國立政治大學法學院碩士在職專班

碩士學位論文

中國上市公司收購的法律制度研究

Study on legal System for listed company mergers and acquisitions In China

國立政治大學
National Chengchi University

指導教授：王文杰 博士

研究生：黃詩瑩

中 華 民 國 109 年 7 月

DOI:10.6814/NCCU202001352

謝詞

論文能夠順利完成，首先要感謝指導教授王文杰老師對我的悉心教導，對於論文的撰寫，老師均費心的愷切指正，每每與老師討論論文內容後，皆能大幅擴展寫作的視野及角度。尤其因論文內容環繞在中國的收購法律規範，相關的中國收購法律書籍，老師非常用心幫忙託人跨海帶回，讓我在台灣寫作一樣能取得中國學者最新出版的收購著作。

也特別感謝口試委員王煦棋老師及周振鋒老師，在百忙之中願意撥冗擔任口委，花費許多時間審閱我的論文，並且在口試時對於論文的不足之處給予諸多的寶貴建議，讓論文內容能夠更臻完備。同窗好友蕙如、宗樺、奎嘵、安宇及政大法碩在職專班同學，在修業期間的相互鼓勵和扶持，都是完成學業中值得珍藏的記憶。好友小莊、秀梨、詠玲、嘉縈、淑芳的打氣加油，均一併在此表達感謝之意。

最後，謝謝我的家人，心中充滿無限感激，沒有您們不求回報的付出，今天我也無法順利取得碩士學位。

2020.07.15

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202001352

摘要

商業貿易國際化促進了收購浪潮的興起及活躍，上市公司收購為擴充企業的經濟規模與資源配置優化調整到位最重要的方式之一。上市公司收購交易活動涉及的層面廣泛且複雜，國家惟有建置系統性的收購法律體系才能明確且有效的引導收購雙方應遵循的遊戲規則。但中國於收購法律規章上向來存在諸多爭議，使得實務踐行收購及反收購面臨不確定性的法律風險且增加收購成本，雖然《公司法》於 2018 年及《證券法》於 2019 年均有作最新修訂，2020 年《上市公司收購管理辦法》也同步配合調整修正，但仍未臻完善。

上市公司收購計劃發動前，前置作業必先經過縝密的考量該計劃案的成本效益，稅捐負擔及租稅優惠是評估收購成本重要的一環，稅收效應無疑會顯著影響收購決策者的施行方針，故相關的收購租稅法律規定亦屬收購法制下的核心組成部分。

本文探討研究中國特色的收購法律制度，分析多頭發展下的收購辦法規章造成的實踐衝擊與立法者弔詭的制約反收購的健全發展等問題，提出對現行收購法律規制提出改善的建議和想法。

關鍵字：上市公司收購、要約收購、反收購、股權分置改革、上市公司收購管理辦法

DOI:10.6814/NCCU202001352

Abstract

International business trade increases a rising tide of acquisitions. The listed company mergers and acquisitions is one of important approaches to extend the scope of an enterprise and the optimized allocation of an enterprise resources as well. The dimensions of the listed company acquisition are extensive coverage and complex. The state government shall make systematic laws and regulations in order to guide the rules for mergers and acquisitions (M&A). However, China has been controversies on regulations of M&A and anti-takeover, which makes the uncertainties of legal risks and the cost of M&A. In spite of some amendment of Company law in 2018, Securities law in 2019 and Measures for the Administration of the Takeover of Listed Companies in 2020, there are still remaining improvement to address.

The cost-benefit analysis is important prior to a listed company mergers and acquisitions, and the tax burden and tax premium are as well. The effect of taxation shall have an obvious influence on decision making of M&A, therefore, the taxation regulation is also one core part of M&A law and regulations.

The study was aimed to investigation of Chinese M&A laws, and to analyze the impact of M&A laws under the bull market and the development of fighting against the anti-takeover. Besides, the study proposed suggestions and comments on current M&A laws and regulations.

DOI:10.6814/NCCU202001352

Key words: The listed company mergers and acquisitions, tender offer, anti- takeover, share-trading reform, Measures for the Administration of the Takeover of Listed Companies

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202001352

目錄

第一章 緒論 1

第一節 研究動機與目的 2

第二節 問題意識 3

第三節 研究架構 5

第二章 上市公司收購的概念.....6

第一節 收購的內涵 6

第二節 收購的方式 11

第一項 協議收購 11

第二項 要約收購 13

第三項 集中市場競價收購 15

第三節 中國上市公司收購的法律制度 16

第一項 收購法律制度之源起 16

第二項 建立全國性收購法律制度 18

第三項 現行收購法律制度 22

第四項 中國上市公司收購制度面臨的困境.....28

第三章 股權分置改革後中國收購的發展狀況和特殊性 36

第一節 股權分置的雛型 36

第二節 不均衡的二元股權結構成型格局 38

DOI:10.6814/NCCU202001352

第三節 股權分置改革的勢在必行 41
第四節 後股權分置時代收購方式的轉變 43
第一項 股權分置下的收購主流型態 43
第二項 股權分置改革下對收購活動的影響 45
第三項 股改後符合國際潮流之收購型態 52
第四章 企業收購之租稅法律規制.....60
第一節 企業收購的租稅規定 60
第一項 一般性的稅務處理 62
第二項 特殊性的稅務處理 69
第三項 優惠政策的稅務處理 75
第二節 收購稅收法律規定設計存在的問題 76
第一項 一般性稅務處理的缺失 76
第二項 特殊性稅務處理的缺失 77
第三項 缺乏系統性的收購稅法法律且立法層次低.....77
第三節 實質課稅原則的概念 79
第五章 上市公司反收購的法律規定研究.....82
第一節 反收購的概念 82
第二節 反收購涉及各方相關主體的利害關係 85
第一項 收購企業與目標公司的利害關係 85

DOI:10.6814/NCCU202001352

第三節 具體的反收購防禦策略分析 89
第一項 事先的防禦策略分析 89
第二項 事後補救的防禦策略分析 94
第四節 中國反收購措施的適法性分析 98
第一項 中國反收購法律規制的評析 98
第二項 現行法律對反收購措施的規定 101
第六章 結論 107
參考文獻 109

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202001352

圖目錄

圖 3- 1　2009-2018 年中國併購市場發展趨勢 53

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202001352

第一章 緒論

處於現今全球化的經濟環境下，貿易往來打破國與國之間壁壘，例如歐盟國的商業活動彼此無關稅、無國界以及東協自貿區會員國銷售產品亦採零關稅，企業國際化為時勢所趨，由於產業發展的快速變遷、產品生命週期的縮短，企業所面臨的競爭對手不再拘限於國內，面臨各國同業對手的虎視眈眈，如何在荊棘遍布的環境下遙遙領先同行，除了國家政策的支持，最重要還是來自於企業自身能力的快速提升，透過收購是主要的方式之一。企業收購的動機無論是基於合縱、連橫還是多角化發展的考量，皆離不開對收購公司自身有利，也就是基於各種因素，例如提高市占率、開拓新產品、取具商標專利權、降低生產成本、確保供應商的全力配合、擴大規模經濟、稅務規劃、獲得極具價值的實體資產、發展品牌策略等等，利基點站在宏觀面之企業永續發展來衡量，是故收購目標公司後，成果不一定能夠收到立竿見影之效，也有可能為細水長流的型態。

中國在 1978 年以前，還處於以計畫經濟、農業社會為主，主張自給自足不對外開放，形同鎖國政策，到了經濟改革開放後，證券交易市場才開始興起，論中國證券市場第一起的收購案，眾所周知為 1993 年 9 月中國寶安集團收購延中實業，因在當時的政經背景，上

DOI:10.6814/NCCU202001352

市公司仍具有濃厚共產主義色彩的股權結構特性下，延中實業為極少數股權完全流通在外的上市公司，沒有常見的國家股及法人股，且 9 成以上的股權掌握在自然人手中，股本也小，才 3000 萬股，收購過程中雖吵得沸沸揚揚，最終仍能收購成功完美落幕。由此可看出中國收購拉開序幕的時間遠晚於歐美先進各國，在起跑點已落後於他國的情況下，中國政府不得不因應時代所趨，奮起直追，頒布一系列與收購相關的法律命令及規範性文件，並鼓勵企業興起收購浪潮，迄今中國企業的收購發展史滿打滿算也不過二十多年，由於累積的經驗尚淺，制定的法律規章的制度設計想當然耳會有諸多考量不周全之處。

第一節 研究動機與目的

中國屬於新興的證券市場，隨著商業貿易的愈發的活絡興盛，企業本身面臨的競爭環境也愈發激烈，為了企業資源的優化配置，從而獲得更多的利潤，收購成為實現手段的主要模式，無形中也更加促進資本市場中收購活動的蓬勃發展。由於中國的證券市場發展深受計畫經濟體制的影響[1]，故在訂定相關的收購法律辦法時，因自身無收購歷史的經驗可供鑑鏡，收購法律條文是參酌西方先進國家的收購法制，

[1]王文杰，中國上市公司收購制度：立於體制結構上的檢視，萬國法律第 146 期，頁 12，2006 年 4 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

未妥善考量中國獨樹一幟的股權結構特色，更遑論各國的經濟政治文化背景皆不同，立法的缺陷自然無法成為建立起一套有系統完善的收購法律規範制度設計。企業進行收購的原意是讓自身得利，但實務上由於中國的收購法律本身存在缺陷，在運作過程中，許多企業所遭遇的收購問題在對應相關的法律規定蘊含著模糊空間，亦或是該問題並未有法律規範指導可以遵循，處理過程中不免問題叢生，面臨了不確定的法律風險，即便收購完成也隱藏著後遺症，影響整體收購環境的健康發展。另外在探討收購法律制度相關的文獻中，很少從法律的視角著墨於收購稅制法規，但收購稅收法律係屬於收購法律架構下不可或缺的一環，本文亦嘗試論述收購稅制法規，探討現行的規定下所隱藏的稅務風險。

第二節 問題意識

提到收購不得不想到反收購，正反就像一體的兩面，只要有收購行為的存在，反收購的出現就是再自然不過的現象，收購與反收購皆屬於收購制度的核心內容，另外因收購所產生的稅負或是租稅優惠的租稅法律也為收購法律架構下的重要組成部分，收購方會依稅收法制規定下選擇對自身最適切的收購標的。本文在論述收購、收購稅務處理及反收購內容規範中，點評中國收購制度架構下所存在的立法缺

DOI:10.6814/NCCU202001352

陷。

中國的收購法律就存有部分條文過度含糊籠統、不符實務操作、留有灰色空間易使企業在適法邊緣遊走，而相關收購法律的配套措施亦存在諸多問題，隨之而來的負面影響接踵而至，例如各部會的行政部門頒布的命令辦法內容上彼此間存在部分衝突，由於所處法律位階低，導致部門間利益本位主義，誰也不服誰，讓企業增添許多困擾及成本等問題仍待解決。

隨著不同的收購方式所帶來的稅務處理規定亦為不同，稅務處理不同也就會造成不一樣的稅捐效果或租稅優惠，透過收購租稅法律規定來讓企業瞭解所選擇的收購方式下應負擔的稅負以免重複課稅。另一方面，為了避免企業以掛羊頭賣狗肉的形式法律來規避稅捐或享受特殊待遇的租稅獎勵，政府會以經濟實質課稅原則來徵收稅捐。

中國對收購活動從法律的立法意旨上可看出其樂見其成的心態，但在對反收購的立法基本精神上卻是秉持不友善的態度，限制良多，可是實務上管理階層實施反收購的防禦措施對企業不見得不利，卻由於實施反收購的適格條件嚴苛許多，造成目標公司管理階層實施反收購行為的困難度大為增加，這種立法上的矛盾是亟待解決之處。

DOI:10.6814/NCCU202001352

第三節 研究架構

本文共分為六章，第一章為緒論，包含研究動機及目的、問題意識以及研究架構等內容，目的在介紹本論文的理念及探討的範疇。第二章為上市公司收購的概念，論述中國收購的源起及方式，並探討收購法制規定。第三章為股權分置改革後中國收購的發展狀況和特殊性，首先介紹中國獨特的二元股權結構的歷史背景，其次上市公司股權分置在階段性任務完成後，順應世界的經濟潮流腳步，功成身退改革股權分置，進入現今的全流通股權架構以及探討目前的收購法制規定。第四章為論企業收購之租稅法制，探討現行的稅收課徵規定與租稅獎勵制度。第五章為上市公司反收購的法律規定研究，先介紹常見的反收購措施，其次評述收購防禦措施在中國的合法性分析。第六章為結論，提出本文的看法及建議。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202001352

第二章 上市公司收購的概念

第一節 收購的內涵

一般稱併購係包含合併與收購。併購概念源於英文(Mergers and Acquisitions-M&A)，由於中國民商法源於大陸法系，在中國的現有民商類法律中並無併購的概念[2]。各國證券法都對上市公司收購的一般原則作了明確規定，其中代表性的是英國於1968年制定的《倫敦城收購與兼併守則》[3]。溯及中國的歷年來的法律文件中，最初有對上市公司收購的概念進行定義的是1992年4月深圳人民政府頒布的深圳人民政府頒布的《深圳市上市公司監管暫行辦法》，該辦法第四十七條規定：「收購與合併是指法人或自然人及其代理人通過收購，擁有一家上市公司(或公眾公司)的股份，而獲得對該公司控制權的行爲。控制權是指擁有一家上市公司25%以上的股份或投票權。」從該辦法的內容中可以清楚看出對收購之概念包含了收購與合併，這邊所指的收購係指廣義的收購內涵。廣義收購等同于廣義兼併，是狹義兼併、狹義合併與狹義收購之總稱，尤其是當

[2]王仁榮，跨國公司跨境併購法律問題研究，中國復旦大學博士學位論文，頁 54，2012 年 6 月。

[3]曲波，論我國證券法對上市公司收購的規制，經濟師，第 1 期，頁 62，2006 年。

DOI:10.6814/NCCU202001352

收購與兼併同時使用時[4]。1992年10月中國證券監督管理委員會正式成立（以下簡稱證監會），1993年4月由國務院發布了《股票發行與交易暫行條例》，該條例當中就有部分條款係規定有關於公開收購之內容，但是對於上市公司的收購並未有其定義。1994年頒布的《股票發行與交易暫行條例》第四章〈上市公司收購〉照舊對於收購概念未予以釐清，只提及上市公司的收購方式有兩種，分別為協議收購與要約收購方式。一直到了2002年9月證監會頒布《上市公司收購管理辦法》(以下簡稱收購管理辦法)對於公開收購施行細則加以規範，該辦法第二條規定：「本辦法所稱上市公司收購，是指收購人通過在證券交易所的股份轉讓活動持有一個上市公司的股份達到一定比例、通過證券交易所股份轉讓活動以外的其他合法途徑控制一個上市公司的股份達到一定程度，導致其獲得或者可能獲得對該公司的實際控制權的行為。」該條直指收購人要取得該上市公司的持股比例須達到能掌握公司的控制權方能謂之為收購。但在2006年收購管理辦法修訂時又將該條刪除，突顯出證監會對如何符合上市公司收購的適格性看法有所改變，不再硬性規定達到握有公司實際控制權的股份比例才為上市公司收購。

[4]干春暉，劉祥生，企業併購:理論、實務、案例，立信會計出版社，頁3，2002年3月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

目前對上市公司收購賦予的法源最高的法律位階主要為《中華人民共和國公司法》(以下簡稱《公司法》)以及《中華人民共和國證券法》(以下簡稱《證券法》)。另外「關於外國投資者併購境內企業之規定」是目前中國大陸有關跨國併購最完整之準據法[5]。

公司法第一百七十三條規定，公司合併可以採取吸收合併或者新設合併兩種形式。證券法第四章係專章規範上市公司的收購，依據2019年最新修正的版本從原本的第八十五條移到第六十二條規定：「投資者可以採取要約收購、協議收購及其他合法方式收購上市公司。」而一般收購形式上多為股權收購和資產收購，股權收購望文生義可知收購的客體為股權，收購方在證券集中市場上或是在場外以其他方式向目標公司股東購買其擁有的股份，使目標公司成為收購方集團事業之一。而所謂資產收購，收購的客體為目標公司的資產，公司的經營權不會易主，公司也仍舊存在，移轉的標的為公司有形或無形的財產，在會計處理上類似於一般買賣資產的交易處理。

[5]王文杰，外資併購中國大陸企業的法制環境分析，月旦民商法雜誌，第33期，頁66，2011年9月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

直至今日，翻遍中國公司法規及證券法規對於有關上市公司收購仍然沒有任何清楚明白的界定，可以看出政府官方不欲對上市公司收購的定義給予明確的解釋。比較國外做法，作為資本市場最成熟的英國與美國，關於何謂上市公司收購也並未在立法上給予明確的定義。因為上市公司收購法律上未定義概念，在學界上就眾說紛紜，有不同看法的學者觀點，大致上可以分成四類:

第一種主張的學者觀點，以持股比例是否達法定強制收購門檻來作分界點，未達強制收購門檻的投資方，購買所持有的股票就視為一般投資人的有價證券交易買賣行為，惟當投資方所持有的股權比重逾強制收購門檻規定的持股比例時，因必須依法行使強制收購要約，發出之後的購買的股份交易行為，就屬於上市公司收購的範疇。

第二種學者觀點，認為投資者的持股比例達到證券法規定的舉牌公告界限即為上市公司收購[6]。2019 年證券法修訂第六十三條規定，投資方在證券市場買入持有表決權股份比例 5%以上時，就須向證券主管機關報告，通知目標公司，且投資方必須對外公告，當投資方繼續買賣表決權股數每增減達到 5%

[6]陳忠謙，上市公司收購，法律出版社，2007 年 3 月，第 4 頁。

DOI:10.6814/NCCU202001352

就須依前面所述規定辦理，當投資方繼續買賣表決權股數每增減達到 1%，僅須要通知目標公司及對外公告。收購方持有股份逾 5%未達 30%以及達 30%應當對公司的股東發出公開的要約收購相關規定係依照收購管理辦法來進行之。

第三種觀點的學者見解，端視投資方持股目的來劃分，判斷投資方從事該上市公司的股票交易買賣是為了攫取更多財富賺取資本利得還是為了實質掌握公司的經營控制權所進行的股份買賣行為，倘若是屬於前者，無論投資方購入的持股比例有多高皆被歸為一般股票交易買賣的範疇，反之，若是屬於後者，投資方為了目標公司實質控制權而來，則不管買入公司多少股份，即使只購進少量股票，都被認定為上市公司收購。

第四種觀點的學者主張，判斷標準為股份買賣交易的場所及持有股份的目的。投資方若為了公司的實質控制權來買進目標公司的股權且惟有在證券集中市場中進行股票交易行為方能屬於上市公司收購。

從上述各派的學者觀點可知，目前在學界中對於上市公司收購的概念，見解看法各異未能一致，但大多認同上市公司收購係投資方透過股份買入交易行為而達成，較多數學者傾向持有股權的目的係為了公司的實質控制權。雖然學界目前對上市

DOI:10.6814/NCCU202001352

公司收購的概念界定還未能達成一致，但都比較認同“收購”概念，是指投資者購買上市公司一定數量的股份，以達到獲得經營控制權的目的，即股權收購[7]。筆者以為，觀其《證券法》第四章上市公司的收購及《收購管理辦法》的內容，可以看出辦法側重規範股權收購的細緻規定。

