資改組國有企業暫行規定》第 1 條規定：「為引導和規範利用外資改組國有企業的行為，促進國有經濟的戰略性改組，加快國有企業建立現代企業制度的步伐，維護社會穩定，根據《中華人民共和國公司法》、《中華人民共和國合同法》和國家有關外商投資及國有資產管理的法律法規規定，制定本規定。」

[32] 《企業國有產權轉讓管理暫行辦法》第 2 條第 3 款規定。

關於國有金融業，則另有特別規定。

就主管機關部份而言，按 2003 年中國在加入世界貿易組織的背景下進行國務院機構改革[33]，原先管理國有產權的國家經濟貿易委員會被撤除，其職能分由國務院國有資產監督管理委員會、國家發展和改革委員會及商務部負責。然而，並非所有涉及監管機關之法令均進行相應修正，導致各法令之主管機關為何滋生疑問。實際上關於國有產權之監管，則是由國務院國有資產監督管理委員會統籌負責。應注意者為，當目標企業為國有企業時，適用相關法令時須特別注意主管機關究竟為何者，若有不同主管機關，則因各該主管機關之監管權限可能未經協調，因此最好能同時進行。

2. 外資併購中國國有企業的相關法律風險及防範

由前一小節可知，中國各行政單位基於不同監管目的，已針對國有企業發布不同法令，但在沒有一套統一的法律制度情況下，各規範之間重疊、衝突的情況所在多有。關於國有企業的特別規範與其他一般中國已實施的併購相關法令間如何適用，對實務操作造成相當大的問題。例如，由於國有企業的監管機關龐雜，於併購國有企業時，確定各階段審批機關為何及相應登記程式，對併購當事人而言實為一大難題。

除主管機關及適用法律不明的問題外，目標企業為國有企業時主要還有來自政府與體制的風險。申言之，併購國有企業時是一場與中國政府角力的過程，中國政府干預程度高低及其態度對於併購成功與否有決定性影響。即便併購順利完成，仍可能受到來自地方行政機關的經營阻礙，例如其將透過工商、稅收、環保、土地團體等向併購後企業收取各種費用[34]，此將深刻影響併購計畫之獲利多寡。

---

[33] 參中國政府網，中國簡況--2003 年國務院機構改革，2009 年 1 月 16 日，http://big5.gov.cn/gate/big5/www.gov.cn/test/2009-01/16/content_1207006.htm（最後瀏覽日期：2009 年 4 月 15 日）

[34] 張遠忠著，外資併購國有企業中的法律問題分析，法律出版社，2003 年 11 月版，第 199 頁。

又外國投資者可能看中大中型國有企業的特殊權利，包括土地使用權、特許使用權、特殊行政許可經營權等，而將其列為併購目標。但該等特殊權利多係因歷史因素沿襲下來,使國有企業得無償使用該等原屬於國家的財產權利，其權利取得的法律依據大多較為模糊，或是透過特別批准。於外資併購該等國有企業後，通常無法繼續享有該等特殊權利[35]，外國投資者應予注意。

針對參與國有企業改制的風險而言，世界銀行資助由國務院發展研究中心企業研究所執行的《國有企業改制重組調查研究報告》亦指出一般包括：解除職工勞動合同的經濟補償金、償還職工債務與拖欠的福利費以及職工的社會保險費用等。除了前開可貨幣化的支出，尚包括承諾不解僱職工、不搬遷廠址、不改變企業主業等各種難以量化的成本[36]。此等成本很大程度上亦增加外國投資者的投資風險。

3.2.2 上市公司

1. 外資併購中國上市公司的法制環境概述

中國絕大多數上市公司是由傳統計畫經濟體制下的國有大中型企業經過公司化改制而成的，因此中國目前上市公司大約 70%股權屬於國有股[37]。中國經濟改革之主要目的之一為革新經濟效率不佳之國有企業，1994 年《公司法》之修法，提供國有企業經濟體制改組之管道。《公司法》下之公司組織型式包括有限責任公司及股份有限公司，包括外商投資企業在內，中國大部分之公司組織均為有限責任公司，股份有限公司之設立門檻相當高，但較有利取得融資管道。只有股份有限公司始得於中國之

[35] 例如依《國有企業改革中劃撥土地使用權管理暫行規定》，原則上中國國家政策上不允許外國投資者直接購買國有企業土地使用權。參葉軍、鮑治著，外資併購境內企業的法律分析：2008 年增修版，法律出版社，2008 年 1 月版，第 53 頁。

[36] 魏剛，國企改制中的投資縫隙，中國投資，2006 年 8 月，第 53 頁。

[37] 史建三、石育斌、易芳著，中國併購法律環境與實務操作，法律出版社，2006 年 2 月版，第 97 頁。

上海、深圳兩證券交易所上市[38]。

中國於 1980 年代開始試行發展證券市場，首家證券交易所分別於 1990 年於上海、深圳成立。關於上市公司設立、營運以及股份、資產轉讓之法律制度均不斷在變革更新當中，稱得上是中國更新幅度最緊密、頻繁之法律領域之一。整體而言，目標企業為上市公司時，適用之法律體系係以《民法通則》、《合同法》為最基本規範，《證券法》為重要核心，並以《公司法》相關內容及其他行政法規、部門規章及規範性檔作為補充，其中《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資訊披露管理辦法》，初步完善中國上市公司收購之法律框架。

2006 年 1 月 1 日施行之新《證券法》第 4 章專門就上市公司收購問題做出規定，其中第 85 條規定[39]，投資者得採取要約收購、協議收購及其他合法方式收購上市公司，其第 4 章並規定收購的具體程式、資訊披露、全面要約的啟動時點等問題，係對內對外統一適用的上市公司收購基本法律根據。根據中國《證券法》實施後之實施情況，收購上市公司之方式並不侷限於協議收購及要約收購二種方式。例如，尚包括透過公開市場買賣、國有股行政劃撥、收購上市公司控股股東而間接收購上市公司、定向增發、遺產或贈與等。為有效規範協議收購及要約收購之外的上市公司收購方式，並且進一步促進上市公司收購方式之制度創新，中國新《證券法》明確賦予「其他方式收購上市公司」之法律地位。

此外，中國證監會頒布而於 2006 年 9 月 1 日修正實施的《上市公司收購管理辦法》，對於協議收購和要約收購做出更細緻且更詳盡之規定，同時將間接收購專設一章，將收購人雖不是上市公司股東，但透過投資關係、協議、其他安排導致其擁有權益之股份達到或者超過一家上市公司已發行股份的一定比例；或投資者雖不是上市公司股東，但透過投資關係取

[38] 參照 2008 年 10 月 1 日最新修正施行之《上海證券交易所股票上市規則》，以及 2008 年 10 月 1 日最新修正施行之《深圳證券交易所股票上市規則》。

[39] 2006 年 1 月 1 日施行之《證券法》第 85 條規定：「投資者可以採取要約收購、協定收購及其他合法方式收購上市公司。」

得對上市公司股東之控制權，而受其支配的上市公司股東所持股份達到前條規定比例，且對該股東的資產和利潤構成重大影響等情形，均納入法規規制範疇[40]。

其他重要之法律規範包括 2002 年 11 月 1 日施行之《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》及 2006 年 1 月 30 日施行之《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》[41]。外國投資者以自己名義併購上市公司時，若目標公司為未完成股權分置改革的上市公司，外國投資者擬取得該公司非流通股者，主要適用前者規定；若目標公司已完成股權分置改革，外國投資者擬取得該公司流通股者，則主要適用後者規定。由於非流通國有股的價格遠低於流通股的價格，且收購過程中可以得到要約豁免，從而降低收購成本，縮短收購時間，因此《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》的發布，實為外資收購非流通股提供明確的政策指導和支持[42]。

值得一提者為，中國目前兩家證券交易所，即上海、深圳證券交易所發布之市場自律性檔，亦構成中國上市公司併購規範之重要部份。依《證券法》規定，上海、深圳交易所作為提供證券集中競價交易場所之法人組織和自律監管機構，在經中國證券監督管理委員會批准後，得制定證券行業自律管理規則。例如，上海、深圳兩家證券交易所於 1998 年公佈並於 2001 年修訂之《上海證券交易所股票上市規則》及《深圳證券交易所股票上市規則》，均對收購和出售資產做出相關規定，對上市公司收購、出售企業所有者權益、實物資產或其他財產權利行為有較詳盡之規定。此外，2005 年 1 月 1 日起實施之《上市公司非流通股股份轉讓業務辦理規則》，明確規定上市公司非流通股股份轉讓應在證券交易所進行，由上海、深圳證券交易所及中國證券登記結算公司集中統一辦理，嚴禁進行場外非

---

[40] 陳忠謙著，上市公司收購，法律出版社，2007 年 3 月版，第 52 頁至 72 頁。

[41] 關於該管理辦法對外資併購中國上市公司的影響，See Jean-Marc Deschandol and Charles Desmeules, *New Possibilities for Foreign Investors to Acquire a Stake in PRC Listed Companies*, 3 CHINA LEGAL WATCH 6, 7 (2006).

[42] 陳遠娟、許小青，外資併購國企新趨勢爭議，企業經濟，2006 年第 11 期，第 33 頁。

法股票交易活動。

2. 外資併購中國上市公司與股權分置改革

多年以來，股權分置一直是制約中國資本市場發展的制定性障礙，為中國資本市場的歷史遺留問題。所謂「股權分置」，是指上市公司股東所持向社會公開發行的股份在證券交易所上市交易，稱為流通股；公開發行前股份暫不上市交易，稱為非流通股。這種同一上市公司股份分為流通股和非流通股的股權分置狀況，為中國證券市場獨有，蓋中國上市公司主要是在國有企業改革下的歷史背景產生，中國為對國有企業維持其主導地位，因此在國有企業改制為股份有限公司過程中，將國家股、國有法人股創設為不具流通性的控制性股權，使國家保有對上市公司之高度掌控權[43]。

在股權分置制度下，大股東和中小股東的利益完全分割，上市公司大股東和管理層不關心股價的漲跌，很少派發現金紅利，甚至常常發生嚴重侵害中小股東利益的情事。在股權分置的制度下，資本市場資源配置的功能幾近喪失，嚴重阻礙中國資本市場發展及中國經濟改革的深化。

股權分置改革同時關係中國國有資產管理體制的根本性變革。股權分置阻礙國有資產產權通過股市交易轉讓，影響國有企業改革和現代企業制度的建立。從某種程度上說，股權分置改革其實是一場國有資產的重組。

2005 年 4 月 30 日中國資本市場開始實施股權分置改革，2005 年 11 月 22 日中小板公司全部完成股權分置改革，開始進入全流通時代。2006 年 5 月 28 日，暫停一年多的 IPO（Initial Public Offer，初次公開發行）重新啟動，新上市公司全部股份均為流通股，中國股市全面進入全流通時代。股權分置改革的完成，泯除中國資本市場發展的最大障礙，中國資本市場發生歷史性的轉折。股票指數從最低點 988 點一路狂升至 6000 點，

[43] 張聖懷著，中國上市公司控制權法律問題研究—缺陷與改良，法律出版社，2007 年 6 月版，第 35 頁。

資本市場的資本配置和融資功能也復甦[44]。隨著股權分置改革的深入和全流通範圍的擴大，截至 2008 年底，外資控股上市公司已達 37 家，外資參股上市公司 252 家，外資控股、參股上市公司占全部上市公司比例的 17.8%[45]。

3. 外資併購中國上市公司的相關法律風險及防範

中國上市公司收購的法律規範中，除《公司法》及《證券法》之外，其餘均以行政法規及部門規章的形式呈現，其權威性及適用性受到相當大的限制，此等法規範不完善的風險在上市公司收購中特別凸顯，蓋上市公司涉及公眾投資者之廣大利益，因此受來自政府、證券交易所之合力監管，監管力度較併購一般非上市公司強大許多，惟相關法令及政策仍不甚完善或仍處於建制當中[46]，使併購上市公司時更容易遭致因法令變更或法規範不明確的風險。

3.2.3 金融機構

1. 外資併購金融機構的法制環境概述

金融市場之特性為富於創新且具活躍性，併購為實現外部增長、拓展經營邊界及整合內部資源的一條捷徑，故為金融創新發展過程中常見的方式[47]。2001 年 12 月 11 日中國加入 WTO 時，中國政府於《中華人民共和國加入議定書》附件 9：服務貿易具體承諾減讓表中，對金融市場開放作出具體承諾，允許外資有條件地進入中國的銀行業、保險業及證券業等金融業。2002 年 7 月 1 日《外資參股證券公司的設立規則》、《外資參股基金管理公司的設立規則》正式實施，表明中國金融業對外開放已成定

---

[44] 全球併購研究中心編，中國併購報告（2008），人民郵電出版社，2008 年 7 月版，第 29 頁。

[45] 參中國人民銀行《2008 年國際金融市場報告》，第 112 頁，http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=550&ID=341（最後瀏覽日期：2009 年 7 月 2 日）。

[46] 鄭磊，後股權分置時代的監管法律問題研究，特區經濟，2008 年 12 月，第 109 至 110 頁。

[47] 陸愛勤，金融企業併購與分拆戰略轉換變快的趨向評析，世界經濟研究，2007 年第 7 期，第 41 至 42 頁。

局，中國在採取漸進式開放的五年過渡期後，於 2006 年 12 月 11 日最終實現金融業的全面對外開放[48]。

國際金融巨擘對中國金融業之併購有濃厚興趣，於此時期紛紛挺進中國市場，例如 2001 年國際金融公司收購南京市商業銀行；2002 年加拿大豐業銀行收購西安市商業銀行、花旗集團收購上海浦東發展銀行；2003 年國際金融公司收購中國民生銀行；2004 年美國新橋投資集團收購中國民生銀行 1.75 億股權，並收購深圳發展銀行 17.89%股權；2005 年外資又醞釀收購四大中國國有銀行之部分股權等[49]。截至 2008 年底，共有 12 個國家和地區之外國銀行在中國設立 2 家合資銀行，中外合資證券公司共有 7 家[50]，且超過 40 家外資公司投資入股 23 家中資保險公司[51]。

隨著中國加入 WTO，金融相關立法近年亦受到重視。外資併購之目標企業為金融機構時，會涉及之相關特別法規主要包括：2003 年 12 月 31 日施行之《境外金融機構投資入股中資金融機構管理辦法》、2004 年 2 月 1 日修正施行之《商業銀行法》、2006 年 12 月 11 日施行之《外資銀行管理條例》、2008 年 1 月 1 日修正施行之《外資參股證券公司設立規則》、2009 年 2 月 28 日修正通過之《保險法》（施行日期為 2009 年 10 月 1 日）[52]等。其中，《境外金融機構投資入股中資金融機構管理辦法》就境外金融機構投資入股中資金融機構所應遵循之原則、入股形式、入股

---

[48] 孫力行，中國金融業對外開放的歷史進程與戰略取向，世界經濟研究，2008 年第 8 期，第 10 至 12 頁。

[49] 李磊著，跨國公司在華併購的法律規制研究，中國檢察出版社，2008 年 3 月版，第 42 頁。

[50] 按為配合券商綜合治理工程，中國證券監督管理委員會於 2005 年底開始暫停審批外資入股中資證券商，在綜合治理期間，關閉了 20 多家違規經營和虧損的券商，占整個行業券商總數的 1/3，參王典娜，中國證券業對外開放的歷程及動向，商場現代化，2007 年 9 月，第 360 頁。直至 2008 年才對外資入股中資券商解禁。

[51] 其中入股中資保險機構的外資企業可分為兩類：一是戰略投資者，目前大部分外資屬此類，如瑞士豐泰人壽認購泰康人壽 1.33 億股，占其總股份 15.6%；安達保險認購華泰人壽 2.95 億股，占其總股份 21.33%等；二為財務投資者，如國際金融公司認購新華人壽 480 萬股，占其總股份 0.4%。相關數據參中國人民銀行《2008 年國際金融市場報告》，第 109 至 111 頁，http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=550&ID=341（最後瀏覽日期：2009 年 7 月 2 日）。

[52] 注意中國保險監督管理委員會於 2007 年 7 月及 2008 年 3 月兩度發布《保險公司股權管理辦法（送審稿）》對外徵求意見，其內容涉及外資股東入主中資保險公司的相關限制，其後續發展應予注意。

條件及程式均作出相對明確規定[53]，使外資透過參股形式進入中國金融市場有規則可循。

2. 外資併購金融機構的相關法律風險及防範

承前所述，中國迄今沒有一部專門規範外資併購之統一法律，有關規定散見於國務院行政法規、各部委規章及地方立法中。關於外資併購中國金融機構，其情況更加特殊，除前述適用外資併購法令外，尚須注意特殊適用於外資併購金融機構之法令，因此情況更為複雜。且由上開分析可知，中國現行外資併購金融機構之立法分散，並無統一之金融機構併購法，使實務操作帶來相當大之不確定性[54]。其次，中資商業銀行中有相當比例資產均為國有資產，而中國目前股權交易大多採取不透明的協商定價方式，入股交易價格的合理性亦難確保[55]。

---

[53] 倪受彬，外資入股商業銀行准入監管的制度完善，國際金融研究，2008 年 11 期，第 21 至 25 頁。

[54] 蘇小勇、李秀麗，外資銀行入股中資銀行的法律問題分析，經濟研究導刊，2008 年第 1 期，第 112 至 113 頁。

[55] 張繼紅，論外資入股中資商業銀行的法律監管，金融理論與實踐，2006 年第 3 期，第 24 至 25 頁。

第四章、外資併購之方式

4.1 併購方式的選擇

按合併與收購於實務上經常同時為一併購交易所使用之模式，因此實務上並不嚴格區分其概念，多通稱為併購以涵蓋二者，惟中國目前外資併購相關法令仍區分合併與收購之概念，理論上外國投資者進行併購時依其採用方式為合併或收購將適用不同法律體系，後者又可分為股權收購及資產收購。一般而言，合併指兩個或兩個以上企業透過訂立協議並依法定程式，而歸併為一家企業或新設一家企業。股權收購指透過購買目標企業股東之股份或認購目標企業發行之新股，而取得目標企業之控制權。資產收購為收購目標企業的全部或一部分資產。以下謹就此等基本併購模式加以比較分析。

4.1.1 合併或收購

在中國法制下，合併與收購主要有下述區別[1]：

1. 併購交易的當事人不同

合併為公司間的法律行為，收購為收購方與目標企業股東（尤其在股權收購時）之間的買賣行為。應注意者為，目前在中國法下，外國投資者得直接作為股權收購或資產收購之收購方,但外國投資者直接與中國境內企業進行跨境合併（cross-border merger）則有技術上的困難。

蓋外國投資者若欲直接與中國境內企業合併，在採吸收合併的情況下，一方之法人格將消滅並納入存續方之法人格。若中國境內企業為消滅方，於合併後其將成為外國投資者於中國境內之分公司[2]或辦事處，而納入該外國投資者之法人格一部分。然而中國現行法下並無將中國境內企業轉換為外國投資者分公司或辦事處之相關規定，故實際操作上有困難，且

[1] 陳麗潔，企業合併的若干法律問題，中國經貿導刊，1999 年第 13 期，第 14 頁。

[2] 按中國目前仍無關於外國公司於中國境內設立分公司之具體規定，參第二章註釋 33。

如此一來外國投資者須就該中國分公司或辦事處負同一責任，將承擔較高風險，為較不利之交易安排。又若外國投資者為消滅方，則於合併後其需成為中國境內企業之分公司，然中國目前關於返程投資之限制亦不利於外國公司變更成為中國境內企業之分公司，實際上外國投資者通常亦不願成為消滅方[3]。從而，目前外國投資者僅能透過於中國境內設立外商投資企業之方式與中國境內企業達成合併目的。

2. 效力不同

合併之結果將使公司實體發生變化，合併一方或一方以上之法人格將因合併而消滅。股權收購或資產收購之結果原則上目標企業之法人格均存續，僅其股東組成或資產組成內容有所變更，應注意者為在中國法下，外國投資者股權收購內資企業的結果雖不影響該內資企業之法人格存續，惟將導致其身份自內資企業轉變為外商投資企業，以下有較詳細的說明。

3. 對價計算基準不同

合併過程中，需先計算合併各方的公司價值，以求得合理的換股比率或現金對價比率，使消滅公司股東改持存續公司或新設公司的股票或取得現金。股權收購或資產收購的對價計算均以被收購股票或價值為基準即可。

4.1.2 股權收購或資產收購

在中國法制下，股權收購與資產收購的主要區別如下：

1. 併購交易的標的不同

股權收購的交易標的是目標企業股權或股份；資產收購的交易標的是目標企業的資產或財產，包括設備、廠房、土地使用權、知識產權等。

[3] LUTZ-CHRISTIAN WOLFF, Mergers & Acquisitions in China: Law and Practice, CCH Hong Kong Limited 133-134 (2006).

2. 併購交易的當事人不同

股權併購的交易對方當事人為目標企業股東，外國投資者乃從股東手中購買目標企業的股權或認購其增資;資產併購的交易對方當事人為目標企業，外國投資者是從目標企業手中購買企業的財產或資產。

3. 目標企業的地位變化不同

股權併購中，目標企業的法律地位因併購而發生變化。外國投資者直接入主目標企業，目標企業的性質變更為外商投資企業；資產併購中，目標企業的法律地位不發生變化，外國投資者另行設立外商投資企業，所購買的資產由該外商投資企業實際營運。

4. 外國投資者承擔的風險和責任不同

股權併購中，目標企業的或然債務和不確定的負擔對外國投資者來說是重要的風險之一，尤其是在資信機制不健全的情況下，對目標企業的資產狀況難已有真正公允的評估，進一步加大購買目標企業股權的風險。

相對而言，於資產收購下，併購方僅購買目標企業之資產[4]而非購買目標企業本身，亦即非以成為目標企業所有人之目的而購買目標企業之股權或股份。因此資產收購之一大好處為併購方可免於承擔目標企業之既有債務及其他問題[5]。目前中國之徵信機制尚未完善，投資者無法有效、準確評估目標企業之債務負擔情況。特別在目標企業為國有企業、集體企業改制之企業時，其本身可能有許多非以債權債務方式表現之負擔，例如退休職工安置、養老、醫療、保險等負擔，其中關係往往相當複雜，且在無

[4] 目標企業之商譽、經營業務及清算資產等，亦得為資產收購之標的，參照 2007 年 1 月 1 日施行之《關於外商投資企業合併分立股權重組資產轉讓等重組業務所得稅處理的暫行規定》第 4 條本文規定：「資產轉讓是指：企業轉讓本企業的或者受讓另一企業的部分或全部資產(包括商譽、經營業務及清算資產)。企業轉讓、受讓資產，不影響轉讓、受讓雙方企業的存續性。」。

[5] 惟併購方與目標企業亦得就債權債務之安排有不同約定，參照《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 13 條第 3 項：「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，但是該協議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。」

明確法律依據下，可能是仰賴政策或行政長官之決策執行處理。在此情況下，成為目標企業股東則需承擔該等負擔，使用資產收購則可避免此風險[6]。

其次，資產收購下之併購方得僅選擇目標企業所有之部份有價值或對其有商業利益之資產作為購買標的，可作較靈活之投資策略安排[7]。具體操作上，外國投資者得有選擇地購買特定財產，亦得一併購買與該資產相關之特定債權、債務，甚至包括供應和銷售管道等。

然而，資產收購最大之缺點為稅賦負擔較重，蓋中國現行稅制結構以商品勞務稅為主[8]，若購買資產，資產出售方不僅要繳納資產轉讓收益的所得稅，還要負擔較高的商品勞務稅。如果是轉讓機器設備，需要繳納增值稅及相關的附加稅費；如果是轉讓建築物、土地使用權或專有技術、商標等無形資產，則需要繳納營業稅及相關附加稅費。資產交易的相關稅費最終都將轉嫁到資產交易價格上，無疑增加資產交易的難度。因此，單從稅收因素而言，採取股權收購將較資產收購更能達到節稅效果[9]。實務上資產收購並非相當普及之併購模式。直至 2006 年，中國始出現第一家以資產收購方式設立之外商投資企業—購寶樂商業（湖南）有限公司，根據中國湖南商務廳之報導[10]，該公司係由註冊於模裏西斯之 Global Mart Limited 通過收購湖南華銀望和超市有限公司部份資產，而以該資產作為出資而設立。

---

[6] Patric M Norton and Howard Chao, *Mergers and Acquisitions in China*, 9 THE CHINA BUSINESS REVIEW 46, 49 (2001).

[7] 應注意者為，資產收購常被採用於返程投資下之交易安排，亦即，中國投資者為享有外商投資企業所享待遇，因此於境外設立以投資為目的之公司，並以該特殊目的公司名義於中國境內設立外商投資企業，再以該外商投資企業購買原境內企業之資產進行營運。

[8] 按商品勞務稅的範圍主要指一般銷售稅、消費稅、增值稅，以及營業稅和關稅等間接稅。參李旭鴻、劉江濤，經濟發展中的商品勞務稅淺論，稅務與經濟，2001 年第 4 期，第 21 至 23 頁。

[9] 鄧遠軍著，公司併購稅收問題研究，中國稅務出版社，2008 年 11 月版，第 132 至 133 頁。

[10] 參商務部湖南省商務廳，外資企業「購寶集團」收購「華銀旺和」部份資產，2006 年 2 月 16 日，http://hunan.mofcom.gov.cn/aarticle/sjshangwudt/200602/20060201519111.html（最後瀏覽日期：2009 年 6 月 15 日）。

4.2 股權收購之具體實施方式

4.2.1 收購外商投資企業股權

外國投資者於中國投資設立外商投資企業後，可能欲調整投資策略甚至退出投資，此均衍生處分其股權之需求。對此，1997 年 5 月 28 日中國原外經貿部與國家工商行政管理局發布《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》，該規定對依照中國法律在中國境內設立的「三資」企業的投資者或其在企業的出資（包括提供合作條件）份額發生變化的原因、條件和程式等作出具體規定。

2006 年 9 月 8 日施行之《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 55 條第 2 款並規定：「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。」

1. 股權收購模式

(1) 外國投資者購買外商投資企業股東之股權

按《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》第 2 條規定七種外商投資企業股權變更之情形，其中第 1 款、第 2 款分別規定：「企業投資者之間協議轉讓股權」、「企業投資者經其他各方投資者同意向其關聯企業或其他受讓人轉讓股權」。據此，外國投資者在尚未成為特定外商投資企業股東的情況下，得依照該條第 2 款規定，自該外商投資企業之股東受讓股權而取得該外商投資企業之控制權，此為典型之併購交易。外國投資者若已經在中國進行投資而成為特定外商投資企業股東時，亦得依該條第 1 款規定，取得該外商投資企業其他合資者之股權。

(2) 外國投資者認購外商投資企業之增資

次按《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》第 2 條第 3 款規定的股權變更情形為：「企業投資者協議調整企業註冊資本導致變更各方

投資者股權」。外國投資者得依該規定認購外商投資企業之增資而達成併購目的。

(3) 目標企業為外商投資股份有限公司

若欲取得非上市外商投資股份有限公司之股份，則須類推適用《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》之規定。至於《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》未規定者，則應類推適用《關於外國投資者併購境內企業的規定》。

2. 收購外商投資企業股權與外商獨資化

上述方式即為外國投資者鑑於與中方合資者之失敗合作經驗而調整投資架構之常見情形，外國投資者得藉該方式買回中方合資者股份，而將中外合資經營企業或中外合作經營企業轉變為外商獨資企業，而獨立繼續經營。另外一種模式為透過「增資擴股」方式，即合資企業成立並營運一段時間後，外方在中方資金短缺、無力追加投資的情況下，以擴大生產經營為名，主動、多次增加股本，從而提高己方股權比例，最終獲取控股地位的策略[11]。例如 2004 年 5 月，美商寶潔公司從合作 16 年的夥伴和記黃埔手中收購剩餘 20%股權，最終實現在華獨資即為顯例[12]。

WTO 過渡期結束後，中國之外商投資企業掀起了一股強大的外商獨資化浪潮。外商獨資企業比合資企業更不願意向中國公司轉讓技術，與合資企業不同，外國獨資企業不必根據合同與當地合作夥伴分享知識，而且為了獲得中國國內市場份額，外國獨資企業具有保護其技術不受中國國內企業和其他外國公司侵犯的強烈動機。2007 年 11 月 22 日，中國歐盟商會和貝格國際管理諮詢公司公佈一項調查結果，該調查安排在中國 2006 年完成入世進程後的第一年頭，調查對象超過 200 家歐盟在華企業。調查顯示，歐盟企業更傾向於以獨資經營的方式在中國開展業務，中外合資或

[11] 劉新民，外商在華投資獨資化的影響及對策，觀察與思考，2006 年 4 月，第 35 頁。

[12] 何金旗、喻麗，從合資到獨資：外商控制權的演變，理論探索，2006 年第 6 期，第 97 頁。

設立辦事處不占主流[13]。

為深入研究 2005 年至 2007 年外資對華直接投資(FDI)的變化趨勢，中國商務部研究院產業投資趨勢調研課題組在 2004 年 6 月至 11 月半年的時間內，對主要行業的跨國公司在華投資情形進行調查。調查結果顯示，57%的跨國公司傾向獨資新設。其次，越來越多中外合資或合作企業在中國經營數年後，通過增資擴股，轉變為外方控股或外商獨資企業[14]。造成此一現象之主因為：

(1) 中國投資環境逐步改善，增加外國投資者投資信心

在中國改革開放初期，由於市場化程度低，企業運作賴以存在的各種要素均與國際慣例有較大差距，早期進入中國的外資企業在如何協調與當地政府的關係、理解中國相關政策法律、開拓銷售管道以及使用人才等諸多方面對中國市場均存在相當大的不適應感，使外國投資者選擇和中國國內企業進行合資經營，以有效克服市場進入障礙，使其得在更加廣闊的市場範圍內發揮自己的核心能力。為降低進入中國的外部風險成本、分享當地資源優勢，外國投資者多選擇合資的股權安排方式投資中國。

隨著中國經濟持續快速發展、對外貿易較熱絡且經濟體制改革不斷深化，中國在吸引國際投資方面已經奠定更多較為有利的投資環境，特別是中國加入 WTO 後，相關投資限制較為寬鬆，整體投資環境有長足改善[15]，使外資不再需要借重中方投資者所掌握的資訊，即能作出正確的投資佈局。

(2) 在華跨國公司股權安排調整體現了其戰略發展的階段性

外國投資者在嘗試進入中國階段（第一階段），目標停留在追求貿

---

[13] 袁宏明，解讀外商投資政策新趨勢，中國外資，2007 年 12 月，第 41 頁。

[14] 譚紅旭，在華跨國公司股權安排的獨資化成因、影響及對策，中央財經大學學報，2006 年第 11 期，第 65 至 66 頁。

[15] 李文瑛，跨國公司在華直接投資獨資化研究，經濟問題探索，2006 年第 4 期，第 43 頁。

易權益上，此情況下外資通常是象徵性地與中國國內企業共同出資，參股比例較低，不占經營主導權。經過多年合資，外資已逐步瞭解並熟悉中國相關法規、政策、市場規則、競爭對手和風俗習慣等，累積了在中國投資經營和競爭的經驗。因此，外國投資者逐步進入收穫階段（第二階段），外商對華投資目標轉變為從總體上追求母公司效益的最大化。在外資對中國市場熟悉程度加深時，選擇控股或獨資，為鞏固和完成其整體投資佈局的最佳方式。

(3) 獨資經營能避免合資、合作企業管理中的諸多摩擦

許多合資企業在管理中遇到的最大問題是合資中外方在管理理念和文化背景上的衝突。文化背景和思維方式的不同，造成中外雙方常須耗費許多精力進行協調，企業內部的交易成本較高，且時常發生內耗、阻礙公司發展[16]。若為外商獨資企業，則可完全按照母公司的策略進行生產經營。

4.2.2 收購內資企業股權

長久以來，外國投資者得否合法收購不具外商投資企業地位之境內企業股權一直不甚明確。直至 2003 年 3 月 13 日，中國對外貿易經濟合作部（即商務部之前身）、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，才首次提供外國投資者併購不具外商投資企業地位之境內企業股權之明確依據。該暫行規定進一步於 2006 年 9 月 8 日修正實施並更名為《關於外國投資者併購境內企業的規定》，在中國並無一部完整專門規範併購交易之法律之前，此《關於外國投資者併購境內企業的規定》毋寧為外國投資者併購境內企業之最重要規定。

1. 目標企業類型

依《關於外國投資者併購境內企業的規定》，外國投資者進行股權

[16] 桑百川、王拾，外商撤資的原因與演變趨勢，國際經濟合作，2007 年第 11 期，第 43 頁。

收購之目標企業僅限於中國境內非外商投資而依《公司法》設立或改制之有限公司與股份有限公司，而不包括其他組織形式。有學者認為[17]，若目標企業不具有股權結構，例如未經改制之國有企業和集體企業、合夥制企業、獨資企業等，其產權（針對未進行公司制改造之國有企業和集體企業而言）或份額（針對合夥企業而言）仍得作為買賣交易標的，僅其法律依據另為《利用外資改組國有企業暫行規定》、《全民所有制工業企業法》、《合夥企業法》《獨資企業法》、《合同法》等相關規定，而非依《關於外國投資者併購境內企業的規定》進行爾。至於外國投資者則無任何限制，得為法人、自然人或其他組織。

2. 股權收購模式

就股權收購之模式而言，依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 2 條，包括外國投資者以協議方式[18]直接購買境內公司股東之股權，以及外國投資者認購境內公司之增資等兩種方式，併購結果均使境內公司變更設立為外商投資企業，茲分述如下：

(1) 外國投資者以協議方式直接向境內有限公司股東購買股權

按外國投資者直接與目標公司股東協議取得目標公司股權，為外國投資者與目標公司股東間之交易。目標公司為有限責任公司時，外國投資者除與欲轉讓股權之股東談判外，尚須取得目標公司其他股東的「一致」同意。

蓋依《公司法》第 72 條第 2、3 款規定[19]，有限責任公司之股東將股

[17] 葉軍、鮑治著，外資併購境內企業的法律分析：2008 年增修版，法律出版社，2008 年 1 月版，第 24 頁

[18] 不包含以非協議方式（例如拍賣）取得之股權。

[19] 《公司法》第 72 條第 2、3 款規定：「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。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。」

權轉讓予第三人時，應徵得其他股東同意，若其他股東有不同意者，應購買該轉讓股權。據此，若目標公司有其他股東不同意外國投資者成為該公司之股東一員時，得行使其優先購買權購買該欲出售之股權，導致併購失敗。

其次，外國投資者成為目標公司股東後，須將目標公司之性質變更設立為外商投資企業。除外國投資者購買目標公司所有股東之股權而將目標公司性質變更為外商獨資企業外，根據《中外合資企業法》、《中外合資經營企業法實施條例》、《中外合作企業法》及《中外合作企業法實施細則》規定，外國投資者於取得股份後須與目標公司存續股東簽署合營合同並修改章程，送交商務部門批准，始得將目標公司變更設立為外商投資企業。外商投資企業法此種設計增加外國投資者併購境內企業之難度，即使目標企業之大股東決定向外國投資者出售股權，目標企業之小股東亦得無條件阻止交易，只要目標企業任何一位股東提出反對向外國投資者轉讓股權，而不簽署合營合同或章程，即得杯葛外商投資企業之審批核准，導致併購失敗，此為外國投資者進行股權收購之一大風險。

(2) 外國投資者認購境內有限公司之增資

增資屬於公司自治範疇，須股東會做出增資決議後再由董事會制定具體增資方案，故外國投資者認購目標公司增資時須獲得股東會或控股股東之認可。目標公司為有限責任公司時，外國投資者亦須徵得目標公司所有股東同意。

蓋依《公司法》第 35 條[20]規定，除有相反約定外，有限責任公司增資時，股東有優先認股權。因此，在無排除股東優先認股權約定之情況下，目標企業之任何股東若於增資時行使優先認股權，均可能導致外國投資者之併購失敗或無法取得預定之股權比例。其次，與外國投資者直接購買目

[20] 《公司法》第 35 條規定：「股東按照實繳的出資比例分取紅利；公司新增資本時，股東有權優先按照實繳的出資比例認繳出資。但是，全體股東約定不按照出資比例分取紅利或者不按照出資比例優先認繳出資的除外。」

標公司股東股權相同,須徵得目標公司所有股東同意並使其簽署於併購後之合營合同與章程上,始得對目標公司順利辦理外商投資企業之變更設立手續。

(3) 目標企業為境內股份有限公司

《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 2 條條文雖然採用外國投資者購買內資企業股東的「股權」之措辭，但多數學者依立法精神及相關條文解讀，認為其對外國投資者購買境內股份有限公司股東之「股份」，亦有適用。和目標公司為有限責任公司時不同，若目標公司為股份有限公司時,外國投資者購買目標公司股份不須取得目標公司之其他所有股東之同意。應注意者為，依 1995 年 1 月 10 日實施之《關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定》第 20 條第 1 款[21]規定，外國股東占目標公司之持股比例須達 25%以上，始得將目標公司變更為外商投資股份有限公司。

此外，大多數見解[22]亦認為《關於外國投資者併購境內企業的規定》適用於外國投資者認購境內股份有限公司增發股份之情況。按依《證券法》第 10 條、第 13 條規定[23]，可看出中國證券法制將證券發行區分公募及私

[21] 《關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定》第 20 條第 1 款規定：「股份有限公司申請轉變為外商投資股份有限公司的，除符合本規定其他條款的規定外，還須符合以下條件：（一）略（二）外國股東以可自由兌換的外幣購買並持有該股份的有限公司的股份占公司註冊資本的 25%以上；（三）略。」

[22] 參吳偉央、賀亮、邰智源著，跨國公司併購法律實務，法律出版社，2007 年 6 月版，第 77 頁；李磊著，跨國公司在華併購的法律規制研究，中國檢察出版社，2008 年 3 月版，第 124 頁。

[23] 《證券法》第 10 條規定：「公開發行證券，必須符合法律、行政法規規定的條件，並依法報經國務院證券監督管理機構或者國務院授權的部門核准；未經依法核准，任何單位和個人不得公開發行證券。有下列情形之一的，為公開發行：（一）向不特定物件發行證券的；（二）向特定物件發行證券累計超過二百人的；（三）法律、行政法規規定的其他發行行為。非公開發行證券，不得採用廣告、公開勸誘和變相公開方式。」、第 13 條規定：「公司公開發行新股，應當符合下列條件：（一）具備健全且運行良好的組織機構；（二）具有持續盈利能力，財務狀況良好；（三）最近三年財務會計文件無虛假記載，無其他重大違法行為；（四）經國務院批准的國務院證券監督管理機構規定的其他條件。上市公司非公開發行新股，應當符合經國務院批准的國務院證券監督管理機構規定的條件，並報國務院證券監督管理機構核准。」

募兩種方式，外國投資者認購境內股份有限公司增發股份時，為定向收購，應係依私募之相關規定操作。

與股權買賣式併購境內公司不同，增資式併購保留目標公司之全部股東，只是目標公司原有股東之股權比例遭稀釋，而股權買賣式併購則可能剔除目標企業部分甚至全部股東，因此外國投資者得依其投資策略決定採用何種股權收購方式，始符合其商業利益。例如，對於目標企業之原有股東同時為企業高級管理人員的情況，外國投資者一般希望繼續保留這些股東以便使企業於併購後繼續開展經營，對於對人才依賴度大之企業尤為如此，因此增資式併購可能為較好的選擇。但對於虧損嚴重之國有企業、外國投資者試圖絕對控制之企業而言，股權買賣式或許為較佳選擇。

3. 特殊問題

股權購買協議或認購增資協議為審批程式所必要之檔[24]，依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 22 條規定，該等協議應至少包括以下內容：(一) 協議各方的狀況，包括名稱(姓名)，住所，法定代表人姓名、職務、國籍等； (二) 購買股權或認購增資的份額和價款； (三) 協議的履行期限、履行方式； (四) 協議各方的權利、義務； (五) 違約責任、爭議解決； (六) 協議簽署的時間、地點。

實務上股權購買或認購增資協議中，通常含有特定聲明及擔保條款。就目標企業而言，通常包括目標企業的組織機構、法律地位、資產負債狀況、合同關係、勞資關係以及保險、環保等內容；就併購方而言，一般較為簡單，包括其無利益衝突及投資意向等。透過此等約定，主要確保併購方在併購後期調查階段發現賣方的聲明保證與事實有出入時，得透過調整交易價格、主張賠償或退出交易等方式來避免風險[25]。惟由於中方及

[24] 參照《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 21 條第 1 款第 4 項規定：「外國投資者股權收購的，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，向具有相應審批許可權的審批機關報送下列文件：（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；」

[25] 陳戈、梁湘毅著，企業併購法律風險及防範，中國法制出版社，2007 年 7 月版，第 54 至 55 頁。

審批機關通常對此等聲明及擔保條款較為陌生，因此最好僅保留最重要的部份，避免協議內容過於龐雜，而延宕相關主管機關審批核准期限[26]。

4.3 資產收購之具體實施方式

2003 年 4 月 12 日施行之《外國投資者併購境內企業暫行規定》首次為外國投資者資產收購境內企業一明確法源，承前所述，該規定於 2006 年 9 月 8 日被《關於外國投資者併購境內企業的規定》取代。

4.3.1 目標企業類型

和股權收購不同，《關於外國投資者併購境內企業的規定》下之資產收購規定一體適用於目標企業為外商投資企業或境內企業之情況；其次，目標企業不限定為公司組織，而得為於中國境內註冊登記之企業，包括全民所有制企業、集體所有制企業、獨資企業、合夥企業、有限責任公司及股份有限公司等。

4.3.2 資產收購模式

就資產收購之模式而言，依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 2 條，包括外國投資者設立外商投資企業後以該企業協議購買境內企業資產且營運該資產，以及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營運該資產等兩種方式，因此，併購完成後亦將設立外商投資企業，茲分述如下；

1. 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營運該資產

於此種方式中，以併購為目的設立之外商投資企業為一種新的外商投資企業形式。與傳統設立企業之目的不同，此時該外商投資企業設立時

[26] Lutz-Christian Wolff, *Mergers & Acquisitions in China: Law and Practice*, CCH HONG KONG LIMITED (2006), 67.

