

部分并购的反垄断经济与法律分析

宁 度

摘 要：中国的《反垄断法》并未对部分并购与完全并购进行区分性规定。但是，与完全并购不同，部分并购中收购方所获得的收益权与公司治理权会产生分离，在收购某一特定股份比例的部分股权时，收购方对被收购方的公司治理权程度将呈现滑尺化。又由于收益权与公司治理权的竞争影响在作用方式上有重要区别，前者影响收购方的竞争动力，后者影响被收购方的竞争动力，部分并购的竞争影响具有区别于完全并购的特殊性。这种特殊性，一方面意味着应对部分并购采取更加细化的竞争影响定性和定量分析方法，另一方面意味着现有《反垄断法》对其存在规制漏洞。应在立法上强调部分并购竞争影响的特殊性，并应针对规制漏洞，作出制度回应。

关键词：部分并购；反垄断；控制权；收益权；公司治理权

[中图分类号] D912.294 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180 (2020) 06-0111-20

一、问题的提出

作为企业提升市场竞争力的常见方式，并购交易可以整合资源，带来规模效应，具有促进竞争的影响。但是，并购交易也可能强化或传导企业市场势力，使得交易后的企业能够把产品价格提高到竞争水平之上，损害消费者福利，造成反竞争影响。对于具有反竞争影响的并购交易，应当由反垄断法进行规制。纵观《中华人民共和国反垄断法》（下称《反垄断法》），无论是法律制度层面，还是竞争影响层面，《反垄断法》都并未在立法上对部分并购和完全并购（100%股权收购或合并）^{（1）}进行区分。

在法律制度层面，并购交易的反垄断监管应纳入经营者集中监管制度。中国对于经营者集中采取事前监管制度。被认定为构成经营者集中的并购交易在达到法定的申报标准后，应当向反垄断执法机构进行申报；执法机构对经营者集中交易进行审查，分析和评估交易的竞争影响；对于那些具有或可能具有排除限制竞争效果的经营集中交易，执法机构将采取附限制性条件批准或

【作者简介】宁度，华东政法大学知识产权学院师资博士后，法学博士。

（1）在反垄断法下，100%股权收购与合并两者的竞争影响相同，本文将两者混同使用。

者决定禁止的救济措施。⁽²⁾触发和开启这一“申报一审查一救济”经营者集中监管制度的前提，是交易本身构成经营者集中。⁽³⁾判断交易是否构成经营者集中的标准是经营者的“控制权”发生变化，其实质是判断某一经营者能否对另一经营者“施加决定性影响”。⁽⁴⁾易言之，并购交易是否使得收购方对被收购方“施加决定性影响”导致后者“控制权”变化，是经营者集中申报和后续监管的前提。⁽⁵⁾至于交易所涉及的股权比例，是部分并购抑或是完全并购，仅在判断“控制权”是否变化时作为重要考虑因素，而在整体经营者集中制度层面并无区别。

在竞争影响分析方面，《反垄断法》同样未对部分并购有任何特别规定。然而，如果不对部分并购与完全并购进行区分，则可能出现竞争影响评估过于简化的风险。即使是交易主体相同，如果交易所涉及的比例不同，其竞争影响定然会有所差异。举例而言，如果甲公司收购乙公司25%股份的交易使其取得了对乙公司反垄断法意义上的“控制权”，则该交易构成经营者集中，但如果执法机构在该交易竞争影响评估的方法上不区别于甲公司收购乙公司100%股份的交易，则对两项交易的竞争影响评估结果会相同，相关的救济措施也将相同，这显然不符合经济常识。

既然部分并购的竞争影响与完全并购有明显差异，那么，这种差异仅仅是由于收购股份比例的不同，还是有更深层次原因？应当如何对部分并购的竞争影响进行定性分析？是否有特别的量化工具可以针对部分并购的竞争影响进行量化分析？《反垄断法》对部分并购是否存在规制不足的问题？本文拟对上述问题的回答，梳理部分并购的竞争影响，厘清中国《反垄断法》的规制不足，并提出相关完善建议。

二、部分并购竞争影响的定性分析

（一）收益权与公司治理权各自竞争影响的分离

如果把并购交易中收购方所获股权的内容进行区分，其可以分为收益权和公司治理权。收益权是指收购方有权基于股权而获得收益。公司治理权是指收购方有权基于其股权对被收购方的商业决策施加一定程度的影响，商业决策包括定价、产品选择、售卖资产等。收购方对被收购方商业决策任何程度的影响，都是一种公司治理权的体现，并不需要达到“施加决定性影响”的程度。公司治理权往是公司股权结构和内部治理构架的共同作用结果。⁽⁶⁾

经济学研究表明，收益权和公司治理权在竞争影响上有着重要且显著的区别：收益权将影响收购方的竞争动力；公司治理权将影响被收购方的竞争动力。⁽⁷⁾

(2) 叶军：《试论经营者集中反垄断控制之皇冠宝石规则的构建》，《社会科学》2015年第10期，第91页。

(3) 徐瑞阳：《论经营者集中申报标准实施机制的完善》，《法学家》2016年第6期，第147页。

(4) 曾晶：《经营者集中反垄断法规制的“控制”界定》，《现代法学》2014年第2期，第104页。

(5) 江山：《论协议型企业联营的反垄断规制》，《环球法律评论》2017年第6期，第114页。

(6) 公司股权结构是指股权分布情况；内部治理构架是指董事、监事、高级管理人员的权力分配情况。两者一般由公司章程和内部细则规定。

(7) See Robert Reynolds & Bruce Snapp, *The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures*, 4 INTERNATIONAL JOURNAL OF INDUSTRIAL ORGANIZATION 141, 141–153 (1986); Daniel O'Brien & Steven Salop, *Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, 67 ANTITRUST L. J. 559, 571 (2000).

就收益权而言，股权收购交易发生后，收益权的存在使得收购方会“内部化”其反竞争性行为的外部性，削弱竞争动力。^{〔8〕}申言之，如果一家企业涨价或限制产量，该行为产生的外在后果之一就是导致一部分的客户或销量转移至其竞争者，使其竞争者获利。如果在该企业涨价或限制产量前，其收购了某一个竞争者的股权，则因收益权的存在，可以让其更有动力进行涨价或限制产量。因为被收购方由于收购方行为所获的利润，会因为收购方所享有的收益权而部分地回流至收购方。

就公司治理权而言，收购方可以通过股权所赋予的公司治理权而在一定程度上影响被收购方的竞争动力。^{〔9〕}这种影响可以降低被收购方的竞争动力或者促使其从事其他任何有利于收购方的行为。比如，收购方获得的公司治理权可以用来否决被收购方的价格促销，或者用来促使被收购方进行涨价，从而有利于收购方。

在完全并购时，股权内容中收益权和公司治理权对于收购方和被收购方竞争影响的不同作用一般不会被察觉，因为在这种情况下收益权和公司治理权是统一的。一公司收购另一个公司的全部股权，意味着同时取得另一公司的全部收益权和公司治理权，两个公司形成单一、整体的市场力量。^{〔10〕}并购后的实体将致力于两个公司整体利益的最大化。