第二節 收購的方式

上市收購的方式綜觀世界各國而言，大體上不外乎分為下列三種型態：

第一項 協議收購

收購方直接與目標公司股東進行接洽協談收購股東手中握有的股份，包含了收購價格、收購期限以及支付工具等相關細節處理事宜，俟雙方對於一切條件達成共識後，予以簽署協議合約，收購方進而達成取得目標公司的控制經營權之目的。協議收購特點如下:

一、 上市公司的收購活動中，協議收購並不屬於上市公司收購活動的常態，意謂著國際間上市公司收購採取協議方式

[7]陳忠謙，上市公司收購若干法律問題，中國政法大學博士學位論文，頁 16，2004 年 11 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

進行並不常見，蓋因上市公司的股東多半人數眾多，股權亦呈相當分散持有狀態，若採協議收購方式進行，成本效益嚴重不符。惟中國特殊的政經背景環境下，孕育出早期多數的上市公司股份呈現出集中的股權結構，非流通股所佔全體股份總數比例驚人，股權結構中的國家股以及法人股採行協議方式來進行收購反而成效斐然。在中國有許多通過協議收購借殼上市的案例，這主要是因為中國的上市公司中一直有股權分置的情形，收購方和目標公司常常選擇國有股和法人股進行協議收購[8]。

二、 協議收購之主體具有特定性。協議收購交易雙方，一方為出讓方亦即收購者，交易相對另一方為目標公司的特定股東，既不用發出要約收購而且在擬定股權出售的條件上可以分別與個別股東洽談逐一訂立協議合約，不需要統一購買條件，價格自然也可以因人而異。

三、 當公司股權愈集中時，採取協議方式愈有可能達成收購目的，尤其在單一股東持有股權就已經掌控公司的控制經營權下，收購方不僅需要協議的對象極少，效率顯著，再加上實踐程序運作相較於要約收購的法律規定要容易的多，收購的時間大幅縮短，採取協議收購的優勢更加發揮的淋漓盡致。

[8] 陳平凡、楊揚，上市公司併購業務指引，法律出版社，2012 年 8 月，第 94 頁。

DOI:10.6814/NCCU202001352

第二項 要約收購

要約收購(亦稱為公開收購)係收購方對目標公司全部股東發出要約，表達其欲在一定期間屆滿後，以一定的價格向所有股東購買其持有股權的意思表示，來達成獲得目標公司的實質控制權，並依據法令規定程序對於收購要約中須敘明行使的收購價、收購期間以及支付工具等相關具體事項辦理。在要約收購中，目標公司董事誠信義務存在一定的特殊性[9]。雖然目標公司的董事會無權干涉收購方向股東所發出的要約收購，但因董事對外代表公司及股東的委任代理經營公司，董事會可以憑藉著專業知識與經驗有效判斷不良的收購方，避免公司及股東蒙受長遠的利益損失。

要約收購包含部份自願要約與全面強制要約兩種要約類型[10]。部份自願要約係指收購方評估預期欲收購的目標公司股權比例，主動向公司的全部股東發出在該範圍內股份的收購要約；全面強制要約則係指收購方當已持有目標公司股份一定比

[9]冀希，中國要約收購中目標公司董事的信義義務，大連海事大學學報，第 18 卷第 2 期，頁 43，2019 年 4 月。

[10]關景欣，公司併購重組操作實務，法律出版社，頁 17，2007 年 3 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

例時，依規定須向公司的所有股東發出收購所持有的全部股份要約。

要約收購英美的英文名稱有所不同，英國謂之為 Takeover bid，而美國則為 Tender offer，其具有以下特殊性:

一、 要約收購的客體係指目標公司的股份，並未特定於部分股東所持有的股份，而是全數股東所持有的股份。且收購方進行要約收購，無須先行徵求目標公司管理階層的同意。

二、 要約收購為了確保上市公司收購目的能夠順利達陣，取得目標公司的實質經營控制權，為了能讓標的公司股東願意出售該公司的股份，首要前提收購價格當然須定為目標公司在證券市場流通的交易價格再加上一定程度的溢價，方有可能實現目的。要約人在要約收購期間，不得以要約所規定的以外的方式購買目標公司的股票，以免造成目標公司股東間的不平等[11]。

三、 要約收購的收購價、收購期間以及支付工具等收購具體條件對目標公司股東無任何差異對待，亦即全體股東一律適用，收購期間未屆滿之前，收購方不得撤回。收購方不得在

[11]韓朝煒，論上市公司收購監管的若干基本法律問題-兼論我國《證券法》的完善，學術交流，第 2 期，頁 47，2001 年 3 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

收購要約外提出任何其他的附加條件，亦不得以更優於要約收購的條件來購進目標公司的股權。除非是要約收購失敗的情況外，不得再附加任何條件。

第三項 集中市場競價收購

所謂集中市場競價交易，也就是俗稱的掛牌交易，亦即有價證券買賣在證券交易所內公開透過電腦自動撮合的交易模式。故收購若採集中競價方式，須遵守的遊戲規則如下：

一、 現金是收購唯一的支付工具，無法像其他收購方式那樣，可以用證券作為支付方式，所以收購比例若想要成功達標，唯有資金雄厚的收購企業才有辦法採行此種收購方式。

二、 在集中市場大量收購時，股票市場的投資人當然會聞風而動，紛紛進場購買以賺取差價，螞蟻尚可撼樹，當股市的投資人一窩蜂的購買目標公司股票，積沙成塔的股數絕對相當驚人，收購企業如何將股民手中的股票易主，還要掌握住購買標的市價仍低於目標公司股票的實際價值，當為致勝的關鍵因素。

三、 集中市場上由於只能以現金為支付工具，當目標公司的資本額愈大、股價愈高時，收購企業所投入的資金也會愈

DOI:10.6814/NCCU202001352

發可觀，所以當收購企業買標的股票達到一定比例可以取得目標公司控制權時，這時，收購企業購買主力就會從集中市場退出，因已經無須擔心其他競爭者及目標公司管理階層的反撲，繼續取得股票的來源就會改採其他的來源管道，也可以避免目標公司的股價在集中交易市場繼續飆升。

第三節 中國上市公司收購的法律制度

第一項 收購法律制度之源起

由於中國早年因施行共產主義，帶有計畫經濟的社會主義特色，直到 1992 年初，鄧小平第二次南巡，確立採取「具有社會主義特色市場經濟」之後，中國才開始改革經濟體制，市場經濟逐漸成形，企業的經濟活動才開始活絡起來。中國股票市場建立之初，股份有限公司之股份，因其中國特別的股權結構，股份絕大部分集中在國有股及法人股身上，以及對公開發行上市公司實施額度管控的施政方針，注定了中國的股份有限公司和證券市場與國家政府機關會有千絲萬縷的聯繫。這個時期關於公司收購方面尚無全國性的法律規定，只有深圳人民政府於 1992 年制頒的《深圳市上市公司監管暫行辦法》（以下

DOI:10.6814/NCCU202001352

簡稱《辦法》)的第四章「重大交易」和第五章「收購與合併」對上市公司收購程序等事項作了規定，以及國務院證券委員會於 1993 年發佈的《股票發行與交易管理暫行條例》（以下簡稱《股票條例》）中的第四章「上市公司收購」對收購行為進行了專章規定，這兩部的收購規範主要借鏡於英國的強制要約收購模式，主要規範如下:

一、 強制要約收購義務

《辦法》中規定須強制要約收購義務的持股比例門檻有三個:25%以上、50%以上、75%以上，其規範意旨在於當被收購公司出現控制權改變、必須要下市時，公司的中小股東既喪失了原有的投資判斷基礎，又無法改變現狀，有必要保護他們有公平退出公司的機會，故收購人必須發出全面要約的義務。而在《股票條例》中則規定發起人以外的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達到 30%時，即達到全面要約收購義務的持股比例門檻，規定了要約收購的現金對價、價格形成、要約期限、退市標準等監管內容。

DOI:10.6814/NCCU202001352

二、 董事中立義務

董事會中立主義嚴格恪守股東大會作為公司決策機構的公司機構設立原則，將公司的實際控制權還給股東大會[12]。在反收購方面，《辦法》採用了董事中立的立場，將是否以及採用何種反收購措施的權力賦予股東大會，規定目標公司的管理階層(含董事)在未獲得股東大會的批准同意之前，不能採取任何抵禦行為的措施。

三、 收購計畫未成就標準

依《股票條例》第條規第五十一規定，收購要約期滿，收購要約人持有的普通股未達到該公司發行在外的普通股總數的百分之五十的，為收購失敗；收購要約人除發出新的收購要約外，其以後每年購買的該公司發行在外的普通股，不得超過該公司發行在外的普通股總數的百分之五。

國立政治大學 National Chengchi University

第二項 建立全國性收購法律制度

而在 1998 年亞洲金融危機的爆發後，促使中國對境內金融風險的憂患意識大為提升，加速出台規範避免金融發生危機

[12]崔金珍、張淼，從“萬寶之爭”看上市公司敵意收購及其法律規制，天津大學學報(社會科學版)，第 20 卷第 4 期，頁 317，2018 年 7 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

的法令規章，穩定證券市場秩序的呼聲震天，於是同年 12 月 29 日中國第九屆全國人民代表大會常務委員會第六次會議通過並於 1999 年 7 月 1 日起施行的《證券法》，作為管理證券發行與交易的基本法，其中專章（第四章）十七條（第 78 條至第 94 條）對上市公司收購加以規制。證券法的頒布，對於進行上市公司收購實務上提供了更具法理的依據，反映在收購主體、收購方式及收購價格等各層面都有大幅度的突破，全面規範了上市公司收購行為。這次立法層面的調整包括：

一、 解決原先在實務上大量存在的協議收購合法性爭議，從而以分類監管的方式對協議轉讓與競價轉讓的收購行為進行了區別。

二、 取消了原先《股票條例》對強制要約收購的價格及支付形式的限制， 1998 年《證券法》第八十一條改為規定：「通過證券交易所的證券交易，投資者持有一個上市公司已發行的股份的百分之三十時，繼續進行收購的，應當依法向該上市公司所有股東發出收購要約。 」

三、 在法定揭露要求的自由增購率由 2%改為 5%，揭露義務人限為只有通過證券交易所的證券交易而獲得證券的投資者。

DOI:10.6814/NCCU202001352

而在中國於 2001 年底加入世界貿易組織 WTO 後，一方面開始大幅開放國內市場，另一方面，中國也因此拿到了更多的國際市場，使得出口與進口都同時大幅成長，與國外企業的互動開始活絡增多。但在此同時，習慣了政府扶持下的國有企業，在開展國際商業活動中的諸多弊端日益顯現，故中國政府對國有企業進行了戰略性調整，以併購重組作為國有企業體制改革的重要手段。由於 1998 年《證券法》對於上市公司收購僅作原則性規定，為因應上市公司收購活動的發展，2002 年，中國證監會發佈《收購管理辦法》、《上市公司股東持股變動資訊披露管理辦法》和 2003 年《關於要約收購涉及的被收購公司股票上市交易條件有關問題的通知》等部門規章，對上市公司收購作了具體規定。這些配套規則的意義在於:

（一）2002 年《收購管理辦法》首次對「上市公司收購」進行定義，第二條規定：「上市公司收購，是指收購人通過在證券交易所的股份轉讓活動持有一個上市公司的股份達到一定比例、通過證券交易所股份轉讓活動以外的其他合法途徑控制一個上市公司的股份達到一定程度,導致其獲得或者可能獲得對該公司的實際控制權的行為。」

DOI:10.6814/NCCU202001352

(二)《關於要約收購涉及的被收購公司股票上市交易條件有關問題的通知》對要約收購完成後，收購人持股比例超過 75%所涉及的被收購公司股票上市交易的有關問題做出了明確規定。

(三)依據《上市公司股東持股變動資訊披露管理辦法》第七至九條分別定義「股份持有人」、「股份控制人」和「一致行動人」，同時根據不同的收購與持股比例規定了不同的資訊披露要求內容。

(四)配套規則從操作細則層面規定了上市公司控股股東或其他實際控制人在轉讓控制權時對公司及其他中小股東負有誠信義務。

(五)收購人對其所收購的上市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份有效的具體保證。收購人對所持有的上市公司股票，在收購行為完成後的 6 個月內不得轉讓。

(六)配套規則細部規範要約收購過程中出現競爭要約所應遵循的規則，要求出現競爭要約時，初始要約人更改收購要約條件距收購要約期滿不足十五日時，應當予以延長，延長後

DOI:10.6814/NCCU202001352

的有效期不應少於十五日，不得超過最後一個競爭要約的期滿日。被收購公司董事會則應當公平對待所有要約收購人。

第三項 現行收購法律制度

2005 年 4 月 29 日，中國證監會發布《關於上市公司股權分置改革試點有關問題的通知》，宣佈啟動股權分置改革試點工作。證券市場歷經股權分置改革後的新形勢及新要求，對上市公司的制度規範進行了重大程度的調整，2005 年 10 月修訂的《證券法》也在邁向股份全流通的背景下針對證券市場監督改革的新進展對上市公司收購作出制度上的回應。主要亮點就是在多處規定了侵權人應當承擔的民事賠償責任，如操縱市場行為、內幕交易行為的實施人都要對受損害的投資者承擔民事賠償責任[13]。之後 2006 年修訂《收購管理辦法》進一步明確了上市公司要約收購制度的規定。《證券法》先後經歷了 2005 年修訂、2013 年修訂、2014 年修訂及 2019 年修訂，《收購管理辦法》先後經歷了 2008 年修訂、2012 年修訂、2014 年修訂及 2020 年修訂。這一階段的主要修改內容如下:

[13]賈緯、苑多然，上市公司收購中目標公司中小股東利益的司法保護，人民司法，第 11 期，頁 14，2007 年 6 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

一、 由強制性全面性要約收購轉向強制性部分要約收購

在中國這樣的上市公司股權結構較為集中的市場上引入全面要約制度，理論上可能會產生更多損及公司原有控股股東的利益，因為控股股東原先享有的控制權私人收益被迫與中小股東分享，導致其不願對外出讓公司的控制權[14]。2005 年《證券法》第八十八條從平衡收購人與中小投資者的利益關係、鼓勵獲得或鞏固控制權的角度出發，將強制性全面要約收購制度修改為持有一個上市公司已發行的股份達到百分之三十時，繼續進行收購的，可以向被收購公司所有股東發出收購其所持有的「全部」或「部份」股份的要約，不再是強制性要求收購人承擔對全部股份的收購義務；亦即收購者只需按自己的需要的控股份額發出要約，若申報出售的股份超過了要約的數額，收購者則按要約與申報之間的比例購買。

二、 收購信息披露制度的強化

披露制度保護的對象是投資者，尤其是中小投資者[15]。2019 年修訂《證券法》第六十三條規定：「通過證券交易所的證券

[14]湯欣、神田秀樹，公開要約收購的法律規制:從中國到日本，清華法學，第 2 期，頁 40，2019 年。

[15]王湘淳，違反權益披露規則的法律責任分析，重慶大學學報(社會科學版)，頁 3，2019 年 7 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

交易，投資者持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行的有表決權股份達到百分之五時，應當在該事實發生之日起三日內，向國務院證券監督管理機構、證券交易所作出書面報告，通知該上市公司，並予公告，在上述期限內不得再行買賣該上市公司的股票，但國務院證券監督管理機構規定的情形除外。投資者持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行的有表決權股份達到百分之五後，其所持該上市公司已發行的有表決權股份比例每增加或者減少百分之五，應當依照前款規定進行報告和公告，在該事實發生之日起至公告後三日內，不得再行買賣該上市公司的股票，但國務院證券監督管理機構規定的情形除外。投資者持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行的有表決權股份達到百分之五後，其所持該上市公司已發行的有表決權股份比例每增加或者減少百分之一，應當在該事實發生的次日通知該上市公司，並予公告。違反第一款、第二款規定買入上市公司有表決權的股份的，在買入後的三十六個月內，對該超過規定比例部分的股份不得行使表決權。」中國目前的對於上市公司收購的資訊披露監管機構主要是證監會與交易

DOI:10.6814/NCCU202001352

所[16]。收購信息公開的形式主要表現為上市公司收購報告書、通知與公告等。國務院證券監督管理機構於收購人送達上市公司收購報告書 15 日內，若發現該報告書不符合相關法律及有關規定，應及時告知收購人不得公告收購要約。但對於投資者所控制之上市公司股份是否存在非上市或非流通等情形則未規定。

三、 建立專業中介機構

2006 年《收購管理辦法》首次建立了財務顧問對收購人進行收購活動的事前把關，例如於第九條第一項規定：「收購人進行上市公司的收購，應當聘請在中國註冊的具有從事財務顧問業務資格的專業機構擔任財務顧問。收購人未按照本辦法規定聘請財務顧問的，不得收購上市公司。」及第二十八條第一項規定：「以要約方式收購上市公司股份的，收購人應當編制要約收購報告書，聘請財務顧問，通知被收購公司，同時對要約收購報告書摘要作出提示性公告。」而在收購完成後，亦擔負持續督導的責任，例如第七十二條第一項規定：「在上市公司收購行為完成後 12 個月內，收購人聘請的財務顧問應當在

[16]高濤，論上市公司收購監管法律制度的完善，上海商學院學報，第 16 卷第 4 期，頁 51，2015 年 8 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

每季度前 3 日內就上一季度對上市公司影響較大的投資、購買或者出售資產、關聯交易、主營業務調整以及董事、監事、高級管理人員的更換、職工安置、收購人履行承諾等情況向派出機構報告。」此種制度安排體現證監會透過市場機制，引導與約束上市公司的收購行為，藉以提升上市公司收購的效率與透明度。

四、 改革監管制度

2006 年《收購管理辦法》要求財務顧問履行持續督導的責任，且加強了證監會派出機構對財務顧問及收購人的持續監督管理措施。2012 年《收購管理辦法》修訂可看出免於提出豁免申請的放寬，有利於提升上市公司收購的效率。2013 年，上市公司併購重組分道審核制的推出是上市公司收購制度市場化改革中的關鍵步驟，分道制由證券交易所、證監局、證券業協會及財務顧問，分別對上市公司合規情況、中介機構執業能力、產業政策及交易類型三個分項進行評價，根據結果，將併購重組申請劃入豁免/快速、正常、審慎三條審核通道[17]。儘管分道制對上市公司要求嚴格，但卻有利於抑制 A 股併購市場短期投

[17]劉運宏、周凱，上市公司市場化收購的公平與效率問題研究－以《證券法》修改為視角，中國法制出版社，頁 43，2014 年 6 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

機性等問題發生，監管部門實行分道審核制的目的正是為了提高效率的同時也能購解決重組項目不高、誠信不足的問題。2014 年國務院以國發〔2014〕14 號印發《關於進一步優化企業兼併重組市場環境的意見》中對加快推進審批制度改革提出更高規格的要求，主要為簡化審批程序及部分審批取消或下放。

五、 豁免要約收購的規定

2019 年修訂《證券法》第七十三條第一項規定：「採取協定收購方式的，收購人收購或者通過協議、其他安排與他人共同收購一個上市公司已發行的有表決權股份達到百分之三十時，繼續進行收購的，應當依法向該上市公司所有股東發出收購上市公司全部或者部分股份的要約。但是，按照國務院證券監督管理機構的規定免除發出要約的除外。」該條仍繼續將豁免要約收購情況僅限於協議收購方式，採用其他方式收購則無法適用。

