

東亞地區企業併購系列(1)

管理層收購法律規範 理論與實務

M&A Laws in East Asia
Management Buyouts: Theory and Practice

方嘉麟 主編

方嘉麟、朱慈蘊、朱德芳、沈朝暉

陳肇鴻、張憲初、楊東、藍璐璐 合著

管理層收購法律規範

理論與實務

方嘉麟 主編

方嘉麟、朱慈蘊、朱德芳、沈朝暉
陳肇鴻、張憲初、楊 東、藍璐璐
合 著

元 照 出 版 公 司

國家圖書館出版品預行編目資料

管理層收購法律規範理論與實務／方嘉麟等合著. -- 初版. --

臺北市：元照，2014.05

面：公分

ISBN 978-986-255-430-2（平裝）

1.企業合併 2.企業法規 3.個案研究

553.73

103008652

管理層收購法律規範 理論與實務

5H057PA

2014年5月 初版第1刷

主 編 方嘉麟
作 者 方嘉麟、朱慈蘊、朱德芳、沈朝暉、陳肇鴻
張憲初、楊 東、藍璐璐（依筆劃順序排列）
出 版 者 元照出版有限公司
100 臺北市館前路 18 號 5 樓
網 址 www.angle.com.tw
定 價 新臺幣 450 元
專 線 (02) 2375-6688
傳 真 (02) 2331-8496
郵政劃撥 19246890 元照出版有限公司

Copyright © by Angle publishing Co., Ltd.

登記證號：局版臺業字第 1531 號

ISBN 978-986-255-430-2

推薦序

幾位受人尊敬的作者邀請我為此書寫個序。說實在的，我沒有這個資格。因為，我本不是專門研究公司併購的。但是苦於各位的真誠，只好遵命為之。

作者選擇併購作為課題進行研究是很有意義的。併購不僅活躍資本市場，促進財產流動，最符合市場機制的要求。併購的範圍已經經歷了長期發展過程，已從主要是股權收購和合併發展到形式多樣的併購，即廣義的購併，包括狹義的收購和合併外，還包括置換、分拆、剝離、租賃、託管、債轉股等。在歐美國家，企業併購活動已經發展得相當成熟和廣泛，同時，相關併購理論也趨於完善，其中，以公司內部效率理論、預期效應與價值低估的效率理論、避稅理論和公司戰略理論較為典型。

亞洲地區的併購發展迅速，尤其是本書涉及的國家和地區，引世人矚目。中國大陸公司法1993年12月29日通過，至今已有二十多年的發展歷史。在這二十多年中，中國大陸的公司併購經歷了初步摸索階段和發展壯大階段，目前正處於規範化發展階段。併購動因除了市場動機、財務動機、避免被收購等一般動因外，也存在擴大股本規模、改善股權結構等現實動因。近年來，隨著有關法律法規和政策的陸續頒布實施，民營、外資併購不斷發展，和其他地區一樣繁榮，併購形式日新月異。

併購和貨物買賣不同，公司併購涉及目標公司和收購公司之間的複雜法律關係。併購主體併購的結果將導致的一系列商事法律關係的變更，如營業資格者、營利能力、商事登記、商法上的權利和義務等等。同時，公司併購的過程還包含了大量營業轉讓和其他的複雜產權交易，可以說併購法是活的公司法。

公司併購實踐性很強，每一個公司併購發生，都是為了調整公司結構，或者投資者構成。當人們觸及到公司併購時，無不感到併購程序的複雜性。一般情況下，企業的併購行為從僅有一個模糊的併購意向到成功地完成併購需要經歷：前期準備；併購策略設計；談判簽約；交割和整合。中國現階段企業的併購分為上市公司的併購和非上市公司即一般企業的併購，所依據的法律法規有所不同，其中上市公司收購和出售資產受到「證券法」等更嚴格的法律規制。基於公司併購的實踐性，作者在本書中採用的實證研究、案例研究是值得研究者、讀者關注的。

本書有詳實的文獻支撐，是一個理論基礎紮實的研究成果，它的出版肯定會給讀者帶來可喜的收穫。寥寥數語為序，並祝本書之出版。



2014年3月31日
於清華園

推薦序

管理層收購（Management Buyouts, MBOs）乃併購方式之一，其傳統架構係由目標公司管理層發動，利用融資取得現金後，向該公司股東收購其股份，使目標公司成為由管理層所擁有的公司，達成公司併購與重組之目的。於此種收購中，為能取得所需資金，管理層往往係利用被併購後公司所持有之資產為擔保，大幅向外舉債，故性質上亦屬槓桿收購（Leverage Buyouts, LBOs）之一種。近年來由於私募股權基金之興起，其亦提供管理層收購時融資的新平台，遂產生由私募股權基金結合公司之管理層共同併購該公司之收購模式。