之直接目的非為生產經營[27]，而是作為一「殼公司（shell corporation）」作為購買目標企業資產之買方。但該外商投資企業之最終目的是以所購買目標企業資產為基礎，透過營運該資產而從事生產經營，因此，於設立該作為買方之外商投資企業時，需向相關審批機關說明其設立目的係購買目標企業之資產而非直接從事生產經營，並應說明購買資產後將從事之生產經營範圍。審批機關不僅須批准設立一購買資產之「殼公司」，尚須審批其未來得從事生產經營的範圍。蓋《中外合資經營企業法》、《中外合作經營企業法》及《外資企業法》下之外商投資企業均係以具體生產建設項目而成立，和作為實現對目標企業資產購買目的而設立之「殼企業」有所不同。

其次，資產買賣和外商投資企業之設立須盡可能同步進行。根據《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 23 條規定，外商投資企業設立申請書、擬設立之外商投資企業合同、章程等檔，須和擬設立之外商投資企業與境內企業簽署之資產購買協議一併報送。若外商投資企業之設立與資產買賣未同步進行，則該「殼企業」將可能因缺少資產購買協議而無法經批准設立，或資產購買協議已生效但「殼企業」無法得到批准，致投資者承擔違約風險。

2. 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營運該資產

外國投資者直接購買目標企業資產之行為屬一般意義上的交易行為，不需要外商投資企業審批機關之事先批准，只有當外國投資者欲於中國營運該資產而以該資產作為出資設立外商投資企業時，始需經設立外商

[27] 按中國改革開放初期，外商投資企業主要是「項目意義」上的企業，亦即外商投資企業是為實現特定生產建設目的而設。也因此，目前中國外商投資企業法規定之外商投資企業均為有期限之企業。隨著中國改革開放進一步發展，外商投資企業逐漸發展為一般意義上的公司企業，甚至出現永久存續之股份有限公司，但此等外商投資企業仍然是以特定生產經營業務作為營業範圍。外商投資企業審批機關須根據中國利用外資的產業指導目錄及不同行業不同的利用外資產業政策，決定不同外商投資企業可以從事的生產經營活動。

投資企業之審批機關進行審查。因此，與第一種資產收購方式不同，外國投資者購買目標企業資產與設立外商投資企業營運該資產，兩步驟不需同步進行。外國投資者資產所有權與設立外商投資企業之間容許有一段時間差，使外國投資者可能於取得資產所有權後因其價格變高而轉賣牟利，並未實際以該資產為出資設立外商投資企業，目前中國法令並未明文禁止此種行為。

4.3.3 特殊問題

1. 中國資產相關法規

於資產收購時應特別注意中國之資產相關法規，最重要者莫過於 2007 年 10 月 1 日施行之《物權法》，其他包括《民法》、《合同法》及對個別動產（如船舶、汽車、航空器）、不動產（如土地使用權、建物使用權）及其他權利（如商標權、專利權）之特別規定等。

按在中國發生的數量巨大併購活動中，對非國有企業參與企業收購實際存在著體制內和體制外、法制內和法制外、顯性和隱性的非平等對待[28]。《物權法》則開宗明義規定各類物權主體的財產權利受法律平等保護[29]。確保併購中併購方與被併購方享有平等的法律地位，且肯定雙方的財產權利均受法律平等保護。

《物權法》除對不動產、動產物權的效力分別作出規定[30]，解決併購中因物的歸屬、轉移等問題。又用益物權常為併購目標之一，因此須依據《物權法》關於用益物權的規定，確認被併購方所享有的用益物權種類和期限，進而判斷是否具有併購價值以及採取何種併購方式。與中國以往立

[28] 全球併購研究中心編，中國併購報告（2008），人民郵電出版社，2008 年 7 月版，第 177 至 178 頁。

[29] 《物權法》第 3 條第 3 款規定：「国家实行社会主义市场经济，保障一切市场主体的平等法律地位和发展权利。」第 4 條規定：「国家、集体、私人的物权和其他权利人的物权受法律保护，任何单位和个人不得侵犯。」

[30] 《物權法》第 9 條第 1 款規定：「不动产物权的设立、变更、转让和消灭，经依法登记，发生效力；未经登记，不发生效力，但法律另有规定的除外。」第 23 條規定：「动产物权的设立和转让，自交付时发生效力，但法律另有规定的除外。」

法中對用益物權方面的零散規定不同的是，《物權法》對「用益物權」專門設了一編，明確規定海域使用權、採礦權、探礦權、取水權和使用水域、捕撈等自然資源用益物權和土地上存在的用益物權，並明確規定自然資源以有償為原則[31]。

於資產收購之情形，標的資產原有設定物上擔保，則該擔保不會因所有權之移轉而失效，因此外國投資者於進行資產收購時首應查明標的資產上是否有物上擔保。不動產房產和土地使用權上設定之抵押權，得於相應之登記機關查詢，前者於房產登記機關，後者於土地登記管理機關。就動產抵押部份，根據中國《擔保法》規定，中國之物權登記制度主要以1995 年 10 月 18 日之《企業動產抵押物登記管理辦法》為規範。」各地工商機關已依據該辦法對企業之動產進行大量動產抵押登記，因此外國投資者併購標的為動產時，亦應至目標企業所在地之工商管理機關查閱目標企業之動產抵押情形。

2007 年 10 月 1 日施行之《物權法》對於擔保物的範圍有所擴大，為併購操作拓展一定空間。首先，《物權法》增加抵押物的類型，從《物權法》與《擔保法》對比可看出《物權法》在「擔保物權」中因應經濟發展新形勢的需要，擴充許多新的擔保物權形式，因此外資併購時應關注此等新的擔保物權形式。例如《物權法》第 180 條規定債務人或第三人有權處分的建築物和其他土地附著物、建設用地使用權，以招標、拍賣、公開協商等方式取得的荒地等土地承包經營權，生產設備、原材料、半成品、產品，正在建造的建築物、船舶、航空器、交通運輸等財產均得作為抵押物，於其上設定抵押權。

其次，《物權法》在「權利質押」的範圍亦有所擴大，《物權法》第 223 條規定：「債務人或者第三人有權處分的下列權利可以出質：（一）匯票、支票、本票；（二）債券、存款單；（三）倉單、提單；（四）可以轉讓的基金份額、股權；（五）可以轉讓的注冊商標專用權、專利權、

[31] 參考《物權法》第 117 條以下。

著作權等知識產權中的財產權；（六）應收賬款；（七）法律、行政法規規定可以出質的其他財產權利。」與《擔保法》相比，《物權法》將「可以轉讓的基金份額」及「應收帳款」亦擴大成為可以質押的範圍。

2. 資產買賣協議

依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 24 條規定，資產收購下之資產買賣協議應適用中國法律，並包括以下主要內容：（一）協議各方的狀況，包括名稱(姓名)，住所，法定代表人姓名、職務、國籍等；（二）擬購買資產的清單、價格；（三）協議的履行期限、履行方式；（四）協議各方的權利、義務；（五）違約責任、爭議解決；（六）協議簽署的時間、地點。除前開法定內容外，實務上資產收購下之資產購買協議通常會包含詳細之承諾擔保條款，以降低併購方之風險，但應注意過於複雜之購買協議可能有遭受審批機關挑戰之風險。

3. 資產收購之生效日與營運問題

就資產收購之生效日而言，其將依所選擇之併購模式不同而有異。再先成立外商投資企業後再以該外商投資企業受讓並營運資產之情況，該外商投資企業於其營業執照經核發時設立完成，資產收購於目標企業就個別資產轉讓所有權之要件均滿足時始生效。

然而，於外國投資者直接購買資產後再以該資產為出資設立外商投資企業之情況，依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 23 條第 3 款規定，外國投資者「在外商投資企業成立之前，不得以該資產開展經營活動。」由此規定觀之，其似肯認資產取得時點與外商投資企業之成立時點應獨立看待，且即便外國投資者已取得資產所有權，外國投資者僅得於外商投資企業設立後始得營運該資產。惟外商投資企業之設立與外國投資者以該資產作為出資將其轉讓予新設之外商投資企業應屬兩事，此規定應修正為該外商投資企業於外國投資者以該資產作為出資後，該外商投資企業始得營運，較為合理。

4.4 合併之具體實施方式

中國於 1994 年實施之《公司法》中對於公司合併已有一般性規定[32]，惟其就涉及外商投資之併購交易而言，欠缺具體操作性，因此中國對外貿易經濟合作部（商務部前身）與工商行政管理總局於 1999 年共同發布《關於外商投資企業合併與分立的規定》，並於 2001 年 11 月 22 日修正實施，為目前外商投資企業於中國進行合併之主要準據[33]。

值得注意者為，2006 年 9 月 8 日施行之《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 55 條第 3 款特別新增規定：「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。」雖然其所謂「參照本規定辦理」之具體範圍及內容如何並不明確，但由此亦可再次看出中國之外資併購法律體系目前仍屬多法並陳之情況，致外國投資者往往無所適從。

4.4.1 合併主體

按《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 2 條第 2 款規定：「公司與中國內資企業合併，參照有關法律、法規和本規定辦理。」首先，該規定所稱之「公司」係指中外合資經營企業、具有法人資格之中外合作經營企業、外商獨資企業及外商投資股份有限公司[34]。其次，依該條規定，外商投資企業與中國內資企業合併應「參照有關法律、法規和本規定辦理」，惟其內涵如何並不明確。對此，實務上普遍認為《關於外商投資企業合併與分立的規定》之適用並不侷限於外商投資企業間之合併，外商投資企業

---

[32] 1994 年 7 月 1 日施行之《公司法》第 7 章「公司合併、分立」，其中關於公司合併之條文僅有四條（第 182、183、184、188）關於合併種類、合併通知、及登記之概括規定。

[33] Yuan Cheng, *Clear New Guidelines on M&A and Division of FIEs*, 11 CHINA LAW & PRACTICE 42, 42-45 (1999).

[34] 參照《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 2 條第 1 款規定：「本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（以下統稱公司）之間合併或分立。」

亦得依該規定與中國內資企業合併[35]。

雖然一般肯認外商投資企業得依《關於外商投資企業合併與分立的規定》與中國內資企業進行合併，惟擬合併之中國內資企業須為依《公司法》設立之有限責任公司或股份有限公司[36]。此外，外國投資者、合併後之存續或新設公司、以及內資企業之子公司均須符合中國之利用外資產業政策要求[37]。由於中國之利用外資產業政策要求係針對外商投資企業而設，故就合併後之存續公司須符合中國利用外資產業政策要求這一點而言，似乎意味中國立法者預設了合併後之存續或新設公司必為外商投資企業之立場，而不會有中國內資企業作為吸收合併之存續公司之情形發生。

4.4.2 合併模式

依據《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 3 條規定，合併是指「兩個以上公司依照公司法有關規定，通過訂立協議而歸並成為一個公司」。合併模式包括吸收合併和新設合併。前者指「公司接納其他公司加入本公司，接納方繼續存在，加入方解散」，後者指「兩個以上公司合併設立一個新的公司，合併各方解散」。

合併一方為內資企業之有限公司時，須有代表 2/3 以上表決權股東同意之股東會決議[38]；合併一方為內資企業之股份有限公司時，亦有相同要求

---

[35] 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，第 68 頁。

[36]《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 17 條第 1 款第 1 項規定：「公司與中國內資企業合併必須符合我國利用外資的法律、法規規定和產業政策要求並具備以下條件：（一）擬合併的中國內資企業是依照《中華人民共和國公司法》規範組建的有限責任公司或股份有限公司。」

[37]《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 17 條第 1 款第 2 項規定：「公司與中國內資企業合併必須符合我國利用外資的法律、法規規定和產業政策要求並具備以下條件：（二）投資者符合法律、法規和部門規章對合併後公司所從事有關產業的投資者資格要求。」第 19 條規定：「与公司合并的中国内资企业已经投资设立的企业，成为合并后公司所持股的企业，应当符合中国利用外资的产业政策要求和《关于外商投资企业境内投资的暂行规定》。合并后的公司不得在禁止外商投资产业的企业中持有股权。」

[38] 《公司法》第 38 條第 1 款第 9 項規定：「股東會行使下列職權：（九）對公司合併、分立、解散、清算或者變更公司形式作出決議」、第 44 條第 2 款規定：「股東會會議作出修改公司章程、增加或者減少註冊資本的決議，以及公司合併、分立、解散或者變更公司形式的決議，必須經代表三分之二以上表決權的股東通過。」

[39]。合併一方為外商獨資企業時，所適用之《外資企業法》中並未就外商獨資企業之機關設有特別規定[40]，故依《公司法》第 218 條及《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》規定，外商獨資企業應類推適用《公司法》，由代表 2/3 以上表決權之股東作成同意合併之股東會決議。又合併一方為中外合資經營企業或中外合作經營企業時，應由董事會[41]或聯合管理機構[42]對合併作成一致決定。

合併時雙方除須作成合併決議並簽訂合併協議外，尚須踐行繁複之審批程式及公告程式，步驟包括：（1）擬解散公司先申請解散許可、（2）取得合併初步批復、（3）通知及公告債權人、（4）取得合併批准、（5）向工商管理機關登記、（6）登記後通知及公告解散公司之債權人及債務人，詳細內容請參照第六章第 6.1.3 節及第 6.3.2 節之分析。可見外國投資者以合併方式進行併購時，須花費相當可觀之行政審批成本[43]，不容小覷。

4.4.3 特殊問題

依《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 6 條規定，原則上合併後新設或存續公司，得維持合併前之合併當事人任一方所享有之外商投資企業身份，且繼續享有外商投資企業待遇[44]。合併後之公司可能為有限公司或股份有限公司[45]。合併之前提要件為合併當事人均已繳清出資且實際進行

---

[39] 《公司法》第 104 條第 2 款規定：「股東大會作出決議，必須經出席會議的股東所持表決權過半數通過。但是，股東大會作出修改公司章程、增加或者減少註冊資本的決議，以及公司合併、分立、解散或者變更公司形式的決議，必須經出席會議的股東所持表決權的三分之二以上通過。」

[40] 參本研究第二章第 2.2.3 節第 3 段之說明。

[41] 《中外合資經營企業法實施細則》第 33 條第 1 款第 4 項規定：「下列事項由出席董事會會議的董事一致通過方可作出決議：（四）合營企業的合併、分立。」

[42] 《中外合作经营企业法及实施条例》第 29 條 1 款第 5 項規定：「下列事項由出席董事會會議或者聯合管理委員會會議的董事或者委員一致通過，方可作出決議：（五）合作企業合併、分立和變更組織形式。」

[43] 陳麗潔，企業合併的法律制度及其完善，中國經貿導刊，2002 年第 6 期，第 20 至 21 頁。

[44] 《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 6 條規定：「公司合併或分立，應當符合海關、稅務和外匯管理等有關部門頒布的規定。合併或分立後存續或新設的公司，經審批機關、海關和稅務等機關核定，繼續享受原公司所享受的各項外商投資企業待遇。」

[45] 《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 10 條規定：「有限責任公司之間合併後為有限責任公司。股份有限公司之間合併後為股份有限公司。上市的股份有限公司與有限責任公司合併後為股份有限公

生產營運[46]。

其次，依《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 21 條規定，合併協議應包含下列內容：（一）合併協議各方的名稱、住所、法定代表人；（二）合併後公司的名稱、住所、法定代表人；（三）合併後公司的投資總額和註冊資本；（四）合併形式；（五）合併協議各方債權、債務的承繼方案；（六）職工安置辦法；（七）違約責任；（八）解決爭議的方式；（九）簽約日期、地點；（十）合併協議各方認為需要規定的其他事項。關於職工安置的問題，該規定第 17 條第 4 項特別要求：「公司與中國內資企業合併必須符合我國利用外資的法律、法規規定和產業政策要求並具備以下條件：（四）合併協議各方保證擬合併公司的原有職工充分就業或給予合理安置。」由於合併後往往有對合併雙方之人事管理及經營組織進行整合再造的需求，此時合併後解散公司之原有員工如何安置為合併時的重要問題，此一問題在中國的特殊經濟體制下顯得格外突出。

在合併的對象為國有企業[47]時，職工安置可謂併購過程中最棘手的問題之一。蓋中國過去在計劃經濟體制下，國有企業對職工實行高就業低工資制度，企業職工之生、老、病、死概由企業，即國家承擔。企業職工之勞動力折舊並未體現於工資中發給職工，而是將之作為擴大再生產之生產資源投入至再生產中。此種作法實際上乃國家將原應分配予企業職工之報酬強制支取，而以對企業職工之生、老、病、死全面負責之方式逐步返還之，形成國家透過分配機制強制向企業職工借錢，國家負擔職工之生、老、病、死之特殊債權債務關係[48]。在現代市場經濟體制下，企業一旦被收購，將需與職工建立現代民商法上之僱傭關係，企業不再無條件地負責職工之生、

司。非上市的股份有限公司與有限責任公司合併後可以是股份有限公司，也可以是有限責任公司。」

[46] 《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 9 條規定：「在投資者按照公司合同、章程規定繳清出資、提供合作條件且實際開始生產、經營之前，公司之間不得合併，公司不得分立。投資者已經按照公司合同、章程規定繳付出資、提供合作條件的，公司可以與中國內資企業合併。」

[47] 就以合併方式併購國有企業的說明，參張遠忠著，外資併購國有企業中的法律問題分析，法律出版社，2003 年 11 月版，第 108 至 109 頁。

[48] 周興挺，外資併購國有企業中的職工安置問題研究，特區經濟，2007 年 4 月，第 26 至 27 頁。

老、病、死，而應按照法律規定及勞動合同之約定，對其支付勞動報酬及一定範圍內之保險金。若外國投資者因併購，而須提前解除勞動合同，尚須依相關規定以目標企業之資產支付職工之欠付工資、經濟補償金、未返還之公積金、無法安置職工之社會保險金等[49]。由於中國長期以來社會保險制度不完備，以及企業對相關問題之重視不夠，遺留下來的問題相當多，此為外資併購時相當可觀之隱性成本。

而 2008 年 1 月 1 日中國頒佈施行《勞動合同法》，是一部植基於社會主義市場經濟及和諧勞動關係的法律，偏重於勞工權益的保護，針對該法施行前普遍存在的勞動合同短期化、濫用試用期及勞務派遣形式、任意設立違約金等問題作出具體強制規定[50]，對中國的勞動條件有巨大影響，也造成企業的用人成本壓力及風險均增加[51]。其中，對於企業合併時之勞動關係處理問題，該法第 34 條規定：「用人單位發生合併或者分立等情況，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。」亦即合併後之存續或新設公司原則上須承繼因合併而解散公司之勞動合同，原勞動合同繼續有效，原勞動合同所確立的期限、職位、工資等內容均不變，僅合同主體變更為合併後公司。其中最主要的問題為工齡（即我國《勞動基準法》下之「年資」）之合併計算，工齡長短與醫療期、病假工資、經濟補償金（即我國《勞動基準法》下之「資遣費」）等勞工福利之計算息息相關，故合併後承繼原勞動合同的結果將直接導致多項勞動成本提高[52]。雖然在勞資雙方達成協議之前提下，亦可能變更原合同內容、解除原合同而簽訂新合同或完全解除勞動關係，惟其均須與勞工進行協商且得到勞工同意，仍可能須支付勞工相當之補償金或給予其他優惠始能得到其同意[53]，故仍難以迴避勞動成本增加的問題，外國投資者於進行合併時須

---

[49] 劉國華，外資併購國有企業中職工利益保護的法律缺陷及對策，商業研究，2006 年第 16 期，第 195 至 197 頁。

[50] 芮立新，勞動合同立法的宗旨、背景及主要制度，中國勞動，2007 年 7 月，第 16 至 21 頁。

[51] 廖麟鶴，新勞動合同法對中國企業的影響及應對措施，沿海企業與科技，2009 年第 3 期，第 25 至 27 頁。

[52] 董保華，公司併購中的新話題—勞動合同的承繼，中國人力資源開發，2007 年 9 月，第 80 至 83 頁。

[53] 參《勞動合同法》第 35 條規定及第四章勞動合同的解除及終止（即第 36 條規定以下）。

將原有勞工權利義務安排問題納入投資計畫的考量。

第五章、中國對外資併購的審查監管

中國對外商投資相關立法向來係出於「利用外資」之目的，亦即其試圖利用外資所引進之新技術、管理效率及資金等帶動其國內經濟發展，為確保利用外資之目的能確實達成，同時避免在向外資招手的同時全然施其戒備，中國對外商投資設有各項行政管制措施，即由中國行政部門審查外資得否進入中國，此為外國投資者得順利執行其投資計畫之前提要件。詳言之，其主要包括產業准入審查、反壟斷審查以及國家安全審查，以下分別討論之。

5.1 產業准入審查

5.1.1 具濃厚計畫經濟色彩的產業准入審查

產業准入審查乃將外商投資納入中國總體經濟發展控制範圍，具有濃厚計畫經濟色彩，其將中國產業劃分為四大類，亦即包括鼓勵類、允許類、限制類及禁止類[1]，不同種類之產業適用不同之優惠或限制措施，其他包括資本額等要求則依不同行業別而有特別規定。有關外資的審查依據為《外商投資產業指導目錄》及 2002 年 2 月 11 日中國國務院發布的《指導外商投資方向規定》。除《外商投資產業指導目錄和》和《指導外商投資方向規定》外，商務部或者各地方政府，分別頒布一系列與外資在各行業准入制度的有關規定。其中部分規定是《指導外商投資方向規定》和《外商投資產業指導目錄》的具體實施，有些則突破該二規定之限制，進一步拓寬外資准入的範圍，另有其他屬縮緊外資准入的範圍[2]。

---

[1] 2007 年施行之新《外商投資產業指導目錄》總條目為 478 條，其中鼓勵類 351 條，較 2004 年版增加 94 條，鼓勵類條目增加約 34%。限制類 87 條，禁止類 40 條，分別較 2004 年版增加 9 條和 5 條。技術水準低、污染嚴重等不符科學發展之產業均列入限制類和禁止類。

[2] 例如 2005 年 7 月頒布新《鋼鐵發展產業政策》，外資原則上不允許控制中國的鋼鐵生產企業；此外，《國務院關於加快振興裝備製造業的若干意見》規定：《大型重點骨幹裝備製造企業控股權向外資轉讓時應徵求國務院有關部門的意見。》雖然沒有關閉外資准入的大門，但對外資進入產生重大不利影響。國務院先後對香港特區政府和澳門特區政府簽署《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》和《內地與澳門關於建立更緊密經貿關係的安排》二份重要法律文件，在若干關鍵性的投資領域（如增值電信

按早在 20 世紀 80 年代中期，《外商投資產業指導目錄》就作為一份內部文件實施。1995 年 6 月，國家發展計畫委員會（國家發展改革委員會前身）、國家經濟貿易委員會、對外貿易經濟合作部（商務部前身）會同國務院有關部門首次聯合發布《外商投資產業指導目錄》由此成為中國在規範外商投資、引導進出口貿易方面操作性最強的一部法規。

《外商投資產業指導目錄》歷經 1997 年、2002 年、2004 年及 2007 年等四次修訂，比較各版本之指導目錄，無一例外均係根據中國經濟發展之具體情況而適時調整之結果，每次修訂均發生於中國利用外資之重要時期[3]，觀其內容實為中國經濟發展的縮影，同時也是中國產業政策消長的重要指導依據。1997 年底，為消除亞洲金融危機對中國經濟的不利影響，中國對《外商投資產業指導目錄》進行第一次修訂，對外商投資企業推出更優惠的稅收政策。2001 年中國加入 WTO，因此 2002 年中國對《外商投資產業指導目錄》作相應修訂。2004 年，為配合中國宏觀調控政策，《外商投資產業指導目錄》進一步調整，取消鋼鐵、水泥、電解鋁等領域的鼓勵類政策。

最新版之《外商投資產業指導目錄》於 2007 年 12 月 1 日開始實施，其反映「十一五」以來之中國宏觀政策導向，亦係因應 WTO 過渡期結束而進一步擴大對外開放，主要目的在於利用外資幫助中國進行產業結構升級。觀察最新《外商投資產業指導目錄》內容，可發現有幾點值得注意的變化：一、鼓勵外商投資新能源和環保技術；二、限制或禁止外商投資房地產、高能耗項目和稀缺礦產資源[4]；三、期貨、電網從禁止類變為限制類。

上開《指導外商投資方向規定》及《外商投資產業指導目錄》以及各地方制定之產業指導檔構成中國產業政策之重要內容。此等規定原先乃針對外國投資者於中國設立外商投資企業等「綠地投資」所作之規範，由於

等）率先對香港和澳門地區的投資者開放，大大拓寬了這兩地投資者在中國內地投資的空間範圍。參考李壽雙著，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，第 60 頁。

[3] 袁宏明，解讀外商投資政策新趨勢，中國外資，2007 年 12 月，第 39 頁。

[4] 何鵬、薛黎，我國將禁止外資介入部分重要礦產資源開採，上海證券報，2007 年 11 月 8 日，第 A3 版。

依目前中國規定，外國投資者於中國併購之結果仍須於中國設立或經營外商投資企業，併購後之結果仍須符合中國產業政策之要求，因此投資者應審慎檢視併購交易將涉及何種產業。外國投資者以併購方式或以新設企業方式於中國進行直接投資時，所需遵循之產業政策均相同。

關於外資併購之相關規定中均宣示外商投資須符合中國產業政策之原則。就外資進行股權收購及資產收購者，依 2006 年 9 月 8 日頒布之《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 4 條即規定：「外國投資者併購境內企業，應符合中國法律、行政法規和規章對投資者資格的要求及產業、土地、環保等政策。依照《外商投資產業指導目錄》不允許外國投資者獨資經營的產業，併購不得導致外國投資者持有企業的全部股權；需由中方控股或相對控股的產業，該產業的企業被併購後，仍應由中方在企業中占控股或相對控股地位；禁止外國投資者經營的產業，外國投資者不得併購從事該產業的企業。被併購境內企業原有所投資企業的經營範圍應符合有關外商投資產業政策的要求；不符合要求的，應進行調整。」該規定 2003 年版本第 4 條亦有類似條文；就外資進行合併者，2001 年 11 月 22 日修正實施之《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 5 條第 2 款、第 17 條第 1 款第 2 項分別規定：「公司合併或分立，應符合《指導外商投資方向暫行規定》和《外商投資產業指導目錄》的規定，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獨資、控股或占主導地位。」、「公司與中國內資企業合併必須符合我國利用外資的法律、法規規定和產業政策要求並具備以下條件：（二）投資者符合法律、法規和部門規章對合併後公司所從事有關產業的投資者資格要求」。除此之外，《關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股的通知》第 1 條、《利用外資改組國有企業暫行規定》第 6 條及《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 條等亦有類似之宣示條款。

5.1.2 產業政策之配合

1. 目標企業之經營業務與利用外資產業政策不符合

外國投資者於中國進行直接併購之結果恆為設立或營運外商投資企業，該外商投資企業之基礎為目標企業之股權（股份）或資產。又外國投資者進行併購之結果，無論採用股權收購、資產收購或是合併等方式，依上開《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 4 條、《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 5 條第 2 款及其他相關規定，併購後所設立之外商投資企業所從事之行業均應符合中國利用外資之產業政策。因此，外國投資者於進行併購時應考量目標企業之經營業務內容是否與中國之產業政策相符。

若選定之目標企業其經營業務全部屬於禁止類項目，則外國投資者可能面臨無法併購之情況或須選擇變更經營業務內容。特別在資產收購之情況，由於購買資產及以所購買之資產作為出資設立外商投資企業之間可能有一段時間落差，若目標企業所經營者為禁止類項目，則可能遭致外國投資者無法利用該購得資產作為出資而設立外商投資企業之風險[5]。

2. 目標企業子公司之經營業務與中國之利用外資產業政策不符合

在股權收購之情況下，外國投資者將取得目標企業之股權，如該目標企業原先已有投資而擁有子公司，則併購後外國投資者亦將間接取得該子公司之股權，此時該目標企業之子公司是否亦應符合中國之利用外資產業政策？對此，2006 年 9 月 18 日實施之《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 4 條第 3 款規定：「被併購境內企業原有所投資企業的經營範圍應符合有關外商投資產業政策的要求；不符合要求的，應進行調整。」[6]因此，外國投資者於確立目標企業時，亦應將該目標企業所投資之企業一併納入考量。

在合併的情況，外國投資者透過其在中國之外商投資企業與中國內

[5] 葉軍、鮑治著，外資併購境內企業的法律分析：2008 年增修版，法律出版社，2008 年 1 月版，第 150 頁。

[6] 2003 年版本之《外國投資者併購境內企業暫行規定》第 12 條第 3 款亦有類似規定：「被併購境內公司原有被投資公司的經營範圍應符合有關外商投資產業政策的要求；不符合的，應進行調整。」

資企業（即目標企業）進行合併時，合併後之存續公司或新設公司須符合中國利用外資產業政策要求，因合併之存續公司或新設公司將概括承受原目標企業對其所投資企業之股權或股份，取代原目標企業而成為該投資企業之母公司。由於《關於外商投資企業合併與分立的規定》未對此情況進行規定，因此，依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 55 條第 3 款，亦應「參照」上開第 4 條第 3 款規定辦理，即合併時目標企業之子公司亦須符合產業政策的要求。

5.1.3 產業政策變更問題

前已述及中國頒布產業指導目錄之目的為利用外資協助中國進行產業結構升級，隨著中國實際經濟發展之需要，《外商投資產業指導目錄》迄今已歷經四次主要修訂。由於不同類別的產業受到的投資優惠或限制情形不同，因此其內容變化對於持續進行中之併購交易將會有重大影響，例如原來併購投資對象所涉為鼓勵類，若於併購進行中或併購交易完成後該投資對象所涉產業變更為允許類甚至限制類，則該進行中或已完成之併購交易應如何因應，實有釐清必要。

對此，中國產業政策主管機關即中國國家發展和改革委員會對於因新舊版本指導目錄差異導致之外資優惠政策延續性問題表示，其將執行「老項目老辦法、新項目新辦法」之政策因應[7]。亦即，對於 2007 年 12 月 1 日前核准之外商投資項目，若按 2004 年版本列入鼓勵類者，仍可繼續享受 2004 年版目錄之優惠政策。對於新增之禁止類目錄，亦按照相同原則。合規性批准、已在營運之企業，若被列為禁止類，則該項目得繼續經營。惟若此類企業於 2007 年 12 月 1 日後進行增資擴產、境外融資、引進戰略投資者等，國家發改委將按新「目錄」約束之。

5.1.4 主管機關之確認

2004 年 10 月 9 日中國國家發展和改革委員會頒布《外商投資項目核准

[7] 袁宏明，解讀外商投資政策新趨勢，中國外資，2007 年 12 月，第 40 頁。

暫行管理辦法》，對於產業准入之核准機關、申請檔內容、核准程式等作出明確規定，其目的在於有效引導外商投資項目，使外商投資更能符合中國經濟政策。根據《外商投資項目核准暫行管理辦法》第 2 條[8]，其適用範圍除了中外合資、中外合作、外商獨資等外商投資企業外，亦包括外資併購境內企業、外商投資企業增資等外商投資項目之核准。

依據《外商投資項目核准暫行管理辦法》第 2 至 4 條，依照投資項目類別及投資規模不同，區分其具有核准權限之機關為中央或地方機關。亦即對鼓勵類、允許類項目總投資金額達 1 億美元及對限制類項目總投資金額達 5 千萬美元者，由中國國家發展改革委員會或國務院核准[9]；未達該等金額之投資則由地方或省級發展改革部門核准[10]；惟地方政府仍可能對前開標準另有規定[11]。