DOI:10.6814/NCCU202001352

第四項 中國上市公司收購制度面臨的困境

一、 強制要約收購制度效能不彰

1998 年中國在制訂證券法中的收購立法過程中，借鏡香港地區關於收購所制定的規則，由於香港早前屬英國的殖民地，故實為吸取學習英國本身對收購立法之規定。1968 年英國證券委員會頒布了《倫敦城收購與兼併守則》，規定了收購人的強制要約收購義務。設立強制性收購要約制度的主要目的正是為了使所有的股東獲得公平的待遇，避免出現歧視小股東的情況[18]。參考英國收購法律而頒布的強制要約收購制度，未考量兩國國情因素及經濟發展情況大為不同，導致該制度複製在中國產生了諸多缺點，主要體現在強制要約收購制度雖然可以預防減少無效率公司收購的發生，卻會讓收購方的收購成本大幅攀高，致使收購無法有效率的完成，並導致大型國際專業投資機構望之怯步等。

而在美國，採用的是依據收購交易關係分別規制的方式，即根據集中市場競價交易收購、協議收購以及要約收購等三者

[18]霍一峰 孫玉金，我國上市公司強制要約收購制度的反思－從《證券法》第九十六條的比例收購談起，中國證券，第 8 期，頁 34，2013 年。

DOI:10.6814/NCCU202001352

的不同特點，進行針對性規制[19]。有鑑於此，中國於 2005 年再次修訂證券法時，雖然仍保留了強制要約收購制度，但卻將美國的自願要約收購制度一併納入，期能藉由自願要約收購制度本身的長處來消弭原本實施強制要約收購制度的缺點，不僅降低收購方的收購成本，有效率地進行收購活動，但另一方面，不可避免地減少了保護被收購公司中小股東的利益。由此可看出，修法著重於如何彌補強制要約收購制度的缺點，而非解決收購行為本身所存在的問題，修法的理想雖然很美好，現實卻挺不盡人意，由於兩種要約收購制度無法如預期的發揮以彼之長補己之短的功效，故而中國上市公司收購制度仍存在諸多問題亟待解決。

二、 上市公司收購相關規範彼此存在衝突

在中國，在 2019 版《證券法》和 2020 年版《收購管理辦法》與 1993 年《股票條例》中仍存在著諸多彼此對於上市公司相同主客體的相互矛盾衝突的規定，《股票條例》迄今並未廢止，關於證券發行的規定仍然適用，造成欲遵循法律卻無所適從之感，雖部分或可透過法律上下位階理論，下位階的規範

[19]邱灼松，強制要約收購制度批判研究-兼論我國收購制度模式的選擇，中國法制出版社，頁 236，2013 年 5 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

不能抵觸上位階的規範，但同層位階就無法解決此一亂象，更凸顯出制定證券法規之立法混亂，沒有良好的配套措施，對於收購法規相互牴觸之協調規定幾乎是未曾著墨。此亂象主要顯現在下列幾個方面:

（一）在收購主體的資格認定上，《股票條例》將上市公司收購的主體限定為法人，但對法人的資質沒作其他限制性規定。而《收購管理辦法》第六條除對收購人的履約能力和誠信狀況作了限制性規定同條並可看出收購人包含自然人和法人。第七條禁止不具備實際履約能力的收購人進行上市公司收購，該條規定僅涉及到償債問題，並沒有對其他問題作出相應的限制，收購方式若屬於管理層收購(Management Buy-out)就無法適用，且管理層收購會違反《證券法》第五十條規定知悉證券交易內幕信息的人員不得買賣該公司的證券。另《證券法》對上市公司收購的主體類型並無限制，自然人和法人均可。

（二）因大量持股往往是收購的前兆，關於持股異動須向主管機關申報並對外揭露之規定上，《證券法》及《收購管理辦法》均規定收購人一旦持有上市公司發行在外股份的 5%，之後對其所持有該上市公司發行股份比例每增加或減少 5%，應當報告及公告。另《收購管理辦法》2020 年修訂新增第十三條第

DOI:10.6814/NCCU202001352

三項，明白規定投資者及其一致行動人擁有權益的股份達到一個上市公司已發行股份的 5%後，其擁有權益的股份占該上市公司已發行股份的比例每增加或者減少 1%，應當在該事實發生的次日通知該上市公司，並予公告。《股票條例》則規定收購人持有上市公司發行在外股份的 5%以後，其所持有該上市公司發行股份比例每增加或減少 2%，應當向該公司、證券交易場所及證監會報告及公告。

（三）在收購價格上，《證券法》並未對收購價格有硬性規定。《收購管理辦法》第三十五條規定，收購人進行要約收購的，對同一種類股票的要約價格不得低於要約收購提示性公告日前 6 個月內收購人取得該種股票所支付的最高價格。而《股票條例》則要求收購人要約收購價格以在收購要約發出前 12 個月內收購要約人購買該種股票所支付的最高價格與在收購要約發出前 30 個工作日內該種股票的平均市場價格中的較高者為準。

（四）投資方在購買股權可以選擇的支付種類上，《證券法》未見其規定。而《收購管理辦法》中有規定收購人可以採用現金、證券、部分現金及部分證券相結合等方式來支付被收購上市公司股份的價款。另《股票條例》則規定收購人僅能以

DOI:10.6814/NCCU202001352

貨幣付款方式購買股票，但實務上投資者及一致行動人對於購買股份的支付方式往往與該規定相悖離。

本文認為，為了證券市場的健康發展，不合時宜的《股票條例》建議應盡早廢除方為適當。

三、 疊床架屋的審核制度

中國政府對收購活動並非僅由中央主管機關統一訂之，地方政府主導上市公司收購和重組的現象比較普遍，中央雖有頒布《收購管理辦法》，但因法律位階低，無法做為最高指導標竿[20]。《收購管理辦法》，屬於部門規章，其效力位階較低，其在司法審判時僅作為參考，不能成為定案依據，很難有效的指導股權收購的實踐。目的事業主管機關和其他同級別的行政機關行業主管部門均會就技術性及細節性訂定相關的授權辦法，針對收購計畫均有訂定相關的審查內容，由於各機關對收購的監督管理規定所發揮的功能相近，對上市公司收購皆產生監管效力，故一份收購計畫要經過好幾關的不同行政機關的審議程序，各個都有權各個都要管，導致了收購方收購上市公司時須經過重重審核監督的關卡及繁瑣的法令，可看出中國在規劃管理收購事務的機關組織分歧，組織層級平行化不明的現象。

[20]何丹、吳靜，對萬科寶能股權收購之爭的法律思考，現代經濟信息，第 2 期，頁 370，2019 年。

DOI:10.6814/NCCU202001352

這種多層行政審核容易形成內線交易問題及不可避免的造成收購效率低下。

四、 反收購制度法律規範欠缺

企業收購可分為善意收購及惡意收購。收購與反收購在法律關係上通常是收購方與被收購公司股東之間控制權的爭奪[21]。一國的收購制度的完善不僅關係到證券法的完善，也關係到公司法相關制度的完善。2015年7月中國證監會曾暫停審批IPO，加上中概股的大批集中回歸A股上市等原因，使得收購市場風起雲湧。中國許多上市公司真正開始面臨到不宣而戰的惡意收購，若不及時建立構造一套完善適法的反收購制度，一旦面臨突如其來的惡意收購就僅能坐以待斃毫無任何的反擊之力，這也成為中國所有上市公司迫在眉睫企待解決的問題。

中國最早關於上市公司反收購的法律規範是 2002 年頒布的《收購管理辦法》[22]。此外，中國的《公司法》對上市公司收購與反收購制度並未做任何規定，隨後修訂的《證券法》雖然設置專章規定了上市公司收購制度，卻未明確規定被收購公

[21]劉權威，論反收購中目標公司中小股東利益的保護，邢臺學院學報，第 33 卷第 1 期，頁 106，2018 年 3 月。

[22]北京市道可特律師事務所，企業併購重組的法律透視，頁 125-126，2014 年 7 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

司反收購制度。目前對反收購措施的規定主要體現在《收購管理辦法》第七條第一項：「被收購公司的控股股東或者實際控制人不得濫用股東權利損害被收購公司或者其他股東的合法權益。」對反收購也構成了原則的限制、第八條實際上對反收購進行了直接、原則性的限定：「被收購公司的董事、監事、高級管理人員對公司負有忠實義務和勤勉義務，應當公平對待收購本公司的所有收購人。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，不得利用公司資源向收購人提供任何形式的財務資助，不得損害公司及其股東的合法權益。」第三十三條更是具體歸定個別的反收購措施限定：「收購人作出提示性公告後至要約收購完成前，被收購公司除繼續從事正常的經營活動或者執行股東大會已經作出的決議外，未經股東大會批准，被收購公司董事會不得通過處置公司資產、對外投資、調整公司主要業務、擔保、貸款等方式，對公司的資產、負債、權益或者經營成果造成重大影響。」另第三十七條、第四十條和第四十二條透過「明確允許競爭要約」的方式對這一策略做出了適用性規定。根據相關規定，「白衣騎士」在發出競爭要約時必須注意時間限制，其最遲不得晚於

DOI:10.6814/NCCU202001352

惡意收購人的初始要約收購期限屆滿前 15 日發出要約收購的提示性公告，並應當根據《收購管理辦法》相關規定履行報告、公告義務。

五、 缺乏餘股強制擠出(squeeze-out)機制的建構[23]

2014 年 10 月 15 日證監會令第 107 號《關於改革完善並嚴格實施上市公司退市制度的若干意見》明確提及，健全主動退市的配套政策措施，完善上市公司收購制度，豐富要約收購履約保證形式，研究建立包括觸發條件、救濟程序等內容的餘股強制擠出制度。

歐美上市公司收購制度下，在透過全面性的收購要約而獲得絕大部分的股份的情況下，法律允許收購人有權選擇強制收購其餘股東股份的權利，相對地，法律亦允許其餘股份持有人可以強制向收購人出售的權利。而中國現行的收購規定，與台灣收購制度類似，允許其餘股份持有人在全面收購完成後可以強制要求收購人依照收購要約價格購買其股份的權利。

[23]鄭彧，上市公司收購法律制度研究：歷史、現狀、問題及改革，證券法苑，第 9 卷，頁 801，2013 年。

DOI:10.6814/NCCU202001352

第三章 股權分置改革後中國收購的發展狀況和特殊性

股權結構係指在一個公司中股東持有的各種股份各種股票所形成的一種結構類型，持有股份比例愈高的股東對公司的控制權越強；亦即股權集中度愈高表示對公司的控制力愈大。股權分置，是指中國由於特殊的歷史成因和環境發展，在證券市場上市的公司，普遍形成可流通與不可流通的「兩種不同性質的股票」[24]。

第一節 股權分置的雛型

20 世紀 80 年代設立股份制的企業須要經過嚴格的限制及審批制度，西元 1980 至 1986 年間中國尚處於股份經濟試點的初步階段，如何實踐股份制，中央政府尚未作出明確規範，中國對股權設置形式進行分類最早的法規形式應是西元 1984 年 8 月 10 日上海市人民政府文件批准中國人民銀行上海市分行《關於發行股票的暫行管理辦法》，該辦法將股票分為集體股和個人股兩類。西元 1984 年中，中國第一家股份公司-北京天橋百貨股份有限公司正式成立，西元 1990 年 12

[24]王文杰，中國證券市場與證券法制發展—基於中國特色元素的檢視，證券資料，第 587 期，頁 22，2011 年 3 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

月上海證券交易所開幕，1991 年 7 月深圳證券交易所正式掛牌。可上市交易的股票主要限於公開發行的股票，私募發行的股票或發起人股份未能允許上市交易[25]。深圳市人民政府西元 1991 年 5 月發佈的《深圳市股票發行與交易管理暫行辦法》，最早將股權設置形式按所有者進行分類，該辦法第三十三條將股份按不同所有者分為國家股、法人股、個人股和特種股四類。

西元1992年春，鄧小平在南巡講話中，針對當時不少人將股票市場看作是資本主義下特有產物，對社會主義制度下發展股票市場所存在的疑慮，明確指出：「證券、股市，這些東西究竟好不好，有沒有危險，是不是資本主義獨有的東西，社會主義能不能用？允許看，但要堅決地試[26]。」鄧小平這段精闢的論述，對中國證券市場的發展起了非常重要的作用。

中國的證券市場是從計畫經濟體制向社會主義市場經濟體制轉變的過程中開始起步發展。而在股份制試點過程中，西元1992年5月《股份制企業試點辦法》將《深圳市股票發行與交易管理暫行辦法》中的「特種股」按其實際性質改為「外資股」，並按股權主體來區分

[25]萬立全，中國上市公司股權結構及其動態調整的理論與實證研究，經濟管理出版社，頁 65，2014 年 6 月。

[26]中共中央文獻編輯委員會，鄧小平文選（第三卷），頁 273，2006 年 7 月 6 刷。

DOI:10.6814/NCCU202001352

「公有資產股」及「非公有資產股」。同年7月《股份制試點企業國有資產管理暫行規定》強調維護「國有資產股」(簡稱國有股)的權利，保障國有資產股份在企業的主導地位，該辦法第三條更進一步將國有股區分為國家股和國有法人股，國家股為有權代表國家投資的政府部門或機構以國有資產向股份制試點企業投資形成的股份，國有法人股是全民所有制企業用國家授予其自主經營的國有資產向獨立於自己的股份制試點企業投資形成的股份。而在1994 年《股份有限公司國有股權管理暫行辦法》則對國家股與國有法人股有更詳細的界定，國有法人股的主體定義從原來單一的全民所有制企業擴展為具有法人資料的國有企業、事業及其他單位以其依法佔用的法人資產向獨立於自己的股份公司出資形成或依法定程式取得的股份，在股份公司股權登記上記名為該國有企業或事業及其他單位持有的股份。上述規範性文件形成中國證券市場二元股權結構雛形的基礎。

第二節 不均衡的二元股權結構成型格局

20世紀90年代初，中國上市公司股權分置的正式形成於20世紀90年代初國有經濟實行股份制改造時。當時的國有大中型企業經營效益低下，較多觀點認為資金缺乏是導致這一問題的重要原因，既然股票市場能籌集到無需還本付息的長期資金，所以用股份制來使國有經濟

DOI:10.6814/NCCU202001352

擺脫資本短缺困擾的方式自然地被政府予以重視[27]。可以說是係在當時國有經濟制度背景下發展股份制經濟的必然結果。

過去的大陸證券市場發展中因為有計劃分配的額度，致使保證國有企業可以優先上市，而在上市過程與上市後的配股，其程序上的瑕疵往往造成投資者的權益遭受損失[28]。顯示出中國發展股份制經濟的核心問題是國有企業的股份制改造問題，即國有企業產權關係變革問題。西元1993年底頒布，並西元於1994年施行生效的中國公司法作為公司法律制度化的依據，但在立法之初主要是以解決國有企業改制的問題為出發，致使中國公司法的運作從一開始便承載了一個中性企業法律組織法之外的特殊任務[29]。但是，股份制改革一開始就面臨著「股份制是私有化，將導致國有資產流失」的政治偏見和國有產權的清晰化尚未解決、流動後其收益歸屬等技術性難題[30]。二元股權結構的產生其實就是為維持股份制證券市場及安撫反對聲浪雙方拉鋸下的政治妥協產物。

---

[27]杜軍，上市公司股權分置改革中利益平衡的法律探討，司法論壇，頁 77，2010 年 11 月。

[28]王文杰，大陸證券法之評析-立於法律位階的大陸新證券法探討，台北大學法學論叢，第 47 期，頁 444， 2000 年 12 月。

[29]王文杰，股權分置下的中國上市公司治理-以控制股東為核心的檢視，政大法學評論，第 122 期，頁 210，2011 年 8 月。

[30]劉俊海，中國資本市場法治前沿，頁 213，2012 年 8 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

在二元股權結構下，股份區分為非流通股及流通股，國有股均為非流通股，非流通股股東其所持有的股份因無法轉讓交易，對於公司經營績效所產生的資本利得無法享受，故不重視公司股價的變化；相對地，對於流通股股東而言，所獲取的主要收益報酬則來自公司的獲利成長產生的資本利得。但非流通股股東因法律規定及政策保護具有壟斷性的優越地位，掌握著上市公司大多數的股權，為上市公司的控股股東，負責該公司的經營決策及人事任命，「一股獨大」的特性使得上市公司的重大議案無論是須經股東會或董事會會議都能輕易通過，是故在缺乏有效的公司治理機制下，非流通股股東很可能為牟取私利所從事的行為與追求公司價值最大化背道而馳，任意揮霍公司資源、不當發放過多的現金股利、透過非常規的關聯交易來掏空公司中飽私囊，嚴重損害中小流通股股東和公司的利益。

另外，股權分置也造成資本市場最重要功能之一的定價功能幾乎喪失作用，占股權三分之二以上的國有股不能對外流通，單一上市公司流通股本規模相對很小，導致出現「同股不同價」的異常現象，資本市場的定價功能被制度性剝奪，股票價格完全無法正確地反映企業的經營績效和市場的投資價值，造成專業機構投資人的裹足不前。

DOI:10.6814/NCCU202001352

第三節 股權分置改革的勢在必行

隨著證券市場的發展日益活絡與國有企業完善治理結構的需求，修補股權分置顯現出的諸多弊端缺失迫在眉睫，西元2001年6月12日，國務院發佈《減持國有股籌集社會保障資金管理暫行辦法》明確規定，國有股減持主要採取國有股存量發行的方式。凡國家擁有股份的股份有限公司（包括境外上市的公司）向公共投資者首次發行和增發股票時，均應按融資額的10%出售國有股。減持國有股原則上採取市場定價方式。國有股存量出售的收入，全部上繳全國社會保障基金。並且規定，在採取國有股存量發行的同時，根據社會保障資金的需要和證券市場的發展狀況，可以選擇少量上市公司進行國有股配售及定向回購等方式的試點，並明確上市公司協議轉讓時，國有股權發生減持變化的，國有股東授權代表單位應按轉讓收入的一定比例上繳全國社會保障基金。

但該辦法由於未考慮到減持對市場造成的流通股股數增加的影響及對中小股東因此受到的股價下跌損失，因而其產生的直接後果就是西元2001年股市應聲下跌並持續疲軟走勢，有鑒於此，同年10月證監會緊急叫停國有股市價減持，次年6月隨後被國務院宣告終止，並不再出臺具體實施辦法。國有股減持暫停和終止的兩次決定，都帶來

DOI:10.6814/NCCU202001352

了公佈次日股市的暴漲，但與中國的股權分置相關聯的股市全流通問題，卻從此完全浮出水面，成為市場參與者心頭揮之不去的陰影[31]。

直到西元2005年中國證監會發佈了《上市公司股權分置改革管理辦法》（以下簡稱《管理辦法》），對改革的具體程序和相關事項進行了規定，該辦法將國有股等非流通股股東向流通股股東支付對價作為整個股權分置改革的核心，要求國有股等非流通股股東在取得流通權時，必須向流通股股東支付對價，並要求表決方案必須經參加表決的流通股股東所持表決權三分之二以上通過。由此形成了股權改革的基本路徑。依據台灣經濟新報官網的統計資料顯示，截至西元2008年12月，已有9成以上的上市公司完成股權分置改革，統計至2013年10月止，尚有3家上市公司未啟動股改。由此可看出，中國證券市場的股權已邁入全流通時代，限售股亦已解禁，中國上市公司的股權結構本質上已產生徹底的改變。股權結構的根本性變化，將使上市公司治理水準、公司估值指標、市場投資理念與模式發生實質的變化[32]。