管理層收購往往具有管理層不變、高額舉債、資產重組、下市私有化之特色，因此容易產生公司內部之利益衝突；蓋管理者本應追求股東財富之最大化，但因其專致於收購公司時，將有為自己利益而犧牲股東利益之虞，如於收購價格上，價格越低對買方越好，而股東則企求賣價越高越有利，相對之下，即產生利益衝突。此外，在資訊不對稱下，少數股東之利益往往遭到犧牲，而高額舉債亦將使公司於收購後發生資本結構弱化之情形。由於管理層收購為典型之利益衝突交易型態，在缺乏市場制約的情況下，法規範之制定與操作即成為極其重要之課題。

在臺灣，2006年私募股權基金凱雷投資集團（Carlyle Group）擬來臺灣併購日月光半導體公司，最後雖因收購價格未達成協議而破局，但私募股權基金及由其支持之管理層收購卻開始引發關注。特別是2011年國際私募股權基金KKR（Kohlberg Kravis Roberts & Co.）與國巨公司之併購案更轟動一時，至使私募股權基金與管理層收購之相關問題頻繁出現於報章媒體，但仍缺乏討論深入之專書，而本書即探討管理層收購法律規範之理論與實

務，尤其能結合中國大陸、香港、新加坡及臺灣四地知名學者通力合作而成，更屬獨一無二。在其付梓之前，本人有機會先讀為快，誠深感幸。拜讀之餘，歸納本書之主要內容與特點如下：

- 一、介紹亞洲華人地區中國大陸、香港、新加坡與臺灣四地之管理層收購現狀，並分析其規範內容。
- 二、以模擬案例方式，呈現四地實務操作與規範上之差異。
- 三、介紹四地近年管理層收購之真實案例。
- 四、結合四地名校名師共同研究，合力著作而成。

本書所介紹與討論之四地均為華人社會，自有其共通性，但仍存在相當之個別差異，故在同一主題——管理層併購下，研究四地之法規範與實務，非但有助於彼此互相參酌借鏡，引發各界更多的關注與研究，或可進而推動法規之整合。本書不論在管理層收購理論之探討、實務運作之理解與立法之參考上均具有重要之意義與價值，爰樂於作序推薦。

政治大學法學院兼任教授
銘傳大學法律學院講座教授

賴源河

2014年3月31日

FORWARD

I am pleased to write this Forward for *Management Buyouts: Theory and Practice* which approaches the subject of Mergers and Acquisition from an interesting comparative perspective. Not only does the book look at a hypothetical M&A scenario relating to a listed company, it analyses the legal issues that arise from the perspective of four different economies, namely China, Hong Kong, Singapore and Taiwan.

In many jurisdictions, the legal framework governing M&A can be found in corporate law legislation as well as laws relating to security markets. Specialized rules governing the conduct of companies listed on stock exchanges and transactions effected through such stock exchanges may also be relevant. In Singapore, regard must also be had to the Singapore Code on Takeovers and Mergers which is administered by the Securities Industry Council. The Singapore Code is modelled on the City Code on Takeovers and Mergers that applies to listed companies in the United Kingdom. Like the City Code, the Singapore Code is designed principally to ensure that all shareholders of a company are treated equally by an offeror in a takeover situation. To this end, no shareholder should be denied an opportunity to decide on the merits of a takeover.

In keeping with this approach, the Singapore Code sets out important General Principles when a takeover situation arises. These include shareholders having the right to adequate information, advice and time to make an informed decision on the Offer; as well as the need for parties to a takeover to make full and prompt disclosure of all relevant information and use every effort to prevent the creation of a false market in the shares of the offeror or the target Company.

The Securities and Futures Act of Singapore also plays an important role especially in the provisions that prohibit certain types of market conduct such as insider trading and market manipulation. Singapore's de facto central bank, the Monetary Authority of Singapore, supervises the

securities market and is empowered to claim civil penalties from a person who contravenes the Act. Such civil penalties may be up to three times any profit made or the loss avoided.

A comprehensive legal and regulatory regime is essential in M&A situations to engender confidence in the market so as to attract listings and investors. A fair and transparent market is what all economies aspire to. In today's globalized world, investors are likely to have investments in multiple economies and this book offers a convenient and unique means to better understand the regulatory regime for M&A activity in four very important Asian economies.