惟實務上未必完全依照上開《外商投資項目核准暫行管理辦法》運作，有略過產業准入審查的現象發生。依據 2001 年 7 月 22 日修訂前之《中外合資經營企業法實施條例》第 9 條[12]，欲設立中外合資經營企業之投資者，須先向中國國家發展改革部門呈報合營項目建議書及初步可行性研究報告，並以該部門之意見作為商務部審批中外合資經營企業設立之必要文件。而 2001 年 7 月 22 日修訂之《中外合資經營企業法實施條例》業將前

---

[8] 《外商投資項目核准暫行管理辦法》第 2 條規定：「本辦法適用於中外合資、中外合作、外商獨資、外商購並境內企業、外商投資企業增資等各類外商投資專案的核准。」

[9] 《外商投資項目核准暫行管理辦法》第 3 條規定：「按照《外商投資產業指導目錄》分類，總投資（包括增資額，下同）1 億美元及以上的鼓勵類、允許類項目和總投資 5000 萬美元及以上的限制類項目，由國家發展改革委核准項目申請報告，其中總投資 5 億美元及以上的鼓勵類、允許類項目和總投資 1 億美元及以上的限制類項目由國家發展改革委對專案申請報告審核後報國務院核准。」

[10] 《外商投資項目核准暫行管理辦法》第 4 條第 1 款規定：「總投資 1 億美元以下的鼓勵類、允許類項目和總投資 5000 萬美元以下的限制類項目由地方發展改革部門核准，其中限制類項目由省級發展改革部門核准，此類項目的核准權不得下放。」

[11] 《外商投資項目核准暫行管理辦法》第 4 條第 2 款規定：「地方政府按照有關法規對上款所列專案的核准另有規定的，從其規定。」

[12] 1987 年 12 月 21 日頒布之《中外合資經營企業法實施條例》第 9 條第 1 款規定：「設立合營企業按下列程序辦理：(一)由中國合營者向企業主管部門呈報擬與外國合營者設立合營企業的項目建議書和初步可行性研究報告。該建議書與初步可行性研究報告，經企業主管部門審查同意並轉報審批機構批准後，合營各方才能進行以可行性研究為中心的各項工作，在此基礎上商簽合營企業協議、合同、章程。」

開內容刪除[13]，因此實務上許多申請者即省略向中國國家發產改革部門申請產業核准之程式，而逕向中國商務部門提出合營企業協議、章程、合同等文件進行設立，且得依據商務部門之批准證書辦理相關工商、海關、稅務、外匯管理登記手續[14]。此現象再次映證中國外商投資法規內容不統一所造成之實務困擾，惟謹慎之作法，似仍應進行產業准入審查。

另一問題導因於中國部門間爭奪審批權。蓋依據《外商投資項目核准暫行管理辦法》第 2 條規定，中國對於外商投資的審批是有分工的，由國家發展改革部門負責外資項目的核准，由商務部負責外商投資企業的設立、合同及章程等程式性問題。觀諸《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 21、23 條規定的審批需報送的文件，無論是股權收購還是資產收購，商務部及其省級商務主管部門主要是從外商投資企業的設立、合同及章程等角度進行審批；而就《外商投資項目核准暫行管理辦法》第 5、6 條的外資申請報告及附送文件內容，國家發展改革部門的審核主要是經濟安全、合理利用資源、保護生態環境、保障公共利益、市場准入等方面。

然而，根據《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 12 條的規定，外國投資者併購境內企業取得實際控制權，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；未申報而對國家經濟安全有影響者，商務部將會同有關部門進行干預。另外，從《關於外國投資者併購境內企業的規定》的制訂機關來看，並沒有國家發展和改革委員會[15]。似意味商務部將其審批範圍擴展到國家經濟安全領域，而向來主導外資國家經濟安全審查的國家發展和改革委員會卻被剔除在外，此同時暴露中國外資併購審批立法的混亂，引起部門間審批權的爭奪[16]。此一機關權

---

[13] 對照 2001 年 7 月 22 日修訂之《中外合資經營企業法實施條例》第 7 條。

[14] 葉軍、鮑治著，外資併購境內企業的法律分析：2008 年增修版，法律出版社，2008 年 1 月版，第 135 頁。

[15] 王毅，論我國外資併購審批機制的立法完善，行政法學研究，2008 年第 1 期，第 74 至 75 頁。

[16] 2007 年 2 月，國家發展及改革委員會宏觀經濟研究院出具的《中外合資經營企業法實施條例》報告稱，對於外資併購和產業安全問題建議：設立一個由發改委牽頭，相關部門參與的聯合審查機制」。而此前

限不明且不確定性高的現象，不可避免地導致外國投資者需花費額外成本以確保法令遵循。

5.2 反壟斷審查

5.2.1 以新《反壟斷法》為中心的反壟斷審查

併購交易往往對於市場競爭秩序帶來或重或輕之影響，輕者如母公司對子公司之併購，可能僅涉及單一企業集團之組織重整，重者如投資者透過併購行為將其他市場競爭者納入其版圖中，使其取得特定市場之獨占地位，後者將對整體競爭秩序有嚴重影響，故世界主要國家均制訂相關法律並以公權力介入市場上違反競爭秩序之併購行為，以防止壟斷情事發生。

中國自 1978 年改革開放大量吸引外資，力求藉助外國投資者帶來之先進技術、大量資金而提升國內經濟發展水準。從外國投資者之角度而言，其於中國進行併購之主要誘因之一為積極利用目標企業之原有優勢進而達到迅速拓展中國市場之目的，因此目標企業經常為中國各行業領域之指標企業或所謂「龍頭企業」[17]。然而隨著外國投資者投資版圖擴張，中國亦升起特定市場恐遭外國投資者壟斷之疑慮[18]，尤其中國國家工商行政管理總局於 2004 年底發布的一份《在華跨國公司限制競爭行為表現及對策》報告指出，中國的感光材料、計算機、軟件、手機、照相機、輪胎、軟包裝、零售和飲料等多個行業，都已經由跨國公司占據市場主要份額，形成壟斷之勢，更對各界下了一個震撼彈，催促反壟斷審查制度的建立[19]，但長久以來

主導外資審批的一直是商務部。參見羅曉白，外資併購形勢日緊—發改委和商務部爭審批主導權，時代週刊，2007 年 3 月 5 日。此外，國家發展改革委員會副主任張曉強於 2006 年 12 月召開的全國發展改革系統外資工作會議上，尚指出要建立特殊審查機制，維護國家經濟安全和產業安全，參考徐虞利，發改委：外資併購要建立特殊審查機制，上海證券報，2006 年 12 月 27 日，第 A4 版。

[17] 外資併購的特點包括要求控股、併購對象是行業龍頭企業、未來收益必須超過 15%，參考鄭新立，外資併購「嘴刁胃大」，中國證券報，2006 年 8 月 8 日，A06 版。

[18] 趙樹文、王嘉偉，跨國公司壟斷（限制競爭）行為及反壟斷法規制分析，政治與法律，2007 年第 1 期，第 21 至 22 頁。同時參照白津夫等，「惡意併購」還是「過度敏感」，瞭望新聞週刊，2006 年 5 月 1 日，第 15 至 20 頁。

[19] 王中美，論中國《反壟斷法》對併購的規制，收錄於史建三主編，中國併購法報告（2008 年卷），法律出版社，2008 年 7 月版，第 44 頁。

均缺乏規制反壟斷行為之統一法律。

最早於 2001 年 11 月 22 日頒布之《關於外商投資企業合併與分立的規定》中，規定若外經貿部認為公司合併具有行業壟斷之趨勢或可能形成某種特定商品或服務之市場控制地位而妨礙公平競爭，得於收受相關檔後召集有關部門及機關，對擬合併之公司進行聽證並對該公司及其相關市場進行調查 。惟上述規定僅適用於外商投資企業分立、外商投資企業之間或外商投資企業與內資企業之合併，一般認為其並非典型意義之外資併購反壟斷規定。

直至 2003 年 4 月 12 日施行《外國投資者併購境內企業暫行規定》才真正初步確立中國的外資併購反壟斷控制規範。《外國投資者併購境內企業暫行規定》第 3 條原則性地規定外國投資者併購境內企業不得造成過渡集中、排除或限制競爭；第 19 條規定滿足條件的外資併購「預先申報」程式；第 22 條採取國際通行作法，規定併購反壟斷控制之豁免情形。2006 年 9 月 8 日施行之《關於外國投資者併購境內企業的規定》原則上沿襲了《外國投資者併購境內企業暫行規定》的內容。

然而 2003 年以來《外國投資者併購境內企業暫行規定》下所規定的反壟斷審查主體僅限於外資發動的併購，未免遭致歧視外資的批評聲浪[20]，且併購所帶來的負面限制競爭效益，並不限於由外資發動的併購行為，內資企業所進行的併購一樣可能產生壟斷效果。2005 年至 2007 年間，實務上陸續出現柯達收購東凱、凱雷收購徐工、SEB 收購蘇泊爾、達能與娃哈哈之爭等大規模併購案，在各界大力催促及關注下[21]，中國終於於 2007 年 8 月 30 日通過並於 2008 年 8 月 1 日施行《反壟斷法》，成為中國第一部統一規範反壟斷行為之法律，且一體適用內外資企業。其主要包含傳統反壟斷法（Antitrust Law）下的三大內容：禁止壟斷協議[22]、禁止濫用市場支配地位[23]

[20] 任勇，中國外資併購反壟斷審查立法評述，中國外資，2007 年第 11 期，第 61 頁。

[21] 例如，謝紅霞，防範外資「壟斷性」併購國內上市公司的立法構想，法學，2007 年第 10 期，第 127 頁。

[22] 壟斷協議又稱「卡特爾」，是指兩個以上競爭者相互間達成排除、限制競爭的協議、決定或其他協同

和經營者集中控制制度，該法並根據中國特殊情況對於行政壟斷[24]加以規制。外資併購主要落在《反壟斷法》下第四章「經營者集中」之規範範疇。

亦即，《反壟斷法》第 20 條將經營者集中定義為：「（一）經營者合併；（二）經營者通過取得股權或者資產的方式取得對其他經營者的控制權；（三）經營者通過合同等方式取得對其他經營者的控制權或者能夠對其他經營者施加決定性影響。」第（一）、（二）項情況為典型併購交易模式，第（三）項所規範之情形例如為一企業透過委託經營、聯營等約定與他企業間形成控制關係[25]。以下乃就反壟斷審查的程式面及實體面分別析述之。

5.2.2 反壟斷審查實質標準

按關於外資併購反壟斷審查標準，《外國投資者併購境內企業暫行規定》[26]及《關於外國投資者併購境內企業的規定》[27]中均僅簡略說明有關機

行為，典型的壟斷協議例如：固定或變更商品價格、分割市場、固定轉售價格等。*See* JOHN E. KWOKA JR. AND LAWRENCE J. WHITE (ED.), The Antitrust Revolution: Economics, Competition and Policy, Oxford Unitersity Press 13 (2004).

[23] 濫用市場地位為具有市場支配地位的經營者，濫用其支配地位，從事排除、限制競爭的行為，典型情況例如：無正當理由拒絕相對人進行交易、無正當理由在交易價格等條件上實施差別待遇、搭售等。參 *See* JOHN E. KWOKA JR. AND LAWRENCE J. WHITE (ED.), The Antitrust Revolution: Economics, Competition and Policy, Oxford Unitersity Press 8 (2004).

[24] 中國《反壟斷法》第 8 條禁止行政壟斷而規定：「行政機關和法律、法規授權的具有管理公共事務職能的組織不得濫用行政權力，排除、限制競爭。」並專設第 5 章對濫用行政權力以排除或限制競爭的行為進行列舉，對行政壟斷進行全面規制。《反壟斷法》中關於禁止行政壟斷的規定具有鮮明的國情色彩及濃厚的時代特徵，蓋在中國計劃經濟體制影響下，行政權力廣泛參與並干涉經濟活動，破壞自由、公平的市場競爭秩序，各地方濫用權限謀私益的情形時有所聞，故《反壟斷法》特別對行政壟斷的現象立法禁止，期能扭轉此經濟體制轉變下的流弊。參折喜芳，行政性壟斷的概念反思及其規制，社會科學論壇，2006 年 10 月，第 61 至 63 頁。

[25] 全國人大常委會法制工作委員會經濟法室編，《中華人民共和國反壟斷法》條文說明、立法理由及相關規定，2007 年 9 月版，第 117 頁。

[26] 《外國投資者併購境內企業暫行規定》第 21 條規定：「境外併購有下列情形之一的，併購方應在對外公佈併購方案之前或者報所在國主管機構的同時，向外經貿部和國家工商行政管理總局報送併購方案。外經貿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：（下略）」

[27] 《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 53 條規定：「境外併購有下列情形之一的，併購方應在對外公佈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。

關應審查「是否存在造成境內市場過度集中、妨害境內正當競爭、損害境內消費者權益的情形」，具有高度不確定性，而 2008 年 8 月 1 日施行之《反壟斷法》則對外資併購反壟斷審查提供較具可操作性之標準。

按併購對併購當事人本身及整體社會經濟均有一定正面意義，例如有實施規模經濟、節省交易費用、提高生產效率等好處，《反壟斷法》第 5 條即規定：「經營者可以通過公平競爭、自願聯合，依法實施集中，擴大經營規模，提高市場競爭能力。」乃宣示性肯定自願性經營者集中之實施。

然而，併購為一積極性投資行為，無論透過取得他公司之股份、資產或與他公司合併，均可能造成併購之一方取得對特定市場之支配力或對特定市場構成壟斷，一旦其取得市場支配力，則很有可能濫用之，造成排除或限制競爭之效果。換言之，《反壟斷法》所禁止者為造成排除或限制競爭之併購行為。《反壟斷法》第 27 條規定：「審查經營者集中，應當考慮下列因素：（一）參與集中的經營者在相關市場的市場份額及其對市場的控制力；（二）相關市場的市場集中度；（三）經營者集中對市場進入、技術進步的影響；（四）經營者集中對消費者和其他有關經營者的影響；（五）經營者集中對國民經濟發展的影響；（六）國務院反壟斷執法機構認為應當考慮的影響市場競爭的其他因素。」外資併購是否構成排除或限制競爭效果而應禁止之，首先應界定相關市場，進而應綜合判斷併購交易完成後之是否取得市場支配力而有禁止之必要。

1. 相關市場之界定

根據經濟合作暨發展組織（OECD）指出「界定『相關』市場為任何類型競爭分析的出發點（The starting point in any type of competition analysis is the definition of the “relevant” market.）」[28]，由此可知，相關市

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：（下略）」

[28] OECD: Glossary of Industrial Organization Economics and Competition Law, at 54, available at: http://www.oecd.org/dataoecd/8/61/2376087.pdf

場之劃分為競爭問題分析之核心。相關市場界定得越狹窄，被調查對象於該市場所占比例將越高，因此越可能被認定對公平競爭有所影響，導致審查機關限制該併購行為之機率越高。因此，相關市場界定之寬窄對於判斷一併購交易是否構成壟斷效果，深具關鍵性。中國對於相關市場之認定基礎為《反壟斷法》第 12 條第 2 項，其規定：「本法所稱相關市場，是指經營者在一定時期內就特定商品或者服務（以下統稱商品）進行競爭的商品範圍和地域範圍。」

由該規定可知，相關市場包括兩基本面向，(1)產品市場，即相互間存在競爭之產品範圍；(2)地理市場，即相互間存在競爭產品所在之地理區域。然而，該規定並未細緻說明特定商品或服務「進行競爭的商品範圍和地域範圍」之具體判斷標準，因此學理上參考美國、歐盟等對於相關市場之界定方式進一步加以闡釋。

相關產品市場是由能夠與否種商品或服務發生競爭關係的同類商品或緊密替代品所組成的市場[29]。主要是根據性能、用途及其價格，自消費者角度判斷可以相互交換或相互替代的所有商品或服務。換言之，相關產品市場之判斷基礎為替代性之有無，若兩商品間具有替代性，則該兩商品屬於同一產品市場。例如，同具有通訊功能之手機和家用電話間，消費者不會因手機價格調高而選擇購買家用電話，因此手機和家用電話間不具替代性，手機和家用電話非屬於相關產品市場。

其次，相關地理市場是指一種產品與其同類產品和其所有緊密替代品進行競爭之地理區域[30]。只有在相關地理市場中，相關產品才能互相競爭。於界定地理市場時，往往須考慮產品特性、運輸成本、消費者便利、語言風俗等因素，其範圍可能很大或很小。例如食品、零售等與日常消費息息相關的產業，其地理市場偏向為地區性市場；至於資本、技術密集型產品市場，其地理市場可能為全球市場。

---

[29] 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，第 51 頁。

[30] 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，第 52 頁。

此外，上開規定所謂「一定時期內」，係指對時間對相關市場界定的限定因素，因對於某些季節性變化較強之市場中（如水果），市場可能隨時間推移而發生變化。因此於界定相關市場時，亦應將時間因素考量在內。

誠如前述，上述關於相關產品市場及地理市場之具體判斷標準為參考歐美先進國家所為之學理探討，《反壟斷法》第 12 條第 2 項關於相關市場之規定尚屬原則性之規定，於相關施行細則頒布之前，中國反壟斷審查機關對於相關市場界定之寬嚴與否尚具許多不確定性，甚值外國投資者注意。

2. 市場份額與市場集中度

一般認為併購當事人於相關市場之市場份額（即市占率）為判斷是否具有市場支配力之首要考量因素，市場份額越大，越可能有支配市場的力量。許多國家立法例[31]均對取得相關市場中一定比例以上市場份額之企業推定為具備市場支配力。《反壟斷法》亦以市場份額大小為考量市場支配力之首要因素，但非絕對因素，其第 19 條即規定：「有下列情形之一的，可以推定經營者具有市場支配地位：（一）一個經營者在相關市場的市場份額達到 1/2 的；（二）兩個經營者在相關市場的市場份額合計達到 2/3 的；（三）三個經營者在相關市場的市場份額合計達到 3/4 的。有前款第二項、第三項規定的情形，其中有的經營者市場份額不足 1/10 的，不應當推定該經營者具有市場支配地位。被推定具有市場支配地位的經營

[31] 例如德國反對限制競爭法第 19 條第 3 款規定：「一個企業至少占有 1/3 市場份額者，推定其具有市場支配地位。符合下列條件而由多個企業組成的集團視為具有市場支配地位：1. 該集團由 3 個或 3 個以下企業組成，其共同占有 50%之市場份額，或 2. 該集團由 5 個或 5 個以下企業組成，其共同占有 2/3 之市場份額，但此等企業能證明於此競爭條件下，其能發展實質競爭，或此等企業於總體上對於其他競爭者不具突出市場地位者，不在此限。」我國公平交易法第 5 條之 1 規定：「事業無左列各款情形者，不列入前條獨占事業認定範圍：一、一事業在特定市場之占有率達 1/2。二、二事業全體在特定市場之占有率達 2/3。三、三事業全體在特定市場之占有率達 3/4。有前項各款情形之一，其個別事業在該特定市場占有率未達 1/10 或上一會計年度事業總銷售金額未達新臺幣 10 億元者，該事業不列入獨占事業之認定範圍。事業之設立或事業所提供之商品或服務進入特定市場，受法令、技術之限制或有其他足以影響市場供需可排除競爭能力之情事者，雖有前 2 項不列入認定範圍之情形，中央主管機關仍得認定其為獨占事業。」

者，有證據證明不具有市場支配地位的，不應當認定其具有市場支配地位。」

其次，市場集中度另為一項與市場份額相關之判斷市場支配力標準，其係指相關市場上市場份額的集中程度，通常使用相關市場中之經營者數量與此等經營者所占市場份額所組成之函數表示。一般而言，相關市場之市場集中度越高，於該相關市場進行併購交易越可能導致排除或限制競爭效果，因此越可能遭受主管機關干預。市場集中度對市場結構之分析比直接以市場份額大小為判斷時更為科學、細緻，因此廣泛被認為係判斷是否取得市場支配力之重要標準。[32]目前測算判斷市場集中度之主要指標為美國 HHI 指數（Herfindahl-Hirschman Index），即將相關市場上所有參與者各自的市場份額平方後再相加，《反壟斷法》之立法理由及說明中亦對此測算方法有詳細闡述[33]。但此一衡量方法對數據之要求很高，中國目前採用此方法面臨相當之數據取得困難。

按市場份額比例及市場集中度均對市場支配力之判斷提供一個相對明確客觀的標準，然依市場份額與市場集中度之定義可知，「相關市場」之界定對於判斷市場份額大小與市場集中度均有決定性影響，相關市場界定得越狹窄，商品所占市場份額即越大，市場集中度亦越高，則越可能被推定為具有市場支配地位。對外國投資者而言，《反壟斷法》引進市場份額及市場集中度之概念，雖使併購交易之實質審查標準較為客觀，惟反壟斷審查機關對於相關市場界定採取立場之寬嚴，仍左右市場支配力有無之

---

[32] 吳漢洪，中國《反壟斷法》有效實施的基本保障--《中國企業橫向併購指南》探討，收錄於史建三主編，中國併購法報告（2008 年卷），法律出版社，2008 年 7 月版，第 28 至 30 頁。

[33] 全國人大常委會法制工作委員會經濟法室編，《中華人民共和國反壟斷法》條文說明、立法理由及相關規定，2007 年 9 月版，第 178 頁。根據 HHI 指數，反壟斷執法機關將相關市場之市場集中度分為三種狀態：1. HHI 不足 1000 點：為沒有形成集中之市場，在該市場上所為之併購交易不具有排除、限制競爭之效果；2. 併購交易後 HHI 在 1000 點至 1800 點之間；該市場為中度集中市場，在該市場上，若併購交易使市場之 HHI 較集中前提高低於 100 點，併購交易將不具排除或限制競爭效果；反之，併購交易可能嚴重影響有效競爭。3. 併購交易後 HHI 達到 1800 點以上：該市場為高度集中市場，在該市場上，若併購交易使市場之 HHI 較集中前提高低於 50 點，併購交易不具有排除或限制競爭效果；反之，併購交易可能嚴重影響有效競爭。

判斷。

值得一提者為，判斷市場份額比例及市場集中度需要仰賴具權威性之市場統計數據作為審查依據，在中國市場調查行業誠信欠佳，缺乏有公信力市場統計數據的情況下[34]，反壟斷審查制度是否能有效運作，不無疑問。

3. 其他因素

除上開市場份額與市場集中度外，《反壟斷法》第 27 條亦例示說明其他三項於審查併購交易之考量因素，包括對市場進入[35]、技術進步之影響、對消費者及其他有關經營者之影響、對國民經濟發展之影響等，另有「影響市場經濟的其他因素」之概括條款。

首先，市場進入之難易程度決定潛在競爭者存在之可能性，併購當事人雖因併購交易而取得市場支配力，惟若相關市場進入障礙極低，則潛在競爭者將很快進入該市場，使意圖濫用市場支配力者無利可圖，降低排除或限制競爭之可能性。中國特殊的市場進入障礙為行政性障礙，有學者將由行政性障礙造成的行政性壟斷概括分為三種型態[36]：（1）行政機關濫用行政權力導致壟斷的行為；（2）地方政府分割地域市場形成地域性的壟斷市場結構的行為；（3）包括自然壟斷行業的特定行業的主管部門和經營者濫用其法定優勢地位限制市場競爭的行為。部門壟斷和地方封鎖等類型障礙是中國計劃經濟的產物，源於過去的經濟體制。

其次，就對消費者及其他有關經營者之影響而論，其所探討者為併購交易對於消費者權益及相關市場競爭秩序之維護，此面向實為競爭法規範併購交易之主要目的，一併購交易應否限制亦應將對消費者及相關市場競爭秩序之因素加以考量。再者，就對國民經濟發展之影響而言，此則屬

[34] 梅新育，中國外資併購反壟斷條款的缺陷及其彌補，國際貿易，2007 年第 12 期，第 57 頁。

[35] 可參考呂薇，從企業併購準則看美國反壟斷法的實施，改革，2002 年第 3 期，第 121 頁。

[36] 王為農，中國反壟斷法立法的若干基本問題，載王曉曄、伊從寬主編，競爭法與經濟發展，社會科學文獻出版社，第 144 頁。

公共利益維護之範疇，依《反壟斷法》之立法理由及說明[37]，中國反壟斷審查機關於審查時亦將考量併購交易與促進中國社會主義市場經濟發展之關係，要求併購交易不僅需「充分發揮反壟斷法提高經濟運行效率的重要作用」，亦應「有效地實施產業政策和其他經濟政策，促進特定行業的發展和優化國家的產業結構」，此一說明亦呼應中國利用外資之一貫政策[38]。

4. 禁止與否之決定

按反壟斷審查機關綜合考量《反壟斷法》第 26 條所定之各項因素後，如認為併購結果將具有排除、限制競爭效果或有排除、限制競爭效果之虞者，將作成禁止該併購交易之決定，《反壟斷法》第 28 條本文定有明文[39]。然而，《反壟斷法》第 28 條但書規定：「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。」據該但書規定，外國投資者若已盡舉證責任證明該併購交易所帶來之有利影響大於不利影響，或符合社會公共利益者，即便併購交易對市場競爭秩序有不利影響，亦應准許該併購交易。惟外國投資者成功證明之可能性，應保守看待。

5.2.3 反壟斷審查程式規範

中國外資併購反壟斷程式規範主要包含事前申報制度與審查制度，原則上符合相關規定之申報義務人應向反壟斷審查機關申報，送交法定文件，由反壟斷審查機關於法定期限內進行審查，然而《反壟斷法》或《關於外國投資者併購境內企業的規定》均就外資併購之申報審查制度設有規

---

[37] 全國人大常委會法制工作委員會經濟法室編，《中華人民共和國反壟斷法》條文說明、立法理由及相關規定，2007 年 9 月版，第 180 頁。

[38] 關於反壟斷審查實質標準的綜合效益判斷，可參考胡平，外資併購的反壟斷規制，國際經濟合作，2004 年第 11 期，第 60 頁。

[39] 《反壟斷法》第 28 條本文規定：「經營者集中具有或者可能具有排除、限制競爭效果的，國務院反壟斷執法機構應當作出禁止經營者集中的決定。」

定，則外資併購時應適用《反壟斷法》或《關於外國投資者併購境內企業的規定》之相關規定進行反壟斷申報審查，不無疑問。

蓋中國之立法經驗往往為先在某一領域制定層級較低之規範性檔，而後根據具體實施情形與執法經驗，再制定完善、統一、效力層次較高之法令。中國反壟斷法律制度即為最佳例證，其先於包括《外國投資者併購境內企業暫行規定》在內效力較低之規範性文件中就反壟斷之申報審查制度加以規定，其後並頒布一系列相關部門規章及指南性檔[40]，遲至 2008 年 8 月 1 日始施行一部完整規範反壟斷行為之《反壟斷法》。基於法律優位性原則及新法優於舊法原則，外資併購之反壟斷申報審查應以一體適用於內外資企業之《反壟斷法》為適用基準，然而《反壟斷法》對特定議題之處理可能不如《關於外國投資者併購境內企業的規定》等相關規定來得清楚具體，另一方面可能互有衝突之處，相關規定之間如何銜接適用，有待釐清，此先敘明。

以下乃針對具體外資併購反壟斷審查之程式規範析述之：

1. 反壟斷審查之啟動標準及事前申報制度

(1) 原則上營業額達法定標準時須進行事前申報

自 2003 年《外國投資者併購境內企業暫行規定》所建立之外資併購反壟斷審查機制中，即對外資併購設有事先申報制度，2008 年 8 月 1 日之《反壟斷法》亦沿襲此事先申報制度。

依《反壟斷法》規定，原則上併購交易當事人經濟規模達到法定標準時，該併購交易須受反壟斷審查，以營業額作為衡量經濟規模之單一標準。按《反壟斷法》第 21 條規定：「經營者集中達到國務院規定的申報

[40] 例如 2006 年 5 月 8 日，商務部條法司頒布《關於外國投資者併購境內企業反壟斷審查報告的指南》，規定外資併購反壟斷申報的時間、文件及程序。該《指南》於 2007 年 3 月 8 日被《外國投資者併購境內企業反壟斷申報指南》取代《關於外國投資者併購境內企業反壟斷審查報告的指南》，對於外資併購反壟斷申報之具體程序有更詳細之規定。

標準的，經營者應當事先向國務院反壟斷執法機構申報，未申報的不得實施集中。」申報標準未於《反壟斷法》中具體明定的原因，乃是因為中國全國人大常務委員會在審議該法草案過程中，對於申報標準有太大爭議，且為配合經濟社會發展保留彈性，因此授權國務院規定申報標準並適當調整[41]。

根據該條規定，國務院於 2008 年 8 月 1 日公佈施行《國務院關於經營者集中申報標準的規定》，其第 3 條第 1 款對於申報法定標準作如下規定：「經營者集中達到下列標準之一的，經營者應當事先向國務院商務主管部門申報，未申報的不得實施集中：（一）參與集中的所有經營者上一會計年度在全球範圍內的營業額合計超過 100 億元人民幣，並且其中至少兩個經營者上一會計年度在中國境內的營業額均超過 4 億元人民幣;（二）參與集中的所有經營者上一會計年度在中國境內的營業額合計超過 20 億元人民幣，並且其中至少兩個經營者上一會計年度在中國境內的營業額均超過 4 億元人民幣。」由於營業額為衡量一經濟實體經濟力之重要指標，因此採用以客觀、明確營業額作為反壟斷審查機制啟動之標準。

上開第二項規定所有併購方前一會計年度在中國境內營業額合計超過 20 億元，及其中至少兩併購方超過 4 億元之申報門檻，對大型台商而言極易觸及。例如台灣旺旺集團於 2008 年以中國旺旺控股有限公司在香港上市（香港股票代碼：0151），並於 2009 年 4 月 28 日在台發行存託憑證（TDR），而依我國證券交易所公開資訊觀測站之公開說明書顯示[42]，中國旺旺控股有限公司於 2008 年度在中國的營業額即高達 14.5229 億美元，相當於將近 100 億人民幣，故大型台商欲於中國以併購方式擴張版圖時，需注意是否達上開申報標準而須受中國反壟斷審查之檢驗。

關於營業額之範圍，可參考《經營者集中申報暫行辦法（徵求意見稿）》（意見回饋截止日期為 2009 年 2 月 16 日）第 4 條第 1 款規定：「營

[41] 王曉曄，《中華人民共和國反壟斷法》中經營者集中的評析，法學雜誌，2008 年第 1 期，第 3 頁。

[42] http://doc.twse.com.tw/pdf/200904_9151_B1e_20090630_165947.pdf, at 32 (last visted on June 30, 2009)

業額包括相關經營者上一會計年度內銷售產品和提供服務所獲得的收入,扣除各項稅金及其附加,但企業所得稅、允許抵扣的增值稅不予扣除。」又同條第 2 款對所謂「在中國境內」定義為:「《國務院關於經營者集中申報標準的規定》第 3 條所稱『在中國境內』是指經營者提供產品或服務的買方所在地在中國境內。為本辦法目的,來自香港特別行政區、澳門特別行政區和臺灣地區的營業額不視為來自中國境內的營業額。」故依該徵求意見稿,除台灣之營業額不屬於來自中國境內之營業額外,香港、澳門地區之營業額亦不計入在內,該辦法之後續發展值得觀察。

中國國務院可能隨著經濟發展情況而須訂新的申報法定標準,因此外國投資者於進行併購交易時須隨時注意該法定標準是否有所更新。其次,《國務院關於經營者集中申報標準的規定》規定之營業額申報標準原則上乃一體適用於所有行業、領域,但考量特定行業、領域之資產構成比例較為複雜,因此其對於特定行業(包括銀行、保險、證券、期貨等)之營業額計算標準將另行規定具體辦法[43]以資適用,惟目前相關辦法仍未制定。因此,外國投資者於進行併購交易計算是否達到反壟斷申報標準時,若外國投資者本身或目標企業涉及上開特殊行業時,應特別注意是否對營業額有特殊計算方式。

(2) 營業額未達法定標準門檻但仍受反壟斷審查之例外

例外情形為,即便參與併購交易當事人之營業額未達上開申報標準,仍有可能須進行反壟斷審查。依《國務院關於經營者集中申報標準的規定》第 4 條規定:「經營者集中未達到本規定第 3 條規定的申報標準,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,國務院商務主管部門應當依法進行調查。」蓋併購當事人之營業額雖未達上開標準,併購交易仍有可能造成排除或限制競

[43] 《國務院關於經營者集中申報標準的規定》,其第 3 條第 2 款:「營業額的計算,應當考慮銀行、保險、證券、期貨等特殊行業、領域的實際情況,具體辦法由國務院商務主管部門會同國務院有關部門制定。」

爭效果之疑慮，例如在併購當事人所處行業營業額一般並不高，但其所占市場份額仍相當高之情況，此時反壟斷審查機關仍有主動介入調查之可能。《經營者集中申報暫行辦法（徵求意見稿）》（意見回饋截止日期為 2009 年 2 月 16 日）有進一步規定[44]。此外，《關於外國投資者併購境內企業的規定》亦有類似規定[45]。

準此，併購當事人即便營業未達上開《國務院關於經營者集中申報標準的規定》第 3 條之法定申報標準，仍有受中國反壟斷審查機關主動進行調查之風險。為避免併購交易進行當中突遭反壟斷審查並因而導致併購交易中斷或被禁止，最好能於併購交易實施之前盡早向反壟斷審查機關諮詢並進行溝通確認[46]，尋求實務指引。

(3) 與《關於外國投資者併購境內企業的規定》間之法律適用問題

上開《反壟斷法》與其附屬規定對於反壟斷審查之啟動原則上以營業額之大小為單一衡量標準。然而，《關於外國投資者併購境內企業的規定》則以營業額、併購數目及市場佔有率等三項標準作為反壟斷審查啟動之原則性標準，其第 51 條第 1 款規定：「外國投資者併購境內企業有下列情形之一的，投資者應就所涉情形向商務部和國家工商行政管理總局報告： (一) 併購一方當事人當年在中國市場營業額超過 15 億元人民幣；

---

[44] 《經營者集中申報暫行辦法（徵求意見稿）》（意見回饋截止日期為 2009 年 2 月 16 日） 第八條 【未達標準集中的申報和調查】經營者集中未達到《國務院關於經營者集中申報標準的規定》第三條規定的申報標準，但按照規定程序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，商務部應當依法進行調查。收集事實和證據的程序另行規定。經營者集中未達到《國務院關於經營者集中申報標準的規定》第三條規定的申報標準，參與集中的經營者可以自願提出經營者集中申報，商務部經審查後認為有必要受理的，可以作出受理的決定，按照《反壟斷法》的規定進行審查並作出決定。在前款所述申報和審查期間，參與集中的經營者可自行決定是否暫停實施其集中交易，並承擔相應的後果。」

[45] 《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 51 條第 2 款規定：「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。」

[46] 史建三，《反壟斷法》的時空運籌與後續思考—以經營者集中為視角，收錄於史建三主編，中國併購法報告（2008 年卷），法律出版社，2008 年 7 月版，第 40 至 41 頁。

(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佔有率已經達到 20%；(四) 併購導致併購一方當事人在中國的市場佔有率達到 25%。」外國投資者於中國進行併購時應依《反壟斷法》與其附屬規定或依《關於外國投資者併購境內企業的規定》所設標準決定其有無申報義務，非無疑義。

其次，《反壟斷法》與其附屬規定係以「參與集中的所有經營者」作為計算營業額之主體，於外資併購之情形，則指併購當事人即併購方（即外國投資者）與被併購方（即目標企業）而言[47]。惟《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 51 條第 3 款則規定：「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。」姑不論該條所謂「有關聯關係的企業」內涵不甚明確[48]，在《關於外國投資者併購境內企業的規定》下判斷有無申報義務時亦須將關聯企業考量在內，此與《反壟斷法》與其附屬規定所述僅須考量併購當事人作為申報義務判斷標準之情況不同[49]。

針對上述問題，目前中國實務對外資併購似以《反壟斷法》與其附屬規定所設標準作為確立申報義務有無之準據，然而，為求謹慎，特別在營業額未達《反壟斷法》與其附屬規定所設標準，但併購數目及市場佔有率達《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 51 條第 1 款規定之標準時，或併購當事人之關聯企業之營業額合併計算時達到《反壟斷法》與其附屬規定所設標準時，外國投資者仍應主動與中國反壟斷審查機關協商確認為妥[50]。

---

[47] 按併購當事人與進行併購交易買賣雙方可能不同，例如於外國投資者受讓目標企業股東之股權時，賣方為持有目標企業股權或股份之股東，此時併購當事人與進行併購交易之買賣雙方並不一致。

[48] 例如是否以持股比例或控制權有無判斷何者屬其關聯企業，其持股比例多少始構成關聯企業，以及是否僅限「外國投資者」之關聯企業，或亦包括「目標企業」之關聯企業等問題。可參照 2007 年 3 月 9 日實施之《外國投資者併購境內企業反壟斷申報指南》，其第 3 條（五）要求申報「併購各方」之關聯企業名單及其簡介。

