

台資企業在大陸上市問題之探討

李佳貞*

摘要

為符合 WTO 國民待遇原則的規範，大陸當局已賦予外資企業在其境內上市的權利，惟至 2003 年底止，僅兩家資本額約 1 億人民幣的小型外資企業獲准上市。本文謹針對外資企業在大陸上市的可能途徑及相關規定逐一分析，探討台資企業上市所可能面臨的問題，特別是關聯交易及同業競爭部份。此外，並進一步分析台資企業在大陸上市對企業本身及對我國整體經濟所可能產生的影響，提出四項相關建議。

壹、前言

自大陸改革開放以來，採取「效率優先、沿海傾斜」的非均衡發展策略。在資源優先集中發展的情況下，帶動大陸經濟的大幅成長，1991 至 2002 年的平均每年經濟成長率達 9.7%；吸引外人投資協議金額共達 8,278 億美元，直接投資金額 4,463 億美元，已連續 9 年成為外商投資最多的發展中國家，2002 年更首度超越美國，居全球外商投資金額的首位。

近年來大陸經濟的快速成長有目共睹，而在其於 2001 年底加入 WTO 之後，根據國民待遇原則，允許外商企業在其股市上市將是必然的趨勢。事實上，自 2001 年中旬以來，大陸外經貿部及證監會即陸續公布一連串鼓勵外商企業在大陸股市上市的相關規定，正式揭開了外商在大陸上市的序幕，但由於大陸法規較不透明，且行政程序繁複，截至 2003 年底止僅兩家外資股份有限公司獲大陸證監會核准上市。此一議題過去雖已有若干相關文獻，如羅

* 本文承蒙胡處長仲英、陳副處長寶瑞、邱專門委員秀錦、洪專門委員慧燕、朱澤民老師、朱浩民老師、黃仁德老師及匿名外審提供寶貴意見，謹此致謝。

千里(2002)、康榮寶(2003)等，但其對於台資企業在大陸上市的途徑及可能遭遇的問題、對我國整體經濟的影響等內容較缺乏完整的分析架構。因此，本文首先就外資企業在大陸上市的相關規定作一說明，釐清台資企業在大陸上市的相關問題，並進一步探討此一情況對國內整體經濟可能的影響。

貳、大陸股票市場概述

一、大陸股市概況

大陸股市發展較遲，1990年於上海及深圳兩地成立證券交易所，1999公布「中國證券法」，至此大陸股市交易制度才慢慢趨於完善。大陸股票上市公司的股本結構，依照股東特性的不同，主要可分成國有股、法人股、及個人股（或稱社會公眾股）。其中，國有股係指官股；法人股指企業法人以原始股東身分(發起人)所持有的股份，這兩部分約占大陸股市總股份的 2/3，現階段無法在股票市場上流通，僅能透過協議的方式轉讓。另外 1/3 在市場上流通的個人股可再區分為 A 股及 B 股，其中，A 股以人民幣認購和買賣，僅限於大陸境內的自然人、法人投資；B 股以外幣認購和買賣，原僅限外國自然人和法人投資，2001 年 2 月始對大陸境內居民開放。

就大陸股市的發展來看，不論在上市的家數、投資開戶數、成交值或市值來看，上海股市的發展均較深圳股市為熱絡，而 A 股的發展較 B 股為佳，規模相差數十倍以上，同時也享有較高的本益比(表一)。

二、大陸股市之國際比較

與其它亞洲國家的主要股市相較，雖然大陸股市的發展較遲，但其 A 股近年來的發展十分迅速，截至 2002 年底止，A 股上市家數僅次於日本東京股市，成交值也高於香港及新加坡股市。在股票市值方面，雖然大陸 A 股的總市值高達 4,500 億美元，相當於香港，僅次於日本，但由於其中約有三分之二的股份無法流通，因此，實

質可流通的股份市值僅 1,481 億美元，占其 GDP 的 12.0%，遠低於亞洲主要國家。此外，由於大陸股市投資者以散戶為主，機構投資者的比重不及 1%，因此，大陸股市的波動性大，投機性高，由其週轉率及本益比相對亞洲國家為偏高的情況可見一斑(表二)。

表一 大陸股市主要指標一覽表(2002 年)

	整體 股市	A 股			B 股		
			深圳	上海		深圳	上海
上市家數(家)	1,223*	1,199	494	705	111	57	54
投資開戶數(千戶)	68,733	67,188	32,593	34,595	1,545	581	964
成交值(億人民幣)	27,989	27,141	10,700	16,441	848	331	517
總市值(億人民幣)	38,328	37,526	12,605	24,921	802	360	442
可流動市值(億人民幣)	13,087	12,265	5,240	7,025	822	380	442
本益比	35.4	36.1	38.2	34.5	24.5	17.5	30.6

註: 1. 上表資料除成交值為2002年全年累計值外，其餘資料皆為2002年年底值。

2. 因87家公司同時在A股及B股上市，故整體股市上市公司僅為1,223家。

資料來源：CEIC database、上海及深圳證交所網站資料及本報告整理

表二 2002 年亞洲各國主要股市重要指標比較一覽表

	上市家數	成交值	總市值	市值/GDP	週轉率	本益比
	(家)	(億美元)	(億美元)	(%)	(%)	倍
大陸	1,199	3,318	1,481	12.0	224	35.4
台灣	638	6,326	2,610	93.4	241	41.8
日本	1,495	15,232	19,864	48.5	79	--
香港	812	2,050	4,563	279.9	45	14.9
新加坡	385	561	994	111.8	58	21.1
韓國	683	5,930	2,140	43.4	287	17.7