然而，在部分并购时，收购方获得的收益权和公司治理权是分离的。以收购 25% 的部分股权为例，一方面，无论在交易后被收购方的公司股权结构和内部治理构架如何安排，收购方都将取得被收购方 25% 的收益权。另一方面，收购方取得的公司治理权会因被收购方公司股权结构和内部治理构架的不同而完全不同：在一个股权十分分散的公司，25% 的股权可能就意味着对公司的完全控制；而在股权相对集中的公司，25% 的股权可能仅意味着对多个或个别决策的否决权；如果股权高度集中，25% 的少数股权甚至可能意味着无法决定任何公司的商业决策。在一般情况下，股权结构很大程度上影响公司内部治理，大股东往往可以指派更多的董事和高管。但是，在有些情况下，即使股权结构高度集中，而基于公司内部治理构架，也可享有完全的公司治理权。例如，拥有 25% 股权的首席执行官可能获得对公司决策的超级投票权或一票否决权。

申言之，收购某一特定股份比例的部分股权时，由于被收购方公司股权结构和内部治理构架共同作用导致的差异，收购方对于被收购方的公司治理权程度将是滑尺化的：收购方可能无法获得公司治理权（滑尺的一端）；也可能获得完全公司治理权（滑尺的另一端）；当然，更多的情况是获得部分公司治理权（滑尺的中间），而部分公司治理权同样由于收购方能够影响被收购方程度的不同，而呈现滑尺化。

从最严格的意义上说，由于公司股权结构和内部治理构架的不同，滑尺化公司治理权将呈现

〔8〕 See OECD, *Antitrust Issues Involving Minority Shareholding and Interlocking Directorates*, DAF /COMP (2008) 30, p.24.

〔9〕 Torben Stühmeier, *Competition and Corporate Control in Partial Ownership Acquisitions*, 16 JOURNAL OF INDUSTRY, COMPETITION AND TRADE 297, 297–308 (2016).

〔10〕 Oystein Forosa, Hans Kinda & Greg Shaffer, *Mergers and Partial Ownership*, 55 EUROPEAN ECONOMIC REVIEW 916, 916–926 (2011).

出纷繁多样的部分并购类型。从研究角度,笔者仅对具有代表性意义的公司治理权类型所对应的部分并购进行类型化分析,并不苛求能够全然列举。根据公司治理权的有无,部分并购可以分为消极部分并购和积极部分并购。消极部分并购,是指收购方在交易后仅获得收益权,并不获得或几乎不获得公司治理权的并购交易。积极部分并购,是指收购方在获得股份收益权的同时,还可以获得一定程度的公司治理权的并购交易。积极部分并购又至少可以分为完全治理型部分并购、共同治理型部分并购和比例治理型部分并购。不同类型的部分并购将产生不同程度的竞争影响。以下将从各国反垄断法普遍采用的单边效应、协调效应和封锁效应角度,对不同类型部分并购的竞争影响进行定性分析。

(二) 部分并购的单边效应

单边效应,是指在横向并购交易后,假定在市场中的竞争者没有任何明示或默示的共谋的情况下,交易各方进行商业决策时提高价格或降低产量的动力和可能性。⁽¹¹⁾在美国,自1992年《横向合并指南》首度引入“单边效应”以来,单边效应已成为评估横向并购交易竞争影响最常见也是最重要的步骤之一。⁽¹²⁾中国反垄断执法机构的部门规章也规定,“评估经营者集中对竞争产生不利影响的可能性时,首先考察集中是否产生或加强了某一经营者单独排除、限制竞争的能力、动机及其可能性”。⁽¹³⁾因此,深入分析各类部分并购的单边效应对理解其竞争影响有重要作用。

1. 消极部分并购的单边效应:收益权引起的涨价动力

消极部分并购的单边效应源于收益权对收购方竞争动力的影响。消极部分股权的产生原因大体有两种:其一是收购方基于收购协议,仅获得被收购方少数股份的收益权,例如收购仅具有收益权而无投票权的优先股;其二是收购方收购的少数股权具有投票权,但是由于公司的股权结构和内部治理构架的安排,所获得的投票权对于被收购方的商业决策没有任何影响,从实际效果上看,与仅有收益权无异。在这两种情况下,部分并购交易对被收购方的竞争动力不会产生影响,其仅影响收购方的竞争动力。

通过简单的数学例证对未发生股权交易、完全并购和消极部分并购三种情形进行比较,可以对这一问题有更好的认识。

在未发生股权交易的情形下,假设每个经营者都是独立定价。一般而言,市场中经营者涨价的直接后果就是销售量和产量的减少,经营者的最优定价行为是一种平衡考量的结果:在平衡涨价引起的利润增加和产量减少引起的利润减少中实现利润的最大化。这种利润最大化取决于很多因素,如经营者的成本、竞争者的数量和竞争激烈程度、产品的差异化程度、其他经营者的定价等。假设甲公司为书包销售商,其有20个客户,书包销售的初始价格为100元/个,其生产书包的边际成本为80元/个,边际利润是20元/个。假设市场的竞争程度不高,甲公司如果把书包的

(11) Jonathan Baker, *Why did the Antitrust Agencies Embrace Unilateral Effects*, 12 GEORGE MASON LAW REVIEW 31, 34 (2003).

(12) Andrew Dick, *Merger Policy Twenty-five Years Later: Unilateral Effects Move to the Forefront*, 27 ANTITRUST 25, 25 (2012).

(13) 参见中华人民共和国商务部《关于评估经营者集中竞争影响的暂行规定》第4条第1款。

销售单价提高 10%，仅会失去 1 个客户，那么由于涨价获得的利润增长（190 元）会远大于经营者由于客户减少的利润损失（20 元），此时经营者就会有很强的涨价动力。但是，如果市场的竞争十分激烈，比如，甲公司涨价会使其失去 10 个客户，则涨价的利润增长（100 元）会小于客户减少的利润损失（200 元），净利润为负（-100 元），那么在该市场下，甲公司就不会有动力进行 10% 的涨价。如果甲公司在书包 100 元时利润最大化，那么 100 元就是其最优定价。

在经营者完全并购时，经营者更可能有动力进行涨价，从而产生较强的单边效应。这是由于收购方/合并一方因为涨价本会失去的一部分客户，也就是一部分销量，会转移至被收购方/合并的另一方。这种客户或销量^{〔14〕}转移代表着收购方在涨价后可以重获一部分其损失的利润，其涨价的动力将会提升。假设上文中的甲公司所处的市场环境是其涨价 10% 的后果会使其失去 10 个客户，其中 5 个客户会转移至乙公司。如果此时甲公司完全收购乙公司，则甲公司涨价 10% 后，会有 5 个客户转移至其所拥有 100% 的收益权的乙公司。收益权的存在使得甲公司可以重获损失的客户和利润。假如乙公司销售书包的价格也为 100 元/个，但其书包的边际成本仅为 60 元/个。^{〔15〕} 则甲公司从乙公司重获的利润（200 元）将大于没有收购乙公司时的负净利润（-100 元）。因此，在甲公司完全收购乙公司后，甲公司有动力把书包价格设定在 110 元/个，从而并购交易可能损害竞争。^{〔16〕}

