

國立政治大學法學院法律學系碩士班

碩士學位論文

中國大陸敵意併購防禦策略案例研究與法制探討

A Cases Study of Hostile Takeovers of China

from Legal Perspective

指導教授：王文杰 博士

方嘉麟 博士

研究生：黃子懿 撰

中華民國 108 年 4 月

誌謝

來到政大求學已經九年，經過了許多挑戰與歷練才能夠有今天，在這段期間有許多幫助過我的人，首先我要先感謝我的指導教授王文杰教授與方嘉麟教授。教授認真的態度以及積極處事的精神一直是我學習的目標，在我撰寫論文的過程中，教授指導了我許多學術論文應該注意的地方。而這本論文能順利地完成，也要感謝口試委員郭土木教授、王銘勇教授與周振鋒教授的諸多建議與指正，使文章的內容更加完整。

然後我要感謝吳俊達律師、謝曜焜律師、李孟聰律師、陳盈如律師、陳柏帆律師、楊富淞律師等尚詒所有的好夥伴，尤其是我師父吳律師，總是鼓勵我不能放棄要一鼓作氣把論文寫完！並且向我分析完成論文對於未來書狀的撰寫能力也會有所提升，並非像一般人所說「論文對工作沒有幫助」。感謝佳家、晨玉、芷淇、妮靜、韻竹、歐瑄、家禎、乃禎、宜玫、根佑等好多同學、朋友們，除了研究上的互相幫助之外，平時的互相關懷也讓我的生活除了論文及工作以外多了一股溫情。感謝德璋、嘉盈，在口試投影片的修改、口試前前後後的幫忙，都讓我如虎添翼，真的非常感激。

最重要的是我要感謝我的家人以及我的男朋友弘皓一直默默的在背後支持以及輔助我，讓我能夠專心地致力於學業及研究上。

最後我還要感謝所有在這段時間幫助過我的人，有這許許多多人的幫助，我才能夠完成我所有的研究及這本論文，謝謝大家，謝謝你們。

黃子懿 2019 年 5 月

摘要

隨著商業的熾熱競爭，全球併購浪潮日趨激烈，而敵意併購向來是併購議題的熱門焦點。在國際化與經濟自由化的發展之下，企業提升競爭力，促進效率經營、擴大市場占有率及提升產業競爭力，勢必將透過企業併購而加速產業的進步發展，大陸因受到國家政策支持，在 2016 年已經加速了企業併購的腳步。因敵意併購是在未經目標公司經營者同意下即強行進行併購，且併購後常導致目標公司經營權變更，故目標公司董事會於面臨敵意併購時，通常會採取防衛措施以抵抗敵意併購，且雙方攻擊防禦的過程中往往演變為經營權惡鬥，不僅兩敗俱傷，亦使公司及股東利益蒙受損失。

本文以論述敵意併購之定義作展開，從比較法角度探討美國與臺灣法體制下可採行的敵意併購與防衛措施。相比於臺灣，美國與中國企業併購已行之多年，實務上積累豐富的市場經驗。是故，本文進一步從比較法上之立法沿革，針對美國聯邦及各州法對敵意併購行為的立場，與常見的敵意併購防衛措施類型予以介紹，並搭配相關實際重要案例，並且搭配事件研究法分析結果，作為此期間雙方攻防互動對於股東權益是否有顯著影響的依據，以說明美國與中國實務操作情形。由於企業併購所帶來的整合效益為重要的競爭手段，如能使企業之間，不再受限於法律體制或政府作為的僵化，使企業不僅可透過合意併購的模式，亦能合理的運用敵意併購。本文希望透過對美國與中國比較法之研究，構築出敵意併購防衛措施之適當性與合法性判斷標準，並分析其是否適合作為臺灣法體制未來建立相關規範之參考。

關鍵字：企業併購、敵意併購攻防、股東利益、公司治理

Abstract

With the rapid internationalization and liberalization of economic development, in order to pursue the success of the business in terms of economy of scale, operational efficiency, market share expansion, sustainable competitive advantages. Corporations are increasingly compelled to accelerate advancement in competitiveness via mergers and acquisitions. In 2016, the People's Republic of China (PRC) witnessed a spike in mergers and acquisitions due to widespread national policy support. This research paper presents an introduction and an explanation of the legitimacy of antitakeover defenses centered on the commercial legal systems in China.

The actions taken by the party initiating hostile takeover and the target company often led to corporate control contests, making both parties and the shareholders suffer losses. We use event study's result as evidence for whether the stock holder's wealth had changed significantly during the event period. As mergers and acquisitions are an important means of competition for corporations, how to enable corporations to utilize takeover mechanisms without the restrictions of the letter of the law or government oversight. This thesis begins by introducing and explaining the comparative definition of mergers and acquisitions, and hostile takeovers in China and United States. It also introduces the legislative history of mergers and acquisitions, states anti-takeover statutes, and judicial review standards in China. Furthermore, it discusses the legitimacy of antitakeover defenses in the U.S. and Taiwan. Finally, this thesis formulates conclusions and suggestions.

Keywords: Mergers And Acquisitions, Strategy For Hostile Takeover, The Interests Of Shareholders, Corporate Governance

目錄

誌謝	I
摘要	II
Abstract	III
目錄	IV
第一章 緒論	1
第一節 研究動機與研究目的	1
第二節 研究範圍	4
第三節 研究方法	6
第一項 文獻研究	6
第二項 實證法與實務案例研究	7
第三項 立法論學理分析	8
第四節 論文章節架構	9
第二章 企業併購與反敵意併購防禦之概念分析	12
第一節 企業併購概論	12
第一項 資本自由市場下的經濟運作	12
第二項 收購他公司之長遠價值評析	13
第三項 企業併購對股東權益之影響	17
第二節 敵意併購之定義	21
第一項 敵意併購與善意併購之差異－合意基礎之討論	21
第二項 敵意併購發動方之併購與掠奪動機	22
第三項 敵意併購發動方之管理層自治與企業風險評估分析	22
第三節 反敵意併購防禦之措施探討	23
第一項 各項事前防禦措施概述	24
第二項 毒藥丸措施	24
第三項 驅鯊條款	25

第四項 黃金降落傘條款	27
第五項 白馬騎士條款	28
第六項 焦土戰術	29
第四節 小結.....	30
第三章 中國反敵意併購之防禦措施概述	32
第一節 中國企業併購之所涉及相關法律規範.....	32
第一項 中國《證券交易法》中之相關規定	33
第二項 中國《公司法》之相關規定	35
第三項 中國《上市公司章程指引》之相關規定	36
第四項 中國《上市公司收購管理辦法》之相關規定	37
第二節 中國上市公司反敵意併購中防禦策略下之章程運用.....	39
第一項 分期分級董事會條款	39
第二項 董事資格限制條款	41
第三項 超級多數條款的規制限度	42
第四項 集中競價收購與公開要約收購	43
第三節 敵意併購與刑事罪刑之交錯探討	44
第一項 敵意併購概念討論下的刑事罪刑	45
第二項 重大消息批露之判斷基準之檢討	47
第三項 「合理 (reasonable) 投資人」之判斷基準	48
第四節 小結：中國上市公司反敵意併購防禦策略之實際檢討	51
第四章 中國上市公司敵意併購防禦之市場實務運作之檢討	53
第一節 中國上市公司敵意併購與防禦之常見態樣.....	53
第一項 中國併購法規範的立法背景與理由.....	53
第二項 中國金融市場上實務常見之敵意併購方法與攻防手段.....	54
第二節 從寶安集團敵意併購延中實業案談起.....	57
第一項 改革開放後第一宗敵意併購案之歷史意義.....	57

第二項 中國第一宗敵意收購與攻防之發展始末詳析.....	58
第三項 寶安集團敵意併購延中實業案之時代意義.....	61
第三節 從天津大港油田敵意併購愛使股份案談起.....	62
第一項 「老八股」愛使股份的原有股權結構研究.....	62
第二項 天津大港油田敵意併購愛使的渠道與日後收益.....	63
第四節 從凱雷收購徐工母公司繞道敵意併購案談起.....	66
第一項 凱雷與徐工集團併購案之背景介紹.....	66
第二項 重大外資敵意收購重工產業與攻防之事件始末詳析.....	68
第三項 外資併購中國產業與敵意併購攻防之政治與經濟意義.....	71
第五節 小結：中國上市公司敵意併購與防禦措施之未來趨勢.....	73
第五章 結語.....	77
第一節 中國未來針對併購與反併購策略之立法趨勢預測與建議.....	77
第二節 中國敵意併購防禦策略案例研究對我國法規範之借鏡意義.....	78
參考資料.....	81

第一章 緒論

第一節 研究動機與研究目的

當今全球資本市場越來越開放，隨著商業環境競爭的日益激烈，各企業經營層所需顧慮者，不但須提防其自家產品或服務，具強烈可取代性，而最終遭市場自然淘汰；甚至連經營管理階層之職位，亦有在旦夕間風雲變色、被其他公司收購大舉入侵的可能。雖然大多數的併購活動，或交易係透過友善交易型式（friendly transaction）完成，並且一個有效率的控制市場競爭行為，可以對欠缺效率的經營團隊造成壓力，而可促使其提高經營效能與走向專業經理人治理的方向。

然若在大部分的情況是，無論是外部或內部一方向廣大股東，收購目標公司的股權時，往往是繞道未經過現任經營層的同意，直接訴諸目標公司的股東，向股東們收購股份，進而掌控經營權與控制權的方式，經營層對此完全毫不知悉，甚至在日後知悉後心生極度牴觸情緒；對此種未經經營層知悉，收購股份之方式，稱為「敵意併購（hostile takeover）」¹。

敵意併購之所以與一般傳統併購類型不同，而需要相關主管機關、與法制體系特別防範的理由，在於敵意併購之發動方，常常併購之初衷，乃在於取得控制權之後拆解公司分割出售，而使公司消滅其存在的可能，由於此等敵意併購的初衷，並非為在併購結售後繼續妥善經營目標公司，而僅是將目標公司原本的經濟價值，在併購後再行轉讓分割出售，此等行為不僅大幅度地肇害了目標公司本身營運、危及了目標公司員工之既有權益外，更是嚴重侵害了目標公司原本廣大股東之權益。故而面對這種隱藏惡意企圖的敵意收購行為，是立法者與行政主管機關，在為穩定金融市場秩序之考量上，應再思考的問題。

¹ 陳安琳，湯惠雯，許銘峻，企業購併對主併公司股東財富的影響，亞太管理評論期刊，第5期第2卷，2000年，頁171-182。

我國企業併購不論在併購資金來源國別、併購金額、產業類別方面日趨成長，在併購手段及併購模型方面也漸趨複雜，已非傳統的資產收購或合併方式所可概括說明。而這種敵意併購模式，原本已在歐美資本市場上行之有年，有長期經驗的敵意併購模式，近年來也在兩岸出現，顯示兩岸的企業併購活動已漸漸走向國際化與複雜化²。

在兩岸目前上市公司間併購之交易經驗中，敵意併購活動雖然在數量上仍屬少數，其原因或許因為華人企業經營者，多受傳統觀念「以和為貴」之影響，社會上普遍至今，仍不可諱言地實際存相當道德理念，認為敵意併購行為乃一道德瑕疵、強佔他人資產的負面社會觀感，又或許係對此一新制度尚不熟悉所致，但矛盾的是，若純以證券市場上的自由經濟理論而言，敵意併購的存在卻是合理的，不僅是打擊與消滅競爭對手的重要工具，亦是自然淘汰不良經營層的合法手段之一³。

尤其是台灣本身內需市場有限，而曩昔產業發展上，雖分工專精卻缺乏高端關鍵技術，使得直到現今整體市場產業發展和拓展空間有限；再加上政府繁複冗長的併購行政審查過程，均造成企業併購意願降低或困難度增加，同時也顯示著我國企業的成长彈性與成長空間，也因為併購的困難性增加，而有其侷限性。未來我國的整體產業市場、以及相關政府行政與立法機關，必須思考是否應適量地透過海外併購、或引進外資來台投資，甚至進一步併購我國本土產業方式，以為我國未來巨觀結構的產業發展，催化產生出等比級數的質變與量變，重構我國產業的核心競爭力⁴。

惟不論其原因若何，全球併購交易金額逐年攀升，以併購帶來自然市場的優勝劣汰，這股熱潮亦在台灣發酵；上市公司的敵意併購一旦發生，往往受輿論爭向報導，許多過往難以想像的鉅額併購案不斷發生，而引發金融市場極度道德爭議的非

² 康榮寶，大陸上市公司治理結構問題之探討，證交資料，470期，2001年6月，頁1-23。

³ 陳思穎，從實證觀點探討我國敵意併購之法制，國立政治大學法律科際整合研究所法律學碩士論文，2016年，頁21-32。

⁴ 陳思穎，前揭註，頁28-32。

合意併購，也在一片併購聲中應運而生。我國市場部份，儘管交易件數及金額均較 2016 年滑落，在交易金額上甚至大幅下滑，卻仍是處於近十年以來的併購交易量的高峰期；但若從併購產業面、投資方產業類型、及資金融資來源等多元方向綜合觀察，其實可發現在敵意併購市場上，比過往有日趨豐富多元化與複雜化的傾向⁵。

有鑑於考量到敵意併購活動在未來，從經濟學上的考量與觀察，自然仍有持續密集發展之可能，既然資本市場的發展動向，本來就是永恆的動態有機競爭環境，愈來愈多上市公司經營層發現，原來在企業公司治理上，不能僅是閉門造車，埋首關注本業發展營收而已，至於應如何與產業上下游供應鏈、縱向同業合作、甚至拓展到多方領域異業合縱連橫，以取得更低廉的成本、更大的競爭優勢，方是未來企業經營的顯學。

至於從全球政治發展上之觀察，當今新進各國政府，大多在政策導向上，傾向透過不同程度的立法或行政監管體系，左右著投資與併購的程序與方向。美國、歐盟、日本等國家之立法例，均對於市場上敵意併購及其防禦措施，各自設有其合法性與適當性審查標準⁶。

世界新興強權中國，則積極布局「一帶一路」的國家統治路線，積極將影響力深入非洲、中亞及南亞市場，中國大陸的海外併購主要圍繞「產業升級」和「資產配置」等戰略目的，意欲成為亞洲甚至全球的新勢力，顯示中國企業透過設置海外機構、收購境外重大基礎設施建設，及透過大筆資金挹注進行企業併購等方式，全方面支持政府一帶一路政策，並得以創造海外投資資金得以雙向回流回中國的渠道及機制，成為中國公私營企業，目前主要進行大規模策略性併購目的⁷。

⁵ 資誠 PWC Taiwan - 資誠聯合會計師事務所，2018 臺灣併購白皮書，MAPECT 台灣併購與私募股權協會出版，頁 7-20。

⁶ 楊惠茵，比較法上敵意併購防禦措施於我國適用之可行性，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文，2014 年 6 月，頁 45-56。

⁷ 劉孟俊，近年中國大陸全球大型併購之趨勢及意涵，中國經濟，2017 年 1 月，頁 56-61。
劉孟俊，中國大陸對外併購、投資策略、發展與影響，展望與探索，第 15 卷 第 9 期 2017 年 9 月，頁 59-77。

在全球如此動態且快速變遷的企業經營環境強勢入侵下，我國的產、官、學界是否準備好面臨此衝擊？包括中國產業板塊位移與崛起，及全球供應鏈的有機變動，所造成的大規模企業併購，我國經濟市場與法規體制是否已做好對劇變的應對了？而我國的上市公司業界，又應如何找到合適自己的公司治理定位、與產業升級、區塊整併路線，以維持在全球市場的競爭力⁸？基於此一目的，筆者擬對兩岸與美國之敵意併購防禦措施進行探討，以為未來我國法制之因應參考。

第二節 研究範圍

上市公司間之敵意併購發動行為、與被收購公司之防禦反收購行為，雙方攻防手段與後續效果，是一項對整體社會經濟秩序，影響茲事體大的證券交易活動。一國立法機關應從法律層面，對上市公司反制敵意併購的基本原則、方式、程序等方面做出明確規定，以確保上市公司間之敵意收購，與反制防禦併購的規範運作，得以在健全法制規範下與主管機關監督下，正常進行⁹。

因此本文主要就中國上市公司，深度探討敵意併購所能採取的防衛措施，對敵意併購的反制與防禦策略、公開收購可能採行的方式，控制權溢價所造成之影響，以及倘若敵意併購行為發生，發動方所須負擔的法律責任等進行探討，並輔以探討在政治政策面向上，中國政府對於中國企業於海外投資併購、或者外資對中國企業併購的監管，造成海外與中國國內間，雙向鉅額併購交易受管制之現狀，顯現出中國政府主管機關，就資本控管機制方面，對於併購投資市場，仍具有當程度的國家威權管制之重大影響力；在基礎論述建立之後，再就我國與中國收購決策權的法律制度現今法理與實務內容，以及在立法論上的再構建，進行詳細的論述。

⁸ 張聖偉，*跨國併購之綜效來源探討：新興市場與已開發國家之比較*，國立中正大學財務金融系研究所，商業及管理學門財務金融學類碩士論文，2017年6月，頁49-57。

⁹ 王文宇，*非合意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施為中心*，*月旦法學雜誌*，第125期，2005年10月，頁155-175。

蓋兩岸現今許多許多風光一時的上市公司間之公開收購案，檯面上雖是兩情相悅的善意併購，卻蒙上假外資挹注之名，背後如果還夾雜不當套利、圖利、掏空等刑事犯罪的重重黑影，尤其是在保障資本市場投資人知之權利，這是法律人、立法者與相關主管機關不得不注意之問題；當前法界與實務界，均爰認有在涉及企業併購此等重大公司經營方針變革之事項，目標公司與收購公司雙方，均必要以重大訊息說明澄清公司併購之目的與動機，收購前後年報與收益變化之內容，以確保上市公司之聲望與營運不受損傷、經營團隊成員能善盡忠實義務，兢兢業業為公司長遠營運利益與股東權益而戮力¹⁰。

敵意併購的發動方，往往收購的目的，是在於追求的是買低賣高的短期套利，因此較一般謹慎投資者更為積極、更顯得急不可耐，這類的投資人不注重併購後的公司未來長遠經營的綜效，往往在重組或分割被收購的公司後，即轉手賣出蓋於併購公開之前獲悉該消息的內部人¹¹，更可恨的是，如對併購標的公司，假借併購名義，放話進行連續買賣或操縱股價，使得股價跟著公司併購消息暴漲暴跌，散戶投資人不知如何自處，而內圍人士卻可因掌握第一手消息，搶先買進股票，坐等消息曝光，此等惡行雖可獲取暴利，卻可能遭刑罰相繩、陷牢獄之災，即其可能涉及公司法與證交法等刑事類型之特別背信或其他刑事犯罪等罪刑¹²。

然而不可諱言的是，在此議題資訊的收集，其所涉及之相關學理輻射範圍廣大，牽涉到除了法學外之總體經濟學、大眾心理學、會計學、公司治理、立法論等多項領域。故而在文獻收集上，不僅涉及了「資料可及性」（data accessibility）、「收集資訊所需求之勞務成本」等現實問題之挑戰。亦是因為如此，進行該議題之

¹⁰ 李開遠，證券交易法第一百五十五條第一項第四款處罰股價操縱行為—不法炒作刑事責任之探討，銘傳大學法學論叢，第2期，2004年6月，頁171-218。

¹¹ 楊馥如，王偉權，林惠雪，蔡珮蓉，購併公司的財富效果與公司治理特性，永續發展與管理策略期刊，第一期，2013年，頁59-84。

¹² 林伊柔，企業併購中先購後併的內線交易問題，國立政治大學法律學系碩士論文，2015年，頁67-72。

本文研究，多半應均有「完美的資訊難以企求」（There is no such thing as perfect data）的認知，此亦為本文之研究範圍限制，於此合先敘明之。

第三節 研究方法

本文為瞭解及建構，中國敵意併購中防禦策略案例研究與法制探討，並欲為上述研究動機之問題意識部分，提供一良善之解決方法，必須藉由適當研究方法之助，故而本文之研究方法，採比較法研究方法（comparative legal systems research），以我國公開發行公司及大陸上市公司為對象，研究範圍包括我國《公司法》、《證券法》、《公開收購公開發行公司有價證券管理辦法》，以及大陸《公司法》、《證券法》、《上市公司收購管理辦法》、《上市公司股東持股變動信息披露管理辦法》、《中華人民共和國反壟斷法》等相關法令。在社會科學研究中，則主要有三個層次須先論述，以作為研究基礎，即為「方法論上的文獻研究」、「實證法與實務案例之研究方式」，以及「立法論學理分析之方法與技術」。

第一項 文獻研究

一般上市公司間的併購案發生，往往須歷經一系列的長期過程，包括雙方經營層的接觸、協商、初步協定、實地查核、再協商、簽署契約、董事會同意，或主管機關核准等階段。到底上市公司間之併購案最後是否能走向成功合意併購之路，或者淪為敵意併購發動的攻擊、且目標對象的防禦發動之敵意攻防狀態？等此種種充滿許多不確定的因素。究竟在哪一階段併購資訊的公開才能算成熟，而貫徹保障了其他投資者、與廣大經濟市場穩定的機制了¹³？

¹³ 王朝義，影響併購後股市異常報酬因素之研究：以台灣上市、上櫃公司為例，企業管理學報，第121期，2017年，頁99-116。

在各國學理上發展，可說實在是正反兩說，見仁見智、各自在理。故而本文透過文獻研究法，以蒐集、整理與分類之技術，將過去其他作者所公開發表之專書、研討會或期刊文獻、媒體報導、官方統計及研究資料等論述，加以系統性的分析與探討，詳細梳理敵意併購之兩岸現有之法理研究，更參酌美國當今重要經典實務判決之分析研究比較之。

第二項 實證法與實務案例研究

本文在透過對於兩岸與美國之實證法、與實務案例比較研究之後，更引發本文省思的是，觀看這些敵意併購戰爭，除了企圖梳理在敵意併購的攻防上，透過何種防禦與進攻策略，才能影響敵意併購行動最後的收購結果外，身為法律人更應關注的是，遭受敵意併購攻擊的目標公司，面對敵意併購時，採取了那些防禦措施¹⁴？

更重要的是，這些防禦措施是不是符合目標公司股東權益與社會交易市場安定的最大利益，還是只為了保護經營團隊坐穩經營席次自己的私利¹⁵？本文於第四章中，以案例研究（Case study）為主要研究方法，針對數起進年來重要之中國敵意併購與目標公司之防禦模式策略，包括「寶安成功敵意併購延中實業案」、「愛使股份防禦天津大港油田敵意併購失敗案」、「凱雷收購徐工母公司繞道敵意併購案」，論述中國現今經濟市場中，與法體制系統裡，上市公司間、股東與經營層間、主管機關間、與司法單位間，其各自所採行之程序、運作模式、種類及其發展等議題進行研究分析。

¹⁴ 朱德芳，效率、併購與公司治理——以敵意併購法規範圍核心，中原財經法學，第 17 期，2006 年 12 月，頁 195-259。

¹⁵ 戴銘昇，從公司治理角度看股東會決議成立要件及相關問題，華岡法粹，第 50 期，2011 年 7 月，頁 145-194。

第三項 立法論學理分析

兩岸的敵意併購雖然較歐美發生頻率少，但過去也發生過數起，引發社會譁然，與輿論媒體高度關注的敵意併購案，尤其在我國與中國，同樣於 2001 年 11 月成為世界貿易組織（World Trade Organization, WTO）的成員後，均面臨前所未有的機遇與挑戰，外國企業在兩岸貿易自由化及全球化的開放政策下，將比過去更容易進入兩岸經濟市場，國內企業面臨企業經營無國界的事實，將來來自國際的併購案件也勢必不斷增加。

故而本文雖以研究中國敵意併購防禦策略，與案例研究及法制方面之探討，但在論述之餘，仍不忘美國敵意併購之法理論與實務，乃是當今世界發展最完善與型態最多元之比較法研究對象¹⁶，故而仍會在探討兩岸之敵意併購發動，與防禦方之間的策略與法制探究之時，仍在多處引用美國重要經典實務判決與學理，以資參考比較，並酌情考慮華人世界之市場經濟，與美國經濟市場發展是否各自有異同之處。

公司從設立之初開始，就應是由董事會及其委任的經理層一手經營，其最了解公司的需求和發展趨勢，應該充分發揮董事會的作用和功能。因為美國經濟社會為當今世界敵意併購理論與實務發展史上，最健全之國家，故而兩岸政府於立法層次上，可以參照美國模式中的成功經驗，賦予董事會完整的對敵意併購防禦之權力，並透過司法系統對其進行嚴厲的監督審查，而目標公司之管理層，也可以援引「商業判斷規則」提出免責。

立法者在制定法令之時的立場與立法精神，應當是中性的，法規環境必須促使其提供收購方與被收購的標的公司，提供足夠的資訊，使股東可做出投資判斷之外，應須同時考量小股東權益，以及相關利害關係人，包含員工、債權人等的權益

¹⁶ 賴英照，從尤努斯到巴菲特——公司社會責任的基本問題，台灣本土法學雜誌，第 93 期，2007 年 4 月，頁 150-180。

是否受到合理的維護¹⁷。換言之在具體操作上立法應該規定由管理層代表，一旦收到敵意收購者要約的所有股東與收購者，能進行談判，以獲得更高的商討對價。

在此過程中，由管理層評估是否應該採取反對敵意收購之防禦措施，或者同意收購發動者所提出的報價。立法應該完善當管理層代表，收到敵意收購者要約時，其代表所有股東與收購者間，應進行何種談判，並如何公開資訊，以對投資者而言獲得公平有利的對價，立法者應對敵意併購的反制過程，採取強制信息披露，以保障股東大會及共同股東和監事會的知情權。立法在公司治理上，是應該完善對管理層的忠實義務（Duty of Loyalty），和善良管理人義務的規定？亦或是貫徹「商業判斷法則（Business Judgment Rule）」？這些問題無疑是規制敵意併購應思考的方向。立法者應能採取果斷措施，防止敵意收購者的收購行為，尤其在涉及市場壟斷之可能的問題時，向壟斷發動方提起申訴的權力。

第四節 論文章節架構

本文首先在第二章，面對一般上市公司間之傳統意義上之合意併購與敵意併購之差別，與目標公司之防禦策略等實際問題，做一概念上的詳細釋義與梳理。由於研究經濟社會上之併購現象，除法學研究外，尚於經濟學、市場心理學、會計學、審計學等，尚有其他各種可供選擇的方法論，研究途徑和判斷標準¹⁸。所以，必須本文於第二章得先就對敵意併購與防禦現象之概念與內容，作一詳盡分析。

是以，法釋義學之闡述，僅在彌補該立法者於模糊立法空間下，其法律概念詮釋之不齊全。對應於現實經濟社會中，所產生之法律適用之議題，則不單依據現行法展開解釋論足以解決，而是更應當從「實踐」的角度，包括實際司法案例與實際金融市場之運作，以從立法論討論法理概念本質，曾如何設計，以符合當代經濟社