註: 1. 各國資料以其主要股市為計算基準，例如日本係以東京股市為準。

2. 大陸股市市值係以可流動股份計算。

3. 日本2002年之上市公司整體利潤為負值，無法計算本益比。

資料來源：CEIC database、證券暨期貨市場重要指標及本報告整理

參、外資企業參與大陸股市之資格條件

根據大陸法令規定，外資持股比重高於企業資本額 25% 者為外商投資企業；外資持股比重低於 25% 者為外資參股企業。本節所稱之外資企業係廣泛指稱含外資背景的上市公司，因此，凡財務報表股權結構中，「外資法人股」大於零者均涵括其中¹。據統計，截至 2001 年底止，大陸具有外資法人股的 A 股上市公司有 65 家，其中，上海 A 股有 35 家，深圳 A 股有 30 家；具有外資法人股的 B 股上市公司有 17 家，其中上海 B 股有 5 家，深圳 B 股有 12 家；同時發行 A、B 股的上市公司有 14 家，因此，大陸在 2001 年底共有 69 家上市公司具有外資背景，占當時上市公司總數的 5.8%。

一、外資企業參與大陸股市之可能途徑

進一步來分析，外資參與大陸股市的方式主要有以下四種：

(一) 直接申請在 A 股或 B 股掛牌上市

1. 以「中」外合資企業的身分上市

此種方式是外資企業介入大陸股市最普遍的做法，其以外資作為發起人，參與大陸本土企業的改制與上市，在符合大陸產業發展政策的前提下，經大陸證券監管部門核准上市。但在此情況下，外資通常處於第二大股東的相對控股地位，持股比例約在 10%-45% 之間²，恐無法享有公司絕對的掌控權。

2. 以外商三資企業的身分改制上市

此種方式係以外商三資企業³的身分改制為股份有限公司的型態後，由大陸證監會批准上市，例如：台資燦坤實業及日

¹ 部份外資透過二級市場購買 B 股，但由於其多為短線的投資，非介入公司營運，因此，本文的研究範圍並不包括擁有「外資流通股」的公司，純粹以「外資法人股」為分類標準。

² 據大陸平安證券研究。

³ 三資企業係指：獨資企業、合資企業及合作企業。

資大通實業分別於 1993 年在深圳 B 股及上海 A 股上市。由於當時大陸並未有相關的規範文件，因此，當時此二家外資企業係以特許的方式試點上市，日後即無類似的例子。

惟此一情況近年已有所改變，2001 年 7 月，大陸外經貿部發出「關於外商投資股份有限公司有關問題的通知」，首次針對外商投資股份公司的上市訂出初步規範，這也是大陸官方開放外資在大陸上市的信號。2001 年 10 月，外經貿部和證監會聯合發出「關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見」，進一步規範外商投資股份有限公司上市發行股票的條件，正式揭開外資企業進入大陸股票市場的序幕。2002 年 3 月「外商投資股份有限公司招股說明書內容與格式特別規定」發布，外資企業上市開始導入實質性階段。

(二)協議受讓上市公司非流通股的股權

由於大陸法令規定，唯有新增發的股份方可在股市流通交易，因此，公司發起人所持有的原始股份無法透過次級市場流通，僅能以協議轉讓的方式交易。2002 年 11 月，大陸證監會、財政部及國家經貿委公布施行「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」，為外資企業透過股權協議轉讓的方式上市，提供了法源依據。

前項「通知」雖於 2002 年才發布，惟過去已經有若干外資併購案例透過特批方式進行。例如，1995 年 7 月，日本五十鈴和伊藤忠商事會社以協議方式購買北旅公司 4002 萬股法人股，佔公司總股本的 25%，開創了外資併購大陸上市公司的先例⁴。類似的例子如 1998 年韓國三星康寧投資有限公司協議收購深業集團持有的賽格三星 21.37% 的非流通股，成為其第二大股東。

(三)認購上市公司所「定向」增發的 B 股股票

⁴ 後由於盈利狀況不佳，於 2000 年將外資股轉讓給長峰科技工業集團公司。

此一方式類似我國的私募制度，亦即上市公司洽特定人認購股票，以完成外資企業入股上市公司的目的，由於現階段大陸僅允許外國法人購買 B 股股票⁵，因此，上市公司僅能以增發 B 股的方式完成股份的轉讓。

外資透過此一方式進軍大陸股市的淵源最早可追溯自 1995 年。當年已在 A 股上市的江鈴汽車集團發行了 1 億 7,400 萬 B 股，福特汽車認購其中的 80%，占江鈴汽車總股本的 25%，經大陸外經貿部核准後，江鈴汽車轉為在同時在 A 股及 B 股上市的外商投資股份有限公司⁶。類似的例子如 1999 年 3 月，華新水泥以每股 2.16 美元的價格向 Holchin B.V.（法國）定向增發 7700 萬 B 股，使後者持股比例達到 23.45%，成為第二大股東。

