中國大陸台商在大陸證券市場上市之策略分析

王春源 [1.2]

[1] 國立金門技術學院

[2] 南亞技術學院企管系

摘要

本文對正在中國大陸發展之台商，想在大陸上市籌資，持盈保泰，永續經營與健全成長，提供很具體完整之合法、有效、可行的上市規劃做法與依循原則，對產業界甚具實作之參考價值。

關鍵字：大陸台商，大陸証券市場，上市策略，換股重組，借殼上市

* e-mail: banking4303@yahoo.com.tw Tel:0931160329 Fax: 886-2-27491635

A strategic Analysis of Taiwan's Business Listing in Mainland China Security Market

Chun-Yuan Wang[1.2]

[1]Dept. of B. A. , National Kinmen

[2] Dept. of B. A.Nanya Institute of Technology

Abstract

This paper offers a set of concrete, complete, legal, effective and feasible strategies and principles for Taiwan's business planning to list to raise funds in Mainland China for the purpose of everlasting development over there.

Thus this paper deserves merits and practical value for Taiwan's Business in Mainland.

Key words: Taiwan's Business in Mainland, Security Market in Mainland,
Listing Strategy, Reorganization by Exchanging Stock,
Listing through Buyout.

壹、前言

中國大陸台商在大陸證券市場上市籌資，已有燦坤，國祥製冷與成霖潔具。台商欲在大陸上市籌資，須採行哪些合法、正規、可行之策略，為本文研究之重點。

本文研究內容，包括分析：一.燦坤在大陸上市 B 股之策略；二.台商間接投資大陸上市之策略；三.台商為上市，須遵守「禁止同業競爭」之策略；四.台商在大陸上市之策略；五.台商在大陸買殼、借殼上市之策略與注意要點；六.台商運用「換股重組」上市之例示；七.提出台商欲在大陸上市，應有的正確心態。

正在中國大陸發展的台商，若想在大陸當地上市籌資，永續經營與健全成長，則本文提供一個很具體完整的長期規劃做法與依循原則，對產業界甚具實作價值。

貳、燦坤在大陸上市 B 股之策略分析

台商赴大陸投資，甚少一進入中國大陸市場，即採股份制登記設立的，因台商要取得地方的獎勵措施，和簡化審批時程，由地方政府部門審批即可，地方政府對 3,000 萬美元以下的外商投資，自行批覆後，報送中央備案就完成手續。

廈門燦坤暨非股份制，然為何可在深圳上市 B 股？合理的解釋為 1993 年該公司營業額達 5 億人民幣，95%外銷創匯的實力，獲大陸「試點」發行 B 股，大陸當時不允許獨資外商企業上市，要求合資再上市，但燦坤堅持獨資上市，其策略為不上市 A 股，因上市 A 股有違大陸引進外資之政策，蓋 A 股為大陸境內人買的。燦坤之作法，讓大陸立法與執法人員瞭解，認為 B 股對引進外資具有正面作用，經燦坤與當地台辦和北京中央溝通後，終獲首肯。如一旦 A 股與 B 股合併，燦坤就成為第一家上市 A 股的大陸台商獨資企業。

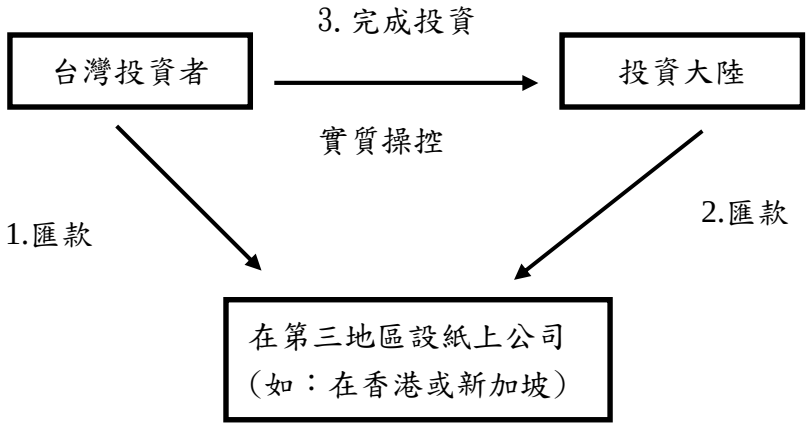
參、台商間接投資大陸之策略分析

衡諸燦坤上市 B 股之案例，台商可採第三地間接投資大陸之策略，分析如下：(註 1)(註 2)

由於台灣政府過去要求台商赴大陸投資採間接投資，致使台商先到維京群島與百慕達等第三地，成立控股公司轉投資大陸，或經香港與新加坡等第三地，設

註 1：邱兆鑫(1994)，台商赴大陸投資商業經營實例，行政院大陸委員會專案研究，台北。
註 2：聯合晚報(2001.2.25)，証券版，台北。

立子公司，再轉投資大陸，以符合政策。台商進入大陸所架構的公司型態有三種：.在第三地設紙上公司；2.在第三地與當地公司合作並註冊；3.在第三地成立控股公司。此可繪示如圖 1－圖 3。



.