¹⁷ 許秋嬋，公司控制權交易價值之研究—兼論控制權移轉時對股東權益之保護，臺北大學法律研究所碩士論文，2008年，頁88-92。

¹⁸ 黃銘傑，企業併購法之檢討與省思（下），月旦法學雜誌，第97期，2003年6月，頁219-236。

會真正需求的法律¹⁹。因此，在後續章節作中國大陸法理論與實務、與參酌美國與我國比較法例之具體研究時，能得以根據研究的課題性質，選擇最為適合此一課題和學科理論作為指導。

法律學之研究方法，應可權衡上述其他學門所提供之敵意併購概念分析研究法之優劣，加以探究。又我國法律大多繼受他國法律，所以，跨國法制之比較與論述，亦屬必須，此亦為本文在第三章和第四章，就中國大陸之反敵意併購之防禦措施概述、與中國上市公司敵意併購防禦之市場實務運作之檢討之時，仍不忘處處瞻往美國現今法體制之最新發展概況、與過往實務之發展前車之鑑；並回望我國相關敵意併購與目標公司之防治策略規範之相關規定，在立法論上予以完整的說明與填補。近年來全球經濟市場逐漸在 2008 年金融大海嘯的傷害中恢復，全球 GDP 的普遍成長及市場信心漸增，全球化的資金充沛帶動這波全球跨國性的併購熱潮，但也不免的出現投機性、或非商業常態的交易行為產生，敵意併購自然是其中一種²⁰。

我國與中國大陸，由於同文同種且地理位置鄰近，隨著經濟自由化及全球化的發展，中國大陸經濟結構也持續腳步逐漸大步邁開，其國際貿易自由化政策持續放寬，相信對於兩岸經貿及投資關係造成某種程度的衝擊與影響；畢竟在全球化的趨勢下，公司與公司間規模的水平或垂直之大型擴張，無疑有助整體經濟社會秩序，進而提升國家的競爭力帶來正面效果，全球化競爭依賴龐大資金匯流、人才整合、技術更新與開發，非有一定產業規模（economic of scale），於市場競爭力上，即無法生存、延續與擴展²¹。

尤其在第三章的部分，由於現今目標公司，為因應敵意併購所得採行之防禦措施，往往種類繁多，且面對一個敵意併購時，目標公司甚少冒險地僅採取單一種類

¹⁹ 李曉輝，比較法研究中的「法律體系」概念，國家檢察官學院學報，5期，2011年7月，頁98-103。

²⁰ 吳培澄，公司財務狀況與併購，元智大學財務金融學程財務金融暨會計碩士論文，2018年1月，頁78-85。

²¹ 吳勝春、劉文華，公司併購防禦的法律規制，法商研究（中南政法學院學報），4期，1998年，頁22-28。

的防禦措施，而係同時採用多種防禦措施，以形成更為綿密的防禦網，而司法審查時亦係就「全體防禦措施之綜合效果」進行是否過度激烈及是否符合比例性之要求²²，並非將各個防禦措施拆開分別審查其合法性，故因防禦措施之種類繁多，就各種反敵意併購防禦之諸多措施（defense measurement or defense tactics or defense techniques），進行概念上的梳理與探討，計有事先防禦措施、毒藥丸措施、驅鯊條款、黃金降落傘條款、白馬騎士條款、焦土戰術等六種²³。

最後本文在第五章結語之處，通過借鑒和吸取美國各種反併購防禦的立法和司法實踐，整理並分析目前中國近年來蓬勃發展的經濟市場上，其上市公司間敵意併購、與目標公司反制策略之現況，及其所面臨涉及之法制與刑罰處遇問題，進而評估，並結合中國法律法規當前的規定及其未來的發展趨向，提出了對中國目標公司，設置防禦敵意併購策略之法律規制的立法建議和初步構想，並提出立法建議與討論。

²² 林國彬，敵意併購防禦措施之研究—黃金降落傘，萬國法律，第 152 期，2007 年 4 月，頁 9-25。

²³ 林國彬，敵意併購防禦措施之研究—以財務性防禦措施終之毒藥丸為主要範圍，臺北大學法學論叢，第 71 期，2009 年 9 月，頁 81-125。

第二章 企業併購與反敵意併購防禦之概念分析

第一節 企業併購概論

第一項 資本自由市場下的經濟運作

從巨觀角度觀察，隨著全球市場之自由化與國際化，當一個國家的市場逐漸對外開放時，如果企業無法與其他國家的企業從事競爭的話，也可能會遭致敗亡的命運；反之，國外企業亦可以透過併購國內公司的方式在國內建立據點來從事國際化競爭。企業為擴張版圖、提升競爭力與改善經營綜效、與追求多角化經營成長，常透過採行企業併購此種外部成長方式為之，畢竟企業成長是一個企業存續最重要的因素。併購對於企業之組織調整、轉型具有正面效益，維持企業的永續經營²⁴。

所謂企業併購，意即合併與收購之總稱（Mergers and acquisitions），一般縮寫簡稱為 M&A，指通過購買、售賣、拆分以及合併不同公司，以幫助企業快速成長。由於併購活動涉及法律、會計、稅務及組織整合等各個層面的配合，如法制上之設計完善的話，不但得以保護併購活動的順利進行，並能節省併購成本；但若是法規範或企業經營層之注意義務不夠完善，則造成敵意併購之情事層出不窮，不僅損及上市公司股東投資者之權益，更會造成整體經濟市場之動盪，有損經濟市場安定性之公共法益²⁵。

故而現今許多學者認為，雖併購行為乃是私經濟秩序體制中發生於兩家上市公司間的經營權爭奪行為，但為保護廣大投資人之權益、以及保障集體經濟市場秩序之穩定，立法機關與相關主管行政機關，應由公權力積極規制敵意併購，特別是個案敵意併購所衍生的外部成本的延續性，十多年來兩岸法律學者、業界及兩岸政

²⁴ 陳麗宇、賴蓉禾，董事經驗對企業海外直接投資績效之影響－以美國企業國際併購宣告為例，中山管理評論，21卷1期，2013年3月，頁199-237。

²⁵ 吳成物，競爭法對企業購併行為之規範，月旦法學，68期，2011年1月，頁64-83。

府，對敵意併購所產生的社會問題、利害關係人利益、產業的結構更新，無疑已一一呈現出來，應是公權力積極規制時刻開始介入了²⁶。

第二項 收購他公司之長遠價值評析

第一款 收購他公司之價值評估概論

從微觀角度來看，上市公司間的併購行為，對個別企業而言，當內部成長的成本相較於外部成本言較高時，直接以併購方式取得公司成長所需技術、人才、管理、法律的特許等，遠較於公司自己的內部成長為快，公司的併購相較於傳統形式的公司規模擴張而言，更能以更具效率之速度，注入新活血²⁷。

一般併購的方向可能有三，其一是水平併購（Horizontal Merger），指同行業間的公司兼併，即兩個生產或銷售相似產品的公司之間的兼併。其最佳的正面功能使產業集中，在最適產業規模下，產生最大綜效，這種兼併基本條件簡單，風險較小，兼併雙方容易融會，容易形成產銷的規模經濟。其二是垂直併購（Vertical Merger），是指生產同一或相似產品，於不同生產階段的公司之間的兼併，其最佳的正面功能使上、中、下游產業鏈得以相互支援，尤其是資金、管理、人才整併上，使優勢公司將與本公司生產緊密相關的非公司所有前後生產流程、技術的公司收購過來，從而形成縱向生產一體化²⁸。

其三是多角併購（Conglomerate Merger），這種兼併方式是躲避壟斷法的產物。由於這種購買型態，因收購公司與目標公司無直接業務關係，或者是基於產品市場上公司間的購併，或者是為擴大競爭地盤，而對其尚未滲透之地區中，生產同類產品的公司進行兼併，故而其受兼併的目標不易被人察覺，收購成本較低。其最佳正面

²⁶ 王文字，我國公司法購併法制之檢討與建議——兼論金融機構合併法，月旦法學雜誌，68期，2011年1月，頁24-45。

²⁷ 王文字，世界主要國家併購相關法律規定之比較，經濟情勢暨評論，4期第2卷，1998年8月，頁60-102。

²⁸ 余尚武、江玉柏，影響企業購併成敗之因素與策略探討，經濟情勢期刊，第四卷，第二期，1998年，頁125-144。

的功能，使國家經濟市場上的產業類型，得以多元化，然而，其反面效果乃經濟力量的集中，擠壓中小企業生存的市場，使之不得不退出市場，垂直併購易形成市場力量的濫用²⁹。

最後除了傳統的併購動機之外，透過觀察可發現近年來全球經濟環境正急速變化，尤其是擁有較高市場價值的科技公司，更需不斷拓展打通上下游產業鏈——科技上，消費者對大眾傳播媒體、產品及服務的消費態度及習慣開始改變，移動網路的新經濟時代儼然成為市場主流；應用到生產與消費體系中，科技、民生消費及生技醫療等跨產業，進行線上與線下串聯的整合，被視為這一波併購的要角。故而傳統以實體為主的傳統經濟，為充分利用併購作為企業開創成長的動力，縮短進入市場的時間，亦靠著整併與創新正面迎戰；也有些傳統業者正積極透過產業整併，意欲從過往精密分工思維的代工製造商，轉型利用引資或是整併方式，快速走向國際市場³⁰。

第二款 收購他公司之目的與增值目標

一般合意併購活動的動機，其主要理性因素是改善原有公司的財務表現，其主要為原公司長遠價值的動機評估一般包括下列數項³¹：

一、精簡人事規模與資源轉移：兩家公司合併後，通常能藉由減少功能重複的部門，或調整人事管理、營運方式，來降低公司的固定成本支出，才是使合併價值發揮到極致的關鍵；而某些企業則是通過併購之方式，以作為重新招聘人才的方式，特別是當目標公司是一家小的私人企業，或者正處於創業階段。或者通過經

²⁹ 謝易宏，企業併購的法律成本與風險，中原財經法學，5期，2000年7月，頁383-405。

³⁰ 范仁耀，台灣二次金改與公司治理—以內部控制為中心，逢甲大學國際經營管理碩士學位學程碩士論文，2012年，頁67-78。

³¹ 吳佳慧，變革後公開收購制度之簡介，證交資料期刊，491期，2003年3月，頁2-13。

濟或客戶資源，在併購公司與原公司間的重分配、資源的轉移，來克服收購公司和目標公司之間的信息不對稱，或結合稀缺資源，以創造新融合後的經濟價值。

二、多角化經營增加範圍經濟，進而產生多樣化的協同效應：主要指針對客戶需求端，服務效率得以獲得改變，諸如增加不同產品品項、或削減營銷和渠道的範圍；面臨期貨衰退期或負成長期的產業，就可以撤銷某些支項生產鏈、或另作延期規劃，以分散市場風險。對於市場、消費者與投資者角度來看，更是增加了該公司於管理層面上的專業性，例如增加訂單量以拿到更多批發折扣、或在年度財務報表時更為增加等³²。

三、增加營業額或市場佔有率，或進行縱向整合、集中下單：通常公司併購的發動方，在選擇目標公司時，會傾向去收購合併其主要競爭對手，以增加其市場佔有率（Market Share）和甚至制定公訂價格的權力，具有「規模經濟（Economies of Scale）」之效益。若是合併了上下游的供應鏈，則能夠達成整體供應鏈更緊密的垂直整併，得以集中下單以提高議價能力，取得更低成本的原物料，使得產品在生產與銷售上更具競爭力，甚至公司在進行對外採購行為時，能夠使產品取得更低的成本以銷售，進而增加利潤與產品優勢。

四、交叉銷售與擴大無形資產：若是在金融業，設若某一銀行併購一證券商號，則銀行在公司併購後，能通過證券商的渠道銷售其金融商品，且同時證券商能在其原有據點，為銀行客戶設立股票賬戶。另外有些企業間的相互併購，則能達到擴大無形資產攤銷範圍的目的，例如共享客戶名單、客戶或供應商關係、行銷權、營業秘密權、智慧財產權、專利權、礦業或海域的開採權、競業禁止合約等權益

³³。

³² 楊岳平，公司治理與公司社會責任：企業併購下股東、債權人、員工、投資人之保護，元照出版，2011年9月，頁126。

³³ 余文彬，論公司分割之型態、會計處理及租稅措施（上），實用稅務期刊，345期，2003年9月，頁95-98。

五、減少稅收與增加法規鬆綁優勢：又或者一營運獲有盈利的公司，可通過收購另一持續虧損的企業，以利用其虧損之事實，以取得減稅的優勢，例如在我國，則有企業併購後租稅優惠，其中包括有天使投資人及研發投資抵減兩種態樣；且受併購後的消滅公司，其營業稅累積留抵稅額，則由合併後存續或新設之公司吸收。當然，併購交易的決策，對於併購發動方之經營層而言，應具有合理商業目的，方得算得對其股東盡善良管理義務，換言之不可藉由併購形式的虛偽安排，以規避或減少納稅義務，故而在美國亦制定有法規範，以限制盈利的公司，通過收購虧損公司之方式，以達避稅甚至逃稅目的³⁴。

至於在透過企業併購增加法規鬆綁優勢一塊，由於科技的不斷創新與發達，再加上市場自由化的需求，法規鬆綁儼然已成為各國既定的政策；透過法規鬆綁許多市場已逐漸開放，開放的結果也相應的產生了公司併購的機會，例如電信業、有線電視業以及投資銀行業都是其中最好的例證；而合併後的企業間，得放寬無形資產認定，且得合併辦理相關所得稅申報，以維持租稅中立性，及增進併購稅制之合理性。因為在法規鬆綁後初期階段，群雄並起，在經過一段時間的廝殺之後，自然會透過公司併購的模式，彼此進而結合成更有實力且更具競爭力的企業³⁵。

一般而言，併購動機之考量，大多是為擴大市場占有規模或是為壓低營運成本；晚近，則應知識經濟之興起，併購的目標公司則常被考量其無形資產的價值，其中包括客戶群，和智慧財產權之擁有等，當然，在瞬息萬變的市場，公司之併購動機或有其他可能之考量，而站在法律人的立場，則是應該好好思考如何建構一個適合企業經營環境的法律規範，目前朝野所商討的企業併購法正是提供企業在為購併行為時的規範依據，也就是實務上常說的遊戲規則，因此不可謂不重要。

³⁴ 陳敬宏，企業併購法制稅捐減免措施之研究，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文，2008年，頁22-28。

³⁵ 曾更瑩，修正後企業併購法與三角合併，月旦裁判時報，52期，2016年10月，頁61-72。

第三項 企業併購對股東權益之影響

一般而言，合併契約之雙方當事人為進行合併均投注相當之準備，併購活動之進行，從併購之開始到結束，其各個程序，其所投注的成本包含財務與法律之諮詢費用、與銀行間之貸款協議、研究法令之注意義務成本（due diligence costs）、所投入的時間，或是因進行該次合併所放棄的公司機會等，皆涉及到收購公司與目標公司雙方經營層，其公司治理之概念，但其併購結果，卻對於股東之權益有重大之影響³⁶。

蓋公司收購是一種民事法上之買賣行為、是證券交易法上的大宗比例證券交割行為，是經過收購者與目標公司股東，而引起股權變更的一種法律事實；但在通常情形下，董事會與股東會行使合併決議權之前提，皆為董事會所做成的合併契約，董事會有權於董事會與股東會行使企業合併決議權之前，儘可能蒐集合理可得之資訊，並盡其善良管理人注意義務，尋找合適的合併對象，之後再與合併對象訂定合併契約與設定各種交易保護條款³⁷。

故而，當併購行為發動時，融資併購大量運用舉債收購之行為，若收購者之成員為目標公司之管理階層，在本質上往往具有利益衝突，其行為背後所衍生的問題是，目標公司董事會之併購對象如何產生？此部分由於現行法規範不明的結果，很有可能導致公司經營層董事會僅單純鎖定其所喜好的併購對象，特別是目標公司陷入財務危機且即將因合併而消滅，亦即公司處於最後階段時，董事極有可能產生自利動機並侵奪股東之財富。因管理階層同時兼併購交易中賣方受託人與買方之角色，不免有降低收購價格以謀私利之疑慮，故而每一起併購行為，往往都涉及多方

³⁶ 王文宇，企業併購法總評，月旦法學，83期，2002年4月，頁70-85。

³⁷ 林仁光，論公司合併及其他變更營運政策之重大行為與少數股東股份收買請求權之行使，東吳法律學報，11期，第2卷，1999年5月，頁103-152。

關係人，包括雙方的公司、股東、債權人、公司與股東以外之第三人等利害關係人間的利益，因此世界各國都對公司併購做了較為嚴格的規制³⁸。

第一款 資訊揭露公開原則之討論

併購案之同意係屬股東會之權限，但管理階層相對於股東而言，對公司享有資訊優勢，更使管理階層容易利用此種優勢剝奪股東利益。理論上，在合意併購中的目標公司董事會，並未積極產生控制權市場，以及競爭不存在的情形，其合併契約與交易保護條款不受經營判斷原則之保護，故如果外部有其他更好的出價者時，目標公司股東會基於股東利益極大化之考慮，應得對於董事會所擇定的合併對象行使否決權，即得以投票之方式反對合意併購案以作為牽制³⁹。據此，若在合意併購之行為類型發生時，公司管理層應依據實務上併購協商之進行，階段性地規範董事行為義務：在初期併購協商時，應盡「企業文化交叉比對」（Corporate Cross-Match）義務，檢視文化特質是否和營運策略一致，雙方併購協商意願應達到一定程度的合意，以溝通願景與價值觀，將對股東產生影響其投資決策⁴⁰。

此時，該資訊即具有重大性而有必要加以揭露，使股東在公開收購階段，得以自行決定是否應賣股票，和公司合併之後，公司資本額增資導致股本膨脹後，使個體股東之獲利被稀釋了，股價不免要下修，為避免目標公司之股東不至於被現金逐出，故而重大資訊揭露，得以有助保障股東權益，在各合併之階段不受到不測之損害⁴¹。

³⁸ 張榆青，當代公司跨國收購的新發展及其法律規制，西北大學學報（哲學社會科學版），第34期第2卷，2004年，頁121-124。

³⁹ 林仁光，公司合併與收購之法律規範，萬國法律，105期，1999年6月，頁23-40。

⁴⁰ 何曜琛，公司治理與公開發行公司董事之告知義務--以美國法為中心，華岡法粹，30期，2003年12月，頁101-205。

⁴¹ 林宜男，董監事、經理人職責之公司治理機制--以金融控股公司為例，政大法學評論，75期，2003年9月，頁245-323。

而若是在敵意併購之情事發生時，基於董事擁有公司內部資訊之優勢，目標公司董事應在併購過程中，有公司法第 23 條、企業併購法第 5 條忠實及注意義務，評估該收購是否有利於公司，進而決定是否採取防禦措施。若董事採取防禦措施時，因該等防禦措施大多為保障管理層職務，則不可避免地影響公司穩定營運、且需耗費公司資源，恐非是股東最大利益的公司治理策略⁴²。另外有一種情形是，若公司經營層實際持股比例不高，經營層為了捍衛本身的經營權，有時反而犧牲其它股東的權益為代價。故在敵意併購時，對雙方公司董事的忠實義務，有必要採取較為嚴格的審查基準，較為妥適的可先觀察董事採取防禦措施之動機，是否係為了公司利益，畢竟對於敵意併購，目標公司管理層提出反制之行為，內在的合理性與負面效應並存⁴³。

第二款 股東公平之平等對待原則討論

我國公司法第 267 條規定，有關發行公司新股與認股之法定程序，原則上應保留發行新股總數百分之 10 至 15 之股份，由公司員工承購，且原有股東得按照原有股份比例有優先認購權，可見我國公司法十分著重「股東平等主義」。

但因為公司係由股東出資所組成，良好的公司治理，應試董事會與管理經營階對股東權益，盡最大維護義務，當公司併購之情事發生時，如何與股東平等主義精神相兼容？且收購公司與目標公司兩者股東之利益衡量角度不盡相同，所以如何維護兩邊之股東權益，則值得研究者進一步探究；尤其是對於目標公司股東權益之保障，避免其成為企業併購下之犧牲者，在本文即有深入討論之必要⁴⁴。

⁴² 郭大維，論敵意併購下目標公司董事之義務與司法審查標準——我國法與美國法之比較研究，輔仁法學，39 期，2010 年 6 月，頁 49-100。

⁴³ 李宜雯，資訊揭露——證券市場的防腐劑，證券暨期貨月刊，29 期，第 11 卷，2011 年 11 月，頁 5-23。

⁴⁴ 陳俊仁，論股東於公司之地位——股東於公開發行公司角色與功能之檢視，成大法學，12 期，2006 年 12 月，頁 185-246。

尤其是在我國公司法 156 條第五項的規定，「股東之出資，除現金外，得以對公司所有之貨幣債權、公司事業所需之財產或技術抵充之；其抵充之數額需經董事會決議。」從條文中可窺知立法意圖認為，上市公司在以發行新股之時，部分股東出資之方式，作為受讓他公司股份之對價情況下，只要董事會通過即可，其他股東無置喙餘地。且若遇到為求讓公司籌措資金更有彈性，公司發行「無票面金額股」之情形，不會有溢價或折價發行的問題，董事會可以自行決定合理之發行價格。不僅使人思考，當公司併購的態樣不斷推陳出新時，若以換股為名目，而以併購為實時，若股東權益影響與變動如此鉅大的事情，卻只要董事會決議即可，對股東投資人的保護是否不夠周全？

畢竟目標公司股東，總是會心生憂慮，擔心若收購公司於併購完成後，恐非出自於用心經營目標公司之主觀意圖，其真正目的乃係為兼併同業、消除市場競爭，甚至掏空或變賣目標公司資產，對股東形成不當應賣的壓力，此情形自然是嚴重了侵害目標公司之股東權益，有鑑於對於目標公司股東權益之保障，故有學者認為，應強化融資併購後下市交易之資訊揭露義務，並建構損害賠償機制；或者對於目標公司股東所持有股價之收買價格，一定得符合「公平價格」之範圍內之標準⁴⁵。

第三款 免於壓迫原則之討論

對公司股東而言，於併購行為中，若併購所生之利益（premium），能為股東行使剩餘請求權（residual right），所享有對雙方股東皆是有利的，債權人之債權在法制保護下，或經由雙方契約約定，由未來控制公司承擔或實現其債權，就債權人債權滿足相對是較高的。然而，併購行為的決定者評估不確實，對併購公司恐有額外的法律成本、交易成本與外部成本的承擔，最後恐未得其利先受其害。收購公司股東亦有若不幸併購了資產結構不良、營運體制結構不完善的目標公司，將造成日後拖垮公司整體營運，產能下滑之不利影響之顧慮。而在目標公司方面，尤其在敵意

⁴⁵ 游啟璋，股份收買請求權的股東退場與監控機制，月旦法學，128 期，2006 年 1 月，頁 53-68。

併購之情形，併購攻勢對目標公司而言往往是強迫性的，被併購的目標公司從經營層到整體員工，有時須可能造成目標公司的分裂與混亂，長遠而言反倒損及目標公司股東之利益⁴⁶。

第二節 敵意併購之定義

第一項 敵意併購與善意併購之差異－合意基礎之討論

併購之類別，以併購雙方彼此間，是否達成併購協議而論，可大別為合意併購及非合意併購。若併購者與目標公司皆有彼此併購之主觀意願，自會以合意方式，積極推動協議妥協出一套併購之模式與條件等，此即所謂「合意併購」或稱「善意併購」(friendly takeover)。相對而言，非合意併購，乃指未經要約之併購(unsolicited tender offer)，要約者以現金、有價證券、其他對價，或以任何前述兩種以上財產為標的購買下，導致公司控制權變更者，即為本文討論之重心－敵意併購(hostile tender offer)，學理上又有稱為「惡意收購(hostile takeover)」、「強制收購」⁴⁷。

敵意併購，指收購公司在未經目標公司董事會允許下，而大規模掌控股權，或在「公司派股東」不同意的情況下，所逕自進行的股份轉換收購活動。但凡公司當權派抗拒，而採用各種攻防策略，以阻止收購行為完成，即為敵意併購之反制行為。因非合意併購通常勢必引起被併購方之抵抗或反擊，故而雙方強烈的對抗性是敵意併購的基本特點；在此一攻一防的對壘過程中，則在商業與法律交錯之領域中，更發展出敵意併購與多樣化防禦措施與討論⁴⁸。

⁴⁶ 王藏偉，公開收購有價證券之制度及運作淺析，證券暨期貨月刊，23卷第七期，頁9。

⁴⁷ 黃慧嫻，公開收購活動涉及之法律問題淺析－以美國及歐盟對於敵意收購之制約為例，科技法律透析，15卷1期，2003年1月，頁19-24。

⁴⁸ 王文字，非合意併購的政策與法制－以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，125期，2005年10月，頁156。

第二項 敵意併購發動方之併購與掠奪動機

現代股份公司股票可以自由轉讓的制度和股權分散、所有權和控制權相分離的特點為敵意收購的發生提供了前提條件。而進攻企業從事敵意購併之動機，主要在追求「綜效（Synergy）」，指將兩個或多個不同的事業、活動或過程結合在一起所創造出來的整體價值，是否會大於結合前個別價值之和的概念。其中的綜效內容與目標態樣略可分為：一、財務綜效：即在購併後降低資本募集成本、增加現金流量、分散財務風險。二、為管理綜效：主併公司可以移轉管理能力至目標公司，提升管理效能。三、為營運綜效：購併後可共享資源、相互移轉技術、整合產品線或分擔固定成本。四、為追求時效：迅速擴展市場，節省時間。

且敵意併購發動方，不僅能收獲綜效外，由存續或新設公司扣除節稅，更能基於稅賦考慮而獲利。合併消滅公司的決算虧損，可於虧損發生次一年度起5年內由存續或新設公司扣除。首先由於目標公司一般本身管理層經營不善，使得處於虧損，在併購後與收購公司盈虧互抵，可減少稅額。第二，在購併後辦理資產重估，提高折舊費用，減少原有公司稅額。第三，購併後因目標公司原有之虧損，使得發動攻擊之收購公司因而增加舉債，享有「稅盾」之保護。最後，發動攻擊之收購公司，由於帳目年報上之虧損，得以不發放現金股利，即股東須繳所得稅，而更能在避稅之同時，從事擴張公司規模之購併行為⁴⁹。

第三項 敵意併購發動方之管理層自治與企業風險評估分析

敵意併購的主要發動原因，在於主併者認為目標公司股價被低估而不自知，故而主併者基於潛在利益，逢低進場進行購併；這種情況被學理為「坐在金礦上

⁴⁹ 許杏宜，敵意併購之防禦：從日月光敵意併購矽品談起，會計研究月刊，360期，2015年11月，頁90-97。

(Sitting on the gold mine)」，故而不得不罔顧目標公司經營層之意願，主動發動攻擊併購行為⁵⁰。

容易成為敵意併購標的，被收購公司盯上之目標公司，其本身公司營運既有存在的特點包含：董監事持股不夠集中，股權的持有較為分散；經營狀況不具效率，例如公司現金過多，未將資金作良好的運用；核心價值沒有完全發揮，而其市場價值被明顯地低估，或不被當地市場認同等，都有可能成為被併購的標的。尤其國內企業與國際其他資本市場中的企業相較，我國企業的价值被低估的情況較為常見⁵¹。