在消极部分并购的情形下，收购方并不像完全收购时取得被收购方 100% 的收益权，其仅取得比例较少的收益权。但是，这一收益权仍然可以影响收购方的竞争动力。收购方进行诸如涨价的商业决策时，仍然会考虑其可以基于收益权重获部分损失的利润，从而更有动力涨价。只是，其涨价动力会小于完全并购情形。

再以上文的甲公司和乙公司为例。再次假设甲公司所处的市场环境是其涨价 10% 的后果会使其失去 10 个客户，其中有 5 个客户会转移至乙公司。假设甲公司收购了乙公司 25% 的消极少数股权。此时，甲公司没有动力去涨价 10%，因为甲公司并不会因涨价 10% 的行为而获利：甲公司涨价所带来的自身利润增长（100 元）与其从乙公司重获的利润（50 元^{〔17〕}）之和（150 元），并不会大于其自身的利润损失（200 元）。

但是，这并不意味着甲公司就完全没有涨价动力。如果把涨价的幅度进行一定调整，更小幅的涨价可能会使甲公司的涨价行为获利。假设甲公司涨价 4% 的后果是其失去 4 个客户，其中有 2

〔14〕 为了使数学例证简单化，例证使用“客户”一词。但客户转移的经济学实质是销量的转移。

〔15〕 在实践中，市场竞争往往为差异化产品竞争。为了让例证更有现实代表性，此时假设乙公司的书包与甲公司的书包是差异化产品，两者边际成本不同。

〔16〕 需要注意的是，在完全并购时，收购方获得了被收购方全部的公司治理权，这使得被收购方的竞争动力也发生改变，从而导致被收购方也进行涨价。由于销量可能转移至收购方，涨价后被收购方也能重获损失的销量和利润。由此，在完全收购后，由于交易双方都能够重获一部分损失的销量和利润，双方都有动力提高产品价格。而哪一方更有动力，则需要着重考虑边际利润的高低和销量转移率这两点。

〔17〕 计算公式为：40 元 $\times$ 5 $\times$ 25%=50 元。以此为例。

个客户会转移至乙公司。那么，甲公司涨价所带来的自身利润增长（64元）与其从乙公司重获的利润（20元）之和（84元），将大于其自身的利润损失（80元）。此时，甲公司就有动力把价格提高4%。

根据上述三种情形的比较结果，可以认为，由于收益权的存在，消极部分并购的收购方仍可能具有单边涨价的动力。与完全并购一样，在消极部分并购中，收购方涨价的动力也与其通过收益权重获的利润成正比，只是囿于股权比例，这种动力较之于完全并购时的动力要弱。但是这不能否认，消极部分并购也可能会产生实质损害竞争的单边效应。

2. 积极部分并购的单边效应：收益权和公司治理权共同引起的涨价动力

与消极部分并购相比，积极部分并购的收购方不仅具有被收购股份的收益权，其还可以获得一定程度的公司治理权。收购方可能通过该等公司治理权使得被收购方进行涨价。根据公司治理权的强弱，积极部分并购至少可以分为完全治理型部分并购、共同治理型部分并购和比例治理型部分并购等类型。

完全治理型部分并购，是指收购方通过部分并购取得被收购方完全公司治理权的情形，收购方可以完全控制被收购方的重要商业决策。一般而言，只有在完全收购或者多数股权收购时，收购方才取得被收购方的完全公司治理权。但是，在有些情形下，部分并购同样可以取得完全公司治理权。例如，依照股权结构，被收购方的股权极为分散，以至于其他股东没有办法对抗收购方。又如，依照公司章程细则，部分股权的收购方被任命为公司实际管理人。完全治理型部分并购的收购方有很强的动力提高被收购方的价格，可能产生很强的反竞争影响。这是由于存在“搭便车”效应：就收购方而言，其对自身股份享有100%收益权，而对被收购方的股份只享有部分比例的收益权。收购方可以从被其完全控制的被收购方的大幅涨价中获利，而只用承担与部分股权比例相对应的部分损失，其他损失将由被收购方其他股东承担。在完全治理型部分并购中，由于“搭便车”效应的作用，会出现一种反直觉的经济现象：收购方在被收购方的收益权越少，其提高被收购方价格的动力就越大。^{〔18〕}

共同治理型部分并购，是指收购方在取得被收购方的部分股权后，两个公司的管理层会致力于两个公司共同利益的最大化，此时，两个公司在商业决策上近似进行了合并。^{〔19〕}这种情形的产生，往往是部分并购使得收购方取得了被收购方较高级别的公司治理权，尽管收购方只想考虑自身的利益最大化，但被收购方的其他股东对公司决策同样有重要影响，作为双方协商和妥协的结果，双方可能会致力于两个公司共同利益的最大化。共同治理型部分并购的反竞争影响与完全并购类似，也有较强的涨价动力。

比例治理型部分并购，是指收购方对被收购方的公司商业决策的影响程度与其对被收购方的

〔18〕 See Daniel O'Brien & Steven Salop, *supra* note (7), at 577.

〔19〕 See Daniel O'Brien & Steven Salop, *supra* note (7), at 581.

股权比例基本相同。⁽²⁰⁾ 在一定的公司股权结构和内部治理构架下,比如,在重要商业决策需要特定的多数股权一致同意的情况下,作为多方明示或暗示妥协的结果,每一个对被收购方有一定程度公司治理权的重要股东的利益都可能会为被收购方所考虑。在这种情形下,如果收购方取得被收购方 25% 的股权,则被收购方在进行商业决策时会按比例地考虑该 25% 的股权。

由于还可以通过公司治理权影响被收购方的竞争动力,在同一相关市场里,积极部分并购的单边效应大于消极部分并购。但不同类型积极部分并购的单边效应强弱,并不必然取决于收购方对被收购方的公司治理权程度。

如果交易双方的竞争产品是同质化产品,双方相互销量转移率和双方边际利润相同,收购方的公司治理权越大,其单边效应越强。完全治理型部分并购的反竞争影响大于共同治理型部分并购,而后者反竞争影响又大于比例治理型完全并购。

但是,如果交易双方的竞争产品是差异化产品,则相关的分析将更为复杂,双方相互销量转移率和双方边际利润的不同,使得各种类型积极部分并购的反竞争影响也没有可以遵循的固定次序。比如,如果收购方的边际利润远远小于被收购方,收购方进行“搭便车”的动力会下降,完全治理型部分并购的单边效应就可能小于共同治理型部分并购。