[49] 應注意者為，反壟斷審查機關商務部反壟斷局於 2009 年 1 月 7 日頒布之《關於經營者集中申報文件資料的指導意見》第 3 條仍要求申報義務人提供「與集中各方存在關聯關係的企業和自然人名單和簡介」。

[50] 參照《經營者集中申報暫行辦法（徵求意見稿）》（意見回饋截止日期為 2009 年 2 月 16 日）第 9 條【申報前商談】規定：「在正式申報前，參與集中的經營者可就集中申報的相關問題向商務部申請商談。」

2. 審查機關

(1) 由商務部反壟斷局進行外資併購之反壟斷審查

中國國務院依《反壟斷法》第 9 條[51]設置反壟斷委員會，主要負責「組織、協調、指導反壟斷工作」，其執法工作乃由國務院之組成部門或直屬機構等三個部門分別進行。申言之，外資併購所涉及之經營者集中行為由商務部反壟斷局[52]進行審查，商務部並承擔《反壟斷法》規定之國務院反壟斷委員會具體工作[53]。至於《反壟斷法》下所規定之其他排除或限制競爭行為，則由國家發展和改革委員會[54]及國家工商行政管理總局[55]進行審查。因此，符合申報條件之適格併購當事人應向商務部反壟斷局依相關規定進行事前申報，由商務部反壟斷局負責受理及審查經營者集中申報之具體執法工作。

(2) 與《關於外國投資者併購境內企業的規定》間之法律適用問題

然而，根據《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 51 條規定，符合申報條件之申報義務人應向商務部「及」國家工商行政管理總局提出反壟斷申報，其等為外資併購反壟斷審查[56]之共同審查機關，審查程式由

---

[51] 《反壟斷法》第 9 條規定：「國務院設立反壟斷委員會，負責組織、協調、指導反壟斷工作，履行下列職責：（一）研究擬訂有關競爭政策；（二）組織調查、評估市場總體競爭狀況，發佈評估報告；（三）制定、發佈反壟斷指南；（四）協調反壟斷行政執法工作；（五）國務院規定的其他職責。國務院反壟斷委員會的組成和工作規則由國務院規定。」，並批准印發《國務院反壟斷委員會工作規則》。

[52] 根據 2008 年 8 月經國務院批准之《商務部主要職責內設機構和人員編制規定》（即所謂「三定」規定，「三定」係指是對國務院部門主要職責、內設機構和人員編制規定的簡稱，是國務院的規範性文件，是各部門履行職能的重要依據），商務部下設置反壟斷局，負責「依法對經營者集中行為進行反壟斷審查；指導我國企業在國外的反壟斷應訴工作；開展多雙邊競爭政策國際交流與合作」，其網站請參 http://www.mofcom.gov.cn/?1053263271=183114795。

[53] 參《商務部主要職責內設機構和人員編制規定》第五、其他事項下第（一）點規定。

[54] 國家發展和改革委員會下成立價格監督檢查司，負責「依法查處價格違法行為和價格壟斷行為」，其網站請參http://jjs.ndrc.gov.cn/default.htm。

[55] 國家工商行政管理總局下成立反壟斷與不正當競爭執法局，負責壟斷協議、濫用市場支配地位、濫用行政權力排除限制競爭方面的反壟斷執法工作，其網站請參http://工商總局.cn/zzjg/jgsz/200901/t20090113_5129.html。

[56] 按商務部於 2004 年於條法司內設立反壟斷調查辦公室，負責有關反壟斷之立法、調查工作。

雙方主持，最後由雙方共同作出批准併購與否之決定，並以共同名義對外公佈審查決定。惟過去實務向來有若申報義務人僅向其中一機關進行申報時，申報時點如何起算等問題[57]，此等向兩不同機關進行申報之規定過度加重申報義務人之負擔，不甚合理。

於《反壟斷法》實施後，外資併購時符合申報條件之申報義務人應僅須依《反壟斷法》及相關規定，向商務部反壟斷局提出申報即可。《經營者集中申報暫行辦法（徵求意見稿）》（意見回饋截止日期為 2009 年 2 月 16 日）第 2 條規定：「中華人民共和國商務部是經營者集中反壟斷審查的執法機構，負責經營者集中反壟斷申報的受理和審查工作。受商務部指派，商務部反壟斷局承擔受理和審查經營者集中申報的具體執法工作。」可資參照。

3. 申報義務人

(1) 概說

按依《反壟斷法》第 21 條規定，外資併購符合申報標準時，應由「經營者」事先向反壟斷審查機關申報，然而具體情況應由併購方或被併購方（或轉讓股權之股東）負擔申報義務，不甚明確。

對此，《經營者集中申報暫行辦法（徵求意見稿）》（意見回饋截止日期為 2009 年 2 月 16 日）第 10 條試圖解決此一問題並初步規定：「通過合併方式實施的經營者集中，由參與合併的各方經營者申報；其他方式的經營者集中，由取得控制權或施加決定性影響的經營者申報，其他經營者予以配合。申報義務人（下稱“申報人”）未進行集中申報的，其他參與集中的經營者可以提出集中申報。申報人可以自行申報，也可依法委託他人代理申報。」依該規定，合併時應由參與合併之各方經營者申報，應係指合併當事人共同申報。至於外國投資者股權收購或資產收購之情形，

[57] 葉軍、鮑治著，外資併購境內企業的法律分析：2008 年增修版，法律出版社，2008 年 1 月版，第 422 頁。

該規定稱應「由取得控制權或施加決定性影響的經營者申報」，本文認為應係指由併購方即外國投資者負擔申報義務，惟申報檔涉及目標企業內部資訊者，例如目標企業營業額等資料，應由目標企業配合提出，無論為合意或敵意併購皆然。該規定亦不排除由非申報義務人即被併購方提出申報。

(2) 與《關於外國投資者併購境內企業的規定》間之法律適用問題

按《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 51 條第 1 款規定：「外國投資者併購境內企業有下列情形之一的，投資者應就所涉情形向商務部和國家工商行政管理總局報告：（下略）」該條所稱負擔申報義務之「投資者」所指為何，亦不甚明確。2008 年 3 月 8 日商務部條法司反壟斷調查辦公室所頒布之《外國投資者併購境內企業反壟斷申報指南》則說明申報義務人原則上為併購方，但「根據案件的具體情況也可以是非併購方」。該指南適用之結果實際上與《反壟斷法》及附屬法規之適用結果應無太大差異，原則上外國投資者均應盡量尋求目標企業之配合提出申報資料。

4. 申報文件

關於反壟斷申報所需呈送之文件，《反壟斷法》第 23 條設有規定：「經營者向國務院反壟斷執法機構申報集中，應當提交下列文件、資料：（一）申報書；（二）集中對相關市場競爭狀況影響的說明；（三）集中協議；（四）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；（五）國務院反壟斷執法機構規定的其他文件、資料。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。」該等檔不齊備者得於期限內補正[58]。關於檔不齊備所導致之風險，詳如以下審查期限乙節之論述。

《經營者集中申報暫行辦法（徵求意見稿）》（意見回饋截止日期

[58] 《反壟斷法》第 24 條規定：「經營者提交的文件、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文件、資料。經營者逾期未補交文件、資料的，視為未申報。」

為 2009 年 2 月 16 日)第 11 條至第 15 條對於具體申報檔、申報檔之形式、檔之補充、提出虛偽檔之處罰[59]等，有進一步規定。實務運作上，商務部反壟斷局亦於 2009 年 1 月 7 日發布《關於經營者集中申報檔資料的指導意見》，詳細列出須申報之項目並提供申報表格式，便於申報義務人遵循。

5. 審查期限與審查決定

(1) 《反壟斷法》下之兩階審查及審查決定

《反壟斷法》下之反壟斷審查分為以下兩個階段：

a. 第一階段：30 日

按《反壟斷法》第 25 條規定：「國務院反壟斷執法機構應當自

[59] 《經營者集中申報暫行辦法（徵求意見稿）》（意見回饋截止日期為 2009 年 2 月 16 日）第 11 條【申報文件資料】規定：「申報的文件、材料包括但不限於如下內容：（一）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。申報人的身份證明或註冊登記證明，境外申報人須提交當地公證機關的公證文件和相關的認證文件。委託代理人申報的，應當提交經申報人簽字的授權委託書。（二）集中對相關市場競爭狀況影響的說明。具體包括：集中交易概況；相關市場界定；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；主要競爭者及其市場份額；市場集中度；市場進入；行業發展現狀；集中對市場競爭結構、行業發展、技術進步、國民經濟發展、消費者以及其他經營者的影響；集中對相關市場競爭影響的效果評估及依據；有關方面的意見，如地方政府和主管部門的意見等。（三）集中協議及相關文件。具體包括：各種形式的集中協議文件，如協議書、合同以及相應的補充文件等；支援集中協定的各類報告，如集中交易的可行性研究報告、盡職調查報告、行業發展研究報告、集中策劃報告以及交易後前景發展預測報告等。（四）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。（五）商務部要求提交的其他文件、資料。申報人不能提交前款規定的部分文件、資料的，應當向商務部說明理由。」第 12 條【自願提供文件資料】規定：「除本規定第 11 條要求提供的文件、資料外，申報人可以自願提供有助於商務部對該集中進行審查和做出決定的其他文件、資料。」第 13 條 【文件資料的形式要求】規定：「申報人提交紙質申報文件、資料的同時，應提交內容相同的光碟電子文文件。為提高工作效率，申報文件、資料應合理編排以方便查閱。申報人應當提交中文撰寫的文件、資料。文件資料的原件是外文書寫的，應提交中文翻譯件並附外文原件。文件、資料為副本、影本或傳真件的，應根據商務部的要求出示原件供驗證。申報人應同時提交申報文件資料的公開版本和保密版本。申報人應當對申報文件資料中的商業秘密和其他需要保密的資訊進行標注。」第 14 條【文件資料的核查和補充】規定：「申報人應當提交完備的文件、資料，商務部應對申報人提交的文件、資料進行核查。商務部發現申報的文件資料不完備的，可以要求申報人在規定期限補交文件資料。申報人逾期未補交的，視為未申報。」第 15 條【虛假文件資料的處理】規定：「申報人故意隱瞞重要情況或者提供虛假資訊的，商務部有權不予受理，已經受理的有權撤銷，並依照《反壟斷法》第 52 條的規定進行處罰。」

收到經營者提交的符合本法第 23 條規定的檔、資料之日起 30 日內，對申報的經營者集中進行初步審查，作出是否實施進一步審查的決定，並書面通知經營者。國務院反壟斷執法機構作出決定前，經營者不得實施集中。國務院反壟斷執法機構作出不實施進一步審查的決定或者逾期未作出決定的，經營者可以實施集中。」依該規定，第一階段之審查期限為 30 日，此一期間通常稱為等待期。若反壟斷審查機關於審查期任何時點積極作出不進一步審查之決定，或於審查期屆滿後消極未作任何決定者，均為通過反壟斷審查。如反壟斷審查機關認為有進一步審查之必要而積極作出進一步審查之決定者，則進入第二階段。

應特別注意者為，此第一階段之起算時點非為申報義務人之申報日，而係以反壟斷審查機關認定申報文件亦全數齊備之日作為起算時點，即反壟斷審查機關於認定申報檔符合《反壟斷法》第 23 條之標準後，始立案審查。《經營者集中申報暫行辦法（徵求意見稿）》（意見回饋截止日期為 2009 年 2 月 16 日）第 16 條規定可資參照：「商務部經審查認為申報的經營者集中達到法定申報標準，申報檔資料符合相關要求的，應當自收到完整的申報檔、資料之日起對經營者集中進行初步審查。」此問題直接影響反壟斷審查時程起算問題，甚值外國投資者注意。

b. 第二階段；90 日（可能延至 150 日）

承前所述，反壟斷審查機關於第一階段內任一時點認為併購有造成排除或限制競爭效果者，將以書面通知申報義務人並實施第二階段審查。原則上第二階段審查應於決定開始第二階段審查之日起 90 日內完成，如有特殊情事者，則最多得再延長 60 日，即第二階段審查合計最多為 150 日。即《反壟斷法》第 26 條之規定：「國務院反壟斷執法機構決定實施進一步審查的，應當自決定之日起 90 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 60 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。」[60]

若反壟斷審查機關積極作出不禁止併購之決定並以書面通知申報義務人，或於第二階段審查期屆滿後未為任何決定者，均為通過反壟斷審查。反之，若反壟斷審查機關於第二階段審查期內作出禁止併購之決定者，應將該決定附理由以書面通知申報義務人，並應進行公告[61]。

應注意者為，《反壟斷法》第 29 條規定：「對不予禁止的經營者集中，國務院反壟斷執法機構可以決定附加減少集中對競爭產生不利影響的限制性條件。」此規定於第一階段或第二階段審查結果均有適用。按反壟斷審查機關即便不禁止特定併購交易，為使併購交易對市場競爭之不利影響降至最低，仍得決定附加減少併購交易對競爭產生不利影響之限制性條件，即作成「附加限制性條件」之決定，該附加限制性條件之決定亦應公告[62]。

截至 2009 年 6 月底止，商務部反壟斷局自《反壟斷法》於 2008 年 8 月 1 日適用迄今已作成 2 件附加限制性條件之批准決定。於 2008 年 11 月 18 日對啤酒業英博集團公司（INBEV N.V./S.A.）收購 AB 公司（ANHEUSER-BUSCH COMPANIES INC.）案中，商務部反壟斷局於聽

[60] 關於審查方式之細節，包括聽證程序、併購當事人意見提出等，可參照《經營者集中審查暫行辦法（徵求意見稿）》（意見回饋截止日期為 2009 年 2 月 16 日）之規定。

[61] 《反壟斷法》第 30 條規定：「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。」

[62] 同前註。

取相關啤酒行業協會、國內主要啤酒生產企業、啤酒原料生產企業以及啤酒產品銷售商之意見後，決定不予禁止該併購案，同時基於「此項併購規模巨大，合併後新企業市場份額較大，競爭實力明顯增強，為了減少可能對中國啤酒未來市場競爭產生的不利影響」，因此作成附加限制性條件之決定，要求併購人英博集團公司應履行下列義務([2008 年]第 95 號文[63])：

「1. 不得增加 AB 公司在青島啤酒股份有限公司現有 27%的持股比例；2.如果英博公司的控股股東或控股股東的股東發生變化，必須及時通報商務部；3、不得增加英博公司在珠江啤酒股份有限公司現有 28.56%的持股比例；4、不得尋求持有華潤雪花啤酒（中國）有限公司和北京燕京啤酒有限公司的股份」

對不予禁止的併購附加限制性條件是世界各國反壟斷執法機構審查經營者集中常用的方式，常見的附加性條件包括資產剝離、要求併購後的經營者允許競爭者有償使用其重要設施或知識產權、採取措施保障競爭者獨立性、退出部份經營領域等[64]。此種方式較有彈性，較可兼顧併購交易者與社會經濟秩序的利益平衡，然而若附加性條件過於嚴苛，使併購目的難以達成，其亦將將形同禁止併購。

(2) 與《關於外國投資者併購境內企業的規定》間之法律適用問題

依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 52 條，反壟斷審查機關之審查期限為「自收到規定報送的全部檔之日起 90 日內」，然而，實務運作上，依商務部條法司反壟斷調查辦公室 2007 年 3 月 8 日頒布之《外國投資者併購境內企業反壟斷申報指南》[65]，實務運作之審查期限亦分為

---

[63] 參照商務部[2008 年]第 95 號文，http://fldj.mofcom.gov.cn/aarticle/ztxx/200811/20081105899216.html?3436939943=183114795。

[64] 胡健，反壟斷法中「經營者集中」的立法解讀，收錄於史建三主編，中國併購法報告（2008 年卷），法律出版社，2008 年 7 月版，第 18 至 19 頁。

[65] 《外國投資者併購境內企業反壟斷申報指南》第 4 條規定：「併購審查期間為三十個工作日，自收到完整申報材料之日起算。三十個工作日期間屆滿，申報當事人沒有接到進一步審查通知的，視為通過審查。如申報當事人接到延期通知，審查期間將延長到第九十個工作日。申報當事人應按照通知要求向主管部門進一步提供資料或說明情況。」

兩個階段，第一階段為自收到完整申報檔起算 30 日，第二階段進一步審查期限 90 日，且於第一階段期間屆滿而未收受進一步審查通知者，視為通過審查。審查期限大致上與《反壟斷法》相同，僅於《反壟斷法》下第二階段之審查期限得延展至 150 日爾。

就審查決定而言，《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 52 條僅規定反壟斷審查機關於審查完成後應作成批准或不批准之決定，至於批准決定得否附加條件，則無明文。就審查決定之作成仍應依《反壟斷法》為準。

6. 未依法進行申報之效果

按《關於外國投資者併購境內企業的規定》對於達到申報標準而未依規定進行申報或有其他違法之外資併購案件，並未規定其法律責任，在《反壟斷法》對此問題有所著墨，其第 48 條規定：「經營者違反本法規定實施集中的，由國務院反壟斷執法機構責令停止實施集中、限期處分股份或者資產、限期轉讓營業以及採取其他必要措施恢復到集中前的狀態，可以處 50 萬元以下的罰款。」該規定明文賦予中國反壟斷審查機關將違法併購行為強制回復原狀，使所有因併購進行之努力將功虧一簣，不可不甚。《關於對未依法申報的經營者集中調查處理的暫行辦法（草案）》（意見回饋截止日期為 2009 年 2 月 16 日）中亦對反壟斷審查機關主動行使調查權之執行方式加以規定，使外國投資者之配合調查義務益形增加。

5.2.4 反壟斷審查之豁免

併購交易本身不一定會對競爭秩序有負面影響，若對所有併購行為均要求經國家機關審查，不僅可能因國家人力不足導致因案件量過於龐大，使真正需要審慎調查之案件受到疏忽，亦將對併購當事人形成過重負荷，並影響效率。因此，《反壟斷法》第 22 條規定即便符合上開第 21 條所定之申報標準，仍得豁免申報義務之情形，包括：「（一）參與集中的一個經營者擁有其他每個經營者 50%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 50%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。」細譯該條規定，得豁免於申報義務之併購情形乃針對關聯企業之間之企業重組行為，因此，外國投資者對於其在中國投資設立之外商投資企業所為之整併行為，於符合上開第 22 條規定時，無須經反壟斷審查機關執行審查程式。

應說明者為，《反壟斷法》第 22 條所規定之豁免審查制度係以持股數或資產比例為標準，乃一相對客觀之判斷標準。相較而言，《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 54 條所規定之豁免審查制度係以內涵相當不確定之概念性標準進行判斷，包括「(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。」且該規定下之豁免審查制度仍須經反壟斷審查機關申請批准，而非當然豁免於審查程式，併購當事人欲豁免於反壟斷審查制度者，仍須試圖說服反壟斷審查機關其併購符合前開條件之一，操作上不若現行《反壟斷法》之規定簡易明確。

5.2.5 可口可樂併購匯源果汁案

可口可樂併購匯源果汁案為中國自《反壟斷法》於 2008 年 8 月 1 日以來，首件決定禁止併購之案件，因此廣受中國國內外矚目。其併購消息於 2008 年 9 月 3 日經併購雙方公佈[66]，至 2009 年 3 月 18 日商務部之審查決定作成之半年來，受到各界廣泛討論[67]，尤其目標企業涉及中國果汁第一品牌，商務部反壟斷局發言人亦特別於 2008 年 3 月 25 日召開記者會，說明審查決定作成之考量因素[68]，故本案之重要性可見一斑。

1. 事實背景

---

[66] 參照中國匯源果汁集團有限公司 2008 年 9 月 3 日新聞網頁：http://www.huiyuan.com.cn/huiinvestor/investor_big/detail.jsp?id=144（最後瀏覽日期：2009 年 6 月 1 日）。

[67] 韓彩珍，此「壟斷」非彼「壟斷」--匯源併購案後的進一步思考，中國外資，2009 年第 5 期，第 41 頁。

[68] 參照http://big5.china.com.cn/policy/txt/2009-03/25/content_17496483.htm（最後瀏覽日期：2009 年 6 月 1 日）。

本件目標企業為中國匯源果汁集團有限公司（下稱「匯源果汁」），總部為成立於 1992 年之北京匯源飲料食品集團有限公司，為主營果、蔬汁及果、蔬汁飲料的大型現代化企業集團。累計研發、生產了 500 多種飲料食品。匯源果汁自 2007 年於香港聯合交易所有限公司（聯交所）掛牌上市（香港股票代碼：1886），依其 2008 年年報所引用之 AC 尼爾森調查報告指出[69]，匯源果汁於 2008 年之銷售量在中國百分之百果汁及中濃度果蔬汁市場佔有率分別為 42.1%及 43.6%，於中國百分之百果汁及中濃度果蔬汁市場汁占鰲頭地位，並獲「2007 年度中國最具社會影響力品牌企業」、「中國飲料工業二十強企業」等稱號。

併購方美國可口可樂公司（下稱「可口可樂公司」）創立於 1886 年，為一全球知名之碳酸飲料公司，近年來亦積極拓展非碳酸飲料市場，包括果汁、茶飲等。其於世界超過 200 個國家銷售 3,000 種以上不同飲料產品，品牌價值高達 130 億美元，於 2008 年的淨營業額高達 319 億美元[70]。本併購之併購主體 Atlantic Industries 於 1979 年 5 月在開曼群島設立，為可口可樂公司之百分之百持有子公司。

可口可樂公司於 2008 年 9 月 3 日對匯源果汁提出要約，欲斥資約 179.2 港元（24 億美元）、每股 12.2 港元的價格以現金全面收購匯源果汁之已發行股份及已發行可轉債，其為可口可樂公司歷史上第二大收購案。根據報導[71]，本件併購案若成功執行，將成為迄今最大一筆外資併購中國境內企業控股權之交易[72]。

---

[69] 參照中國匯源果汁集團有限公司 2008 年年報第 7 頁：http://www.huiyuan.com.cn/upload/1240569254211.pdf（最後瀏覽日期：2009 年 6 月 1 日）。

[70] 參照可口可樂公司網頁介紹：http://www.thecoca-colacompany.com/ourcompany/pdf/Company_Fact_Sheet.pdf（最後瀏覽日期：2009 年 6 月 1 日）。

[71] 參照華爾街日報網路中文版，2008 年 9 月 3 日，http://chinese.wsj.com/big5/20080903/bch140453.asp?source=article（最後瀏覽日期：2009 年 6 月 1 日）。

[72] 高鶴，最新經典併購案例評鑒，中信出版股份有限公司，2009 年 1 月版，第 68 頁。

2. 審查決定及理由[73]

可口可樂公司於 2008 年 9 月 18 日依法提出申報，經過四次補件，距申報日逾兩個月後，商務部反壟斷局始於 2008 年 11 月 20 日認定申報文件齊備並立案審查。第一階段 30 日之初審期間於 2008 年 12 月 20 日屆滿，商務部認為此併購案影響複雜，因此決定實施進一步審查，並於 2009 年 3 月 18 日作出禁止集中的決定。

根據商務部於 2009 年 3 月 18 日之公告，其指出審查內容考量層面包含《反壟斷法》第 27 條揭示之六款內容，包括：「（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）匯源品牌對果汁飲料市場競爭產生的影響。」但並未對審查內容作進一步說明。

公告表示審查工作包含舉行聽證會、實地調查、約談當事人等方式，並廣徵來自果汁飲料上下游產業、相關法律、經濟學家等各界意見後，認為此併購將產生下列不利影響：

「1、集中完成後，可口可樂公司有能力將其在碳酸軟飲料市場上的支配地位傳導到果汁飲料市場，對現有果汁飲料企業產生排除、限制競爭效果，進而損害飲料消費者的合法權益。

2、品牌是影響飲料市場有效競爭的關鍵因素，集中完成後，可口可樂公司通過控制『美汁源』和『匯源』兩個知名果汁品牌，對果汁市場控制力將明顯增強，加之其在碳酸飲料市場已有的支配地位以及相應的傳導效應，集中將使潛在競爭對手進入果汁飲料市場的障礙明顯提高。

[73] 參照商務部公告[2009 年]第 22 號文，http://fldj.mofcom.gov.cn/aarticle/ztxx/200903/20090306108494.html?2094762663=183114795（最後瀏覽日期：2009 年 6 月 1 日）。

3、集中擠壓了國內中小型果汁企業生存空間，抑制了國內企業在果汁飲料市場參與競爭和自主創新的能力，給中國果汁飲料市場有效競爭格局造成不良影響，不利於中國果汁行業的持續健康發展。」

該公告並指出商務部曾與可口可樂公司商談附加性條件，但商務部認為可口可樂公司提出之初步解決方案及修改方案均無法有效減少此集中產生的不利影響。最後根據《反壟斷法》第 28 條和第 29 條，商務部鑒於參與集中的經營者沒有提供充足的證據證明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，作出禁止此項經營者集中之決定。

3. 評析

本案作為中國實施《反壟斷法》以來首件決定禁止併購之案件，引來各界一陣驚呼，該案於程式面及實體面均有高度參考及借鑒價值。就程式面而言，根據報導，併購方可口可樂公司對於本併購案事前作了大量調查工作，其於 2008 年 9 月 18 日提出反壟斷申報及相關資料時，相關人員曾表示「材料很多，我們該提供的都已經提供了」並樂觀預估「最快 30 天會有一個結果」[74]。

該 30 天的預估日期應係出自《反壟斷法》第 25 條對初步審查期限的規定，惟依該條規定及上述對審查期限的分析，所謂初步審查期限 30 日係自「收到經營者提交的符合本法第 23 條規定的檔、資料之日起」作為起算時點，而非自申報時作為起算時點。而商務部於收到可口可樂公司之申報檔後認為內容不完備，因此分別於同年 9 月 25 日、10 月 9 日、10 月 16 日、11 月 19 日要求四次補件，直至同年 11 月 20 日始認定申報檔符合標準並立案審查，故 30 日的初步審查期限也自 2008 年 11 月 20 日開始起算，商務部在鄰近審查截止日之前 2 日發布公告禁止該合併。該案自申報日起至獲致最終決定日止，歷時約漫漫 200 日，遠高於先前預估日

[74] 楊顥，「大買家」可口可樂的 200 天，21 世紀經濟報導，2009 年 3 月 27 日，第 20 版。

期，期間亦歷經全球金融風暴等市場形勢重大變化，但併購當事人亦僅能耐心等候。

按由於申報文件之內容須詳細至何種程度，反壟斷審查機關有一定之裁量基準，因此實務上，外國投資者可能面臨遭反壟斷審查機關多次要求補齊檔，且會根據申報資料提出相關問題，使第一階段審查起始日與實際申報日之間產生數個月落差之情況。申報檔之周延與否、是否符合反壟斷審查機關之要求，將直接影響特定併購交易之反壟斷審查時程，而時間對於瞬息萬變、分秒必爭之商業市場有重大影響。為避免併購交易遭致拖延，外國投資者宜於申報前與反壟斷審查機關實質洽商應申報內容，建立良好溝通平臺。

實體面而言，商務部幾乎未具體闡釋作成此決定之理由，完全無法看出其論理過程，僅能從其結論推敲其作成此決定之背後思維。蓋該決定雖指出其審查內容所考量的層面，惟其充其量僅為《反壟斷法》第 27 條之複述，並未對各考量層面及實質理由加以詳述，包括在未將本案之市場界定、市場支配力判斷等問題予以釐清，亦未舉出任何數據或實證來說明相關銷售管道情形，即逕謂「可口可樂公司有能力將其在碳酸軟飲料市場上的支配地位傳導到果汁飲料市場」；且在未考量相關資金成本、技術限制、經營經驗及策略優勢等因素，即以可口可樂公司將會利用其對果汁市場控制力加上碳酸飲料市場的支配力，故認定「集中將使潛在競爭對手進入果汁飲料市場的障礙明顯提高」；並不附理由認定「集中擠壓了國內中小型果汁企業生存空間」，此外其亦未說明可口可樂公司提出的修改方案內容為何及基於何理由認為其非有效解決方案。商務部對此案僅有結論而無理由之判斷，實嫌恣意且過於粗糙，亦難消解外界對該決定是出於保護民族企業的質疑。

按反壟斷審查乃避免市場失靈的政府干預手段，中國在社會主義市場經濟的制度，亦即由計畫經濟體制轉向市場經濟體制的過渡體下，其所實施的反壟斷審查或與一般在自由市場下所實施的反壟斷審查有所不

同。申言之，中國政府在經濟、政治體制改革中須發揮主導作用，反壟斷法不僅是對壟斷等市場失靈現象的簡單回應，亦作為中國建立其社會主義市場經濟特色的法律框架的重要一環[75]，與中國政府型塑其經濟發展有密不可分的關係。也因此有論者提出匯源併購案的核心問題是出於中國對企業的扶持，以促進農村發展，因為匯源果汁的上游產業為果農，在審查本併購案時會由實現穩定農業的國家政策出發[76]。外國投資者於中國進行併購投資時應有此一認識，即反壟斷審查與中國規範的產業政策息息相關，可能針對不同規模、不同種類的企業併購區別對待[77]。

5.3 國家安全審查

前節所述之反壟斷審查完全基於經濟因素考慮，目的是維護公平自由的市場競爭和保護消費者的選擇權，故理論上同一審查標準應一體適用於內資及外資[78]，蓋無論內資或外資所發動之壟斷性併購行為均將導致市場結構失衡，進而造成限制或排除競爭之效果。相較而言，外資發動之併購行為另有影響一國國家安全的問題，國家安全較著重非經濟因素之考量，反應國家主權意志及國際政治因素，目的為保障國防及其他影響國家安全的能力[79]，僅適用於特定情況下的某些外資企業[80]。鑑於外資的特殊性及對一國主權的威脅性，因此外國投資者進行併購時，除須受反壟斷審查以外，另外須依中國相關規定受國家安全審查。

5.3.1 徐工案所啟發的國家安全審查

中國有關併購的國家安全審查是從凱雷併購徐工案開始的，在此之前中國側重利用外資以快速帶動內國經濟發展，並無關於國家安全審查之規

---

[75] 葉衛平，產業政策對反壟斷法實施的影響法商研究，法商研究，第 2007 年第 4 期，第 21 至 22 頁。

[76] 蔣安杰，法學家對「匯源併購案」的冷思考—對話中國人民大學法學院吳宏偉教授，法制日報，2009 年 3 月 25 日，第 9 版。

[77] 程吉生，國外企業合併控制反壟斷法發展趨勢的分析，現代法學，2000 年第 22 卷第 1 期，第 140 頁。

[78] 溫智敏，「壟斷性」併購與「國家經濟安全」，財經，2006 年 4 月 3 日，第 7 期，第 54 頁。

[79] 李志強著，跨國併購法律實務，上海遠東出版社，2007 年 1 月版，第 156 頁。

[80] 關於反壟斷審查與國家安全審查的比較，參照吳漢洪、李秀玉，外資併購的反壟斷審查和國家安全審查的比較，經濟發展與改革，2008 年 1 月，第 36 至 39 頁。

定，只有根據《指導外商投資方向規定》及《外商投資產業指導目錄》之規定控制產業准入。亦即，《指導外商投資方向規定》第 7 條規定，禁止外商投資「危害國家安全或者損害社會公共利益」的項目以及「運用我國特有工藝獲著技術生產產品」的項目，僅屬於准入項目投資的一般性規範而已。

直至 2005 年 10 月傳出美國私募基金凱雷（Carlyle Group）欲收購中國最大的建築機械製造商徐工集團 85%的股份時起，始引起中國輿論對於國家安全的一陣波濤[81]，其中最引人注目的為中國另一對入主徐工有興趣的三一重工執行總裁向文波，於 2006 年 6 月間在其個人部落格（即中國用語「博客」）對凱雷併購徐工案發表一系列關於國家經濟安全及維護民族工業品牌的文章，提出「戰略產業發展的主導權是國家主權」的概念，將國家安全和徐工案結合在一起，使一單純併購案提升到「保護中國產業安全」的問題高度，引起中國各界廣大迴響[82]。

為回應此股浪潮，中國陸續頒布或發布一系列關於國家安全的規定，包括 2006 年 2 月 23 日發布的《國務院關於振興裝備製造業的若干意見》，明確指出大型骨幹裝備製造企業控股權向外資轉讓時應徵求國務院的意見[83]；2006 年 8 月 9 日頒布的《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 12 條第 1 款規定：「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。」；2006 年 11 月公佈的《利用外資「十一五」規劃》明確指出要「加

[81] 余志虎、余熙，凱雷併購徐工對國有企業改革的影響分析，當代經濟，2007 年第 5 期，第 33 頁。

[82] 周程，凱雷徐工一案引發國家經濟安全討論，國際融資，2007 年第 1 期，第 26 至 28 頁。

[83] 該規定修正前原為《外國投資者併購境內企業暫行規定》第 19 條第 2 款規定：「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會的請求，外經貿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或國計民生和國家經濟安全等重要因素的，可以要求外國投資者作出報告。」由於第 19 條第 1 款為應受反壟斷審查之申報標準，將國家經濟安全審查之規定設於同條第 2 款，有引發反壟斷審查與國家經濟安全審查之審查標準混淆之虞，因此該條第 2 款於 2006 年修正時刪除「國計民生和國家經濟安全」等文字，並將影響國家經濟安全之審查單獨設為一條，且自反壟斷章移置於總則章下，使體例上較具邏輯性。

強對外資併購涉及國家安全的敏感行業重點行業的審查和監管，確保對關係國家安全和國計民生的戰略行業、重點行業的控制力和發展主導權」。

此外，國務院辦公廳於 2006 年 12 月 18 日轉發國資委《關於推進國有資本調整和國有企業重組的指導意見》，指出國有企業改革的下一步為將國有資本向關係國家安全和國民經濟命脈的領域集中，增強國有競爭的控制力；通過股份制改造、引入戰略投資者、重組上市等方式實現國有企業產權多元化。中國全國人大副委員長陳思危在 2007 年 12 月一場論壇指出[84]，國有經濟應對關係國家安全和國家經濟命脈的重要行業和關鍵領域保持絕對控制力，包括軍工、電網電力、石油石化、電信、煤炭、民航、航運等七大行業等。並強調金融安全是國家經濟安全的核心，應將保障金融安全放在首位，其次是物流、軍工、能源、電信等產業的安全，重點為對這些領域的外資併購進行國家安全審查[85]。

2008 年 8 月 1 日施行的《反壟斷法》更特別針對外資併購之國家安全審查設有規定，其第 31 條規定：「對外資併購境內企業或者以其他方式參與經營者集中，涉及國家安全的，除依照本法規定進行經營者集中審查外，還應當按照國家有關規定進行國家安全審查。」使外資併購的國家安全審查問題討論越演越烈。

5.3.2 以國家經濟安全為主要內容之國家安全審查評析

上開規定並沒有對國家安全的概念做出較明確的界定。按所謂國家安全，有認為[86]其係指一國經濟整體上的安全性，即保障國民經濟發展戰略等諸要素之安全，使一國於參與國際競爭和經濟事務中能維持國家利益並爭取優勢地位，特別於保護本國市場、開拓國際商務空間等方面盡可能掌握主動權。亦有認為[87]國家安全除指在政治上和軍事上安全外，隨著中國經濟

---

[84] 成思危，只有堅持改革開放才能確保產業安全，財經界，2008 年第 1 期，第 90 頁。

[85] 前揭註，第 91 頁。

[86] 萬君康，國家經濟安全理論評述，學術研究，2001 年第 9 期。

[87] 張廣榮，外國投資中的「國家安全審查」制度探析—從《反壟斷法》第 31 條談起，國際貿易，2007 年第 12 期，第 53 頁。

發展亦應更佳關注經濟領域的國家安全。一般而言，中國在討論國家安全時多以國家經濟安全為主要內涵。於外資併購涉及基礎行業或與國民經濟命脈相關之重要行業領域時，例如軍工、電力、石油、電信、民航、鋼鐵等行業，經常觸發中國對國家經濟安全之警戒，應予注意。

其次，上開規定主要均在凱雷併購徐工案的過程中發布，且對於徐工案所處的鋼鐵製造業均有適用，其強烈之個案針對性，導致該併購案遭致種種於併購前不可預測之阻礙，此種政策變更風險與中國併購相關法令制度未臻成熟有直接關聯。雖然在中國各界對於國家安全問題紛紛提出憂慮之警戒呼籲時，有學者[88]將影響國家經濟命脈的關鍵性產業限定為：一、稀缺性資源性產業；二、自然壟斷產業；三、國防工業；四、重大裝備工業；五、特殊服務產業。並透過實證數據分析，以內資在金融業目前處於絕對控股地位、外資對重大製造業參與程度仍偏低、外資在重大基礎領域受到多項限制故比重不大等理由，認為目前外資在中國的關鍵性產業投資均不致引起產業安全問題。甚至有論者提出中國目前處於「一個半世紀以來經濟安全度最高的時期」[89]。然而凱雷終究無法抵擋來自中國政府部門、競爭對手及公眾輿論的重重壓力，即便凱雷於協商中屢屢退讓提出降低持股比例的訴求，仍無法挽回頹勢，至 2008 年 7 月，歷時三年之久的凱雷徐工併購案仍然宣告合作破滅。