當然不可諱言的，相較於合意併購時雙方已就收購條件充分溝通協議過；非合意併購者，難以自目標公司經營者手中，取得公司內部實際完整的營運資料，甚至取得目標公司真正的營業秘密，因而在評估公司價值的作業上，無法取得完整的管理層自治與企業風險評估分析，自然會有資訊不足的風險。

第三節 反敵意併購防禦之措施探討

敵意併購案件發生時，雙方的攻防策略常為眾人矚目的焦點。採取防禦措施得讓公司決策者於面對敵意併購時，有一定的裁量判斷空間，得以決定該公司被併購之時間、方法與條件，思索該併購是否對公司有利，對該公司股東而言是有利的，並得以透過防禦的進程中，爭取更多時間，向併購者談判協商更好的價錢，或請其重新提出併購條件，製造出收購公司與目標公司雙贏之結果⁵²。

⁵⁰ 許惠峰、陳昱龍，敵意併購策略適法性暨經濟效益分析—以炎洲敵意併購亞化為例，華岡法粹，2012年7月，53期，頁85-126。

⁵¹ 曾淑瑜，再論公司經營權爭奪之相關法律問題，月旦法學，29期1997年10月，頁73-79。

⁵² 郭大維，我國公開收購制度之探討—兼論英美相關立法例，臺北大學法學論叢，65期，2008年3月，頁89-131。

第一項 各項事前防禦措施概述

在非合意併購中，一旦併購方擇定以非合意手段併購目標公司時，目標公司甚少坐以待斃接受不合理的併購條件，通常將會採取若干方法抵擋併購方收購股份，此即為「事前防禦措施」，即於公司面臨非合意併購威脅前，為避免日後的非合意併購，事先於章程規定或以契約訂定所採取必要的防禦手段⁵³。

第二項 毒藥丸措施

毒藥丸策略（poison pills），為一種事前防禦敵意併購之策略，亦被稱為「股東權利計畫（shareholder rights plan）」，或「股東權利保護協議（Shareholder Protection Rights Agreements）」亦稱「認股權計畫（Share Purchase Rights Plans）」、或稱「股權攤薄反收購措施」，係指公司採取以董事會決議，給予股東認股權，在發行具有權益證券性質之有價證券予股東時，於特定觸發條件發生時，使附帶特殊權力的某種證券，當敵意併購者，依各國不同規定，持有股份達一定比例，例如 5%至 30%以上時，發生非合意敵意併購時，股東即有權得以指定價格行使認購權，使收購者的成本大幅提高。

或者可發行可轉換特別股換普通股之辦法，以稀釋股權、賤賣股票，被併購公司的股東，可以便宜的價格購買公司臨時增發的新股，提高收購難度，但併購者本身卻無法如法炮製，這樣便可稀釋原來的股票，讓收購者失去興趣⁵⁴。

此策略乃是企業在事前，即在自家公司章程中規定，用以對抗尚未出現之未來、或已出現的惡意購併者，即企業採取的防衛措施；其目的在於稀釋股權並膨脹股數，使非合意併購者難以遂行其併購目的。因相關措施均著重於增加，併購成本

⁵³ 葉秋英、吳志光，論企業併購法下收購類型之適用，月旦法學，94期，2005年3月，頁226-237。

⁵⁴ 閔遠青，略探反收購措施之毒丸計劃，消費導刊，2010年，2期，頁23-26。

以降低併購意願，有如讓敵意併購發動者，吞下毒藥丸而自食其果，故取名為毒藥丸策略⁵⁵。

本毒藥丸策略之類型，主要有表決權型毒藥丸及財務型毒藥丸，以及其衍生型態，如可轉換特別股毒藥丸、認股權毒藥丸等，而後者又可分為對外認股權毒藥丸、對內認股權毒藥丸及債性毒藥丸等，除此之外，實務界為加強毒藥丸之「藥性與解毒困難度」，又發展出各類具有不同毒性的藥丸，如永久型毒藥丸、長效型毒藥丸及附認股權公司債毒藥丸等⁵⁶。

第三項 驅鯊條款

此亦為一種事前防禦策略。所謂的驅鯊條款策略（Shark Repellent），又稱箭豬條款（Porcupine Provision）、反接管修正（Anti-takeover amendment）。亦即指目標公司以修改章程之方式，例如：多數累積投票表決權制、保障公平價格，或制訂限制目標公司股份回購、與出價人進行併購交易條款，或使收購人難以打擊目標公司董事成員、需經董事會超級多數決、不同投票權股份、分期分組董事會改選（Staggered Election of Directors）、減少累積投票權（Reduction in Cumulative Voting Rights）等條款，等等於章程中訂立限制條款⁵⁷。

以此等方式，以增加併購者之困難度之正式的反敵意併購接管手段，使那些沒有經過目標公司董事會同意的收購企圖，難以實現，或不具可行性的反收購條款。具體的反敵意併購攻防執行情況則例如：提高股東之同意比例，由於依據公司法第175條規定，一般公司一項決議三分之一出席股東的投票就可以通過，可以透過章程

⁵⁵ 黃銘傑，我國公司法制關於敵意併購與防衛措施規範之現狀與未來，月旦法學，129期，2006年2月，頁134-160。

⁵⁶ 孫媛，毒丸計劃法律問題研究，對外經濟貿易大學法律碩士論文，2007年，頁55-62。

⁵⁷ 余文君，我國目標公司管理層反收購策略研究，江西財經大學法律學系碩士論文，2004年9月，頁22-28。

修改把這一股東出席比例，提高到股份總數三分之二甚至 90%股東出席，方可通過收購行為，以防止被收購⁵⁸。

在詳細類型分類上，則有包括以提高股東會對公司進行合併、重大資產買賣等併購案之承認決議門檻的「超級多數決條款」（Super-majority Provision）；有將公司董事加以分組，讓每組董事任期屆滿之期間相互錯開，於是就算特定併購者能順利進行敵意併購，亦無法立刻掌握目標公司之董事會、控制公司經營權的「反綠色郵件條款」（Anti-greenmail Provision）、許多公司通常都以修改公司章程方式，制訂了反綠色郵件條款⁵⁹。

綠色郵件，又稱「支付贖金」，指併購者在買下公司相當數量之股份後，主動發函給公司，或者通過私下協商目標公司，要求目標公司用高價、溢價回收買回大量股份；並要求併購公司簽署「凍結條款（Standstill Agreement），保證在未來某一段期間內，不可以再購入公司股票。有的條款還規定，如果一個股東持有的股份超過特定比例，公司回購他的股票必須經股東表決通過⁶⁰。

驅鯊條款具有克服管理層短視、保持公司經營的連續性、為股東謀取更高溢價收益等積極作用，但同時也產生一定的負面影響，其容易被目標公司管理層為鞏固自身權益，利用為自身謀取私利，削弱收購制度對目標公司經營者行為的監督，增加收購成本，造成社會資源的浪費，卻造成公司未來永久損害之可能，故而當目標公司動用了驅鯊條款策略，則相關主管機關與股東會，則更應監督完善董事們，是否善盡期忠實義務、注意義務、商業判斷規則等相關規定⁶¹。

⁵⁸ 許守銘，從公司治理觀點論敵意併購及其防禦方式之法律問題研究——以台灣、新加坡及香港相關法令為中心，政治大學法學院碩士在職專班學位論文，2007年1月，頁11-18。

⁵⁹ 關西彬，抵債式股份回購的特點及其法律障礙，商業研究期刊，2004年10期，2004年7月，頁153-155。

⁶⁰ 中華經濟與金融協會、台灣併購與私募股權協會、林建甫，企業併購的第一堂課：國內外企業併購實務作法及改善建議，洪圖出版公司，2016年3月，頁118-120。

⁶¹ 王莉，交錯董事會制度在我國的合法性與功能分析，北京工業大學學報（社會科學版），2015年2期，2015年4月，頁50-57。

綜上毒藥丸與趨鯊策略在兩岸公司法之實務觀察，《公司法》屬於私法，是調整私人利益關係的法律，因此具有一定任意性，而《公司法》又是商法，公司活動不但涉及公司內部利益，更涉及公司之外的他人利益，因此又具有強制性。即《公司法》包括強制性規範和任意性規範。公司章程作為《公司法》的細化和補充，《公司法》的任意性規則，才是公司自治可以施展拳腳的地方，而對《公司法》強制性規則，只能遵守或細化，不能擅自增添公司經營不必要之成本。

基於《公司法》此等同時具有任意性與強制性之特質，故而公司以修改章程之方式，規定公司在被惡意收購時，來特別預先保障管理層之私有權益；若當驅鯊條款在我國或者中國之上市公司章程訂定時被列入，使得公司管理層在得以在當不存在「違規違法及不具備任職條件」的情形下被提前解除職務時，依照趨鯊條款章程規定，應按其稅前薪酬總額的數倍給付一次性賠償金，除此之外還須並按中國《勞動合同法》或我國《勞基法》另行支付經濟補償或賠償金，則那就很容易導致內部人慷股東之慨管理層自肥的現象。

第四項 黃金降落傘條款

所謂的黃金降落傘（Golden Parachute）條款，乃一種事前防禦敵意併購的策略，為一種重建防禦策略（Restructuring Defense）之不利於收購之合約，是按照對高階經理人的聘用契約中，公司控制權變動條款，對高層管理人員進行補償的規定，護送經營層安然降落，在美國敵意併購實務上，此筆因黃金降落傘產生的巨額安置補償費用，此一契約將增加併購者之財政負擔，這種讓收購者在收購後不得不「大出血」的增加一筆巨額開支策略，則可構成敵意收購的壁壘，讓入主的一方即使取得經營權，但仍然只拿到一個空殼⁶²。

⁶² 張心悌，公開發行公司高階經理人報酬決定與監督之研究，臺北大學法學論叢，58期，2006年6月，頁1-42。

當公司被併購接管、一方面可使其高層管理者被解職時，可一次性領到巨額的退休金、股票期權、一次性的獎金、股票選擇權收入或額外津貼，利用重組資產、負債及權益方式，降低敵意併購者之併購意願；一方面許多公開發行公司，則援用此措施以吸引具備長才之高階經理人，藉此留住人才，因為在公司被併購之後，原本的高階主管很難繼續保有實權，往往被迫辭職，讓使得高階主管離職時可獲大筆股權或現金，在併購的變動中平穩過渡，而生計得以保障⁶³。

第五項 白馬騎士條款

白馬騎士策略（White Knight），亦為一種事後的對抗敵意併購之策略。本策略來自賽局理論中，對於多方互動競爭下的策略選擇，為反制收購，尋找白馬騎士的基本精神是「寧給友邦，不予外賊」。被併購公司經營者另尋其他對自己較為友好之第三人，即另外尋求其他投資者，以較高價格或較優惠條件一起競爭收購股票，以角逐經營權，對其提出併購自己公司之提案，成為該公司之關係企業或子公司，增加對手成本及收購難度，使併購者提高收購價格或知難而退。或是讓其對手即使完成收購亦無法超越這位白衣騎士，既然已經無法達成策略性目的，例如日後得以成為公司最大股東等誘因，對方只能打退堂鼓放棄敵意併購⁶⁴。

此一空降之第三救援者，可以是過往與目標公司具良好友好關係的其他企業，亦可以是與公司現任經營團隊友好的大股東及特定人士。此策略之缺點在於，一旦目標公司與該白馬騎士間關係生變，或在經營權限分配不均之狀況，最終使得公司之經營權大權旁落，而無法如同初衷般獲得確保，產生「前門拒虎，後門進狼」的進退兩難險境。但即便如此，雖然此一防衛措施會導致自己公司，喪失獨立性之風險，但通常該友好第三人多會提示較為有利之併購條件、或允諾現任經營者及員

⁶³ 林國彬，敵意併購防禦措施之研究--黃金降落傘，萬國法律，152期，2007年4月，頁9-25。

⁶⁴ 黃亞鈞、朱協，資產重組與併購，五南圖書出版，2002年11月，頁142。

工，於併購後依舊可繼續留任，使得經營者因而有尋覓白馬騎士救助以攻防之誘因⁶⁵。

第六項 焦土戰術

在所有事後的對抗敵意併購防禦措施中，採取焦土政策（Scorched Earth Tactics）為最激烈之兩敗俱傷、不得已而為之的一種方式，當目標公司在遇到收購襲擊而無力反擊時堅壁清野，「寧為玉碎，不為瓦全」，這樣的方式等於是斷肢自殘的方式自保。「焦土」的原意，指在敵人攻城之時，於城破之前，燒壞自己的農作物，來摧毀敵人的食物來源，而運用到敵意併購之攻防時，亦是此相同概念。

因公司除了把最有價值之王冠上的寶石（crown jewel）——即處分掉公司最具特殊價值的資產，它可能是某個子公司、分公司或某個部門，可能是某項資產，將之給予非併購者之其他公司或個人，亦可能把公司其他之營業權、營業許可、科技技術、品牌價值、專利權、營業權、部門、關鍵人才、Know-how 之營業技術秘密等等資產逐項出售、移轉，或抵押出去，甚或惡化公司的經營業績、產生固定現金流量、發放高額股利或大量舉債，這個固定現金流量，對於常需要高度槓桿併購（Leveraged Buyout；LBO）的融資有幫助，此方式是由收購者以目標公司未來現金流量作為依據，向金融機構取得大量貸款，而據以向目標公司股東收購全數或部分的股權，再將目標公司合併的一種併購方式；相對的，使用焦土策略的目標公司管理階層，則以增加槓桿或減少現金流量，來反制併購，使目標公司的魅力下降，讓併購者望之卻步⁶⁶。

若併購者發動攻擊之初衷誘因，乃係為了將目標公司所具有的特殊資源納為已有，或為了自身公司槓桿融資目的，而發動敵意併購，則焦土政策將使目標公司之價值，大幅減損則併購者併購目標公司之意願亦逐漸下降；但若目標公司的經營，

⁶⁵ 莊蕎安，攻防戰之守方政策，會計研究月刊，第 254 期，2007 年 1 月，頁 40。

⁶⁶ 曲冬梅，目標公司反收購的法律規制，法學論壇，2004 年 2 期，2004 年 7 月，頁 60-66。

決定使用焦土政策，造成玉石俱焚的結果，自然是會對對該目標公司的投資股東大眾產生不利的結果⁶⁷。

第四節 小結

在中國，自 80 年代後，隨著改革開放的逐漸深入，各行各業經濟均在飛速發展，公司的數量與規模日趨龐大，股權結構因而變化迅速，市場投資人對上市公司控制權以及上市公司「殼」資源的爭奪如火如荼。在層出不窮的敵意收購和反收購防禦措施攻防中，廣大小股東的利益，公司體制和資本市場的金融秩序，都受到很大的影響⁶⁸。

立法政策上既不反對企業併購，即不應放任目標公司董事會任意採行抵制措施，以致降低併購案成功之機率，同時，為保障目標公司之股東，亦不應容許董事會為自己之利益，任意採行無節制、無底線，甚至傷害公司營運資本的抵制攻防，例如採取焦土策略等幾盡摧毀自身公司營運基礎之敵意攻防措施，而侵害股東之權益。因此考量股東權益之確保及避免防禦錯失之濫用，使合理之併購行動無法遂行，本文認為仍應對目標公司之防衛措施之界線，予以適當之規範，以健全兩岸上市公司併購市場之發展。

雖然敵意併購與防衛措施本身並無絕對好壞之分，因為當一家上市公司的經營團隊持股不高卻又表現不盡人意的時候，任何股東或新的經營團隊都有權利以合法的市場機制嘗試取代原團隊，此舉不但符合股東利益最大化的公司治理原則，同時也是一家企業在公開發行市場本應面對的考驗，所以敵意併購在國外是較為常見且

⁶⁷ 陳昱龍，敵意併購策略適法性及經濟效益之研究，中國文化大學法學院法律學系碩士論文，2012 年 7 月，頁 82。

⁶⁸ 趙尚鳴，上市公司並購重組財務風險及應對措施探討，經貿實踐期刊，2018 年 13 期，2018 年 7 月，頁 128-129。

被中性看待的，不似在兩岸，常被主管機關或社會大眾冠上較為負面的觀感，故而敵意併購本身，應不能一概肯定或否定其價值⁶⁹。

惟無論如何未來併購市場會繼續蓬勃發展，或者受全球經濟市場動盪而停滯，於法理上仍應以維護廣大小股東權益為優先保護，並平衡考量相關當事人之利益，且由於敵意併購制度，對於併購者及目標公司之權益影響重大，因此應上升至法律層次規範，將公司併購後對股東權益規範加以法律保留，較為適宜；敵意併購和隨之而來的反併購防禦活動日漸增加，對資本市場產生越來越大的影響，迫切需要相關法律制度的建立和完善，而中國相關立法在 80 年代改革開放後，方才陸續增訂；與當今中國飛速發展的經濟市場相比，目前中國的立法行為明顯已屬滯後立法，當前中國《公司法》、《證券法》中對反敵意併購攻防並沒有專門作出規定，《上市公司收購管理辦法》與《上市公司股東持股變動信息披露管理辦法》規定的制度也過於簡單和籠統⁷⁰。

故而本文立場，乃認為兩岸之公司併購立法，應體現三項原則為立法精神目標：保護投資人利益原則、反市場壟斷原則、兼顧社會利益原則，在目標公司面對敵意併購防禦的過程中，應注重維護少數股東的利益，構築司法救濟體系，保護公司和股東的合法權益。而這三項精神，將於下列章節中之學理、立法例與實務案件中詳細再更詳述之。

⁶⁹ 劉孟俊，近年中國大陸全球大型併購之趨勢及意涵，經濟前瞻期刊，169 期，2017 年 1 月，頁 56-61。

⁷⁰ 胡鴻高、趙麗梅，論目標公司反收購行為的決定權及其規制，中國法學期刊，2 期，2001 年，頁 38-42。

第三章 中國反敵意併購之防禦措施概述

第一節 中國企業併購之所涉及相關法律規範

上章所論述之各項併購和反敵意併購鬥爭之策略，包含如事前修改公司章程以防禦、使用驅鯊條款、毒藥丸措施、黃金降落傘戰略、邀請白馬騎士第三方進入戰局、使用焦土戰術如以資產收購和資產剝離，等等諸項反併購措施，已在西方尤其是美國商業界，經歷了長期市場運作，在半世紀上市公司間反敵意併購活動中，已證明上章所敘述之數項措施，在防禦上具有重要的實踐價值。

在世界各國加強對反併購立法、以安定市場交易秩序的同時，中國相關立法對反敵意併購條款，尚未有專法明確規定，亦少有對上市公司的反敵意併購行為進行規制⁷¹。從中國目前的官方政策觀察來看，似是認為上市公司彼此間的併購或收購行為，就目標公司而言，有利於改善目標公司的管理效率；就整體市場而言，公司間的併購則得以促進行業整合和產業升級，有利於資源的重新配置，進一步發揮資本市場併購重組的功能⁷²。部分市場上的股民也認為，在企業併購與反併購的攻防期間，可以獲得較高的股票溢價。

但是不能否認地，在上市公司間的併購和反併購的較量之間，主管機關為維持金融交易市場的安定秩序，為推進併購重組監管和審核工作，仍應適當的存在著法律應該規制的空間⁷³，以下列舉數項重要中國法體制中，與敵意併購攻防相關之法規範。

⁷¹ 陳豪，敵意併購中目標企業的預防性反併購措施綜述，中國電子商務，5期，2014年5月，頁278。

⁷² 中國證券監督管理委員會，《上市公司併購重組專家諮詢委員會工作規則》，2012年2月6日證監會公告〔2012〕2號。

⁷³ 苗慧丹，上市公司的反收購，法制博覽，2016年19期，2016年7月，頁282。

第一項 中國《證券交易法》中之相關規定

在中國，就行政與立法機關而言，上市公司間的併購與收購行為，乃作為實現社會資源優化配置、提高公司管理層競爭力、實現規模經濟的有效經濟手段，而受到現行政策與法律制度的肯定與鼓勵⁷⁴。但目前中國法學界對併購、收購、兼併、合併等概念的含義界定眾說紛紜；且在法規範體系上，由於上市公司的收購兼併，涉及到調整與規範公司治理行為與股票的買賣收購，通常不是單一法律或法規即足以將企業併購的全部內容囊括其中，往往需要幾部或十幾部相關周邊法規或條例、行政規範與相關函釋，來對公司的收購兼併內容，做出具體相應規範⁷⁵。

從中國涉及上市公司收購兼併之法規範體系的制訂實踐觀察，其經歷了跨越數十年逐步完善與發展的多個階段，1998 年的證券法和 1999 年的公司法，經全國人大常委會通過的兩個大法制，終於在經過了六、七年無數草案的反覆修改後修訂完畢，為上市公司收購兼併提供了重要的法律基礎⁷⁶。

就併購規範立法最具代表性者，乃中華人民共和國《證券法》第四章的 17 個條款，僅對市場上收購上市公司進行了規定，其中只對上市公司收購的一般規則、要約收購和協議收購的主要程序，做出簡要規定。根據該《證券法》第七十八條的規定，上市公司收購的方式有兩種：協議收購與要約收購。協議收購為善意收購，故此不多加細述。而要約收購是指收購者，或可稱目標公司的投資者，以取得某一份份公司的控股權為目的，在有價證券市場之外，以特定的價格向該公司的全體股東發出要約，購買其全部或者部分股份的行為⁷⁷。

而敵意併購的發動，在收購類型上通常屬於「全面收購」，而「非部分收購」。全面收購，是指收購目標公司的總發行股份數、或不規定收購的股份數量，

⁷⁴ 李娜、劉高峰，敵意併購財務績效評價體系研究，合作經濟與科技，24 期，2008 年 7 月，頁 78-79。

⁷⁵ 郭洪濤，淺析我國反收購制度，法制與社會 2008 年 2 期，2008 年 7 月，頁 118。

⁷⁶ 王珍，論我國上市公司抵制敵意併購的措施，經濟師，9 期，2003 年 7 月，頁 117-118。

⁷⁷ 房文治，上市公司收購制度中的有關問題，時代經貿期刊，2012 年 35 期，2012 年 8 月，頁 192。

受法律推定一定比例則認為其屬全面收購，收購者必須依要約條件，購買全部受要約人承諾的股票。可知部分收購的目的在於取得目標公司的相對控股權，屬於控股式收購，而全面收購的目的則在於兼併目標公司，屬於是兼併式收購，「全面收購」方為本文討論之核心。

全面收購除目標公司經營層本身，亦自願接受並進行協商併購條件者外，多數屬於強制收購，即本文所主要論述的敵意併購。依照中國《證券法》第 81 條規定，「通過證券交易所的證券交易，投資者持有一個上市公司已發行的股份的 30%時，繼續進行收購的，應當依法向該上市公司所有股東發出收購要約」，即可知當收購人持有目標公司股份達一定比例時，投資者強制義務則因焉產生，法律對全面收購強制規範了「持有一個上市公司已發行股份的百分之三十」這一法定義務外，還必須要有在 30%的持有股份之上，再行「繼續進行收購」的意願，這在一定程度上可看出中國《證券法》立法，在尊重了投資者自身的意願、與目標公司被收購的意願間，以「股份的 30%」找到一個平衡點⁷⁸。

並且在同條第二款規定：「以協議方式收購上市公司時，達成協議後，收購人必須在三日內將該收購協議向國務院監督管理機構及證券交易所做出書面報告，並予公告。」與第三款規定：「在未做出公告前不得履行收購協議。」做出此強制申報義務的課予，可知中央主管機關對於大規模、超過股份的 30%的收購行為，要求收購方對政府主管交關，報告其收購意圖、持股比例、談判內容等相關信息進行披露，可見中國《證券法》當初在 20 世紀末期，改革開放的需求與呼聲下，其在立法仍兼顧有照顧中小股東權益，而要求消息批露之義務⁷⁹。

中國《證券法》證券法是大陸第一部證券法典，其實施予公布，對改善證券市場投資環境，保持證券市場持續穩定健康發展，的確做出了劃時代意義的實質貢

⁷⁸ 戚務君、廖益均、林嬋娟，我國企業盈餘穩健特性之研究，會計學報，1 卷 1 期（2008/11），1-27。

⁷⁹ 李耀華、崔黎娜，論我國上市公司併購的法律解讀，科技信息期刊，22 期，2008 年 7 月，頁 624-632。

獻。該法之所以就外部收購股份行為，樹立了這種持續性信息公開制度，強制規範大股東全面要約收購的義務，主要是為了保護中小股東資訊透明的利益⁸⁰。當投資者已經持有某公司之 30%的股份時，於法於公司結構而言，已可推定該名投資者在實質上已獲得此目標公司之經營控制權；如若此時，於法並無就大股東全面要約收購之義務予以規範，且給予小股東足以出售股票的機會與考慮時間，大股東恐將憑借其控股地位，損害其他中小股東的利益，故而特以法律明文，就強制要約收購予以規範，以樹立證券市場上法規的權威性和嚴肅性⁸¹。

第二項 中國《公司法》之相關規定

在中國政府長期以來，因其仍堅持社會主義路線，為政策實行的最高指導方針，以社會主義式的計劃經濟，為主要經濟活動及組織運作之指導基礎。20 世紀末期，中國順應改革開放的風潮，開始開放了私有財產自治精神為導向的私經濟體制，1999 年《公司法》立法後，該法乃為關於公司章程、股份有限公司章程的最基本大法，是規制上市公司章程的直接依據，對此，上市公司應當予以遵守，否則公司的運作、以及其章程的效力會存在相應的瑕疵⁸²。

在 1999 年《公司法》立法之前，公司股份的外部收購概念，在中國法學界與金融實務操作上，一般所為人熟知的類似概念是兼併與合併這兩個詞的合稱，即來自英文的金融術語 M&A (Merger and Acquisition)。在中國《公司法》第 184 條規定，公司間的合併，可以採取吸收合併和新設合併兩種形式。所謂吸收合併，是指在兩個或兩個以上的公司合併中，其中的優勢公司因吸收了其它公司，而成為存續公司

⁸⁰ 李忠平，試析購併新政對證券市場利益格局的影響，全國商情理論研究，7 期，2009 年 7 月，頁 125-126。

⁸¹ 朱傳峰，論上市公司收購的法律特徵，消費導刊，21 期，2011 年 7 月，頁 111-112。

⁸² 王煦祺，中國大陸股權分置與上市公司併購之研究，台灣金融財務季刊，8 卷 2 期，2007 年 6 月，頁 81-114。

的合併形式。本文主要討論的敵意併購，自然屬於吸收合併之種類範疇之內，而非屬新設合併⁸³。

中國《證券法》與《公司法》在 20 世紀末期，為因應中國證券暨經濟市場迫切需要，而同時立法，該二法作為中國大陸第一次按照國際通行規則立法，而非本於社會主義之共產立國精神，並由其立法機關「全國人大常委會」自行起草，而非先經由政府部門草擬的法律，故而可知該二法本身的重要性即備受矚目，且該二法之間彼此相互搭配呼應，尤其是在公司法修訂時，將原規定證券上市條件等證券法律規範剝離出去，並納入證券法中，以實現公司法與證券法的協調性，有助於金融交易市場穩健運作⁸⁴。