I congratulate the authors for coming together to provide this important and timely comparative study which I am sure will repay the reader handsomely. Lawyers and in-house legal counsel who increasingly have to provide pan-Asian advice in the fields of corporate finance and securities will also undoubtedly find this an indispensable addition to their libraries.

Professor  SC
Centre for Law & Business
Faculty of Law
National University of Singapore

序 言

本書為中國大陸、香港、新加坡與臺灣四地作者之集體合作，緣起於2011年由臺灣政治大學所舉辦的兩岸大學企業併購模擬競賽。此一競賽活動由本人與政治大學商學院樓永堅教授，以及協合國際法律事務所林進富律師發起，至今已經舉辦第四屆，參賽學校也從三所擴大為八所。各校學生每年齊聚一堂，在創新、建構、協商與合作的宗旨下，同場競技，激盪出燦爛的火花。由於競賽案例皆為跨國購併，法規歧異往往是決戰關鍵，也觸發了四地參賽隊伍的指導教授，共同針對併購問題進行研究，推動法規整合的構思。

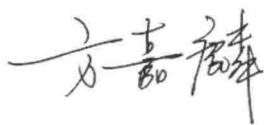
觀察亞太地區華人世界，企業股權結構相似度驚人，普遍存在控制股東，控制股東所進行的關係人交易自然是四地規範重點，其中又以控制股東主導之私有化併購所引發之利益衝突最為嚴重，癥結在於此類交易幾乎無人可予節制。首先，市場不會出現競標者，因為沒有控制股東配合，第三人將無從取得經營權；其次，公司內部機關，無論董事會或股東會，某一程度均受制於控制股東。四地規範雖均架構出制衡設計，以節制控制力之濫用，消弭利益衝突陰影，但規範密度差異甚大，十分具有比較研究的價值。

本書分為三大部分，第一部分為導論，介紹中國大陸、香港、新加坡與臺灣四地公司證券法制的基本概論以及最新發展。其次，說明模擬案例問題設計之目的與討論焦點。第二部分為分論，逐題討論四地法規現狀、模擬案例之解答與評析。第三部分為四地管理層收購的實際案例。本書尚附有三個附件，附件一為模擬案例解答對照表，附件二表列四地涉及管理層收購的相關法規，附件三則表列四地用語對照。

區域經濟體間之合作為勢之所趨，區域經濟體內法規範的研究與整合亦是刻不容緩。本書編寫過程歷時兩年，期間經過多次討論，為使討論聚焦，本書創新採用模擬案例方式分析比較四地規範差異。本書順利付梓，皆因八位作者付出大量時間與精力，也感謝政治大學法律研究所黃邵璿、陳嘉義、林育嫻、廖健君、陳禾原等諸位同學投入編輯與校對工作。更要感謝的是王保樹教授、賴源河教授，以及Prof. Tan Cheng Han等三位教授願意在百忙之中為本書作推薦序，三位教授對於本書的指導與對於作者們的鼓勵，將是我們繼續向前的動力。

期待本書作為亞太地區法律研究與整合的第一本書，不僅對於方興未艾的亞太地區跨國併購案件中法律風險的辨識有所裨益，也成為開啟區域法律研究的起點，引發更多法律工作者對於相關議題的討論與關注。

主編



謹致

2014年4月

目 錄

第一部分 導 論

壹、中國大陸、香港、新加坡、臺灣公司證券法制概論

一、中國大陸	6
二、香 港	11
三、新加坡	18
四、臺 灣	21

貳、模擬案例說明

一、擬答寫作注意事項	26
二、模擬案例事實	26
三、模擬案例設計之目的與討論焦點	27
四、問題之提出	29

參、解答與評析

一、私有化交易之本質與利弊分析	32
二、降低利益衝突的機制	35

肆、結論與建議

一、比較法下的思考	40
二、可能的解決途徑——本書建議	48

第二部分 分 論

問題一：控制股東與集團企業之形成

一、上市公司股權結構之觀察	55
二、集團企業控制方式與治理成效	83

問題二：控制股東收購受其控制之企業

一、概況介紹	139
二、兩階段私有化上市公司之評析	143

參考資料

一、新加坡公司法令第7條（股票權益的定義）	221
二、大華銀行股東持股紀錄	224
三、大華銀行董事持股紀錄	227
四、新加坡公司法令第215條	229
五、新加坡公司法令第215A-J條（合併）	233
六、新加坡公司法令第216條 （欺壓或不公平的救濟方式）	245
七、勇德公開收購復盛公開說明書及相關資料	247
八、環球視景公開收購億豐公開說明書與相關資料	256