(四)與上市公司成立合資公司，反向控制該上市公司

由於大陸法令規定，除 QFII 之外，外資不得購買 A 股的股票，因此，為了達成控制上市公司的目的，外資常透過迂迴的方式，控制上市公司的母公司。例如，2001 年 3 月，大陸輪胎橡膠業龍頭企業「輪胎橡膠」與全球最大輪胎生產企業「法國米其林公司」合資籌建上海米其林回力輪胎股份有限公司，其中外資占 70%，中資占 30%。此一合資公司再進一步斥資 3.2 億美元反向收購上市公司「輪胎橡膠」的核心資產，以達成實質控股的目的。

進一步由 2001 年底大陸股市具外資背景的 69 家上市公司觀察，有 65 家(占 94%)採取直接上市的方式，其中 63 家係採「中」外合資企業的身分直接上市；採取股權協議轉讓方式的外資有兩家，惟其中一家因經營不善已轉讓；定向增發 B 股者亦有兩家；透過中外合資公司間接持股上市公司者一家，合計 69 家(表三)。

5 大陸於 2002/12/1 始開放 QFII 購買大陸 A 股股票，因此，一般外國法人仍不得購買 A 股股票。

6 其後，福特汽車再次認購江鈴汽車 1997 年 B 股發行額度中的 1.2 億股，最終占江鈴汽車 29.96% 的股權。

表三 外資企業參與大陸股市途徑一覽表

	家數	比重	案例
直接上市	65	94.2%	大部分公司
股權協議轉讓	1	1.45%	賽格三星、北旅(已轉讓)
定向增發 B 股	2	2.9%	江鈴汽車、華新水泥
合資方式	1	1.45%	輪胎橡膠
合計	69	100%	

資料來源:人民網「對我國具有外資背景的上市公司的實證分析」及本報告整理

二、外資企業參與大陸股市之相關規範

由於大陸證券市場在發展初期的主要職責是滿足大陸國有中大型企業迫切的融資需求，因此，大陸證監會過去並未就外資企業境內上市訂定具體的規範，外資企業上市必須採取特許審批的方式辦理，惟近年來此種情況已逐步獲得改善，大陸當局陸續公布了關於受讓上市公司國有股及法人股股權及外資企業改制為股份有限公司上市的相關規範，但至於「定向增發 B 股」及「成立合資公司控股上市公司」的模式則無法可循，仍需透過特許的方式辦理。因此，本節僅針對「股權協議轉讓」及「外資企業改制上市」兩部分的相關規定作一說明。

(一)有關股權協議轉讓的規定

大陸當局於 2002 年 11 月公布「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」，相關重要規定包括：

1. 向外商轉讓上市公司國有股和法人股，應當符合「外商投資產業指導目錄」有關產業別及持股比例的規定。
2. 受讓上市公司國有股和法人股的外商，應當具有改善上市公司治理結構和促進上市公司持續發展的能力。
3. 外商在付清全部轉讓價款 12 個月後，可再轉讓其所購股份。

4. 上市公司國有股和法人股向外商轉讓後，上市公司仍然執行原有關政策，不享受外商投資企業待遇。

基本上，依大陸「外商投資產業指導目錄」，凡禁止外商投資的，其國有股和法人股不得向外商轉讓；必須由中方控股⁷或相對控股⁸的，轉讓後應保持「中」方控股或相對控股地位。此外，在國有股及法人股向外資企業轉讓後，即使外資持股逾 25% 轉為外商投資公司，仍無法享受外資企業的優惠待遇。

值得注意的是，為了改善國有企業的股權結構，並籌集大量的社會基金，大陸當局於前年開始釋出國有股減持的風向球，結果造成當地股市連番重挫，使得大陸官方不得不暫停國有股減持的方案。在此情況下，大陸當局對於外資透過股權協議轉讓的方式，取得大陸國有股及法人股的股權，應是抱持積極鼓勵的態度。

惟根據我國「在大陸地區從事投資或技術合作許可辦法」第四條第一項規定，臺灣地區人民、法人、團體或其他機構在大陸地區可創設新公司或事業、對當地原有之公司或事業增資、取得當地現有公司或事業之股權，但不包括購買上市公司股票。因此，依法台資企業並不得透過股權協議轉讓的方式在大陸借殼上市。

(二)有關外商三資企業改制直接上市的規定

由於大陸股票市場發展尚淺，法令規章體系仍顯紊亂，基本而言，目前大陸證券市場初步形成了以公司法、證券法為核心，以行政法規為補充，以中央部會(主要為證監會及外經貿部)制頒的部門規章為主體的證券市場法規體系。