此外，中國目前現有法律法規並未對國家安全具體審查標準設有任何規定，僅對威脅中國國家安全的併購規定其效果為無效或將使其不受批准而完全無法進行，在相關制度尚未完善且審查尺度寬嚴不明時，此種全有或全無的法律後果可能使外資併購遭致重大損失，不可不慎。

5.3.3 國家經濟安全與經濟民族主義

1. 中國的維護民族品牌情結

[88] 王元京，外商在關鍵性產業投資併購對產業安全的影響，經濟理論與經濟管理，2007 年第 4 期，第 5 至 9 頁。

[89] 王志樂，也談外資併購與中國經濟安全，新遠見，2007 年第 11 期，第 68 至 72 頁。

前開國家安全審查與中國日益升溫的經濟民族主義的歷史背景有密切關係。按具備中國全國知名度及在中國全國布有分銷網絡的品牌，經常成為外資併購時全力進攻的對象[90]。此時所進展的併購案經常會觸動中國對於「民族品牌」問題的敏感神經，而使併購交易遭到來自政府、媒體及輿論的重重阻礙。上述徐工案之博客事件即凝聚中國之民族情操，除訴求凱雷併購徐工後將嚴重傷害中國在裝備製造業的產業安全外，亦提出「賣徐工就是賣國」的論調，導致單純的一場併購交易頓時有被「妖魔化」之感[91]。

隨著中國興起經濟民族主義的意識，在其開始重視國家安全問題的同時，亦欲維護所謂「民族品牌」。基此，2006 年 9 月 8 日施行的《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 12 條規定：「外國投資者併購境內企業並取得實際控制權，涉及重點行業、存在影響或可能影響國家經濟安全因素或者導致擁有馳名商標或中華老字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。」其中關於併購對象涉及「馳名商標」、「中華老字號」時之審查規範，即係維護民族品牌的落實。目前「馳名商標」及「中華老字號」的認定標準分別為國家工商行政管理總局發布之《馳名商標認定和保護規定》（2003 年 6 月 1 日施行）及商務部發布之《「中華老字號」認定規範（試行）》（2006 年 4 月 10 日施行），惟該等規定內容解釋上仍存在很大的模糊地帶，實際操作中主要由部門內部掌握，缺乏統一、透明、公開、可操作的產業開放邊界[92]。

有認為[93]，民族品牌的存亡是中國國人對民族經濟發展最直接最感性的認識途徑。特別在國有企業改制的特殊背景下，民族品牌的消亡常被附加品牌之外的非市場經濟背景。並主張，民族品牌的消亡背後象徵國有資產流失，因跨國併購交易中並未對民族品牌的無形資產價值進行充分認

---

[90] 范卓云，併購潮中尋求機會，財經，2006 年 9 月 4 日，第 18 期，第 84 頁。

[91] 周國洪，凱雷—徐工併購案獨家調查，瞭望新聞週刊，2006 年 5 月 1 日，第 11 至 14 頁。

[92] 郭春麗，外資併購引致產業安全風險的途徑及防範對策，中國經貿導刊，2008 年第 2 期，第 25 頁。

[93] 李璇、陳典魁，跨國併購中的民族品牌法律問題研究，企業家天地，2007 年 4 月號，第 176 頁。

識；且由於地方政府在要求政績表現的驅動下，對外資的重點招商項目為地方上具壟斷資源和具競爭優勢的國有企業，不惜動用行政手段為外資收購敞開大門。亦有認為[94]外資控股將帶來「一系列安全隱患」。「一旦外資企業占據控股地位，他們就會以技術、資金、規模、品牌等優勢，排擠我國的同類企業，捲占我國企業的市場份額，擠壓他們的市場空間，進而占據壟斷地位。」並聲稱「國企品牌不僅是無形資產，也是民族企業的靈魂，沒有了品牌，我們還拿什麼和外國企業競爭？」

另一方面，在《關於外國投資者併購境內企業的規定》強調加強對中國馳名商標、中華老字號等民族企業之外資併購審查時，中國亦有不同聲音[95]指出，面對資產、收入一半以上均來自海外的高度全球化跨國公司，其在吸納和整合包括中國企業資源在內之全球資源來和中國企業競爭時，中國不應將視野停留在「民族企業」與「外國企業」的競爭，仍應允許具有全球責任理念的全球企業參與中國境內企業的併購，促進競爭並淘汰落後。亦有認為「民族品牌」的概念缺乏法律標準，可能是靠政府或媒體吹捧，無須對其過度保護，其興衰應由市場決定[96]。此等不同立場正顯示中國在仰賴外資加速其經濟發展的同時，所衍生出的一種無奈和抗拒的複雜心態，為外資併購時超越法律及經濟層面的風險。

2. 法國達能收購娃哈哈案

「民族品牌」一詞在很多外資併購案件中，常被中方訴諸輿論以爭取更多的關注與同情[97]，達能收購娃哈哈案即為顯例。

該案起因為 1996 年娃哈哈與法國飲品巨頭達能公司、香港百富勤公司共同出資建立五家以生產純淨水、八寶粥等「娃哈哈」品牌產品的合資

---

[94] 王平，警惕外資控股下的經濟安全隱患，上海證券報，2006 年 3 月 15 日，第 A8 版。

[95] 李高超，全球公司來了，我們怎麼辦—對話商務部研究院跨國公司研究中心主任王志樂教授，國際商報，2007 年 7 月 30 日，第 A7 版。

[96] 張玉卿，破除傳統觀念正確看待外商投資，國際商報，2007 年 4 月 30 日，第 A5 版。

[97] 王中美，論中國《反壟斷法》對併購的規制，收錄於史建三主編，中國併購法報告（2008 年卷），法律出版社，2008 年 7 月版，第 51 頁。

公司[98]。亞洲金融風暴後，由於百富勤將股權出售給達能，使達能在合資公司股權比例躍升為 51%，而娃哈哈占 49%的股權。此外，由於當時中國國家商標局拒絕批准將「娃哈哈」商標轉讓給該合資公司，因此達能與娃哈哈雙方在相關合同中簽訂一項關於「娃哈哈」商標使用的條款，即「中方將來可以使用商標在其他產品的生產和銷售上，而這些產品項目已提交給娃哈哈與其合營企業的董事會進行考慮」，根據此一條文，中方在使用「娃哈哈」商標時，須經達能董事會同意或與達能合資，此成為雙方日後糾紛的緣由。

然而合資以後，雙方合作並不愉快，不但未能產生預期效益，反而限制娃哈哈的發展。1990 年起，由於娃哈哈和達能決策層在投資決策方面分歧較大，娃哈哈管裡層在西部等地區陸續成立 60 餘家與達能無合資關係的子公司，違約逕行生產「娃哈哈」品牌的相關飲品，直至 2006 年此等子公司的資產已達 56 億人民幣，根據投資銀行貝爾斯登統計，娃哈哈目前為中國最大飲料品牌，占據中國近 30%的瓶裝水市場。為對抗娃哈哈的違約行為，達能於 2007 年 4 月間向娃哈哈合資企業董事長宗慶後寄發正式信函，限期要求其代表合資企業起訴未經合法授權、非法銷售與合資企業相同的「娃哈哈」品牌產品的非合資公司，並以商標使用合同中娃哈哈集團「不應許可除娃哈哈達能合資公司外的任何其他方使用商標」為由，要求以淨資產 40 億元人民幣的低價購買娃哈哈下屬非合資公司 51%的股權，因此遭到娃哈哈的強烈反對。

該事件發生後，雙方不斷透過媒體、新聞發布、記者會等媒介不斷表達其自身觀點，娃哈哈集團董事長宗慶後對外聲稱「娃哈哈中了達能惡意收購的圈套」、「希望大家保護中國的民族品牌」，導致衝突日益擴大。2007 年間，達能先後以娃哈哈違約為由向中國杭州、桂林、新疆三地對上開娃哈哈自行設立之公司提起訴訟或仲裁，但中國法院或仲裁庭均支持娃哈哈的主張，認為「娃哈哈」商標歸屬娃哈哈集團，達能均獲敗訴判決

[98] 案例背景主要參考何禹欣，娃哈哈非典型商戰，財經，2007 年 5 月 14 日總第 185 期，第 86 至 91 頁。

或判斷。從 2007 年 5 月達能啟動法律程式到娃哈哈發動反攻，雙方在全球範圍內已進行了數十起訴訟戰。截至 2009 年 5 月，達能接連 37 場失利，不僅在中國起訴宗慶後及非合資公司的一系列案件均告敗訴，而且達能的董事們被多家法院認定為違反董事「競業禁止」，甚至包括從美國、義大利、法國到英屬維爾京群島(BVI)的訴訟也被也一一駁回。目前此纏訟 2 年多的法律戰仍未平息，瑞典斯德哥爾摩仲裁庭審理截至 2009 年 5 月底仍未落槌[99]。

達能併購娃哈哈案實際上為商標權使用及合同糾紛[100]，其中，娃哈哈不顧雙方合同條款對其不利的態勢，選擇借助輿論的力量樹起民族品牌的大旗，欲引起廣泛關注與同情，以求改變與達能原先簽署的協議，並升起中國抵禦外來客的民族情結。對於外國投資者而言，其併購交易一旦被扣上鯨吞民族品牌的帽子，往往對併購進展添加許多不可預測的障礙，實為外國投資者於中國進行併購時的一大風險與變數或成本。

---

[99] 李喆，達能娃哈哈之爭日趨明朗/訴訟戰已背離本意，中華工商時報，2009 年 5 月 31 日，available at: http://big5.chinabroadcast.cn/gate/big5/gb.cri.cn/27824/2009/05/31/2625s2523332.htm (last visted on June 13, 2009).

[100] 余四林，反思達能強行併購娃哈哈案例，財會月刊，2007 年 11 月，第 83 至 84 頁。

第六章、外資於中國併購之特殊問題

6.1 外資併購之審批與登記制度

由於中國將外資併購視為利用外資的一種新形式，因此制度設計外資併購仍須按照中國現行利用外資政策辦理。外國投資者無論以收購外資投資企業或內資企業股權、資產收購、合併或混合模式作為併購手段，其最終結果均為在中國設立外商投資企業。外商投資企業之新設投資須依中國外資企業法律經行政審批、登記程式，為避免外國投資者透過併購方式而規避新設外商投資企業之相關行政管制，併購相關規定均要求外國投資者透過併購方式成立外商投資企業時亦須完成審批、登記程式並須符合相關要求[1]，從此一監管角度而言，中國外資併購具有一定公法性質[2]。

在中國現行外商投資企業法下，外商投資企業之設立須由商務部或省級商務主管部門審批，取得外商投資企業批准證書；並應於收到批准證書 30 日內，憑該批准證書及規定檔向國家工商行政管理總局或其授權之地方工商行政管理局辦理設立或變更登記，領取外商投資企業營業執照。原則上，透過併購方式成立外商投資企業之審批、登記程式係延續中國外資企業法關於新設外商投資企業之行政審批規定，僅針對併購之特殊性而有相應調整。順應此一政策，主管外商投資企業之審批、登記程式之商務部、國家稅務總局、國家工商行政總局、國家外匯管理局於 2002 年 12 月 30 日聯合發布《關于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》並於 2003 年 1 月 1 日施行，該通知第 5 條第 1 款明白揭示：「外國投資者收購境內各種性質、類型企業的股權，該境內企業應當按照國家有關法律、法規的規定，依現行的外商投資企業審批程式，經審批機關批准後變更設立為外商投資企業，並應符合外商投資產業政策。批准後，由審批機關頒發外商投資企業批准證書，工商行政管理機關頒發外商投資企

[1] 例如《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》第 4 條第 1 款規定：「企業投資者股權變更必須符合中國法律、法規對投資者資格的規定和產業政策要求。」

[2] 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，第 60 至 61 頁。

業營業執照。」作為外資併購與綠地投資在審批登記層面的銜接規定。

須注意者為，目標企業具有特殊身份時，有特殊審批登記程式。例如，依 2008 年 1 月 1 日施行之《外資參股證券公司設立規則》第 3 條規定，外資參股證券公司由中國證券監督管理委員會進行審批；依 2003 年 12 月 31 日施行之《境外金融機構投資入股中資金融機構管理辦法》第 4 條規定，由中國銀行業監督管理委員會對境外金融機構投資入股中資金融機構的審批；目標公司為國有企業或上市公司時，亦須分別依《企業國有產權轉讓管理暫行辦法》、《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》等相關規定履行其他審批程式。故併購之目標企業涉及國有企業、上市公司、金融業等範疇時，應注意其個別應適用之特別規定。

6.1.1 審批登記機關之決定與投資總額

1. 由外商投資企業之投資總額確立審批登記機關

確立審批登記機關的目的在於使申報義務人知悉應向何機關辦理審批登記程式，同時釐清審批登記機關的權限，避免審批登記程式發生瑕疵致影響併購效力，增加併購交易成本。承前所述，外國投資者併購中國企業被中國視為吸引外國直接投資之形式，須依照中國現行外商投資企業法律體系進行監管。在中國現行外商投資企業法律體系下，審批登記機關權限主要是按照企業的投資總額作為劃分依據，分由中央商務部及省級商務主管部門等兩層級進行，投資總額在 3000 萬美元以下者，由省級商務主管部門直接審批，超過 3000 萬美元者則由中國國家商務部進行審批[3]。根據外商投資企業的投資總額確定審批機關後，應由層級相對應之工商行政管理機關進行工商登記。

外商投資企業之投資總額決定適格之審批主體為何，投資總額與註

[3] 但實務上，中國各地方政府在沒有相應法律依據的情況下，仍對省級審批機關享有的審批權限進一步細化並下放到縣、市商務主管部門。此外，實務中一些地方審批機構為達到吸引外資之目的，往往出現越權審批之現象，此種違規審批之法律效果為無效，誠值注意。參史建三、石育斌、易芳著，中國併購法律環境與實務操作，法律出版社，2006 年 2 月版，第 304 頁。

冊資本同為中國對外商投資企業管理體制之重要表徵，有必要對其概念作進一步釐清。按「註冊資本」係指為設立法人企業而在登記管理機關機構之資本總額，就外商投資企業而言，其註冊資本係指中外投資者為設立外商投資企業而認繳之出資額之和，中國之內資企業或外商投資企業中均存在此概念。

相對而言，「投資總額」則為外商投資企業法中之特有概念，是在管理外商投資企業規模的歷史目的下所產生。所謂外商投資企業之投資總額係指按照企業章程規定生產規模所需投入之基本建設資金及生產流動資金之總額，除投資者認繳之註冊資本外，尚包括外商投資企業之對外借款。長期以來，中國主管機關於批准設立特定外商投資企業之同時，亦批准該外商投資企業之生產規模，該規模即為外商投資企業之投資總額。其次，中國為確保所吸引之外資乃吸引其直接投資而非以借貸資金所為之間接投資，因此要求外商投資企業之投資總額中須保證一定比例之註冊資本。基此，中國於 1987 年 2 月 17 日頒布實施《關於中外合資經營企業註冊資本與投資總額比例的暫行規定》，確立外商投資企業之註冊資本隨著投資總額逐漸增加，註冊資本占投資總額比例逐漸降低之原則。

亦即，在新設外商投資企業時，首須依擬設立之外商投資企業規模確定「投資總額」，之後再依照《關於中外合資經營企業註冊資本與投資總額比例的暫行規定》所確定之註冊資本與投資總額之比例關係，推算需投入之「註冊資本」。

2. 外資併購下的制度調整

(1) 股權收購

於股權收購外商投資企業之情形，其結果為該外商投資企業之股權變更，因此係依原適用之外商投資法律體系認定審批機關。依據《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》第 3 條規定[4]，外商投資企業之股權

[4]《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》第 3 條規定：「企業投資者股權變更應遵守中國有關法律、

變更須依該規定經審批機關批准，否則其股權變更無效。適格之審批機關原則上為原先批准設立該外商投資企業之機關[5]，若股權轉讓的結果使該外商投資企業成為外商獨資企業，且其從事行業屬於《外資企業法實施細則》第 5 條範圍[6]者，其股權變更須經商務部批准[7]。此外，若股權變更的結果導致該外商投資企業的投資總額增加，而超過原審批機關的審批權限者，應改由上級審批機關批准[8]。適格的登記機關則為與審批機關層級相當之登記機關[9]。

然而，在股權收購內資企業之結果，將使原為內資企業之目標企業性質變更為外商投資企業，而內資企業法律體系中不存在投資總額之概念，原目標企業並無所謂投資總額，則如何決定性質變更後之外商投資企業投資總額，並進一步決定其審批機關即生疑義。

為將外資併購結果納入原外商投資企業的管理體系，《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 19 條先確立股權收購後成立之外商投資企業註冊資本[10]，再按照《關於中外合資經營企業註冊資本與投資總額比例

法規，並按照本規定經審批機關批准和登記機關變更登記。未經審批機關批准的股權變更無效。」

[5] 《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》第 7 條第 1 款前段規定：「企業投資者股權變更的審批機關為批准設立該企業的審批機關。」

[6] 《外資企業法實施細則》第 5 條規定：「申請設立外資企業，有下列情況之一的，不予批准：（一）有損中國主權或者社會公共利益的；（二）危及中國國家安全的；（三）違反中國法律、法規的；（四）不符合中國國民經濟發展要求的；（五）可能造成環境污染的。」但該條規定的內容解釋空間甚大，故外國投資者股權收購外商投資企業的結果為將外商投資企業變更設立為外商獨資企業者，宜向有關機關諮詢應否由商務部進行審批，避免因收購未獲有權機關審批而遭受挑戰。

[7] 《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》第 7 條第 1 款後段規定：「如果中外合資、合作企業中方投資者的股權變更而使企業變成外資企業，且該企業從事《外資細則》第 5 條所規定的限制設立外資企業的行業，則該企業中方投資者的股權變更必須經中華人民共和國對外貿易經濟合作部批准。」

[8] 《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》第 7 條第 2 款規定：「企業因增加注冊資本而使投資者股權發生變化並且導致其投資總額已超過原審批機關的審批權限的，則企業投資者的股權變更應按照審批權限和有關規定報上級審批機關審批。」

[9] 《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》第 7 條第 3 款規定：「企業投資者股權變更的變更的登記機關為原登記機關，經外經貿部批准的股權變更，由國家工商行政管理局或其委托的原登記機關辦理變更登記。」

[10] 《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 19 條規定：「外國投資者股權並購的，除國家另有規定外，對並購後所設外商投資企業應按照以下比例確定投資總額的上限：(一)注冊資本在 210 萬美元以下的，投資總額不得超過注冊資本的 10/7；(二)注冊資本在 210 萬美元以上至 500 萬美元的，投資總額不得超過注

的暫行規定》規定之註冊資本及投資總額比例，確定該外商投資企業之投資總額，決定該股權收購之適格審批機關。具體情況為：（1）外國投資者購買境內有限公司股權者，併購後之外商投資企業與原境內公司註冊資本相同；（2）認購境內有限公司增資者，併購後之外商投資企業註冊資本為原境內公司註冊資本與增資額之和。確定併購後企業之註冊資本後，再依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 19 條規定確定投資總額上限，進而決定有權之審批機關[11]。此外，目標公司原則上應向原登記機關辦理變更登記取得外商投資企業營業執照[12]。

應注意者為，由於外商投資股份有限公司僅有「股本總額」而無「投資總額」之概念，因此外商投資股份有限公司不適用前述關於確定投資總額之規定。外國投資者併購境內有限公司而於併購後改制為股份有限公司，或併購境內股份有限公司者，依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 55 條第 4 款及 1995 年 1 月 10 日實施之《關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定》第 15 條、第 18 條規定，一律由商務部進行審批。

(2) 資產收購

由於外資資產收購之結果將於目標企業外另設外商投資企業，形同新設外商投資企業之情形，因此對審批機關之認定得直接援用既有之外商投資法律體系，主要依投資總額決定有權之審批、登記機關[13]。

冊資本的 2 倍；(三)注冊資本在 500 萬美元以上至 1200 萬美元的，投資總額不得超過注冊資本的 2.5 倍；(四)注冊資本在 1200 萬美元以上的，投資總額不得超過注冊資本的 3 倍。」

[11] 《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 21 條第 1 款規定：「外國投資者股權並購的，投資者應根據並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：（下略）」

[12] 《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 26 條第 2 款規定：「外國投資者股權並購的，被並購境內公司應依照本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。」

[13] 《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 23 條第 1 款規定：「外國投資者資產並購的，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

(3) 合併

在外國投資者設立的外商投資企業與其他外商投資企業或內資企業合併時,原則上合併後存續公司或新設公司所在地之商務主管部門進行審批[14],但若合併後公司的投資總額超過該商務主管部門的審批權限者,應改由上級審批機關批准[15]。適格的登記機關為與審批機關層級相當之登記機關[16]。

6.1.2 審批登記與最低外資比例問題

1. 外商投資企業之最低外資比例要求

中國外商投資企業法確立了最低外資比例制度,亦即要求外國投資者與中國投資者設立中外合資經營企業、中外合作經營企業時,外資股權比例原則上不得低於註冊資本之 25%,例如《中外合資經營企業法》第 4 條規定:「在合營企業的注冊資本中,外國合營者的投資比例一般不低於 25%。」[17]此種對外資比例的最低限度要求主要出於中國特殊歷史發展背景,主要由於中國為吸引外資,給予外商投資企業一系列內資企業無法享有的超國民優惠待遇[18],若外商投資企業之外資比例極低,則一來無法達

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:(下略)」第 26 條第 1 款規定:「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。」

[14] 《關於外商投資企業投資合併與分立的規定》第 7 條第 2 款規定:「擬合併公司的原審批機關或登記機關有兩個以上的,由合併後公司住所地對外經濟貿易主管部門和國家工商行政管理局授權的登記機關作為審批和登記機關。」

[15] 《關於外商投資企業投資合併與分立的規定》第 7 條第 3 款規定:「擬合併公司的投資總額之和超過公司原審批機關或合併後公司住所地審批機關審批權限的,由具有相應權限的審批機關審批。」

[16] 參前揭《關於外商投資企業投資合併與分立的規定》第 7 條第 2、3 款規定。

[17] 其他類似規定例如《中外合作經營企業法實施細則》第 18 條第 3 款規定:「在依法取得中國法人資格的合作企業中,外國合作者的投資一般不低於合作企業註冊資本的 25%。」;《關於設立中外合資對外貿易公司暫行辦法》第 3 條規定:「在合資外貿公司的註冊資本中,外方投資者所占比例應在 25%以上。」;2000 年 9 月 1 日《關於外商投資企業境內投資的暫行規定》第 2 條第 3 款有類似規定:「外國投資者與外商投資企業共同在中國境內投資,按照國家有關外商投資的法律、法規辦理,其中外國投資者的出資比例一般不得低於被投資企業注冊資本的 25%。」

[18] 王志永,超國民待遇研究,比較法研究,2004 年第 5 期,第 123 至 124 頁。

到其吸引外資的政策，二來中國亦不願使該等企業仍可享有外商投資企業的特殊優惠及待遇[19]，因此對外商投資企業之外資比例設有最低限制，要求不得低於 25%[20]。

從上開法條使用「一般不低於」等文字觀之，最低投資比例的要求似乎僅為原則性規定，而非強制規定。然而，《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》第 5 條規定：「除非外方投資者向中國投資者轉讓其全部股權，企業投資者股權變更不得導致外方投資者的投資比例低於企業註冊資本的 25%。」[21]《關於外商投資企業投資合併與分立的規定》第 12 條後段、第 14 條後段及第 17 條第 3 款亦不斷強調「外國投資者的股權比例不得低於合併後公司註冊資本的 25%」，似又對外資比例 25%之最低要求採取強制立場。然而實務上外國投資者在企業之註冊資本中投資比例低於 25%之情況確實已存在。

2. 最低外資比例要求之放寬

為澄清此一議題，2003 年 1 月 1 日施行之《關于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》明文肯認外國投資者出資比例低於 25%之企業仍具有外商投資企業身份，但其不得享有例如稅收、出資期限等外商投資企業特有之優惠待遇[22]爾；另一方面，由於其仍屬外商投資企業，因此仍須受中國關於產業准入之相關審查及監管[23]。

---

[19] 葉軍，外商投資企業最低外資比例問題探討及實踐操作，國際經濟合作，2005 年第 9 期，第 33 頁。

[20] 薛媛，論我國外資併購中的國民待遇問題，法制與社會，第 2008 年 3 月，第 98 頁。

[21] 向中方轉讓全部股權的結果，可能導致一人公司的出現，在 2006 年 1 月 1 日新《公司法》施行前，是否允許一人公司存在，誠有疑義，參照白潔、劉方，外商投資企業股權變更相關問題，特區經濟，2005 年第 3 期，第 74 頁。但此問題於 2006 年 1 月 1 日新《公司法》施行後獲得解決，新《公司法》第 24、59 條明文允許設立一人有限責任公司。

[22] 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》第 3 條第 1 款規定：「外國投資者出資比例低於 25%的外商投資企業，除法律、行政法規另有規定外，其投資總額項下進口自用設備、物品不享受稅收減免待遇，其他稅收不享受外商投資企業待遇。」及第 4 條規定：「外國投資者出資比例低於 25%的外商投資企業，投資者以現金出資的，應自企業領取營業執照之日起三個月內繳清全部出資；投資者以實物、工業產權等出資的，應自企業領取營業執照之日起六個月內繳清出資。」

[23] 郭勵洪，政府管理體制改革與外商併購機遇，金融時報，2003 年 4 月 7 日，第 4 版。

順應此一政策，其後 2003 年 4 月 12 日施行之《外國投資者併購境內企業暫行規定》第 5 條[24]亦允許設立外資比例低於 25%之外商投資企業，規定外商投資企業之外資比例「一般不低於」25%，允許外資比例低於 25%之特殊例外狀況。2006 年 9 月 8 日修正實施之《關於外國投資者併購境內企業的規定》更將「一般不低於」之用語刪除[25]，不再以最低外資比例 25%的要求作為原則性情形，更進一步放寬對外資比例的限制[26]。

由此可見，外商投資投資企業之外國投資者轉移股權或合併之結果，是否應嚴格遵循上開《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》及《關於外商投資企業投資合併與分立的規定》之規定，不得導致外資持股比例低於 25%，應有爭議空間，於個案投資時應特別注意。

3. 外資比例低於 25%之外商投資企業審批登記及待遇

依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 9 條第 2 款規定，併購後成立之外商投資企業外資比例低於 25%者，審批機關應向其頒發加註「外資比例低於 25%」字樣之外商投資企業批准證書，登記管理機關發立之外商投資企業營業執照亦須加註「外資比例低於 25%」之字樣[27]。此等揭示的意義在於，該外資比例低於 25%之企業仍屬外商投資企業，仍應受到外商投資企業產業政策之限制，然不享有外商投資企業得享有之

---

[24] 《外國投資者併購境內企業暫行規定》第 5 條規定：「外國投資者併購境內企業設立外商投資企業，應依照本規定經審批機關批准，並向登記管理機關辦理變更登記或設立登記。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一般不低於 25%。外國投資者的出資比例低於 25%的，除法律、行政法規另有規定外，應依照現行設立外商投資企業的審批、登記程序進行審批、登記。審批機關在頒發外商投資企業批准證書時加注“外資比例低於 25%”的字樣。登記管理機關在頒發外商投資企業營業執照時加注“外資比例低於 25%”的字樣。」

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

[26] 李志強著，跨國併購法律實務，上海遠東出版社，2007 年 1 月版，第 56 至 57 頁。

[27] 《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》第 2 條、《外國投資者併購境內企業暫行規定》第 5 條亦有類似規定。

優惠待遇。

具體而言，其不得享有之優惠待遇主要表現在以下幾個部份：其一，無法享受稅收優惠。外商投資企業的稅收優惠待遇在「兩稅合一」改革[28]前，主要展現在企業所得稅優惠、關稅和工商統一稅減免[29]、再投資退稅等方面[30]。然而對外資比例低於 25%之外商投資企業而言，依《關于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》第 3 條規定，其投資總額項下之進口自用設備、物品不享受稅收減免待遇，其他稅收不享受外商投資待遇。

其二，出資期限較短。按依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 16 條第 2 款規定，外國投資者認購目標企業增資時僅須於取得營業執照時繳納 20%之新增註冊資本。若外資比例低於 25%時，外國投資者應自營業執照頒發之日 3 個月（現金出資）或 6 個月（現物出資）內繳清新增註冊資本[31]，無異有較嚴格之出資期限要求。

其三、舉借外債較不自由。按依照 2003 年 3 月 1 日施行之《外債管理暫行辦法》規定，內資企業舉借外債時受到總額度控制，且須事先至取得發展改革部門及外匯管理部門核准[32]。然外商投資企業在註冊資本和投

---

[28] 關於外商投資企業的稅收待遇問題，請參本章第 6.5 節的分析。

[29] 例如《中外合資經營企業法實施細則》第 61 條第 1 款規定：「合營企業進口下列物資，依照中國稅法的有關規定減稅、免稅：（一）按照合同規定作為外國合營者出資的機器設備、零部件和其他物料（其他物料系指合營企業建廠（場）以及安裝、加固機器所需材料，下同）；（二）合營企業以投資總額以內的資金進口的機器設備、零部件和其他物料；（三）經審批機構批准，合營企業以增加資本所進口的國內不能保證生產供應的機器設備、零部件和其他物料；（四）合營企業為生產出口產品，從國外進口的原材料、輔料、元器件、零部件和包裝物料。」。

[30] 陳靜、孫艷燕，我國引資優惠政策及其效果，浙江金融，2007 年 6 月，第 50 頁。

[31] 《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》第 4 條規定：「外國投資者出資比例低於 25%的外商投資企業，投資者以現金出資的，應自企業領取營業執照之日起 3 個月內繳清全部出資；投資者以實物、工業產權等出資的，應自企業領取營業執照之日起 6 個月內繳清出資。」

[32] 《外債管理暫行辦法》第 15 條規定：「境內中資企業等機構舉借中長期國際商業貸款，須經國家發展計劃委員會批准。」第 16 條規定：「國家對境內中資機構舉借短期國際商業貸款實行余額管理，余額由國家外彙管理局核定。」

資總額之間的差額部份得自由舉借外債，無須事前許可[33]，使外資企業的經營活動自由度較高[34]。然而若外商投資企業之外資比例低於 25%，依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 9 條第 2 款規定，「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」，使該等外商投資企業受有較一般外商投資企業較嚴格的限制。

按關於外資比例是否達 25%的問題，其討論實益前提為中國對外商投資企業仍提供較內資企業優惠措施之超國民待遇。然而，在中國加入 WTO 以後，中國不斷有聲浪指出對外資實施超國民待遇不符合 WTO 多邊貿易原則的國民待遇原則[35]，順應該等浪潮，中國亦逐步立法消弭內外資不平等之制度，2008 年 1 月 1 日施行對內外資企業一體適用之《企業所得稅法》即為著例[36]。中國此一發展可能使外國投資者不再較內資企業佔有投資優勢，值得外國投資者注意。

6.1.3 具體審批程式

謹將不同外資併購情形所涉及的具體審批登記程式整理如下：

項目	股權收購		資產收購	合併	說明
	外商投資企業	內資企業			
審批機關	原則上由原審批機關批准股權變更	主要依投資總額決定審批機關	主要依投資總額決定審批機關	原則上由合併後公司所在地之商務部門進行審批	請參本章第 6.1.1 節第 2 段
審批期限	二階段：（1）審批機關收受全部檔 30 日內	審批機關收受全部檔 30 日內決定是否批	審批機關收受全部檔 30 日內決定是否批	四階段：（1）**解散申請**：擬解散公司須先向	股權收購和資產收購

[33] 《外債管理暫行辦法》第 18 條規定：「外商投資企業舉借的中長期外債累計發生額和短期外債余額之和應當控制在審批部門批准的項目總投資和注冊資本之間的差額以內。在差額範圍內，外商投資企業可自行舉借外債。超出差額的，須經原審批部門重新核定項目總投資。」

[34] 李居彩，外商投資企業法與新公司法的衝突與重構，法制與社會，2007 年 3 月，第 116 頁。

[35] Wantao Yang and Sidney Qin, *FIEs, 25% or less*, 2 CHINA LAW & PRACTICE 83, 83 (2003).