誠如上述在中國《證券法》第 81 條，作出外部收購股份以「股份的 30%」，作為向中央主管機關強制報告義務之標準，於中國《公司法》第 152 條亦有類似之規範，所以當外部之收購行為，使得目標公司股東人數，低於上市所需要的法定人數時，或者收購人持有目標公司已發行股份總數 75%以上時，原有的目標公司將喪失上市資格，其股票應當在證券交易所終止交易，而自是在《公司法》架構下，完成了原有公司存在消滅，而完成了全部收購之程序。

另外，由於目標公司對於外部的反收購防禦策略，涉及的重大公司治理問題，本質上都屬於公司法人內部治理結構的問題，《公司法》中關於公司治理的規範尤其是強制性規範，都是實施反收購行為時所應當遵守的⁸⁵。

第三項 中國《上市公司章程指引》之相關規定

⁸³ 元同進、呂秀紅，基於中國公司並購價值評估的分析，經濟研究導刊，2012 年 19 期，2012 年 7 月，頁 63-65。

⁸⁴ 鄭彥，上市公司收購法律制度研究：歷史、現狀、問題及變革，證券法苑，2 期，2013 年 5 月，頁 780-818。

⁸⁵ 張鳳翔，論上市公司要約收購制度的完善——以愛建集團要約收購案為視角，證券法苑，1 期，2018 年 8 月，頁 266-279。

在中國企業收購法律層面上，中國《證券法》和《公司法》，無疑是規範證券市場和上市公司行為的基本大法。此外，中國國務院根據《公司法》、《證券法》等法律的授權，對上市公司有關問題另行規定所形成的行政法規，在效力上僅次於法律⁸⁶。

1997年12月16日中國證監會發布《上市公司章程指引》，2006年根據新《公司法》和《證券法》的規定，中國證監會對《上市公司章程指引》進行了修訂。根據要求，該《章程指引》規定的是上市公司章程的基本內容，在不違反法律、法規的前提下，上市公司可以根據具體情況，在其章程中增加適合本公司實際需要的其他內容。上市公司應當根據該指引的要求，對其公司章程作出相應修改，此一規定乃是對針對中國境內上市公司章程，進行規制最為直接的規範性文件⁸⁷。

第四項 中國《上市公司收購管理辦法》之相關規定

中國股市於初始成立時之制度，採「上市公司股權分置制」，意指一家上市公司發行的股票中，分成「非流通股」與「流通股」，所謂非流通股乃指，包括國家股，法人股等等，不能自由在交易所公開買賣流通⁸⁸。2005年4月末國務院開始著手改善這種股市市場分裂情況，而著手推動股權分置改革，直至2009年6月19日，中國國務院宣布在境內證券市場，開始實施國有股轉持政策，從而達到所有中國股市的股票，全部是同股同權同價的流通股—亦即一般所謂的普通股，而這樣的政策轉向，被簡稱為「全流通」。故而中國過往在這種股權分置制度背景下，使得公司外的他方併購行為難以進行，敵意併購的案例自然在公司營運中比例極小⁸⁹。

⁸⁶ 賈新民、戴娟萍，上市公司控制權爭奪的途徑與方式研究，商業經濟研究，6期，2008年7月，頁78-81。

⁸⁷ 李新華，上市公司收購期間的股東權保護，WTO經濟導刊，12期，2007年7月，頁92-94。

⁸⁸ 陳章波，全流通的治理效應研究，現代管理科學，5期，2006年7月，頁118-119。

⁸⁹ 朱蕾，全流通對上市公司的影響，現代商業，2010卷10C期，2010年10月，頁113-114。

但隨著從 2005 年開始的股權分置改革，逐步推進，在全流通背景下，敵意併購與目標公司反併購的市場地位，自然是逐年攀升。中國證券監督管理委員會於 2006 年 8 月 2 日發布、並於同年 9 月 1 日實施的《上市公司收購管理辦法》（以下簡稱《收購辦法》，乃係對 2002 年發布的《上市公司收購管理辦法》的修訂），已對強制性全面要約收購制度作了重大修訂⁹⁰。

《收購辦法》主要在保護投資者權益、保護被收購公司的權益、顧及收購人的權益、強調誠信義務，及被收購公司董事會和獨立董事的義務與作用等方面，有重要的進展。該辦法明確規定企業收購人，既可實施全面要約收購、也可實施部分要約收購，還規定部分要約收購可兼採現金、證券方式，只有全面要約收購才必須提供現金選擇。該修訂大大降低了上市公司收購人的收購成本，在全流通背景下，使企業收購成功的可能性大為提高⁹¹。

但中國證券監督管理委員會是隸屬於國務院的一個部門，所以《收購辦法》只能作為部門規章，法律地位明顯較低。一個完整的收購制度其內容，應包括收購原則、收購類型、收購方式及反收購制度等等。從中國目前規範反收購行為的立法現狀來看，此一《收購辦法》中也主要是要求目標公司董事會和大股東，及時向證監會、廣大小股東進行信息披露，而對反收購條款的規範、和司法救濟制度的完善，都沒有具體的規定⁹²；既然法規並無具體立法，故而於下節將論述目標公司如何「自救」，探討中國上市公司當在反敵意併購的攻防中，其如何透過對自家公司章程運作，而做為敵意併購攻勢下的防禦策略。

⁹⁰ 陳暉，淺談公司併購重組中的法律監管問題，知識經濟，24 期，2011 年 7 月，頁 17。

⁹¹ 杜曉榮、李娜，敵意併購能否改善企業的財務績效，經濟導刊，6 期，2007 年 7 月，頁 72-73。

⁹² 黃芸，淺析《上市公司收購管理辦法》，法制與社會，5 期，2009 年 7 月，頁 349-350。

第二節 中國上市公司反敵意併購中防禦策略下之章程運用

綜上節討論可知，由於中國法體制目前就上市公司間的反敵意併購防禦，並無特別立一專法予以規範，若干上市公司採用的反併購條款予以防禦，恐在實踐上將存在許多問題，或規定不當、或違反法律。

基於私法自治原則，每個上公司的自家章程，即是該公司的憲章性文件，各國公司治理和經營運作，無不通過公司章程得以實現。公司章程存在的特點，決定了其在反敵意併購中的特殊地位與併購條件；在收購戰中，目標公司自將章程作為反敵意併購的重要屏障。一個上市公司若其具有不完備的、開放的章程，將帶給收購方和反收購方太多的變數，故而本節希望在學理研究上，明確討論各種公司章程就反收購條款的制度空間，以便尋求合理的法律規制限度⁹³。

目前，中國反敵意併購實踐中，於公司內部章程運用層面，可實際應用的反併購策略，主要：有超級多數條款、分期分級董事會條款、董事資格限制條款，以及公開要約收購與集中競價收購等分類，本節將對以上反收購條款的適用情況進行詳細分析，以期在下列各章節中的論述與案例中，能更達到充分且系統條理性論述之結果。

第一項分期分級董事會條款

分期分級董事會條款（Staggered Board Provision），也稱為交錯選舉董事會條款，乃為驅鯊條款的一種。其典型做法是在公司章程中規定，董事會以若干組別各自分開，規定每一組自有其不同任期，使每一組的董事任期屆滿時期都各自不同，每年也只有若干組別的董事任期屆滿，而被改選。如此一來，收購人即使控制了目標公司多數股份，由於原本董事會席次任期錯縱坐落，故而新併購之一方，也只能

⁹³ 葛淑瑋，我國上市公司收購問題分析，北方經貿，5期，2009年7月，頁122-124。

在等待數年時間後，才能完全控制董事會席次，此方法實質上對股東選舉董事的權利進行了限制，也減低了其他公司發動敵意併購的意願。如此一來可以極大延緩公司被惡意收購者控制的進程，使得收購人不得不三思而後行，思考計算其在收購後等待期間內，原本投注於收購資金的其他機會成本多寡，從而有利於抵禦敵意收購⁹⁴。

根據中國《公司法》第 109 條之規定，「股份有限公司董事會成員為 5 至 19 人，董事任期由公司章程規定，但每屆任期不得超過 3 年」；「董事長和副董事長，以全體董事的過半數選舉產生」；同法第 115 條第 2 款：「董事在任期屆滿前，股東大會不得無故解除其職務」、，等等規定表明董事任期在 3 年期限內具體由公司章程規定，且公司法並未要求所有董事的任期相同。由此，公司可以實行分期分級董事會制度，以此為反收購措施。

但是，為了起到抵禦敵意收購的功能的分期分級董事會制度，所反映出的公司章程自治，與公司法強制性規定，不應過度干預私經濟體制的邊界問題，投資人可以利用《公司法》第 101 條第三項規定，對分期分級董事會制度進行反制該規定，就持有公司股份 10% 以上的股東請求時，必須在 2 個月內召開臨時股東大會，因此，收購人可請求召開臨時股東大會，通過股東大會首先修改公司章程中關於分期分級董事會制度的規定，然後再改選董事⁹⁵。

為了進一步反制投資人的這種反制行為，公司章程還可設置特定的超級多數條款，規定必須一定比例，例如以 1/3 或過半數比例，要求股東出席股東大會且取得出席會議的超級多數，可於章程中擬出具體比例，如 3/4 超級多數之股東同意，方能修改關於分期分級董事會制度的條款。此外《公司法》第 142 條規定，允許公司股份回購的四種情形，具體運用到敵意併購工放中，說明目標公司可以於章程中規範，通過減資、合併、獎勵員工的方式來回購股份，以達到敵意併購反收購的防禦目的。

⁹⁴ 李婧悅，反收購視野下目標公司管理層的行為規制，學術探索，7 期，2013 年 8 月，頁 56-59。

⁹⁵ 王建文、範健，論我國反收購條款的規限度，河北法學，25 卷 7 期，2007 年 7 月，頁 98 - 102。

但為強調經濟市場上私法自治之精神，該法仍明文該項權力仍然歸於股東大會，這樣的股東權利屬於公司法強制性規定，不允許公司經營層有自治否決的空間，亦不准許股東自身通過公司章程予以放棄⁹⁶。

第二項 董事資格限制條款

董事資格限制條款（restrictions on the qualifications of directors），則是指規定董事的任職條件，非具備某些特定條件者不得擔任公司董事，其大多透過章程，對董事資格作了積極資格、和消極資格兩個方面的限定。積極資格是指董事任職必須具備的條件，如國籍條件、年齡條件、持股條件、身份條件等；董事的消極資格是指不得擔任董事職務的條件和情形，如品行道德條件、兼職條件、競業禁止條件等。如此一來將給收購方，增加選送合適人選，出任公司董事的難度。

董事資格是擔任董事的條件，是決定某人得否進入董事會的前提條件，也是法律為防止在道德或專業上有瑕疵者、或不適任之人，進入董事會濫用董事職權，而確立的預防性制度，中國《公司法》第 147 條第 1 款，對董事的消極資格作了明確規定，限制若干不得擔任董事之資格，但未就董事的積極資格作出規定。然而，雖然法律允許上市公司，在不違背法律的強制性規定、與公序良俗的情況下，得以通過章程，對董事任職資格作進一步的限定；然而公司章程在董事資格之名列限定，仍不能濫用過度，至少在董事資格的限定上，不能明顯違背通常的商業習慣⁹⁷。

依照 2005 年《公司法》，所遵行的加強公司自治的立法精神可知，公司章程在董事資格限制上，應該主要著眼於增進公司治理水平的提升，而非反敵意併購的防

⁹⁶ 汪晶，分期分級董事會條款的法律效力，現代商貿工業，26 期，2017 年 11 月，頁 128-129。

⁹⁷ 焦文成，目標公司反收購策略效果分析，審計與理財，10 期，2006 年 7 月，頁 33 - 34。

禦，不能僅僅為了目標公司企圖進行反敵意收購的攻防，而一概對市場上所有上市公司之董事資格，進行限制⁹⁸。

第三項 超級多數條款的規限制度

超級多數條款（Super-majority Provision），是指在公司章程中規定，公司進行併購、重大資產轉讓或者經營管理權的變更，須以取得超級多數股東同意為前提條件，並且也需要超級多數的股東同意才能生效。該條款一方面增加了公司控制權轉移的難度，有助於防止損害目標公司及股東利益的敵意收購，從而阻礙敵意收購的進行。

公司立法不可能對所有問題一體規定，即使對所有問題都明確規定，也不可能排除公司章程在安排公司事務中的自治作用，這是私法自治和公司自治的應有結論。對於公司法沒有作出明確規定的事宜，公司章程可能自主安排。對於公司章程規定的股東大會和董事會的超級多數決條款，立法不應該進行太多限制，應該讓市場進行選擇。

中國《公司法》於第104條規定了就公司經營重大事項，採取了三分之二以上股東超級多數決的強制規範，但該規範卻顯然，未將反收購條款所規定事項，完全納入特別決議事項之中。故而董事會的超級多數決條款，如果收購方取得控制權後，能夠解聘董事或修改章程，這種限制並達到沒有反制敵意收購的效果⁹⁹。

⁹⁸ 朱慶，上市公司收購防禦決議機制立法模式的反思與重構，學術界，2期，2016年4月，頁205-213。

⁹⁹ 馬磊、王學飛，上市公司重大資產重組中的若干注意事項淺析，中小企業管理與科技，27期，2011年7月，頁104。

第四項 集中競價收購與公開要約收購

集中競價收購，是指在證券交易所，通過集中競價的方式完成的收購。由於集中競價收購以現金為支付方式，所以為了獲得足夠比例的股票，收購方必須實現準備足夠的現金，會使收購方支付很大的收購成本¹⁰⁰。其次，一般在現金出價過程中，會有很大一部分目標公司的股票，為風險套利者所購買，背後可能還夾雜不當套利、圖利、掏空之動機，故此等反制敵意併購之方式，乃在於將風險責任轉嫁至併購發動者手中，其如何利用風險套利者手中所囤積的股票，是決定敵意收購者出價成功與否的關鍵之所在¹⁰¹。

然而上市公司此等公開在證券交易所，以公開競價之方式的收購行為，涉及到多方主體的利益，在這些利益的主體中，目標公司的中小股東常處於不利地位，其利益最易受到損害。在公開要約收購下，中小股東的掌握力，不僅弱於收購公司，也弱於目標公司的大股東。與收購公司相比，首先，中、小股東與收購人的信息不對稱；其次，目標公司的中、小股東缺乏與收購人進行討價還價的能力。

現代公開發行公司，由於股權分散以及在股份自由轉讓原則之運用下，使得股東身份難以恆定，故而在我國公司法規定裡，亦有股票停止過戶期間（record dates）規範。申言之，有關股份有限公司股東股份之轉讓，公司法第 163 條係採所謂股份轉讓自由原則，其股東持有之股份，於公司設立登記後即可自由轉讓，縱其股東兼有公司董事長或監察人之身分，亦同。惟在公開發行股票之公司，倘其董事轉讓其持股超過一定比例時，可涉及公司法第 197 條董事職務當然解任之問題，其董事身分喪失者，則董事長之職務自亦一併解除。

換言之，以某一定期日之股東名簿所載股東為何人，即以該人享有行使表決權或盈餘分配請求權等股東權利，俾圓滿地處理股東與公司間之法律關係。惟董事或監

¹⁰⁰ 趙笑曉，反收購條款與現金持有的研究，經貿實踐，14 期，2018 年 7 月，頁 98-100。

¹⁰¹ 盧文道，上市公司收購中的資本文明與制度保障，證券法苑，1 期，2018 年 8 月，頁 40 - 44。

察人超額轉讓其持股，僅生公司法上董事職務當然解任之效力，非謂其股權移轉之法律行為亦歸於無效，嚴格而言，尚非股權轉讓之效力規定。另就股票轉讓之時點，另公司法第 165 條之設有在閉鎖期間，即股票受讓人不得向公司申請辦理股東名簿記載變更或過戶之規定¹⁰²。

故而對目標公司的中小股東利益的保護應從三方面考慮：首先，得在收購要約發出前，強化收購人的信息披露，對目標公司的中小股東起警示作用；在中國，1993 年 4 月由國務院頒佈的《股票發行與交易管理暫行條例》中，對任何法人直接或間接持有一個上市公司，發行在外的普通股，分別達到 5% 和 30% 時，該法人所負有的書面報告、公告及發出收購要約等義務作出了強制規定，併購方如果違反了證券交易的有關規定，將會自取其果並受懲。

其次，依中國《上市公司收購管理辦法》第 8 條規定，被收購公司董事會針對收購所做出的決策及採取的措施，應當有利於維護公司及其股東的利益，不得濫用職權對收購設置不適當的障礙，不得損害公司及其股東的合法權益。在收購過程中，應重點對收購人收購行為，與目標公司的管理層的反收購行為，進行監控；最後，收購結束後，既要禁止收購人操縱證券價格，又要防止其通過擠出收購，損害目標公司中小股東的利益。畢竟《上市公司收購管理辦法》的反收購規定，必須遵守的首要原則，就是不得侵犯上市公司和股東的合法權益。根據這一原則，章程條款如果限制或者剝奪其他股東的權利、損害被收購公司的利益，將因違法而導致無效¹⁰³。

第三節 敵意併購與刑事罪刑之交錯探討

依照中華人民共和國《證券法》第 3 條規定：「證券的發行、交易活動，必須實行公開、公平、公正的原則。」此一規定使公開原則，正式成為證券法的立法和執

¹⁰² 臺北市政府法規委員會，臺北市政府法規委員會 95 年 8 月 7 日北市法二字第 09532054100 號函

¹⁰³ 馬羿，我國上市公司章程中的反收購條款適用淺析，海南大學學報（人文社會科學版），27 卷 1 期，2009 年 2 月，頁 69 - 73。

法主要原則。事實上，就國家立法精神層面而言，上市公司反收購條款的合法性判斷，僅需要幾項基本原則即為已足：不違反法律強制性規範、程序合法、忠實勤勉原則、保護股東權益、以及兼顧社會利益¹⁰⁴。

公司併購案件中，內線交易可能促使目標公司股價上漲，因而提高收購目標公司股票的成本，但卻會重大影響不知收購內情的廣大小股東權益，制造股市交易市場熱絡之假象，誘導或者致使外部投資者，在不了解事實真相的情況下，對目標公司作出對股票投資決定，重大擾亂侵害整體市場秩序的行為，而受刑事法規所懲處¹⁰⁵。

本節以這幾項基本原則作為指引，對目標公司各種反敵意收購行為、以及併購方所發起的敵意收購行為進行歸納，並對其合法性進行研究得出判斷的結果，探討哪些敵意併購行為將會導致觸法，甚至被刑事罪刑相繩之結果。

第一項 敵意併購概念討論下的刑事罪刑

英美法的 Insider trading 概念，在我國稱之為內線交易罪，在中國法規範則譯為內幕交易罪。根據中國《刑法》第 180 條規定了證券內幕交易、洩漏內幕訊息罪，但凡從事此內幕交易情節嚴重的，處五年以下徒刑或拘役；情節特別嚴重的，處五年以上十年以下有期徒刑。¹⁰⁶

但《刑法》對內幕交易罪的主體、內幕信息的範圍等問題，規定並不明確，以致於在實踐中此罪名可操作性不強，造成認定困難的局面。故而於 1999 年通過施行

¹⁰⁴ 龐克道、俞建忠，論上市公司收購中的反收購制度，河南財政稅務學報，6 期，2004 年 7 月，頁 27 - 29。

¹⁰⁵ 方吉，反收購保衛戰研究，企業文化（下旬刊），8 期，2016 年 9 月，頁 198-199。

¹⁰⁶ 彭波，試析證券內幕交易的概念、特徵及其要素，湖南商學院學報，1 期，2006 年 7 月，頁 64-66。

的中國《證券法》第 69 條對內幕交易的內容具體範圍，進行立法規定，在一定程度上使內幕交易罪認定和處理的可操作性趨於完善¹⁰⁷。

內幕信息具有兩大特徵：重要性和未公開性，且不包括運用公開的信息和資料，對證券市場作出的預測和分析。中國《證券法》第 69 條第 2 款以列舉的方式規定了內幕信息的範圍：包括公司的經營方針和經營範圍、重大投資行為、公司發生重大虧損；（2）公司配股或者增資計劃；（3）公司重大股權結構變化；（4）公司債務擔保的重大變更；（5）公司資產總額百分之三十，遭抵押、出售或者報廢；（6）公司高級管理人員行為，對公司權益有損；（7）上市公司收購的有關方案；（8）其他對證券交易價格有顯著影響的重要信息。¹⁰⁸」

然而內幕交易的行為模式具有複雜性，且企業併購交易作法千百種，而就具體的認定標準與操作上，法律和司法解釋的闕如，也為法院審判此類案件增添了難度¹⁰⁹。故而本節於下，將就在企業併購的過程中，內線消息成立與否的判斷做一深度爬梳，探討個案操作上，是否真的有可能設定一個具體的時間點，認定在此時間點之後的發展才屬於內線交易範圍而不得進場買賣？如果真的以某項工作為切分時間點，例如收購公司以盡合理投資人之「盡職調查」（Due Diligence）義務之後，才算進行內線交易，那若有不做盡職調查的併購、或是刻意調整盡職調查時間點的併購，要怎麼判斷內線消息是否成立¹¹⁰？

是否已提出收購意向書，或其他特定的收購動作做成之後，是否可屬於內線消息成立始點；而是在於行為人進場買進股票的時候，是否有其他的投資決策基礎？如果對內幕消息提供者，於整體併購規畫均有認知與確信，即收併購意向書未簽，也有可能被認定為獲悉內幕消息。行為人如欲證明自己不是因為內幕消息而從事交

¹⁰⁷ 李靚，期貨內幕交易罪立法之國際比較，財經理論與實踐，26 卷 6 期，2005 年 11 月，頁 120-122。

¹⁰⁸ 劉松鶴、葉夢津，我國證券內幕交易的成因與防治，當代經濟，21 期，2012 年 8 月，頁 130-131。

¹⁰⁹ 陳蕾，內幕交易認定剖析，宜春學院學報，30 卷 3 期，2008 年 6 月，頁 80-84。

¹¹⁰ 周倫軍，從不當得利到損害賠償：內幕交易民事責任的邏輯演進，法律適用期刊，第 8 期，2015 年，頁 2-10。

易，那麼行為人的合理專業判斷基礎何在？提出充分且合理的投資根據，證明自己「獨具慧眼」有合理的判斷基礎，而非根據內幕消息¹¹¹？本節將提供以中國法規範上所使用的「重大消息批露」義務、與美國法實務長年使用的「合理投資人」兩判斷標準，為敵意併購概念討論下的內幕交易罪，做一深度爬梳探析。

第二項 重大消息批露之判斷基準之檢討

與目標公司的大股東相比，中、小股東對於公司的實際營運情況，難以有全盤的認識；大股東在信息掌握方面，具有中、小股東無法比擬的優勢。更嚴重的是，位於管理層的大股東，為維護自身利益往往會濫用控制權損害中、小股東的利益。有鑑於此，雖然中國官方立法傾向以為完善公司治理制度，以保護交易市場股東之權益，但為保障小股東「知」的權益，以進一步長遠達成穩定交易秩序之目標¹¹²。

故而早在 1993 年國務院即通過《股票發行與交易管理暫行條例》，其中第三條即規定了股票交易，應遵循公開、公平和誠實信用原則。這是中國法制史上，第一次以國家行政法規的高度形式，確立了證券法律制度的立法精神和基本原則。公開是最首要的核心原則，是公平和公正存在的前提條件和保障，是證券法律制度的精髓所在。而公開原則的法律規則化，就是在股市收購與公司治理行為上的重大信息披露制度；而判斷信息是否重大到應予披露與否的要件，則貫穿了證券發行、上市、交易的全部過程¹¹³。

為了更進一步落實不同階段之「重大消息」之認定標準，中國證監會於 2002 年公布了《上市公司收購管理辦法》、《上市公司股東持股變動信息披露管理辦法》，為落實這兩個辦法的有關規定，又頒布了五個與之配套補充的行政管理辦法：《公開發行證券的公司批露內容與格式準則》、《上市公司股東持股變動報告

¹¹¹ 林益，淺析內幕交易的危害及禁止的必要性，大眾商務，5 期，2010 年 7 月，頁 251。

¹¹² 張新、祝紅梅，內幕交易的經濟學分析，經濟學季刊，3 卷 1 期，2003 年 10 月，頁 71-96。

¹¹³ 蘇建偉，上市公司協議收購信息披露法律問題探討——以上海汽車集團股份有限公司為例，青春歲月，28 期，2017 年 12 月，頁 161-163。

書》、《上市公司收購報告書》、《要約收購報告書》，《被收購公司董事會報告書》，一同建立起一套較為完善的上市公司重大消息批露的認定規範體系¹¹⁴。

從這些行政規範的公佈可見，中國現行證券法體制，在規範信息披露的立法方面，除中國《證券法》之外，還有證監會發布的規章及證券交易所的規範性文件等，且已成彼此支援之體系化的特點¹¹⁵，但中國證券市場目前還存在屢見不鮮、各種內線信息交流違反行政規範、違反刑事法規行為，顯現了現行規範中雖對於信息披露制度範圍定義狹窄，與一般實際經濟活動中，一般所要求的連續性與反應快捷性要求不相容，收購行為人，包括要約收購人、一致行動人、目標公司管理層、大股東等四個信息披露義務主體，難以判斷到底在交易的哪一個時點，方須向主管機關報告，使得此等行政規範導致金融實務運行時，行為人極易出現就法規範理解的違背。

第三項「合理 (reasonable) 投資人」之判斷基準

理論上而言，收購人為目標公司，採取了收購行為地發動和實施，法規範應對收購人設定公平合理、相適應、相匹配的權利、義務和責任，尤其是收購人對其所收購的目標公司及其股東負有誠信義務，並應當就其承諾的具體事項，提供充分有效的履行保證，維持一個公平、高效、透明的市場秩序¹¹⁶。

「合理 (reasonable) 投資人」之判斷基準，就要求收購人在作出上市公司收購決策時，必須出自於誠實善意的主觀意圖，合理地相信其行為符合被收購公司及其股東的正當利益，並且在具備實際履約能力的必要前提下，交割股權後，切實有效地履行各項應盡的義務，是促使上市公司間收購行為有效運作的基本條件，故而「合

¹¹⁴ 祝紅梅，內幕信息、內幕交易及其管制，南開經濟研究，2期，2002年7月，頁16-20。

¹¹⁵ 姜方利、劉德瑞，內幕交易及其法律規制，長沙民政學院學報，2期，2007年7月，頁36-38。

¹¹⁶ 攀登、鄒炎，內幕交易與市場操縱的事件研究，當代經濟管理，27卷5期，2005年10月，頁129-136。

理投資人判斷標準」，成為企業併購行為是否有侵害目標公司股東權益、與整體交易秩序穩定的社會法益的犯罪行為，如內線交易與操縱股價罪刑之虞的認定標準¹¹⁷。

然而綜合比較股市收購交易與公司合併行為，實務經驗相當豐富的美國，其就「合理投資人」與「重大消息」的判斷標準的提出，亦最多只能指出判斷的大致輪廓與原則¹¹⁸：聯邦最高法院¹¹⁹在實際判斷於企業併購進行中，內線消息是否成立時，也只做出援引「合理投資人判斷標準」之「高度可能性與影響性（substantial likelihood）」判斷標準，其係指「假如對於一位合理的股東及投資人而言，具有非常高度可能性，會認為對該等未揭露之事實，會認為在其決定如何行使投資時，具有重要性影響時，則該等未揭露的事實，則屬於重大消息。」但因該等聯邦最高法院拒絕以列舉特定事實或事件之方式，做出「界線鮮明法則」(Bright-line Rule)的標準認定，且並認為該等「合理投資人」判斷標準之運用，僅只能依個案的不同，而有不同判斷方式¹²⁰。若要說中國當今就「合理投資人」判斷標準不明確，事實上美國司法實務判斷的模糊程度，也是不遑多讓。

當然，不可諱言的是，現今中國這種立法的出發點主要是考慮到，目前中國上市公司收購市場的成熟度，與美國相較還未臻成熟、法制化環境還很薄弱，從嚴規範自有其合理性。但是，隨著近幾年中國收購法律制度的逐步完善，應當促使收購人的責權利相匹配、相對等，並逐步放寬有關的限制，從而促進中國經濟市場的規範穩健發展¹²¹。

¹¹⁷ 魯芸芸，上市公司收購中收購人的誠信義務探析，法制與社會，35期，2008年8月5日，頁118 - 119。

¹¹⁸ 趙雙林，中美內幕交易界定的比較分析，商場現代化，X卷569期（2009/03），321-322

¹¹⁹ 可見於TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 1976案。

TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., US Supreme Court, Justia Volume 426.