綜合大陸證券市場複雜的法規規定，外資企業欲在大陸股票市場直接上市所需符合的條件包括(詳附件)：

- 需改制為股份有限公司

⁷ 指「中」方投資者在外商投資項目中的投資比例之和為 50% 及以上。

⁸ 指「中」方投資者在外商投資項目中的投資比例之和大於任何一方外國投資者的投資比例。

- 營業項目需符合大陸的外商投資產業政策。
- 資本額需在 5000 萬人民幣以上。
- 自改制為股份有限公司後必須營業三年以上，且最近三年連續獲利。
- 需符合股權分散標準。公司股本在 4 億人民幣以下(上)者，持有股票面值達 1000 元人民幣的股東人數不得少於 1000 人，且向社會公開發行的股份比例達 25% (15%)以上。
- 最近三年無重大違法行為。
- 外商企業在大陸上市後，外資股份占總股本的比率不得低於 10%。但若外資持股比率低於 25%，應繳回外商投資企業的批准(不再視為外資企業)，並辦理變更事宜。
- 必須要有獨立的產供銷體系，嚴禁存在不正當的關聯交易。發行人及控股股東及其全資或控股企業，進行產品銷售或原材料採購方面的交易額，占發行人主管業務收入或外購原材料金額的比例，不得超過 30%。
- 發行人與控股股東及其全資或控股企業，不得存在同業競爭。若因市場因素而導致無法避免的同業競爭，外資公司應提出解決同業競爭的具體措施。
- 外商企業進行重大購買、公司合併或分立、重大增資或減資等重大資產重組行為，需在有關行為完成滿三年後，方可申請上市。
- 發行人首次公開發行股票所籌集的資金，不得超過上年度淨資產值的兩倍。

基本上，大陸雖已制定了外資企業改制股份有限公司上市的相關規範，但外商仍需面臨一些行政程序上的障礙，畢竟外資企業到大陸上市與大陸招商引資的政策完全不符。因為，大陸當局冀求將國外的資金引進大陸，而外資在大陸上市是吸收當地的資金，這和

其政策基本上是有部分衝突的。也因此，大陸當局對於外資企業上市似乎也仍持保留的態度。

三、台資企業在大陸股市上市情況

截至 2003 年底止，台資企業在大陸掛牌上市者僅燦坤一家。廈門燦坤電器有限公司成立於 1988 年，建廠初期面臨極大的資金壓力。1992 年時廈門燦坤急需資金建立一個 5000 平方米的廠房以應付訂單，但卻苦於無法向大陸的銀行取得貸款，而此時正值大陸正在尋找一家外資上市的「試點企業」，因此，廈門燦坤於 1993 年 3 月開始進行股份制改組，將原公司淨資產折算為 10,800 萬股發起人股(B 股)。1993 年 5 月至 6 月，公開發行 4,000 萬股境外公眾股，同年 6 月 30 日，「閩燦坤 B」在深圳證券交易所上市交易，發行價 4.78 元港幣，募集資金合約新臺幣 7 億元。值得注意的是，當時大陸的上市條款中尚無「企業必須連續三年盈利」的規定，因此，燦坤事實上是是一家以一家虧損企業的身份上市發行，惟此一情況現在已不復見。

在近年來大陸逐步完善外商企業直接上市的相關法令後，外資企業方可循正常管道申請上市。其中，台資企業浙江國祥製冷工業股份有限公司甫於 2003 年 7 月獲得大陸證監會審查通過，成為繼日資企業寧波東睦新材後第一家獲得 A 股上市資格的外資公司。國祥製冷是台灣最大的工業冷凍、空調設備製造商--國祥冷凍機械的轉投資事業，2001 年與其他四家企業⁹共同合資組建「國祥製冷股份有限公司」，改制後註冊資本額為 6,000 萬人民幣。其生產的「王牌」空調設備是長江三角洲第一品牌，在江蘇、浙江、上海的市場占有率約為 20%。

由表四，此二家獲核准上市的外資企業，資本額僅約一億人民幣，屬於小型企業。分析大陸證券監管部門並未青睞一些營運規模

⁹包括浙江上風實業、浙江春暉集團、浙江上虞上浦金屬加工廠及浙江上虞上峰壓力容器廠。

較大的知名企業，反而獨鍾此類小型企業，應是基於其股權結構簡單明晰，盈利狀況佳，在監管其關聯交易及信息披露上也較為容易的考量。而且即使出現問題，對於資本市場的衝擊也相對較小，監管部門可以充分控制。

表四 兩家經核准在大陸上市之外資企業比較表

	寧波東睦新材	浙江國祥制冷
股權	日資睦特殊金屬株式會社持股 60%；中資持股 40%	台資國祥集團持股 45%；中資持股 55%。
過程	2001/10 完成股份有限公司的改制，2002/12 向大陸證監會提交 IPO 申請，2003/3 獲核准通過。	2001 年進行股份有限公司的改制，2003/7 獲核准通過。
資本額*	1.3 億人民幣	1 億人民幣
營業額*	2.2 億人民幣	1.6 億人民幣
稅前淨利*	3,500 萬人民幣	2,191 萬人民幣
產品	轎車、摩托車、冰箱和空調壓縮機、電動工具、家用電器等所用的零配件，20% 出口日、美和歐洲。	空調制冷設備，在江蘇、浙江、上海等地的市場占有率為 20%。
預定上市	2003 年年底	2004 年 4 月

*為2002年資料。

資料來源:本報告整理。

此一情況透露出大陸證監會在核准外資企業直接上市方面所抱持謹慎小心的態度，因此，由於大型外資企業的股權結構、關聯交易等行為較為複雜，在跨境監管上也有一定的難度，可能必須待大陸證券監管部門逐步累積小型外資公司上市的監管經驗後，大型知名外資企業在大陸上市的可能性才會提高。