[36] 王培志、馬兆慶，內外資企業所得稅並軌對我國引進外資的影響研究，財政研究，2007 年第 12 期，第 35 至 37 頁。

項目	股權收購		資產收購	合併	說明
	外商投資企業	內資企業			
	決定是否批准股權變更[37]；（2）目標企業應自批准日起 30 日內至審批機關辦理外商投資企業批准證書變更手續[38]。	准，批准者頒發外商投資企業批准證書[39]。	准，批准者頒發外商投資企業批准證書[40]。	原審批機關提出解散申請，於 15 日批覆期間（等待期）經過後若原審批機關未作成任何決定，視為同意解散[41]；若原審批機關不同意解散，得交上級審批機關於 30 日內決定同意解散與否[42]；（2）**合併初步批復**：審批機關於收受全部檔 45 日內決定是否初步批准[43]，可延長至 180 日[44]；（3）**合併批**	的 30 日的審批期限較一般新設外商投資企業的 3 個月審批期限[48]，縮短許多。合併時所需遵循的審批程式相當複雜。

[37] 《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》第 17 條第 1 款規定：「審批機關應自接到規定報送的全部文件之日起 30 日內決定批准或不批准。」

[38]《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》第 17 條第 2 款規定：「企業應自審批機關批准企業投資者股權變更之日起 30 日內到審批機關辦理外商投資企業批准證書變更手續。」

[39]《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 25 條第 1 款規定：「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文件之日起 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。」

[40] 同前揭註《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 25 條第 1 款規定。

[41]《關於外商投資企業投資合併與分立的規定》第 22 條第 1、2 款規定：「擬合併的公司有兩個以上原審批機關的，擬解散的公司應當在依照本規定第 18 條向審批機關報送有關文件之前，向其原審批機關提交因公司合併而解散的申請。原審批機關應自接到前款有關解散申請之日起 15 日內做出是否同意解散的批復。超過 15 日，原審批機關未作批復的，視作原審批機關同意該公司解散。」

[42]《關於外商投資企業投資合併與分立的規定》第 22 條第 3 款規定：「如果原審批機關在前款規定期限內，作出不同意有關公司解散的批復，擬解散公司可將有關解散申請提交原審批機關與公司合併的審批機關共同的上一級對外經濟貿易主管部門，該部門應自接到有關公司解散申請之日起 30 日內作出裁決。」

[43]《關於外商投資企業投資合併與分立的規定》第 26 條第 1 款規定：「審批機關應自接到本規定第 18 條或第 21 條規定報送的有關文件之日起 45 日內，以書面形式作出是否同意合併或分立的初步批復。」

[44] 《關於外商投資企業投資合併與分立的規定》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。」

項目	股權收購		資產收購	合併	說明
	外商投資企業	內資企業			
				准：經初步批復後，合併須依規定進行公告[45]，審批機關應於收到公告檔 30 日內決定是否批准合併[46]；（4）**變更外商投資企業批准證書**：合併各方應自批准日起 30 日內至審批機關辦理撤銷、變更或領取外商投資企業批准證書手續[47]。	
申請審批文件	《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》第 9 條規定之檔包括： 1.投資者股權變更申請書； 2.企業原合同、章程及其修改協議； 3.企業批准證書和營業執照影本； 4.企業董事會關於投資者股權變更的決議；	《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 21 條要求之檔包括： 1. 被並購境內公司依法變更設立為外商投資企業的申請書； 2. 被並購境內有限責任公司股東一致同意外國投資者股權並購的決議，或被並購境	《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 23 條要求之檔包括： 1. 外商投資企業設立申請書； 2. 境內企業產權持有人或權力機構同意出售資產的決議； 3. 擬設立的外商投資企業的合同、章程； 4. 擬設立的外商投資企業與	階段（2）-《關於外商投資企業投資合併與分立的規定》第 20 條要求之檔包括： 1. 各公司法定代表人簽署的關於公司合併的申請書； 2. 各公司法定代表人簽署的公司合併協議； 3. 各公司最高權力機構關於公司合併的決	

[48] 例如，《中外合資經營企業法》第 3 條規定：「合營各方簽訂的合營協議、合同、章程，應報國家對外經濟貿易主管部門審查批准。審查批準機關應在三個月內決定批准或不批准。」

[45] 請參第四章第 4.4.3 節關於合併時公告問題之說明。

[46]《關於外商投資企業投資合併與分立的規定》第 30 條規定：「審批機關應自接到本規定第 27 條所列文件之日起 30 日內，決定是否批准公司合併或分立。」

[47] 《關於外商投資企業投資合併與分立的規定》第 32 條規定：「公司合併的申請人或擬分立的公司，應自審批機關批准合併或分立之日起 30 日內，就因合併或分立而解散、存續或新設公司的事宜，到相應的審批機關辦理有關繳銷、變更或領取外商投資企業批准證書手續。」

項目	股權收購		資產收購	合併	說明
	外商投資企業	內資企業			
	5.企業投資者股權變更後的董事會成員名單； 6.轉讓方與受讓方簽訂的並經其他投資者簽字或以其他書面方式認可的股權轉讓協定； 7. 審批機關要求報送的其他檔。 注意事項：股權變更之結果很有可能使外商投資企業之章程變更，此等章程變更事項得成為股權轉讓協議之附件，亦得獨立為之。其次，第 6 項要求其他投資者對於股權轉讓之同意，雖亦得以其獨立出具之書面同意為之，實務上往往透過將該非轉讓方之投資者成為協議當事人或使其同時簽名見證於股權轉讓協議之方式，以符合該項要求。第 7 項所謂其他檔則包括新任董事之簡短履歷、照片、護照影本或外商投資企業之資本繳納證	內股份有限公司同意外國投資者股權並購的股東大會決議； 3. 並購後所設外商投資企業的合同、章程； 4. 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； 5. 被並購境內公司上一財務年度的財務審計報告； 6. 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； 7. 被並購境內公司所投資企業的情況說明； 8. 被並購境內公司及其所投資企業的營業執照(副本)； 9. 被並購境內公司職工安置計畫； 10. 出售股權價格評估報告； 11. 對併購各方是否存在關聯關係之說明； 12. 併購雙方、債權人及其他當事人對目標企業債權債務	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定； 5. 被並購境內企業的章程、營業執照(副本)； 6. 被並購境內企業通知、公告債權人的證明以及債權人是否提出異議的說明； 7. 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； 8. 被並購境內企業職工安置計畫； 9. 資產評估報告； 10. 對併購各方是否存在關聯關係之說明； 11. 併購雙方、債權人及其他當事人對目標企業債權債務處理所達成之協議； 12. 並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	議； 4. 各公司合同、章程； 5. 各公司的批准證書和營業執照影本； 6. 由中國法定驗資機構為各公司出具的驗資報告； 7. 各公司的資產負債表及財產清單； 8. 各公司上一年度的審計報告； 9. 各公司的債權人名單； 10. 合併後的公司合同、章程； 11. 合併後的公司最高權力機構成員名單； 12. 審批機關要求報送的其他檔。 階段（3）-《關於外商投資企業投資合併與分立的規定》第 29 條要求之檔包括： 1. 公司在報紙上三次登載公司合併或分立公告的證明； 2. 公司通知其債權人的證明； 3. 公司就其有關債權、債務處理情況的說明； 4. 審批機關要	

項目	股權收購		資產收購	合併	說明
	外商投資企業	內資企業			
	明等[49]。	處理所達成之協議； 13. 並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。	關的許可文件應一併報送。	求提交的其他檔。	
登記機關	原則上為目標公司原登記機關	原則上為目標公司原登記機關	與審批機關層級相當之登記機關	與審批機關層級相當之登記機關	請參本章第6.1.1節第2段
申請登記期限	目標企業應於收受外商投資企業批准證書之日起30日內申請變更登記，領取外商投資企業營業執照[50]	目標企業應於收受外商投資企業批准證書之日起30日內申請變更登記，領取外商投資企業營業執照[51]	投資者[52]應於收受外商投資企業批准證書之日起30日日內申請變更登記，領取外商投資企業營業執照[53]	吸收合併時，存續公司辦理變更登記手續，消滅公司應辦理註銷登記手續[54]；新設合併時，合併各方應辦理註銷登記	

[49] 其中須注意者為，「被併購境內公司職工安置計劃」雖非《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》第9條所規定之應呈送文件，惟依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第55條第2項、第21項，其亦屬應呈送文件之範圍。

[50]《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》第18條規定：「企業應自變更或繳銷外商投資企業批准證書之日起30日內，依照《中華人民共和國企業法人登記管理條例》和《中華人民共和國公司登記管理條例》等有關規定，向登記機關申請變更登記，未按照本規定到登記機關辦理變更登記的，登記機關依照有關規定予以處罰。」

[51] 《關於外國投資者併購境內企業的規定》第26條第2款規定前段：「外國投資者股權並購的，被並購境內公司應依照本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。」

[52] 現行外商投資企業之新設審批制度中，外商獨資企業由設立該企業之外國投資者提出申請；中外合資與中外合作企業一般由中方提出申請。《關於外國投資者併購境內企業的規定》第26條第1款僅規定應由「投資者」提出申請，解釋上應根據外資併購之結果，亦即成立之外商投資企業之類型，依現行外商投資企業法規定，決定申報義務人。參吳偉央、賀亮、邰智源著，跨國公司併購法律實務，法律出版社，2007年6月版，第129頁。

[53] 《關於外國投資者併購境內企業的規定》第26條第1款規定：「外国投资者资产并购的，投资者应自收到批准证书之日起30日内，向登记管理机关申请办理设立登记，领取外商投资企业营业执照。」

[54] 《關於外商投資企業投資合併與分立的規定》第31條第1款規定：「公司采取吸收合併形式的，接納

項目	股權收購		資產收購	合併	說明
	外商投資企業	內資企業			
				手續，新設公司應辦理設立登記手續[55]。	
申請登記文件	依《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》第 19 條第 1 款規定[56]，原則上，所有提供予審批機關供批准之檔亦應一併呈送予工商登記機關，實務運作時登記機關亦經常要求其他檔。	《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 26 條第 2 款要求之檔包括： 1. 變更登記申請書； 2. 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； 3. 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投資企業合同； 4. 外商投資企業批准證書； 5. 外國投資者的主體資格證明或者自然人	按《關於外國投資者併購境內企業的規定》並未明文規定資產併購時申請設立登記所需檔，解釋上應依一般設立外商投資企業之登記程式辦理。	依《關於外商投資企業投資合併與分立的規定》第 33 條第 1 款規定，應依《企業法人登記管理條例》及《公司登記管理條例》相關規定辦理。	

方公司應到原審批機關辦理外商投資企業批准證書變更手續並到登記機關辦理公司變更登記；加入方公司應到原審批機關繳銷外商投資企業批准證書並到登記機關辦理公司注銷登記。」

[55] 《關於外商投資企業投資合併與分立的規定》第 31 條第 2 款規定：「公司采取新設合併形式的，合併各方公司應到原審批機關繳銷外商投資企業批准證書並到登記機關辦理公司注銷登記；新設立的公司應通過申請人到審批機關領取外商投資企業批准證書並到登記機關辦理公司設立登記。」

[56] 《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》第 19 條第 1 款規定：「企業申請股權變更登記時，應向登記機關提交報送審批機關的有關文件、審批機關的批准文件以及登記機關要求提交的其他文件。」同時參照 2006 年 4 月 24 日實施之《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》第 13 條規定：「外商投資的公司申請變更登記應當依照《公司登記管理條例》第 27 條、第 29 條、第 31 條、第 32 條、第 33 條、第 34 條、第 35 條規定提交相應的文件。因下列情形辦理有關登記事項變更登記時還應當提交原審批機關的審批文件以及變更後的批准證書：（一）註冊資本；（二）公司類型；（三）經營範圍；（四）營業期限；（五）股東或發起人認繳的出資額、出資方式；（六）外商投資的公司合併、分立；（七）跨審批機關管轄的地址變更；（八）有限責任公司股權轉讓或股份有限公司股份轉讓（不涉及營業執照和批准證書載明事項的除外）。除前款規定情形以外，外商投資的公司登記事項變更涉及公司章程修改的，應當在辦理變更登記手續後 30 日內依法向審批機關辦理變更手續。」

項目	股權收購		資產收購	合併	說明
	外商投資企業	內資企業			
		身份證明； 6. 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； 7. 國家工商行政管理總局規定的其他有關文件和證件。			

表格來源：自行整理。

6.2 併購對價

6.2.1 資產評估與交易定價

1. 外資併購之交易價格控制與資產評估

併購對價的決定在併購案中實扮演舉足輕重的角色。國家是否以公權力介入私人併購交易之價格決定，為一國之政策選擇問題。目前中國對於外國投資者之併購交易價格實施強制管制之政策，透過行政干預手段限制外國投資者進行併購交易時之契約自由。考其緣由，主要是維護中國的海外投資管制制度及吸引外資資本項目下之外匯管制制度[57]，避免以明顯低於評估結果的價格向外國投資者轉讓股權或出售資產，變相向境外轉移資本[58]。

按就外國投資者股權收購境內企業或資產收購而言，2006 年 9 月 8 日實施之《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 3 條揭示外國投資者進行之併購應以「公平合理、等價有償」為原則，第 14 條第 1 款進一步

[57] 關於資本項目下之外匯管理制度，參朱茜，改進資本項目外匯管理若干政策建議，上海金融，2007 年第 4 期，第 75 至 77 頁。

[58] 葉軍、鮑治著，外資併購境內企業的法律分析：2008 年增修版，法律出版社，2008 年 1 月版，第 225 至 227 頁。

規定：「併購當事人應以資產評估機構對擬轉讓的股權價值或擬出售資產的評估結果作為確定交易價格的依據。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。禁止以明顯低於評估結果的價格轉讓股權或出售資產，變相向境外轉移資本。」據此，併購應以資產評估機構對擬轉讓的股權價值或擬出售資產的評估結果為定價的依據，禁止以明顯低於評估結果的價格轉讓股權或出售資產，限定了當事人議價的範圍。

就評估機構之選定而言，上開第 14 條第 1 款雖規定併購當事人「可以」約定在中國境內之資產評估機構，而非規定併購當事人「應該」約定在中國境內之資產評估機構，則併購當事人得否選定中國境外之資產評估機構，似有疑義。此於外國投資者以其於境外之股票作為交易方式時，涉及對該境外股票之價值評估，此時中國境內之資產評估機構可能不具備對該等境外股票之評估能力，此時則有允許境外資產評估機構進行評估之實益。實務上中國主管機關是否接受境外資產評估機構之評估報告，仍有探究空間。

其次，就評估方法而言，上開第 14 條第 1 款規定應採用「國際通行」之評估方法，至於何謂「國際通行」之評估方法，仍然有相當之解釋空間。一般而論，資產評估方法可能偏向著重資產之帳面價值或市場價值，從不同角度評估出之資產價值可能相去甚遠[59]。實際操作之結果，可能因為評估方法之選定遭受主管機關挑戰，造成併購交易順利進行之一大障礙。此仍待相關規定之釐清。

按資產評估機關之評估結果為併購交易價格是否合理之判斷依據，此賦予併購當事人對於併購交易價格於一定範圍內有自治決定權，然而，另一方面，亦賦予主管機關認定具體交易價格是否合理具有一定行政裁量權，但目前並無差異比例上下限之細部規定。特別在具體交易價格低於評

[59] Peter A Neumann, *Private Acquisitions by Foreign Investors in China: Is the Party Finally Over?*, 4 CHINA LAW AND PRACTICE 13, 14 (2003).

估結果之情況，併購當事人應加強說明義務，以避免爭議。在實際操作過程中，由於目前中國市場仍缺乏透明度，且財務、數據等資訊不易取得，導致談判過程中價格評估總是成為併購雙方的主要拉鋸點[60]。

2003 年 4 月 12 日實施之《外國投資者併購境內企業暫行規定》於審批申報文件中並未明文將資產評估報告列為申報文件之內容，導致實務上各審批機關對於資產評估報告之有無出現歧異要求，為解決此一問題，2006 年 9 月 8 日實施之《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 21 條第 1 款第 10 項、第 23 條第 1 款第 9 項，則明文要求此資產評估報告為審批申報之必要文件。

由於《外商投資企業投資者股權變更的若干規定》僅就外商投資企業之資產中包括中國國有資產時，限制該外商投資企業股權轉讓之交易價格決定，故除該等情形外，長久以來外國投資者收購外商投資企業之交易對價均由轉受讓雙方當事人自由決定。然而，《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 55 條第 2 款規定：「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。」故該規定就併購交易對價應參考資產評估報告結果之相關規範，是否亦適用於外國投資者收購外商投資企業股權之情況，有探究必要。有意見認為，由於監管併購交易價格之目的乃維持中國現有之外匯資本管理制度及海外投資制度，防止非法向海外移轉資金，故於外資併購雙方所涉均為外國資本，例如外國投資者向外商獨資企業收購股權或購買資產，或外國投資者向中外合作、中外合資經營企業之外方投資者購買股權之情況，不會導致中國吸引外資之增減，故應豁免於強制資產評估之規範範圍內 。惟為求謹慎，外國投資者仍以事先徵詢審批機關意見，確認應否取得資產評估機構之報告為妥。

[60] 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，第 102 頁。

按合併的對價支付模式一般有現金合併及股權合併兩種方式[61]，惟《關於外商投資企業合併與分立的規定》中並未對合併對價之決定問題設有規定，反之，其似乎以股權合併作為預設之合併支付模式[62]。無論如何，合併當事人應否委請資產評估機構，對於換股比例或現金合併對價進行評估，亦有疑義。由此亦可看出中國併購法令不完善之處，合併當事人宜與審批機關進行事先溝通確認，以避免因缺少資產評估報告導致合併交易發生延宕情事。

2. 中國特殊背景下的併購價格與資產評估問題

2006 年 2 月 24 日，當時還只是世界第二大的鋼鐵巨擘安賽樂集團[63]與中國萊鋼集團達成協議，宣佈出資人民幣 20.86 億元收受萊蕪鋼鐵股份有限公司 38.41%的股權。根據安賽樂當時對萊鋼股份簽署的框架協議，雙方同意以每股 5.888 元的價格進行交易，而當時萊鋼股份停牌前的收盤價為每股 6.13 元，四個月復牌後收盤價成為 9.64%股，漲幅達 57.25%，與 5.888 元的收購價格相去甚遠[64]。對於該合作協議，國家發展及改革委員會提出若干意見，首先指出「收購價格過於便宜」，要求雙方重新協商[65]。該案後來因重重受阻而無疾而終[66]。2007 年間新加坡航空股份有限公司欲與淡馬錫公司共同合購中國東方航空股份有限公司 24%的股份，因每股 3.8 港元的收購價格遠低於市場價格之 8 港元，而廣遭抨擊，該併購案最

---

[61] 參王玉英，關於企業合併的相關問題探討，商場現代化，2007 年 6 月，總第 506 期，第 88 至 89 頁。

[62] LUTZ-CHRISTIAN WOLFF, Mergers & Acquisitions in China: Law and Practice, CCH Hong Kong Limited 128 (2006).

[63] 2006 年印度米塔爾鋼鐵公司以 343 億美元併購安賽樂集團，改名為安賽樂-米塔爾集團（Arcelor Mittal），成為世界最大的鋼鐵公司。有報導指出「這是一宗被稱為全球鋼鐵史上最顯赫的併購案，全球鋼企排名第一的米塔爾併購了位居第二的阿塞洛」，參朱武祥，案例：米塔爾的資本市場併購戰役，資本市場，2007 年 12 期，第 48 頁。

[64] 李小寧，阿賽洛 20 億參股萊鋼待審批，上海證券報，2006 年 2 月 14 日，第 A06 版。

[65] 陳珊珊，收購價相對過低發改委建議安賽樂-米塔爾收購萊鋼案重新修訂，第一財經日報，2007 年 3 月 13 日，第 C01 版。

[66] 田露，曲折两年 阿赛洛入股莱钢股份终告吹，上海證券報，2007 年 12 月 15 日，第 A08 版。

後亦未成功[67]。

上開安賽樂併購萊鋼案、新航併購東航案的失敗，價格問題均為關鍵因素。之所以有此問題產生，和中國傳統的會計體系有密切關係。

按中國國有資產的傳統會計計量體系是在沒有資本市場的經濟環境下誕生的，因此歷史成本一直是中國企業財務會計的計量方式。歷史成本雖然具有客觀性和可核性等諸多優點，但是卻無法真實公允地反映企業的自身價值。例如企業的土地價值升值、無形資產升值等會計帳簿紀錄以外的財富增長難以反映於歷史成本。國有資產進入資本市場後，由於原有的帳面價值和股份的市場價值產生巨大差異，使交易價格的爭議逐漸明顯。外國投資者併購時往往希望用歷史成本計量的價格，而國有資產監督部門則逐步開始傾向使用市場價格轉讓國有股份，這其中的巨大差異相當難以調和，尤其中國近年來股市價格大幅上揚亦使此差異更加突出[68]。上開安賽樂併購萊鋼案、新航併購東航案，均在此背景下，面臨提出的併購價格和市場上交易價格差距過大，導致爭議不斷。

同樣基於保護國有資產的目的，國有資產為中國社會主義制度下之特殊財產形式，為避免國有資產之流失，中國對於國有資產之併購交易價格決定早已特別設有一套繁複制度，相關規定主要有《國有資產評估管理辦法》、《國有資產評估管理辦法施行細則》、《國有資產評估管理若干問題的規定》、《國有資產評估項目備案管理辦法》、《國有資產評估項目核准管理辦法》、《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》等[69]，故當目標企業涉及國有企業或國有資產時，應特別關注資產評估與交易定價的問題，違反該等規定之效果可能導致併購交易無效[70]，誠值注意。

---

[67] 王瀟雨，東航「落滬」漸行漸遠，華夏時報，2008 年 8 月 16 日，第 17 版。

[68] 全球併購研究中心編，中國併購報告（2008），人民郵電出版社，2008 年 7 月版，第 58 頁。

[69] 郝勝利，外資併購國有企業或買賣國有資產規定的評價及完善，商業研究，2006 年第 20 期，第 64 至 65 頁。

[70] 國有資產評估管理辦法實施細則第 10 條規定：「對於應當進行資產評估的情形沒有進行評估，或者沒

6.2.2 對價支付之期限

外資併購之結果將設立外商投資企業，為外國投資者對中國之直接投資行為。中國為了確定併購資金到位，避免發生外資併購已完成，目標企業亦已變更設立或新設為外商投資企業，但資金卻沒有進入中國的情況，因此對於買方即外國投資者支付併購款項之期限設有一定限制。

1. 轉讓股權的支付期限

外國投資者向外商投資企業或內資企業股東收購股權，為外國投資者與特定股東間之股權買賣交易，外國投資者應向轉讓股權之股東支付轉讓價款。按《中外合資經營企業合營各方出資的若干規定》對於設立外商投資企業之「出資期限」已有規定[71]。而 1997 年 9 月 29 日實施之《《中外合資經營企業合營各方出資的若干規定》的補充規定》，則對於外國投資者收購中國境內企業資產或股權之「對價支付期限」作出規定。依該《補充規定》第 1 條，對通過收購國內企業資產或股權設立外商投資企業的外國投資者，應自外商投資企業營業執照頒發之日起 3 個月內支付全部購買金。對特殊情況需延長支付者，經審批機關批准後，應自營業執照頒發之日起 6 個月內支付購買總金額的 60%以上，在 1 年內付清全部購買金，並按實際繳付的出資額的比例分配收益。該《補充規定》要求的併購對價支付期限略短於一般設立外商投資企業之出資期限。

2003 年 4 月 12 日施行之《外國投資者併購境內企業暫行規定》第 11 條及現行 2006 年 9 月 8 日起施行之《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 16 條第 1 款[72]有與上開《補充規定》第 1 條幾乎相同之規定。

有按照《辦法》及本細則的規定立項、確認，該經濟行為無效。」

[71] 依《中外合資經營企業合營各方出資的若干規定》第 4 條規定：「合營合同中規定一次繳清出資的，合營各方應當從營業執照簽發之日起 6 個月內繳清。合營合同中規定分期繳付出資的，合營各方第一期出資，不得低於各自認繳出資額的 15%，並且應當在營業執照簽發之日起 3 個月內繳清。」

[72] 《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 16 條第 1 款規定：「外國投資者並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。」

據此，外國投資者無論自外商投資企業或內資企業股東受讓股權，其對價支付期限均相同，須自外商投資企業營業執照頒發之日起 3 個月內向轉讓股權之股東支付全部對價；特殊情形須延長者，需先取得審批機關批准，並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 60%，至遲應於 1 年內全部付清，並依實際繳付之出資比例分配收益[73]。

須特別注意者為， 2003 年 1 月 1 日施行之《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》第 6 條第 2 款規定：「外國投資者收購境內企業股權，股權轉讓雙方應在簽定的股權轉讓協定中規定外國投資者支付股權購買金的期限。協定中未規定有關期限的，審批機關不予批准。」故外國投資者與目標企業股東間之協議應將支付對價期限載明，否則其股權或股份轉讓將無法通過審批，導致併購失敗。

2. 增資或增發股份的支付期限

外國投資者認購目標企業之增資或增發之股份，為外國投資者與目標企業間之交易，外國投資者應將取得增資或增發股份之對價交付予目標企業，該對價成為目標企業之資產。於此情形，依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 16 條第 2 款規定，除其他法律和行政法規另有規定者外，目標企業（包括有限公司及發起設立之股份有限公司）股東應於該目標企業申請外商投資企業營業執照時，繳付不低於 20%之新增註冊資本，其餘部分出資應符合《公司法》、有關外商投資法律及《公司登記管理條例》的規定。股份有限公司為增加註冊資本而發行新股時，外國投資者認購新股應依設立股份有限公司繳納股款之相關規定辦理。按上開《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 16 條第 2 款之規定係配合 2006 年施行之新《公司法》在出資方面之調整[74]而設。

按依《公司法》第 179 條規定，有限公司增資與股份有限公司增發

[73] 參吳偉央、賀亮、邰智源著，跨國公司併購法律實務，法律出版社，2007 年 6 月版，第 142 至 143 頁。
[74] 關於 2006 年 1 月 1 日施行之新《公司法》關於出資的新規定，參范曉玲，中國大陸新修正公司法中資本法制的彈性化，萬國法律，2006 年 4 月，第 146 期，第 4 頁。

股份時之股東認繳期限，應分別比照有限公司及股份有限公司設立時之出資或股款繳納期限辦理。就有限責任公司出資期限，《公司法》第 26 條規定：「有限責任公司的註冊資本為在公司登記機關登記的全體股東認繳的出資額。公司全體股東的首次出資額不得低於註冊資本的 20%，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 2 年內繳足；其中，投資公司可以在 5 年內繳足。」；就股份有限公司股款繳納期限，《公司法》第 81 條規定：「股份有限公司採取發起設立方式設立的，註冊資本為在公司登記機關登記的全體發起人認購的股本總額。公司全體發起人的首次出資額不得低於註冊資本的 20%，其餘部分由發起人自公司成立之日起 2 年內繳足；其中，投資公司可以在 5 年內繳足。在繳足前，不得向他人募集股份。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。」

據此，外國投資者認購有限公司及以發起方式設立之股份有限公司增資者，得分期履行繳納義務，分為兩階段：第一階段：於目標企業申請外商投資企業營業執照時繳納不低於 20%之新增註冊資本；第二階段：其餘部分之繳納期限為自外商投資企業設立之日起 2 年內繳足，但目標公司為投資公司者得於 5 年內繳足。

其次，外國投資者認購以募集方式設立之股份有限公司增資者，依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 55 條第 4 款規定 ，應適用《關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定》，然該規定中並無關於外商投資股份有限公司資本繳納制度之規定，而其第 25 條則規定：「本暫行規定未規定的公司的其他事宜，按《公司法》、《國務院關於股份有限公司境外募集股份及上市的特別規定》及有關規定辦理。」從而，依該第 25 條規定適用《公司法》第 179 條、第 81 條之結果，外國投資者認購以募集方式設立之股份有限公司發行新股時，應依設立股份有限公司繳納股款之有關規定辦理，即所增加之資本為目標企業於公司登記機關登記增

加之實收股本總額，應於變更營業執照前一次付清[75]。

3. 資產收購的支付期限

外國投資者資產收購主要有兩種方式：（一）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營運該資產；（二）外國投資者設立外商投資企業，並通過該外商投資企業協議購買境內資產，以下乃就此兩種資產收購方式分別討論外商投資者之支付期限。此兩種情形均涉及支付資產對價及出資設立外商投資企業等兩不同時點。

(1) 購買資產並以其設立外商投資企業之支付期限

就外國投資者購買資產之對價支付期限，依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 16 條第 1 款規定，外國投資者應於外商投資企業營業執照頒發之日起 3 個月內向出售資產之境內企業支付全部對價。

其次，就以該資產設立外商投資企業之出資期限，依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 16 條第 3 款前段規定，外國投資者資產收購者，投資者應在擬設立之外商投資企業合同、章程中規定出資期限。

(2) 設立外商投資企業，由其購買境內企業資產並營運該資產之支付期限

就外國投資者為進行併購所設立以購買境內資產為目的之殼公司，對該外商投資企業之出資期限，應依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 16 條第 3 款規定：「外國投資者資產收購的，投資者應在擬設立的外商投資企業合同、章程中規定出資期限。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的，對與資產對價等額部分的出資，投資者應在本條第 1 款規定的對價支付期限內繳付；其餘部分的出資應符合設立外商投資企業出資的相關規定。」亦即，就與資產對價等額部分之出資，應於外商投資企業營業執照頒發之日起 3 個月內支付；特殊情形須延長者，需先取得審批機關批准，並應自外商投資企業營業執照頒

[75] 參吳偉央、賀亮、邰智源著，跨國公司併購法律實務，法律出版社，2007 年 6 月版，第 143 至 145 頁。

發之日起 6 個月內支付全部對價 60%，至遲應於 1 年內全部付清。

就超過資產對價額部分之出資，則依照一般外商投資法律之出資期限繳納。亦即，1988 年 3 月 1 日實施之《中外合資經營企業合營各方出資的若干規定》第 4 條則明文規定合營各方之出資期限，依該條規定，合營各方應當在合營合同中訂明出資期限，並且應當按照合營合同規定的期限繳清各自的出資。合營企業依照有關規定發給的出資證明書應當報送原審批機關和工商行政管理機關備案。合營合同中規定一次繳清出資的，合營各方應當從營業執照簽發之日起 6 個月內繳清。合營合同中規定分期繳付出資的，合營各方第一期出資，不得低於各自認繳出資額的 15%，並且應當在營業執照簽發之日起 3 個月內繳清。此外，依《中外合資經營企業法》規定，合營各方出資應於 2 年內繳清。該等規定亦適用於中外合作經營企業與外商獨資企業

其次，就資產對價之支付時點，《關於外國投資者併購境內企業的規定》並無明文規定，蓋該設立後之外商投資企業對境內企業支付資產對價，屬中國企業間之買賣合同關係，故允許雙方當事人自由約定之[76]。

3. 合併時對價支付期限

按《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 36 條第 2 款規定：「在公司與中國內資企業合併過程中，外國投資者購買內資企業股東股權的，其股權購買金的支付條件，依照《《中外合資經營企業合營各方出資的若干規定》的補充規定》執行。」故上開關於《《中外合資經營企業合營各方出資的若干規定》的補充規定》之說明應有適用，亦即，依該《補充規定》第 1 條，應自合併後新設或變更設立公司之營業執照頒發之日起 3 個月內支付全部購買金。對特殊情況需延長支付者，經審批機關批准後，應自營業執照頒發之日起 6 個月內支付購買總金額的 60%以上，在 1 年內付清全部購買金，並按實際繳付的出資額的比例分配收益。

[76] 參葉軍、鮑治著，外資併購境內企業的法律分析：2008 年增修版，法律出版社，2008 年 1 月版，第 237 至 239 頁。

6.2.3 對價支付之方式

原則上，外國投資者股權收購境內企業、股權收購外商投資企業或資產收購者，其支付手段均依照一般外商投資法律規定辦理。《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 17 條規定：「作為併購對價的支付手段，應符合國家有關法律和行政法規的規定。外國投資者以其合法擁有的人民幣資產作為支付手段的，應經外匯管理機關核准。外國投資者以其擁有處置權的股權作為支付手段的，按照本規定第四章辦理。」

1. 現金支付

包括外國投資者所有可自由兌換之外匯資金及經中國外匯管理部門批准之人民幣資金[77]。直接以現金購買目標公司股東之股權或目標公司之資產，雖為最簡便之方式，然而並非所有購買方均具備充足的現金流量，且借貸融資亦涉及複雜精密之財務安排[78]，故實務上以現金作為併購支付方式並非常見。也因此，2004 年 7 月間英國第一大零售商 Tesco 公司以 1.4 億英鎊之價格收購中國樂購連鎖超市 50%的股權，並將此高額全數以現金支付之案例[79]，格外引人廣泛注目。

2. 現物支付

包括外國投資者以自有外匯資金購買之境內外實物及知識產權等無形資產，得憑外匯支付憑證直接將該實物或資產作為出資入股，或以經中國外匯管理部門核准之實物和無形資產作為支付對價[80]。

關於現物出資的規定，外商投資企業法和新《公司法》有不同規定。《中外合資經營企業法實施條例》第 22 條規定：「合營者可以用貨幣出

---

[77] 吳偉央、賀亮、邰智源著，跨國公司併購法律實務，法律出版社，2007 年 6 月版，第 147 頁。

[78] 此時可能形成槓桿收購（Leveraged Buy-out），即併購方以被收購公司之資產作為擔保，並以其未來收益能力作為主要還款來源，透過高額的債務融資來支應其併購所需資金，參林仁光，公司合併與收購之法律規範，萬國法律，2006 年 6 月，第 105 期，第 32 頁。

[79] 景毅濟，Tesco 擴張標新立異，中國商報，2005 年 12 月 16 日，第 6 版。

[80] 吳偉央、賀亮、邰智源著，跨國公司併購法律實務，法律出版社，2007 年 6 月版，第 149 頁

資，也可以用建築物、廠房、機器設備或者其他物料、工業產權、專有技術、場地使用權等作價出資。以建築物、廠房、機器設備或者其他物料、工業產權、專有技術作為出資的，其作價由合營各方按照公平合理的原則協商確定，或者聘請合營各方同意的第三者評定。」[81]而 2006 年 1 月 1 日實施之《公司法》第 27 條第 1 款則規定：「股東可以用貨幣出資，也可以用實物、知識產權、土地使用權等可以用貨幣估價並可以依法轉讓的非貨幣財產作價出資；但是，法律、行政法規規定不得作為出資的財產除外。」新《公司法》之出資內容較外商投資企業法之出資內容規定多了一個「等」字，故有認為[82]新《公司法》對出資內容擴大到債權、股權、採礦權等得用貨幣估價並得依法轉讓的非貨幣財產。

然而，2006 年 1 月 1 日實施之《公司登記管理條例》第 14 條規定：「股東的出資方式應當符合《公司法》第 27 條的規定。股東以貨幣、實物、知識產權、土地使用權以外的其他財產出資的，其登記辦法由國家工商行政管理總局會同國務院有關部門規定。股東不得以勞務、信用、自然人姓名、商譽、特許經營權或者設定擔保的財產等作價出資。」惟由於目前尚無相關登記辦法，因此對於以「貨幣、實物、知識產權、土地使用權以外的其他財產」作為出資，實務上操作仍有困難，應予注意。

3. 股權支付

併購實務中，為降低財務費用及靈活運用投資策略，往往以股份作為併購之支付手段，亦稱為「股份交換（share swaps）」[83]。此種支付方

---

[81] 《中外合作經營企業法實施細則》及《外資企業法實施細則》亦有類似規定，亦即《中外合作經營企業法實施細則》第 18 條第 1 款規定：「合作各方向合作企業的投資或者提供的合作條件可以是貨幣，也可以是實物或者工業產權、專有技術、土地使用權等財產權利。」、《外資企業法實施細則》第 25 條規定：「外國投資者可以用可自由兌換的外幣出資，也可以用機器設備、工業產權、專有技術等作價出資。經審批機關批准，外國投資者也可以用其從中國境內舉辦的其他外商投資企業獲得的人民幣利潤出資。」

[82] 郝磊，我國新《公司法》中出資形式制度的再探討，中國商法年刊，第 2006 年，第 449 至 457 頁。

[83] 我國公司法下之「股份交換」制度，參我國《公司法》第 156 條第 6 項規定：「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 2/3 以上董事出席，以出席董事過半數決議行之，不受第 267 條第 1 項至第 3 項之限制。」應注意者為，我國《金融控股公司法》及《企業併購法》下設有「股份轉換」制度，係指公司股份「強行」全部轉換，股份轉換結果將使目標公司之股東成為併購公司之股東，

式受資金限制較小，為企業間資本交叉滲透式的融合，有利於企業間形成長期深遠合作[84]。惟外國投資者與中國境內企業進行之股權交換向來並不活絡，一方面是因為中國外匯管制係基於貨幣流動為基礎；另一方面為股權交換成功後，境內企業成為境外公司之股東，境內企業對外投資須受較複雜之審批程式規範[85]，導致交易成本增加。2003 年 4 月 12 日實施之《外國投資者併購境內企業暫行規定》其第 9 條第 5 款原則上雖允許以股權作為併購支付手段，然而因無相關細部規定，因此並無操作可能性，斯時實務上亦未見有以股權作為併購支付手段之案例出現[86]。

為填補此立法空白，2006 年 9 月 8 日實施之《關於外國投資者併購境內企業的規定》新闢第四章「外國投資者以股權作為支付手段併購境內公司」，首次賦予股份轉換合法化地位並使其具有可操作性[87]，考量換股收購不需要大量現金融資，有助於併購主體進行以行業整合為目的的戰略性併購，將使股份轉換將成為重要併購方式[88]。

根據《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 27 條之定義，所謂外國投資者以股權作為支付手段併購境內公司，係指境外公司之股東以其持有之境外公司股權，或境外公司以其增發之股份，作為支付手段，購買境內公司股東之股權或境內公司增發股份之行為。依其定義，《關於外國投資者併購境內企業的規定》第四章關於股份轉換之規定僅適用於股權收

且併購公司成為目標公司百分之百控股之控制公司或母公司，為併購方及目標公司相互間之企業組織再造行為，須目標公司之股東會特別決議。至於「股份交換」則僅為公司間之策略聯盟制度，只需董事會決議通過即可。參王文宇著，公司法論，元照出版有限公司，2003 年 10 版，第 155 至 156 頁。由於《關於外國投資者併購境內企業的規定》僅規定以股權作為支付手段，其結果不一定使目標公司成為併購方百分之百持股之子公司，因此本文認為較似我國之「股權交換」制度，而非「股份轉換」制度。

[84] 魏靜，經濟新看點—股份轉換法律制度分析，商場現代化，2006 年 8 月，總第 476 期，第 261 頁。

[85] 夏善晨，中國企業「走出去」：鼓勵、推動與協調管理，國際經濟合作，2007 年第 12 期，第 6 至 7 頁。

[86] 俞靚、張楠著，外資併購境內企業將出—首次明確股權交換方式，中國證券報，2006 年 8 月 8 日，A06 版。

[87] 金伯生，外資併購新規定七大看點，瞭望新聞週刊，2006 年 9 月 11 日，第 74 至 75 頁。

[88] 胡開春、胡經生，完善併購融資體制，中國金融，2006 年第 24 期，第 51 頁。

購之支付，而不適用於資產收購之支付[89]。

《關於外國投資者併購境內企業的規定》第四章對於作為支付手段之股票本身及發行該股票之公司設有限制。得作為支付手段之股票限於境外上市公司股票（包括已上市的股票及上市公司擬增發之股票），且最近 1 年交易價格穩定[90]。該等限制乃考量外國投資者所有之股票市場化程度，便於被收購公司及專業機構進行評估價格，同時避免當事人恣意訂定價格，套取不當利益。

至於發行該股票之境外上市公司，則須在具有完善證券交易制度之地區上市，且該公司之管理層最近 3 年未受到監管機構的處罰[91]。此要求係出於上市公司受證券監督管理部門之監管，一般具有較合理之公司治理結構。

其次，依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 29 條第 1 項第 1、2 款規定，股份轉換時之轉讓雙方股票另須符合下列條件：1.股東合法持有並依法可以轉讓；2. 無所有權爭議且沒有設定質押及任何其他權利限制。

此外，依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 30 條、31 條，境內公司或其股東應聘請在中國註冊登記而符合該條規定條件之仲介機構擔任顧問，負責審查併購申請文件之真實性、境外公司之財務狀況，及對併購是否符合該規定第 14 條、第 28 條、第 29 條之要求作盡職調查，並出具併購顧問報告提出具體專業意見。同時亦應符合《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 32 條至 38 條之特殊審批登記程式。

---

[89] 吳偉央、賀亮、邰智源著，跨國公司併購法律實務，法律出版社，2007 年 6 月版，第 149 頁。

[90] 《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 29 條第 1 款第 3 項、第 4 項規定：「外國投資者以股權並購境內公司所涉及的境內外公司的股權，應符合以下條件：（略）（三）境外公司的股權應在境外公開合法證券交易市場（櫃台交易市場除外）掛牌交易；（四）境外公司的股權最近 1 年交易價格穩定。」