<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/426/438/>，（最後瀏覽日：2018年10月30日）

¹²⁰ 劉連煜，內線交易理論與內部人範圍的新趨勢，公司法理論與判決研究(五)，元照出版公司，2009年4月，頁205以下。

¹²¹ 周欽逢，禁止內幕交易之理論，商，14期，2012年8月，頁74。

在企業併購各過程中，通常須經歷包括初步磋商、初步共識、實地查核、換股比例達成協議等不同階段，然而因金融市場之變動性與時空緊密性高，故而法條就「時點」認定詮釋，有其適用上困難，就究竟何為「重大消息」判斷的具體明確性，存在時點認定之爭議¹²²。金融市場實務上，往往會因對於法條詮釋理解不同、構成要件本身嚴格寬鬆的界線不一、或者立法本身之行文與用語不明確，甚至是立法者於立法階段時，就實際金融交易市場各種股市買賣操作、企業收購過程間雙方的各種角力斡旋之複雜性，往往不甚了解，以想當然耳的方式企圖以模糊概括的法律用語，來劃出精準的時點與認定標準，甚至進一步得以將行為人繩之以刑¹²³。

例如上一段所論述之於中國《上市公司收購管理辦法》規範，「重大消息應批露義務」，然而在實務上股市與公司治理與合併操作上，關於何種內容之消息？到何種程度才算是重大信息而應批露？重大消息內容是否成立或明確又應如何認定？重大消息之成立時點，又是應以行為人獲悉時？還是以該消息始讓人得以確定時？還是消息內容裡的行為發生時？重大消息的「範圍」、「公開方式的認定」、「消息成立時點」都是成為中國《刑法》第 180 條規定的內幕交易罪認定的客觀構成要件，而這些認定標準的不明確，則會導致企業在發動對目標公司大量股票收購行為時，因法律構成要件的認定模糊，而使行為人難以得知直至何行為點、進行到何種程度，方會成立，內幕交易罪方屬成立¹²⁴。

無可置喙，收購發動方和目標公司當事人，及其權利、義務和責任內容，是上市公司收購法律所規範的基本問題，可見於世界先進諸國上市公司的收購法律法規中，而權利、義務和責任內容的保障，無論在實體法與程序法上都應注意不同法益的衡平，以確保收購商業行為影響到的多方面個人權利，都能受到平等合理的保障¹²⁵，尤其是涉及到與刑事罰法處遇有關之企業收購議題，因侵害人民的基本權益甚

¹²² 郭建華，上市公司內幕交易的防範與控制，現代經濟信息，16期，2012年7月，頁166-167。

¹²³ 曹娟，上市公司會計信息披露的問題及對策，集團經濟研究，20期，2007年7月，頁237。

¹²⁴ 王麗、陳樂松，內幕交易司法解釋的若干思考，華章期刊，19期，2012年7月，頁43。

¹²⁵ 韋忠語，證券內幕交易歸責原理探析，雲南大學學報（法學版），4期，2005年7月，頁37-42。

深，故而在法條構成認定的解釋上，應追求與其他法規配合上的完整性、以及在實際金融運作上的可適用性¹²⁶。

第四節 小結：中國上市公司反敵意併購防禦策略之實際檢討

關於敵意收購及其防禦，於資本市場上是否能達到自然淘汰的功能之爭，儘管在目前中國當前的公司和證券法體系上，尚屬一立法空白，雖然《上市公司收購管理辦法》觸及了上市公司反收購的相關原則，但其關於反收購的諸多規定也尚待完善；且當前中國法界對於敵意併購及其防禦的實質法律規範，尚未形成令人滿意的共識。但綜觀中國於改革開放這二十餘年間的資本市場的實踐表明，敵意收購某一方面可提高股價、成為增進股東財富，且成為促進提升公司治理的手段，也可能演變為劣幣驅逐良幣、進而減損整體社會交易秩序安全的災難性結果。

有鑑於敵意併購於「重大消息批露」一領域之法規範體制，當前在中國法制實踐上尚多有解釋空白，恐有導致小股東無法即時獲得「知」的權利，而在敵意併購的攻防間，蒙受鉅額損失，故而在未來具法律位階之立法出爐以前，主管機關對於敵意收購的審核規制天平應保持中立，對於敵意收購方權益披露違規行為，其法律後果的寬嚴選擇，建議應先以行政命令明文限制違規權益披露的持股權，強制要求其將收益限期賣出，並歸入公司，以及就目標公司防禦措施，主管機關得以介入做決策權之分配。

可見中國未來股權分散的上市公司越來越多的情況下，中國《公司法》可能已考慮為董事會中心治理模式，預留出相應的修法制度空間，故而關於目標公司董事會針對敵意收購進行的商業判斷，未來中國的相關立法趨勢，應均逐漸認可董事會

¹²⁶ 李文莉，內幕交易的構成要件淺析，合肥學院學報（社會科學版），1期，2006年7月，頁144-146。

不僅應考慮公司與股東利益最大化，同時必須強調公司社會責任觀念，這一立法趨勢應得以提高反收購條款的效力確定性、提升公司內部管理層的經營能力¹²⁷。

至於在中國相關行政主管機關，於公司併購的監理審查方面，當前由於反收購立法上的相對欠缺，在上市公司反收購攻防的實踐中，通過公司章程實施反收購體現出較大的隨意性，甚至出現濫用行為，結果是收購人、目標公司及其股東利益皆可能受損。有鑑於此，為提高法明確性，以及為了節約經濟市場締約成本考慮，建議中央主管機關，不妨在未來的收購管理辦法改革之中，提供一個可供上市公司選擇的反收購條款，其默認清單或示範文本。除此之外，證券監管機構就超過 30%以上的持股收購行為審核，亦應課予主管機關，對於披露信息真實性於大眾予以負起和投資者相同批露之責，應主動公告予金融市場，但當前中國《證券交易法》中只規定由投資者負責，免除了監管機構亦應負起主動披露的責任，實質是對市場尚眾多小股東者的利益損害¹²⁸。

最後就關於中國上市公司市場的經營方面，就目標公司反收購措施的防禦有效性與否，則有賴於其列於公司章程中，靈活的授權資本制度安排，引入符合融資需求的類別股份與類別表決機制，並給予目標公司以充分選擇該反措施的制度空間¹²⁹。

有鑑於上述就中國立法、行政與經濟市場，當前就敵意併購攻防所產生的法規範空白與缺漏的實際效果與市場影響，本文將於下一章持續以實例討論，在 2002 年 12 月中國《上市公司收購管理辦法》頒布實施後，連續發生的北大方正併購延中實業案、愛使股份防禦天津大港油田敵意併購案、凱雷收購徐工母公司案，各自對其特點、原因、意義進行分析。

¹²⁷ 龍正林，上市公司收購法律監管制度探析，商業經濟研究，19 期，2014 年 7 月，頁 101-103。

¹²⁸ 鄭彧，上市公司收購法律制度的商法解讀，環球法律評論，5 期，2013 年 8 月，頁 71-83。

¹²⁹ 張旭，中國上市公司要約收購制度適用分析及完善空間，才智，8 期，2014 年 6 月，頁 10-15。

第四章 中國上市公司敵意併購防禦之市場實務運作之 檢討

第一節 中國上市公司敵意併購與防禦之常見態樣

第一項 中國併購法規範的立法背景與理由

中國大陸政府為實現加入 WTO 的承諾，在進行市場開放、企業擁有的自主權越來越多，市場的調節機制，也開始發揮作用的同時，在法制上仍兼具國家安全的調節控管；中國大陸已如同上章所述，自 2006 年以來陸續公佈或修正、施行《反壟斷法》、《公司法》、《證券法》、《勞動合同法》、《物權法》、《企業所得稅法》等相關法規，可知中國改革開放後，相關法制和制度逐漸健全，藉以吸引更多的外資與本土資金，在中國市場境內流通¹³⁰。

透過市場自然優勝劣汰，淘汰體制脆弱的不良企業，以壯大整體優質產業發展，進而帶動中國經濟蓬勃發展。可知中國在立法政策上，對於企業併購帶有中性立場，並有意透過法制修改與主管機關制度，將上市公司與企業的投資型態，導向從單純的「量大」--新建投資，逐步調整為兼具「質精」--併購投資的具體方向，以藉此為中國大陸的相關產業能達到更快速、更具效益的升級佈局。然而在中國再具「中國特色的社會主義」的大前提下，仍保有其特有之總體經濟控制，與官僚體制的公共服務角色服務不佳且滯後、繁雜且帶有強烈社會主義色彩之法律環境，使中國上市公司間的收購行為，尤其是敵意併購攻防，在中國產生了不同之面貌¹³¹。

因此，本章針對敵意併購與防禦策略，及中國併購市場生態、收購與被收購之集團企業分析，等進行文獻探討，並從近年來之實際著名併購個案探討起，其中包

¹³⁰ 侯洪濤，解構與續造：WTO 機制下我國貿易保護主義的應對路徑--以政府採購立法為分析視角，湖南科技學院學報，2015 年 12 期，2015 年 12 月，頁 118-120。

¹³¹ 高林遠，改革開放 30 年三次思想交鋒的回顧與啟示，四川師範大學學報（社會科學版），2008 年 5 期，2008 年 7 月，頁 5-9。

括雙方公司的營運現況、經營歷史、併購實例等進行分析，以期未來得以協助個案公司擬定日後發動的敵意併購行為、與目標公司的防禦策略，及就巨觀市場來看併購綜效的確保，並也希望提供學術研究與企業實務的相關參考。

第二項 中國金融市場上實務常見之敵意併購方法與攻防手段

第一款 舉牌收購行為與規範

中國在市場經濟體制轉軌後，企業已逐步展開競爭，中國亦逐步肯定競爭對經濟發展的積極作用，其競爭政策與立法方面相應發展為保護中小投資者利益，防止對沖或避險基金、機構大戶等以敵意併購之方式，行操縱股價，或內線交易之實的可能¹³²。

在中國《證券交易法》規定，投資者及其一致行動人，持有一個上市公司已發行股份總股本的 5%時，應在該事實發生之日起 3 日內，向國務院證券監督管理機構、證券交易所、和證券監督管理機構出作書面報告，在證券監督管理機構指定的報刊上進行公告，並通知該上市公司並予以公告，並且其擁有權益的股份占該上市公司已發行股份的比例每，往後每增加或者減少 5%，均應依照前款規定進行報告和公告，履行有關法律規定的義務，且在半年內不能賣出；若持有股份超過 30%時，則該投資者應負的書面報告、公告及發出等收購要約等強制性義務。此種在金融業界內稱之為「舉牌收購」¹³³。

一般而言，上市公司重要股東，對企業內部的運行盈虧情況的敏感度，明顯高於市場上的廣大投資者。企業在面對壟斷協議的危害衝擊時。所需採取的防免措施，期望能藉由本文，使我國企業未來在中國從事商業行為時，得以避開相關法令

¹³² 李斌，WTO 時代併購市場的中國功夫——十大併購事件點評，新財經期刊，2005 年 1 期，2005 年 7 月，頁 92-93。

¹³³ 唐林焱，論我國上市公司收購之舉牌預警及全面要約，西南民族大學學報（人文社科版），2017 年 12 期，2017 年 12 月，頁 108-115。

風險，避免因一時的商業溝通意見紛歧，無法達到購買合意，而陷入牢獄之災或高額罰款之深淵，若企業能更理解反壟斷的立法精神與法令要求，審慎建構企業法務訴訟防護網的戰略，除了保護自己，將來也可能成為一種反擊手段，並且為公司帶來更安穩的商業環境¹³⁴。

舉牌事件在中國改革開放後初期的集中出現，主因是由於若干已掛牌上市之公司，其因經營不擅或者轉型困難等問題，使其股價屢創新低，大大降低了通過二級市場進行收購的成本。通過包括舉牌在內的公開化出讓方式，獲得控制權，將是未來上市公司併購的一大趨勢。當某公司股票密集出現舉牌事件，一方面說明資本市場的價值被低估，另一方面也說明證券市場的資本平台被實業資本所青睞¹³⁵，例如本章將以寶安集團敵意併購延中實業案為例說明。

第二款 二級市場投資、控股及收購行為與規範

二級市場競價收購，指收購方通過證券二級市場——即證券交易所集中競價系統，購買上市公司流通股股份的方式，典型者如本章所論述到的第二個例子，大港油田成功敵意收購愛使股份之例子，即為使用二級市場投資、控股，最後達到敵意收購行為。

以二級市場競價收購目標公司，優點是操作簡單，基本不受非市場因素的干擾，整個過程保密性較好，通常收購量僅需達到股權總量的 10%-15%，即可實現較牢固的控股地位；尤其是上市公司與未上市公司或自然人相比，具備有「殼資源（Shell Resources）」——即上市公司的上市交易資格，故而若懷有大量現金的自然人或未上市公司，欲達到借殼上市的目的，其目標通常是鎖定那些總股本和流通股本均較小、業績較差的上市公司，優勢入手；且常常是目標公司在明處，收購發動方在

¹³⁴ 湘文，重組併購的「中聯模式」，中國高新區期刊，2004年8期，2004年7月，頁27-29。

¹³⁵ 吳政言、付浩，申銀萬國收購宏源證券案例分析——著眼於併購理念、併購動因、併購溢價和併購績效的分析，時代金融期刊（中旬），2017年6期，2017年11月，頁193。

暗處伺機而動；而在未來收購發動公司在成功掌握目標公司後，欲再出售或變賣目標公司資產，其退場途徑亦較為便捷¹³⁶。

中國上市公司過去的併購活動，絕大部分採取的是場外協議轉讓股權方式。以此制度轉讓股權盛行的主要原因，是由於股權分置的優勢，導致處於控股地位的大量非流通股的存在。與通過二級市場直接收購股權的舉牌收購方式相比，場外協議轉讓交易的優點，是有利於受讓方降低收購成本且快速獲得集中的股權，易於採用「財務性購併」和「報表重組」的方式，來同時達到操縱股價的目的。尤其是在中國改革開放早期，具有上市公司「殼」資格殼的公司並不多，上市公司的「殼」本身，滿足資源的一般特性，即收益性和稀缺性，殼公司本身成為一種資源¹³⁷。

但透過二級市場收購，以達到實現殼的控制權主體轉移，其缺點是此行為往往在收購程序實際在實施上有一定困難；如同上章中證券法規範中所述，當收購公司持有目標公司 5% 以上的已發行的股票時。就要在三日內通過公司媒體公告，以後每增加持股 2% 都要公告，至持股比例達 30% 時，則要發出收購要約；故而若欲在暗中發動敵意併購而隱瞞持股事實，則相當容易導致嚴重違背了市場的資訊披露原則和相關法律，並造成金融市場動盪混亂。且未來在收購完成後，二級市場股價波動，市場投機性過濃，股價較高，買殼成本往往極高；且對已被收購的目標公司本身經營、融資目標的實現影響，會較為不利¹³⁸。

第三款 以大量資金強勢挹注以壟斷市場的敵意併購行為

除了舉牌收購外，為針對若干企圖拓展市場佔有率、或者懷抱有惡意傾吞意圖，以獨佔市場之上市公司收購行為，則中國政府亦在 2008 年 8 月 1 日開始施行的反壟斷法，亦因應而生。中國近年來大刀闊斧進行反壟斷、反傾銷、反暴利和打假

¹³⁶ 孫辰健，上市公司「殼」資源交易價格的理論分析，當代經濟科學期刊，2001 年 5 期，2001 年 7 月，頁 44-48。

¹³⁷ 付媛媛，買殼上市殼資源之選擇，財會月刊（綜合版），2008 年 3 期，2008 年 7 月，頁 72-73。

¹³⁸ 李平，我國二級市場收購業務的創新，商業研究期刊，2002 年 9 期，2002 年 7 月，頁 48-49。

行動，也是政府公權力對於自由經濟強力維護的最大表徵，尤其在高科技與新興金融產業，在中國商業交易行為日趨頻繁，此等產業比一般企業，更需要整合兼併上下游產業以節省成本，或者透過惡意併購同業手段，以消滅敵手在商業競爭市場中的市占率，故而就高科技與新興金融產業而言，受政府反壟斷調查的可能也越來越大¹³⁹，在本章中的最後一個案例，克雷集團併購徐工集團即為此種併購之最佳案例。

本文以三起中國市場上最具時代與類別代表性的敵意併購實務為例，並詳加說明其發生始末，但並不對以貼上支持抑或反對的道德標籤，畢竟對於敵意併購與目標公司的反制行為，對於經濟市場與股東權益的影響是優是劣，在學說上一直存在著肯定說也有否定說，但從上市公司利益相關者不僅僅是股東的角度看，允許反收購行為的存在，是平衡各方利益的重要力量。

基於對中國上市公司具有殼掛牌資源稀缺性、國有企業特殊性等因素的考量，經濟學和金融學領域實證研究，對上市公司敵意併購與反制的價值判斷，存在分歧，目前尚未得出一致性結論¹⁴⁰。故而本章僅只是詳述彼時的特殊時空背景，以及在此背景下的該等收購公司與目標公司的營運情形，及在敵意併購發動後，所為之防禦因應行為。

第二節 從寶安集團敵意併購延中實業案談起

第一項 改革開放後第一宗敵意併購案之歷史意義

1978年12月，中國共產黨第十一屆三中全會召開之後，拉開了中國改革開放的序幕。同年上海誕生了一家不起眼的街道小廠，延中複印工業公司。1985年1月，

¹³⁹ 洪志勳，蛻變中的中國市場—論中國企業併購衍生的市場壟斷問題，科技法律透視期刊，18卷10期，2006年10月，頁22-27。

¹⁴⁰ 黃國橋，上市公司資產重組問題研究，改革與戰略期刊，2001年4期，2001年7月，頁67-70。

延中改組為實業公司，向社會公開募股，這是上海第一家地區工業公開發行股票的公司，成為中國了第一批在上交所掛牌的實業公司¹⁴¹。

然而，延中的成長卻在 1993 年 9 月 30 日，被一家遠在深圳的多角投資公司，在二級市場上買入了公司高達 15.89% 的股份公司，而面臨易主的險境，此即中國證券市場上史稱之「寶延風波」--深圳寶安集團收購上海延中實業，這是新中國改革開放後，第一例證券市場上之上市公司收購案，開啟了股權併購的先河。此後的七年之內陸續發生，北大方正入主延中實業，裕興、高舉牌方正科技，延中實業歷經了五次併購、四次敵意收購和反收購，上演了一幕幕活生生的敵意併購與防禦的經典課程¹⁴²。因此，從一定意義上可以說，發生在延中實業的種種，是中國上市公司收購的一個縮影，有其歷史性的標竿意義，故成為本章討論之第一個個案研究。

第二項 中國第一宗敵意收購與攻防之發展始末詳析

上海延中實業股份有限公司，在上海掛牌於 1985 年，上市註冊時之資本額僅止 50 萬元，截止 1992 年 12 月 31 日，註冊資本已達 2000 萬元。投資市場熱度的延燒，使得延中實業高階經營層本身，亦只好拿出自己認購的份額上市，股票面值於 1992 年 12 月 10 日拆細為每股 1 元，計 2000 萬股¹⁴³。

使得於 90 年代初期延中實業之股本結構為個人股 180 萬股，占總股份的 91%、法人股 180 萬股，占總股份 9%，而這樣內部股權結構過度稀釋、股權分散，導致經營權不穩，且其公司資產結構之總資產周轉率，應收帳款周轉率和存貸周轉率全面偏低。延中實業成為證券交易二級市場上，被稱之為「三無概念股」一無國家公共

¹⁴¹ 李豔、陳雯，滬蘇邊緣區經濟合作的時空關係及其對策--以南通和蘇州為例，長江流域資源與環境期刊，14 卷 2 期，2005 年 3 月，頁 139-143。

¹⁴² 吳顏，盛新收購案與寶延收購案的比較分析，信息產業報道，2005 年 3 期，2005 年 7 月，頁 58-63。

¹⁴³ 莊東辰，國退民進：券商的一個發展方向，銀行家期刊，2003 年 10 期，2003 年 7 月，頁 76-77。

持有股份、無法人持有股份、無外資持有股份，公司股份全為流通股，股權結構非常分散，無特別優勢的大股東存在，該等股權結構指標，均為之後其遭遇其他公司虎視眈眈、連續不斷舉牌逐獵收購，埋下了伏筆¹⁴⁴。

1993年9月，國務院剛頒布《股票發行與交易管理暫行條例》，在距離政府政策剛剛宣布法人股東，可以設立股票賬戶，進入二級市場買賣股票，尚不過月餘後，在當時相對於整個滬市交易市場的平靜停滯環境下，延中實業的股價卻已獨立地持續緩慢上升，期間上升趨勢明顯，但漲幅卻不到10%。市場與公司無人想到這不足10%的上漲背後，可能有人要敵意收購，只以為是市場上有投資方在操縱股價，而對延中實業經營管理層來說，認為股票往上漲對公司有利，對廣大股東亦負起了公司治理的責任；且在當時的中國上市公司經營層間，普遍沒有防範敵意收購的認知意識。延中實業經營管理層在事前完全不知悉，其股價不斷上漲的原因，是因為深圳寶安公司及其關聯企業，在二級市場不斷收購股票¹⁴⁵。

寶安企業集團於1991年組建股份公司，對建材、交通、能源、通訊等基礎產業增加了投資，並拓展了電子技術、生物工程等高技術領域的業務，其投資與經營策略跟上了世紀末的發展潮流，向區域性、多元化、多層次有跨國經營的企業集團邁進，與延中實業公司的財務結構偏於保守截然相反。

直到延中實業被上交所突然停牌，經營管理層方知深圳寶安已持有延中5%以上的股票，而達到增持16%才公告，並且有敵意收購意圖。延中實業一方面向交易所、證監會反映寶安違反證券交易法之5%與30%股份持有之收購要約等強制性義務，沒有依據《股票發行與交易管理暫行條例》第四章「上市公司收購」第47條之規定，及時向主管機關報告、向公眾公告，寶安公司方面因而受到了中國證監會的

¹⁴⁴ 黃春滿，股權分置改革背景下企業併購估值研究，莆田學院學報，2006年6期，2006年7月，頁22-25。

¹⁴⁵ 曹娟楠，二級市場收購與收購企業經營績效，經貿實踐，2017年9期，2017年7月，頁140。

處罰；一方面延中實業經營層開新聞發布會，向媒體說明寶安公司收購延中過程中，在信息披露方面存在著重大違法違規行為¹⁴⁶。

對此深圳寶安公司總經理陳政立亦親自至上海同開發布會，對外宣布寶安收購延中是善意的，且不承認自己的收購操作有誤，其收購目的是要做延中的第一大股東，進入董事會，參與延中的經營管理，且方才正式向延中實業經營層進行併購協商會議。在協商過程中，對於毫無防備的延中管理層而言，多年的心血霎時間落入他人之手，寶安的收購意圖，在事先完全沒有預先與延中經營層溝通協商，這讓延中實業公司上下，老股東產生了抵觸情緒、損傷管理人員的積極性、且寶安的敵意併購行為嚴重影響了延中的正常經營，項目的簽約與新產品的專利申請都被迫延後停擺；種種因素加總醞釀的不滿情緒，自然造成了併購協商失敗的結果；尤其是寶安一次性大量購入的控股手法，引起了延中經營層與員工，對於其收購合法性的質疑¹⁴⁷。

故而延中實業整體上下對於收購行為相當氣憤，堅決抵制寶安的收購行為進來的，爭取化被動為主動，急忙調動資金，開始部屬各種反併購的反擊行動，並特聘了香港反收購專業一寶源投資諮詢公司，出謀劃策，其中包括了使用常見的「毒藥丸」在內的很多方案。搞「毒藥丸」策略，把延中實業好的部分賣給私人，或者賣給其他關係單位，這樣這個公司就掏空了。然而該防禦策略，不避免地產生人為損害延中的固有資產價值，且公司成員都是共產黨員，社會主義黨性是不能行如此不義之事，延中實業因而放棄了使用修改公司章程的「毒藥丸」策略¹⁴⁸。

最後延中實業決定要「開闢一條有中國特色的反收購路子」；鎖定寶安違規收購股票，而未依法令規範而呈報，以寶安的收購程序重大違規在先，為主要抵禦敵

¹⁴⁶ 龐玲蔚、郭德雙，對審計上真實與法律上真實的探討，湖北理工學院學報，2003年6期，2003年7月，頁55-59。

¹⁴⁷ 謝何融、肖克佩，反併購措施與股東權益的保護——反併購措施的實施及效果的比較分析，會計之友期刊，2011年26期，2011年7月，頁48-53。

¹⁴⁸ 吳曉慧，高層管理者個人特征與企業併購文獻綜述，現代商業期刊，2017年26期，2017年11月，頁115-116。

意併購攻防之策略。是先向中國證監會投訴，再向法院起訴，起訴內容主要有兩個方面，一是寶安違反信息披露買延中股票，而是繼續持有至 15.89%；二是寶安的關聯企業，在向證監會舉牌期間佔有先知先覺之優勢，而恐有低吸高拋連續買賣、違反持股比例等違法事實之虞¹⁴⁹。三是寶安上海公司註冊資本只有 1000 萬元，收購延中花費超過 6000 萬元，而國家《股票發行與交易管理暫行條例》規定，法人從信貸、拆借等來源獲得之資金，不能用來買賣股票。

最後此敵意併購攻防案，在證監會監管部門出面調解下，雙方經過反覆談判，延中接受了被收購的事實，放棄了反收購防禦而撤訴，故而本案最後進入並未法院訴訟程序。最後以證監會對寶安違規，處以罰款 100 萬元上繳國庫，但是認定寶安收購延中股票有效，延中失去的股權不再復返，寶安成為延中實業的第一大股東，持有 18.71%的延中股票，最後寶安以 19.8%的持股比，使得保安上海公司總經理得以出任延中董事長，延中創始人無奈之下將董事長之位，讓給了但寶安經營層仍續任原本職位，但中層幹部仍結構不變予以續任，雙方才達成合作協議¹⁵⁰。