肆、台資企業在大陸上市所可能面臨的問題

依前章分析，台資企業欲循大陸相關法規上市，且符合我國法令規範者，僅直接在 A 股或 B 股上市的途徑。而此一方式除可能遭遇大陸審批過程中的障礙外，尚可能面臨其他問題，包括：

一、資格規定的問題

(一)改制為股份有限公司的困難

一般台商在大陸設立企業時，通常是以三資企業的方式成立，本質上屬於有限公司。因此，一旦準備上市，就必須改制成股份有限公司。然而，公司改制必須經過層層關卡，包括需取得原企業所在地的審批機關、外經貿部及工商管理行政管理局的核准，由於大陸行政程序的不透明，使得台商改制的過程增添許多困難¹⁰。

此外，由於許多台商當初成立三資企業時，憑藉著與大陸地方政府套交情蒙混過關，並未全然符合大陸中央的政策規定，例如：土地租用、業務性質不符合大陸產業政策等問題。當台商企業欲申請上市而必須辦理公司改制時，即可能因為不符大陸中央的規定而無法完成。再者，財務紊亂是台商普遍的現象，不少台商都存在兩套帳的問題，這使得企業在規劃上市整理帳目時，耗費極大的成本。

(二)關係人交易及同業競爭的問題

為了避免上市公司利用關係企業移轉帳戶利潤，編制不實財務報表，大陸在「關於擬發行上市企業改制進行調查的通知」中規定，改制後的公司不得與控股股東從事相同產品的生產經營，嚴格禁止同業競爭。此外，欲上市的股份公司應有獨立的產、供、銷系統，嚴禁存在不正當的關係人交易。而 2003/9 公布的「關於進一步規範股票首次發行上市有關工作的通知」，對於關係人交易的要求，

¹⁰據遠見雜誌 2002 年 7 月報導，目前獲准改制為股份有限公司的台資企業僅有 6 家。

更訂定了具體的規範。這對於跨國集團企業而言，欲達到此一要求，勢必經過一番耗時費力的調整過程。

此外，多數的外資企業(含台商)進軍大陸市場時，或出於規避相關規定，或方便報批投資項目的考量，往往採取分散投資的方式，在數個地方設立合資或獨資公司，生產相同或類似的產品。例如，統一企業在大陸的轉投資高達四十多個，在各省區主要的投資項目都是食品類，因此，除非其透過重組同類企業的方式整併上市，否則無法符合大陸有關不得存在同業競爭的規定。然而，在投資分散的情況下，整合這些資產將面臨許多困難，畢竟在不同地方設立的外資公司，都是當地政府透過優惠政策吸引外商投資的成果，整併將涉及各地的稅收利益問題；且按照「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、合作企業中方夥伴的同意，重組的過程曠日費時。

二、退出機制的問題

為了保護債權人的利益，大陸公司法第 147 條規定，發起人持有的股份，自公司成立之日三年內不得轉讓。且公司董監事、經理也應當申報持有股份，並不得於任職期間內轉讓。此外，由於大陸只允許上市新增發的股份才能在股票市場上流通，因此，發起人持有的原始股份並不得在大陸證交所採公開競價的交易方式。換言之，即使在發行人持有公司股份年滿三年後，也僅能採用定向協議的方式轉讓。

大陸當局此種做法雖賦予大股東對公司營運上一定程度的義務與責任，可防範大股東藉上市將股票脫手套現、牟取暴利，但卻易同時將原始股東的資金凍結，造成退出機制上的極大限制。

三、不確定性的問題

由於大陸目前尚有多家企業等待掛牌上市，包括許多急需募集社會保障基金的國有企業。若讓外資企業大幅在大陸股市上市，勢

將造成龐大的吸金效應，導致國有企業乏人問津。因此，儘管大陸當局已訂定相關法規，但實質上對於外資企業上市仍持較為保守的態度，並未有明確的時間表，因此，台商若欲在大陸上市恐仍需漫長等待。

伍、台商在大陸上市之利弊分析

一般而言，上市有助企業降低融資成本，包括可取得無成本之資金，不需支付固定利息，亦無償還期限；上市公司在銀行的信用等級大幅提升，較能獲得銀行融資的支持等，但除此之外，企業在不同的地點上市，仍可能基於不同的考量。以下謹針對台商在大陸及台灣掛牌上市之利弊作一分析，並分別說明對企業的影響及對我國整體經濟的影響。

一、對企業的影響

(一)有利之處

台商在大陸上市，相對在台灣上市對企業有利之處包括：

1.有助提高知名度，增加產品銷售

在大陸當地上市，可提升台商企業形象及商品能見度，有助於產品的銷售，對於銷售日用品為主的企業來說，此點考量甚為重要。

2.有助吸引優秀人才

台商在大陸上市可拓展知名度，有助爭取當地的認同，此外，亦可透過股票配股的方式來招募大陸當地優秀的人才，以效法我國電子業發展成功的過程。

3.超額報酬豐厚

由於大陸投資工具過少，投資者在僧多粥少的情形下，以過多資金追逐少量的股票籌碼。因此，大陸股票發行價格多高於每股淨值，本益比也偏高，上市公司可籌資金額龐大。

4. 資金調度較為靈活

為避免台商企業過度使用台灣資金，造成國內的投資排擠效應，目前政府對國內企業的資金匯至大陸仍設有一定比例的限制(表五)，因而造成部分台商企業在資金調度上的不便。因此，若台商可在大陸當地上市，即可在當地集資取代台灣資金的挹注，免於受限於我國對資金匯出大陸的限制，在資金調度方面將更為靈活。