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

至於進行股份轉換之境外公司，若為中國境內公司或自然人所直接或間接控制之特殊目的公司時，即返程投資或紅籌上市情形，此時應適用《關於外國投資者併購境內企業的規定》第四章第 3 節（即第 39 至 50 條）對於特殊目的公司之特別規定。

6.3 目標企業之債權債務處理

6.3.1 不同併購方式下之債權債務處理

1. 股權收購及資產收購時之債權債務處理

按股權收購並不導致目標企業之主體消滅，僅使目標企業之股權結構發生變更，無論目標企業為外商投資企業或內資企業，外國投資者收購目標企業之股權後即成為目標企業之股東之一，股權收購完成後之外商投資企業與原目標企業應具有法人格同一性，因此該外商投資企業應承擔原目標企業之債權債務。《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 13 條第 1 款即明文揭示：「外國投資者股權收購的，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。」

另一方面，外國投資者考慮採用資產收購方式進行投資之重要原因之一，往往為青睞目標企業所有之資產具有高度投資價值，但同時因為對目標企業之既有或潛在債務無法清楚掌握，為降低投資風險，因此只針對目標企業之特定或全部資產進行交易，而不晉身成為目標企業之股東，避免須對目標企業之債務負責。就此而論，外國投資者進行資產收購後，無論是由外國投資者新設外商投資企業並由該外商投資企業購買目標企業之資產進行營運，或外國投資者直接購買目標企業之資產並以該資產為出資設立外商投資企業，其所設立之外商投資企業與目標企業即該資產原所有人間應為互相獨立之主體，目標企業之債權債務仍應由其自行承擔，與外國投資者所新設之外商投資企業完全無關。基於斯旨，《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 13 條第 2 款規定：「外國投資者資產收購的，出售資產的境內企業承擔其原有的債權和債務。」

應注意者為，上述規定並非強制規定，依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 13 條第 3 款規定：「外國投資者、被併購境內企業、債權人及其它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議，但是該協議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。」亦即，在無損公益之情況下，併購當事人間基於契約自治得就債權債務之分配另行約定，且此協議內容須報送審批機關。

2. 合併時之債權債務處理

合併時，若為新設合併，則合併雙方之法人格均將消滅並設立一新公司，若為存續合併，則其中一方之法人格將受他公司之法人格吸收，吸收方之法人格存續，被吸收方之法人格歸於消滅。依《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 25 條第 1 款規定：「合併後存續的公司或者新設的公司全部承繼因合併而解散的公司的債權、債務。」[92]應由合併後之新設或存續公司全部承繼因合併而解散公司的債權、債務。由於因合併而解散之公司其法人格當然消滅，應認此時合併各方及相關當事人間不得就債權、債務之處理另行約定[93]。

3. 評析

《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 13 條或《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 25 條所規定者為目標企業或解散公司「債權債務」之「承擔」或「承繼」，則是否包含非以債權債務型態存在之其他權利義務，例如最高限額抵押權、或公法上之罰鍰等，不無疑問。本文認為，在股權收購之情況，外國投資者成為目標企業之股東之一後，自然需依其股權對目標企業之權利義務負責，不限於「債權債務」；另一方面，

[92] 《公司法》下亦有類似規定，參《公司法》第 175 條規定：「公司合併時，合併各方的債權、債務，應當由合併後存續的公司或者新設的公司承繼。」

[93] 按我國公司法下之合併，合併當事人間得否以特約方式就權利義務之一部予以除外，有不同見解。通說認為，公司法下之合併應由合併後公司概括承受消滅公司之權利義務，其權利義務承受無庸個別為之，參柯芳枝著，公司法論，三民書局，1999 年 10 版，第 74 頁；王文宇著，公司法論，元照出版有限公司，2003 年 10 版，第 152 頁。

在資產收購之情況，目標企業於出售資產後，仍應為其原有權利義務之享受或負擔主體，不因出售資產而改變；又在合併情形，。因此《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 13 條或《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 25 條使用「債權債務」而非「權利義務」之用語[94]，對於實際法律效果可能並無影響，但也可自此看出該規定用語之不甚嚴謹之處。

6.3.2 對債權人之通知公告義務

1. 資產收購時之通知公告義務

誠如前述，在資產收購之情形，原目標企業應繼續承擔其原有之債權債務。對目標企業之債權人而言，目標企業之有價值資產一經出售，其債權保障僅存於目標企業出售該資產所獲得之對價。雖然出售資產須經一定之資產評估程式，且出售對價需以資產評估報告為基礎，惟目前的資產評估程式仍有前述缺陷，債權人得否受完全保障，誠有疑問。為維護債權人之利益，《關於外國投資者併購境內企業的規定》就資產收購之債權人公告程式設有規定。

按 2003 年 4 月 12 日施行之《外國投資者併購境內企業暫行規定》第 7 條第 4 款規定：「出售資產的境內企業應自作出出售資產決議之日起 10 日內，向債權人發出通知書，並在全國發行的省級以上報紙上發布公告。債權人自接到該通知書或自公告發布之日起 10 日內，有權要求出售資產的境內企業提供相應的擔保。」該規定之立法原意乃避免目標企業出售資產後不當轉移出售價款，而規避其清償義務，因此課與出售資產之目標企業進行通知與公告義務，促使其債權人能盡快行使並保障其權益。然而，該規定實際適用上衍生不少爭議，第一，就通知公告之時點，該規定要求需於「出售資產決議之日起 10 日內」，然而目標企業作成出售資產之決議時點與後續出售資產協議正式簽訂時點、甚至實際送件審批時點之間，往往間隔相當一段時日，於交易形勢尚不明朗之情況下即課與目標企

[94] 對照我國公司法第 319 條規定：「第 73 條至第 75 條之規定，於股份有限公司之合併或分割準用之。」、第 75 條規定：「因合併而消滅之公司，其權利義務，應由合併後存續或另立之公司承受。」

業通知公告義務，顯不切實際；遑論目標企業作成出售資產之決議後可能因種種原因導致交易停擺，甚至取消交易，此通知公告義務亦對目標企業造成過重負擔。第二，債權人自收受通知或自公告發布之日起 10 日內，無論債權清償期屆至與否，均得要求目標企業提供相應之擔保，否則可能導致併購交易不獲批准。惟實務上罕見債權人因此請求提供擔保或因該擔保而提起訴訟、仲裁或調解請求解決爭議之案件。

2006 年 9 月 8 日施行之《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 13 條第 4 款對上該爭議作出回應並規定：「出售資產的境內企業應當在投資者向審批機關報送申請檔之前至少 15 日，向債權人發出通知書，並在全國發行的省級以上報紙上發布公告。」首先，修正後之規定延後應進行通知公告之時點，將原先要求「出售資產決議之日起 10 日內」修正為「向審批機關報送申請檔之前至少 15 日」，合理延後應進行通知公告之時點。其次，修正規定刪除債權人得向目標企業要求提供擔保之權利，使行使審批之行政機關不再介入此民事法律關係，而債權人如認為該資產轉讓之行為有害其債權，仍得依《合同法》第 74 條 以目標企業之費用請求撤銷該轉讓行為，因此債權人仍有一定保障。

2. 合併時之通知公告義務

按合併時由於合併各方財產評估、換股比例的確定等因素，可能引起作為債權人擔保的公司財產直接或間接減少，影響債權人之債權實現，因此在公司合併中亦特別強調對債權人利益的保護[95]。關於合併時對債權人的通知問題，《關於外商投資企業合併與分立的規定》乃參酌 2004 年修正之《公司法》第 184 條第 3 款[96]之精神作出相關規定，要求擬合併公司應於審批機關同意合併作出初步批復之日起 10 日內，向債權人發出通

[95] 張如海，論公司合併中債權人利益保護制度的完善，商場現代化，2006 年第 17 期，第 242 頁。

[96] 2004 年修正之《公司法》第 184 條第 3 款規定：「公司合併，應當由合併各方簽訂合併協議，並編制資產負債表及財產清單。公司應當自作出合併決議之日起 10 日內通知債權人，並於 30 日內在報紙上至少公告 3 次。債權人自接到通知書之日起 30 日內，未接到通知書的自第一次公告之日起 90 日內，有權要求公司清償債務或者提供相應的擔保。不清償債務或者不提供相應的擔保的，公司不得合併。」

知書，並於 30 日內在全國發行的省級以上報紙至少公告三次[97]。且債權人於收到通知書之日起 30 日內，未收到通知書者應於第一次公告之日起 90 日內提出異議，要求公司對其債務承繼方案進行修改，或要求公司清償債務或提供相應擔保[98]。

惟該等要求似嫌過苛，因此 2006 年 1 月 1 日施行之最新《公司法》已簡化公司合併的債務人通知程式，主要變更為將登報公告次數自三次縮減為一次，且將未收到通知書債權人之異議期間自 90 天縮短為 45 天[99]。根據法律優位性原則及《公司法》第 218 條規定[100]，外國投資者進行合併時所為之債權人通知，似應得類推適用最新《公司法》修正後之規定為之。

此外，《關於外商投資企業合併與分立的規定》對於合併後之公司有特別之公告要求，其第 36 條規定：「合併或分立後存續或新設的公司應自變更或領取營業執照之日起 30 日內，向因合併或分立而解散的公司之債權人和債務人發出變更債務人和債權人的通知並在全國發行的省級以上報紙上公告。」由於《公司法》並無關於要求合併後公司進行公告之規定，故此等要求應屬外商投資企業進行合併時之特別要求，外商投資企業進行合併時仍應遵循，應予注意。茲將《公司法》與《關於外商投資企業合併與分立的規定》中對於合併公告之要求對照如下：

---

[97] 《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 27 條第 1 款規定：「擬合併或分立的公司應當自審批機關就同意公司合併或分立作出初步批復之日起 10 日內，向債權人發出通知書，並於 30 日內在全國發行的省級以上報紙上至少公告 3 次。」

[98] 《關於外商投資企業合併與分立的規定》第 28 條規定：「公司債權人自接到本規定第 25 條所述通知書之日起 30 日內、未接到通知書的債權人自第一次公告之日起 90 日內，有權要求公司對其債務承繼方案進行修改，或者要求公司清償債務或提供相應的擔保。如果公司債權人未在前款規定期限內行使有關權利，視為債權人同意擬合併或分立公司的債權、債務承繼方案，該債權人的主張不得影響公司的合併或分立進程。」

[99] 2006 年 1 月 1 日施行之《公司法》第 174 條規定：「公司合併，應當由合併各方簽訂合併協議，並編制資產負債表及財產清單。公司應當自作出合併決議之日起 10 日內通知債權人，並於 30 日內在報紙上公告。債權人自接到通知書之日起 30 日內，未接到通知書的自公告之日起 45 日內，可以要求公司清償債務或者提供相應的擔保。」

[100] 2006 年 1 月 1 日施行之《公司法》第 218 條規定：「外商投資的有限責任公司和股份有限公司適用本法；有關外商投資的法律另有規定的，適用其規定。」

	《公司法》	《關於外商投資企業合併與分立的規定》	說明
合併公告	合併決議日起 10 日內通知債權人，並於 30 日內在報紙上公告債權人。（第 174 條前段）	審批機關初步批復日起 10 日內通知債權人，並於 30 日內在省級以上報紙上至少公告 3 次。（第 27 條第 1 款）	依法律優位性及《公司法》第 218 條規定，似外商投資企業進行合併時似應得依《公司法》規定辦理公告即可。
債權人異議	債權人自接到通知書之日起 30 日內，未接到通知書的自公告之日起 45 日內，可以要求公司清償債務或者提供相應的擔保。（第 174 條後段）	公司司債權人自接到通知書之日起 30 日內、未接到通知書的債權人自第一次公告之日起 90 日內，有權要求公司對其債務承繼方案進行修改，或者要求公司清償債務或提供相應的擔保。（第 28 條第 1 款）	
合併後公告	無類似規定	合併後新設或存續公司應向因合併而解散公司之債權人及債務人發出變更債權人和債務人通知，並於省級以上報紙公告。（第 36 條）	此應屬對外商投資企業合併之特別要求，應依《關於外商投資企業合併與分立的規定》規定辦理。

表格來源：本研究整理。

實務操作上，合併所須踐行之通知或公告內容，得參照對外貿易經濟合作部（即商務部前身）於 2003 年 3 月 14 日所發布之《外商投資企業合併、分立、減少註冊資本公告及通知範本》進行。

6.4 外資併購與外匯問題

6.4.1 外匯管理制度概說

外國投資者於中國進行併購時須直接面臨給付併購對價及後續利潤稅出之問題，此涉及中國之外匯管理制度。依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 8 條規定，外國投資者於併購中國境內企業時應遵守中國有關外匯管理之法律和行政法規，並應向外匯管理機關辦理各項外匯核准、登記、備案及變更手續，因此有必要對中國涉及外資併購之外匯管理制度加以探討。

按外匯一般係指外幣或以外幣表示的用於國際間債權債務結算的各種支付手段[101]。根據中國《外匯管理條例》[102]第 2 條規定，外匯係指下列以外幣表示而得作為國際清償之支付手段和資產：（一）外幣現鈔，包括紙幣、鑄幣；（二）外幣支付憑證或者支付工具，包括票據、銀行存款憑證、銀行卡等；（三）外幣有價證券，包括債券、股票等；（四）特別提款權；（五）其他外匯資產[103]。其次，該條例按外匯在國際收支中之性質，將其分為經常項目及資本項目，前者指國際收支中涉及貨物、服務、收益及經常轉移的交易專案等，後者指國際收支中引起對外資產和負債水準發生變化的交易專案，包括資本轉移、直接投資、證券投資、衍生產品及貸款等[104]。中國目前之外匯管理制度為就人民幣經常項目得自由兌換，而就資本項目實施管制制度。外資併購交易主要涉及之外匯種類即屬資本項目。

6.4.2 外資併購相關之外匯管理制度

中國之外匯管理機關為中國國家外匯管理局及其分、支局，關於外資併購交易所涉之外匯收支、外匯結匯、外匯退出等均由相關外匯管理機關負責審核。以下乃就外國投資者於中國進行併購主要涉及之外匯管理制度依投資進程說明之：

1. 外國投資者設立專用帳戶

根據中國國家外匯管理局 2003 年 4 月 1 日起施行之《關於完善外商直接投資外匯管理工作有關問題的通知》第 1 條第 1 款，外國投資者若未於中國境內設立外商投資企業而擬從事直接投資活動者，須向投資項目所在地之外匯局申請以自身名義開立外國投資者專用外匯帳戶，帳戶種類依

---

[101] 王毓仁著，金融市場：外匯、票、債券市場與管理，揚智出版社，2007 年 12 月版，第 4 頁。注意國際貨幣基金組織（International Monetary Fund）僅狹義地從國家信用與銀行信用角度將外匯定義為貨幣行政當局以銀行存款、財政部庫券、長短期政府證券等形式所持有的於國際收支逆差時得使用的債權，參 http://www.imf.org/external/index.htm（最後瀏覽日期：2009 年 5 月 31 日）。

[102] 中國《外匯管理條例》自 1996 年 4 月 1 日取代自 1981 年 3 月 1 日開始實施之《外匯管理暫行條例》，為中國外匯管理之基本行政法規，其最新修正於 2008 年 8 月 1 日。

[103] 包括在國外之人壽保險金及中國境內居民於境外之稿酬、版稅及專利轉讓費等。

[104] 參照《外匯管理條例》第 52 條第 3、4 項規定。

用途不同可分為投資[105]、收購[106]、費用[107]及保證[108]等四類。就外國投資者從事併購交易而言，主要需要之帳戶種類為收購、費用及保證類，收購類帳戶得存放併購對價款項，費用類帳戶得存放進行事前市場調查所需之款項，保證類帳戶則可存放向標的企業提供之保證資金。

依同條規定，如外國投資者成功完成併購並於中國境內設立外商投資企業，上述帳戶之資金得轉入該外商投資企業之資本金帳戶，且自該帳戶結匯與劃轉之資金可憑中國國家外匯管理局及其分、支局核發之核准文件，作為外方出資並辦理驗資手續。如併購交易失敗，外國投資者亦得憑相關核准檔辦理未使用資金之購付匯及匯出國外之手續。

應注意者，依《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 17 條規定，外國投資者如欲以其所有之人民幣資產作為支付手段者，應經外匯管理機關核准。有學者[109]認該「人民幣資產」係謂外國投資者資本金結匯、外匯結匯、外國投資者擁有之人民幣利潤紅利，以及外商投資企業於清算轉股減資後所獲得之人民幣收入。按外匯管理部門所認可之人民幣資產不包括人民幣貸款，故外國投資者不得以人民幣貸款支付併購對價。

2. 外國投資者收購中方股權之轉股收匯外資外匯登記

中國於 2002 年 5 月 1 日起實施外資外匯流入登記制度，對流入中國

---

[105] 即「外國投資者在境內承包工程、合作開採、開發、勘探資源以及從事創業風險投資的，在領取非法人營業執照後，可申請開立該帳戶，用於存放與支付有關的外匯資金。」

[106] 即「外國投資者擬在境內設立外商投資企業，如前期需在境內收購土地使用權及附著不動產、機器設備或其他資產等，在資產收購合同生效後，可申請開立該帳戶，用於存放與支付外匯收購款項。」

[107] 即「外國投資者擬在境內設立外商投資企業，如前期需進行市場調查、策劃和機構設立準備等工作，在其領取工商行政管理部門發給的公司名稱預先核准通知書後，可申請開立該帳戶，用於存放與支付有關的外匯資金。」

[108] 即「外國投資者向境內投資之前，如按照有關規定及合同約定需向境內機構提供資金保證，在合同約定的時限內，可申請開立該帳戶，用於存放與支付外匯保證資金。外國投資者申請開立專用外匯帳戶，須向外匯局提交能夠證明其投資活動真實性、合法性的材料，由外匯局核定有關帳戶的最高限額、存續期限、收支範圍等事項，並進行日常監管。外國投資者專用外匯帳戶內資金應以現匯匯入，不得以現鈔存入。帳戶內資金的結匯和劃轉須逐筆經外匯局核准。」

[109] 葉軍、鮑治著，外資併購境內企業的法律分析：2008 年增修版，法律出版社，2008 年 1 月版，第 200 頁。

之外資外匯全面進行登記並建立驗資詢證制度。根據《關於完善外商直接投資外匯管理工作有關問題的通知》第 1 條第 4 款，外國投資者或投資性公司收購境內企業股權者，於支付對價時應辦理「轉股收匯外資外匯登記」手續[110]。而《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 25 條亦重申外國投資者與境內公司股東協議購買股權者，由股權轉讓方所在地外匯管理機關為其辦理轉股收匯外資外匯登記並出具相關證明，該轉股收匯外資外匯登記證明為證明外方已繳付併購對價之有效文件[111]。

3. 併購後所設外商投資企業之外匯登記證、帳戶開立及外匯資金流動

併購後所設立之外商投資企業應於工商登記之後之法定期間內，向外匯管理部門申辦外商投資企業外匯登記證，並向外匯局申請於境內銀行開立外匯帳戶及人民幣帳戶。外商投資企業於外匯局核定之最高金額內的經常項目下外匯，得以開立經常項目外匯帳戶予以保留；如需要經常項目下之用匯，得持有效憑證和商業單據向外匯指定銀行購匯支付，亦得自外匯交易中心買進。外商投資企業中外方股東以外匯投入之資本金，得開立資本項目外匯帳戶予以保留；外商投資企業之資本項目外匯，除另有規定外，應調回中國境內之外匯帳戶，資本項目外匯得於外匯指定銀行辦理結匯和售匯，亦得於外匯交易中心進行買賣。此外，外商投資企業僅於符合法定條件並經外匯管理機關批准後，始得對外提供擔保。

4. 關於所投資企業利潤、股權轉讓及清算所得等資金之匯出

---

[110] 即「外國投資者及投資性外商投資企業收購境內企業股權的，應當依照法律、法規規定及轉股雙方合同約定，支付股權購買對價（即外方為購買中方股權而支付給中方的代價，其形式可為外國投資者及投資性外商投資企業的自有外匯資金、從境內其所投資的其他外商投資企業獲得的人民幣利潤或其他合法財產），並自行或委託股權出讓方到股權出讓方所在地外匯局辦理轉股收匯外資外匯登記。股權購買對價為一次性支付的，轉股收匯外資外匯登記應在該筆對價支付到位後 5 日內辦理；股權購買對價為分期支付的，每期對價支付到位後 5 日內，均應就該期到位對價辦理一次轉股收匯外資外匯登記。」

[111] 《關於外國投資者併購境內企業的規定》第 25 條第 2 條第 2 款規定：「外國投資者協議購買境內公司股東股權，審批機關決定批准的，應同時將有關批准文件分別抄送股權轉讓方、境內公司所在地外匯管理機關。股權轉讓方所在地外匯管理機關為其辦理轉股收匯外資外匯登記並出具相關證明，轉股收匯外資外匯登記證明是證明外方已繳付的股權收購對價已到位的有效文件。」

併購完成後，外國投資者自外商投資企業分得紅利、將該企業股權轉讓他人、外商投資企業進行減資、先行收回投資、及外商投資企業依法清算等途徑獲得之資金，得向外匯指定銀行購匯匯出或攜帶出境。

6.5 外資併購與稅賦問題

6.5.1 中國稅制變革與外商投資企業所享待遇

於併購交易中，稅賦高低將直接影響投資者之獲利多寡，因此租稅規劃為併購交易之重要環節，其中企業所得稅為併購交易時所涉及之重要稅賦。在中國企業法制採雙軌制立法下，長期以來對於內外資企業適用之所得稅制亦有不同，然中國之企業所得稅賦制度於近年有重大變革，此變革實質上影響併購後所設外商投資企業之營收應如何課稅問題，因此有必要先對此一基本稅制變革之內容將以釐清。

按中國第十屆全國人民代表大會於 2007 年 3 月 16 日通過並於 2008 年 1 月 1 日施行《企業所得稅法》，同時陸續頒布或發布《企業所得稅法實施條例》在內的一系列補充規定。在《企業所得稅法》頒布前，中國企業依其身分區分內外資而適用不同制度，而《企業所得稅法》為中國第一部統一之企業所得稅法，其立法目的在統一內外資企業之稅收標準，取代 1991 年 7 月 1 日實施適用於外資企業之《外商投資企業和外國企業所得稅法》及其實施細則，以及取代 1994 年 1 月 1 日實施適用於內資企業[112]之《企業所得稅暫行條例》[113]，亦稱為「兩稅合一」改革。

1. 「兩稅合一」改革前外商投資企業得享之稅賦優惠

於「兩稅合一」之前，為提供外國投資者投資誘因，中國長期對外

[112] 參照《企業所得稅暫行條例》第 1 條：「中華人民共和國境內的企業，除外商投資企業和外國企業外，應當就其生產、經營所得和其他所得，依照本條例繳納企業所得稅。」

[113]《企業所得稅法》第 60 條規定：「本法自 2008 年 1 月 1 日起施行。1991 年 4 月 9 日第七屆全國人民代表大會第四次會議通過的《中華人民共和國外商投資企業和外國企業所得稅法》和 1993 年 12 月 13 日國務院發佈的《中華人民共和國企業所得稅暫行條例》同時廢止。」

資企業[114]提供多項租稅優惠，外資企業與中國內資企業受有截然不同之稅務待遇[115]。首先，就所得稅率而言，中國內資企業之所得稅依《企業所得稅暫行條例》及相關規定之適用稅率原則上為 33%。而依《外商投資企業和外國企業所得稅法》及相關規定，外商投資企業就其包括中國境內及境外之全球所得[116]須按 30%之稅率繳納中央所得稅，另須按 3%之稅率繳納地方所得稅[117]。然而實際上，中國各級政府有權另行規定減免地方所得稅[118]，且特定地區另有降低稅率優惠，設立在經濟特區或沿海經濟開放區之外商投資企業降低適用稅率為 15%或 24%[119]。

其次，外資企業享有所謂「兩免三減半」、「五免五減半」之賦稅減免優惠，亦即就一般生產型外商投資企業而言，其經營期在 10 年以上者，自開始獲利年度起，第 1、2 年免徵所得稅、第 3 至 5 年減半徵收所得稅[120]，故設於經濟發展區及沿海經濟開發區之一般生產型外商投資企業自獲利年起前 2 年免徵所得稅，前者第 3 至 5 年按 7.5%之稅率繳納所得稅，後者則按 12%之稅率繳納所得稅；而就從事能源、交通、港口建設項目之企業而言，其經營期在 15 年以上者，前 5 年免徵所得稅、第 5 至

---

[114] 於《外商投資企業和外國企業所得稅法》意義下之外資企業包括外商投資企業與外國企業。

[115] 關於「兩稅合一」改革前的中國稅制，*See* DELOITTE (ED), China Master Tax Guide, CCH Asia Ptd Limited (2005).

[116]《外商投資企業和外國企業所得稅法》第 3 條前段規定：「外商投資企業的總機構設在中國境內，就來源於中國境內、境外的所得繳納所得稅。」

[117]《外商投資企業和外國企業所得稅法》第 5 條規定：「外商投資企業的企業所得稅和外國企業就其在中國境內設立的從事生產、經營的機構、場所的所得應納的企業所得稅，按應納稅的所得額計算，稅率為 30%；地方所得稅，按應納稅的所得額計算，稅率為 3%。」

[118]《外商投資企業和外國企業所得稅法》第 9 條規定：「對鼓勵外商投資的行業、專案，省、自治區、直轄市人民政府可以根據實際情況決定免征、減征地方所得稅。」

[119] 例如《外商投資企業和外國企業所得稅法》第 7 條規定：「設在經濟特區的外商投資企業、在經濟特區設立機構、場所從事生產、經營的外國企業和設在經濟技術開發區的生產性外商投資企業，減按１５%的稅率徵收企業所得稅。設在沿海經濟開放區和經濟特區、經濟技術開發區所在城市的老市區的生產性外商投資企業，減按百分之二十四的稅率徵收企業所得稅。設在沿海經濟開放區和經濟特區、經濟技術開發區所在城市的老市區或者設在國務院規定的其他地區的外商投資企業，屬於能源、交通、港口、碼頭或者國家鼓勵的其他項目的，可以減按百分之十五的稅率徵收企業所得稅，具體辦法由國務院規定。」

[120]《外商投資企業和外國企業所得稅法》第 8 條第 1 款前段規定：「對生產性外商投資企業，經營期在十年以上的，從開始獲利的年度起，第一年和第二年免征企業所得稅，第三年至第五年減半徵收企業所得稅。」

6 年減半徵收所得稅[121]。再者，外國投資者於中國境內之直接再投資得依相關規定享有 40%之退稅優惠[122]，另有稅前扣除即應納稅額計算之優惠[123]。此外各地方政府為吸引外資亦頒布各式各樣之稅收優惠政策[124]。

2. 「兩稅合一」改革後外商投資企業之稅賦待遇

中國在改革開放而以稅賦優惠政策吸引外資十餘年後，決定平衡內外資企業之競爭基礎，因而頒布新《企業所得稅法》進行稅務改革，主要內容為：一、統一內外資企業適用之稅法，二、統一並適當降低企業所得稅稅率，三、統一稅前扣除標準，四、統一稅收優惠政策，實行「產業優惠為主、區域優惠為輔」之新稅收體系[125]。

依據新《企業所得稅法》，納稅義務人之身分不再以外商投資企業或內資企業作為區分，而係以「註冊地」與「實際管理機構地」[126]雙重標

---

[121]《外商投資企業和外國企業所得稅法實施細則》第 75 條第 1 款第 1 項規定：「從事港口碼頭建設的中外合資經營企業，經營期在十五年以上的，經企業申請，所在地的省、自治區、直轄市稅務機關批准，從開始獲利的年度起，第一年至第五年免征企業所得稅，第六年至第十年減半徵收企業所得稅。」按該條尚規定其他八款對外資企業之具體租稅減免優惠。

[122]《外商投資企業和外國企業所得稅法》第 10 條規定：「外商投資企業的外國投資者，將從企業取得的利潤直接再投資於該企業，增加註冊資本，或者作為資本投資開辦其他外商投資企業，經營期不少於 5 年的，經投資者申請，稅務機關批准，退還其再投資部分已繳納所得稅的 40%稅款，國務院另有優惠規定的，依照國務院的規定辦理；再投資不滿五年撤出的，應當繳回已退的稅款。」

[123] 例如依《外商投資企業和外國企業所得稅法》第 19 條規定：「在計算應納稅所得額時，除國家另有規定外，下列各項不得列為成本、費用和損失；（前略）（十）與生產、經營業務無關的其他支出。」實務上反面解釋認為外商投資企業與生產經營相關之廣告費及業務宣傳費，均得於計算應稅所得時核實全額扣除。相對而言，中國內資企業之廣告費及業務宣傳費扣除額度則有比例限制，不同行業有不同扣除比例，通常為 2%，參照適用內資企業之《企業所得稅暫行條例》授權規定之《企業所得稅稅前扣除辦法》第 40 條規定：「納稅人每一納稅年度發生的廣告費支出不超過銷售(營業)收入 2%的，可據實扣除；超過部分可無限期向以後納稅年度結轉。糧食類白酒廣告費不得在稅前扣除。納稅人因行業特點等特殊原因確實需要提高廣告費扣除比例的，須報國家稅務總局批准。」

[124] 例如廣東省某人民政府曾承諾對外商投資企業從事「來料加工」業務可免徵增值稅，參葉軍、鮑治著，外資併購境內企業的法律分析：2008 年增修版，法律出版社，2008 年 1 月版，第 184 頁。

[125] 裴長洪、彭磊，「兩稅合一」是創造吸收外資優勢的新起點，中國經貿導刊，2008 年第 3 期，第 37 頁。

[126] 參《企業所得稅法》第 2 條：「企業分為居民企業和非居民企業。本法所稱居民企業，是指依法在中國境內成立，或者依照外國(地區)法律成立但實際管理機構在中國境內的企業。本法所稱非居民企業，是指依照外國（地區）法律成立且實際管理機構不在中國境內，但在中國境內設立機構、場所的，或者在

準將納稅義務人分為居民企業和非居民企業，原則上前者適用稅率為25%，後者就其中國境內來源所得所適用稅率為 20%[127]。外商投資企業為中國法人，其註冊地在中國，因此係依居民企業之標準課徵稅賦。而中國企業欲達到返程投資、紅籌上市而在境外註冊之特殊目的公司，但實際業務或管理機構在中國境內的中國企業，依「實際管理機構地」標準，亦有可能被認定為居民企業，而須適用 25%的統一稅率。

此「兩稅合一」改革對外國投資者顯有重大影響，對於以稅收優惠及出口退稅政策作為於中國投資利基之投資者而言，許多外國投資者可能因此利基消失而撤出中國。然對於僅將中國作為生產基地或子公司所在地之大型跨國公司而言，可能透過移轉定價方式（Transfer Pricing）[128]將利潤轉移至租稅條件對企業較優厚之國家，進而規避稅賦[129]。

值得關注的是，「兩稅合一」改革後外商投資企業仍可能享受稅收優惠，其一是利用中國新舊稅法之銜接政策，其二是利用中國對於高新技術產業提供的稅收優惠政策，以下分述之：

(1) 利用新舊稅制銜接而享稅收優惠

就新舊法（尤其為優惠政策部份）如何銜接，中國國務院依《企業所得稅法》第 57 條授權制定《關於實施企業所得稅過渡優惠政策的通知》。依該通知，自 2008 年 1 月 1 日起，原享有低稅率優惠政策之企業應於 5 年內逐步調高至法定稅率，其中，原享受 15%稅率之企業自 2008 年起逐年調高稅率為 18%、20%、22%、24%、25%；原享受 24%稅率之

中國境內未設立機構、場所，但有來源於中國境內所得的企業。」及《企業所得稅法實施條例》第 4 條規定：「企業所得稅法第二條所稱實際管理機構，是指對企業的生產經營、人員、賬務、財產等實施實質性全面管理和控制的機構。」

[127] 《企業所得稅法》第 4 條規定：「企業所得稅的稅率為 25%。非居民企業取得本法第 3 條第 3 款規定的所得，適用稅率為 20%。」

[128] 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，第 148 至 149 頁。

[129] 但近年來中國對於透過移轉定價等方式規避賦稅的行為有較嚴格的管制，See Spencer Chong and Betty Zhu, *Revised Transfer Pricing Regulations: More Strengthened and Centralized Transfer Pricing Enforcement in China*, 5 CHINA TAX INTELLIGENCE 17, 19 (2005)

企業自 2008 年起調高稅率為 25%。其次，原享受企業「兩免三減半」、「五免五減半」等定期減免之企業，於新法實施後得依相關法令所定之優惠辦法及年限享受至期滿為止，因未獲利而尚未享受稅收優惠者，其優惠期限一律自 2008 年開始計算。再者，上開過渡優惠政策，僅適用於 2007 年 3 月 16 日前經中國登記管理機構登記設立之企業。具體過渡優惠政策的內容和範圍可參照前開《關於實施企業所得稅過渡優惠政策的通知》的附表《實施企業所得稅過渡優惠政策表》。

(2) 利用中國對於高新技術產業的稅收特別規定而享稅收優惠

上開「產業優惠為主、區域優惠為輔」的稅收優惠政策可作為外國投資者選擇目標企業時的考量[130]。按中國對於國家需要重點扶持的高新技術企業，減按 15%的稅率徵收企業所得稅，民族自治地方的自治機關對自治地方的企業應繳納的企業所得稅中屬於地方分享的部份，可以決定減徵或者免徵。由於新《企業所得稅法》實施法人匯總納稅制度，因此若選擇稅賦較低的經營主體作為收購人，則被收購人一旦取消法人資格，其將按收購人的稅率納稅。因此可能在生產性企業，出現許多高新技術企業充當收購人；在非生產性企業，出現註冊於民族自治區域的企業充當收購人的現象[131]，以維持享受稅收優惠身分。

6.5.2 關於併購的稅制體系

1. 「兩稅合一」改革前後之併購稅制

隨著併購活動於 1990 年代中後期的熱絡，中國有關部門依適用外資之《外商投資企業和外國企業所得稅法》及適用內資之《企業所得稅暫行條例》授權，陸續發布一系列部門規章及規範性文件等，初步建立中國關於併購的稅收政策體系，關於外資併購較重要者有 1997 年 1 月 1 日實施

[130] 陳戈、梁湘毅著，企業併購法律風險及防範，中國法制出版社，2007 年 7 月版，第 42 頁。

[131] 嚴錫忠，新企業所得稅法對併購交易的影響分析，收錄於史建三主編，中國併購法報告（2008 年卷），法律出版社，2008 年 7 月版，第 152 頁。

之《關於外商投資企業合併、分立、股權重組、資產轉讓等重組業務所得稅處理的暫行規定的通知》、2003 年 4 月 18 日實施之《國家稅務總局關於外國投資者出資比例低於 25%的外商投資企業稅務處理問題的通知》以及 2003 年 1 月 1 日實施之《關於外國投資者併購境內企業股權有關稅收問題的通知》等。總體而言，中國公司併購稅制建立時間較短，無法適應日新月異的併購實務發展，且存在相關規定操作複雜、增加併購交易的稅收成本、重複課稅等問題[132]。

舊稅法體制下，內外資企業併購適用不同稅制，而在《企業所得稅法》於 2007 年 3 月 16 日頒布並於 2008 年 1 月 1 日施行後，上開在舊法授權下所制定的併購稅制規定，亦應隨母法之廢止而停止適用。《企業所得稅法實施條例》第 75 條規定：「除國務院財政、稅務主管部門另有規定外，企業在重組過程中，應當在交易發生時確認有關資產的轉讓所得或者損失，相關資產應當按照交易價格重新確定計稅基礎。」但該規定僅說明企業重組時所得稅處理的基本原則，未規定具體的處理辦法，缺乏可操作性，因此「兩稅合一」改革後，應如何處理併購的稅收問題，即生疑義。

為此，中國財政部國家稅務總局於 2009 年 4 月 30 日發布、並溯及 2008 年 1 月 1 日起執行《關於企業重組業務企業所得稅處理若干問題的通知》（財稅「2009」59 號），該通知下的「企業重組」包括股權收購、資產收購及合併等併購行為[133]，在外商投資企業享受過渡稅收優惠過程中發生併購者，亦依該通知辦理[134]。該通知為「兩稅合一」改革後的併購稅