第三項 寶安集團敵意併購延中實業案之時代意義

寶安後來在延中持股利益上獲利數億，1998 年 2 月，寶安因為在其他方面資金鍊出現了問題，被迫賣掉延中股票救急，北大方正通過二級市場收購，舉牌進入延中，此次北大方正的舉牌收購將電腦、彩色顯示器等優質資產，注入了全流通、無主業且有配股資格的延中實業。方正科技入主延中實業後，進行了一系列產業調整，將不成規模的一些項目，和一些缺乏發展前景的資產進行清理，從延中實業原有的夕陽業務逐步剝離，此次合併使兩家公司經營策略均有所調整，亦使原本的固

¹⁴⁹ 陶育青，突發事件對我國股市的影響，金融博覽期刊，2001 年 11 期，2001 年 7 月，頁 27。

¹⁵⁰ 嚴榮華，股市投資陷阱揭秘之三四—延中實業，產權導刊，2009 卷 10 期，2009 年 10 月，頁 77-77。

有優勢達到了極大的發揮，將公司逐步改造成進行 IT 領域軟硬體產品的研發、生產製造和銷售服務為核心業務的高科技公司¹⁵¹。

再之後裕興舉牌方正，而改名為方正科技，成為第一家完全通過二級市場收購，實現借殼上市的公司。往後又陸續有各項收購發動行為，包括延中舉牌愛使、大港舉牌愛使、明天入主愛使等等。這些併購案，一方面使當時剛從社會主義解放、略顯封閉落後的中國金融市場，從此開放，形形色色機構投資者不斷進入股市的衍生品，一方面是因為股價屢創新低，大大降低了上市公司通過二級市場進行收購的成本¹⁵²。

用今天的眼光看，「寶延風波」違規的地方很多很多，有的甚至是直接明目張膽地違反證券交易法，但還是真正的市場收購，至今法學界與金融界，仍然對舉牌第一案持肯定態度，認為正面影響大過負面，畢竟寶安的敵意併購，打響了中國資本市場併購第一槍；從此讓中國金融圈明白了，資本市場的收購和反收購的態樣，亦明白了併購是證券市場的永恆主題¹⁵³。

第三節 從天津大港油田敵意併購愛使股份案談起

第一項 「老八股」愛使股份的原有股權結構研究

愛使股份與延中實業一樣，是上海證券交易所第一批試點企業，第一批上市集中交易的股票，為史稱「滬市老八股」之一。其最前身是上海設備有限公司，投資山東泰山能源，煤炭資源儲量豐富且煤質上乘，是華東地區重要的煤炭生產基地之一。愛使股份在 1985 年 1 月經中國人民銀行上海市分行批准，正式向社會大眾公開

¹⁵¹ 吳宇紅、萬山，方正科技：權力變局與利益變遷，三聯競爭力期刊，2005 年 3 期，2005 年 7 月，頁 18-23。

¹⁵² 愛使股份跨界併購游久時代，證券法苑期刊，2017 年 1 期，2017 年 8 月，頁 203-216。

¹⁵³ 孫靜謙，目標企業股權結構對併購防禦的影響，管理觀察期刊，2018 年 7 期，2018 年 6 月，頁 135-139。

發行股票，並於 1990 年底成為中國首批在交易所公開上市的企業之一，是採用募集方式設立的股份有限公司¹⁵⁴。

愛使股份在 1990 年上市時總股本只有 40 萬，到 1995 年 5 月，經過兩次配送后，總股本才只有 6739.2 萬股，是典型的小盤股，且都是流通股，股權相當分散，股權控制最不穩定；有鑑於此，上市後的 10 年內以控制權五度易主，該紀錄創下中國股市之最¹⁵⁵。1994 年 7 月遼寧國發集團、1996 年 6 月上海延中實業、1998 年 10 月天津大港集團、2000 年 9 月天天科技有限公司、和北京同達志遠網路系統工程有限公司等相關聯企業，2005 年 6 月天天科技有限公司，均先後入主愛使股份。愛使股份最初以電子產品為單一主業，隨著控股股東數次更迭，其主業也是頻繁變換¹⁵⁶。

第二項 天津大港油田敵意併購愛使的渠道與日後收益

如同上述介紹「殼資源」時所論及，「殼」資源的優勢體現在融資上；融資條件尤其在中國是受到嚴格限制的，在中國「殼」上市，則是一種特許經營權。既然上市公司此一資格，是一種低成本特許融資渠道，那麼上市公司資格的「殼」就是一種特許經營執照；由於「殼」的這種特許權，往往是由國家部委、地方政府和有勢力的大股東獲取，在中國市場「殼」的畸形價值，讓上市公司輕易獲得了資金，容易使上市公司經營者不思進取，也容易使有殼的上市公司，成為其他企業虎視眈眈的目標。而本案例中的研究對象大港油田收購愛使股份的初始目標，亦是由於拿不到特許執照，則得想方設法以收購方式取得「殼」，而藉以借殼上市¹⁵⁷。

¹⁵⁴ 艾振強，愛使股份：游資力挺機構出逃，股市動態分析期刊，2014 年 16 期，2014 年 5 月，頁 40-41。

¹⁵⁵ 李幃詰，首次披露：鮮為人知的中國股史內幕——紀念中國股份制發展 30 周年暨中國股市發展 20 周年，創新時代期刊，2010 年 7 期，2010 年 7 月，頁 79-83。

¹⁵⁶ 姚寶敬，上海軟件企業兼並重組情況觀察，軟件產業與工程期刊，2015 年 2 期，2015 年 4 月，頁 17-27。

¹⁵⁷ 馬洪芳、張霜，殼資源轉讓績效的實證分析，科技廣場期刊，2007 年 4 期，2007 年 7 月，頁 9-12。

大港油田截至 1998 年 7 月 31 日，通過旗下 3 家公司 4 次舉牌，共持有愛使股份 10.0116% 的股份。大港的進入引起愛使管理層的強烈反對，愛使董事長將大港的收購斥為敵意收購，雙方為公司章程是否違背《公司法》、以及收購過程是否違背《上市公司收購管理辦法》第 75 條規定之信息披露義務，仍是爭議不止¹⁵⁸。照理說依據《上市公司收購管理辦法》第 76 條規定，天津大港在報告公告文件中，有誤導性陳述情形，應屬所謂「瑕疵股東」，其權利行使應當受到相應限制¹⁵⁹。

但或許愛使等不及如同上述「寶延風波」般，透過向主管機關糾舉，與向法院提告等曠日耗時的冗長程序時程；當時為立即阻止天津大港油田收購，愛使股份甚至採取了「焦土戰術」，意圖使收購公司感到重金收買到空殼。1998 年 8 月 21 日公布的 1998 年年度財報中顯示，當年上半年公司淨資產收益率僅為 0.5383%，意欲打消大港收購積極性。然而愛使公司焦土策略的實行，不僅使人懷疑，目標公司董事會在實行反收購措施之時，是否對公司本身產生了「實質性地損害，並使公司本身錯失資金挹注的機會」，是否愛使公司董事違反了對公司和股東，應負有的忠實義務，即董事不得應保有其經營權在握，而違背股東利益而謀求私利¹⁶⁰。

愛使公司焦土策略此舉，由於是公司內部經營層，嚴重肇害了公司自身與股東之利益，故而正是給了天津大港可乘之機，大港方立即向上海市委提交《關於愛使公司年度中報披露出的有關問題的彙報》，而地方政府非常重視上司公司的融資能力，上海市證管辦證監會立刻給予明確指示，確認愛使公司章程中，有關條款違反法律的文件精神，並將審批結果正式傳達給大港和愛使。後在上海市政府的協調下，愛使作出妥協，大港油田進入愛使董事會，大港方當選為董事長，總經理由天

¹⁵⁸ 吳宇紅、萬山，愛使股份：股權變動最頻繁，三聯競爭力期刊，2005 年 3 期，2005 年 7 月，頁 26-28。

¹⁵⁹ 陳新玲，出資瑕疵股東權利行使的法律規制，會計之友期刊，2013 年 28 期，2013 年 1 月，頁 55-57。

¹⁶⁰ 顧勇、吳衝鋒，上市公司併購動機及股價反應的實證檢驗，系統工程理論與實踐期刊，2002 年 2 期，2002 年 7 月，頁 84-89。

津大港方面的人擔任，獲得愛使公司的控制權，並將自身相關資產及業務注入愛使公司¹⁶¹。

天津大港油田收購愛使股份後，再加上愛使之前收購延中實業，關於包裝材料、飲用水水資產及房地產，「油水」成為愛使新的兩大主業，置入天津大港油田港潤石油高科技公司 70%的股權，將原有愛使公司固有的資產、業務進行必要處置或剝離後，實現借殼上市，大港油田通過併購、改造愛使股份上市公司的形式，實現自己主營業務的成功上市，並實施配股方案，募集資金 3.52 億元¹⁶²。

由電子產品到客運等第三產業，再到石油制品、飲用水、潔淨能源設備，以至今天的煤炭、機電設備、和電腦軟件、化工原料、建築、裝潢材料、百貨業發展等領域，均參與投資經營，附設分支，愛使股份早已物非人非；但從企業營運的角度來看，即便多角化經營、全方位發展的經營策略實施，都應在當企業在某個領域，已具有相當區域擴張或市場滲透，其市佔率、或專業化經營成果，均應以站穩腳跟為基礎¹⁶³。

企業的多角化經營，不論是垂直整合、水平整合、策略性委外哪一種拓展營業領域的態樣，其之所以成為難以預測、且高風險的賭局，原因首先是，企業通常必須在無法深思熟慮的氣氛下面對決策—當某個嶄新、引人注目的公司，以高收益的誘人姿態出現在市場上時，其它競爭對手必然意欲搶占先機予以收購，這樣的收購行為，將使得收購發動方之高階經理，在短時間內必須整理消化堆積如山的資料，其中包括內部報酬率的計算、市場的預測，以及競爭性的評估，且必須在緊迫的時間壓力之下完成。被視為是企業策略的多角化經營¹⁶⁴。

¹⁶¹ 李新平、陳濤，反併購的利益衝突及制度安排，經濟論壇期刊，2004 年 9 期，2004 年 7 月，頁 98-99。

¹⁶² 董慧璋，大港油田收購愛使股份及其整合發展研究，武漢理工大學 2002 年碩士論文，2002 年 9 月，56-59。

¹⁶³ 徐青、申勇鋒，市場機制下企業併購動因的分析與思考，江蘇商論期刊，2003 年 8 期，2003 年 5 月，頁 73-74。

¹⁶⁴ 陳坤、冒潔生，論企業併購策略的制定，北方論叢期刊，2001 年 6 期，2001 年 7 月，頁 39-41。

許多使用多角化經營策略，來尋求規避或分散市場銷售風險的企業，它所可能帶來的報酬與風險，可說是都相當巨大；貿然涉足了未知的新領域，常常以對相關產業與市場的缺乏了解，而告失敗，愛使的五度易主，使得愛使股份有限公司的主要營業範圍過度分散，且以畸形化、隨機化、零散化方向發展，年年的發展策略都頻繁變化；當然此與其股權數量太小，且皆為全流通股，易成為敵意收購狩獵的對象有關，但如此頻繁地易主，更換主要經營路線，對於公司的長久經營，自非良策，未來的成長空間也相當有限¹⁶⁵。

第四節 從凱雷收購徐工母公司繞道敵意併購案談起

第一項 凱雷與徐工集團併購案之背景介紹

收購上市公司母公司，也就間接控股了上市公司，還可以避免很多法律、政策上的障礙。尤其在中國早期資本市場剛開放的年代，市場與政府主管機關仍就抱持著，謹慎並嚴格對待壟斷性跨國併購的總體經濟治國基調，既然明目張膽的強攻不是辦法，故而探索繞道發動敵意併購，亦成為大型外資的收購中國企業之方式之一¹⁶⁶。凱雷投資集團（The Carlyle Group）收購徐工科技母公司——徐州工程機械集團，就是一例。

徐工機械前身，可以追溯到 1943 年成立的位於山東省莒南葫蘆溝華興鐵工廠，經過 1989 年的重組、1992 年起徐工集團開始大規模擴張，在全國各地展開大量收購，和 1995 年的改制，成為總資產 28.4 億人民幣的國有獨資企業；其正式於 2002 年 7 月 28 日成立，徐工集團總部位於中國江蘇省徐州市，是中國最大的工程機械開發、製造和出口企業，徐工機械是其最核心的企業；至今仍是為中國最大的工程機械製

¹⁶⁵ 吳昊、李剛，全流通時代上市公司如何應對敵意收購，合作經濟與科技期刊，2007 年 7 期，2007 年 7 月，頁 49-50。

¹⁶⁶ 夏晶，外資併購國企的動機與效應分析，科技創業月刊，2004 年 9 期，2004 年 7 月，頁 46-48。

造商，工程機械零部件市場占有率超過 50%，居中國第一，位列世界工程機械第七名¹⁶⁷。

1996 年，徐工集團股份在深圳證券交易所掛牌上市，後更名為徐工科技；2002 年年底，徐工集團被列入了江蘇省政府 82 家改制企業的名單；在政府的委託管理需求下，最後被集中整併了大大小小共二百家子公司，重新引資重組；爾後由江蘇省政府委託經營的國有獨資企業，歸徐州市管理，2004 年的營業收入達到了 170 億人民幣。2005 年 9 月，徐工科技發布公告，稱其內部持有徐工機械 48.68% 的股權的過戶手續，已經在徐州市工商行政管理局辦理完畢，此次股權轉讓完成後，徐工機械變更為國有獨資企業¹⁶⁸。

而凱雷投資成立於 1987 年，是註冊美國從事股權投資的公司，管理資產超過 300 億美元，總資產超過 469 億美元，目前在全球投資了五百餘企業併購項目，投資回報率在 30% 以上，是當今世界上最大的私人股權投資基金¹⁶⁹。凱雷相信建立良好的政商關係才能使企業持續的壯大，因此凱雷聘顧多國政府退職高官，包括美國前總統布希、英國前首相約翰梅傑（Sir John Major）等人先後在其中掛職，擁有深厚政治資源，素有「前總統俱樂部」之名¹⁷⁰。

在寶延風波之後，海內外有許多企業、投資公司與避險基金，都希望能進入中國市場，但在當時階段大陸股票市場仍充滿了保護主義思想，政府當局仍以保障大陸本土企業籌資需求之滿足為務。故而對外資而言，收購一家業已上市的中國公

¹⁶⁷ 尚曉琦、趙大偉、郭汶東，由凱雷併購徐工引發的對外資併購的思考，中國科技財富期刊，2008 年 5 期，2008 年 7 月，頁 124-126。

¹⁶⁸ 林偉偉、湯健，民資併購國企的主要障礙及對策研究，經濟視角期刊，2011 年 2 期，2011 年 7 月，頁 61-62。

¹⁶⁹ 劉邦典、余惠芳、林少斌，美國企業併購新事件與前瞻，華人經濟研究期刊，4 卷 1 期，2006 年 3 月，頁 1-14。

¹⁷⁰ 薄荷，凱雷的秘密，中國電子商務，2007 年 7 期，2007 年 7 月，頁 64 - 66。

司，比之申請上市一家新公司在手續程序上要簡捷的多，以迂迴前進的方式，透過策略性股東的身分伺機而動¹⁷¹。

例如 1995 年時美國福特汽車公司，一口氣認購 80%江西江鈴汽車股份，成為主導性股東；1998 年時韓國三星公司，繞道轉購 27%之深圳賽格公司股份，成為策略性股東；2000 年時英國特雷斯設備公司，借內蒙古北方重型汽車股份有限公司的殼上市，等等例子均是如此。對一些大財團而言，這是直接進入中國市場的一種很漂亮甚至很划算的途徑。為完成收購徐工集團，凱雷亞洲投資公司專門成立了全資子公司凱雷徐工¹⁷²。

與上述兩起收購案例不同的是，本起敵意併購案爭論的焦點，除了傳統敵意併購常發生的內線交易問題外，更牽扯了商務部與國務院國有資產監督管理委員會，是否得以同意國有資產賤賣予外資的複雜議題，爾後更在社會輿論影響下，導往了民族主義方向，涉及產業安全問題、具有國家戰略利益的重工業科技應如何保障。

第二項 重大外資敵意收購重工產業與攻防之事件始末詳析

凱雷從二十一世紀後積極關注全球資本市場，在全球已投資 40 餘家工業企業，投資總額超過 118 億美元，主要從事低價股權併購，再將資產拆解後高價出售。尤其在 1998 年亞洲金融風暴期間，凱雷成立亞洲投資據點，四處以低價收購發生財務危機的企業。就亞洲市場的投資與收購方面，則從香港與台灣開始試水溫，再進入大陸試探著進行了一些小規模投資，如對中國最大的在線旅遊網站攜程（Ctrip）的併購，併在攜程上市後成功套現，當年的 800 萬美元收益在併購價值 10 倍以上¹⁷³。

¹⁷¹ 秦梅玉，認真對待反收購——基於外資併購風險治理的視角，中國經貿期刊，2010 年 16 期，2010 年 7 月，頁 100-101。

¹⁷² 耿士俊、賈曉萌，外資收購我國國有資本動機研究，現代商貿工業期刊，2010 年 1 期，2010 年 7 月，頁 106-107。

¹⁷³ 陳麗宇、賴蓉禾，董事經驗對企業海外直接投資績效之影響——以美國企業國際併購宣告為例，中山管理評論期刊，21 卷 1 期，2013 年 3 月，頁 199-237。

2005 年凱雷在中國進行收購行為，且一出手就是大手筆。2005 年 10 月凱雷集團擊退開拓重工（Caterpillar Inc.，或譯卡特比勒）、美國國際投資集團（USA International Investment Group LLC）、摩根大通（J.P. Morgan Funds）等國際知名機構和企業、以及中國國內知名的三一集團旗下之上市公司三一重工，採用了國際通行的折現法「企業價值倍數（Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, EBITDA）」一稅前息前折舊攤銷前利潤，稅後盈餘加回稅項、利息、折舊及攤銷數；乃根據企業的盈利能力，把未來的利潤折算到當前的企業價值數額，協議以 30 億人民幣的價格，控制了徐州工程集團 85% 的股權，這是中國迄今最大的一筆私人股本交易¹⁷⁴。

2005 年 10 月 25 日，徐工集團工程機械有限公司，與凱雷徐工機械實業有限公司簽署《股權買賣及股本認購協議》及《合資合同》。根據該兩份協議合同，凱雷徐工同意以相當於人民幣 20.69 億元的等額美元購買徐工集團所持有的 82.11% 的徐工機械股權。上述股權轉讓及增資完成後，凱雷徐工將擁有徐工機械 85% 的股權，徐工集團仍持有徐工機械 15% 的股權，徐工機械變更為中外合資經營企業¹⁷⁵。

徐工與凱雷的合併案，引起經濟市場的劇烈震盪、與社會輿論巨大的批判，認為徐工從國有企業的巨大整併典範，淪落成一個為美資服務的外國公司了。這樣的金融市場爭議與社會動盪，最後不得不透過商務部與國資委的介入斡旋、與對併購過程的審批核准。凱雷與徐工經歷漫長地長達一年半的 20 多輪談判、與忍受長達一年的社會輿論爭議與批判，其中不乏美資開拓重工與中資三一集團的介入與競標¹⁷⁶。

最後漫長的談判，雙方就價格、控股權比例、付款時間、款項安排等細節上多番攻防博弈後，換來了雙方修訂後的協議，一系列限制性條款，使凱雷收購成本將

¹⁷⁴ 吳一凡，徐工改制塵埃落定凱雷入主徐工機械，建築機械化 期刊，2005 年 11 期，2005 年 7 月，頁 20-22。

¹⁷⁵ 劉剛，凱雷收購徐工機械 85% 股權，工程機械期刊，2005 年 12 期，2005 年 7 月，頁 80。

¹⁷⁶ 嚴榮華，凱雷併購徐工的玄機，產權導刊，2006 年 9 期，2006 年 7 月，頁 12-14。

因此大幅提高：一是收購價的提高。二是撤銷解除了對徐工中下級管理層的約束，做出保留管理團隊和品牌之承諾¹⁷⁷，畢竟徐工內部成員一來大多是徐州本地人，二來均在徐工內部服務長達十幾二十年歷史，從個人情感和都市發展利益的角度，都不願意放棄在管理層的話語權；但在最高層董事會中，徐工機械董事會仍由9名董事組成，其中6名則來自凱雷，兩名董事由徐工集團派出。三是凱雷最終持股價比例由原先的85%降至50%，而剩下的50%持股比例，將使管理層權力均分；但關鍵是，凱雷所持股部分之性質，由非流通股變成流通股，這也意味著估值標準將從淨資產變為二級市場價格¹⁷⁸。

另外一值得注意之事，則是當初所謂引進外資的目的，是期待以先進的管理經驗，來調整徐工國有企業的僵化結構，甚至徐工需要為收購進行部分裁員¹⁷⁹；但在協議之後，有可能在利益對抗面前，反倒進入了長期拉距戰而停滯不前，對尚未達到退休年齡的職工，公司僅能倡導其內退；並以買斷工齡的方式，三年內逐漸完成從國有企業職工到合資企業職工的身份轉變¹⁸⁰。

然而徐工集團與許多老牌國有企業一樣，肩負著沉重債務壓力、人事管理障礙的歷史包袱，徐州56.31萬人的城鎮單位在崗職工中，有4.4%是徐工集團的員工，徐州全市出口總額的1/10，可以說是徐工集團養活了整個徐州市，承載著數萬個徐州家庭的生計，自然有來有其冗員過多、體制內員工工作積極度不夠、優秀人才流失、國際化水平和層次都處於低級階段、海外營銷網絡薄弱之固有問題¹⁸¹。

¹⁷⁷ 周士傑，上市公司收購重組中的業績承諾實踐，商期刊，2014年15期，2014年8月，頁22-35。

¹⁷⁸ 段澄，凱雷-徐工案轉折，三聯競爭力期刊，2006年11期，2006年7月，頁11。

¹⁷⁹ 胡家明，老國企重燃第二春--從老國企的成功改制重組引發的思考，中國中小企業期刊，2006年5期，2006年7月，頁71-72。

¹⁸⁰ 陸小平，加入WTO與提高徐工集團核心競爭力的發展戰略，建設機械技術與管理，2001年6期，2001年7月，頁4-7。

¹⁸¹ 周程，徐工集團重點產品市場競爭力研究，建設機械技術與管理期刊，2001年2期，2001年7月，頁37-38。

面對外界的質疑與反對聲浪，徐工集團與凱雷還設計了毒藥丸計劃，如果未來任何合資公司構成競爭的潛在投資者，以任何形式獲得上市公司的股份，達到或可能超過 15%時，上市公司自動啟動毒藥丸計劃：向除潛在控制人之外的上市公司的所有股東，進行定向增發，增發價格是 1 分/股，或等值外幣的價格，股權受讓者持有股份的比例就會被稀釋到 1.9%的比例，從而使潛在產業競爭者在實際上無法實施收購¹⁸²。

第三項 外資併購中國產業與敵意併購攻防之政治與經濟意義

凱雷在收購當時，徐工集團內部正有四家企業正在實施破產，同時還有 50 多家正在進行主輔分離的改制企業¹⁸³。凱雷基金資金的匯入，在此種意義上是一個雙贏的決定，可以同時緩解徐工資金需求給養的燃眉之急、解決員工安置、並引入先進的管理模式，幫助中國最大的工程設備制造商，使其生產得以滿足中國國內外工程機械的高端市場的需求，促進國內外市場一體化的推進，提供徐工集團的產業升級，重新煥發企業活力¹⁸⁴。

然而對於這樣擁有數萬員工的龐大國企而言，出售股權、引進資金、調整產業結構，雖是產業升級的唯一出路，但卻亦引發了社會另一民族主義的恐慌—認為國有企業，不賣給內資，而賣給外資，要不是賣國，就是外資陰謀圖謀不軌；廣大股民在證券市場的黑幕下的交易，和對於外資大舉入侵進攻的歷史心理恐懼感的雙重夾擊下，喪失了最起碼的信任感¹⁸⁵。

¹⁸² 黃文，目標公司反收購中董事信義義務研究，西南財經大學 2007 年碩士論文，2007 年 9 月，頁 49-53。

¹⁸³ 劉建森，徐工集團：打通全價值鏈實現集團管控，工程機械期刊，2009 年 11 期，2009 年 7 月，頁 86-88。

¹⁸⁴ 李娜，利用外資併購改組國企的意義，商業經濟研究期刊，2004 年 23 期，2004 年 7 月，頁 29-30。

¹⁸⁵ 梁俊鋒，中國企業面臨的跨國併購研究，城市建設理論研究期刊（電子版），2016 年 8 期，2016 年 6 月，頁 2185-2186。

社會與一般股民普遍產生一種焦慮，強烈質疑徐工賤賣國有資產，若外資股權超過 50%是控股，將會威脅到本土企業的安全；最好是關起國門阻擋外資，讓中國市場境內的內部人進行收購，而認為中國國內最大的混凝土機械制造商—湖南三一集團，與徐工集團的收購，才是相互截長補短的最佳合作伙伴¹⁸⁶。

且三一集團對外以「力保民族品牌，三一競購徐工」以打國族意識牌深植人心；且在 2006 年於長沙主辦的「股改周年·中國資本市場高峰研討會」，更是能強化三一集團為民族主義發聲的正面形象；故而三一集團隊在凱雷之後，對徐工企圖發動的敵意併購競爭，且願意以遠高於凱雷的出價，競購徐工 82%的股權，則更能夠獲得社會輿論支持；三一重工的參與入局競爭，無疑為這一引人矚目的併購案，不僅增加了新變數，也轉化成國資對抗外資的戰爭¹⁸⁷。

且反對聲浪普遍認為，具有戰略價值的產業發展，尤其是裝備製造業，其經營主導權應是國家主權，而非企業本身，故而是否能夠隨意引進外資主導，將產生國安問題的恐慌。但事實上，中國大型國有企業，考慮引入外國投資者，大都是其內部經營已內囊耗盡，即變政府注資搶救、上市等白馬騎士援兵，也彈盡糧絕之後的被逼無奈之舉。而三一集團在凱雷入資後，高舉著民族主義的大旗，對徐工集團的大舉入侵，更像是一個民營企業站在道德的高地，在給一個國有企業進行政治性指責¹⁸⁸。

而這場對徐工集團的收購戰最後的結局，則是在經過中華人民共和國國家發展和改革委員會、商務部、與國務院國有資產監督管理委員會三方的批准後，徐工集團於 2006 年 6 月發布公告，其中隻字未提三一集團，卻明確說明「徐工集團將嚴格