(三) 部分并购的协调效应

与单边效应仅考虑交易各方独立进行商业决策时提高价格或降低产量的动力和可能性不同,对横向部分并购竞争影响的评估也应分析其是否可能促进市场竞争者进行明示或默示的共谋,即产生协调效应。⁽²¹⁾ 经济学理论认为,达成和维持一个共谋的必要条件有三项:其一,有足够的透明度,以便利共谋的达成,并使共谋成员监视其他成员是否采取了约定的行动;其二,足够严厉和可行的惩罚机制,以对背叛共谋的行为进行惩罚⁽²²⁾;其三,可以预见,客户和其他现有及潜在竞争者对共谋的反应行为不会破坏共谋。除了以上三项必要条件,其他因素也可能促进共谋,包括但不限于市场集中度、市场进入壁垒、买方力量、产品同质化程度等。就部分并购而言,其可以在以下两个方面促进共谋的达成和维持:其一,其可以提高透明度⁽²³⁾;其二,其可以通过削弱竞争者的竞争动力提高相互协调动力。⁽²⁴⁾

1. 提高市场透明度

部分并购交易可以促进透明度的提高,这是由于其可以为收购方提供接触被收购方商业决策信息的机会。这种对被收购方信息的接触,一方面可以促进共谋的达成,另一方面也可以及时监督被收购方是否有按照约定行为。

(20) See Daniel O'Brien & Steven Salop, *supra* note (7), at 583.

(21) See Gilo, David, Yossi Moshe, and Yossi Spiegel, *Partial Cross Ownership and Tacit Collusion*, 37 RAND JOURNAL OF ECONOMICS 81, 82 (2006).

(22) See Stigler, George J, *A Theory of Oligopoly*, 72 THE JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 44, 44-46 (1964).

(23) *Supra* note (8), at 7.

(24) *Supra* note (21), at 86.

透明度的提高与公司治理权的程度也有密切关系。如果部分股权可以赋予收购方向被收购方指派一名或多名董事或高管,则透明度的程度将会有较大提高,收购方可能由此接触被收购方产品定价和商业战略等高度竞争性敏感信息。⁽²⁵⁾然而,即使在消极部分并购的情形下,即收购方无法参与被收购方的经营与管理,市场透明度仍然可能提高。消极部分并购的收购方可能获得其他独立竞争者无法接触的信息,包括被收购方并购计划、重大投资计划、产能扩张计划或新市场拓展计划。甚至在有些时候,收购方仅仅基于收益权也可能察觉被收购方对共谋的背叛,比如股利没有其他理由地突然增多。

这仅仅是单方持股对透明度的影响。如果交易双方相互持股,则交易双方发生信息交换的动力和可能性都会有显著提高。而如果是市场中的竞争者多方交叉持股,则整个市场的透明度都将可能大幅提高。

2. 提高竞争者进行协调的动力

在特定的市场透明度下,竞争者达成和维持共谋的动力,与其参与共谋可获得的利润及其背叛共谋可能遭受的损失密切相关。⁽²⁶⁾

在消极部分并购中,部分股权所赋予的收益权会促进部分并购方达成和维持共谋。一方面,收益权会提高收购方参与共谋所获得的利润,这是由于该利润是收购方自身利润与其基于收益权所获利润之和。⁽²⁷⁾另一方面,收益权的存在也会增加收购方背叛共谋所承担的损失。⁽²⁸⁾在没有并购交易的情形下,共谋成员对于背叛者的处罚力度是有限的。比如,在常见的“价格战”中,背叛者可以通过将其价格贴近边际成本或降低产量等方法有效避免严重损失。但在进行部分并购交易后,如果收购方背叛共谋,收益权的存在既可以使得被收购方遭受的损失部分地成为收购方的利益损失,也可以为其他共谋成员惩罚收购方提供更严厉的惩罚工具。

在积极部分并购中,除了收益权对共谋的作用外,收购方所享有的公司治理权同样可以促进共谋的达成和维持。一方面,收购方可以通过公司治理权直接促进被收购方参与共谋。收购方公司治理权的程度越高,被收购方就越有动力参加共谋。另一方面,也是更值得注意的,收购方所享有的公司治理权可以为惩罚被收购方可能的背离共谋提供有效手段。具体而言,当被收购方背离共谋时,部分并购赋予的公司治理权可以使收购方以“不合作”的方式对被收购方的竞争性商业决策和行为产生负面影响。比如,在有利于被收购方的商业决策上投反对票甚至行使否决权;又如,收购方可以让自己控制的董事消极履职。

无论是“价格战”,还是“苛以罚款”等传统惩罚机制都是从背叛企业的外部对背叛行为进行

(25) *Supra* note (8), at 30.

(26) See Marc Ivaldi, Bruno Jullien, Patrick Rey, Paul Seabright, and Jean Tirole, *The Economics of Tacit Collusion*, FINAL REPORT FOR DG COMPETITION, European Commission 5–7 (2003).

(27) See David Gilo, *Passive Investment*, 3 COMPETITION LAW AND POLICY 1637, 1639 (ABA Section of Antitrust Law 2008).

(28) See David Gilo, *The Anticompetitive Effect of Passive Investment*, 99 MICH. L. REV. 1, 13(2000).

惩罚,减少背叛企业的利润,具有明显、间接的特点,其操作难度大且效果不确定性高。而公司治理权所带来的惩罚机制则是从背叛企业的内部减少其利润,更加隐蔽、直接,其操作简单且效果更有针对性。

在有些时候,部分并购交易可以成为收购方对其他市场竞争者发出的一个信号:其将降低竞争动力。在市场集中度较高的行业,仅仅是来自高效率企业的一个信号,就足以引起全行业进行默示共谋或不利于消费者的价格引领和跟随。⁽²⁹⁾

(四) 部分并购的封锁效应

单边效应和协调效应一般发生在横向并购中,也是反垄断执法机构对横向并购进行反竞争影响分析的主要评估对象。而就纵向并购而言,一般认为其一方面有着重要的促进竞争影响,如整合纵向资源和消除双重定价等⁽³⁰⁾;另一方面,其可能以提高竞争对手成本的方式损害其他竞争者或提高市场进入壁垒⁽³¹⁾,使得交易后的企业可能把价格提高到竞争性价格之上,产生反竞争影响,而这种类型的反竞争影响,被称为封锁效应。⁽³²⁾根据损害方式的不同,封锁效应可以被分为投入品封锁和客户封锁。投入品封锁,是指并购交易的上游企业可能对其他下游企业就投入品进行涨价或拒绝供应等封锁行为,从而提高其他下游企业的成本,产生反竞争影响。⁽³³⁾与投入品封锁的概念相对应,客户封锁,是指并购交易的下游企业可能对其他上游企业进行压价或拒绝购买等封锁行为,从而减少其他上游企业的收入,产生反竞争影响。⁽³⁴⁾

封锁效应的评估主要集中在分析并购后实体实施封锁行为的能力和动力。⁽³⁵⁾前者与封锁行为行动方的市场势力相关,而后者则与实施封锁行为后并购后实体所获得的利润相关。封锁效应实现的前提性要件是实施封锁行为的行动方具备市场势力,使得被封锁的下游企业无法以合理可行的价格获得替代投入品或使得被封锁的上游企业无法以合理可行的方式获得替代客户,从而失去市场份额,进而引起受益的并购后实体下游部门或上游部门的涨价。除了此前提性要件,封锁效应还考察并购后实体从事封锁行为的动力,即封锁行为是否并在多大程度上可以使实体利润增长。

与完全纵向并购一样,纵向部分并购交易同样可能产生封锁效应。这种封锁效应,也同样由于收益权与公司治理权的分离而作用方式不同。

(29) *Supra* note (28), at 20.