圖 1　台商赴大陸間接投資圖示

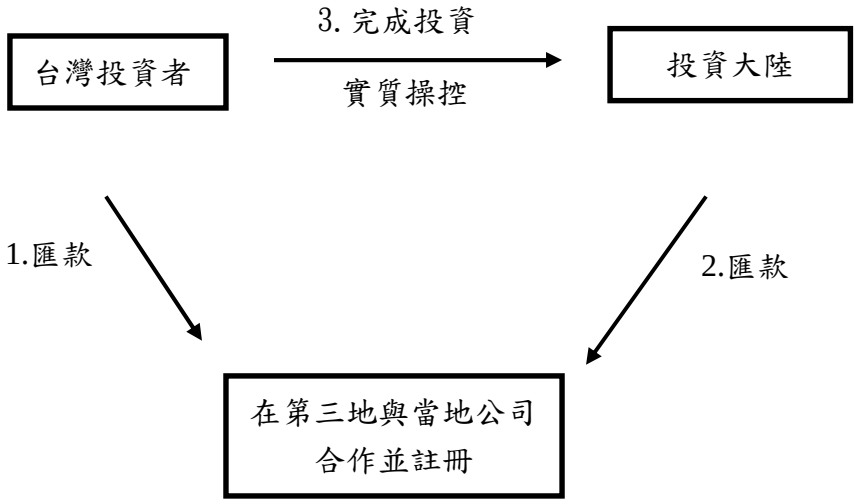


圖 2 台商經第三地註冊赴大陸投資圖示

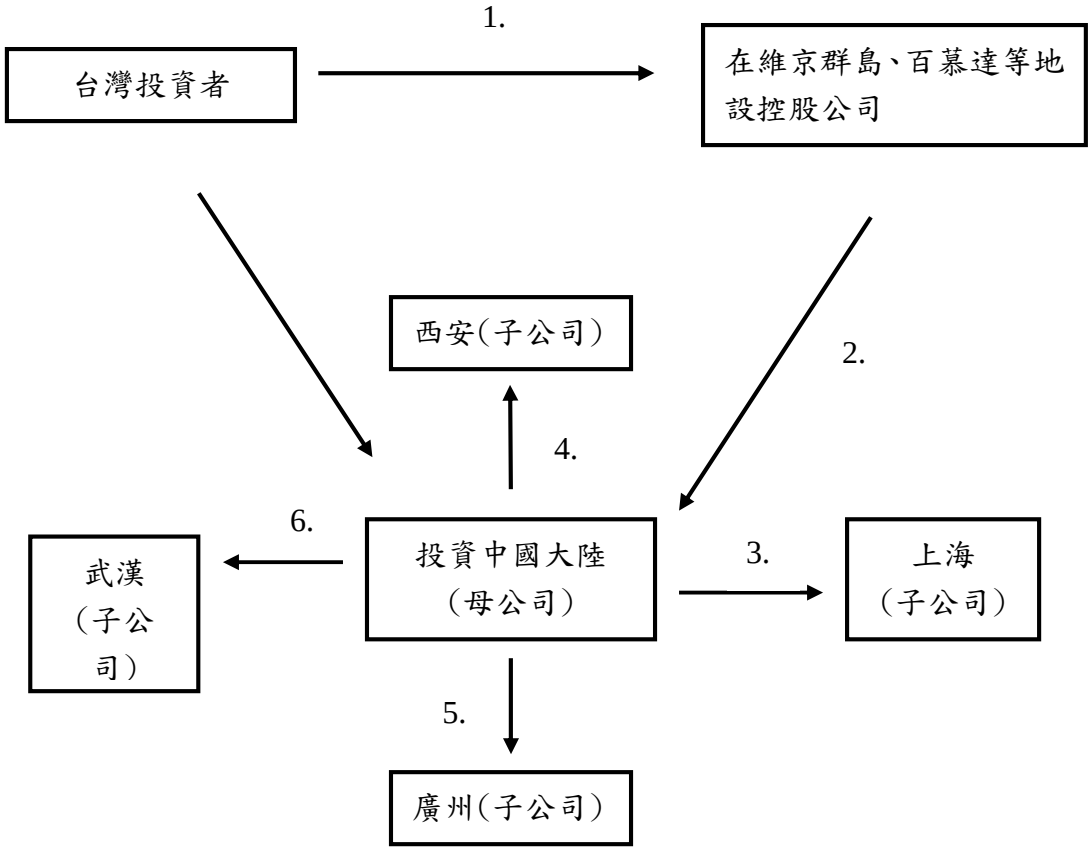


圖 3 台商在第三地成立控股公司圖示

圖 3 的作法，通常是大型的集團公司，先到避稅天堂的維京群島或百慕達群島，成立控股公司，再轉投資中國大陸，但實際上還是台灣的母公司在實質掌控。圖 1－圖 3 的作法，都符合間接投資的政策，但其申請上市，會碰到以下問題：(註 3)

1.由第三地投資大陸，成立控股公司，然後再投資別的公司，按大陸規定，控股公司不可上市。

2.如指定上海為母公司，由此控股，但大陸規定，企業轉投資金額不可大於淨值的 50%。

3.圖 3 所示，雖然上海、西安、廣州及武漢廠均為獨立法人，但產業雷同，甚至一致，必然產生同業競爭，禁止上市。

4.「台灣接單，大陸生產出貨」之經營，是台商赴大陸投資常用之方式，但大陸廠

註 3：林美玲(2002.4.22)，台資企業在大陸改制上市的要求及注意事項，台商大陸改制上市或香港上市研討會流程，頁 1-30，工商時報主辦，台北。

與台灣母廠的人員和帳目，有相互關聯，不易獲准掛牌，因上市公司必須擁有獨立的產銷體系。

5.兩頭在外的大陸台商企業，原料與設備來自外頭，產品全外銷，市場不在大陸，兩頭在外，大陸當局不易批准此類企業上市，因會懷疑其與台灣公司的關係。反而原料在大陸取得，市場大部份在大陸的公司，易獲批准上市，此乃大陸為自身利益著想耳。台商赴大陸投資，如欲在大陸上市，須照以上規定做，中小企業較易達成。大型的旺旺食品與頂新集團，則較不易，因公司架構越大，則越須重組公司結構，以符合上市規定。重組公司架構方式有二，說明如下：

(1)採整體變更方式改制：仍用原公司名，但改制原運轉之企業，繪示說明如圖 4。

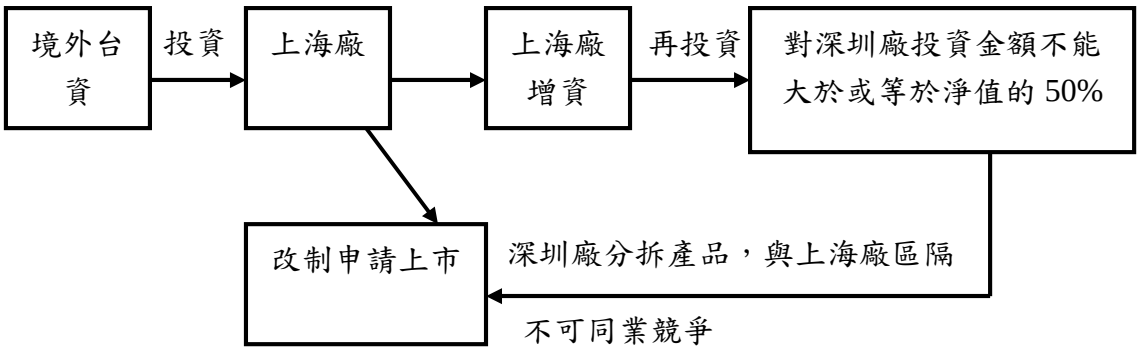


圖 4　整廠變更方式改制圖

說明 1：備上海廠連續三年的財務報表，可含舊報表，申請上市需用。

說明 2：上海廠先完成增資，再投資深圳廠，上海廠與新的深圳廠分拆，區隔產品，突出上海廠之主業，並使彼此財務獨立，如此也有利於日後深圳廠申請上市。

(2)採重新設立的方式改制：此一改制方式，要另取公司名字，其與舊廠及再投資的廠不可有關聯交易。上市公司與其他在上市公司中直接或間接佔有權益的公司，進行交易時，就構成了關聯交易，為防止關聯人利用其在上市公司中的地位來獲取不正當的利益，從而損害中小投資者的利益，大陸證監會要求，避免關聯交易。這對台商來說，會為此付出一些代價，因為集團公司無論是外資，還是內資，透過關聯交易避稅，在業內幾乎已成為公開的秘密。儘管要受到政府部門嚴格監管，但在現實條件中，政府部門難以有效約束集團內的關聯企業，透過轉讓定價達到減少稅負，從而增加利潤的目的。台商公司如要上市，就必須規範關聯交易，遵守公平之市場交易原則。採重新設立的方式改制之說明，如圖 5。