¹⁸⁶ 張麗，直面中國企業跨國併購的風險，大眾商務期刊，2010 年 10 期，2010 年 7 月，頁 16-19。

¹⁸⁷ 李雪菲、阿茹晗，企業通過事件獲得媒體報道的方式研究——以三一集團為例，商情期刊，2018 年 6 期，2018 年 3 月，頁 96-97。

¹⁸⁸ 鄭文力，民企併購國企過程中的文化整合，華東經濟管理期刊，2006 年 6 期，2006 年 7 月，頁 31-34。

遵守徐工機械改制的相關交易文件中的承諾，不與任何其他投資者就徐工改制事宜進行任何談判或協商」之排他性條款¹⁸⁹。

但無論如何，這筆交易的最終完成，凱雷集團從眾多收購者中脫穎而出，乃主要是徐工機械期待通過凱雷的參與，能夠幫助這個老牌國有企業實現「資本社會化，經營國際化」的企業轉型目標，意味著中國政府從社會主義的治理角度出發，對國有企業改革政策的一個重大轉變，在外資成功收購徐工之後，其他老牌國有產業，如廈門廈工機械股份有限公司、廣西柳工機械股份有限公司，亦成為新一波外資窺探打聽收購的新對象¹⁹⁰。

第五節 小結：中國上市公司敵意併購與防禦措施之未來趨勢

1984 年，中央出台了「國有企業允許發行債券，集體企業可以發行股票」的政策，規定集體企業可以自己發行股票；同年 10 月 20 日，中央通過《中共中央關於經濟體制改革的決定》，實際上為企業大膽探索股份制經營提供了有力的政策支持。1992 年 10 月，中國證監會正式成立；但彼時中國社會普遍風氣並不崇商，在社會主義實行超過半世紀以後，中國人民尚處在在糾結於經濟發展應該「姓資」或是「姓社」--應靠向資本主義市場，抑或是應向社會主義市場發展靠攏的情緒矛盾之中¹⁹¹。

雖然在改革開放之後，鄧小平以提出「舉什麼旗、走什麼路，是事關國家和民族前途命運的重大問題」，來具體貫徹經濟開放改革思想，故而當時社會上對發行

¹⁸⁹ 梁桂川，跨國併購與中國企業及聯盟的博弈，科技創業月刊，2006 年 5 期，2006 年 7 月，頁 43-44。

¹⁹⁰ 錢立強、趙愛玲，2012 年中企海外併購或將加劇，中國對外貿易期刊，2012 年 2 期，2012 年 7 月，頁 35。

¹⁹¹ 黃瀾，王冀寧，中國商業產權交易的演化學習研究，江海學刊，2006 年 6 期，2006 年 7 月，頁 67-72。

股票質疑的聲音總體比較少，但是真的要發行股票，對老企業來說還是有許多阻礙存在¹⁹²。

大部分的企業對股票發行、股份制公司的經營是一竅不通，則遑論以股票大幅收購之方式進行敵意併購策略，而在市場上對於敵意併購一事，普遍聞所未聞的狀態下，更是難以期待上市公司經營層如何進行敵意併購防禦。甚至許多老牌產業尚且認為，所有的產業都是共產黨的企業，哪怕是自己經營的企業，亦不認為是私人所有的，不可能被收購，而不似現代意義下的私人企業，要談論到敵意併購，簡直是掠奪他人的勞動成果，是聞所未聞、超越想像極限的大事¹⁹³。

中國改革開放的標誌是市場經濟，市場經濟的重要標誌就是股票市場、資本市場。以第一起案例寶安集團敵意併購延中案、與第二起案例大港油田敵意併購愛使為例，延中實業與愛使股份有限公司，均於 1985 年在上海掛牌成立，開始上市發行股票，兩者可以說是改革市場開放下，透過政府允許的模範企業，同是是證券市場上著名的「老八股」，正是恰巧趕上了所有天時地利人和¹⁹⁴。

1985 年 1 月 13 日彼時在上海登報公開發行股票，一時意欲購買股票的股民擠得人山人海、萬頭鑽動，中外記者美聯社、BBC 亦接續來採訪；由於當時社會風氣尚有存在有姓「資」姓「社」這個道德問題爭論不休，故而當時大多數老牌企業，如延中實業為了呼籲社會期待，最後就發行了 90% 股，法人僅只留了 10%、而愛使亦有相同的問題，其經營之初股盤規模即已弱小，且完全流通股，此兩家公司均為三無概念股，大部分的股份稀疏分散給廣大散戶，個人股占主體，無優勢大股東掌握大數

¹⁹² 朱映雪、郭文亮，鄧小平"不爭論"思想的當代詮釋，前沿期刊，2009 年 1 期，2009 年 7 月，頁 12-15。

¹⁹³ 李昱，張金偉，簡析改革開放以來姓「資」姓「社」的兩次爭論，江漢大學學報（社會科學版），2011 年 3 期，2011 年 7 月，頁 31-34。

¹⁹⁴ 李紹來，民主政治建設與政治體制改革中姓「資」姓「社」爭論述評，實事求是，2012 年 1 期，2012 年 7 月，頁 109-112。

額持股；這是在但沒意想到這樣的股權結構，竟然為未來其他公司狩獵、發動敵意收購攻擊，埋下了伏筆隱患¹⁹⁵。

在「寶延風波」與愛使五度易主事件發生之後，證監會發言人表示，政府未來將「推動我國證券市場的發展、促進企業經營機制的轉換、通過市場調整股份公司的股權結構、加快和完善證券法規體系的建設」。然而中國現行規則，並未對收購進行明確定義，何謂「敵意收購」，所謂敵意與善意的收購行為，主要是出於對收購人，與原有利益主體之間協商，和諧程度的一種感性認知¹⁹⁶。

以此三起案例，作為新中國股市的指標性敵意收購與攻防案件，其意義和影響都是深遠的。從公司治理方面說，過往當 80 年代初始中國經濟市場改革開放時，大多上市公司的經營層僅只注重短期的股價波動與經營行為，或儘快將法人股炒賣獲利，忽略根本性的股權結構建設、公司章程立訂以適當控股、與長遠戰略眼光。此三起敵意併購的經驗，給中國當今企業敲了一記警鐘。有的上市公司缺乏股份意識，即使有，也僅僅停留在「保持股價上漲以取悅股東」這種初始的公司經營層次上。

寶安收購延中，以及愛使的五度易主，翻開了中國股市的新篇章，此兩案例收購，也許並不是如同歐美市場行之有年的、很具規範、教科書級別的敵意收購，但依然標誌著上海，乃至中國股市，在功能和結構上都發生了具有歷史意義的轉化，為我國實現企業產權貨幣化、證券化提供了一個很好的開頭¹⁹⁷。資源的合理配置迫切需要產權的交易和流通，證券市場應成為主要渠道之一，即將推出的外資併購行

¹⁹⁵ 蕭冰，「殼資源」表現形式分析，資源開發與市場期刊，2001 年 1 期，2001 年 7 月 1 日，頁 25 - 26。

¹⁹⁶ 宋慧晶，新制度環境下的資本市場併購重組，產權專刊，2008 年 7 期，2008 年 7 月，頁 47-48。

¹⁹⁷ 管衛華、趙媛、林振山，改革開放以來江蘇省區域空間結構變化，地理研究期刊，23 卷 4 期，2004 年 7 月，頁 541-550。

為准入門檻的大前提下，引進戰略投資者，進而達到吸取國際先進的管理和技術、提升中國整體產業綜合水平的目的¹⁹⁸。

即便通過證券市場收購企業在軌跡上非常普遍，但不可不警惕的是，科技自主創新支持下的產業結構升級，仍必須是以國家經濟發展的根本利益，對外開放和國企改革都應是為這個戰略前提而服務的；因此本章最後一凱雷集團收購徐工集團事件，也說明中國的證券市場，如何在逐步在經濟和功能上與國際接軌、與謹慎對待壟斷性跨國併購兩者之間取得平衡，亦是下一世代中國大陸敵意併購與防禦研究之重要議題¹⁹⁹。



¹⁹⁸ 範佳龍，對國企併購重組的趨勢、模式和挑戰的思考，企業改革與管理期刊，2018年9期，2018年7月，頁15-21。

¹⁹⁹ 黃力之，金融危機中的姓「社」姓「資」方法論啟示，晉陽學刊，2009年2期，2009年7月，頁74-77。

第五章 結語

第一節 中國未來針對併購與反併購策略之立法趨勢預測與建議

中國大陸自 1978 年擬定「對內改革、對外開放」的國家方針前，在共產主義計劃經濟時代無所謂的市場競爭存在，當然不可能存在規範公司間併購之競爭的相關法令；但在 80 年代改革開放後，三十年來大陸上市公司與企業逐漸興起壯大；隨著中國 2001 年加入世界貿易組織（WTO）會員後，且於 2006 年過渡期滿，與世界經濟之接軌更加深其開放之程度；中國大陸市場從封閉走向開放，面對全球化競爭，區域經濟趨於整合²⁰⁰。

然而中國企業往往在經營上，受限於個別產業規模、研發能量有限，加上中國品牌因進入國際市場時間不長，品牌知名度低，品牌行銷能力與歐美廠牌相對較不足，競爭壓力不斷加劇，競爭速度不斷加快，導致品牌拓展有一定程度的困難。因此，併購成了企業擴展新市場、開發新通路、快速成長以鞏固競爭能力的手段；透過併購達到技術、資金、資訊、市場與人力資源的共享，不但可取得其特殊技術，更能取得品牌，搶佔國外市場，以擴大規模。強化母公司、子公司區域性的聯結，提升集團對不同客戶層級的效率化服務，以多元品牌產品包圍市場，強化區域核心競爭力的提升²⁰¹。

另外，收購本身就是一個重大的進步，它表明股市已不再是簡單的公司籌資場所，也不再是投資者進行資產變現和投資目標再選擇的場所，而是一個股權的轉移，實現優勝劣汰、優化資源配置和資產重置的場所。尤其是在進入 21 世紀的第二個十年後，中國經濟市場透過併購達到企業重組浪潮，可謂是風生水起，越來越有

²⁰⁰ 黎詣遠，經濟全球化到底姓「社」還是姓「資」，中國國情國力期刊，2001 年 2 期，2001 年 7 月，頁 4-6。

²⁰¹ 袁舒曉，淺談「野蠻人」的收購困境——以寶能收購萬科為例，現代商業期刊，2017 年 32 期，2017 年 1 月，頁 98-99。

多元化與精緻化發展的趨勢，而「入主」、「舉牌」、「接管」幾乎成為重組併購行為的關鍵字。在併購行為發生之後，新接管公司對原有目標公司原有管理層大換血，也往往就成了被收購企業簽約後，第一時間收到的震撼教育，由此產生新舊管理層隔閡、管理理念衝突、企業文化對抗等一系列併購陣痛期，似乎已經成為重組併購事件中固定上演的路線；也因為原目標管理層懼怕新接管公司在併購後，原有的管理職位與影響力不復存在，也因此在此併購過程中，即便目標公司雖已出現一定程度的經營危機了，或資金流通問題了，但往往來自目標公司的強烈抵禦和憤怒情緒，不管中外均是相當強烈，故而併購與收購過程，往往會被貼上「敵意」的標籤²⁰²。

然而收購過程中不論是出自於主觀的善意或敵意，其最後達成的效果既有激發、釋放市場活力、推動市場逐步走向成熟的積極一面，也有目標公司方以不當理由設置收購障礙、形成公司治理僵局、影響公司正常運營的消極一面，其優勢與劣勢之分析，猶如兩面刃同時存在。但在國家經濟結構調整、時代腳步飛速進程的大局勢下，傳統企業與國營產業不得不開始艱難轉型；此時兼併、收購、甚至引入外資，是通常的做法這是一個必然的趨勢，這才是真正的市場經濟²⁰³。

第二節 中國敵意併購防禦策略案例研究對我國法規範之借鏡意義

收購與反收購實質屬於中性的「買賣行為」，是各方主體權衡利弊的市場行為，是關涉利益之爭的公司自治行為，是市場發展到一定階段的必然現象。綜合上述各章研究發現，中國上市公司備戰反收購的事中防禦措施，主要包括對外尋找白衣騎士、重大資產重組、毒藥丸策略、為反收購而停牌、或以收購方未舉牌，而向

²⁰² 史可，險資凶猛，新理財——政府理財期刊，2016年1期，2016年5月，頁50-51。

²⁰³ 張景偉、耿建新，我國海外併購中國企與民企的比較，會計之友期刊，2010卷4C期，2010年4月，頁79-82。

監管單位或法院提起糾舉訴訟等方式以防禦，或者拖延併購時程，期待敵意併購發動方能因曠日時久，而自動知難而退²⁰⁴。

且綜合本文研究可知，目前中國證券市場現象，大多上市公司的機構投資者，法人持股比例仍然較低，故而具全流通股特色的上市公司，是市場上舉牌多方，爭奪該目標公司控制權的關鍵籌碼，這一籌碼的比例越大，收購方收集的難度就相對越小，而該等目標公司就越容易被輕易收購；隨著中國在 1980 年代後社會主義市場經濟的深化，整體經濟市場與政府經濟發展策略，已經逐漸鼓勵企業購併與產權交易繼放權讓利、隨之自由市場的自由併購成為經濟改革的第三波熱潮，許多中國國內、台灣與國外投資者，莫不希望藉由收購中國大陸現有的企業，而獲取快速成長的利基²⁰⁵。

本研究除了介紹購併之併購法理，以及中國大陸企業購併的現況與發展之外，特別以企業經驗探討收購中國大陸企業的重點性經典案例，並且經由三個經典案例做出其之所以具有代表性之說明，其代表性之特色說明包括：公司收購策略基本分析、收購之動機與被收購之理由、收購標準與標的蒐尋、標的評價與審查、交易型態、談判與協議與接收工作、收購綜效的產生與政府及法規說明。本文第四章所舉之三個實務案例，該目標公司軍兼具了第一大股東持股比例低，和流通股比例較高的雙重特性。若某家上市公司的大股東持股比例過低，即使其流通股比例不足 50%²⁰⁶，基於其絕佳掛牌地點，例如若在北上廣深，或者其優良的市佔率營運績效，亦有可能成為舉牌收購的品種。在改革開放後四十年期間，中國市場仍不若美國市場

²⁰⁴ 蔣曉蘊，目標公司管理層反收購行為法律規制研究，西南財經大學 2008 年碩士論文，2008 年 9 月，頁 10-18。

²⁰⁵ 王資燕，案例教學法在《投資銀行學》中的運用探討，科技信息期刊，2012 年 5 期，2012 年 7 月，頁 236-283。

²⁰⁶ 杜勇、謝志華，定向增發中大股東雙向增發與減持異像及其啟示，商業經濟研究期刊，2015 年 1 期，2015 年 1 月，頁 79-81。

活躍自由，目前僅只有少數的上市公司經歷過舉牌，這種敵意收購的痛苦經驗，因而普遍沒有意識到需要採取自我保護的措施²⁰⁷。

在往後的將來，併購在市場成熟逐漸發揮正向效應，給併購績效帶來正向影響的有內部融資、關聯併購、擴大併購公司的規模、提升高管團隊的金融資本、強化對董事高管的股權制衡、對高管的股票期權激勵、良好的公司治理內部控制、承擔社會責任等。但如同前面數章所述，上市公司間的併購，若是併購發動方的發動動機，出自於各種心理偏誤判斷、借殼上市、或惡意違反法規或訊息披露原則的惡意心態，則自是不應不防²⁰⁸。

鑒於此，本研究綜合從上市公司間的敵意併購理論探討為出發點，並佐以美國經濟市場上行之有年，所發展出各項敵意併購手段、與防禦策略探討為經，其中輔加以敘明從經濟學、立法論、行政學的視角，觀察證券市場體制下，就敵意併購與防禦法規與行政規範下之各種敵意併購及攻防模式²⁰⁹。

再者，另以中國大陸現行的併購相關法令、條例、暫行辦法、實施細則為緯，復加以探討其中常見爭議衝突之處，以期可交錯織羅出一張中國大陸在改革開放後，傳統企業在敵意併購上的攻防，以及未來外資企業併購的路線圖與實務指南。也期望透過此實務之研究，提供有此規劃需求之外資企業，具有其參考價值依據。

²⁰⁷ 陳慧，險資舉牌收購萬科的成因及啟示探究，商業會計期刊，2018年3期，2018年7月，頁34-37。

²⁰⁸ 劉亞錚、譚勁松，企業併購決策的博弈分析，技術經濟期刊，2002年10期，2002年7月，頁44-45。

²⁰⁹ 陳高游，股權分置改革後的中國上市公司併購策略，經濟問題期刊，2007年5期，2007年7月，頁91-92。

參考資料

壹、中文文獻

一、中文專書

1. 黃亞鈞、朱協，資產重組與併購，五南圖書出版，2002年11月。
2. 資誠 PwC Taiwan - 資誠聯合會計師事務所，2018 臺灣併購白皮書，MAPECT 台灣併購與私募股權協會出版，2018年。
3. 楊岳平，公司治理與公司社會責任：企業併購下股東、債權人、員工、投資人之保護，元照出版，2011年9月。
4. 劉連煜，內線交易理論與內部人範圍的新趨勢，公司法理論與判決研究（五），元照出版公司，2009年4月。

二、期刊與研討會論文

1. 王珏，從 TCL 跨國併購視角看中國中小企業國際化戰略，管理世界期刊，第 3 期，2006 年，頁 150-151。
2. 王建文、範健，論我國反收購條款的規制限度，河北法學，25 卷 7 期，2007 年 7 月，頁 98 - 102。
3. 方吉，反收購保衛戰研究，企業文化（下旬刊），8 期，2016 年 9 月，頁 198-199。
4. 朱德芳，效率、併購與公司治理—以敵意併購法規範圍核心，中原財經法學，第 17 期，2006 年 12 月，頁 195-259。
5. 余文彬，論公司分割之型態、會計處理及租稅措施（上），實用稅務期刊，346 期，2003 年 10 月，頁 88-94。
6. 朱德芳，效率、併購與公司治理—以敵意併購法規範圍核心，中原財經法學，第 17 期，2006 年 12 月，頁 195-259。

7. 賴英照，從尤努斯到巴菲特—公司社會責任的基本問題，台灣本土法學雜誌，第 93 期，2007 年 4 月，頁 150-180。
8. 李曉輝，比較法研究中的「法律體系」概念，國家檢察官學院學報，5 期，2011 年 7 月，頁 98-103。
9. 吳勝春、劉文華，公司併購防禦的法律規制，法商研究（中南政法學院學報），4 期，1998 年，頁 22-28。
10. 林國彬，敵意併購防禦措施之研究—黃金降落傘，萬國法律，第 152 期，2007 年 4 月，頁 9-25。
11. 林國彬，敵意併購防禦措施之研究—以財務性防禦措施終之毒藥丸為主要範圍，臺北大學法學論叢，第 71 期，2009 年 9 月，頁 81-125。
12. 吳成物，競爭法對企業購併行為之規範，月旦法學雜誌，68 期，2011 年 1 月，頁 64-83。
13. 余尚武、江玉柏，影響企業購併成敗之因素與策略探討，經濟情勢，第四卷，第二期，1998 年，頁 125-144。
14. 吳佳慧，變革後公開收購制度之簡介，證交資料，491 期，2003 年 3 月，頁 2-13。
15. 曾更瑩，修正後企業併購法與三角合併，月旦裁判時報，52 期，2016 年 10 月，頁 61-72。
16. 林仁光，論公司合併及其他變更營運政策之重大行為與少數股東股份收買請求權之行使，東吳法律學報，11 期，第 2 卷，1999 年 5 月，頁 103-152。
17. 林仁光，公司合併與收購之法律規範，萬國法律，105 期，1999 年 6 月，頁 23-40。
18. 何曜琛，公司治理與公開發行公司董事之告知義務--以美國法為中心，華岡法粹，30 期，2003 年 12 月，頁 101-205。
19. 林宜男，董監事、經理人職責之公司治理機制--以金融控股公司為例，政大法學評論，75 期，2003 年 9 月，頁 245-323。

20. 郭大維，論敵意併購下目標公司董事之義務與司法審查標準--我國法與美國法之比較研究，輔仁法學，39 期，2010 年 6 月，頁 49-100。
21. 郭大維，我國公開收購制度之探討--兼論英美相關立法例，臺北大學法學論叢，65 期，2008 年 3 月，頁 89-131。
22. 游啟璋，股份收買請求權的股東退場與監控機制，月旦法學雜誌，128 期，2006 年 1 月，頁 53-68。
23. 游啟璋，股份收買請求權的股東退場與監控機制，月旦法學雜誌，128 期，2006 年 1 月，頁 53-68。
24. 許杏宜，敵意併購之防禦：從日月光敵意併購矽品談起，會計研究月刊，360 期，2015 年 11 月，頁 90-97。
25. 許惠峰、陳昱龍，敵意併購策略適法性暨經濟效益分析—以炎洲敵意併購亞化為例，華岡法粹，2012 年 7 月，53 期，頁 85-126。
26. 張心悌，公開發行公司高階經理人報酬決定與監督之研究，臺北大學法學論叢，58 期，2006 年 6 月，頁 1-42。
27. 莊蕎安，攻防戰之守方政策，會計研究月刊，第 254 期，2007 年 1 月，頁 40。
28. 李香玲，上市公司反收購應對措施研究，河北經貿大學商業期刊，48 期，2015 年 7 月，頁 100-101。
29. 陳雪如、施光訓、葉兆晏，企業合併與收購決策之策略分析與實證研究，華人經濟研究，第 2 期第 1 卷，2004 年 1 月，頁 132-158。
30. 胡鴻高、趙麗梅，論目標公司反收購行為的決定權及其規制，中國法學，2 期，2001 年，頁 38-42。
31. 陳豪，敵意併購中目標企業的預防性反併購措施綜述，中國電子商務，5 期，2014 年 5 月，頁 278。
32. 李娜、劉高峰，敵意併購財務績效評價體系研究，合作經濟與科技，24 期，2008 年 7 月，頁 78-79。

33. 馬一，公司實際控制人與股東利益衝突的寓言解讀——實際控制人、股東、收購者的博弈，西南民族大學學報（人文社科版），10期，2010年7月，頁109-114。
34. 李耀華、崔黎娜，論我國上市公司併購的法律解讀，科技信息，22期，2008年7月，頁624-632。
35. 李忠平，試析購並新政對證券市場利益格局的影響，全國商情理論研究，7期，2009年7月，頁125-126。
36. 朱傳峰，論上市公司收購的法律特徵，消費導刊，21期，2011年7月，頁111-112。
37. 唐淑堯，我國上市公司收購法律制度研究，東方企業文化，22期，2015年12月，頁132。
38. 賈新民、戴娟萍，上市公司控制權爭奪的途徑與方式研究，商業經濟研究，6期，2008年7月，頁78-81。
39. 李新華，上市公司收購期間的股東權保護，WTO經濟導刊，12期，2007年7月，頁92-94。
40. 陳章波，全流通的治理效應研究，現代管理科學，5期，2006年7月，頁118-119。
41. 朱蕾，全流通對上市公司的影響，現代商業，2010卷，10C期，2010年10月，頁113-114。
42. 陳暉，淺談公司併購重組中的法律監管問題，知識經濟，24期，2011年7月，頁17。
43. 杜曉榮、李娜，敵意併購能否改善企業的財務績效，經濟導刊，6期，2007年7月，頁72-73。
44. 葛淑瑋，我國上市公司收購問題分析，北方經貿，5期，2009年7月，頁122-124。

45. 李婧悅，反收購視野下目標公司管理層的行為規制，學術探索，7期，2013年8月，頁56-59。
46. 汪晶，分期分級董事會條款的法律效力，現代商貿工業，26期，2017年11月，頁128-129。
47. 焦文成，目標公司反收購策略效果分析，審計與理財，10期，2006年7月，頁33 - 34。
48. 馬磊、王學飛，上市公司重大資產重組中的若干注意事項淺析，中小企業管理與科技，27期，2011年7月，頁104。
49. 馬羿，我國上市公司章程中的反收購條款適用淺析，海南大學學報（人文社會科學版），27卷1期，2009年2月，頁69 - 73。
50. 彭波，試析證券內幕交易的概念、特徵及其要素，湖南商學院學報，1期，2006年7月，頁64-66。
51. 李靚，期貨內幕交易罪立法之國際比較，財經理論與實踐，26卷6期，2005年11月，頁120-122。
52. 陳蕾，內幕交易認定剖析，宜春學院學報，30卷3期，2008年6月，頁80-84。
53. 周倫軍，從不當得利到損害賠償：內幕交易民事責任的邏輯演進，法律適用，第8期，2015年，頁2-10。
54. 林益，淺析內幕交易的危害及禁止的必要性，大眾商務，5期，2010年7月，頁251。
55. 張新、祝紅梅，內幕交易的經濟學分析，經濟學季刊，3卷1期，2003年10月，頁71-96。
56. 祝紅梅，內幕信息、內幕交易及其管制，南開經濟研究，2期，2002年7月，頁16-20。
57. 姜方利、劉德瑞，內幕交易及其法律規制，長沙民政學院學報，2期，2007年7月，頁36-38。

58. 周欽逢，禁止內幕交易之理論，商期刊，14 期，2012 年 8 月，頁 74。
59. 郭建華，上市公司內幕交易的防範與控制，現代經濟信息，16 期，2012 年 7 月，頁 166-167。
60. 曹娟，上市公司會計信息披露的問題及對策，集團經濟研究，20 期，2007 年 7 月，頁 237。
61. 王麗、陳樂松，內幕交易司法解釋的若干思考，華章，19 期，2012 年 7 月，頁 43。
62. 李文莉，內幕交易的構成要件淺析，合肥學院學報（社會科學版），1 期，2006 年 7 月，頁 144-146。
63. 張旭，中國上市公司要約收購制度適用分析及完善空間，才智，8 期，2014 年 6 月，頁 10-15。
64. 侯洪濤，解構與續造：WTO 機制下我國貿易保護主義的應對路徑--以政府採購立法為分析視角，湖南科技學院學報，2015 年 12 期，2015 年 12 月，頁 118-120。
65. 高林遠，改革開放 30 年三次思想交鋒的回顧與啟示，四川師範大學學報（社會科學版），2008 年 5 期，2008 年 7 月，頁 5-9。
66. 李斌，WTO 時代併購市場的中國功夫——十大併購事件點評，新財經，2005 年 1 期，2005 年 7 月，頁 92-93。
67. 湘文，重組併購的「中聯模式」，中國高新區，2004 年 8 期，2004 年 7 月，頁 27-29。
68. 吳政言、付浩，申銀萬國收購宏源證券案例分析——著眼於併購理念、併購動因、併購溢價和併購績效的分析，時代金融（中旬），2017 年 6 期，2017 年 11 月，頁 193。
69. 洪志勳，蛻變中的中國市場—論中國企業併購衍生的市場壟斷問題，科技法律透視，18 卷 10 期，2006 年 10 月，頁 22-27。