[31]華生，見證和親歷股權分置改革（上），中國證券報， 2010 年 12 月 16 日。

[32]王文杰，中國上市公司收購制度：立於體制結構上的檢視，萬國法律第 146 期，頁 16，2006 年 4 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

第四節 後股權分置時代收購方式的轉變

第一項 股權分置下的收購主流型態

由於中國證券市場建立之初，中國還處於計劃經濟體制時期，無論是市場的監督者、發行者、投資者以及證券主管機關皆處於投石問路的狀態。由於證券市場的規模與上市公司市值及家數密不可分，故初始的上市公司中絕大多數的前身都屬於國有企業改制而來，在國有企業市場化的進程中，二元股權結構的形成起源於國有企業的股份制改造試點，為了保持國有資產的控制地位，造就了國有股控股股東的身分，同時為了避免在國有企業改革中流失國有資產，亦規定國有股為非流通性股之性質，中國A股市場多數的上市公司內部形成了兩種性質的股份，分為流通股及非流通股。上市公司普遍存在持股比例平均超過60%以上的控股股份不具備流通性的特點，由於公司的控制權掌握在非流通股股東手裡，同時，非流通股又十分集中，「一股獨大」現象十分明顯，這樣的情況下，要取得公司控制權，單單向中小股東發出要約或是在集中交易市場購進股票的作法都是不切實際的，因為廣大中小股東持股比例不僅分散而且全數加起來也還是偏低，實務上讓全部中小股東接受要約不僅不易，即使獲得中小股東所有的流通股股份，收購人的持股比例也往往不及第一大股東持有股份比例，控制

DOI:10.6814/NCCU202001352

權還是無法實現轉移，如此一來，收購者不僅耗費大量人力財力，最終還得以收購失敗告終，帶來一連串不良反應。如此，收購者不約而同地鎖定控股股東為談判目標，直接進行場外協商，除了可快速獲得所需的目標股權，更避免了在集中交易市場購買大量股份易於造成股價上升而增大收購成本的風險，加上控股股份的非流通性的性質，使收購者於場外協議轉讓價格可以遠低於流通市場上的的價格取得上市公司的控制權，相較於透過要約收購或集中交易市場競價交易，投入的財務成本大為降低。雖然2002年《收購管理辦法》規定了協議收購、要約收購和證券交易所的集中競價交易三種上市公司收購方式，基於上述中國上市公司股權結構和股份流動性的特點，且採協議收購時間上可以大幅縮短，性質相較於其他收購方式也單純許多，具有更佳的操作性和便利性，加之當時環境法律法規的限制，使得協議收購比要約收購與集中交易市場競價交易來的成本更低，成功率更高，作業程序更簡潔，因此，在股權分置時期，中國證券市場上市公司收購型態以協議收購為主，在市場上一枝獨秀，為其他收購方式望塵莫及。

由於該時期政府對上市公司數量採行總量管制措施，這些稀少的上市公司卻享受整個廣大的中國證券市場資源，除了有充沛籌措資金的渠道，對於公司品牌的知名度提升更是大有裨益，是其他非上市公

DOI:10.6814/NCCU202001352

司所夢寐以求的。但因上市公司的取得准入門檻相當不易，是故那些經營不善搖搖欲墜的上市公司，便成為最佳的收購標的。亦即所謂的借殼上市，不僅係因透過場外協議收購轉讓很容易以低成本的取得上市公司控股權，而且還可以透過企業經營項目的轉變及組織內部的改造重組在集中交易市場上取得投機性收益。

第二項 股權分置改革下對收購活動的影響

中國發生的收購案件與歐美資本市場相比，無論是收購行為本身還是運作模式都有很大不同，歸根究底就在於證券市場長期存在股權分置問題，很大程度上制約了上市公司收購活動的發展。因股市資源配置功能係透過價格機制引導資本向優質產業的上市公司流動，發揮資金的最大效用，這也是資本市場的主要功能之一，而實現股票市場資源優化配置功能的前提基礎是市場必須具有流動性和有效性的條件，但在中國因歷史成因獨樹一幟的二元股權結構制度下，這兩大前提皆無實現可能性。

故2004年1月31日，中國國務院印發《關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》中，本著積極推進資本市場改革開放和穩定發展的目的，給出解決上市公司股份中尚不能上市流通股份的流通問題方針，並創設了「股權分置」名詞，來形容股份部分流通、部分

DOI:10.6814/NCCU202001352

不流通的割裂問題狀況。2005年4月29日中國證監會發佈《關於上市公司股權分置改革試點有關問題的通知》，正式開啟了股權分置改革的序幕。隨後的9月4日，證監會又發佈《上市公司股權分置管理辦法》，替代了前面的通知。該《辦法》詳細規定了解決股權分置相關問題，第二條規定公司股權分置改革，是通過非流通股股東和流通股股東之間的利益平衡協商機制，消除A股市場股份轉讓制度性差異的過程。具有劃時代意義的股權分置改革就其本質而言，就是要突破改變非流通股股東與流通股股東在利益上的分置格局，換言之，股權分置改革就是通過改革使原來的非流通股進入股票交易市場流通，使股東共同以追求公司價值最大化的利益為一致的目標。對價方案的制定成為股權分置改革的核心，股權分置改革的措施就是使非流通股股東向流通股股東支付「對價」方式來取得市場上的流通權。在後股權分置時期，中國上市公司股票全流通得以逐步實現，改善上市公司收購環境，股權由集中走向分散，控制權市場出現了新的變化，控制權移轉之爭將成為市場的新主流，增加收購誘因。另一方面，隨著經濟體制改革，因應新形勢的經濟活動與金融發展，2005年10月全國人大修改《公司法》與《證券法》，於2006年1月1日起正式施行，使相關法律規定符合現今的市場交易活動。《收購管理辦法》亦根據新的《證券法》於2006年9月大幅修訂，對上市公司收購制度做出重大調整，例如第三

DOI:10.6814/NCCU202001352

十六條規定：「收購人可以採用現金、證券、現金與證券相結合等合法方式支付收購上市公司的價款。」對於收購行為支付方式在法律上提供了制度保障；2005年《證券法》第十三條規定：「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。」該規定為行使股權收購的支付方式提供了法源依據。

股權分置改革影響證券市場環境發生了諸多重大變化，上市公司收購迎來歷史時機，必然對上市公司收購行為帶來諸多影響，基於下列原因，要約收購將取代協議收購成為收購的主流型態：

一、　上市公司股權的分散及控股股東的減少讓股權結構更合理。股改方案讓上市公司全體非流通股股東須向流通A股股東直接送股以獲得流通權，市場上對價約為流通股股東每持有10股將獲得非流通股股東支付的3股的水準換股，如此將使得原大股東所占上市公司所持有的股份比例等比下降，致使在證券市場上收購方可以透過要約收購方式獲取被收購公司的控制權。

二、　上市公司收購的相關法律規範進一步更臻完善。如2005年《證券法》第八十八條規定：「通過證券交易所的證券交易，投資者持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有一個上市公司已發行的股份達到百分之三十時，繼續進行收購的，應當依法向該上市公司

DOI:10.6814/NCCU202001352

所有股東發出收購上市公司全部或者部分股份的要約。收購上市公司部分股份的收購要約應當約定，被收購公司股東承諾出售的股份數額超過預定收購的股份數額的，收購人按比例進行收購。」及2006年《收購管理辦法》第二十三條規定：「投資者自願選擇以要約方式收購上市公司股份的，可以向被收購公司所有股東發出收購其所持有的全部股份的要約（以下簡稱全面要約），也可以向被收購公司所有股東發出收購其所持有的部分股份的要約（以下簡稱部分要約）」。這些規定提供收購方可以根據自身需求與當時的經濟環境，更加靈活制定投資方案及有效控制成本投入，對收購活動的活絡度提供莫大的裨益。

三、　符合國際收購的主流型態

(一)流通股在企業收購中詮釋著不可或缺的重要性

早期中國還處於社會主義的計劃經濟大框架下，證券市場的上市公司幾乎是國有企業的天下，政府透過國有股「一股獨大」來達到控制上市國有企業的目的，亦使得上市公司的收購無法透過市場上的收購來控制上市公司，只能透過協議受讓的行政安排方式，雖有應法令要求形式上被動發出流通股收購要約，但擁有流通股的股東其實並無任何其他的選擇方案，只能接受被收購一途。股權分置改革為了解決國有股及法人股的現象，朝向股權分散、降低股東集中持股之比例，解決之道就在於，收購方就必須主動發出要約收購, 購入一定比例的

DOI:10.6814/NCCU202001352

流通股，方能取得上市公司控股權。這意謂著流通股股東本身的經濟價值增加，流通股股東成為決定收購方是否能夠成功收購的關鍵要件，其所握有的股權價值無形中大幅增加；相對而言，非流通股股東原有的重大影響力日益下滑，無法再繼續扮演收購成敗的主導地位。

(二)要約收購成為主要的收購方式

眾所周知，中國於2001年加入世界貿易組織（WTO）後，中國與世界各國的貿易往來促進了國內的經濟改革開放，中國為了擺脫「非市場經濟體」的地位而做一連串的改變，其中，中國於2002年制定的《收購管理辦法》才對國內進行收購行為有細部的規範， 2006年修訂《收購管理辦法》進一步明確了上市公司要約收購制度的規定，同年邁入了股權分置改革時期，早期中國的計劃經濟體制具有高度集中的股權結構，於此背景環境下，協議收購成為主要的收購方式，收購者發出要約純粹是為了符合法律規定而流於形式，不過協議收購不僅透明度缺乏、市場化不夠，且最令人詬病之處在於極易產生內線交易。股改後中國才具有要約收購的可行性，因為相較於協議收購，激發要約收購實施的前題必須是被收購公司的股權結構相對分散且流通在外的情況下，取得較少股權就能握有控制權成為控制股東，例如2014年6月家電大廠美的集團向上市公司無錫小天鵝股份有限公司全體流通股股東發出部分收購要

DOI:10.6814/NCCU202001352

約，收購該公司20%股權；2017年7月廣州雪松文化旅遊投資有限公司發起對A股上市公司、知名服裝企業希努爾男裝股份有限公司的要約收購，以42億元取得希努爾63.62%股份，握有希努爾的實際控制權。若是海外大型公司的股票，例如2019年1月亞馬遜的執行長貝佐斯（Jeff Bezos）持股比例為16.3%已為該公司最大股東。綜上所述，當證券市場的股權結構並未具高度集中的特性，要約收購失敗的機率大大降低， 就會有更多的競爭者加入爭奪經營權之戰，要約收購亦會更加盛行。另外，想要取得股權雖然也可以從集中交易市場購入，但交易市場中每天交易取得股數的數量實為有限，且在證券市場中，當需求量遠大於供給量時，被收購公司的股價會節節上升，無形中收購方取得成本亦不斷在攀升中，如此一來，不僅收購方投入時間過為冗長效率過低，在預算支出上亦會大幅增加，故實務上除非收購方原本就握有被收購公司一定股權比例，才會採取此種方式，且收購管理辦法第二十四條規定：「通過證券交易所的證券交易，收購人持有一個上市公司的股份達到該公司已發行股份的30%時，繼續增持股份的，應當採取要約方式進行，發出全面要約或者部分要約。」故當持有被收購公司股權比例達百分之三十以上方能擁有控制權時，仍然無法避開要約收購，而以目前中國上市公司的股權結構而言，絕大部分想取得上市公司的控制權，不可豁免的皆須持股百分之三十以上。

DOI:10.6814/NCCU202001352

(三)要約收購具有價格發現及價格引導機能

當證券市場發展成熟完善時,股市行情會先行反映經濟狀況未來的走勢,同理亦然,股價也是反映一家公司未來經營狀況的先行指標,藉由觀察上市公司股票價格的波動變化可以做出對公司發展的合理預期。而股權分置係中國獨有的背景文化下的產物,國際的證券市場發展史並未遭遇到此特色問題。中國股權分置時期下,要約收購價格因受到種種因素影響,並不會與次級市場股票價格密切攸關。而到全流通時期,次級市場被收購公司的股票價格卻直接影響收購方擬訂定的要約收購價格。自願性要約收購多數發生在收購方為了產業整合需要及擴張市場份額的擴大甚至是借殼上市等原因,故若競爭對手或是上下游產業的公司股價明顯低於其真正價值時,其被低估的潛在價值巨大,收購方就會主動出價購買,原則上要約收購價格就是買方願意支付的成本,但是賣方,也就是被收購公司的管理階層卻很清楚了解自家公司的經濟價值及產業的前景,若投標價格過低,要約收購通常會談判破局,相對地,站在賣方的立場上,收購價格當然是愈高愈好,但若賣方要求的每股售價高於買方對公司的評估價值,買方亦會放棄收購行動。例如2017年11月自動化設備製造商洛克威爾自動化公司(ROK-US)拒絕了競爭對手艾默生電氣公司 (EMR-US) 超過 270 億美元的收購要約,因為這個價格遭到低估;2018年2月高通

DOI:10.6814/NCCU202001352

(NASDAQ:QCOM)宣佈，其公司董事會成員經投票一致決定，否決博通(NASDAQ:AVGO) 再次上調價碼 17%至1210 億美元的收購要約。故要約收購能最大程度地發掘被收購公司的真實價值，具有價格發現及價格引導機能，因為要約價格原則上需要高於股票當前市場行情一定比例上的價格才有可能吸引被收購公司股東接受要約。

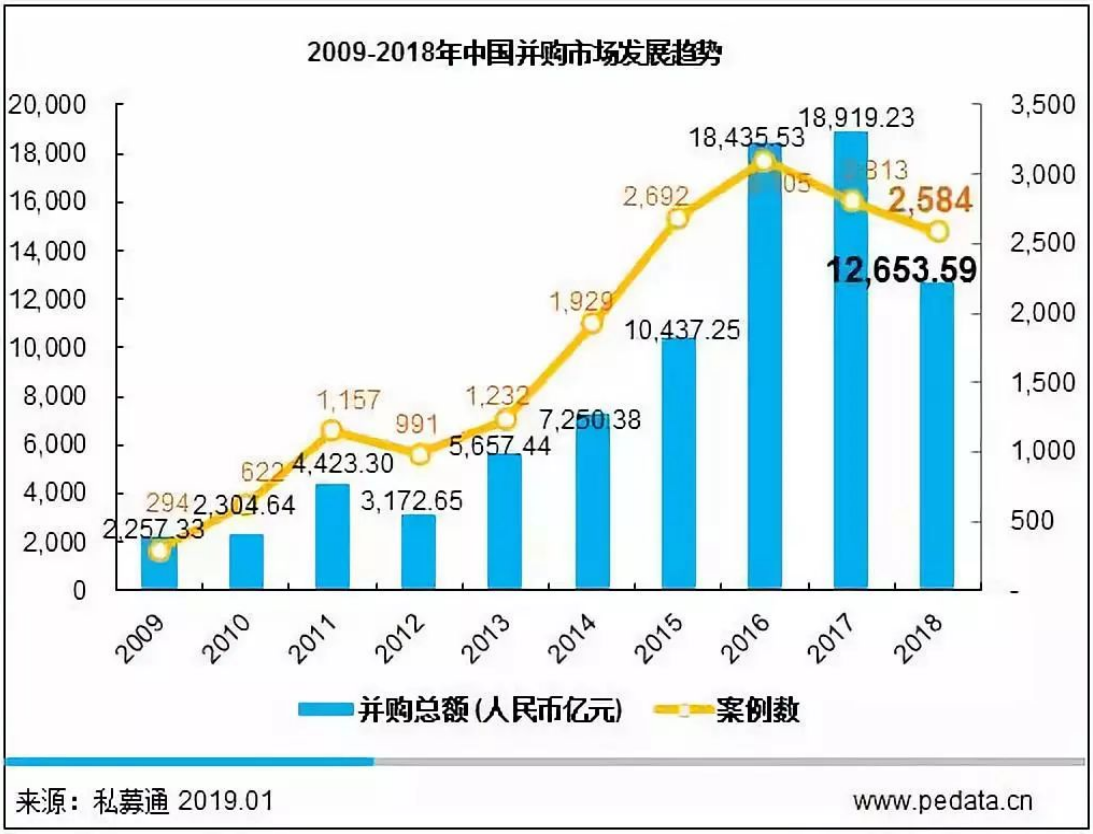
第三項 股改後符合國際潮流之收購型態

2006年股權分置改革後迄今，國家股及法人股逐漸被淹沒在過去的歲月中，中國改革開放的速度相當有效率，除了基於國家安全及能源等少數的特殊行業公司外，目前中國的上市公司股份基本上都屬於流通股，伴隨著資本市場的逐漸成熟，國際指數編制公司明晟(MSCI)決定，大幅度提高中國A股權重，2019年5月起分階段實施現有大盤A股在MSCI全球基準指數中的納入因子，由5%提高至20%。吸引著海內外的投資者紛紛關注，併購案件數量亦呈現大幅躍升，根據下圖清科旗下私募通資料顯示可看出， 2009年中國併購市場全年的交易數量才294件，交易金額僅$2,257.33億元人民幣，到2011年併購市場共完成交易1,157件，交易金額僅$4,423.30億元人民幣，而到2014年併購市場交易量1,929件，交易金額為$7,250.38億元人民幣，2017年併購市場熱絡度達到最高峰，揭露金額的併購案例總計3,313件，涉及交

DOI:10.6814/NCCU202001352

易金額共人民幣$18,919.23億元，短短不到10年，併購的質與量驚人成長，呈現飛耀式的進步。

圖 3- 1　2009-2018 年中國併購市場發展趨勢



上述的併購案件無論是內地併購還是跨國併購皆以收購為主，收購案件又多數為要約收購，以中國併購市場最活絡的2016年及2017年大型併購案為例：(一)2016年1月6日，完美環球發佈重組方案，擬購買上海完美世界網路技術有限公司100%股權，作價120億元，該次交易構成借殼上市。(二)2016年1月12日，萬達集團宣佈以不超過35億美元現金(約合人民幣230億)的價格，收購美國傳奇影業公司100%股權，成為迄今中國企業在海外最大的文化產業併購案。(三)2016

DOI:10.6814/NCCU202001352

年3月23日，大楊創世發佈公告稱，公司擬以7.72元/股向圓通速遞全體股東非公開發行合計22.67億股，作價175億元收購圓通速遞100%股權。(四)2017年1月7日，美的集團通過境外全資子公司MECCA International(BVI)Limited完成對德國機器人製造商庫卡持有庫卡集團37，605，732股股份，占庫卡集團已發行股本的94.55%，總交易額約40億美元。(五)2017年4月30日，香港周大福以40億澳元（29.9億美元）收購由TPG等多家私募基金及對沖基金持有的Alinta Energy 100%股權。(六)2017年7月13日，中國化工集團收購瑞士農業化學巨頭先正達100%股權。

股權分置改革後，基於宏觀經濟已屬國際競爭時代的到來，規模經濟日益重要，大者恆大為必然之趨勢，企業規模若欲擴大，進行收購就不失為一個很好的解決辦法，而要約收購由於更貼近市場及一般的大眾投資人，相較於協議收購而言，收購價格自然較能兼顧被收購公司小股東的權益。