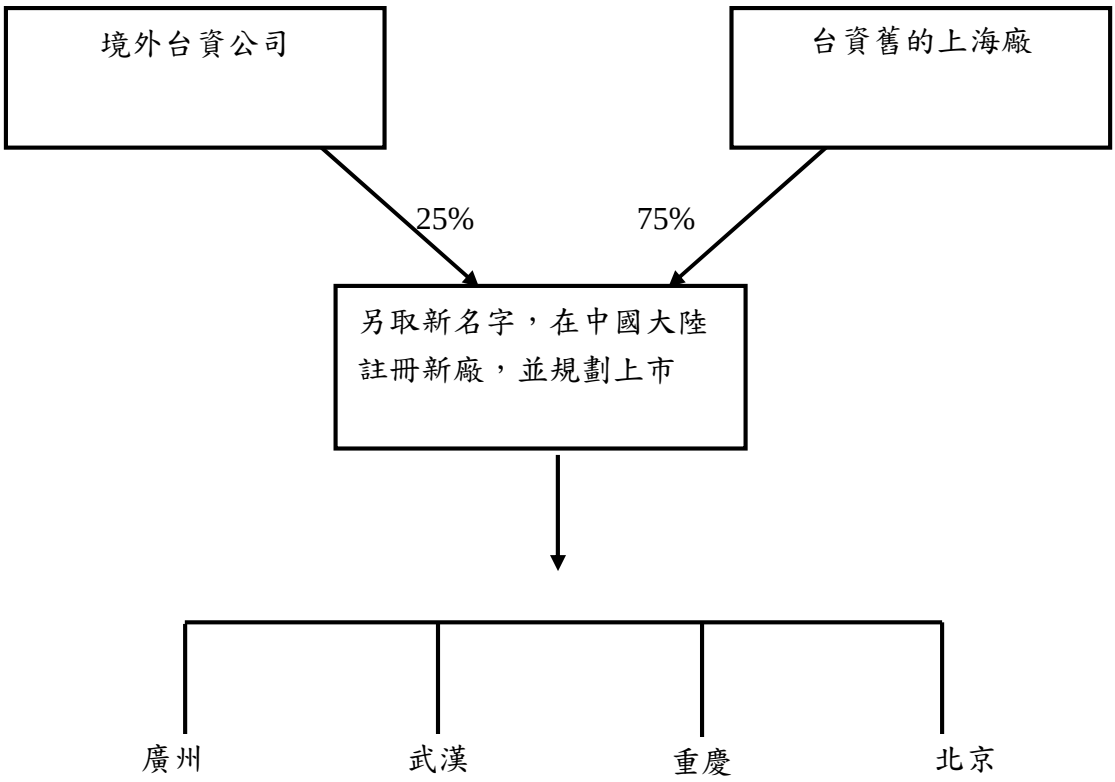


圖 5　重新架構公司改制圖

說明 1：舊廠可享用投資退稅 40%。

說明 2：連續三年要以新設立的公司報表為上市審核依據。投資廣州、武漢、重慶、北京等廠，彼此不可有同業競爭與關聯交易。

肆、台商遵守「禁止同業競爭」之策略分析

上市公司所從事的業務與控股股東所從事的業務相同或近似時，就構成直接或間接的競爭關係。為防止控股股東利用控股地位，在同業競爭中損害上市公司的利益，大陸證監會要求，禁止同業競爭，以維護大中小投資者的利益。

然而，台商進入大陸時，為規避市場准入，或為方便報批投資立項，常採取分散投資方式，往往在好幾個地方設立合資或獨資公司。若這些公司生產的產品相同或類似，則為保證不發生同業競爭的問題，控股股東及其下游單位就必須承諾不再生產與上市公司相同之產品，而這必然會使台商遭受損失。

換句話說，台資公司想上市就必須重組其在大陸的同類企業。在投資比較分散的情況下，整合重組這些資產為股份制企業，是非常麻煩的。按照「合資企業法」、「合作企業法」的規定，整合其附屬同類企業，還必須獲得合資、合作企業之中方夥伴的同意。總之，大陸台商企業欲上市，必須釐清同業競爭及關聯交易，重組整合其分散之投資。以台商國祥製冷 2003 年在大陸上市的招股說明書為例，主承銷商和發行人之律師所簽註意見，可為明證：「國祥製冷第一大股東，台灣省籍自然人陳和貴及其控制的子公司，與本公司不存在同業競爭協議。陳和貴先生控制的子公司，均已與本公司簽定了避免同業競爭的協議。本公司其他發起人股東，均向本公司出具書面不競爭承諾或避免同業競爭的協議」。「有關產銷是否合一及關聯交易，清楚交待如下：本公司最近三年的關聯交易，主要包括向大股東陳和貴的子公司台灣國祥，採購 JIS 材料，板式熱交換器、儲液器、乾燥材料、風車、風閥等，2002 年對其採購額合計 30.67 萬元；2003 年 1~9 月本公司未向台灣國祥採購」。「本公司曾向台灣國祥銷售風機盤管、空調箱、冰水主機、熱泵等，2002 年以後本公司已不再向台灣國祥銷售商品」。「除此之外，本公司不存在其他重大關聯交易。本公司已採取有效措施減少關聯交易，包括：制定並實施關聯交易決策制度，獨立董事制度等。公司與有關各關聯方簽定了相關的關聯交易協議，並覆行了法定決策程序」。大陸台商涉及「同業競爭」營運之情況，繪示如圖 6。上海或廣州廠均無法通過審查上市。其解決辦法，可透過收購或委任經營方式，以免產生「同業競爭」現象。