表五 政府對企業赴大陸投資金額之限制

類別	淨值	對大陸投資累計金額或比例上限
(一)個人及中小企業		8,000 萬元
(二)實收資本額逾 新台幣 8,000 萬元 之企業	50 億元以下者	淨值之 40% 或 8,000 萬元 (較高者)
	逾 50 億元， 100 億元以下者	50 億元部分適用 40%，逾 50 億元 部分適用 30%
	逾 100 億元者	50 億元部分適用 40%，50 億元以 上未逾 100 億元部分適用 30%，逾 100 億元部分適用 20%

*為2002年資料。
資料來源:本報告整理。

(二)不利之處

台商在大陸上市，相對在台灣上市對企業不利之處包括：

1. 上市成本較高

依首家循正常程序在大陸上市的台資企業「國祥制冷股份有限公司」表示，在大陸上市的成本約人民幣 1,300 萬元，換算新台幣約為 5,500 萬元。而據估計¹¹，台灣上市費用約在

11 上海富蘭克林諮詢公司總經理劉芳榮。

新台幣 600-1,000 萬元之間，不僅只有大陸上市費用的 1/5，也低於香港及新加坡，是大中華經濟圈內企業上市費用最低的資本市場。

2. 主導權可能將受箝制

依大陸「關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定」，外商投資股份有限公司需由中外股東共同持股。換言之，台資企業若欲透過改制股份有限公司的方式上市，勢必需釋出部份股權予中資股東¹²，在此情況下，企業經營的主導權可能將受到箝制。

3. 大陸股市較不透明，較易受行政上的干擾

大陸雖已制定了外資企業上市的相關法規，但仍存在部分行政程序上的障礙。因此，台資企業在大陸上市的時程不易掌握，需視大陸證監會的態度而定；另一方面，由於大陸股市容易受其政策影響，素有「莊家市場」之稱，因此，台商在大陸上市後受大陸官方干涉的風險亦相對較大。

二、對我國整體經濟的影響

基於我國與大陸經濟活動關係的密切性，若大量台商在大陸上市可能將對台灣的整體經濟產生影響。

(一) 有利之處

台商在大陸上市，相對在台灣上市對我國整體經濟有利之處包括：

1. 台商在大陸上市可利用當地的資源發展其事業，不需從台灣籌募資金，因而可減輕錢進大陸的隱憂。

¹² 巨大機械表示，北京當局研擬外資上市辦法經過第 17 版修正後就停擺，目前尚無進一步動作。依草案內容規定，欲申請股票上市的外資，須屬於中外合資企業，且至少必須釋出 20% 股份。

2. 台商在大陸的經營能力可望獲得進一步的提升，象徵台灣在外經濟力量的擴大。

(二) 有弊之處

台商在大陸上市，相對在台灣上市對我國整體經濟不利之處包括：

1. 不利根留台灣

台商若在大陸上市，不僅將使得我國證交稅短收及匯回之股利減少，且台商近來在人才、物料等方面對台灣的依賴性已逐步淡化，未來若在資金方面對台灣的依賴也降低，則台商和台灣的關係將更為疏離。

2. 企業整體認列收益降低

台灣上市櫃公司的子公司一旦在大陸掛牌上市，受限於目前境外法人無法直接投資大陸 A 股(QFII 除外)及我國目前對企業赴大陸投資金額的限制，將使得母公司持有大陸子公司的股權比重下降，認列的收益會較過去減少。

3. 可能降低我證券市場動能

由於大陸股市之透明度較低，因此，外資轉而青睞我國之鴻海、廣達、台塑、建新等「中國概念股」。未來若此類績優台商在大陸上市，可能使得外資及我國部份資金轉向大陸投資，恐將降低我國證券市場的資金動能。

4. 可能產生利潤移轉的問題

台灣上市櫃公司的子公司一旦在大陸掛牌上市，可能會產生母子公司之間帳戶利潤移轉的問題。尤其目前兩岸尚未簽訂監管的備忘錄，在查核不易的情況下，難以確實掌握大陸子公司的經營動態。