(30) See Steven Salop & Daniel Culley, *Revising the U.S. Vertical Merger Guidelines: Policy Issues and an Interim Guide for Practitioners*, 4 JOURNAL OF ANTITRUST ENFORCEMENT 1, 8–9 (2016).

(31) 李剑:《反垄断法中的杠杆作用——以美国法理论和实务为中心的分析》,《环球法律评论》2007年第1期,第76页。

(32) 封锁效应是纵向并购最主要的反竞争影响。但在特定情形下,纵向并购也可能产生协调效应,囿于篇幅不再详细论述。相关情形,参见叶光亮、程龙:《论纵向并购的反竞争效应》,《中国社会科学》2019年第8期,第88页。

(33) *Supra* note (30), at 14.

(34) See Steven Salop, *Invigorating Vertical Merger Enforcement*, 127 YALE LAW JOURNAL 1962, 1969–1970 (2018).

(35) 吴白丁:《论纵向合并审查中竞争损害理论的证明——以AT&T收购时代华纳案为切入点》,《经贸法律评论》2019年第5期,第89页。

1. 消极部分并购的封锁效应

消极部分并购产生封锁效应的前提是收购方具有市场势力,使其有从事封锁行为的能力,而收购方因交易所获得的收益权,则会增加其从事封锁行为的动力。以投入品封锁为例,在没有并购交易时,上游企业没有动力进行涨价或拒绝供应等封锁行为,因为其后果是下游企业会减少销量以止损,导致损害上游企业自身。但在有纵向并购交易时,收益权可以内部化上游收购方对其他下游企业进行涨价的后果,从而增加其进行封锁行为的动力。⁽³⁶⁾这是由于并购后实体的下游企业,可能会捕获其他下游企业所转移的销量。只不过囿于部分股份比例,消极部分并购对于收购方进行封锁动力的提高程度会小于完全纵向并购。

2. 积极部分并购的封锁效应

由于取得公司治理权,积极部分并购交易的封锁效应还可能由被收购方作为封锁行为的行动方产生。以投入品封锁为例,在消极部分并购交易中,只有当收购方是上游企业时,其才可能进行投入品封锁;但在积极部分并购交易中,收购方即使是下游企业,其也可能利用公司治理权影响上游的被收购方对其他下游企业进行投入品封锁。特别是在纵向完全治理型部分并购情形下,由于“搭便车”效应,下游收购方利用上游被收购方进行投入品封锁的动力可能比纵向完全并购后进行投入品封锁的动力还要大:下游收购方可以在其竞争对手被封锁后获得大幅利润增长,而仅须承担与上游被收购方部分股权比例相对应的损失。而且此时交易股权的比例越低,封锁效应的动力则越大。⁽³⁷⁾各类型的部分并购都可能产生封锁效应,只是根据公司治理权程度、被封锁企业与并购企业之间销量转移率、边际成本的不同,其封锁效应的大小也不同。

为便于阐明原理,以上对于不同类型部分并购反竞争影响的分析,仅假设一家企业单方收购另一家企业的部分股权,即单方持股。但在实践中,企业之间的双方相互持股、多方交叉持股以及行业性共同持股的情形并不罕见。在双重或多重叠加的销量转移率和高透明度的作用下,部分并购可能产生巨大的反竞争单边效应、协调效应和封锁效应。仅以共同消极持股的单边效应为例,根据 Azar 等人对美国航空业进行的实证研究结果,美国七大机构投资者对于各美国航空企业的行业性共同消极持股,使得各大航空公司拥有共同的消极股东,大幅削弱了各航空企业的整体竞争动力,导致 2013—2015 年美国机票的价格整体上涨了 3%~10%。⁽³⁸⁾

三、部分并购竞争影响的量化分析

学术界对于部分并购的竞争影响是否可以用经济学公式进行量化分析曾一度具有争议。美国

(36) See David Gilo, Nadav Levy, and Yossi Spiegel, *Partial Vertical Integration, Ownership Structure and Foreclosure*, 10 AMERICAN ECONOMIC JOURNAL: MICROECONOMICS 132, 132–136 (2018).

(37) See David Gilo, and Yossi Spiegel, *Partial Vertical Integration in Telecommunication and Media Markets in Israel*, 9 ISRAEL ECONOMIC REVIEW 29, 34–35 (2011).

(38) See José Azar, Martin C. Schmalz and Isabel Tecu, *Anticompetitive Effects of Common Ownership*, 73 JOURNAL OF FINANCE 1513, 1513–1565 (2018).

反垄断法权威 Areeda 教授和 Turner 教授就曾质疑部分并购竞争影响的量化可行性,“很不幸,在通常情形下或者甚至是在特殊情形下,没有公式可以反映这种影响……那种根据收购方的股权比例而对市场份额进行打折计算的公式是不合适的”。^[39]然而,越来越多的经济学文献对这一观点进行了挑战。经济学家对被用于评估完全并购竞争影响的传统量化公式进行了发展,设计出了多种评估部分并购竞争影响的量化方法。其中,有两种量化横向部分并购的方法得到较为广泛的认同。其一,是对“赫芬达尔—赫希曼指数”(HHI 指数)进行修改适用的“修正赫芬达尔—赫希曼指数”(MHHI 指数)。其二,是对“综合向上定价压力指数”(GUPPI 指数)进行修改适用的“修正综合向上定价压力指数”(MGUPPI 指数)。

(一) MHHI 指数

MHHI 指数源于对 HHI 指数的修改适用。HHI 指数,也被称为 HHI 市场集中度指数,是反垄断执法机构评估横向完全并购竞争影响普遍采用的一种量化工具。^[40]其计算方法是把相关市场内各竞争者的市场份额进行平方后再相加求和。HHI 指数源于产业经济学的古诺寡头模型,该模型的前提是竞争者生产同质化产品,进行产量竞争。^[41]一般而言,横向并购交易前后 HHI 指数的变化(一般用“ ΔHHI ”表示)越大,则并购交易对于相关市场集中度的提升也就越高,进而越有可能损害竞争。在完全并购交易中, ΔHHI 是交易双方各自市场份额之积的两倍。由于古诺寡头模型假定相关市场是同质化产品市场,也不考虑市场进入和并购效率,HHI 指数的计算较为粗略,实践中执法机构往往会将 HHI 指数量化结果与竞争影响定性分析相结合来对并购交易进行全面评估。^[42]但是,HHI 指数所具有的简便性和所体现的经济学正当性仍然使其成为执法机构评估横向完全并购最常用的指示性量化工具,可以指示市场竞争是否可能遭受损害。