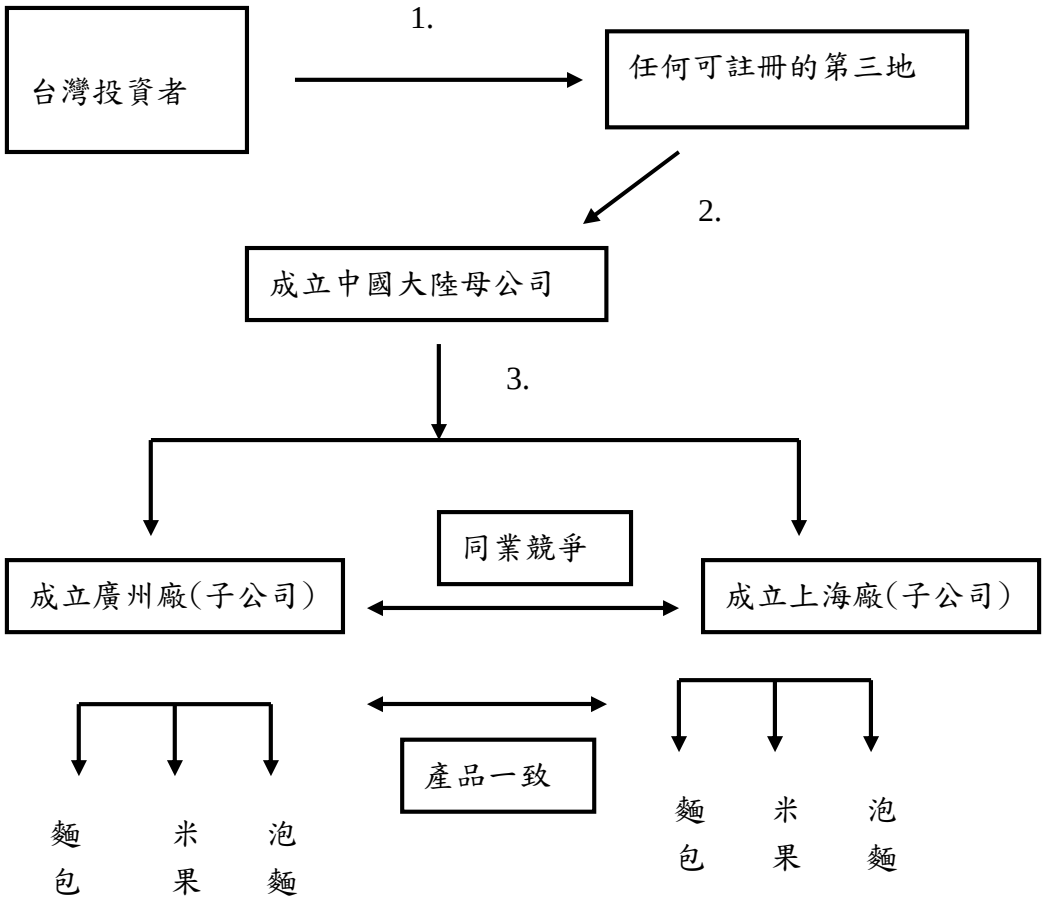


圖 6 台商同業競爭圖示

伍、台商在大陸上市之策略分析

台商為能順利在大陸上市，應當遵循以下基本策略，以上市 B 股為優先考慮。法律規章明文規定的，當按規定準備辦理；其它客觀環境及約定成俗的規矩，應予正視。(註 4)按法律規章之規定，分述如下：

1. 一般規定：

(1) 突出主營業務項目。

(2) 避免同業競爭，減少關聯交易。

(3) 保待較高的利潤總額與資產利潤率。

(4) 避免出現可能影響境外募股與上市的法律障礙。

(5) 明確股份有限責任公司與各關聯企業的經濟關係。

註 4：許藝樺(2002.4.22)，台商如何在大陸上市，台商大陸改制上市或香港上市研討會流程，頁 12，工商時報主辦，台北。

2. 備妥 B 股發行申請材料主要文件：

(1) 招股說明書及發行公告。

(2) 主承銷商推薦文件，包括「上市輔導匯總報告」。

(3) 發行人律師的意見，發行申請及授權文件。

(4) 募集資金運用的有關文件。

(5) 股份有限公司的設立文件及章程。

(6) 發行方案及發行定價分析報告。

(7) 其它相關文件，如：公司改制和重組方案說明，最近三年財務報告、承銷協議等。

3. B 股上市規劃的工作流程：

(1) 確定企業投資項目，詳細計劃。

(2) 籌建外商投資股份公司，同時起草招股說明。

(3) 聘請中介機構，接著由律師起草法律文件，並由會計師進行審計獲利預測。

(4) 實施企業改組方案，同時資產評估師進行有形與無形的資產評估。

(5) 籌組股份制公司。

(6) 上市申請與報批。

(7) 海外推介。

(8) 組織承銷團，簽訂包銷協議。

(9) 獲證券主管部門，發行批文。

(10) 刊登招股說明書，進行 B 股配息。

4. 其它規定：

大陸股市有「公關股」的存在，應納入策略考量。台商在大陸身份有些特殊，政治態度與產品命名，若涉民族主義，有可能成為上市助力。例如：威盛企業所產的晶片，命名為「中國芯」，頗討好大陸朝野民族主義情懷。

5. B 股上市的審批程序：

表 2　B 股上市之審批程序表

一、受理申請文件	1. 發行人製作申請文件，經大陸省級人民政府或國務院有關部門同意後，由主承銷商推薦，並向中國證監會申請。 2. 股份公司為發起設立，則主承銷商在報送申請文件前，應對發行工作輔導一年，出具承諾函。 3. 經科技部及中科院確認的高科技企業，證監會予以優先審核。
二、初審	1. 中國證監會受理申請文件後，對發行人申請文件的合乎規定與否，進行初審，並在 30 日內將初審意見函告發行人之主要承銷商。 2. 中國證監會在初審過程中，將發行人投資項目是否符合國家產業政策，徵求國家發展計劃委員會及國家經濟貿易委員會意見。
三、發行審核委員會審核	1. 發行審核委員會按照國務院批准的工作程序，展開審核工作，委員會進行充分討論後，以投票方式對股票發行申請進行表決，提出審核意見。 2. 申請上市企業發生以下三類事故，應提交發審會重計審核： (1) 企業董事長、總經理、主要股東發生重大訴訟和股權糾紛。 (2) 企業存在違反信息披露事項。 (3) 其他影響發行上市和投資者判斷的重大事項，必須另申請，提交發審會重新審核。
四、核准發行	1. 依指定的報刊，公開刊登招股說明會。 2. 實際進入 B 股配售。

資料來源：1.中國證監會發行部(2001.9.18)，「股票發行審核標準備忘錄」，第五號補交規定。
2.許藝樺(2002.4.22)，「台商如何在中國大陸上市」，台商大陸改制上市或香港上市研討會，頁 12，工商時報。