陸、結論與建議

一、綜合本文所述，謹提出以下六點結論：

- 為符合 WTO 國民待遇原則的規範，大陸當局已賦予外資企業和其本土企業相同在其境內上市的權利。
- 大陸當局對於外資企業直接在大陸上市，雖已訂出相關的規範，但一方面為了避免績優外資企業上市在股市上產生排擠效應，另一方面為了募集龐大社會基金，大陸當局可能傾向由外資企業受讓國有股股權，因此，基本上對於外資企業直接在大陸上市，可能仍持較為保留的態度。
- 截至 2003 年底，僅有兩家外資企業透過大陸新制定的規範，經大陸證監會核准循直接上市的途徑準備在大陸 A 股掛牌。該二家外資企業規模均不大，資本額僅約一億人民幣，其能獲得大陸證監會的青睞，應與其股權結構簡單，業務性質單純有關。
- 大型外資企業由於關係人交易複雜，且可能存在同業競爭的問題，監管上較為不易，因此，短期內在大陸上市的機會不大，可能必須等到大陸證監會藉由累積小型外資企業上市的經驗後，在大陸上市的可能性才會較高。
- 目前在大陸營運績效較佳的台商企業，大部分在國內仍有相當的生產規模及研發團隊，可能無法符合大陸上市法令相關的關係企業及禁止同業競爭的規定。因此，越是根留台灣的績優企業，將越難在大陸掛牌上市。
- 大陸 2003 年 9 月最新公布的文件中，對於外資企業在大陸上市制定了更嚴格的規範，明文規定外資企業改制為股份有限公司或進行重大重組行為，必須年滿三年後才可申請上市。在此情況下，可能將推遲外資企業在大陸上市的進度。

二、針對以上結論，以下謹提出四點建議：

- 對於台資企業在大陸直接上市部分，政府迄今並未訂有相關規範。惟鑒於其對我國整體經濟可能產生若干不利影響，政府應就大陸台商企業之國內母公司部分，儘速訂定相關的規定，如資格的限制、資訊的揭露等。
- 目前大型績優台商在大陸上市仍有相當的困難，即使符合上市條件，可能仍需三年以上的時間，因此，政府應積極把握時機爭取經營績效出眾的台商返台上市，否則，此類台商可能前往美國等第三地上市籌資。對我國而言，不但把財務條件優異廠商拱手讓人，更可能錯過提升台灣經濟格局的機會。
- 由於大陸上市規定中嚴禁關係人交易的存在，因此，若大陸台商在台灣仍存在部分接單、原料供應等生產部門，則在大陸上市的可能性較低。因此，政府應積極鼓勵大陸台商返台投資或擴大在台的營運規模，以落實「根留台灣」的政策。
- 政府雖規定國內企業不得購買大陸上市公司股票，亦即透過股權協議轉讓或定向增發 B 股的方式，但國內企業仍可能透過子公司的方式迂迴為之，政府應密切注意。

參考文獻

1. 羅千里(2002)，「台資企業中國上市」，**金杜律師事務所**。
2. 康榮寶(2001)，「深入中國股市」，**天下文化**。
3. 邱太三、康榮寶(2003)，「海外台商如何在台灣上市櫃？」，**管理雜誌**，349期，哈佛企業管理顧問。
4. 林美姿(2002)，「台商爭相大陸上市--前進大陸，根留台灣？」，**遠見雜誌**，193期，遠見雜誌。
5. 「推動外國企業來台上市問題之研析」，**財政部證券暨期貨管理委員會**。
6. 楊文賢(2001)，「台商彼岸上市的最佳策略」，**投資中國**，投資中國雜誌社。
7. 康欽培(2002)，「台資中小企業在兩岸的融資渠道」，**經濟導報**，2792期，經濟導報社。

8. 林永法(2003),「台商回台上市評議」,台商張老師月刊,64期,台北市企業經理協進會。
9. 林明正(2003),「臺商如何搭上大陸上市熱? -- 「錢」進中國資本市場學習見招拆招」,數位周刊,80期,商周集團出版。
10. 康榮寶(2003),「借殼是臺灣企業大陸上市的終南捷徑」,中國通財經月刊,105期,
11. 李欣玉(2002),「對我國具有外資背景的上市公司的實證分析」,人民網(www.people.com.tw)(2002/1),中國大陸。
12. 曹楊(1999),「外商投資企業擇優上市」,當代財經(1999/2),中國大陸。
13. 胡少先(1997),「關於關聯交易及其披露的幾個問題」,註冊會計師通訊(1997/11),中國大陸。
14. 余瑩(1999),「外資收購我國上市公司的法理分析」,湖北財經高等專科學校學報,42期,中國大陸。
15. 台灣經濟日報、工商時報相關報導。
16. 大陸經濟時報、人民日報、北京日報、經濟參考報相關報導。

附件 外資企業在大陸上市之相關法律規範

實施時間	法規名稱	重要相關規定
1994/7	公司法	<ul style="list-style-type: none"> ● 設立股份有限公司，應當有五人以上為發起人，其中半數以上在中國境內有住所。 ● 發起人持有的公司股份，三年內不得轉讓。公司董監事、經理所持有的股份，在任職期間內也不得轉讓。 ● 有限責任公司變更為股份有限公司，應當符合公司法規定股份有限公司的條件，並依照有關設立股份有限公司的程序辦理。 ● 股份有限公司申請股票上市須符合下列條件： <ol style="list-style-type: none"> 1. 公司股本五千萬元人民幣以上。 2. 營業時間三年以上，且最近三年連續盈利。 3. 公司股本在 4 億元人民幣以下(上)者，持有股票面值達 1000 元人民幣的股東人數不得少於 1000 人，且向社會公開發行的股份比例達 25% (15%)以上。 4. 公司最近三年無重大違法行為，財務會計報告無虛假記載。 5. 國務院規定的其他條件。
1995/1	關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定	<ul style="list-style-type: none"> ● 中外股東共同持有公司股份，外資持有股份占 25% 以上。 ● 設立公司應符合外商投資企業產業政策的規定。 ● 外商投資股份有限公司的發起人，至少有一個為外國股東。 ● 外商投資股份有限公司的資本額不得低於人民幣三千萬元。 ● 發起人股份的轉讓，需在公司設立登記三年後進行。 ● 三資企業欲改制為股份有限公司，須有最近連續三年的盈利紀錄。 ● 三資企業改制為股份有限公司者，其減免稅等優惠期限，不再重複計算。 ● 港、澳、台企業準用此項暫行規定。