一、　收購方式改頭換面

中國於股權分置時期前，收購案的數量可謂屈指可數，而且清一色均屬協議收購，俟股權分置時期，收購市場尚相當冷清，多數收購仍以協議收購為主導，若有要約收購，幾乎都是因為收購方購買的股權比例達到被收購公司股本的30%，達到《收購管理辦法》中之規

DOI:10.6814/NCCU202001352

定必須發出要約收購，這種要約非因收購方的意願而為之，屬於被動式的要約收購型態。而且依當時的《收購管理辦法》規定，還須為全面性的要約。這種強制性全面要約規定由於相當嚴苛，造成收購方極力避免這種情況的發生，自然而然直接影響到收購市場活絡度。

2020年《收購管理辦法》第二十三條:「投資者自願選擇以要約方式收購上市公司股份的，可以向被收購公司所有股東發出收購其所持有的全部股份的要約（以下簡稱全面要約），也可以向被收購公司所有股東發出收購其所持有的部分股份的要約(以下簡稱部分要約)。」對收購方自願要約收購者，可以有部分要約可供選擇，並在第二十九條第一項規定要約收購報告書中應當載明關於收購的決定及收購目的、預定收購股份的數量和比例、收購價格等相關事項。若要採全面要約，第二十九條第二項亦有規定:「收購人發出全面要約的，應當在要約收購報告書中充分披露終止上市的風險、終止上市後收購行為完成的時間及仍持有上市公司股份的剩餘股東出售其股票的其他後續安排；收購人發出以終止公司上市地位為目的的全面要約，無須披露前款第（十）項規定的內容。」如此的細部規定，被收購公司的股東可以了解收購方的動機，有助於判斷是否接受要約，另外對於欲借殼上市的收購方也有一定的遏阻作用。

DOI:10.6814/NCCU202001352

二、　價格訂定係參考股票市場的流通價

處在股權分置的年代，以往的弊端例如上市櫃公司大部分的股數屬於國有股及法人股，依其特性無法在外流通等原因，產生了流通股佔總發行股數比例過低，佔比高的股數卻屬於非流通股的性質，如此現象實與國際間證券發行市場股數在外流通的特性相悖離，為了吸引國際資金來中國投資，首先就面臨到自身證券市場的必須符合國際化潮流，為了彌平證券市場所存在的制度性缺陷，故中國政府發起股權分置改革，用以解決流通股與非流通股的二元現象問題。改革股票流通現象後，股票價格的決定主要就由原雙方議價的協議收購轉變為市場上依據供需狀況決定成交價格的股票買賣，另以要約收購方式為主要的股份轉讓模式下，要約人若想要成功，當要約價格愈高，要約收購成功機率愈大，故在制定收購價格時，收購標的在證券市場的股價無可否認為重要的參考指標。

三、　多元的支付工具

二十世紀，各國的收購案支付工具不外乎為現金。西元 2002 年 9 月 28 日中國證券監督管理委員會令第十號頒定的《收購管理辦法》，該辦法第十八條規定：「以協定收購方式進行上市公司收購，相關當事人應當委託證券登記結算機構臨時保管擬轉讓的股票，並將用於支付的現金存放於證券登記結算機構指定的銀行

DOI:10.6814/NCCU202001352

帳戶。」可以看出協議收購僅限於現金支付方式，另要約收購支付方式則規定在同辦法第三十五條：「收購人以現金進行支付的，應當在做出提示性公告的同時，將不少於收購總金額百分之二十的履約保證金存放在證券登記結算機構指定的銀行帳戶，並辦理凍結手續。收購人以依法可以轉讓的證券進行支付的，應當在做出提示性公告的同時，將其用以支付的全部證券交由證券登記結算機構保管；但是根據證券登記結算機構的業務規則不在保管範圍內的除外。收購人取消收購計畫，未涉及不當行為調查的，可以申請解除對履約保證金的凍結或者對證券的保管。」雖然要約收購的支付工具有現金及證券，但在股權分置改革前，由於中國本身特殊的股權結構，收購型態主要以協議收購為主，換而言之，收購的主要支付工具僅為現金，當初立法意旨的精神就無法體現。中國為了啟動股權分置改革，於2006年修訂《收購管理辦法》，要約收購的支付型態則在第三十六條第一項已修改為，收購人可以採用現金、證券、現金與證券相結合等合法方式支付收購上市公司的價款。另外第五十四條規定：「協議收購的相關當事人應當向證券登記結算機構申請辦理擬轉讓股份的臨時保管手續，並可以將用於支付的現金存放於證券登記結算機構指定的銀行。」

DOI:10.6814/NCCU202001352

四、　多面向的收購形態

股權分置改革後，中國的股票交易的流通性正逐漸朝資本主義下的自由經濟體發展靠攏，原先處於幾乎為極度封閉式下的證券市場，也開始注入了新的生機活水，股權分散同時也為市場上邁向日臻完善的收購環境締造更吸引投資者的誘因。伴隨著收購交易的熱絡，隨之而來的收購態樣也愈發多元，在收購的過程中，若目標公司最終欣然接受收購方的收購要約，雙方在一片和諧的氣氛下，完成收購活動，則屬於善意收購，例如中國綜合電商蘇寧易購於 2019 年 6 月 23 日公告擬以現金 48 億人民幣等值歐元收購零售業龍頭家樂福在中國百分之八十的股份，並於同年 9 月 27 日宣布，已完成收購家樂福中國的股權交割手續。反之，若收購方的收購行為無法被目標公司的管理階層認可或接受，亦即收購方屬於惡意收購，此時，目標公司的管理階層為了避免失去該公司的經營權及控制權，董事會就會通過各種反收購的決策行為，以期來抵禦敵方的收購行動，使收購方的收購宣告失敗為目的。在成熟的收購市場上，無論是善意收購、惡意收購或是因應惡意收購產生的反收購皆為收購活動的常見態樣，不過在目前中國的收購環境下，中國的相關法律規範中仍不利於反收購的實行。股東會中心主義、證券發行核准制、法定資本制以及《公司法》《證券

DOI:10.6814/NCCU202001352

法》中的其他禁止性規定均對反收購措施的空間構成擠壓[33]。中國雖說完成了股改，但不等同即一蹴可幾地完善資本市場的諸多缺陷，其中亦包含不能一方面鼓勵收購，同時卻一方面打壓反收購的措施，否則，當目標公司面臨投資方的惡意收購就無法採有效的制衡行動，保衛自身的控制權，是故中國關於反收購的法律規範亟待修法改革。

國立政治大學
National Chengchi University

[33]郭富清，上市公司反收購：政策導向、實施偏好與法律邊界，法學，第 11 期，頁 102，2018 年。

DOI:10.6814/NCCU202001352

第四章 企業收購之租稅法律規制

第一節 企業收購的租稅規定

企業在收購的過程中，由於涉及個層面，會計處理不可避免會相對複雜，管理當局基於成本效益的考量，稅務籌劃係為收購方在收購活動進行前的重點評估項目之一。何謂稅務籌劃?稅務籌劃就是通過預先的設計和安排，在稅法允許的範圍內，合理降低企業稅負[34]。透過事先良好完善的稅務籌劃，能夠合法的減少收購方的投入成本，在稅務籌劃進行之前，就必須先行了解收購稅法的相關規定。本文會先就中國對於併購重組對於企業所得稅的徵課政策上作全面性的介紹，由於本文專門探討上市公司收購制度，之後再側重於關於收購所得稅相關規定加以評析探討。

自2007年3月16日由全國人民代表大會第五次會議通過《企業所得稅法》以及2009年由財政部及稅務總局共同發佈財稅【59】號文《關於企業重組業務企業所得稅處理若干問題的通知》(以下簡稱59號文)，第五條規定，企業重組同時符合下列條件的，適用特殊性稅務處理規定：

[34]深圳證券交易所創業企業培訓中心，上市公司併購重組問答，中國財政經濟出版社，2014年3月，第129頁。

DOI:10.6814/NCCU202001352

(一)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。

(二)被收購、合併或分立部分的資產或股權比例符合本通知規定的比例。

(三)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。

(四)重組交易對價中涉及股權支付金額符合本通知規定比例。

(五)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。符合第五條規定的給予企業重組所得稅遞延納稅的優惠措施。

隔年，稅務總局發佈了《企業重組業務企業所得稅管理辦法》(國家稅務總局公告2010年第四號)，明確了企業所得稅遞延納稅優惠措施的具體操作程序。2014年12月25日，財政部、稅務總局聯合發佈《關於促進企業重組有關企業所得稅處理問題的通知》（財稅【109】號文（以下簡稱109號文））將59號文第六條(二)和(三)項中有關股權收購和資產收購中收購企業購買的股權或資產不低於被收購企業全部股權或資產的75%調整為不低於50%。同年12月31日財政部、稅務總局又共同發佈了《關於非貨幣性資產投資企業所得稅政策問題的通知》（財稅〔2014〕116號），第一條即規定非貨幣性資產對外投資確認

DOI:10.6814/NCCU202001352

的非貨幣性資產轉讓所得，可在不超過5年期限內，分期均勻計入相應年度的應納稅所得額，按規定計算繳納企業所得稅。明確了非貨幣性資產遞延納稅政策。

目前的併購所得稅制度形成了以《企業所得稅法》、《個人所得稅法》及其實施條例、實施細則為基礎，並包括一系列為規範併購所得稅處理以暫行規定、通知、管理辦法等名義公佈的稅收通告構成的一個有機的制度體系[35]。前述已提及併購型態包含資產收購、股權收購及合併三種類型，依據59號文第一條規定企業重組尚有包含債務重組和分立，不同的併購模式對應的租稅規定亦不盡相同。與併購有關之租稅法律規定中，對五種併購交易的租稅處理分別做出了規定，包括特殊性稅務處理和一般性稅務處理兩種方式，分別適用不同型態下的併購交易。

國立政治大學 National Chengchi University

第一項 一般性的稅務處理

59號文將企業重組的稅務處理分為一般性稅務處理和特殊性稅務處理，在第五條可看出，若符合一定條件者可適用特殊性稅務處理，在重組交易當時暫不徵稅(例如暫緩相關的股權轉讓所產生之稅額)，

[35]易茜，企業併購的所得稅協同效應研究-基於我國上市公司的實證分析，中國暨南大學博士學位論文，頁 33，2015 年 6 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

亦即可否符合特殊性稅務處理實為判斷是否能夠享受特殊重組的稅務優惠。

一般企業重組的稅務處理可分述如下:

一、　債務重組的稅務處理

新修正《企業會計準則第12號——債務重組》於2019年6月17日施行,該附則提到財政部此前發佈的有關債務重組會計處理規定與本准則不一致的，以本準則為准。第三條規定:「債務重組一般包括下列方式，或下列一種以上方式的組合：

（一）債務人以資產清償債務；

（二）債務人將債務轉為權益工具；

（三）除本條第一項和第二項以外，採用調整債務本金、改變債務利息、變更還款期限等方式修改債權和債務的其他條款，形成重組債權和重組債務。」

第六條規定，以資產清償債務方式進行債務重組的，債權人初始確認受讓的金融資產以外的資產時,應當按照包括放棄債權的公允價值和使該資產達到可使用狀態前的可直接歸屬於該資產的稅金、運輸費、保險費等其他成本。放棄債權的公允價值與帳面價值之間的差額,應當計入當期損益。

例如:A公司於2020年1月5日向B公司進貨1,700萬元,原交易條件

DOI:10.6814/NCCU202001352

為30天後付款，嗣後A公司未如期支付貨款，但A公司本身資產只剩下製成品存貨，成本為1,100萬元，公允價值為1,350萬元，雙方於2020年2月10日重新達成協議，B公司同意A公司以其自家生產的製成品存貨用以抵償到期債務。A、B兩家公司增值稅稅率均為17%，企業所得稅率為25%。B公司於2020年3月15日收到A公司製成品存貨並支付運費3萬元。

（1）A公司會計處理:

3/15	借記:應付帳款	17,000,000	
	貸記: 主營業務收入		13,500,000
	銷項稅額		2,295,000 (1,350萬×17%)
	債務重組利得		1,205,000
	借記: 主營業務成本	11,000,000	
	貸記: 製成品		11,000,000

A公司應繳納所得稅金額=(13,500,000-11,000,000+1,205,000)

×25%

=3,705,000元

DOI:10.6814/NCCU202001352

（2）B公司會計處理:

3/15	借記:存貨	13,530,000
	進項稅額	2,300,100(1,353萬×17%)
	債務重組損失	1,169,900
	貸記: 應收帳款	17,000,000

二、 資產收購與股權收購的稅務處理

企業併購的會計處理方法有兩種，分別為購買法及權益結合法，由於兩者的會計處理的入帳方式有很大的區別。購買法係將企業併購行為視為買入目標公司的股權或是淨資產來處理，入帳基礎依據目標公司資產負債的公允價值來衡量，併購的成交價格若高於目標公司的淨資產，差額的部份則認列為商譽此一會計項目。而權益結合法則是將企業併購看作是合併雙方的股東權益藉由交換股權在合併主體中所形成股東權益的結合，目標公司的資產負債按原本的帳面價值來衡量，帳上自然無商譽的出現。

目前國際上併購的會計處理方式以購買法為主，美國於2001年已經取消了採用權益結合法，只允許企業併購採購買法的會計處理入帳，台灣的上市櫃公司併購依IFRS 3規定，只能以收購法(即購買法)處理，非公開發行公司仍可以依企業會計準則選用權益結合法或購買法，究其原因主要係因公開發行公司適用國際會計準則(IFRS)，資產負債原

DOI:10.6814/NCCU202001352

則上主要會依公允價值入帳，是故併購的會計處理僅允許採用收購法的實務操作難度不大。本文認為中國的會計準則雖已與國際會計準則接軌，但卻有限制的引入公允價值，更何況中國早期的股權分置特殊的制度背景下，現行中國的上市公司收購的會計處理想要全部適用購買法的實務操作將會面臨窒礙難行之處，亦即在目前的經濟環境下，上市公司收購會計處理只適用購買法的會計制度之條件成就尚未完全成熟。

在購買法的會計處理下，企業收購的購買法相較於兼併的購買法又更加複雜。因為企業兼併後只涉及一個會計主體，通常將被兼併企業的資產、負債等按一定的計價標準和會計處理併入兼併企業原有的帳簿體系即可；而收購後雙方仍維持原有的法律主體和會計主體，獨立地從事經營業務[36]。對於收購方來說，也須要將被收購之企業納入編製財務報表，出具合併財務報表。

59號文第四條第三款規定:「企業股權收購、資產收購重組交易，相關交易應按以下規定處理：

1. 被收購方應確認股權、資產轉讓所得或損失。

2. 收購方取得股權或資產的計稅基礎應以公允價值為基礎確定。

3. 被收購企業的相關所得稅事項原則上保持不變。」

[36]任淮秀，兼併與收購，中國人民大學出版社，2006 年 2 月，第 205 頁。

DOI:10.6814/NCCU202001352

例如: K 公司資產帳面價值為 6,300 萬元，公允價值為 9,000 萬元，業主權益為 4,200 萬元，股東人數 5 人，自然人股東甲、乙、丙三位，法人股東為丁、戊兩位，個別持有 K 公司股份占比甲 20%、乙 15%、丙 30%、丁 25%、戊 10%。H 公司意欲對 K 公司展開收購。當採取資產收購的交易模式下，兩間公司的管理階層直接進行溝通協商，雙方合意之後，由 H 公司購入 K 公司經營性資產，H 公司不涉入 K 公司的負債、現金、債權及員工等。實質係 K 公司出售資產含不動產、設備的交易，K 公司可能要繳納的稅負有增值稅、土地增值稅、印花稅、企業所得稅等，H 公司要繳納的稅負可能涉及到印花稅、契稅等。而當採取股權收購的交易模式下，H 公司的協商對象轉換為 K 公司的五位股東，爭取將甲、乙、丙、丁、戊所持有的 K 公司股份全數或是部份購買，達到 K 公司股份總數 50%以上， K 公司就會成為 H 公司的子公司，K 公司無須負擔稅負，僅須辦理變更登記，H 公司除非是透過 K 公司本身增資取得股權才須繳納印花稅，否則亦無須負擔稅負，有轉讓 K 公司股份的股東因屬上市公司股權轉讓，故按仟分之一的稅率繳納證券交易印花稅。

DOI:10.6814/NCCU202001352

三、　合併的稅務處理

59號文第四條第四款規定:「企業合併，當事各方應按下列規定處理：

1.合併企業應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都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。」

合併企業取得被合併企業資產及負債須依公允價值入帳，合併企業支付對價中，若有屬於非現金資產的部份，則合併企業帳上須認列該資產處分損益，計入當期損益繳納申報企業所得稅。被合併企業帳上若有累積虧損，被合併企業原有虧損結轉也就是以前年度申報所得為負數累計數，該金額可以在當期或以後年度所得為正數時用來抵減所得稅，在台灣就稱為盈虧互抵，合併企業無法因併入被合併企業，就將被合併企業虧損結轉的金額代入合併企業享用。合併企業可能須要繳納的稅負有印花稅、契稅等稅負，另一方面，被合併企業需要進行清算，清算所得也就需要確認。

四、　分立的稅務處理

59號文第四條第五款規定:「企業分立，當事各方應按下列規定處理：

DOI:10.6814/NCCU202001352

1.被分立企業對分立出去資產應按公允價值確認資產轉讓所得或損失。

2.分立企業應按公允價值確認接受資產的計稅基礎。

3.被分立企業繼續存在時，其股東取得的對價應視同被分立企業分配進行處理。

4.被分立企業不再繼續存在時，被分立企業及其股東都應按清算進行所得稅處理。

5.企業分立相關企業的虧損不得相互結轉彌補。」

與企業分立有關的稅目較多，被分立企業不再繼續存在時，被分立企業就須進行清算，產生清算所得時，企業就須繳納所得稅；當不動產從被分立企業脫離轉入分立企業時，被分立企業對於移轉不動產的交易須繳納土地增值稅和契稅；在企業分立過程中，簽訂特定合約就須繳納印花稅。

國立政治大學 National Chengchi University

第二項 特殊性的稅務處理

國家給予額外的租稅獎勵會成為促進激勵企業進行收購重組的誘因，核心價值不外乎是遞延稅負的效果想要享受特別的優惠稅負，企業能適用的前提要件也較為嚴格，企業收購重組的特殊性的稅務優惠規定在 59 號文第五條，企業重組同時符合下列條件的，適用特殊

DOI:10.6814/NCCU202001352

性稅務處理規定：

（一）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。合理的商業目的的定義，未有法律直接明訂，不過在國家稅務總局 2015 年 6 月公告第 48 號《國家稅務總局關於企業重組業務企業所得稅徵收管理若干問題的公告》，第五條有要求企業透過五項考量因素，1. 重組交易的方式；2. 重組交易的實質結果；3. 重組各方涉及的稅務狀況變化；4. 重組各方涉及的財務狀況變化；5. 非居民企業參與重組活動的情況。來判斷企業重組是否具有合理的商業目的。

（二）被收購、合併或分立部分的資產或股權比例符合本通知規定的比例。59 號文第六條第二款中關於股權收購，收購企業購買的股權不低於被收購企業全部股權的 75%之規定於 2014 年財稅 109 號調整為收購企業購買的股權不低於被收購企業全部股權的 50%；59 號文第六條第三款中關於資產收購，受讓企業收購的資產不低於轉讓企業全部資產的 75%之規定調整為受讓企業收購的資產不低於轉讓企業全部資產的 50%。