按工作流程，完成了以上工作，並依程序審批了。最後，依「證券法」第四

十五條規定：向國務院證券監管理機構，提出股票上市交易申請時，應當提交下列文件：(註 5)

1.上市報告書。

2.申請上市的股東大會表決。

3.公司章程

4.公司營業執照

5.經法定驗證機構驗證的公司，最近 3 年的，或者公司成立以來的財務會計報告。

6.法律意見書和證券公司的推荐書。

最近一次的招股說明書。

陸、台商在大陸買殼、借殼上市之策略分析

所謂的「殼」，即上市的席位 (Seat) 。大陸有 30 萬國家有企業，祇有 1,000 多家有上市機會，故乃稀有資源。既然上市管道窄，就生「買殼上市」現象，台商可列為上市途徑之一。其定義為：指一些非上市公司透過收購一些業績較差、籌資能力較弱的上市公司，注入自己的資產，入主經營，從而實現間接上市的目的，另借殼上市，則常發生在母子公司之間，而且子公司為上市的小型公司。即上市公司中母公司將主要資產注入到上市的子公司中來實現母公司上市。「買殼、借殼上市」，指有些公司為求股票早日上市，首先在股市內物色一家「殼」公司；這家「殼」公司有上市資格，但通常其資產和經營規模較小，內部結構也較簡單，即所謂的「蚊型股」公司，或原來頗具規模，但因經營不善、大而不當之衰敗公司。要上市的公司就會收購這「殼」公司的全部或大部分股份，然後改組「殼」公司之內部人事及經營方針，或將資產撥入「殼」公司和增加股本，借別人軀殼，變作一家上市公司。「買殼、借殼上市」，均為收購行為，期達到間接上市之目的。(註 6)

台商在大陸欲買殼或借殼，並以 A 股上市。首先要瞭解法令規章及作業流程法規，尤其是收購與兼併之規定：(註 7)

1.擬合併的中國內資企業是依照公司法規範組建的有限責任公司和股份有限責任公司。

註 5：林美玲(2002.4.22)，台資企業在大陸改制上市的要求及注意事項，台商大陸改制上市或香港上市研討會流程，頁 13，工商時報主辦，台北。

註 6：周正慶(2000)，証券知識讀本，頁 214-215，

註 7：1.北京康世經濟發展研究所(2001.5)，股市小辭典，中國商業出版社，北京。

2.翁基能，郭宇航(2002.1.20)，加入 WTO 後的大陸股市實戰 226 問，頁 186-191，商周出版社，台北。

2.投資者符合法律、法規和相關部門規定，符合對合併後公司所從事有關產業之投資者的資格要求。

3.外國投資者的投資比例不得低於合併後公司註冊資本的 25%。

4.合併協議，保證擬合併公司原有職工充分就業，或給予合理安置。

台商欲藉由收購上市，可採行之方式歸納如下：(註 8)(註 9)

1.要約收購：收購要約的發出，即要約收購的開始。各國立法對收購要約發出的具體時間有明確的規定，投資者已持有目標公司股份達到法定比例時，收購人應發出收購要約，從而開始了要約收購的程序。根據大陸「證券法」第八十一條規定，透過證券交易所的證券交易，投資者持有一個上市公司發行之股份的 30%時，繼續進行收購的，應當依法向該上市公司的所有股東發出收購要約。因此，若投資者通過證券交易所購買不超過上市公司發行在外股票的 30%時，應視為一般收購或股權轉讓，但投資者有義務在持有一個上市公司已發行股份的 5%時，在該事實發生之日起 3 日內，向大陸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，並予以公告。

2.行政劃撥：大陸上市公司多數為國有企業，政府行政權力介入，作有償或無償的劃撥，達到重組上市的目的。

3.協議轉讓：一家欲上市公司與上市公司協議股權轉讓方式，達到重組上市。協議性的收購常發生內幕(線)交易，因上市的流通股與非流通股(國有股與法人股)有巨大的價差。非流通股股價低，流通股股價高。

4.介入股市，進行收購：與要約收購有關，即到二級集中市場，對股數流通的上市公司，進行市場收購，但應依規定進行，即收購股權達 5%要公開舉牌。也可聯合其它收購者，共同舉牌。

5.委託書收購：對散戶及小股東的委託書，加以出錢收購，然後在股東會中取得董、監事席位，以達到控制一家公司。

6.司法裁決：上市公司因擔保，虧損破產，拍賣，被司法機關裁決轉讓股權，由另一家公司加以收購，達到上市目的。

7.間接收購：由控股公司屬下的一家公司向上市公司收購。

大陸上市的管道如放寬，買殼或借殼上市的情形會減少。由於大陸國有股減持政策，不知何時會再執行，市場壓力不小；加上市場對買殼上市，尋求短期巨大的收益，政府已有警惕。同時，政府持核准制上市，無異於對民營企業、國有

註 8：張遠昌(2002)，上市指引，頁 272-281，中國紡織出版社，北京。

註 9：徐兆宏(2002)，中國證券法學，頁 132-135。

企業或三資企業打開了一扇門，祇要企業經營普獲好評、名聲佳，獲利狀況良好，不見得要買殼上市。買殼上市，被收購的雖是 ST(Special Treatment)和 PT(Particular Transfer)公司，然一旦被收購，卻可能一夕之間，由烏鴉變成鳳凰，可是如重組失敗，反而造成收購方之股權一再被迫轉讓，為市場帶來不安。

柒、台商在大陸買殼、借殼上市之注意要點

台商在大陸買殼或借殼上市之收購活動，若涉及國有資產之併購，須注意之問題如下：(註 10)

1.會計報表資料：要求對方三年內的所有報稅年結算表及所有附屬文件，顧客採購資料，清楚列明負債、工資與員工僱用合同。

2.集團結構要求繳交集團結構表和所有附屬單位及有註冊公司之名稱，更要附上其他投資者資料及其股權分布，同時要求附上客戶的授權合約文件，及所有政府部門的批文，例如：批建廠房文件。

3.負債與擔保詳情：為保障自己，這一項目至為重要，這包括所有負債項目，負債隸屬機構，其他負債擔保，銀行有否透支及金額，有否發行債券，來往銀行的資料，有無外幣戶口等。