1998/10	關於擬發行上市企業改制進行調查的通知	<ul style="list-style-type: none"> ● 人員獨立：法定代表人原則上不應由股東單位的法定代表人擔任；高級管理人員嚴禁雙重任職；財務人員不得在關聯公司兼職；勞動、人事及工資管理必須與股東單位分離。 ● 股份公司應有獨立的產、供、銷系統，嚴禁存在不正當的關聯交易。無法避免的關聯交易，必須訂立公平、嚴密的協定。 ● 改制後的股份公司不得與控股股東從事相同產品的生產經營，嚴格禁止同業競爭。 ● 財務獨立：股份公司應設立獨立的財務部門和對分公司、子公司的財務管理制度。
1999/7	中華人民共和國證券法	<ul style="list-style-type: none"> ● 公開發行股票，必須依照公司法規定的條件。 ● 上市公司發行新股，應當符合公司法有關發行新股的條件。
2001/7	關於外商投資股份有限公司有關問題的通知	<ul style="list-style-type: none"> ● 設立外商投資股份有限公司須符合 1995 年的《暫行規定》。 ● 申請上市及上市後的外商投資股份公司應符合外商投資產業政策。 ● 上市後的外商投資股份有限公司的非上市外資股比例不得低於總股本的 25%。
2001/10	關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見	<ul style="list-style-type: none"> ● 設立外商投資股份有限公司須符合 1995 年的《暫行規定》。 ● 外商投資股份有限公司上市發行股票需符合外商投資產業政策。 ● 申請上市前三年須通過外商投資企業聯年年檢。 ● 上市發行股票後，外資股占總股本的比例不低於 10%。 ● 上市發行股票後，外資持股比例低於 25% 者，應繳回外商投資批准證書，並辦理變更手續。 ● 按規定須由中方控股或有特殊持股比例的外商投資股份有限公司，上市後仍應保持中方控股地位或持股比例。 ● 符合條件的外商投資企業可以在境外發行股票。

2002/4	<p>* 指導外商投資方向規定</p> <p>* 外商投資產業指導目錄</p> <p>(廢止 1995/6 的指導外商投資方向暫行規定)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 外商投資項目分為鼓勵、允許、限制及禁止四類。鼓勵、限制、禁止類的項目列入《外商投資產業指導目錄》，不屬於該三類者，為允許類項目。 ● 鼓勵類包括：農業新技術、高新技術、提高產品競爭力、節約能源、開發大西部等項目。 ● 限制類包括：技術水準落後、不利資源節約、開採特定礦產、屬於大陸逐步開放的產業等項目。 ● 禁止類包括：危害國家安全、破壞自然環境、佔用土地資源、危害軍事設施安全、運用大陸特有技術生產產品等項目。
2002.3	<p>公開發行證券的公司資訊披露編報規則第 17 號：外商投資股份有限公司招股說明書內容與格式特別規定</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 外商公司應披露可能存在的風險，如依賴境外原材料供應商、境外客戶以及境外技術服務的風險等。 ● 外商公司應詳細披露其與股東的關聯交易情況，例如： <ol style="list-style-type: none"> 1. 發行人的業務與技術是否依賴外國股東，是否存在商標、專利及專有技術使用方面的限制。 2. 過去三年與外國股東之間的關聯交易情況，例如原材料供應、產品銷售、技術轉讓費的提取、管理費用和銷售費用的分攤情況及有關價格的確定標準等。 3. 香港、澳門、臺灣地區投資者在大陸設立的股份有限公司，參照本規定執行。
2003/10	<p>關於進一步規範股票首次發行上市有關工作的通知</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 發行人申請首次公開發行股票並上市，應當自設立股份有限公司之日起不少於三年。 ● 因重大購買、出售、公司合併或分立、重大增資或減資等重大資產重組行為，需在有關行為完成滿三年後，方可申請上市。 ● 發行人與控股股東及其全資或控股企業不得存在同業競爭。 ● 發行人與控股股東及其全資或控股企業，在產品銷售或原材料採購方面的交易額，占發行人主營業務收入或外購原材料金額的比例不得超過 30%。 ● 發行人首次公開發行股票所籌集的資金，不得超過上年度淨資產值的兩倍。

A study on Taiwan Enterprise's Listing on China stock market

Chia-chen Lee

Analyst

Economic Research Department , CEPD

Abstract

Although China authorities had allowed foreign business to list on China's stock market since 2001, there are only two small-size foreign enterprises getting the initial public offering (IPO) license till the end of 2003. To analyze the impact of listing on China stock market, we will check the related regulations and find the likely difficulties Taiwan business may encounter, especially about the transaction and competition between the conglomerate. Besides, we will also indicate how Taiwan enterprise's IPO in China will effect the business operation and our macroeconomic situation. There will be some opinions at last.