MHHI 指数最初由 Bresnahan 与 Salop 在 1986 年提出^[43],其后在 2000 年由 O'Brien 与 Salop 针对不同类型的公司治理权进行了发展^[44],其同样源于古诺寡头模型。与传统 HHI 指数只能应用于完全并购不同,MHHI 指数因考虑了股权收购交易所产生的不同程度的收益权与公司治理权,可以应用于部分并购。计算部分并购交易前后 MHHI 指数的变化(“ $\Delta MHHI$ ”),可以指示性地评估交易对于竞争可能的影响。

假设市场中有 A、B、C、D 四个公司,各自的市场份额可以分别用 Sa、Sb、Sc、Sd 表示。如果 A 公司收购了 B 公司股份比例为 β 值的股权,由于这部分股权可能赋予 A 公司对 B 公司不

[39] Phillip Areeda & Donald F. Turner, ANTITRUST LAW, LITTLE, BROWN & COMPANY, 1203d, at 322 (1980).

[40] 美国在 1982 年《横向合并指南》中率先规定该量化工具,随后欧盟也在其《评估横向合并指南》中引入该工具。借鉴美欧立法经验,中国商务部《关于评估经营者集中竞争影响的暂行规定》第 6 条第 1 款规定,“市场集中度是对相关市场的结构所作的一种描述,体现相关市场内经营者的集中程度,通常可用赫芬达尔—赫希曼指数(HHI 指数)……来衡量”。

[41] *Supra* note (8), at 7.

[42] 王继荣:《合并审查中市场集中度测量的经济和法律分析》,《当代法学》2016 年第 3 期,第 111 页。

[43] See Timothy Bresnahan & Steven Salop, *Quantifying the Competitive Effects of Production Joint Ventures*, 4 INTERNATIONAL JOURNAL OF INDUSTRIAL ORGANIZATION 155 (1986).

[44] See Daniel O'Brien & Steven Salop, *supra* note (7), at 594.

同程度的公司治理权，相关 ΔMHHI 将不同，交易对市场竞争的影响也由此不同。

表 1 以完全并购为参照系，展示经济学家计算不同类型部分并购 ΔMHHI 指数的一般公式⁽⁴⁵⁾，并以 Sa、Sb、Sc、Sd 分别是 30%、10%、40%、20%， β 是 20%为例，计算具体的 ΔMHHI 数值。

表 1 ΔMHHI 指数

并购类型	一般公式	$\beta=20\%$ 为例
完全并购	$\Delta=2\text{SaSb}$	600
消极部分并购	$\Delta=\beta \text{ SaSb}$	60
完全治理型部分并购	$\Delta=(\beta+1/\beta)\text{SaSb}$	1 560
共同治理型部分并购	$\Delta=2\text{SaSb}$	600
比例治理型部分并购	$\Delta=(\beta+\beta/((1-\beta)^2+\beta^2))\text{SaSb}$	148

不难发现，如表 1 的一般公式和例子计算结果与上文关于同质化产品竞争不同类型部分并购单边效应的定性分析是相匹配的。

在本例中，消极部分并购的 ΔMHHI 指数仅为 60，其反竞争影响最少。但这并不代表消极部分并购不会影响竞争，根据其 $\beta \text{ SaSb}$ 的一般公式，股份比例 β 的数值越大，其反竞争影响也越大。根据美国 2010 年《横向合并指南》，在市场集中度较高的相关市场中， ΔHHI 指数为 100 是一条警戒线， ΔHHI 超过 100，表明交易可能损害竞争。⁽⁴⁶⁾ 本例中的相关市场就是一个集中度较高的市场，倘若甲公司收购乙公司的股份比例 β 值能达到 33%，该交易的 ΔMHHI 就将达到 100。更何况在实践中，还有发生在集中度更高的市场中的消极部分并购交易。

在完全治理型部分并购时，即当 β 比例的股权赋予收购方完全公司治理权时，其对交易双方竞争动力的损害最大，反竞争影响也最大。相关一般公式中的“ $1/\beta$ ”也反映了完全治理型部分并购的“搭便车”效应，在收购方取得完全公司治理权时，收购方的收益权越低，交易的反竞争影响越大，其反竞争影响甚至可能数倍于 A 公司与 B 公司完全并购时的反竞争影响。 ΔMHHI 指数 1 560 与 600 的对比就鲜明地反映了这一点。在共同治理型部分并购时，其反竞争影响等于完全并购，两者的 ΔMHHI 指数也相同。

特别值得注意的是，就比例治理型部分并购而言，其 ΔMHHI 为 148，大于 100 的警戒线，可能引起严重的反竞争问题。更重要的是，该类型的部分并购并不需要 β 比例的股权赋予收购方对于被收购方商业决策的“决定性影响”，即中国反垄断法意义上的“控制权”。

(二) MGUPPI 指数

MGUPPI 指数源于对 GUPPI 指数的修改适用。GUPPI 指数，即综合向上定价压力指数，是

(45) See Daniel O'Brien & Steven Salop, *supra* note (7), at 596.
(46) U.S. Dep't of Justice & Fed. Trade Comm'n, *Horizontal Merger Guidelines (2010)*, Section 5.3, <http://www.justice.gov/atr/public/guidelines/hmg-2010.pdf> (last visited May 1, 2020).

用于评估横向完全并购各方在交易完成后提高各自产品价格动力的量化工具。其最初原型是 Carl Shapiro 教授于 1995 年提出的转移率方法 (Diversion Ratio Approach)。⁽⁴⁷⁾ 此后, Carl Shapiro 教授和 Joseph Farrell 教授共同发展了该方法, 并命名为 GUPPI 指数。⁽⁴⁸⁾ 2010 年美国《横向合并指南》吸收了 GUPPI 指数, 并将其作为横向合并单边效应的重要量化工具。GUPPI 指数的基本经济学原理是: 由于横向合并交易一方因自身产品涨价而遭受的损失销量的一部分会转移至交易另一方的产品上, 其可能在交易后进行涨价。⁽⁴⁹⁾ GUPPI 指数本质上是一个测量横向完全并购交易一方产品涨价时, 通过交易另一方所回收利润与自身损失利润的比率。这个比率越高, 交易一方提高自身产品价格的动力也就越高, 就越可能损害竞争。

举例来说, 假设甲公司的产品为产品-1, 乙公司的产品为产品-2。如果甲公司和乙公司进行横向完全并购, 则产品-1 和产品-2 的 GUPPI 指数的一般公式⁽⁵⁰⁾ 分别是:

$$\text{GUPPI}_1 = \text{DR}_{12} \times M_2 \times P_2 / P_1; \text{GUPPI}_2 = \text{DR}_{21} \times M_1 \times P_1 / P_2$$

在 GUPPI_1 的计算公式中, DR_{12} 是指产品-1 涨价后其转移至产品-2 的销量与总体损失的销量之比, 即转移率; M_2 是产品-2 的边际利润与销售价格之比; P_2/P_1 则是指产品-2 与产品-1 销售价格之比。