（三）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。

（四）重組交易對價中涉及股權支付金額符合本通知規定比例。59 號文第六條規定比例 85%。

DOI:10.6814/NCCU202001352

（五）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。係因主要股東一般為大股東或控股股東持，政府給予租稅優惠是其希望企業透過重組提升競爭力及優化企業體質，認真經營企業，而非透過收購重組來出售企業股份獲取資本利得，故而會對於取得股權支付的原主要股東轉讓持股設有一定期間限制。

特殊性稅務處理所帶來的租稅優惠主要形成遞延繳納稅負的效果，例如在企業重組集團股權架購下，這時先不會被課徵企業所得稅，等到未來股份移轉給外部第三方時才須繳納所得稅。

一、　債務重組的稅務處理

59號文第六條第一款規定:「企業債務重組確認的應納稅所得額占該企業當年應納稅所得額50%以上，可以在5個納稅年度的期間內，均勻計入各年度的應納稅所得額。

企業發生債權轉股權業務，對債務清償和股權投資兩項業務暫不確認有關債務清償所得或損失，股權投資的計稅基礎以原債權的計稅基礎確定。企業的其他相關所得稅事項保持不變。」該規定可以看出當債務重組所產生的所得稅金額占當年度企業年度所得稅一半以上，債務重組應付所得稅就產生稅負遞延的效果，可以按直線法於五年內分期繳納。

DOI:10.6814/NCCU202001352

二、 資產收購與股權收購的稅務處理

109號文第一條規定將59號文件中特殊性稅務處理中關於股權收購，對於收購企業購買的股權不低於被收購企業全部股權的75%大幅調降為50%。第二條規定將59號文件中特殊性稅務處理中關於資產收購，對於受讓企業收購的資產不低於轉讓企業全部資產的75%亦大幅調降為50%。由上述中不難發覺中國國家稅務總局的用意在於適用特殊性稅務處理條件放寬，其讓更多的收購企業能夠符合適用租稅優惠的資格。本文認為，資產收購與一般資產買賣會計處理雖類似，但仍有本質上的差異，因資產收購的標的原則上會是目標公司賴以生存的重要營運資產，例如鉅額不動產、獨家核心的專利配方等，雖然公司的法人資格並不會消滅，但除非公司瀕臨絕境，否則資產收購的達成可能性不高，且資產收購成功的要件係目標公司管理當局須同意，但股權收購則不然，即使目標公司管理階層不同意，收購方仍然可以啟動收購作業，故毋庸置疑股權收購為最主要的收購型態。

日常生活中，隨處可見的商品，例如服飾、家具、廚房器具及3C電子產品等，每項商品內部包含的各項原物料零組件，提供的廠商可能來自中國、台灣、美國、歐洲或日本等不同國家，由於國際貿易的興盛，商業往來已無國界，所以企業在選擇收購重組標的時，跨境收購重組是非常常見的情況，對此，當企業收購重組雙方皆屬於中國境

DOI:10.6814/NCCU202001352

內企業，在一定的條件下所給予的重組稅務優惠，可以明確看到在109號文第三條規定在關於股權、資產劃轉:「對100%直接控制的居民企業之間，以及受同一或相同多家居民企業100%直接控制的居民企業之間按帳面淨值劃轉股權或資產，凡具有合理商業目的、不以減少、免除或者推遲繳納稅款為主要目的，股權或資產劃轉後連續12個月內不改變被劃轉股權或資產原來實質性經營活動，且劃出方企業和劃入方企業均未在會計上確認損益的，可以選擇按以下規定進行特殊性稅務處理：

1、劃出方企業和劃入方企業均不確認所得。

2、劃入方企業取得被劃轉股權或資產的計稅基礎，以被劃轉股權或資產的原帳面淨值確定。

3、劃入方企業取得的被劃轉資產，應按其原帳面淨值計算折舊扣除。」

而當企業收購重組，有一方為中國境外的企業，若想享受收購重組獎勵租稅優惠，除了必須符合 59 號文第五條規定外，尚須符合第七條規定，顯見跨境收購要符合特殊性稅務優惠的門檻更為嚴苛。

三、　合併的稅務處理

合併的租稅優惠規定在59號文的第六條第四款，1、合併企業對被合併企業原本的資產與負債的計稅基礎繼續沿用。2、合併企業承接被合併企業原有的所得稅事項。3、被合併企業原有的虧損結轉可

DOI:10.6814/NCCU202001352

由合併企業彌補，但有規定上限。4、被合併企業的股東原先所擁有的被合併企業的股權的計稅基礎，繼續沿用在新取得的合併企業股權的計稅基礎。

至於被合併企業，因為法人資格消滅，須辦理清算事宜，計算出清算所得，繳納所得稅。

四、　分立的稅務處理

分立的租稅優惠在59號文的第六條第五款有明確規定，1、分立企業對被分立企業原本的資產與負債的計稅基礎繼續沿用。2、分立企業承接被分立企業原有的所得稅事項。3、被分立企業原有的虧損結轉在未逾法定期限內，可依照被分立所轉讓的資產占分立企業全部資產的比例，依比例由合併企業繼續使用虧損結轉金額。4、被分立企業的股東為取具分立企業股權所需放棄部分或全部原先所擁有的被分立企業股權，原先被分立企業股權的計稅基礎，應繼續沿用在新取得的分立企業股權的計稅基礎。若被分立企業的股東取具分立企業股權無須放棄原先所擁有的被分立企業股權，在新取得的分立企業股權的有兩種計稅基礎，一種是直接將新取得股權的計稅基礎確定為零，另一種被分立企業轉讓出去的資產占分立企業全部資產的比例先調減原先被分立企業股權的計稅基礎，之後再將調減的計稅基礎平均分配到新取得的分立企業股權上。

DOI:10.6814/NCCU202001352

上述企業併購重組無論是選擇五種方式中的任何一種來適用特殊性的稅務處理，屬股權支付的部分，有關轉讓的資產所產生的損益暫時不認列課稅，採非股權支付的部分，有關轉讓的資產所產生的損益則須在當期認列，相應資產的計稅基礎也需一併調整，也就是在被轉讓的資產原有的計稅基礎上加公允價值減去原計稅基礎之差額再乘上非股權支付除公允價值的比例。

第三項 優惠政策的稅務處理

在企業併購重組的方式中，59 號文第九條特別提到吸收合併及存續分立，對於合併及分立後的存續企業，給予了租稅優惠延續權，當合併後的存續企業在性質上與享受租稅優惠的資格條件未產生變化時，存續企業可以選擇繼續沿用合併前該企業未達法定期限屆滿的租稅優惠，計算優惠金額方式以合併前一年的存續企業應繳納的所得稅金額（若所得額為負數以零計之）計算。分立後的存續企業在性質上與享受租稅優惠的資格條件未產生變化時，存續企業可以選擇繼續沿用分立前該企業未達法定期限屆滿的租稅優惠，計算優惠金額方式以依該企業分立前一年的應納稅所得額應繳納的所得稅金額（若所得額為負數以零計之）乘上分立後的存續企業資產占分立前該企業全部資產的比例計算。

DOI:10.6814/NCCU202001352

第二節 收購稅收法律規定設計存在的問題

第一項 一般性稅務處理的缺失

一、 中國的企業的所得稅稅率除特殊規定外原則上均為 25%，換而言之，並不區分企業的獲利來源係屬於經營本業所產生或是資本利得，而是就企業整體的淨所得來課徵 25%的所得稅費用，對於經營本業的生產所得為當期發生當期繳納稅負，不受通貨膨脹的影響。而資本利得的計算為處份價款減除原先的購買金額的差額，資本利得則往往為公司投資多年所獲取的報酬，也就是當初投資支出所代表的金額，一個絕對的金額在不同年代代表著不同的購買力，就好比 20 年前的 10,000 元與現在的 10,000 元代表的購買力天差地遠，所以資本利得課徵的稅率應低於當期生產經營所得課徵的稅率方為妥適，本文認為，目前的規定不區分企業所得來源顯不合理，應修法對資本利得依投資期間長短給予差別稅率或是提供一定的優惠減免成數為宜。

二、 自然人股東在轉讓上市公司的股票交易只要繳納股票印花稅，所獲得的資本利得免課徵稅負，但在法人股東方面，轉讓上市公司的股票交易產生的資本利得則要納入企業所得稅計算，身分的不同產生不同的稅負。如此，自然會影響企業收購重組所採取的方式，例如收購企業直接收購被收購企業的自然人股東擁有的股權達到併

DOI:10.6814/NCCU202001352

購重組，如此一來，被併購企業並未產生額外的稅負，且被收購企業的自然人股東也無因股權交易繳交資本利得稅，若收購企業採資產收購的模式下，被收購企業有處分資產利益，須納入企業所得繳交所得稅，被收購企業繳交所得稅後再將盈餘分配給股東，股東身分不論是個人或是法人皆須繳交所得稅，形成重複課稅，因此，純粹站在稅務考量不考慮其他因素下，導出股權收購遠優於資產收購的結論。

第二項 特殊性稅務處理的缺失

當企業收購比例達到 50%以上時，收購企業就對被收購企業產生了控制權，109 號文規定將 59 號文件中特殊性稅務處理中關於股權收購及資產收購全部股權及資產由原本的 75%降為 50%即為此道理。收購方在該資產收購及股權收購發生時的股權支付金額不低於其交易支付總額的 85%，該股權支付比例訂為如此之高，無形中造成許多的收購企業無法享受特殊性稅務優惠，以高比例的絕對數字一刀劃分收購企業享受租稅優惠的適格性，本文認為，應重新檢視該比例的規定是否適宜。

第三項 缺乏系統性的收購稅法法律且立法層次低

完善的收購租稅法律制度，應該是由政府制定專門與收購相關的

DOI:10.6814/NCCU202001352

租稅法，法律制定了主要的收購租稅原則，至於細節的部份再一層一層的往下架構，綿密的框架涵蓋了全面性的規範。中國對於在收購的租稅規定並沒有一套有系統的法律架構來支撐，雖然租稅法律主義是基本原則，於中華人民共和國憲法第五十六條有規定，中華人民共和國公民有依照法律納稅的義務。但中國在處理收購有關的租稅法律卻未落實，相關的稅收規定大多來自於財政部與國家稅務總局對於收購的部分內容處理發出具體處理問題的通知。財政部與國家稅務總局規定具體處理問題的通知的文號非常少，由於這些通知都是因應企業實務上收購所遭遇的問題來頒布，在收購過程中，尤其企業所屬產業、本身的結構、目標公司的性質、國內外法令規定等種種不同，使得企業在面臨與稅務有關的問題五花八門，僅僅靠這些通知來指引是遠遠不足，再加上隨著時間的變遷，新發展出的收購態樣與收購交易的內容更臻複雜，更是讓具體處理問題的通知緩不濟急，導致企業須以個案事實行文給稅務局，文件往復的次數愈多，時間延宕愈為嚴重，所回覆的結果也常常不盡如意，阻礙了收購重組活動的進行。究其根本，所謂的通知不外乎是實務操作指導，無法透過通知本身去探知法理意旨來類推適用。

採財政部與國家稅務總局通知公告的局部處理方式除了造成規定的侷限性，且因法律位階處於各部會的行政命令，當與其他法律規

DOI:10.6814/NCCU202001352

定不符時，其他部門的主管機關看法不同時，產生不同的行政機關做法不同，產生非常多的爭議會導致企業的無所適從。

第三節 實質課稅原則的概念

中國從 1970 年代末由原本奠基在馬克思主義下的社會主義，先從農村開始進行改革經濟體制，再擴及到城市地區，到了 2000 年以後，經濟改革開放的腳步加快，隨著愈來愈多的深度經濟改革，在國際貿易活絡下，企業的收購誘因相對大幅度提升，由於企業收購重組活動的盛行，稅捐課徵與租稅獎勵不可豁免成了企業選擇收購方式的重要考量因素之一。稅收與併購活動之間關係集中表現在公司併購可能為併購當事方帶來的稅收利益以及由此可能產生的稅收對併購活動的激勵效應兩個方面[37]。為了避免企業透過法律形式的外在改變，在經濟本質不變的情況下，藉以規避稅負，中國企業所得稅法第四十七條有規定，企業如果有實施虛偽安排或是轉移財產，欠缺商業目的合理性的交易從而達到規避或減少稅捐的效果，稅務機關有權利依照合理的方法進行調整。該條賦予了稅務局實施經濟實質重於形式的法源依據，讓稅務局能夠不拘泥於企業外在所披的法律外衣，而是回歸

[37]劉湘玫，中國企業所得稅改革研究-基於公司治理視角的分析，中國廈門大學博士學位論文，頁 75，2007 年 8 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

企業實質應被課徵的稅捐，這對於稅務局而言，不啻於被授予一柄尚方寶劍，有充分的裁量權，衡量企業交易是否符合經濟實質。中國《企業所得稅法》第 47 條、《企業所得稅法實施條例》第 120 條、《特別納稅調整實施辦法(試行)》第 93 條共同構建了中國稅法中的一般反避稅條款[38]。

併購市場上，企業能夠自由運用選擇併購重組的方式，由於不同的併購重組方式所帶來的稅負效益影響也大不相同，不可避免的會對企業在選擇何種的併購重組方式所制定的決策上造成一定程度影響，而且也會減少國家的稅收收入。對於在稅捐上明知不利，但基於其他因素的考量僅能選擇較差的併購重組的稅負方式的企業也顯不公平。為了降低此種程度的負面影響，國家的稅捐政策應該彈性的作出相對應的修正，不過若是頻繁更迭稅捐規定，造成稅法原身所具備的安定性及人民的信賴度都會大打折扣。

為了獲得租稅優惠，從而僅是外觀上進行併購重組的企業，稅務局運用經濟實質重於形式來課徵稅捐雖然必要，但裁量權的拿捏卻是至關重要，過度擴張經濟實質重於形式的後果就是直接打擊了企業重組環境的正常發展，應謹慎判斷企業進行收購重組活動時，是否有存在獲得明顯的租稅優惠，譬如合併後存續企業若藉由股權的轉移而從

[38]馮果、謝貴春，企業併購稅收法律問題比較研究，武漢大學出版社，頁 236，2015 年 8 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

事的收購態樣的安排，實質上合併前企業仍然存在，僅為股東結構的改變，企業的經濟實質並無變化，則稅務局當然可以合理認定，因收購所產生的商譽金額不能認列，亦即無該商譽的發生，以後年度自不能將商譽攤提認列為費用；反之，企業透過併購重組所獲得利益若與稅捐無關，則稅務局就應該認定無須適用實質課稅原則，避免濫用實質課稅原則反而阻礙併購市場的發展不可不慎。

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202001352

第五章 上市公司反收購的法律規定研究

第一節 反收購的概念

企業在進行收購的過程中，目標公司管理階層不外乎分為兩種心態，一種是樂見其成，對於收購企業抱持著謹慎樂觀友好的對待，另一種則生起濃郁的警戒心，積極採取防禦措施抵制，讓收購企業無法達成目的，前者稱為收購，後者稱為反收購。資本市場愈成熟的國家，因為自由經濟的流通盛行，各產業的競爭更加激烈，收購活動愈是欣欣向榮。

收購行為一旦完成，意謂著被收購企業的管理階層喪失對被收購企業的控制權，故許多目標公司的管理階層為了保有控制權及經營權，常常會發起一系列的抵禦對抗行為，即所謂的反收購（anti-takeover）。關於反收購措施的合法性審查標準，在中國《收購辦法》中可以找到原則性的依據[39]。而反收購之所以形成，前提要件必須要先有非合意收購，反收購才會應運而生，所以無論是收購或是反收購皆屬於收購法律規制的一環。反收購亦有狹義和廣義之分，最狹義的反收購是指企業發起惡意的收購活動，目標公司採取一連串

[39]曾祥生、方昀，論上市公司反敵意收購行為的法律規制，武漢大學學報，第 67 卷第 3 期，頁 23，2014 年 5 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

的抵擋對抗行為所拉起的攻防戰；廣義的反收購係包含目標公司即使無法判斷企業的收購行為到底是屬於善意或是惡意，一律先行採取防制抵禦的措施；最廣義的反收購則是尚包括即使明知企業的收購活動為善意，目標公司仍然不予接受，以及當有數家企業競相對目標公司拋出善意收購的橄欖枝時，目標公司對於各收購企業所開出的被收購條件卻有顯著的差別對待，對於非享受到優惠待遇的其他企業形成不利的競爭環境。

惡意收購與反收購為相伴相生的概念，沒有惡意收購就不會衍生出反收購行為。在中國上市公司章程中沒有敵意收購的字眼，只有對惡意收購的界定，中國上市公司章程中界定的惡意收購其實就是指敵意收購[40]。當再進一步探討反收購規制時，有必要先了解為何有惡意收購的交易態樣發生。所謂的惡意收購係指收購活動發起之前，不僅僅包含事先並無與目標公司管理階層溝通協商，直接發動收購，奪取目標公司的控制經營權，亦涵蓋即使事先有與目標公司管理階層洽談，雖遭到對方的拒絕，但仍然罔顧其意願而進行之收購皆屬惡意收購之範疇。在正常情況下，企業如果能夠採善意收購的方式絕對會優先採用，不僅可以增加收購成功的機率，還可以避免因目標公司經營階層

[40]曹清清，我國上市公司章程反收購條款法律規制研究，吉林大學博士學位論文，頁 24，2018 年 6 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

所採取的反抗行動額外所支出的成本，一旦企業評估分析後採行惡意收購，基本上在一定預算內對目標公司的經營權有勢在必得的決心。由於上市公司講求聘用專業經理人運用專業能力管理以提升企業經營績效，致使所有權與經營權分離成為上市公司普遍的現象，但由於專業經理人站在追求個人績效的立場，可能會導致公司整體利益受到損害，無法實現公司利益最大化，公司代理人與股東產生利益衝突，故即使是惡意併購，不代表會對目標公司股東不利，因為有可能是要提升公司的經營價值，但可以確定會對於目標公司的管理階層層面而言會產生失去經營權的不利影響，惡意收購還可以對公司的管理階層產生某種程度的制約效果。

但惡意收購仍有被人詬病之處，像近年盛行於國際的私募股權基金，夾帶著巨額的投資基金，看好某種產業的未來性或是擁有豐沛的不動產等資產，朝著該產業經營不善的目標公司發動惡意收購，收購成功後，大刀闊斧的對目標公司內部進行整頓改造，俟目標公司燦然一新後，公司的虧損情況不再，產生穩定的獲利後，再高價出售給買家套利。雖然私募股權基金對目標公司作有效的瘦身以節流開銷，讓該公司由淨損轉為淨利，但並未著重於公司產品價值的增加，主要目的在於透過收購來產生基金的投資報酬，對於公司產品在市場上的競爭力未獲得提升，在公司外部體質並未真正改善。

DOI:10.6814/NCCU202001352

第二節 反收購涉及各方相關主體的利害關係

第一項 收購企業與目標公司的利害關係

企業惡意收購活動的進行中，涉及了多方的主體，有收購企業、目標公司、目標公司股東以及目標公司管理階層。其中利益衝突最明顯的莫過於收購企業與目標公司，這場控制權爭奪的博弈攻防戰，兩者處於無法和平共存的對立立場。