---

[132] 鄧遠軍著，公司併購稅收問題研究，中國稅務出版社，2008 年 11 月版，第 89 至 96 頁。

[133] 參《關於企業重組業務企業所得稅處理若干問題的通知》第 1 條規定：「本通知所稱企業重組，是指企業在日常經營活動以外發生的法律結構或經濟結構重大改變的交易，包括企業法律形式改變、債務重組、股權收購、資產收購、合併、分立等。（略）（三）股權收購，是指一家企業（以下稱為收購企業）購買另一家企業（以下稱為被收購企業）的股權，以實現對被收購企業控制的交易。收購企業支付對價的形式包括股權支付、非股權支付或兩者的組合。（四）資產收購，是指一家企業（以下稱為受讓企業）購買另一家企業（以下稱為轉讓企業）實質經營性資產的交易。受讓企業支付對價的形式包括股權支付、非股權支付或兩者的組合。（五）合併，是指一家或多家企業（以下稱為被合併企業）將其全部資產和負債轉讓給另一家現存或新設企業（以下稱為合併企業），被合併企業股東換取合併企業的股權或非股權支付，實現兩個或兩個以上企業的依法合併。」

[134] 中國財政部國家稅務總局於 2009 年 4 月 24 日發布、2008 年 1 月 1 日起執行之《關於執行企業所得稅

制提供框架式指導，可謂意義深遠，然相關細節仍有待中國稅務機關進一步澄清[135]。

2. 《關於企業重組業務企業所得稅處理若干問題的通知》解析

《關於企業重組業務企業所得稅處理若干問題的通知》將併購稅務處理區分為一般性稅務及特殊性稅務處理，後者之特殊性在於得享受稅收優惠。普通性稅務為併購交易發生時，即須確認資產、股權轉讓所得即損失，按照交易價格重新確定計稅基礎，並計算繳納企業所得稅；特殊性稅務指符合一定條件的企業重組，在併購交易發生時，對股權支付部份以企業資產、股權的原有成本為計稅基礎，得遞延確認資產、股權轉讓所得和損失，即暫時不用繳稅[136]。

謹就《關於企業重組業務企業所得稅處理若干問題的通知》，對外國投資者進行股權或資產收購，或外國投資者以其在中國境內設立之外商投資企業進行合併時之企業所得稅處理方式表列如下：

併購方式	一般性稅務處理	特殊性稅務處理		
		一般要件	特別要件	優惠處理方式
股權收購	1. 被收購方確認股權轉讓所得或損失。 2. 收購方取得股權的計稅基礎以公允	1. 具有合理的商業目的，且不以減少、免除或者推遲繳納稅款為主要目的。 2. 被收購、合併	1. 收購方購買股權不低於被收購方全部股權75%。 2. 收購方在在股權收購發生時的股權支付[137]	1. 被收購方股東取得收購方股權的計稅基礎，以被收購股權的原有計稅基礎確定。 2. 收購方取得被

優惠政策若干問題的通知》第 3 條規定：「企業在享受過渡稅收優惠過程中發生合併、分立、重組等情形的，按照《財政部國家稅務總局關於企業重組業務企業所得稅處理若干問題的通知》（財稅〔2009〕59 號）的統一規定執行。」該規定之用語雖為「合併、分立、重組」，但本文認為應係指《關於企業重組業務企業所得稅處理若干問題的通知》的規定下所定義的所有企業重組行為，即包含股權收購、資產收購及合併等併購行為。

[135] 朱宇，企業重組面臨更多稅務處理選擇，中國證券報，2009 年 5 月 8 日，第 A2 版。

[136] 陳江光、李偉毅，企業重組業務所得稅處理政策解析，首席財務官，2009 年第 6 期，第 82 至 83 頁。

[137] 《關於企業重組業務企業所得稅處理若干問題的通知》第 2 條規定：「本通知所稱股權支付，是指企業重組中購買、換取資產的一方支付的對價中，以本企業或其控股企業的股權、股份作為支付的形式；所稱非股權支付，是指以本企業的現金、銀行存款、應收款項、本企業或其控股企業股權和股份以外的有價證券、存貨、固定資產、其他資產以及承擔債務等作為支付的形式。」

併購方式	一般性稅務處理	特殊性稅務處理		
		一般要件	特別要件	優惠處理方式
	價值為基礎確定。 （第 4 條第 3 款）	或分立部分的資產或股權比例符合本通知規定的比例。 3. 企業重組後的連續 12 個月內不改變重組資產原來的實質性經營活動。 4. 重組交易對價中涉及股權支付金額符合本通知規定比例。 5. 企業重組中取得股權支付的原主要股東，在重組後連續 12 個月內，不得轉讓所取得的股權。 （第 5 條）	金額不低於其交易支付總額 85%。 3. 非居民企業向其 100%直接控股的另一非居民企業轉讓其擁有的居民企業股權，沒有因此造成以後該項股權轉讓所得預提稅負擔變化，且轉讓方非居民企業向主管稅務機關書面承諾在 3 年（含 3 年）內不轉讓其擁有受讓方非居民企業的股權。 4. 非居民企業向與其具有 100%直接控股關係的居民企業轉讓其擁有的另一居民企業股權。 5. 居民企業以其擁有的資產或股權向其 100%直接控股的非居民企業進行投資。 6. 財政部、國家稅務總局核准的其他情形。 （第 6 條第 2 款及第 7 條）	收購方股權的計稅基礎，以被收購股權的原有計稅基礎確定。 （第 6 條第 2 款）
資產收購	1. 被收購方確認資產轉讓所得或損		1. 收購方收購資產不低於被收購方全部資產	1. 收購方取得被收購方股權的計稅基礎，以被

併購方式	一般性稅務處理	特殊性稅務處理		
		一般要件	特別要件	優惠處理方式
	失。 2. 收購方取得資產的計稅基礎以公允價值為基礎確定。 （第 4 條第 3 款）		的 75%。 2. 收購方在資產收購發生時的股權支付金額不低於其交易支付總額的 85%。 3. 非居民企業向其 100%直接控股的另一非居民企業轉讓其擁有的居民企業股權，沒有因此造成以後該項股權轉讓所得預提稅負擔變化，且轉讓方非居民企業向主管稅務機關書面承諾在 3 年（含 3 年）內不轉讓其擁有受讓方非居民企業的股權。 4. 非居民企業向與其具有 100%直接控股關係的居民企業轉讓其擁有的另一居民企業股權。 5. 居民企業以其擁有的資產或股權向其 100%直接控股的非居民企業進行投資。 6. 財政部、國家稅務總局核准的其他情形。 （第 6 條第 3 款及	轉讓資產的原有計稅基礎確定。 2. 被收購方取得收購方資產的計稅基礎，以被轉讓資產的原有計稅基礎確定。 （第 6 條第 3 款）

併購方式	一般性稅務處理	特殊性稅務處理		
		一般要件	特別要件	優惠處理方式
			第 7 條）	
合併	1. 合併企業按公允價值確定接受被合併企業各項資產和負債的計稅基礎。 2. 被合併企業及其股東應按清算進行所得稅處理。 3. 被合併企業的虧損不得在合併企業結轉彌補。 （第 4 條第 4 款）		1. 企業股東在該企業合併發生時取得的股權支付金額不低於其交易支付總額 85%；或 2. 同一控制下且不需支付對價的企業合併。 （第 6 條第 4 款）	1. 合併企業接受被合併企業資產和負債的計稅基礎，以被合併企業的原有計稅基礎確定。 2. 被合併企業合併前的相關所得稅事項由合併企業承繼。 3. 可由合併企業彌補的被合併企業虧損的限額：被合併企業淨資產公允價值 X 截至合併業務發生當年年末中國發行的最長期限的國債利率。 4. 被合併企業股東取得合併企業股權的計稅基礎，以其原持有的被合併企業股權的計稅基礎確定。 （第 6 條第 4 款）

表格來源：本研究整理。

《關於企業重組業務企業所得稅處理若干問題的通知》第 9 條對合併的稅收優惠政策承繼問題作有規定。在吸收合併中，合併後的存續企業性質及適用稅收優惠的條件未發生改變的，可以繼續享受合併前該企業剩餘期限的稅收優惠，其優惠金額按存續企業合併前一年的應納稅所得額（虧損計為零）計算。

外國投資者進行併購而適用特殊性稅務處理時，須於併購交易完成

當年企業所得稅年度申報時，向主管稅務機關提交書面備案資料，說明其符合相應特殊性稅務處理規定的條件[138]。目前中國有關稅務機關尚未確立所需檔的具體要求，外國投資者於申報前應確認與相關主管機關進行協商確認，相關檔準備方向應注意涵蓋下列方面：併購類型界定、併購交易完成日、併購業務涉及的基本經濟業務（資產轉讓、置換、債務清償、職工安置、土地出讓金或土地使用權處理）及當事人、符合特殊性稅務處理條件的說明、合理商業目的說明、經濟業務作價、仲介機構評估書，以及有關併購發生前後的計稅基礎、相關納稅事項或責任承繼規定等[139]，以確保得確實享受稅收優惠。

---

[138] 《關於企業重組業務企業所得稅處理若干問題的通知》第 11 條規定：「企業發生符合本通知規定的特殊性重組條件並選擇特殊性稅務處理的，當事各方應在該重組業務完成當年企業所得稅年度申報時，向主管稅務機關提交書面備案資料，證明其符合各類特殊性重組規定的條件。企業未按規定書面備案的，一律不得按特殊重組業務進行稅務處理。」

[139] 鄒國金、張凱、郭娜娜、岳瑞芳，稅收優惠助推企業兼併重組，中國稅務報，2009 年 5 月 25 日，第 5 版。

第七章、結論

中國自 1978 年迄今，已歷經逾三十年波瀾壯闊之改革開放，隨著中國加入 WTO 及五年過渡期於 2006 年底屆滿，中國之市場化改革也攀向另一個高峰。面對中國此一巨大市場的開放，世界各野心勃勃的投資者莫不摩拳擦掌欲探求逐鹿中原的機會。其中已有如世界知名軟片及攝影器材公司「柯達（Kodak）」之外國投資者，在中國市場成功橫霸一席之地，然而亦有不乏鎩羽而歸之投資者，在觀望中等待投資機會及確認投資標的者更是不計其數。隨著中國法制發展的不斷深化，瞭解具有中國特色的法律環境將是左右一投資案成敗的關鍵因素，本研究即以外國投資者利用併購方式快速進入中國為核心，探討其併購中國境內企業時的相關法律議題。

從宏觀的角度而言，中國改革開放的步伐與其利用外資政策可謂亦步亦趨，外商投資企業相關法制一直為中國立法重點，然而在一方面欲以優惠條件換取外國資金，一方面又擔心外資威脅中國本身市場的矛盾情結下，使中國外資企業立法目前形成一個內容錯綜複雜的龐然體系，彼此之間相牴觸或闕漏之處甚多，且中國許多立法仍難抹滅過去傳統計劃經濟及功利色彩，配合政治經濟情況及主權者的意志的改變，相關措施的變動所在多有。外國投資者面臨的即為一不協調、不健全、不穩定的法制環境，

儘管如此，相較於內資企業立法而言，外資企業之相關立法明顯進步許多，配合外國投資者投資需要的急遽變革，其內容之修改腳步也較為迅速，由於改革開放初期的外資大多以綠地投資方式進行，因此外資企業立法亦主要以綠地投資作為規範對象。外國投資者於 1990 年代中期以前，只能運用綠地投資的相關法令達到實質控制中國內資所有權的併購目的；隨著外國投資者對於以併購方式快速佔有中國市場的投資需求增加，且中國亦意識到須對外國投資者的併購行為進行監管，中國有關當局才終於於 2003 年發布《外國投資者併購境內企業暫行規定》，作為外國投資者於中國進行併購交易較有依循可能的準據,該暫行規定於 2006 年修正發布為《關於外國投資者併購境內企業的規定》，其內容回應 2003 年以來中國市場上

重大外資併購衍生的問題，在目前中國尚無基本的企業併購法之前，該規定為外國投資者併購中國境內企業首須注意的規定。在中國併購法制未臻完善的現狀下，外國投資者應隨時對中國相關法令政策的頒布保持最高度的警覺心，而在特定爭議解決方式缺乏具拘束力或統一實務見解的情況下，外國投資者對於相關法令政策的實際適用更需掌握良好的政府訊息，以盡量降低因法制不完備導致的風險。

確認目標企業為一併購交易的發軔，以上市公司或金融機構作為併購對象在國際併購實務上司空見慣，由於中國的資本市場及金融市場在晚近幾年才逐漸發展且與一般先進國家成熟運作之市場仍有一大段差距，因此在中國欲以上市公司或金融機構作為併購目標時，須一併考量其整體市場環境，相關配套法令限制亦極為繁瑣且變動幅度大。在中國的特殊經濟體制背景下，掌握國家重要資源網絡的大型國有企業經常為外國投資者青睞的對象，併購國有企業除同樣面臨法規範不明確的問題外，其背後更有來自政府力量干涉的風險，往往為和中國政府角力的過程，對外國投資者經常造成難題。本研究主要討論的目標企業為實務上最常發生且成本相對較低的非國有、非上市、非金融機構之一般中國境內企業。

於目標企業確認後，外國投資者須選擇最符合其商業目的之併購方式，併購方式一般可分為股權收購、資產收購及合併等模式，無論以何種方式進行，最終均將於中國設立外商投資企業，受中國的外資政策所拘束。此等基本併購模式在中國特殊經濟體制下，各展現不同特色及面臨不同問題。外國投資者股權收購外商投資企業為外資進行企業組織重整的常見手段，於 WTO 過渡期後，在中國之外商掀起了一股強大的外商獨資化浪潮，主要導因為外國投資者對中國之相關法令政策、市場規則等較能掌握，無須仰賴中方投資者之經驗，且能避免與中方投資者之摩擦，故運用股權收購方式取得外商投資企業股權而將其變更設立為外商獨資企業的情形相當常見。

外國投資者資產收購中國境內企業時，須注意規範目標資產轉讓、歸

屬之相關法制，2007 年施行之《物權法》明確規範得作為目標資產之標的，且對於擔保物的範圍有所擴大，外資併購時應關注此新興擔保形式，確認標的資產之物上負擔狀況。此外，外國投資者目前在中國實務上可行的合併方式為透過在中國設立之外商投資企業作為合併一方，與他企業進行合併，而不得逕為跨國合併。合併時大多會遭遇解散公司方原有員工處遇問題，中國在 2008 年施行《勞動合同法》後，對員工之保障強度有所提昇，故員工處理問題務必須納入併購時之成本考量，此係併購過程中不可忽視的整合風險。

在目標企業及欲採行之併購方式均確立後，外國投資者能否順利在中國進行併購，其前提為能否通過來自中國主管機關的審查監管。第一個關卡為產業准入審查，外資於中國併購投資後的經營行業須符合其產業政策，此等產業政策隨著中國經濟發展情況而有所調整，為中國將外商投資納入中國總體經濟發展控制範圍的手段，充分展現中國計劃經濟色彩。

第二個關卡為反壟斷審查，中國的《反壟斷法》在眾所矚目下於 2008 年 8 月開始施行，2009 年 3 月出現首樁依該法決定之禁止併購案，即「可口可樂併購匯源果汁案」，雖然決定之實質理由過於簡略且缺乏論證，但該案程式進行上仍不妨作為後進案件之重要借鏡。第三個關卡為國家安全審查，此國家安全審查偏重政治層面，且中國目前對此等審查之判斷基準並未設有任何具體規定，外國投資者於併購標的涉及軍工、石油石化、電信、民航等較為敏感之行業時，須審慎評估該併購將受到影響中國國家安全之挑戰。值得一提者為，中國近年來民族經濟意識逐漸高漲，併購標的即便非影響國家安全之敏感行業，若其為中國知名之本土品牌，該併購案仍有受到來自廣大輿論壓力之虞，進而牽動主管機關之監管神經，應予注意。

通過前開審查監管後，實際進行之併購交易時仍有若干特別重要的議題須外國投資者留意。首先，併購交易須依循繁複的行政審批及登記規則，稍有閃失即可能以併購交易有瑕疵而遭刁難。其次，實務上併購雙方最關

心的併購對價問題，在現行規定下併購雙方一般而言有踐行資產評估程式之義務，然其義務程度的高低仍屬不明，且在中國舊有會計制度沿革下，可能導致評估價格與市場價格落差太大的問題，經常因此導致併購雙方認知差距過大而使交易失敗。再者，目標企業之債權債務能否釐清，對於外國投資者之併購風險影響甚大，於資產併購及合併時，尚有須對債權人履行相應通知公告之義務，此均將增加併購時的成本。最後，稅務問題對於併購交易獲利多寡有長足影響，2008 年的「兩稅合一」改革對中國的稅制產生革命性的變化，逐漸消弭外商投資企業獨享之優惠，故併購後之稅務規劃上應因應新制進行重新全盤考量；併購相關的稅制目前已有《關於企業重組業務企業所得稅處理若干問題的通知》作為指導性原則，但相關具體內容則仍待中國有關機關進一步具體明確化。

整體而言，中國於近年來已逐步型塑出外資併購法制的初步框架，使併購投資成為外國投資者涉獵中國市場版圖的策略運用方式之一，然而因併購交易牽涉到的法律關係極為複雜，且中國之相關立法幾乎不脫濃厚的國情色彩，因此外國投資者對於相關法制應注意從中國角度詮釋，以求知己知彼，馳騁疆場。

參考文獻

中文部份

書籍

1. 王文宇著，公司法論，元照出版有限公司，2003 年 10 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. 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。
4. 王習農著，跨國併購中的企業與政府，中國經濟出版社，2004 年 11 月版。
5. 王毓仁著，金融市場：外匯、票、債券市場與管理，揚智出版社，2007 年 12 月版。
6. 王曉曄、伊從寬主編，競爭法與經濟發展，社會科學文獻出版社，2003 年 9 月版。
7. 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。
8. 史建三、石育斌、易芳著，中國併購法律環境與實務操作，法律出版社，2006 年 2 月版。
9. 全國人大常委會法制工作委員會經濟法室編，《中華人民共和國反壟斷法》條文說明、立法理由及相關規定，2007 年 9 月版。
10. 全球併購研究中心編，中國併購報告（2005），人民郵電出版社，2005 年 4 月版。
11. 全球併購研究中心編，中國併購報告（2006），人民郵電出版社，2006 年 4 月版。
12. 全球併購研究中心編，中國併購報告（2008），人民郵電出版社，2008 年 7 月版。
13. 吳偉央、賀亮、邰智源著，跨國公司併購法律實務，法律出版社，2007

年 6 月版。
14.李志強著，跨國併購法律實務，上海遠東出版社，2007 年 1 月版。
15.李磊著，跨國公司在華併購的法律規制研究，中國檢察出版社，2008 年 3 月版。
16.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。
17.東方高經投資顧問公司中國收購兼併研究中心編著，中國併購評論：新《上市公司收購管理辦法》特輯，機械工業出版社，2006 年 9 月版。
18.尚明等著，《中華人民共和國反壟斷法》理解與適用，法律出版社，2007 年 10 月版。
19.尚明著，對企業濫用市場支配地位的反壟斷法規制，法律出版社，2007 年 3 月版。
20.柯芳枝著，公司法論，三民書局，1999 年 10 版。
21.胡峰著，跨國併購政策協調：歐盟經驗、嬗變趨勢與中國的選擇，上海交通大學出版社，2007 年 1 月版。
22.姚戰琪著，跨國併購與國際資本流動，經濟管理出版社，2005 年 11 月版。
23.高鶴，最新經典併購案例評鑒，中信出版股份有限公司，2009 年 1 月版。
24.陳戈、梁湘毅著，企業併購法律風險及防範，中國法制出版社，2007 年 7 月版。
25.陳忠謙著，上市公司收購，法律出版社，2007 年 3 月版。
26.康君、趙喜倉著，中國經濟發展與外商直接投資問題研究，中國統計出版社，2005 年 10 月版。
27.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。
28.張聖懷著，中國上市公司控制權法律問題研究—缺陷與改良，法律出版社，2007 年 6 月版。
29.張遠忠著，外資併購國有企業中的法律問題分析，法律出版社，2003 年 11 月版。
30.鄧遠軍著，公司併購稅收問題研究，中國稅務出版社，2008 年 11 月版。

31.蔣澤中著，企業收購與兼併，中國人民大學出版社，2004 年 2 月版。
32.董紅霞著，美國歐盟橫向併購指南研究，中國經濟出版社，2007 年 1 月版。
33.葉軍、鮑治著，外資併購境內企業的法律分析：2008 年增修版，法律出版社，2008 年 1 月版。
34.韓彩珍著，中國外資政策和法律的績效分析，中國經濟出版社，2007 年 1 月版。
35.羅志松著，外資併購的東道國風險研究，人民出版社，2007 年 3 月版。

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. 王元京，外商在關鍵性產業投資併購對產業安全的影響，經濟理論與經濟管理，2007 年第 4 期。
4. 王玉英，關於企業合併的相關問題探討，商場現代化，2007 年 6 月，總第 506 期。
5. 王志永，超國民待遇研究，比較法研究，2004 年第 5 期。
6. 王志樂，也談外資併購與中國經濟安全，新遠見，2007 年第 11 期。
7. 王典娜，中國證券業對外開放的歷程及動向，商場現代化，2007 年 9 月。
8. 王培志、馬兆慶，內外資企業所得稅並軌對我國引進外資的影響研究，財政研究。
9. 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。
10.王毅，論我國外資併購審批機制的立法完善，行政法學研究，2008 年第 1 期。
11.王曉曄，《中華人民共和國反壟斷法》中經營者集中的評析，法學雜誌，2008 年第 1 期。
12.王健君，中國利用外資過度了嗎，瞭望新聞週刊，2006 年第 34 期，2006

年 9 月 18 日。
13.白津夫等，「惡意併購」還是「過度敏感」，瞭望新聞週刊，2006 年 5 月 1 日。
14.白潔、劉方，外商投資企業股權變更相關問題，特區經濟，2005 年第 3 期。
15.朱武祥，案例：米塔爾的資本市場併購戰役，資本市場，2007 年 12 期。
16.朱茜，改進資本項目外匯管理若干政策建議，上海金融，2007 年第 4 期。
17.成思危，只有堅持改革開放才能確保產業安全，財經界，2008 年第 1 期。
18.任勇，中國外資併購反壟斷審查立法評述，中國外資，2007 年第 11 期。
19.余四林，反思達能強行併購娃哈哈案例，財會月刊，2007 年 11 月。
20.餘志虎、餘熙，凱雷併購徐工對國有企業改革的影響分析，當代經濟，2007 年第 5 期。
21.何金旗、喻麗，從合資到獨資：外商控制權的演變，理論探索，2006 年第 6 期。
22.何禹欣，娃哈哈非典型商戰，財經，2007 年 5 月 14 日，總第 185 期。
23.何華峰，「凱雷徐工」標本，財經・金融實務，2006 年 11 月 27 日。
24.折喜芳，行政性壟斷的概念反思及其規制，社會科學論壇，2006 年 10 月。
25.呂薇，從企業併購準則看美國反壟斷法的實施，改革，2002 年第 3 期。
26.吳漢洪、李秀玉，外資併購的反壟斷審查和國家安全審查的比較，經濟發展與改革，2008 年 1 月。
27.李文瑛，跨國公司在華直接投資獨資化研究，經濟問題探索，2006 年第 4 期。
28.李旭鴻、劉江濤，經濟發展中的商品勞務稅淺論，稅務與經濟，2001 年第 4 期。
29.李居彩，外商投資企業法與新公司法的衝突與重構，法制與社會，2007 年 3 月。
30.李璿、陳典魁，跨國併購中的民族品牌法律問題研究，企業家天地，2007 年 4 月號。

31.林仁光，公司合併與收購之法律規範，萬國法律，2006 年 6 月，第 105 期。
32.芮立新，勞動合同立法的宗旨、背景及主要制度，中國勞動，2007 年 7 月。
33.金伯生，外資併購新規定七大看點，瞭望新聞週刊，2006 年 9 月 11 日。
34.周程，凱雷徐工一案引發國家經濟安全討論，國際融資，2007 年第 1 期。
35.周國洪，凱雷—徐工併購案獨家調查，瞭望新聞週刊，2006 年 5 月 1 日。
36.周興挺，外資併購國有企業中的職工安置問題研究，特區經濟，2007 年 4 月。
37.宣華、李鋒著，跨國公司在華戰略演變與併購態勢：江蘇的證據，改革，2006 年第 10 期。
38.胡開春、胡經生，完善併購融資體制，中國金融，2006 年第 24 期。
39.范卓雲，併購潮中尋求機會，財經，2006 年 9 月 4 日，第 18 期。
40.範曉玲，中國大陸新修正公司法中資本法制的彈性化，萬國法律，2006 年 4 月，第 146 期。
41.胡平，外資併購的反壟斷規制，國際經濟合作，2004 年第 11 期。
42.侯懷霞、鍾瑞棟，企業併購立法研究，中國法學，1999 年第 2 期。
43.孫力行，中國金融業對外開放的歷史進程與戰略取向，世界經濟研究，2008 年第 8 期。
44.徐可，併購市場冰火兩重天，財經・金融實務，2007 年 1 月 22 日。
45.桑百川、王拾，外商撤資的原因與演變趨勢，國際經濟合作，2007 年第 11 期。
46.袁宏明，解讀外商投資政策新趨勢，中國外資，2007 年 12 月。
47.倪受彬，外資入股商業銀行准入監管的制度完善，國際金融研究，2008 年 11 期。
48.郝磊，我國新《公司法》中出資形式制度的再探討，中國商法年刊，第 2006 年。
49.郝勝利，外資併購國有企業或買賣國有資產規定的評價及完善，商業研究，2006 年第 20 期。

50.夏善晨，中國企業「走出去」：鼓勵、推動與協調管理，國際經濟合作，2007 年第 12 期。
51.陳為，「過濾」外資併購，證券市場週刊，2006 年 8 月 19 日。
52.陳遠娟、許小青，外資併購國企新趨勢爭議，企業經濟，2006 年第 11 期。
53.陳曉星，我國企業型態的重新劃分，統計與決策，2001 年第 12 期。
54.陳靜、孫艷燕，我國引資優惠政策及其效果，浙江金融，2007 年 6 月。
55.陳麗潔，企業合併的若干法律問題，中國經貿導刊，1999 年第 13 期。
56.陳麗潔，企業合併的法律制度及其完善，中國經貿導刊，2002 年第 6 期。
57.郭春麗，外資併購引致產業安全風險的途徑及防範對策，中國經貿導刊，2008 年第 2 期。
58.梅新育，中國外資併購反壟斷條款的缺陷及其彌補，國際貿易，2007 年第 12 期。
59.張如海，論公司合併中債權人利益保護制度的完善，商場現代化，2006 年第 17 期。
60.張廣榮，外國投資中的「國家安全審查」制度探析—從《反壟斷法》第 31 條談起，國際貿易，2007 年第 12 期。
61.張繼紅，外資改組國有企業若干法律問題探究，特區經濟，2006 年 3 月。
62.張繼紅，論外資入股中資商業銀行的法律監管，金融理論與實踐，2006 年第 3 期。
63.程吉生，國外企業合併控制反壟斷法發展趨勢的分析，現代法學，2000 年第 22 卷第 1 期。
64.董保華，公司併購中的新話題—勞動合同的承繼，中國人力資源開發，2007 年 9 月。
65.董超，中國利用外資新趨勢，中國外資，2008 年 1 月。
66.劉國華，外資併購國有企業中職工利益保護的法律缺陷及對策，商業研究，2006 年第 16 期。
67.劉新民，外商在華投資獨資化的影響及對策，觀察與思考，2006 年 4 月。
68.葉軍，公司法的修改及實施對外商投資的衝擊和影響，國際經濟合作，

2006 年第 4 期。
69.葉軍，外商投資企業最低外資比例問題探討及實踐操作，國際經濟合作，2005 年第 9 期。
70.葉衛平，產業政策對反壟斷法實施的影響法商研究，法商研究，第 2007 年第 4 期。
71.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。
72.裴長洪、彭磊，「兩稅合一」是創造吸收外資優勢的新起點，中國經貿導刊，2008 年第 3 期。
73.趙旭東，融合還是併行—外商投資企業法與公司法的立法選擇，法律適用，2005 年 3 月。
74.趙樹文、王嘉偉，跨國公司壟斷（限制競爭）行為及反壟斷法規制分析，政治與法律，2007 年第 1 期。
75.鄭磊，後股權分置時代的監管法律問題研究，特區經濟，2008 年 12 月。
76.廖麟鶴，新勞動合同法對中國企業的影響及應對措施，沿海企業與科技，2009 年第 3 期。
77.謝紅霞，防範外資「壟斷性」併購國內上市公司的立法構想，法學，2007 年第 10 期。
78.薛媛，論我國外資併購中的國民待遇問題，法制與社會，第 2008 年 3 月。
79.譚紅旭，在華跨國公司股權安排的獨資化成因、影響及對策，中央財經大學學報，2006 年第 11 期。
80.羅曉白，外資併購形勢日緊—發改委和商務部爭審批主導權，時代週刊，2007 年 3 月 5 日。
81.萬君康，國家經濟安全理論評述，學術研究，2001 年第 9 期。
82.韓彩珍，此「壟斷」非彼「壟斷」--匯源併購案後的進一步思考，中國外資，2009 年第 5 期。
83.魏剛，國企改制中的投資縫隙，中國投資，2006 年 8 月。
84.魏靜，經濟新看點—股份轉換法律制度分析，商場現代化，2006 年 8 月，

總第 476 期。
85.叢亞平，利用外資八思，瞭望新聞週刊，2006 年第 51 期，2006 年 12 月 18 日。
86.蘇小勇、李秀麗，外資銀行入股中資銀行的法律問題分析，經濟研究導刊，2008 年第 1 期。

專業報紙

1. 王平，警惕外資控股下的經濟安全隱患，上海證券報，2006 年 3 月 15 日，第 A8 版。
2. 王曉欣，疏堵結合：外資併購新規打造透明平臺，金融時報，2006 年 8 月 16 日，第 A2 版。
3. 王曉欣，我國利用外資向透明管理體制邁進，金融時報，2006 年 11 月 10 日，第 A4 版。
4. 王瀟雨，東航「落滬」漸行漸遠，華夏時報，2008 年 8 月 16 日，第 17 版。
5. 田冶，外資「隱形併購」現象應引起重視，金融時報，2006 年 11 月 28 日，第 9 版。
6. 田露，曲折兩年 阿賽洛入股萊鋼股份終告吹，上海證券報，2007 年 12 月 15 日，第 A08 版。
7. 左曉蕾，股權投資基金可能成為下一輪外資購併主力，上海證券報，2006 年 9 月 19 日，A02 版。
8. 朱宇，企業重組面臨更多稅務處理選擇，中國證券報，2009 年 5 月 8 日，第 A2 版。
9. 李小寧，阿賽洛 20 億參股萊鋼待審批，上海證券報，2006 年 2 月 14 日，第 A06 版。
10.李立，我國利用外資政策環境更趨明朗，法制日報，2006 年 11 月 10 日，第 7 版。
11.李高超，全球公司來了，我們怎麼辦—對話商務部研究院跨國公司研究中心主任王志樂教授，國際商報，2007 年 7 月 30 日，第 A7 版。

12.李喆，達能娃哈哈之爭日趨明朗/訴訟戰已背離本意，中華工商時報，2009年5月31日。
13.何鵬、薛黎，我國將禁止外資介入部分重要礦產資源開採，上海證券報，2007年11月8日，第A3版。
14.姜雷著，外資：順政策的藤摸併購的瓜，國際商報，2007年12月22日，第A1版。
15.俞靚、張楠，外資併購境內企業將出—首次明確股權交換方式，中國證券報，2006年8月8日，A06版。
16.袁東，切斷經濟政策部門化割據化毒瘤—從「併購是吸引外資的必然選擇」說下去，上海證券報，2007年6月27日，第B7版。
17.徐虞利，發改委：外資併購要建立特殊審查機制，上海證券報，2006年12月27日，第A4版。
18.張玉卿，破除傳統觀念正確看待外商投資，國際商報，2007年4月30日，第A5版。
19.陳珊珊，收購價相對過低發改委建議安賽樂-米塔爾收購萊鋼案重新修訂，第一財經日報，2007年3月13日，第C01版。
20.郭勵洪，政府管理體制改革與外商併購機遇，金融時報，2003年4月7日，第4版。
21.景毅濟，Tesco擴張標新立異，中國商報，2005年12月16日，第6版。
22.鄒國金、張剴、郭娜娜、嶽瑞芳，稅收優惠助推企業兼併重組，中國稅務報，2009年5月25日，第5版。
23.楊顥，「大買家」可口可樂的200天，21世紀經濟報導，2009年3月27日，第20版。
24.薛黎，外商投資質量上升將推動規模再上新台階—訪商務部研究院外資研究部主任金伯生，上海證券報，2006年9月23日，第A2版。
25.蔣安傑，法學家對「匯源併購案」的冷思考—對話中國人民大學法學院吳宏偉教授，法制日報，2009年3月25日，第9版。

網站資料

1. 上海聯合產權交易所，http://new.suaee.com/suaee/。
2. 中國人民銀行，http://www.pbc.gov.cn/。
3. 中國投資指南，http://www.fdi.gov.cn/index.htm。
4. 中國政府網，http://www.gov.cn/。
5. 中國匯源果汁集團官方網站，http://www.huiyuan.com.cn/。
6. 中國商務部外資司，http://wzs.mofcom.gov.cn/。
7. 中國商務部反壟斷局，http://fldj.mofcom.gov.cn/。
8. 中國商務部湖南省商務廳，http://hunan.mofcom.gov.cn/。
9. 中國國家統計局，http://www.stats.gov.cn/。
10. 中國國家發展和改革委員會價格監督檢查司，http://jjs.ndrc.gov.cn/default.htm。
11. 可口可樂公司官方網站，http://www.coca-cola.com/index.jsp。
12. 我國證券交易所公開資訊觀測站，http://newmops.tse.com.tw/。
13. 我國行政院，http://www.ey.gov.tw/。
14. 我國行政院大陸委員會，http://www.mac.gov.tw/。
15. 華爾街日報網路中文版，http://chinese.wsj.com/big5/index.asp。

外文部份

書籍

1. Deloitte (ed), *China Master Tax Guide 2005*, CCH Asia Ptd Limited (2005).
2. David Smith and Zhu Guobin, *China and the WTO – Going West*, Sweet and Maxwell Asia (2002).
3. John E. Kwoka Jr. and Lawrence J. White (ed.), *The Antitrust Revolution: Economics, Competition and Policy*, Oxford University Press (2004).
4. Lutz-Christian Wolff, *Mergers & Acquisitions in China: Law and Practice*, CCH Hong Kong Limited (2006).
5. Robert Charles Clark, *Corporate Laws*, Little, Brown and Company (1986).
6. Weinberg M.A. & Black M. V., *Weinberg and Black on Take over and*

Mergers, Sweet & Maxwell Press (1989).

期刊/論文

1. Anthony M Fay, Huan Zhang and Eric N Roose, *The Tax Cost of M&A*, 7 The China Business Review 50, 51(2005).
2. Emma Davies, *A Roadmap for China's Mergers and Acquisitions*, 7 The China Business Reivew 12 (2003).
3. Emma Davis and Glen Ma, *M&A Strategies in Chin: Acquiring a Domestic Entity*, 10 China Law & Practice 37 (2002).
4. Jean-Marc Deschandol and Charles Desmeules, *New Possibilities for Foreign Investors to Acquire a Stake in PRC Listed Companies*, 3 China Legal Watch 6 (2006).
5. Jean-Marc Deschandol and Wang Tong, *Foreign Capital and SOEs: China's Forrays into State Enterprise Reform*, 12 China Law & Practice 111 (2002).
6. Jean Wang, *GITIC in the Limelight*, 12 China Law & Practice 44 (2000).
7. Jun Wei and Stephen Curley, *Listing Rights Extended for Foreign Investment Enterprises*, 7 China Law & Practice 52 (2005).
8. Kim Woodward and Anita Qingli Wang, *Acquisitions in China: A View in the Field*, 11 The China Business Reivew 34 (2004).
9. Lutz-Christian Wolff, *International M&A and the Problem of the Effective Date under Chinese Law*, 33 Common Law World Review 283 (2004).
10. Neal Stender and Yan Zeng, *It's SAFE again for China Venture Capital Round-trip & Red-chip Listings*, 11 China Law & Practice 15 (2005).
11. Patric M Norton and Howard Chao, *Mergers and Acquisitions in China*, 9 The China Business Review 46 (2001).
12. Peter A Neumann, *Private Acquisitions by Foreign Investors in China: Is the Party Finally Over?*, 4 China Law and Practice 13 (2003),
13. Spencer Chong and Betty Zhu, *Revised Transfer Pricing Regulations: More Strengthened and Centralized Transfer Pricing Enforcement in China*, 5

China Tax Intelligence 17 (2005).

14. Wantao Yang and Sidney Qin, *FIEs, 25% or less*, 2 China Law & Practice 83 (2003).

15. Yuan Cheng, *Clear New Guidelines on M&A and Division of FIEs*, 11 China Law & Practice 42 (1999).

網站資料

1. Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD), http://www.oecd.org/.
2. United Nationas Conference on Trade and Development (UNCTAD), http://www.unctad.org/.