

中國大陸上市公司私募定價問題研析

王煦棋*、劉繕愷**

目 次

壹、研究動機與問題簡述	(一)我國對於私募定價的規範
貳、中國大陸上市公司私募市場背景暨規範發展	(二)中國大陸私募定價規範中對於折價的限制
一、中國大陸上市公司對私募融資的偏好	肆、私募中的定價基準日問題
二、中國大陸上市公司私募之規範發展歷程	一、定價基準日對於發行價格的影響
三、中國大陸對於上市公司私募定價與轉讓的主要規範	二、上市公司採取「鎖價發行」引發的爭議
(一) 2020 年修法前之中國大陸上市公司私募規範	三、定價日選擇影響案例研究—上市公司 MS 公司 2021 年增發計畫
(二) 2020 年中國大陸針對上市公司私募規範修訂	(一) MS 公司的私募計畫
參、私募的內部影響—折價所可能導致的股東利益侵占	(二)定價基準日機制修改所產生的價差
一、折價發行產生的問題	(三)私募對象為公司的大股東與其關係人
二、對折價成數的限制	(四)迴避強制要約收購適用的疑慮
(一)對於政府是否應限制折價的討論	伍、結論

* 東吳大學法學院教授、東吳大學學術交流長兼兩岸事務中心主任，美國波士頓大學國際銀行法學碩士。

** 東吳大學法律學系學士。

投稿日期：2022 年 7 月 19 日；接受刊登日期：2023 年 4 月 6 日。

關鍵詞：私募、定價合理性、利益衝突、私募折價

Keywords：Private Placement, Reasonableness of Pricing, Conflict of Interest, Private Placement Price Discounts

摘 要

私募程序中的定價問題，繫於私募制度效益與股東權益保障的權衡，確保價格彈性與程序簡單的優勢不會受到濫用而成為大股東的圖利工具，需要完善私募決議程序中對股東的資訊公開與內控監督機制。中國大陸私募定價規範，在本次修法後產生諸多問題，其中定價基準日擇定機制造成私募折價空間過度放大，失去與市場價格連結性的同時，給予董事會操縱私募價格的機會，故本文建議回歸以私募認購日為定價基準日，並延長定價期間，以使折價幅度合理化。

現行中國大陸上市公司私募程序，欠缺來自內部的有效監督，過度仰賴證券監理機關介入，減損私募迅速籌資功能的同時，亦導致監管的兩極化，規範不斷重複嚴厲到寬鬆，周而復始，此間問題不僅涉及公司籌資制度，更關乎公司治理的具體落實，本文認為值得為我國私募制度未來發展時加以借鑑。

The Price Determination in Private Placement of China Listed Companies

Wang, Hsu-Chi、Liu, Shan-Kai

Abstract

The pricing issue in the private placement process is a trade-off between the effectiveness of the private placement system and the protection of shareholders' rights, to ensure that the advantages of price flexibility and procedural simplicity will not be abused and become profit-making tools for major shareholders, and to improve the disclosure of information and internal control mechanisms for