第三部分 四地管理層收購實例分析

壹、中國大陸：中石油、中石化私有化	265
貳、香港：電訊盈科私有化、中國東方集團收購案	288
參、新加坡：海尼根併亞太釀酒	295
肆、臺灣：勇德併復盛、遨睿併國巨	312

附 件

一、模擬案例解答對照表	339
二、四地併購相關法規一覽表	355
三、用語對照表	358

詳 目

推薦序一	王保樹
推薦序二	賴源河
推薦序三	Tan Cheng Han
序 言	方嘉麟

第一部分 導 論

方嘉麟、朱德芳

壹、中國大陸、香港、新加坡、臺灣公司證券法制概論

一、中國大陸	6
二、香 港	11
三、新加坡	18
四、臺 灣	21

貳、模擬案例說明

一、擬答寫作注意事項	26
二、模擬案例事實	26
(一)股權結構	26
(二)董事會結構	26
(三)總管理處之設置	27
(四)A公司被併入Y公司：甲與私募基金聯手，兩階段 私有化A公司	27
三、模擬案例設計之目的與討論焦點	27
四、問題之提出	29

參、解答與評析

一、私有化交易之本質與利弊分析	32
(一)私有化交易之利弊分析	32
(二)私有化交易的趨勢	33
二、降低利益衝突的機制	35
(一)市場自律	35
(二)法規範之介入	37

肆、結論與建議

一、比較法下的思考	40
(一)美國德拉瓦州	40
(二)歐盟併購指令	46
(三)比較美國與歐盟規定	47
二、可能的解決途徑——本書建議	48

第二部分 分 論

方嘉麟、朱慈蘊、朱德芳

沈朝暉、張憲初、藍璐璐

問題一：控制股東與集團企業之形成

一、上市公司股權結構之觀察	55
(一)您所在國家或地區之上市企業股權結構趨向集中或分散？又一般而言，持股多少經營權可算相當穩定？集團企業的經營模式是否普遍？又採取何種方式以達到集團企業間的統一經營管理？	55
1. 中國大陸	55
2. 香 港	61
3. 新加坡	63
4. 臺 灣	68
(二)就家族企業而言，家族領導人是否傾向不在企業擔任任何正式職務？為什麼？家族控制能否受到法規範或者市場有效制衡（例如機構投資者或獨立董事）？	69

1. 中國大陸	69
2. 香 港	72
3. 新加坡	74
4. 臺 灣	79
二、集團企業控制方式與治理成效	83
(一)法律上是否容許投資與控制不對等？實務上是否 普遍存在？	83
1. 中國大陸	83
2. 香 港	94
3. 新加坡	102
4. 臺 灣	113
(二)法規是否要求應建立企業內部制衡機制，例如獨立董 事或其他類似機制？倘有，相關規範與成效如何？	127
1. 中國大陸	127
2. 香 港	131
3. 新加坡	133
4. 臺 灣	134

問題二：控制股東收購受其控制之企業

一、概況介紹	139
(一)中國大陸	139
(二)香 港	141
(三)新加坡	142
(四)臺 灣	143
二、兩階段私有化上市公司之評析	143
(一)第一階段之公開收購（Y公司公開收購A股）	143
1. 中國大陸	143
2. 香 港	155
3. 新加坡	161
4. 臺 灣	167

(二)第二階段之合併（A公司併入Y公司）	179
1.中國大陸	179
2.香 港	188
3.新加坡	195
4.臺 灣	200
(三)控制權溢價分配之相關規範	210
1.中國大陸	210
2.香 港	214
3.新加坡	217
4.臺 灣	219

參考資料

一、新加坡公司法令第7條（股票權益的定義）	221
二、大華銀行股東持股紀錄	224
三、大華銀行董事持股紀錄	227
四、新加坡公司法令第215條	229
五、新加坡公司法令第215A-J條（合併）	233
六、新加坡公司法令第216條 （欺壓或不公平的救濟方式）	245
七、勇德公開收購復盛公開說明書及相關資料	247
八、環球視景公開收購億豐公開說明書與相關資料	256

第三部分 四地管理層收購實例分析

壹、中國大陸：中石油、中石化私有化	楊 東
一、摘 要	265
二、問題的提出	265
三、案例一：中石油私有化	266
(一)案情概述	266
(二)要約收購	267