企業之所以上市，主要在於可擴展企業的知名度、增加金融機構貸款的額度、吸引更多優秀人才、國際大型機構的投資資金投資的可能性以及上市公司股東股份在股票市場股價上漲所賺取的資本利得等優勢。當上市公司經營成果良好且未來營收成長可期時，股價會反映該公司的營運績效而呈現上漲；反之，若上市公司營收衰退且未來經營環境有隱憂無法樂觀看待時，股價會率先下跌反映該公司未來前景悲觀的經營狀態。上市公司中，其中一定有部分的公司具有下列其中之一的特性:領先的核心技術、最先進的產品、獨家的專業配方、多筆的不動產、穩定的現金流、大量專利權及高額的市占率等，這些香悖悖的公司一定會被其他公司垂涎不已，各方均虎視眈眈密切的注意一切收購可能性的到來。上市公司股份的自由轉讓原則是資本市場中保持股份流動性的根本，所以要一開始就完全阻擋他方進行收購的

DOI:10.6814/NCCU202001352

可能性為零，目標公司為保護自家的先進製程或獨家技術或專利商標權的考量，避免公司機密流失，不予接受他方企業的收購，此為收購企業與目標公司的利益衝突。

一、 收購企業與目標公司管理階層的利害關係

學理上，按其邏輯解釋“收購決策”應當包括“防禦決策”，“採取的措施”應包括“反收購措施”，故，上市公司的併購防禦的決策權應歸於董事會權責[41]。因公司的一般決策權利下放在董事會，董事也就是俗稱的管理階層，在啟動收購活動前，目標公司的管理階層可以非常自在的制定經營決策，但市場上一旦有企業出現欲對目標公司進行收購，當收購企業進行協商洽談時，也許收購案本身所帶來的是收購企業與目標公司雙贏的局面，原本在理想的狀態下，因管理階層為專業經理人組成，具有專業的知識經驗，有足夠能力合理判斷出該收購案的各項利弊得失，經過各方角度的綜合評析後，得出充分完善的結論，作出最正確的決定目標公司應否被收購，但在實務上，管理階層往往出於私心作祟，為了追求自我利益的保障，只要留任原職位，就能繼續享有優渥的豐富報酬，這個成立的要件前提立基於繼續握有目標公司的控制權方能達成，是故會想方設法阻撓收購案的進

[41]謝銀玲，上市公司對外資敵意併購之反收購對策研究-以發展中國家可持續發展為視角，中國華東政法大學博士學位論文，頁 63，2010 年 5 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

行可能性，儘可能利用目標公司的經營決策權，讓目標公司本身採取種種的防禦行為，意謂著無論收購案本身帶來的商業價值是否對目標公司有足夠的附加價值，仍無法預期目標公司管理階層能夠敞開心胸主動歡迎目標公司被收購，此時，該收購活動到底對目標公司本身是否值得考量接納，若由目標公司的管理階層來作決定，其正確性將有待商榷。

二、　目標公司管理階層與股東的利害關係

隨著企業規模愈來愈大，集團組織架構更臻複雜，股東基於專業考量的角度，將公司的營運管理委由專業人才來擔任是再正常不過的情形，是故所有權與經營權分離不僅是一種趨勢，更是必然的現象。為了吸引高階優秀的專業經理人願意到公司就任，企業會開出相當高額的薪俸與績效獎金的價碼，以期專業經理人全心奉獻在公司的發展與經營管理上面，相對的，對於代理人而言，該薪酬絕對有足夠的吸引力。所以當一項決策是對企業的利潤有利，但反而形成對專業經理人的績效報酬不利時，對於代理的職業道德絕對形成莫大的掙扎挑戰，是要秉持職業道德以公司為最優先考量，還是先保護好自己的飯碗才是首重之道，倘若心中的天平傾向自利的選擇，則股東因平時並未在企業內部上班，無法詳盡的了解公司實際營運情況及資產狀態的所有細節，僅透過閱讀一年四季的財務報告、公開說明書、年度股東大會

DOI:10.6814/NCCU202001352

的召開聽取公司的主要營運狀況其前景發展之簡報，信息的不完整，自然無法準確判斷出收購案是否對目標公司有利，也就無法在股東會上對專業經理人拒絕收購案予以駁回。另外，實務上還有一種情況發生，就是即使專業經理人秉持良好的道德品行，選擇對企業的利益最大化的方式，經專業上評估後，確定應採取反收購措施來對抗收購企業，對公司後續的永續經營才是最佳的處理模式，但收購公司不管是採取協議收購還是要約收購，基本上都會採溢價收購，倘若收購企業開出的收購價格與目前證券市場上該目標公司的股價有一定程度上落差的溢價空間，這時候，足以引誘許多目標公司股東，選擇將手中股權先行拋售給收購企業，之後若還想持有目標公司股份，再從證券市場買回的情形，如此，易造成收購比例的成功達標，無形中就破壞專業經理人想保護目標公司利潤最大化，反收購將以失敗告終。

三、　目標公司大股東與中小股東的利害關係

資本利得的追求是所有股東共同的心願，股東對於某特定上市公司的持股比例愈高，愈可能在股東大會上改選董事當選席次，進而參與入主董事會，所以當公司的股權結構愈集中，愈可能形成所有權與經營權合一的狀態。當股東兼具公司董事身份時，與一般純具股東不同，身處的角度不同，著重的考量因素就會不一樣，故所經營的公司若有被其他企業相中，高價求娶，這時大股東因職務之便，藉由通盤

DOI:10.6814/NCCU202001352

了解該收購案的優劣得失，目光自然會放在評估自家公司長遠所創造的利益，是否值得去接受該收購案，收購公司是否有能力繼續將目標公司經營下去，另外還會考量經營企業所獲得的成就感滿足，進一步肯定自我價值，這些都是中小股東所不會亦無法考量的因素。換個角度而言，就中小股東的立場來看，由於專業領域知識匱乏，加上持股比例低，無法參與公司決策經營，對公司的影響力不高，即使在股東大會上發言，一般也不被公司經營團隊所重視，當所持有的股份遇上被收購時，短期就能獲得高報酬的資本利得成長幅度，基本上小股東都非常欣喜並樂見收購案能夠成功，能將自身所持有的股票出售給收購企業，至於公司被收購後所面臨的問題會秉持漠視的態度，不在小股東的關心範圍之內。大原則下股東雖然都是追求自利，但由於大股東和中小股東彼此間所站的高度不同，所作出的選擇自然就可能不一致，容易形成雙方的利益矛盾化。

第三節 具體的反收購防禦策略分析

第一項 事先的防禦策略分析

企業在阻擋他方的惡意併購時，比起當收購活動發生時的積極對抗，事先超前佈署的預防措施顯得更為重要。每種預防措施都有其功

DOI:10.6814/NCCU202001352

能特色，所謂的因地制宜，不同的環境下，適用不同的防禦策略方能發揮其最大的功效。企業不會僅設單種防禦，為了實現自身的保護 會架起層層綿密的保護網，避免惡意收購獲得成功。

一、 驅鯊劑條款

企業的管理階層具有一定程度上的憂患意識係無庸置疑，皆會未雨綢繆地想方設法運用一切預防的手段在各種層面上設置障礙來降低企業未來經營管理大權旁落的風險，在各種反收購措施中，最常見的就是驅鯊劑（sharkrepellent）條款，驅鯊劑防禦措施是通過在公司章程中設計特別條款來實現目的[42]。常見的例如中國公司法有規定股東每股有一表決權，當公司面臨合併、分割、公司解散、增資、減資及修改章程本身等重大議案須經出席股東三分之二以上表決權數同意通過方具效力。但企業可在召開股東大會上時，將公司章程條款就上述重大議案修訂為表決權數同意門檻須更高，如四分之三以上出席股東的表決權同意才可通過，也就是俗稱的特別多數決條款。另外公司法有規定有限責任公司及股份有限公司董事任期最長不得逾三年，但並未規定董事任期須統一，故公司章程可以修訂成每屆選舉董事時，董事人數異動不得過半或逾三分之一或其他一定比例，實行分批改選制度，該條特色在於即使收購方大舉購入目標公司的股份，握

[42]黃亮，上市公司反收購法律規制研究，中國吉林大學博士學位論文，頁 54，2010 年 6 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

有多數股權，數年內也難以掌控目標公司的董事會，此措施無形中加強了董事會的閉鎖性，透過將董事會的董事劃分為若干組，採用交叉任期的方式，藉以保障原班人馬的董事續任，降低大權旁落的機率，從而達到繼續保持控制公司的經營權。

二、 毒藥丸計劃

毒藥丸計劃又被稱為股東權益計劃(shareholder rights plan)，該計畫的基本觀念在於增加收購方的收購成本。企業在美國採取反收購的種種措施中，公認最有效的手段之一就是毒藥丸(poison pill)計劃，因美國德拉瓦州於1985年德拉瓦州大法官法庭(Delaware Court of Chancery)的判決奠定了企業使用毒藥丸計劃給予了合法地位，故而在實務上，企業常採用毒藥丸計劃用來抵禦惡意收購；但在英國的情況卻恰恰相反，因為英國的公司法本身明確指出不允許使用毒藥丸計劃，認為毒藥丸計劃係不合法的反收購措施。毒藥丸計劃的實施方式有下列主要四種形態:

(一)優先股計劃（preferred stock plans）:早期的毒藥丸計畫之一即為此種形態，係目標公司發行具有獲配股利在一定條件下可轉換的優先股予普通股股東，藉以增加誘因，使普通股股東願意購買可轉換優先股，一旦目標公司股份在被惡意收購下達到一定程度（通常是介於10%至20%股權比例）的股權百分比，此時，毒藥丸防禦正式啟

DOI:10.6814/NCCU202001352

動，普通股股東即可將所持有的優先股要求轉換為一定數量的普通股，達到收購方所擁有的股權比重遭到稀釋效果，提高收購成本。

(二)認股權證計劃:亦屬於早期的毒藥丸計劃其中一種態樣，係指目標公司授權普通股股東可以在當惡意收購方收購目標公司股份達一定數額後以低於市價許多的認股價格購進自家公司的股票，藉以膨脹目標公司的股數，飆升收購方的成本。

(三)負債毒藥丸計劃:當面臨非合意收購威脅時，係目標公司大筆增加自身負債，讓財務狀況迅速惡化，削弱公司優勢，透過舉債及發行債券予債權人並約定毒藥丸條款，一旦目標公司遭到收購，債權人有權要求目標公司立即清償借款或贖回債券或將債券轉換成目標公司股份。如此一來，目標公司短時間內須支付鉅額現金或股權被稀釋的情形，藉以逼迫收購方面臨到收購成功後所面臨巨大的資金流出或增加的收購成本，不得不審慎考慮投資方案是否值得繼續進行，達成阻礙收購活動的目的。

(四)人員毒藥丸計劃:係目標公司大多數的高階管理人員共同簽署了協議，內容中約定當目標公司非合意的被收購，倘有其中一員被資遣或降職時，則簽署的全部高階管理人員將會全體請辭，當目標公司的高階管理人員的陣容愈強盛時，愈容易讓收購方審慎評估此舉所帶來的巨大衝擊；反之，若高階管理人員對於目標公司無顯著的核心

DOI:10.6814/NCCU202001352

價值時，此協議將無法帶來任何的恫嚇效果。

三、　降落傘計劃

實務上，被收購企業的管理階層與職員在被收購後，陸陸續續的會被迫調職、解任或降職是非常常見的現象，因此，目標公司事先在被收購情況發生前，就與公司的董事與高階管理人員、中階管理人員及一般員工分別簽訂了保障員工利益的協議，承諾目標公司萬一被收購，董事與高階管理人員、中階管理人員及一般員工都可以因為在一段期間內被解職，向公司索取賠償金，提升公司職員的安定度及向心力，協議內容根據不同級別劃分為黃金降落傘、銀降落傘及錫降落傘。黃金降落傘顧名思義即可窺見其對董事與高階管理人員協議對所開出的補償條件最為優渥，享有最高級別的補償金或津貼，其中再區分出個別人員因年資、貢獻度及能力以此決定個人最終的受益金額。如同讓董事與高階管理人員每人撐起一把巨大的降落傘，從高處安全地緩緩降落下來。而銀降落傘的內容性質類似黃金降落傘，只不過待遇要差上一級。至於錫降落傘的對象由於是一般職員，內容保證主要為資遣費的給予。綜上可以看出，反收購措施中的降落傘計劃，焦點係落在黃金降落傘，因為黃金降落傘的制度設計本意就在於使高階管理人員避免因考量自身利益的私心從而無法保持客觀專業的立場來對待收購活動。

DOI:10.6814/NCCU202001352

第二項 事後補救的防禦策略分析

一、 焦土戰略

人的目光總是會不由自主的被璀璨的鑽石及明珠所發出的耀眼光芒吸引，卻不會對魚目停留任何的注視。同樣的道理，一旦公司變得毫不出色，泯滅於芸芸企業之中，自然也就不會成為收購標的。會成為目標公司的特色不外乎可大概歸為兩大類別，一類為傲視群雄的獲利能力，營收成長還在逐年增加；一類是擁有驚人的龐大資產，包含不動產、專利權、商譽、商標權等。當公司獲知很有可能被收購企業盯上成為目標公司時，會趕緊採取行動，壓低自身價值，包括處份大量資產，購進大筆對公司毫無效益的雞肋資產，舉借鉅額負債，降低資產周轉率等，該方法的弊端很大，因會嚴重損害所有股東的利益，屬於傷敵一千自損八百的作法，實行的難度層面會被拉高。

二、 帕克曼式防禦

中國有句成語說得好，先下手為強，後下手遭殃。公司在遇到收購襲擊時，基本上都將視野落在如何成功防守的戰術上，但帕克曼式防禦(packman defense strategy)卻反其道而行，目標公司採取轉守為攻的策略，出其不意的收購對方公司的股份，無論是獨自收購還是讓利尋找盟友一同收購對方對方公司的股權，迫使對方將重心由收購

DOI:10.6814/NCCU202001352

轉為防禦，從主動轉為被動，實現任何一方都無法控制他方的局勢。想要採取帕克曼式防禦策略需要一定的前提要件，目標公司的資金必須雄厚或是融資能力強，至少要與對方公司的財力相去不遠，才有成功的可能性。採行帕克曼式防禦，理想的狀態是能讓對方公司打退堂鼓，不再進行收購，再不濟，若目標公司真被收購，也能夠因握有對方公司一部份的股份，享有部分的利益。但帕克曼式防禦的缺點也顯而易見，在你來我往的的攻擊中，常常會形成兩敗俱傷的結果，故和焦土策略一樣，實務上運用的並不多。

三、　股份回購

目標公司遇到惡意收購的收購襲擊時，公司採取買回流通在外發行自家公司的股份，減少流通在外的股份數額，藉此使收購方無法收購足額的股數。目標公司採此種防禦措施的前提在於公司須有足夠的閒置資金或是融資能力才能採行此一策略。上市公司可以透過公司章程增訂特別條款，當公司遇到一定條件成就時(例如面臨收購威脅，收購方已購入公司的股份總數達百分之十時)，可以無需召開董事會或股東會的決議通過，即可立刻對外買回自家公司的流通在外的股份。回購股份的方式能概括成三種類型，一類是透過集中交易市場公開依市價從一般投資人手中購買回自家公司的股份，一類是向收購方以溢價方式以高於市價或高於收購方當初的收購價格買回收購方所握有

DOI:10.6814/NCCU202001352

的目標公司股份，雙方並且簽訂協議，要求收購方承諾在一定期間內不會再收購目標公司的股份，此類即稱為綠色郵件(green mail)，或被稱為中止協議（standstill agreement）。最後一類是目標公司藉由發行公司債或是特別股等方式來籌措資金，將募集而來的資金用以買回流通在外的股份，減少在外流通的股數，拉升收購方的收購成本，此類方式雖無須公司的自有資金充盈，但因對外募集資金所導致的公司負債攀升，使公司的財務結構惡化，易使公司陷入捉襟見肘的地步，故此種類型又被稱為死亡換股(dead swap)，為此種類型顯而易見的缺點。

四、　白衣騎士

惡意收購發生時，目標公司為了被避免收購成功，公司主動尋找友善的第三方收購企業加入收購自家公司的競爭行列，引入友好的第三方買家和襲擊的收購方打擂台，一起競價相互爭奪目標公司的收購行為，以此提供襲擊收購方的收購成本。友善的第三方收購企業就被稱為白衣騎士（white knight），襲擊收購方的收購價格高低也影響了目標公司尋找白衣騎士的成功率，當收購方的收購價格高時，代表收購成本亦高，收購方須動用的資金金額龐大，相對的，目標公司要找到友善第三方加入收購行列的困難度亦大；反之，襲擊收購方出的收購價格不高時，就愈容易引進友好的他方共同加入收購的陣容。目

DOI:10.6814/NCCU202001352

標公司主動找尋的第三方收購企業，其實表明了目標公司的管理階層至少面臨一定要被收購時，願意被對方收購，所以得到目標公司管理階層的認同，白衣騎士的成功收購的機率是相當高的，當然對於管理階層而言，最完美的狀態是第三方收購企業雖然收購了部分的目標公司股份，但仍達不到撼動原目標公司管理階層的控制經營權轉換，這種情況就不算是白衣騎士而被稱為白衣護衛（white squire）。

五、　法律訴訟

事後的反收購的抵禦措施，採用提出訴訟的方式在實務上是屢見不顯，可以說是最為廣泛運用的方式之一。目標公司一旦提告，陳述反對收購理由，首要之急的用意便是提出向法院要求禁止收購方繼續增持目標公司的股份，暫停收購，避免收購活動愈演愈烈。運用該措施，目標公司採此拖延戰術，不僅能夠爭取到更多時間實行抵禦行動，順利的話，一旦官司打贏，甚至能夠使法院祭出公權力的行使來迫使收購方中止整個收購計劃。而目標公司想要打贏官司，準備的訴訟理由就需要足夠充分，最常見的有下列所述三種理由:(一)就是以基於反壟斷的原因來提起告訴，強調收購方的收購計劃會造成對該產業經濟的自由競爭體制產生不利的深遠影響，且會失去公平的市場價格。(二)收購方資訊揭露不夠充分，現行各國家對於上市公司的收購應當揭露的資訊都有相關的證券法律來規定強行性的要求，舉凡關於公司

DOI:10.6814/NCCU202001352

收購的持有股份的數量、強制收購要約及收購信息揭露的強行規定等，當收購方未遵守相關的規定要求時，將會面臨收購計畫失敗的危機。

(三)收購活動過程中涉及詐欺的違法行為，但除非是告訴方，也就是目標公司的管理階層證據確鑿，否則爭取到贏面的勝率不大。訴訟的過程中不僅冗長耗時，亦須所費不貲的專業的勞務支出，無形中亦增加了收購方的收購成本。

第四節 中國反收購措施的適法性分析

第一項 中國反收購法律規制的評析

中國的反收購的立法發展時間相較於歐美先進國家的反收購立法時期相當短暫，大約才20年，屬於近年收購浪潮興起下應運而生的產物。資源配置優化當仁不讓的必然選項為上市公司收購，隨著收購活動的愈發蓬勃，目標公司的反收購的抵禦更是屢見不鮮，事實上，反收購立法所帶來一體兩面的影響，一方面發揮調控與修正收購浪潮的作用，另一方面卻也抑制了收購活動的活絡興盛。在當前的環境下，反收購的法律規制存在下列問題:

一、 欠缺系統性的反收購立法

DOI:10.6814/NCCU202001352

目前關於反收購之法律規制，係以《證券法》、《公司法》與《收購管理辦法》作為主要核心規範，再向外延伸出相關的《反壟斷法》、行政命令及部門規章等更細部的規定。但中國《公司法》、《證券法》均沒有對反收購做出規定，只是從規範證券市場監管和維護股東利益方面提供了原則性指導，未對反收購進行明確規範，實踐中的指導意義十分有限[43]。由於這兩部法律均未對反收購作出規定，反而是在《收購管理辦法》才對於反收購的立法有作出規範，但由於高位階法律在反收購立法的空白，導致了收購與反收購在實務運作中，造成了適用的法律位階不一及規制內容的相互衝突。本文認為，建議須定一部統一法典，將收購及反收購的法律規制整個囊括在內，如此收購與反收購適用標準一致，解決法律規範的分散現狀，可以酌情參考台灣所頒布的《企業併購法》。

二、 未建立公司決定權的主權歸屬劃分制度

由於目前中國在反收購立法的著墨實在不多，股東大會與董事會彼此的權限歸屬主體未明確劃分，導致實務上操作屢屢遭遇困難及挑戰，無法確認所決策之事項適法資格是否符合。雖然享受公司經營利潤的甜美果實最終會回饋於股東身上，故

[43]鄧鵬，我國上市公司反收購行為法律規制的立法建議，法制與社會，第 1 期，頁 90，2015 年。

DOI:10.6814/NCCU202001352

股東擁有公司的決定權理應無庸置疑，但在公司日常的營運經營，股東由於缺乏專業知識與實務經驗，經營的決定權應歸屬於董事會方為適宜，中國公司法對於股份有限公司，在第一〇四條規定：「本法和公司章程規定公司轉讓、受讓重大資產或者對外提供擔保等事項必須經股東大會作出決議的，董事會應當及時召集股東大會會議，由股東大會就上述事項進行表決。」但公司實施反收購決策權究竟是否屬於須經股東大會表決通過，法律卻無明文規定。有學者指出，反收購活動也屬於公司的重大事宜，因此，根據《公司法》的內容，實施反收購策略的決定權為股東大會，但也有學者持相反觀點，認為上述觀點是對《公司法》的過度解釋[44]。本文認為，企業實務上須及時實施反收購防禦措施，且制定營運方針及策略係由董事會決定，故反收購的最終決定權應歸屬於董事會為宜，但須注意應避免董事成員基於自身利益維護而損及公司其他中小股東的權益，要求董事履行誠信義務。

三、 落實管理階層行為限制未明確規範

與英美已開發國家相較而言，中國在董事誠信義務上之法制規範上仍顯有不足之處。確定反收購過程中目標管理層反收

[44]董杰，上市公司反收购策略研究，法制與經濟，第 6 期，頁 132，2018 年。

DOI:10.6814/NCCU202001352

購規制的重點之一，是目標管理層的誠信義務[45]。在面對收購方的惡意收購，一般董事與股東之間可能會存在著利益衝突，此時，因獨立董事原則上不具股東身分，可以保持客觀公正的態度與善盡專業職責，其重要性就不言可喻，一般來說，獨立董事席次占整個董事會的席次比重愈高時，監督董事會執行業務善盡專業勤勉能力的效用就能發揮愈大，往往亦昭顯強化公司治理政策，另一方面，筆者以為，應立法建立相應的判斷標準及管理階層誠信義務違反的處罰條款，確保管理階層提出反收購措施係為了實現股東利益至上原則及公司永續發展的目的，督促管理階層採行正確合宜的反收購行為。

第二項 現行法律對反收購措施的規定

各式各樣的反收購措施在實踐之前首要工作便是檢視是否符合中國的證券相關之法律規定。收購防禦措施在美國和日本被上市公司廣泛採納[46]。在中國由於《證券法》的規定過於籠統和概括，所以真正對控制權市場運作具有指導意義的反而

[45]吳斌，我國目標公司反收購法律規制芻議，經濟導刊，第 6 期，頁 96，2012 年。

[46]孔令政，“代理問題”視角下上市公司敵意收購防禦措施的法律規制，研究生法學，第 32 卷第 4 期，頁 2，2017 年 8 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

是《收購管理辦法》[47]。《收購管理辦法》對於收購及反收購的立法精神持截然不同的態度，對於收購，立法秉持著促進與樂見其成的心態，但對於反收購則是抱持著嚴格限制的態度。以下對於反收購措施在中國之適法性分述如下:

一、 驅鯊劑條款之法律效力

公司章程的法律特徵主要有法定性、意思自治性和開放性等。正是由於公司章程的這些法律特徵，使上市公司章程中的反收購條款具有了正當性[48]。公司章程係公司意思自治的體現，但所規定的章程條款仍不得違反法律規定，否則不生法律效力。公司章程條款中分為章程必要記載事項及任意記載事項，章程所引入的反收購條款係屬於任意記載事項，故章程有無反收購條款並不會違反法律的強行規定。只要符合法律的程序規定，就可以召開股東會修改公司章程，條款內容在不違背法律規定下，經出席股東表決權三分之二以上表決通過修改的章程條款即生效力。

二、 毒藥丸計劃之法律效力

毒藥丸計劃的主要價值在於使目標公司原有股東在一定

[47]朱樹亭，淺議我國之反收購立法，法制與社會，第 1 期，頁 84，2018 年。

[48]夏青，上市公司反收購措施的合法性與價值，現代商業，第 5 期，頁 234，2018 年。

DOI:10.6814/NCCU202001352

的條件成就下，可以以高於市價拋售所持有的股份或是以低於市場價格買進股票，或是要求收購方承擔將收購股份低價賣出或是高價買入股票的義務。而因中國公司法第第一百二十六條規定:「股份的發行，實行公平、公正的原則，同種類的每一股份應當具有同等權利。同次發行的同種類股票，每股的發行條件和價格應當相同；任何單位或者個人所認購的股份，每股應當支付相同價額。」亦即意謂著發行和認購毒藥丸股份欠缺法源基礎，對於基於反收購而增發新股的措施是不被允許的。中國《公司法》對於上市公司增發股份有著嚴格的規定，增發新股在程式上需經股東大會決議，並需報請證監會核准，隨著時間的延緩，“毒丸”的毒性逐漸減弱，難以發揮效用[49]。

三、　黃金降落傘計劃之法律效力

2019年4月新修訂的《上市公司章程指引》第九十六條第一項前段規定已修改為：「董事由股東大會選舉或者更換，並可在任期屆滿前由股東大會解除其職務。」將舊有原條文中規定，董事在任期屆滿以前，股東大會不能無故解除其職務之規定予以修訂，也意謂以往限制黃金降落傘實施的前提要件予以解除。另外中國證券監督管理委員會於2018年9月30號公佈的

[49]冀希，上市公司反收購措施的法律效力分析，南方金融，第 12 期，頁 57，2018 年。

DOI:10.6814/NCCU202001352

《上市公司治理準則》第二十條規定：「上市公司應當和董事簽訂合同，明確公司和董事之間的權利義務、董事的任期、董事違反法律法規和公司章程的責任以及公司因故提前解除合同的補償等內容。」從該條可看出公司因故提前解除合同的補償內容已明文規定，賦予法源，亦即承認黃金降落傘計劃的合法資格。雖有學者對黃金降落傘抱持反對立場，認為因補償金額相當可觀，損及公司的利益並造成公司沉重的負荷。經濟學的理論和實證研究卻表明，合理設計的金色降落傘有助於減少管理層與股東在面臨公司收購時的利益衝突，使公司管理層有更為充分的動力通過談判為股東獲取更高的收購溢價[50]。

四、 焦土戰略之法律效力

實務踐行中目標公司採取焦土戰略的案件並不多見，究其主要原因不外乎對公司自身的損傷過重，藉此打消收購方的惡意收購，屬於消極性的反收購抵禦措施，但因嚴重侵害公司及股東的長遠利益，從《公司法》第一百二十一條明白規定，上市公司在一年內出售重大資產或者擔保金額超過公司資產總額百分之三十的，應當由股東大會作出決議，並經出席會議的股東所持表決權的三分之二以上通過。可明顯看出採用焦土戰

[50]湯欣、徐志展，反收購措施的合法性檢驗，清華法學，第 6 期，頁 97-98，2008 年。

DOI:10.6814/NCCU202001352

略係受其限制。但有學者對此有不同的看法，其依據是《上市公司收購管理辦法》第三十三條，認為董事會在經過目標公司股東大會批准的情況下，採取處置資產等反收購措施也是合法有效的[51]。筆者以為依據《收購管理辦法》的規定較《公司法》係更為嚴格限制反收購採行焦土戰略。

五、　帕克曼式防禦之法律效力

目標公司發動攻擊收購突襲的收購方之公司股份，讓對方放棄收購目標公司的計劃，想當然耳目標公司必須付出相當的資金才能實現該目的，採此措施無疑是屬於高風險的行動，關於帕克曼式防禦，法律並無明文規定。本文認為，基於「法無禁止即自由」的法律精神，實行帕克曼式防禦暨無違法之虞，當然就有帕克曼式防禦發揮的空間，但由於該反收購措施的代價過大，極有可能造成兩敗俱傷的局面，目標公司的管理階層應謹慎評估採行帕克曼式防禦所帶來的風險及影響層面。

六、　股份回購之法律效力

2018年《公司法》重點修訂放寬了上市公司股份回購的限制，第一百四十二條第一項規定，在六種情況下可以購買回自

[51]楊婧，閆立宏，反收購中目標公司反制措施運用中的法律問題，學術界，第 6 期，頁 192，2018 年。

DOI:10.6814/NCCU202001352

家公司的股份。各國的公司法一般都會規定，對於公司買回庫藏股的股份不具有表決權，所以當目標公司行使股份回購的反收購策略時，無形中也拉抬了收購方持有目標公司的股權比重，為了彌補此一缺點，目標公司可採取定向回購，亦即僅買回可能出售給收購方的股份。2019年《上市公司章程指引》第二十三條修訂配合《公司法》第一百四十二條第一項規定股份回購的情形一致，但在第二十四條可看出除非經證監會核准否則原則上不允許定向回購。

七、 白衣騎士之法律效力

目標公司主動找尋友好同盟共同加入收購的競爭行列，迫使突襲之收購方增加收購難度及成本，關於競爭收購的要約在《收購管理辦法》第三十七條、第四十二條及第四十二條有所規定，不難發現公司採取白衣騎士的反收購行為具有合法性，但目標公司的管理階層必須符合《收購管理辦法》第八條第二項的規定，不能對友善援助之收購方提供任何的財務資助，並且保障公司及股東的利益，對突襲的收購方也不能濫用職權須一視同仁的對待所有的收購方。

DOI:10.6814/NCCU202001352

第六章　結論

隨著近年來證券市場的快速發展，貿易經濟的瞬息萬變、中國政府為了因應時代潮流，隨著股權分置改革完成，不斷修訂《公司法》、《證券法》與《收購管理辦法》等相關的部門規章和自律性文件，以期能符合最新的國際市場環境的變化，上市公司收購係體現公司資源優化配置及規模經濟的結果。上市公司收購在《證券法》有專章規定，突顯出該交易活動在證券市場經濟的重要地位，涉及的層面極廣，涵蓋了目標公司控制權的換手、經營團隊的重組、公司股價的大幅波動、收購方與目標公司稅負的負擔。上市公司收購的法律核心問題圍繞在收購方式、收購進行的程序、收購的公開原則、收購稅制的選擇、收購的公司治理及收購信息揭露的監管等議題，檢視現行的法律規制仍有諸多不周全或是辦法規章相互衝突之處。

收購租稅法律規範不同的收購方式在稅捐負擔與租稅優惠之規定上亦有所差異，收購方基於成本效益的考量，選擇最優惠的收購稅收規定會成為收購方評估採用何種收購方式的重要判斷組成部份，收購稅制既然為收購法制重要的一環，在探討中國上市公司的收購法律制度，亦應分析收購的現行稅制規範及缺失之處。此外，政府為了遏

DOI:10.6814/NCCU202001352

止企業運用形式法律來規避稅收或享受租稅獎勵，會以經濟實質課稅原則來探求交易本質課徵稅捐。

收購過程中伴隨著反收購措施的產生是再正常不過的現象，但卻並非呈現必然雙生的關係，收購活動不一定會產生反收購行為，但反收購措施的實施的前提要件一定是有收購跡象或是收購活動的發生。收購防禦的法律問題以探討反收購防禦策略的合法性、收購防禦運作的監督機制及目標公司中小股東利益的保護為主要重心。中國的法律規章對反收購採嚴格限制的立法精神，不被信賴的態度嚴重影響收購防禦的發揮作用，抑制了整體的自由收購競爭環境，不利收購體制的良性互動發展。本文以為中國立法須正視反收購係為收購體制下的正常活動，應以友善的心態樂見其成反收購措施，配合銜接收購法律規章，如此，整個收購體制方能完善。

DOI:10.6814/NCCU202001352

參考文獻

依作者姓氏筆劃(由少至多)編排

一、書籍

1、干春暉、劉祥生，企業併購:理論、實務、案例，立信會計出版社，2002 年 3 月。任淮秀，兼併與收購，中國人民大學出版社，2006 年 2 月。

2、中共中央文獻編輯委員會，鄧小平文選（第三卷）， 2006 年 7 月 6 刷。

3、北京市道可特律師事務所，企業併購重組的法律透視， 2014 年 7 月。

4、邱灼松，強制要約收購制度批判研究-兼論我國收購制度模式的選擇，中國法制出版社， 2013 年 5 月。

5、深圳證券交易所創業企業培訓中心，上市公司併購重組問答，中國財政經濟出版社，2014 年 3 月。

6、陳平凡、楊揚，上市公司併購業務指引，法律出版社，2012 年 8 月。

7、陳忠謙，上市公司收購，法律出版社，2007 年 3 月。

8、馮果、謝貴春，企業併購稅收法律問題比較研究，武漢大學出版社，2015 年 8 月。

9、萬立全，中國上市公司股權結構及其動態調整的理論與實證研究，經濟管理出版社，2014 年 6 月。

10、劉俊海，中國資本市場法治前沿， 2012 年 8 月。

DOI:10.6814/NCCU202001352

11、劉運宏、周凱，上市公司市場化收購的公平與效率問題研究－以《證券法》修改為視角，中國法制出版社， 2014 年 6 月。
12、關景欣，公司併購重組操作實務，法律出版社，2007 年 3 月。

二、法學期刊

1、王文杰，大陸證券法之評析-立於法律位階的大陸新證券法探討，台北大學法學論叢，第 47 期， 2000 年 12 月。
2、王文杰，中國上市公司收購制度：立於體制結構上的檢視，萬國法律第 146 期， 2006 年 4 月。
3、王文杰，中國證券市場與證券法制發展—基於中國特色元素的檢視，證券資料，第 587 期， 2011 年 3 月。
4、王文杰，股權分置下的中國上市公司治理—以控制股東為核心的檢視，政大法學評論，第 122 期， 2011 年 8 月。
5、王文杰，外資併購中國大陸企業的法制環境分析，月旦民商法雜誌，第 33 期， 2011 年 9 月。
6、王湘淳，違反權益披露規則的法律責任分析，重慶大學學報(社會科學版)，2019 年 7 月。
7、孔令政，“代理問題”視角下上市公司敵意收購防禦措施的法律規制，研究生法學，第 32 卷第 4 期， 2017 年 8 月。
8、曲波，論我國證券法對上市公司收購的規制，經濟師，第 1 期，2006 年。
9、朱樹亭，淺議我國之反收購立法，法制與社會，第 1 期， 2018 年。
10、何丹、吳靜，對萬科寶能股權收購之爭的法律思考，現代經濟信息，第 2 期， 2019 年。
11、吳斌，我國目標公司反收購法律規制芻議，經濟導刊，第 6 期，

DOI:10.6814/NCCU202001352

2012 年。

12、杜軍,上市公司股權分置改革中利益平衡的法律探討,司法論壇,2010 年 11 月。

13、高濤,論上市公司收購監管法律制度的完善,上海商學院學報,第 16 卷第 4 期, 2015 年 8 月。夏青,上市公司反收購措施的合法性與價值,現代商業,第 5 期,2018 年。

14、崔金珍、張淼,從“萬寶之爭”看上市公司敵意收購及其法律規制,天津大學學報(社會科學版),第 20 卷第 4 期, 2018 年 7 月。

15、郭富清,上市公司反收購:政策導向、實施偏好與法律邊界,法學,第 11 期,2018 年。

16、曾祥生、方昀,論上市公司反敵意收購行為的法律規制,武漢大學學報,第 67 卷第 3 期, 2014 年 5 月。

17、湯欣、徐志展,反收購措施的合法性檢驗,清華法學,第 6 期,2008 年。

18、湯欣、神田秀樹,公開要約收購的法律規制:從中國到日本,清華法學,第 2 期, 2019 年。

19、楊婧,閆立宏,反收購中目標公司反制措施運用中的法律問題,學術界,第 6 期, 2018 年。

20、董杰,上市公司反收购策略研究,法制與經濟,第 6 期,頁 132,2018 年。

21、賈緯、苑多然,上市公司收購中目標公司中小股東利益的司法保護,人民司法,第 11 期, 2007 年 6 月。

22、劉權威,論反收購中目標公司中小股東利益的保護,邢臺學院學報,第 33 卷第 1 期, 2018 年 3 月。

23、鄧鵬,我國上市公司反收購行為法律規制的立法建議,法制與社

DOI:10.6814/NCCU202001352

會，第 1 期， 2015 年。
24、鄭彧，上市公司收購法律制度研究：歷史、現狀、問題及改革，證券法苑，第 9 卷， 2013 年。
25、冀希，上市公司反收購措施的法律效力分析，南方金融，第 12 期，2018 年。
26、冀希，中國要約收購中目標公司董事的信義義務，大連海事大學學報，第 18 卷第 2 期， 2019 年 4 月。
27、霍一峰 孫玉金，我國上市公司強制要約收購制度的反思－從《證券法》第九十六條的比例收購談起，中國證券，第 8 期， 2013 年。
28、韓朝煒，論上市公司收購監管的若干基本法律問題-兼論我國《證券法》的完善，學術交流，第 2 期， 2001 年 3 月。

三、學位論文

1、 王仁榮，跨國公司跨境併購法律問題研究，中國復旦大學博士學位論文，2012 年 6 月。
2、 易茜，企業併購的所得稅協同效應研究-基於我國上市公司的實證分析，中國暨南大學博士學位論文， 2015 年 6 月。
3、 曹清清，我國上市公司章程反收購條款法律規制研究，吉林大學博士學位論文， 2018 年 6 月。
4、 陳忠謙，上市公司收購若干法律問題，中國政法大學博士學位論文，2004 年 11 月。
5、 黃亮，上市公司反收購法律規制研究，中國吉林大學博士學位論

DOI:10.6814/NCCU202001352

文，2010 年 6 月。

6、劉湘玫，中國企業所得稅改革研究-基於公司治理視角的分析，中國廈門大學博士學位論文， 2007 年 8 月。

7、謝銀玲，上市公司對外資敵意併購之反收購對策研究-以發展中國家可持續發展為視角，中國華東政法大學博士學位論文， 2010 年5月。

四、報章雜誌

1、華生，見證和親歷股權分置改革（上），中國證券報， 2010年12月16日。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202001352