就产品-1 而言, 产品-1 在涨价后其销量转移至产品-2 的转移率越高, 甲公司所能回收的利润就越高。与之类似, 产品-2 的边际利润越高, 甲公司所能回收的利润就越高。由于 GUPPI_2 与 GUPPI_1 呈镜像, GUPPI_2 计算公式中的各部分含义和作用不再赘述。由此, 与上文的定性分析相契合, 转移率与双方边际利润这两点因素, 对完全并购双方竞争动力有着重要影响。

与 HHI 指数一样, GUPPI 指数也是一种指示性量化工具, 虽然其能够反映交易各方产品可能的涨价动力, 但是由于其不考虑市场进入和竞争者之间的价格互动, 在应用过程中, 执法机构同样要结合建立在交易重要事实上的定性分析, 才能对交易的竞争影响进行全面评估。但是, GUPPI 指数比 HHI 指数有更高的精确性。首先, GUPPI 指数可以应用于差异化产品, 其适用范围比 HHI 指数更广。这是因为 GUPPI 指数源于伯川德寡头模型, 该模型的基本假设是竞争者生产差异化产品, 进行价格竞争。⁽⁵¹⁾ 其次, GUPPI 指数计算的复杂性远超 HHI 指数。GUPPI 指数的计算是针对单个产品的涨价动力, 对于横向完全并购交易双方的产品需要分别计算。在计算过程中需要收集包括双方各自产品的边际利润、各自产品向另一方产品的单向转移率等信息, 这些信息为 GUPPI 提供更好的准确度。最后, GUPPI 指数直接针对产品的涨价动力, 相较于 HHI 指数计算市场集中

(47) See Carl Shapiro, *Mergers with Differentiated Products*, 10 ANTITRUST 23 (1995).

(48) Joseph Farrell & Carl Shapiro, *Antitrust Evaluation of Horizontal Mergers: An Economic Alternative to Market Definition*, 10 B.E. J. THEORETICAL ECON.: POLICIES & PERSP., Vol. 10, No. 1, Art. 9 (2010).

(49) *Supra* note (46), at 6.1.

(50) See Carl Shapiro, *The 2010 Horizontal Merger Guidelines: From Hedgehog to Fox in Forty Years*, 77 ANTITRUST LAW JOURNAL 49, 74 (2010).

(51) See Daniel O'Brien & Steven Salop, *supra* note (7), at 594.

度，更能直接评估横向完全并购的反竞争影响。

MGUPPI 指数，是经济学家针对部分并购反竞争影响而对 GUPPI 指数进行修改的量化工具。其原型是基于转移率方法而修改的价格压力指数（PPI 指数）⁽⁵²⁾，并在转移率方法被发展为 GUPPI 指数后，相适应地发展为 MGUPPI 指数。MGUPPI 指数之于 GUPPI 指数，与 MHHI 指数之于 HHI 指数相似，都是考虑了股权收购交易所产生的不同程度的收益权与公司治理权，使原本只能应用于横向完全并购的量化工具可以应用于横向部分并购。

继续以上文甲公司的产品 - 1 与乙公司的产品 - 2 为例，如果甲公司收购了乙公司 β 比例的部分股权，该部分股权可能赋予甲公司对乙公司不同程度的公司治理权，则产品 - 1 和产品 - 2 的 MGUPPI 指数（分别用 “mGUPPI₁” 与 “mGUPPI₂” 表示）也将不同。表 2 以横向完全并购为参照系，展示经济学家计算不同类型部分并购 MGUPPI 的一般公式。⁽⁵³⁾

表 2 MGUPPI 指数

并购类型	mGUPPI ₁	mGUPPI ₂
完全并购	$1 \times DR_{12} \times M_2 \times P_2 / P_1$	$1 \times DR_{21} \times M_1 \times P_1 / P_2$
消极部分并购	$\beta \times DR_{12} \times M_2 \times P_2 / P_1$	0
完全治理型部分并购	$\beta \times DR_{12} \times M_2 \times P_2 / P_1$	$1 / \beta \times DR_{21} \times M_1 \times P_1 / P_2$
共同治理型部分并购	$1 \times DR_{12} \times M_2 \times P_2 / P_1$	$1 \times DR_{21} \times M_1 \times P_1 / P_2$
比例治理型部分并购	$\beta \times DR_{12} \times M_2 \times P_2 / P_1$	$(\beta / ((1 - \beta)^2 + \beta^2)) \times DR_{21} \times M_1 \times P_1 / P_2$

根据表 2，不难发现，MGUPPI 指数的大小与部分并购中的股权比例 β 、双方产品转移率和边际利润，这三方面因素密切相关。这与上文中关于差异化产品竞争中不同类型部分并购单边效应的定性分析也是相匹配的。

在消极部分并购中，由于交易并不影响被收购方，其 mGUPPI₂ 为 0，整体反竞争影响会小于其他三类部分并购类型。但是，就其他三类部分并购类型而言，三者的 MGUPPI 指数的大小会随着 β 比例、产品转移率和边际利润的不同而不同，三者的 MGUPPI 计算结果没有固定次序。以完全治理型部分并购与共同治理型部分并购为例。如果产品 - 1 和产品 - 2 的相互转移率与边际利润相近，且股权比例 β 值较小，比如 20%，则由于 $1/\beta$ 所反映的“搭便车”效应，完全治理型部分并购的 MGUPPI 将大于共同治理型部分并购。但是，如果股权比例 β 值较大，比如 45%，且产品 - 1 涨价时其销量向产品 - 2 的转移率（ DR_{12} ）远大于产品 - 2 涨价时其销量向产品 - 1 的转移率

(52) See Daniel O’Brien & Steven Salop, *supra* note (7), at 598.
(53) See Steven Salop, *Competitive Effects of Partial Ownership*, PRESENTATION ON ADVANCED ANTITRUST ECONOMICS AND LAW SEMINAR AT GEORGETOWN UNIVERSITY LAW CENTER, Spring 2016, p.29.