4.稅務責任：誰是此集團及其屬下機構的會計所，負責內部財政，有無遺忘繳交稅項。

5.業務描述：列明所有業務的有關資料，特別在近年來的變化，及對企業的危機分析。

6.資產清單：列明所擁有的機器、版權、廠房及所涉資料。

7.債權人之名稱及項目：列出企業及集團的債權人及所有項目，是否與此企業有關。

8.土地使用權：附上有關土地用途文件及政府所屬國土局之批文及權證，查看是否與政府批文有異。

9.負責人、董事及職員：董事的資料、背景、公司責任、員工工作合同及幹部工資等。

10.保險資料：要附上保險，如：勞工、宿舍和廠房的保單內容。

台商在審核收購或合併的資產時，心態上不可以有太多的人情，以為不好意思而作讓步。因這是一宗交易，而不是一項慈善活動。如個人所屬公司無法達成

註10：黃淑儀(2001.29)，「國企的合併與收購須知」，頁21，香港信報，香港。

此一任務，花錢找專業機構是良方，因為在中國大陸證券市場中，由於殼資源缺乏，尤其是具有配股融資能力的殼資源稀少。同時，中國大陸的已上市公司中，發起人股多數為國有股權，在股權轉讓中，常涉及諸多中國大陸法律問題，這時專業投資機構的作用就顯得較為重要。

台商用什麼方式來收購，全用現金，或一部份現金搭配股權及資產置換，或全以股份兌換等，可分為較好、次好、較差等三種方式：

1.企業本身的股份，交換對方的股份，沒有資金來往，只是股份的兌換，是較好的方式。

2.運用股權及資產置換的方式，在收購過程中，盡量減少用現金進行收購，而以股權及資產置換的方式為主。這是因為現金收購有可能引起收購公司財務負債率過高，資金週轉出現問題，此乃次佳之方式。

3.全用現金收購對方的股權，即用現金購買對方全部股權，從而控制對方，這是較差的方式。收購重組，欲得到金融貸款支持，有不確定性，專業投資銀行對高風險和低回報率的併購重組，多持觀望。

大陸台商對虧空，甚至資不抵債的上市公司，可透過買殼、借殼、併購等方式而達到上市的目的，但因上市公司困境各有不同，會遭遇如下之難：(註 11)

1.以股權轉讓方式：往往包袱太大，風險難測。

2.資產置換：如上市公司虧空太大，又沒優質的資產可注入，亦難成事。

3.債務剝離：常因債權人不同意而罷手。

解決上述困境之最佳方式，是以交換股份方式，即「換股重組」來上市。對被選上的資不抵債上市公司，也是較平穩的一條退市之路，但須有以下先決條件：

1.換股重組，是一種重組創新，主要是建立在上市公司本身已沒有重整希望，其他重組方式都已失效的基礎上。這是換股重組的先決條件。

2.換股後的新公司，必須自身狀況良好，符合上市要求，又有上市願望。如果換入股份的公司不能預期上市，則投資大眾股權可能不會同意換股，而寧可死守原上市公司。

3.作為收購方，應有足夠的股份，保証拿出一部分用於換股後，留存的股份仍然能夠相對控股新上市的公司。

4.換股重組，屬於要約收購範疇，需徵得主管部門的同意。這是大陸「證券法」第四章上市公司收購條款之規定。

註 11：范志明(2000.10.13)，「換股重組」，中國証券報，第 7 版，上海。

5.換股後新公司的上市，需要証監會和交易所批准。但只要新公司符合上市要求，批准上市並沒有法律障礙。這種重組方式並沒有增加上市公司的數量，也沒有擴大發行股票，對市場的壓力相對較小。此可適當保護中小股東的正當權利，亦有利於提高投資者對垃圾股票之風險意識。

捌、台商運用「換股重組」上市之例示分析

如以上先決條件經評估適合「換股重組」，就可著手進行。例示分析如下：假設 A 公司是一家資產優質的非上市的股份公司，B 公司是 A 公司的控股大股東，C 公司為一家陷入倒閉危機的上市公司，D 公司是 C 公司的控股股東。經過各方的協商一致，對 C 公司進行「換股重組」。首先，C 公司申請停牌，重組並公告。然後，B 公司向 C 公司的投資公眾股東發出收購要約和收購方案，需上報中國証監會歸案。支付方式為 B 公司所持有 A 公司的一部分股份來換股，收購價格為雙方願意接受的換股比例，同時對 A 公司資產和經營狀況進行詳盡的披露，以利於投資公眾判斷是否符合上市條件。如果有足夠的投資公眾股股東願意將所持有 C 公司的流通股份與 A 公司股份交換，則要約成功。反之，要約失敗，C 公司復牌，收購終止。

如果要約收購成功，則 B 公司成為 C 公司的股東，C 公司的投資公眾股東成為 A 公司的投資公眾股東。其後，C 公司已沒有足夠的投資公眾股東而不符合上市要求，自動摘牌下市。A 公司有了足夠的投資公眾股東，如其他方面也符合上市要求，可以申請掛牌上市。投資公眾股東原持有風險極大的 C 公司上市股票，經過一定的折股比例換成 A 公司的股票，最終仍然可以上市流通，雖然在折股中可能有一定的縮股損失，但與持有原有公司股票相比，持股風險已大幅下降。