70. 付媛媛，買殼上市殼資源之選擇，財會月刊（綜合版），2008年3期，2008年7月，頁72-73。
71. 李豔、陳雯，滬蘇邊緣區經濟合作的時空關係及其對策—以南通和蘇州為例，長江流域資源與環境，14卷2期，2005年3月，頁139-143。
72. 吳顏，盛新收購案與寶延收購案的比較分析，信息產業報道，2005年3期，2005年7月，頁58-63。
73. 吳曉慧，高層管理者個人特征與企業併購文獻綜述，現代商業，2017年26期，2017年11月，頁115-116。
74. 陶育青，突發事件對我國股市的影響，金融博覽，2001年11期，2001年7月，頁27。
75. 吳宇紅、萬山，方正科技：權力變局與利益變遷，三聯競爭力，2005年3期，2005年7月，頁18-23。
76. 李樟喆，首次披露：鮮為人知的中國股史內幕——紀念中國股份制發展30周年暨中國股市發展20周年，創新時代，2010年7期，2010年7月，頁79-83。
77. 方吉，反收購保衛戰研究，企業文化（下旬刊），8期，2016年9月，頁198-199。
78. 王文宇，世界主要國家併購相關法律規定之比較，經濟情勢暨評論，4期第2卷，1998年8月，頁60-102。
79. 王文宇，企業併購法總評，月旦法學，83期，2002年4月，頁70-85。
80. 王文宇，我國公司法購併法制之檢討與建議--兼論金融機構合併法，月旦法學雜誌，68期，2011年1月，頁24-45。
81. 王文宇，非合意併購的政策與法制—以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，第125期，2005年10月，頁155-175。
82. 王珏，從TCL跨國併購視角看中國中小企業國際化戰略，管理世界，第3期，2006年，頁150-151。

83. 王資燕，案例教學法在《投資銀行學》中的運用探討，科技信息，2012年5期，2012年7月，頁236-283。
84. 王藏偉，公開收購有價證券之制度及運作淺析，證券暨期貨月刊，23卷第七期，頁9。
85. 王麗、陳樂松，內幕交易司法解釋的若干思考，華章，19期，2012年7月，頁43。
86. 朱映雪、郭文亮，鄧小平"不爭論"思想的當代詮釋，前沿，2009年1期，2009年7月，頁12-15。
87. 朱傳峰，論上市公司收購的法律特徵，消費導刊，21期，2011年7月，頁111-112。
88. 朱德芳，效率、併購與公司治理—以敵意併購法規範圍核心，中原財經法學，第17期，2006年12月，頁195-259。
89. 朱慶，上市公司收購防禦決議機制立法模式的反思與重構，學術界，2期，2016年4月，頁205-213。
90. 朱蕾，全流通對上市公司的影響，現代商業，2010卷，10C期，2010年10月，頁113-114。
91. 艾振強，愛使股份：游資力挺機構出逃，股市動態分析，2014年16期，2014年5月，頁40-41。
92. 何曜琛，公司治理與公開發行公司董事之告知義務--以美國法為中心，華岡法粹，30期，2003年12月，頁101-205。
93. 余文彬，論公司分割之型態、會計處理及租稅措施（上），實用稅務，345期，2003年9月，頁95-98。
94. 余尚武、江玉柏，影響企業購併成敗之因素與策略探討，經濟情勢，第四卷，第二期，1998年，頁125-144。
95. 吳一凡，徐工改制塵埃落定凱雷入主徐工機械，建築機械化，2005年11期，2005年7月，頁20-22。

96. 吳宇紅、萬山，愛使股份:股權變動最頻繁，三聯競爭力，2005年3期，2005年7月，頁26-28。
97. 吳宇紅、萬山，方正科技:權力變局與利益變遷，三聯競爭力，2005年3期，2005年7月，頁18-23。
98. 吳成物，競爭法對企業購併行為之規範，月旦法學雜誌，68期，2011年1月，頁64-83。
99. 吳佳慧，變革後公開收購制度之簡介，證交資料，491期，2003年3月，頁2-13。
100. 吳昊、李剛，全流通時代上市公司如何應對敵意收購，合作經濟與科技，2007年7期，2007年7月，頁49-50。
101. 吳政言、付浩，申銀萬國收購宏源證券案例分析——著眼於併購理念、併購動因、併購溢價和併購績效的分析，時代金融（中旬），2017年6期，2017年11月，頁193。
102. 吳勝春、劉文華，公司併購防禦的法律規制，法商研究（中南政法學院學報），4期，1998年，頁22-28。
103. 吳曉慧，高層管理者個人特征與企業併購文獻綜述，現代商業，2017年26期，2017年11月，頁115-116。
104. 吳顏，盛新收購案與寶延收購案的比較分析，信息產業報道，2005年3期，2005年7月，頁58-63。
105. 宋慧晶，新制度環境下的資本市場併購重組，產權導刊，2008年7期，2008年7月，頁47-48。
106. 李平，我國二級市場收購業務的創新，商業研究，2002年9期，2002年7月，頁48-49。
107. 李宜雯，資訊揭露--證券市場的防腐劑，證券暨期貨月刊，29期，第11卷，2011年11月，頁5-23。

108. 李忠平，試析購並新政對證券市場利益格局的影響，全國商情理論研究，7 期，2009 年 7 月，頁 125-126。
109. 李昱，張金偉，簡析改革開放以來姓「資」姓「社」的兩次爭論，江漢大學學報（社會科學版），2011 年 3 期，2011 年 7 月，頁 31-34。
110. 李娜，利用外資併購改組國企的意義，商業經濟研究，2004 年 23 期，2004 年 7 月，頁 29-30。
111. 李娜、劉高峰，敵意併購財務績效評價體系研究，合作經濟與科技，24 期，2008 年 7 月，頁 78-79。
112. 李婧悅，反收購視野下目標公司管理層的行為規制，學術探索，7 期，2013 年 8 月，頁 56-59。
113. 李紹來，民主政治建設與政治體制改革中姓「資」姓「社」爭論述評，實事求是，2012 年 1 期，2012 年 7 月，頁 109-112。
114. 李雪菲、阿茹哈，企業通過事件獲得媒體報道的方式研究——以三一集團為例，商情，2018 年 6 期，2018 年 3 月，頁 96-97。
115. 李斌，WTO 時代併購市場的中國功夫——十大併購事件點評，新財經期刊，2005 年 1 期，2005 年 7 月，頁 92-93。
116. 李開遠，證券交易法第一百五十五條第一項第四款處罰股價操縱行為——不法炒作刑事責任之探討，銘傳大學法學論叢，第 2 期，2004 年 6 月，頁 171-218。
117. 李新平、陳濤，反併購的利益衝突及制度安排，經濟論壇，2004 年 9 期，2004 年 7 月，頁 98-99。
118. 李新華，上市公司收購期間的股東權保護，WTO 經濟導刊，12 期，2007 年 7 月，頁 92-94。
119. 李樟喆，首次披露：鮮為人知的中國股史內幕——紀念中國股份制發展 30 周年暨中國股市發展 20 周年，創新時代，2010 年 7 期，2010 年 7 月，頁 79-83。
120. 李靚，期貨內幕交易罪立法之國際比較，財經理論與實踐，26 卷 6 期，2005 年 11 月，頁 120-122。

121. 李豔、陳雯，滬蘇邊緣區經濟合作的時空關係及其對策—以南通和蘇州為例，
長江流域資源與環境，14 卷 2 期，2005 年 3 月，頁 139-143。
122. 杜勇、謝志華，定向增發中大股東雙向增發與減持異像及其啟示，商業經濟研
究，2015 年 1 期，2015 年 1 月，頁 79-81。
123. 杜曉榮、李娜，敵意併購能否改善企業的財務績效，經濟導刊，6 期，2007 年
7 月，頁 72-73。
124. 汪晶，分期分級董事會條款的法律效力，現代商貿工業，26 期，2017 年 11
月，頁 128-129。
125. 周士傑，上市公司收購重組中的業績承諾實踐，商期刊，2014 年 15 期，2014
年 8 月，頁 22-35。
126. 周倫軍，從不當得利到損害賠償：內幕交易民事責任的邏輯演進，法律適用期
刊，第 8 期，2015 年，頁 2-10。
127. 周欽逢，禁止內幕交易之理論，商期刊，14 期，2012 年 8 月，頁 74。
128. 周程，徐工集團重點產品市場競爭力研究，建設機械技術與管理，2001 年 2
期，2001 年 7 月，頁 37-38。
129. 尚曉琦、趙大偉、郭汶東，由凱雷併購徐工引發的對外資併購的思考，中國科
技財富，2008 年 5 期，2008 年 7 月，頁 124-126。
130. 林仁光，公司合併與收購之法律規範，萬國法律，105 期，1999 年 6 月，頁
23-40。
131. 林仁光，論公司合併及其他變更營運政策之重大行為與少數股東股份收買請求
權之行使，東吳法律學報，11 期，第 2 卷，1999 年 5 月，頁 103-152。
132. 林宜男，董監事、經理人職責之公司治理機制--以金融控股公司為例，政大法
學評論，75 期，2003 年 9 月，頁 245-323。
133. 林益，淺析內幕交易的危害及禁止的必要性，大眾商務，5 期，2010 年 7 月，
頁 251。

134. 林偉偉、湯健，民資併購國企的主要障礙及對策研究，經濟視角，2011年2期，2011年7月，頁61-62。
135. 林國彬，敵意併購防禦措施之研究—以財務性防禦措施終之毒藥丸為主要範圍，臺北大學法學論叢，第71期，2009年9月，頁81-125。
136. 林國彬，敵意併購防禦措施之研究—黃金降落傘，萬國法律，第152期，2007年4月，頁9-25。
137. 侯洪濤，解構與續造：WTO機制下我國貿易保護主義的應對路徑--以政府採購立法為分析視角，湖南科技學院學報，2015年12期，2015年12月，頁118-120。
138. 姚寶敬，上海軟件企業兼並重組情況觀察，軟件產業與工程，2015年2期，2015年4月，頁17-27。
139. 姜方利、劉德瑞，內幕交易及其法律規制，長沙民政學院學報，2期，2007年7月，頁36-38。
140. 段澄，凱雷-徐工案轉折，三聯競爭力，2006年11期，2006年7月，頁11。
141. 洪志勳，蛻變中的中國市場—論中國企業併購衍生的市場壟斷問題，科技法律透析，18卷10期，2006年10月，頁22-27。
142. 胡家明，老國企重燃第二春--從老國企的成功改制重組引發的思考，中國中小企業，2006年5期，2006年7月，頁71-72。
143. 胡鴻高、趙麗梅，論目標公司反收購行為的決定權及其規制，中國法學，2期，2001年，頁38-42。
144. 韋忠語，證券內幕交易歸責原理探析，雲南大學學報（法學版），4期，2005年7月，頁37-42。
145. 唐林垚，論我國上市公司收購之舉牌預警及全面要約，西南民族大學學報（人文社科版），2017年12期，2017年12月，頁108-115。
146. 唐淑堯，我國上市公司收購法律制度研究，東方企業文化，22期，2015年12月，頁132。

147. 夏晶，外資併購國企的動機與效應分析，科技創業月刊，2004 年 9 期，2004 年 7 月，頁 46-48。
148. 孫辰健，上市公司「殼」資源交易價格的理論分析，當代經濟科學，2001 年 5 期，2001 年 7 月，頁 44-48。
149. 孫靜謙，目標企業股權結構對併購防禦的影響，管理觀察，2018 年 7 期，2018 年 6 月，頁 135-139。
150. 祝紅梅，內幕信息、內幕交易及其管制，南開經濟研究，2 期，2002 年 7 月，頁 16-20。
151. 秦梅玉，認真對待反收購——基於外資併購風險治理的視角，中國經貿，2010 年 16 期，2010 年 7 月，頁 100-101。
152. 耿士俊、賈曉萌，外資收購我國國有資本動機研究，現代商貿工業，2010 年 1 期，2010 年 7 月，頁 106-107。
153. 袁舒曉，淺談「野蠻人」的收購困境——以寶能收購萬科為例，現代商業，2017 年 32 期，2017 年 1 月，頁 98-99。
154. 馬一，公司實際控制人與股東利益衝突的寓言解讀——實際控制人、股東、收購者的博弈，西南民族大學學報（人文社科版），10 期，2010 年 7 月，頁 109-114。
155. 馬洪芳、張霜，殼資源轉讓績效的實證分析，科技廣場，2007 年 4 期，2007 年 7 月，頁 9-12。
156. 馬羿，我國上市公司章程中的反收購條款適用淺析，海南大學學報（人文社會科學版），27 卷 1 期，2009 年 2 月，頁 69 - 73。
157. 馬磊、王學飛，上市公司重大資產重組中的若干注意事項淺析，中小企業管理與科技，27 期，2011 年 7 月，頁 104。
158. 高林遠，改革開放 30 年三次思想交鋒的回顧與啟示，四川師範大學學報（社會科學版），2008 年 5 期，2008 年 7 月，頁 5-9。

159. 崔國慶，論國際投資協議中穩定性條款，商期刊，2016年11期，2016年5月，頁120。
160. 康榮寶，大陸上市公司治理結構問題之探討，證交資料，470期，2001年6月，頁1-23。
161. 張心悌，公開發行公司高階經理人報酬決定與監督之研究，臺北大學法學論叢，58期，2006年6月，頁1-42。
162. 張旭，中國上市公司要約收購制度適用分析及完善空間，才智，8期，2014年6月，頁10-15。
163. 張景偉、耿建新，我國海外併購中國企與民企的比較，會計之友，2010卷4C期，2010年4月，頁79-82。
164. 張新、祝紅梅，內幕交易的經濟學分析，經濟學季刊，3卷1期，2003年10月，頁71-96。
165. 張榆青，當代公司跨國收購的新發展及其法律規制，西北大學學報（哲學社會科學版），第34期第2卷，2004年，頁121-124。
166. 張鳳翔，論上市公司要約收購制度的完善——以愛建集團要約收購案為視角，證券法苑，1期，2018年8月，頁266-279。
167. 張麗，直面中國企業跨國併購的風險，大眾商務，2010年10期，2010年7月，頁16-19。
168. 曹娟，上市公司會計信息披露的問題及對策，集團經濟研究，20期，2007年7月，頁237。
169. 曹娟楠，二級市場收購與收購企業經營績效，經貿實踐，2017年9期，2017年7月，頁140。
170. 梁俊鋒，中國企業面臨的跨國併購研究，城市建設理論研究期刊（電子版），2016年8期，2016年6月，頁2185-2186。
171. 梁桂川，跨國併購與中國企業及聯盟的博弈，科技創業月刊，2006年5期，2006年7月，頁43-44。

172. 莊東辰，國退民進：券商的一個發展方向，銀行家，2003年10期，2003年7月，頁76-77。
173. 莊蕎安，攻防戰之守方政策，會計研究月刊，第254期，2007年1月，頁40
174. 許杏宜，敵意併購之防禦：從日月光敵意併購矽品談起，會計研究月刊，360期，2015年11月，頁90-97。
175. 許惠峰、陳昱龍，敵意併購策略適法性暨經濟效益分析—以炎洲敵意併購亞化為例，華岡法粹，2012年7月，53期，頁85-126。
176. 郭大維，我國公開收購制度之探討--兼論英美相關立法例，臺北大學法學論叢，65期，2008年3月，頁89-131。
177. 郭大維，論敵意併購下目標公司董事之義務與司法審查標準--我國法與美國法之比較研究，輔仁法學，39期，2010年6月，頁49-100。
178. 郭建華，上市公司內幕交易的防範與控制，現代經濟信息，16期，2012年7月，頁166-167。
179. 閔遠青，略探反收購措施之毒丸計劃，消費導刊，2010年，2期，頁23-26。
180. 陳安琳，湯惠雯，許銘峻，企業購併對主併公司股東財富的影響，亞太管理評論期刊，第5期第2卷，2000年，頁171-182。
181. 陳自忠、肖威，論上市公司敵意收購的法律規制，河海大學學報（哲學社會科學版），第4期第3卷，2002年，頁15-19。
182. 陳坤、冒潔生，論企業併購策略的制定，北方論叢，2001年6期，2001年7月，頁39-41。
183. 陳俊仁，論股東於公司之地位--股東於公開發行公司角色與功能之檢視，成大法學，12期，2006年12月，頁185-246。
184. 陳高游，股權分置改革後的中國上市公司併購策略，經濟問題，2007年5期，2007年7月，頁91-92。
185. 陳章波，全流通的治理效應研究，現代管理科學，5期，2006年7月，頁118-119。

186. 陳自忠、肖威，論上市公司敵意收購的法律規制，河海大學學報（哲學社會科學版），第4期第3卷，2002年，頁15-19。陳雪如、施光訓、葉兆晏，企業合併與收購決策之策略分析與實證研究，華人經濟研究，第2期第1卷，2004年1月，頁132-158。
187. 陳新玲，出資瑕疵股東權利行使的法律規制，會計之友，2013年28期，2013年1月，頁55-57。
188. 陳暉，淺談公司併購重組中的法律監管問題，知識經濟，24期，2011年7月，頁17。
189. 陳豪，敵意併購中目標企業的預防性反併購措施綜述，中國電子商務，5期，2014年5月，頁278。
190. 陳慧，險資舉牌收購萬科的成因及啟示探究，商業會計，2018年3期，2018年7月，頁34-37。
191. 陳蕾，內幕交易認定剖析，宜春學院學報，30卷3期，2008年6月，頁80-84。
192. 陳麗宇、賴蓉禾，董事經驗對企業海外直接投資績效之影響—以美國企業國際併購宣告為例，中山管理評論期刊，21卷1期，2013年3月，頁199-237。
193. 陶育青，突發事件對我國股市的影響，金融博覽，2001年11期，2001年7月，頁27。
194. 陸小平，加入WTO與提高徐工集團核心競爭力的發展戰略，建設機械技術與管理，2001年6期，2001年7月，頁4-7。
195. 彭波，試析證券內幕交易的概念、特徵及其要素，湖南商學院學報，1期，2006年7月，頁64-66。
196. 曾更瑩，修正後企業併購法與三角合併，月旦裁判時報，52期，2016年10月，頁61-72。
197. 曾淑瑜，再論公司經營權爭奪之相關法律問題，月旦法學，29期1997年10月，頁73-79。

198. 游啟璋，股份收買請求權的股東退場與監控機制，月旦法學雜誌，128 期，2006 年 1 月，頁 53-68。
199. 湘文，重組併購的「中聯模式」，中國高新區期刊，2004 年 8 期，2004 年 7 月，頁 27-29。
200. 焦文成，目標公司反收購策略效果分析，審計與理財，10 期，2006 年 7 月，頁 33 - 34。
201. 黃力之，金融危機中的姓「社」姓「資」方法論啟示，晉陽學刊，2009 年 2 期，2009 年 7 月，頁 74-77。
202. 黃文，目標公司反收購中董事信義義務研究，西南財經大學 2007 年碩士論文，2007 年 9 月，頁 49-53。
203. 黃芸，淺析《上市公司收購管理辦法》，法制與社會，5 期，2009 年 7 月，頁 349-350。
204. 黃春滿，股權分置改革背景下企業併購估值研究，莆田學院學報，2006 年 6 期，2006 年 7 月，頁 22-25。
205. 黃國橋，上市公司資產重組問題研究，改革與戰略，2001 年 4 期，2001 年 7 月，頁 67-70。
206. 黃銘傑，企業併購法之檢討與省思（下），月旦法學雜誌，第 97 期，2003 年 6 月，頁 219-236。
207. 黃銘傑，我國公司法制關於敵意併購與防衛措施規範之現狀與未來，月旦法學，129 期，2006 年 2 月，頁 134-160。
208. 黃瀾，王冀寧，中國商業產權交易的演化學習研究，江海學刊，2006 年 6 期，2006 年 7 月，頁 67-72。
209. 愛使股份跨界併購游久時代，證券法苑，2017 年 1 期，2017 年 8 月，頁 203-216。
210. 楊馥如，王偉權，林惠雪，蔡珮蓉，購併公司的財富效果與公司治理特性，永續發展與管理策略，第一期，2013 年，頁 59-84。

211. 葉秋英、吳志光，論企業併購法下收購類型之適用，月旦法學，94 期，2005 年 3 月，頁 226-237。
212. 賈新民、戴娟萍，上市公司控制權爭奪的途徑與方式研究，商業經濟研究，6 期，2008 年 7 月，頁 78-81。
213. 管衛華、趙媛、林振山，改革開放以來江蘇省區域空間結構變化，地理研究，23 卷 4 期，2004 年 7 月，頁 541-550。
214. 翟明蝶，上市公司控制權轉讓相關法律問題分析，楚天法治，11 期，2014 年 12 月，頁 142。
215. 趙芙曉，反收購條款與現金持有的研究，經貿實踐，14 期，2018 年 7 月，頁 98-100。
216. 趙雙林，中美內幕交易界定的比較分析，商場現代化，X 卷 569 期 (2009/03)，321-322。
217. 劉邦典、余惠芳、林少斌，美國企業併購新事件與前瞻，華人經濟研究，4 卷 1 期，2006 年 3 月，頁 1-14。
218. 劉亞錚、譚勁松，企業併購決策的博弈分析，技術經濟，2002 年 10 期，2002 年 7 月，頁 44-45。
219. 劉孟俊，中國大陸對外併購、投資策略、發展與影響，展望與探索，第 15 卷 第 9 期 2017 年 9 月，頁 59-77。
220. 劉孟俊，近年中國大陸全球大型併購之趨勢及意涵，中國經濟，2017 年 1 月，頁 56-61。
221. 劉松鶴、葉夢津，我國證券內幕交易的成因與防治，當代經濟，21 期，2012 年 8 月，頁 130-131。
222. 劉建森，徐工集團:打通全價值鏈實現集團管控，工程機械，2009 年 11 期，2009 年 7 月，頁 86-88。
223. 劉剛，凱雷收購徐工機械 85% 股權，工程機械，2005 年 12 期，2005 年 7 月，頁 80。

224. 劉健霞，上市公司收購的法律意義探析，青海民族大學學報（教育科學版），2期，2004年7月，頁40-42。
225. 劉瑞波、馬冉，改革開放以來我國銀行業併購效率的實證分析，東岳論叢，2010年11期，2010年7月，頁35-38。
226. 範佳龍，對國企併購重組的趨勢、模式和挑戰的思考，企業改革與管理，2018年9期，2018年7月，頁15-21。
227. 鄭文力，民企併購國企過程中的文化整合，華東經濟管理，2006年6期，2006年7月，頁31-34。
228. 鄭彧，上市公司收購法律制度的商法解讀，環球法律評論，5期，2013年8月，頁71-83。
229. 鄭彧，上市公司收購法律制度研究:歷史、現狀、問題及變革，證券法苑，2期，2013年5月，頁780-818。
230. 魯芸芸，上市公司收購中收購人的誠信義務探析，法制與社會，35期，2008年8月5日，頁118 - 119。
231. 黎詣遠，經濟全球化到底姓「社」還是姓「資」，中國國情國力，2001年2期，2001年7月，頁4-6。
232. 盧文道，上市公司收購中的資本文明與制度保障，證券法苑，1期，2018年8月，頁40 - 44。
233. 蕭冰，「殼資源」表現形式分析，資源開發與市場，2001年1期，2001年7月1日，頁25 - 26。
234. 賴英照，從尤努斯到巴菲特—公司社會責任的基本問題，台灣本土法學雜誌，第93期，2007年4月，頁150-180。
235. 錢立強、趙愛玲，2012年中企海外併購或將加劇，中國對外貿易，2012年2期，2012年7月，頁35。
236. 龍正林，上市公司收購法律監管制度探析，商業經濟研究，19期，2014年7月，頁101-103。

237. 戴銘昇，從公司治理角度看股東會決議成立要件及相關問題，華岡法粹，第 50 期，2011 年 7 月，頁 145-194。
238. 薄荷，凱雷的秘密，中國電子商務，2007 年 7 期，2007 年 7 月，頁 64 - 66。
239. 謝何融、肖克佩，反併購措施與股東權益的保護——反併購措施的實施及效果的比較分析，會計之友，2011 年 26 期，2011 年 7 月，頁 48-53。
240. 謝易宏，企業併購的法律成本與風險，中原財經法學，5 期，2000 年 7 月，頁 383-405。
241. 攀登、鄒炎，內幕交易與市場操縱的事件研究，當代經濟管理，27 卷 5 期，2005 年 10 月，頁 129-136。
242. 關西彬，抵債式股份回購的特點及其法律障礙，商業研究，2004 年 10 期，2004 年 7 月，頁 153-155。
243. 龐克道、俞建忠，論上市公司收購中的反收購制度，河南財政稅務學報，6 期，2004 年 7 月，頁 27-29。
244. 龐克道、俞建忠，論上市公司收購中的反收購制度，河南財政稅務學報，6 期，2004 年 7 月，頁 27 - 29。
245. 龐玲蔚、郭德雙，對審計上真實與法律上真實的探討，湖北理工學院學報，2003 年 6 期，2003 年 7 月，頁 55-59。
246. 嚴榮華，股市投資陷阱揭秘之三四—延中實業，產權導刊，2009 卷 10 期，2009 年 10，頁 77-77。
247. 嚴榮華，凱雷併購徐工的玄機，產權導刊，2006 年 9 期，2006 年 7，頁 12-14。
248. 蘇建偉，上市公司協議收購信息披露法律問題探討——以上海汽車集團股份有限公司為例，青春歲月，28 期，2017 年 12 月，頁 161-163。
249. 顧勇、吳衝鋒，上市公司併購動機及股價反應的實證檢驗，系統工程理論與實踐，2002 年 2 期，2002 年 7 月，頁 84-89。

三、學位論文

1. 余文君，我國目標公司管理層反收購策略研究，江西財經大學法律學系碩士論文，2004年。
2. 吳培滢，公司財務狀況與併購，元智大學財務金融學程財務金融暨會計碩士論文，2018年。
3. 林伊柔，企業併購中先購後併的內線交易問題，國立政治大學法律學系碩士論文，2015年。
4. 范仁耀，台灣二次金改與公司治理－以內部控制為中心，逢甲大學國際經營管理碩士學位學程碩士論文，2012年。
5. 孫平，反收購措施中的驅鯊條款，西南政法大學法律碩士論文，2007年。
6. 孫媛，毒丸計劃法律問題研究，對外經濟貿易大學法律碩士論文，2007年。
7. 張聖偉，跨國併購之綜效來源探討：新興市場與已開發國家之比較，國立中正大學財務金融系研究所，商業及管理學門財務金融學類碩士論文，2017年。
8. 許秋嬋，公司控制權交易價值之研究－兼論控制權移轉時對股東權益之保護，臺北大學法律研究所碩士論文，2008年。
9. 陳思穎，從實證觀點探討我國敵意併購之法制，國立政治大學法律科際整合研究所法律學碩士論文，2016年。
10. 陳昱龍，敵意併購策略適法性及經濟效益之研究，中國文化大學法學院法律學系碩士論文，2012年。
11. 陳敬宏，企業併購法制稅捐減免措施之研究，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文，2008年。
12. 楊惠茵，比較法上敵意併購防禦措施於我國適用之可行性，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文，2014年。
13. 董慧璋，大港油田收購愛使股份及其整合發展研究，武漢理工大學2002年碩士論文，2002年。
14. 齊莘，公司章程中的驅鯊條款研究，重慶大學法律碩士論文，2007年。

15. 蔣曉蘊，目標公司管理層反收購行為法律規制研究，西南財經大學 2008 年碩士論文，2008 年。

四、政府公告或出版物

1. 中國證券監督管理委員會，上市公司併購重組專家諮詢委員會工作規則，2012 年 2 月 6 日證監會公告〔2012〕2 號。

貳、英文文獻

1. TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 1976。
TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., US Supreme Court, Justia Volume 426.
<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/426/438/>