運用「換股重組」上市方式，分二步驟進行：一為換股前股份結構調整，二為換股後總股份結構，如圖 7 所示：

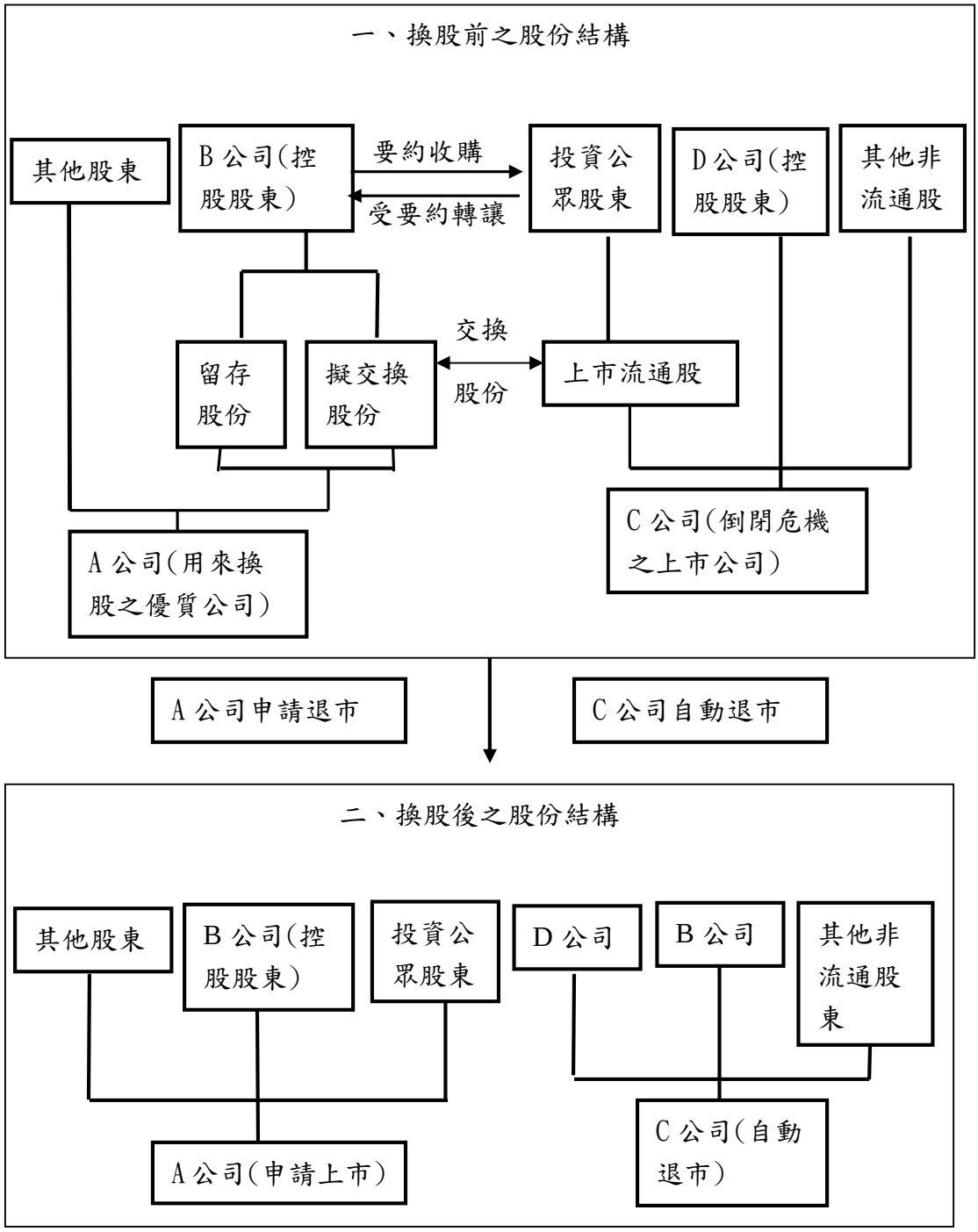


圖 7　運用「股權置換」或「換股重組」上市之圖示

說明 1：投資公眾股東從 C 公司股東，轉為 A 公司股東。

說明 2：B 公司從 A 公司股東，變成 A、C 兩家公司股東。

說明 3：A 公司申請上市，C 公司自動下市。

以上之「股權置換」上市方式，可減少股市震盪，穩定市場。對各參與方，可達到風險分擔，利益共享。各方得失，分析如下：(註 12)

1.對換入方 A 公司的控股股東 B 公司而言，雖然損失了一部分 A 公司的股權，讓給了投資公眾股東分享，但 B 公司可以留存足夠的 A 公司股權而控股上市後的 A 公司。B 公司並沒有付出現金，只是減持了 A 公司的股權，這種收購上市公司之方式，應該說是合算的交易。至於 B 公司雖然同時成為困境中的 C 公司股東，但只承擔有限責任，C 公司的危機並不會傳染到 B 公司和 A 公司身上。因此，持有 C 公司股份之風險，可予控制。

2.對新上市的 A 公司而言，資產和負債都沒有發生變化，只是股東結構有所改變，這是股東之間的交易。A 公司因此上市，擴大了企業知名度，還可獲得今後正常的配股增發等後續融資，有利公司的發展。

3.對 C 公司及其控股股東 D 公司而言，雖然因此被「間接摘牌」下市，但在其他重組方法沒有希望的情況下，摘牌本身就在所難免，殼資源的價值已不復存在，換走殼資源也算不上損失。而且，C 公司本身的資產負債情況未發生變化，實際權益亦無變化。

4.對 C 公司的債權人，也沒有損失，因為 C 公司本身的資產負債沒有改變，原有債務人法人資格同樣存在，還債條件沒有發生實質改變。而且，股份轉讓並沒有義務一定要經債權人同意，因為股東無抽逃資金。

5.對 C 公司的投資公眾股東而言，雖然換股比例上可能會有損失，但是風險得到釋放，因為持有 C 公司股份之風險遠大於持有 A 公司股份，而且換來的 A 公司股份有較大的股價上升之可能。

「換股重組」的新意，不在兩個公司之間置換資產，而在交換股東和掛牌的「殼資源」。以最簡易的比喻為：兩支手機，不是交換機體本身，而是交換內部的 SIM 卡，即在換電話機主體不易之情況下的最傷佳調配方式。這就是「資產置換」和「換股重組」最大區別之處。不論那一種重組方式，都應禁止惡意重組：即不可借上市公司股權重組，轉讓之機，行損害上市公司利益，謀取個人小團體利益之投機行為。不可一旦達到借殼上市目的，即原形畢露，把上市公司當作自己的提款機，加以掏空。不可聯合相關機構，製造題材，惡炒股票，牟取暴利；不可透過控制董事會，把劣質的資產注入上市公司，從中牟利；不可操縱關聯交易，

註 12：范志明(2000.10.13)，「換股重組」，中國証券報，第 7 版，上海。

低買高賣，非法獲取不正當利潤等。

玖、結論：台商欲在大陸上市，應有正確心態

大陸台商就地上市，如想撈一筆就走，除犯法，會受法律處份外，個人及公司名譽受損，嚴重下市，形同破產。大陸國企下市，亦如此，不可不慎。

由於大陸股市多數為國有企業上市，政府在監管上，就形成裁判兼球員的奇特現象，如上市國企經營不善，一旦判定要下市，就形同處罰政府的怪現象。但大陸既然要走市場經濟，並避免走上反淘汰之亂，故中國證券管理委員會於 2001 年 2 月 22 日，發佈兩個有關下市的文件：一.關於「虧損上市公司暫停上市和終止上市實施辦法」的通知；二.「虧損上市公司暫停上市和終止上市實施辦法」。依據以上辦法，中國證監會於 2001 年 4 月 23 日正式對 PT 水仙股，作出終止上市判決。下市制度正式啟動後，基本的影響為：(註 13)

一.有利於建立股市優勝劣敗的競爭環境：想在股市享有籌資的權力，公司就應不斷地改善經營業績，提高生產力和競爭力。

二.有助於引導投資大眾，走向理性的投資理念，以公司業績為本的價值型投資為主：過去股市常為人操縱，已是 ST、PT 股票，類似台灣的全額交割股票，仍一再漲停，就是看重政府會來救，以此為題材，大肆炒作的結果，扭曲了股市本質，下市制度一旦走向制度化，可促使上市公司不斷提高公司的質地，改善公司的市場形象，以便更好地體現自己的投資價值，吸引優質投資者，最終實現上市公司與投資者的雙贏。

三.下市制度，結合資訊披露，可進一步約束投機取巧的上市公司：依規定，上市公司要定期提出季報、中報和年報，遇重大措施還要提出臨時報告，社會大眾由其中瞭解公司情況，管理單位也可據此知道公司情形。連續虧損三年，卻未達下市標準前，可冠予 ST 帽子，即為特別處理 Special Treatment，一方面提供投資人參考，另一方面也給上市公司警告，如不改善則下市。

台商欲在大陸上市，如祇看到上市的光彩面，而不深思下市的情況，就失之偏頗。雖然目前台商上市的不多，還未發生下市情形，但必須瞭解：在前述「終止上市辦法」與「暫停上市辦法」提出來之前，其實中國大陸的「公司法」、「證券法」和「交易所上市規則」均有下市之明確規定在先：

註 13：中國證券報(2001.6.4)，第 3 版。

一、1994 年 7 月 1 日，實施的「中華人民共和國公司法」第 157 條，有如下規定：

1.上市公司有下列情形之一的，由大陸國務院證券管理部門決定暫停其股票上市：

(1)公司股本總額、股權分佈等發生變化，不再具備上市條件。

(2)公司不按規定公開其財務狀況，或對財務會計報表作虛假記載。

(3)公司有重大違法行為。

(4)公司最近三年連續虧損。

2.在第 157 條，列出了四種暫停上市的情形之後，另第 158 條規定了摘牌下市條件，內容如下：

(1)上市公司有第 157 條第二項、第三項所列情形之一，經查實後果嚴重的，或者有第 157 條第一項、第四項所列情形之一，在限期內未能消除，不具備上市條件的，由國務院證券管理部門決定終止其股票上市。

(2)公司決議解散，被行政主管部門，依法決定終止其股票上市。

二、「證券法」、「交易所上市規則」的規定，內容主要是依據「公司法」第 157 條和第 158 條。在 1999 年 7 月 1 日實施的「中華人民共和國證券法」第 49 條有如下規定：

1.根據「公司法」第 157 條規定，所稱的暫停上市有以下四種情形：

(1)公司股本總額、股權分佈等發生變化不再具備上市條件。

(2)公司不按規定公開其財務狀況，或對財務會計報表作虛假記載。

(3)公司有重大違法行為。

(4)公司最近三年連續虧損。

2.在上市公司股票暫停上市期間，本所為投資者提供股票「特別轉讓」服務，股票「特別轉讓」依照本所 1999 年 7 月 2 日公佈的「股票暫停上市相關事項的處理規則」相關規定辦理。2000 年 6 月 16 日發佈了「處理規則」修訂稿。

3.因以上第 1 條(1)、(2)、(3)項的情形，股票被暫停上市的公司，重新具備上市條件後，可以向本所提出恢復上市的申請。

4.因以上第 1 條第(4)項的情形，股票被暫停上市的公司，在暫停上市後三年內的任何一年有盈餘的，可向本所提出恢復上市的申請。

連續三年虧損的上市公司，仍持續惡化，即由 ST 改為 PT，形同下市。大陸證券管理部門提出「特別轉讓」這一形式，即「Particular Transfer，PT」的制度，並建立協議轉讓制度來處理下市公司的股權。然大陸的上市退市機制，仍有爭議，舉兩個實例：一為瓊民源公司，當初因為財務會計報告的虛假陳述和重大違法行為，已經構成摘牌的條件，但在被暫停上市和重組後，又更名為「中關村」，並增

發新股而重新上市。另一為蘇三山企業，也是暫停期間重組，更名為「振新股份」，股票代碼依然用「0518」，並重新上市。因此，這兩家都只是暫停上市，不是終止上市，即所謂摘牌。但台商非大陸國有企業，是否有如此待遇，須思下市風險。

三、深圳交易所「股票上市規則」第十章，所述的終止上市才是真正意義上的「退出」。說明如下：

本所所稱的終止上市是指公司出現「公司法」第 158 條所列情形，中國證監會決定終止其上市：

1.在限期內，未能消除暫停上市第 1 項所列情形，而不具備上市條件的，本所收到中國證監會終止其上市的決定後，終止該公司的股票上市。

2.上市公司因暫停上市第 2、3 項所列的情形，而不具備上市條件的，本所收到中國證監會終止其上市的決定後，終止該公司的股票上市。

3.上市公司決議解散的，公司董事會須在股東大會，形成決議後，立即向本所和中國證監會報告，本所收到中國證監會終止其上市的決定後，終止該公司的股票上市。

4.行政主管部門依法責令上市公司關閉，或者法院宣告上市破產的，本所收到中國證監會終止其上市的決定後，終止該公司的股票上市。

基於以上分析，大陸台商就地上市，如抱撈一筆就跑，當會遭到法律制裁與下市命運。台商目前上市的深圳閩燦坤 B 股、上海國祥製冷 A 股與深圳成霖潔具 A 股，表現均佳，還未發生下市問題。然日後上市台商增加，若企業品德淪喪，致經營不善者，必被令下市，大陸台商應有正確之上市態度，萬勿投機，始能持盈保泰，永續經營。

參考文獻

1. 王春源、邱振淼，中國大陸証券市場分析與証券法規彙編，鼎茂圖書股份有限公司，台北(2002.3)。
2. 中國證券報，第 3 版(2001.6.4)。
3. 北京康世經濟發展研究所，股市小辭典，中國商業出版社，北京(2001.5)。
4. 邱兆鑫，台商赴大陸投資商業經營實例，行政院大陸委員會專案研究，台北(1994)。
5. 林美玲，台資企業在大陸改制上市的要求及注意事項，台商大陸改制上市或香港上市研討會議程，工商時報主辦，台北，頁 1-30(2002.4.22)。
6. 周正慶，証券知識讀本，北京，頁 214-215(2000)。

7. 范志明，換股重組，第 7 版，中國證券報，上海(2000.10.13)。
8. 徐兆宏，中國證券法學，頁 132-135(2003)。
9. 翁基能，郭宇航，加入 WTO 後的大陸股市實戰 226 間，商周出版社，台北，頁 186-191(2002.1.20)。
10. 許芸華，台商如何在大陸上市，台商大陸改制上市或香港上市研討會議程，工商時主辦，台北，頁 1-12(2002.4.22)。
11. 黃淑儀，國企的合併與收購須知，香港信報，香港，頁 21(2000.10.13)。