(DR_{21})，或者，产品-2的边际利润(M_2)远大于产品-1的边际利润(M_1)，则即使有 $1/\beta$ 所反映的“搭便车”效应的存在，完全治理型部分并购的MGUPPI也很可能小于共同治理型部分并购。至于比例治理型部分并购，相关MGUPPI计算则更为复杂，一般而言，其会小于完全治理型部分并购和共同治理型部分并购，但仍然可能具有实质性的反竞争影响。

四、部分并购反垄断法规制的不足及完善

(一) 部分并购反垄断法规制的不足

为了对可能产生竞争损害的并购交易进行反垄断规制，中国建立了经营者集中监管体系，在该体系下，通过“申报—审查—救济”三套环环相扣的监管制度，对可能排除、限制竞争的经营者集中进行监管。这一规制监管在其申报开启环节的前提步骤，是通过“控制权”变化标准认定交易构成经营者集中。申言之，中国经营者集中监管法律框架，是根据“控制权”变化标准对并购交易作出区分，将控制性部分并购交易纳入监管体系，而非控制性部分并购则排除在监管体系之外。笔者将对这两类法律上的部分并购类型分别进行分析。

1. 对非控制性部分并购的制度性监管漏洞

中国经营者集中监管法律框架在立法上存在一个天然的逻辑漏洞：(1) 经营者集中反垄断监管的根本目的是要对那些可能产生竞争损害的并购交易进行干预，维护市场竞争；(2) 经营者集中“控制权”变化认定标准意味着，并购交易被纳入监管的前提是交易中有经营者的“控制权”发生了变化；(3) 然而，从逻辑上就可以推断，一定有一些交易并不会导致有经营者的“控制权”发生变化，但是却有可能损害竞争。因此，经营者集中反垄断审查的根本目的和经营者集中“控制权”变化认定标准之间的差异，将可能产生逻辑上的监管漏洞。非控制性部分并购就处在这一逻辑上的监管漏洞之中。⁽⁵⁴⁾ 考虑经营者集中反垄断监管的根本目的，决定这一逻辑上的监管漏洞是否具有重要现实性影响的关键，是判断非控制性部分并购是否可能产生反竞争影响。

通过上文对部分并购竞争影响的分析，对于这一问题的回答显然是肯定的。非控制性部分并购，是指收购方无法对被收购方“施加决定性影响”的部分并购。在公司治理权的滑尺上，以“施加决定性影响”为分界点，公司治理权程度不足以对被收购方“施加决定性影响”的部分并购交易都属于非控制性部分并购。那么，所有的消极部分并购和某些积极部分并购，如一些比例治理型部分并购⁽⁵⁵⁾，都属于非控制性部分并购。而这两类并购交易都可能产生单边效应、协调效应和

[54] See Fabian Badtke & Rea Diamantatou, *Should the Acquisition of Non-controlling Minority Shareholdings Be Treated as Concentrations?*, 7 JOURNAL OF EUROPEAN COMPETITION LAW AND PRACTICE 3, 5 (2016).

[55] 比例治理型部分并购强调的是收购方对被收购方的公司商业决策的影响程度与其对被收购方的股权比例相同。在比例治理型部分并购的情形下，如果收购股权的比例较高，如45%，则可能达到“施加决定性影响”，构成反垄断法上的“控制权”，而如果股权的比例较低，如15%，则可能属于“非控制性部分并购”。

封锁效应等反竞争影响。如果对非控制性部分并购不适用经营者集中申报制度,会使得执法机构无法对其产生的竞争影响进行审查,自然也就无法进行救济。因此,经营者集中监管体系对非控制性部分并购存在现实性的、需要填补的制度性漏洞。

2. 对控制性部分并购的简化分析风险

对于满足“控制权”变化标准的控制性部分并购,中国的经营者集中监管体系并没有制度性漏洞。根据执法机构颁发的部门规章,执法机构对并购交易的竞争影响评估是“个案评估”。⁽⁵⁶⁾ 这为反垄断执法机构对控制性部分并购与完全并购采取区分化的竞争影响评估方法留下了空间。

然而,《反垄断法》在对部分并购法律规则上的缺位,及对“经营者集中”和“控制权”的强调,可能使得执法机构对部分并购倾向于采取一种简化的竞争影响分析方法:首先判断部分并购交易是否导致“控制权”变化,即是否构成经营者集中;如果构成,随后则进行以此“经营者集中”为整体的竞争影响评估,评估交易各方的市场份额、市场控制力、所处相关市场的市场集中度等。倘若采用这种分析方法,收购方取得的股权比例与对被收购方公司决策的影响程度,仅仅在申报环节认定交易是否构成经营者集中时得到特别关注,而在竞争影响审查分析环节,无法被特别关注。

从反垄断执法机构已公开的案件执法公告和操作规程上看,这种对控制性部分并购在竞争影响上的简化分析风险尚未被合理排除。比如,在沃尔玛公司收购纽海控股 33.6%股权案⁽⁵⁷⁾中,反垄断执法机构首先论证该交易构成经营者集中——“沃尔玛公司将成为纽海控股的控股股东,并通过纽海控股取得对益实多 1 号店网上直销业务的控制权”,随后即进行以“经营者集中”为整体的竞争影响评估,并未提及沃尔玛公司取得的股权比例与对被收购方公司决策的影响对于竞争本身的影响程度。但是,根据上文分析,在部分并购中,股权比例与对被收购方公司决策的影响程度所分别体现的收益权与公司治理权对于收购方和被收购方的竞争动力影响有实质区别,宜分别进行更细化的分析。又如,反垄断执法机构 2015 年《关于规范经营者集中案件申报名称的指导意见》第 3 条第 1 款规定,“集中情形是 A 收购 B 股权的,案件名称应表述为‘A 收购 B 股权案’,不需要含有股权比例”。⁽⁵⁸⁾ 这一规定要求经营者集中在申报时不需要再列明收购股权的比例,在出台后,外界已无法了解并购交易经营者集中的具体股权比例。⁽⁵⁹⁾

(56) 反垄断执法机构部门规章规定,执法机构应综合考量“参与集中的经营者在相关市场的市场份额及其对市场的控制力”“相关市场的市场集中度”“经营者集中对市场进入、技术进步的影响”“经营者集中对消费者和其他相关经营者的影响”等因素,并将分析经营者集中的单边效应、协调效应和封锁效应。参见《关于评估经营者集中竞争影响的暂行规定》第 3 条和第 4 条。

(57) 参见商务部反垄断局:《商务部公告 2012 年第 49 号关于附加限制性条件批准沃尔玛公司收购纽海控股 33.6%股权经营者集中反垄断审查决定的公告》, <http://fldj.mofcom.gov.cn/article/ztxx/201303/20130300058730.shtml>, 最后访问时间:2020 年 5 月 1 日。

(58) 参见《关于规范经营者集中案件申报名称的指导意见》。

(59) 按照《反垄断法》的规定,只有执法机构附条件批准或禁止经营者集中反垄断审查决定需要对外界公开。对于执法机构无条件批准的案件,通常只公布案件名称。

当然，从一则个案执法公告和一个关于股权收购申报名称的指导意见不能说明执法机构在实践中确实对于部分并购的竞争影响分析存在简化。但部分并购在滑尺化公司治理权下竞争影响的复杂性与《反垄断法》在规则上的缺位所形成的鲜明对比，需要我们留意和防止对部分并购竞争影响分析的简化风险。

（二）部分并购反垄断法规制的完善建议

1. 增设“竞争性重要联结”经营者集中情形

对于非控制性部分并购的制度性监管漏洞，填补的关键在于对经营者集中申报制度进行立法完善。

首先，应增设一种“竞争性重要联结”经营者集中情形：“经营者通过取得股权或资产等方式产生竞争性重要联结。”根据中国现行《反垄断法》第20条的规定，经营者集中是指“合并”“取得控制权”“施加决定性影响”三种情形，而这三种经营者集中情形的判断标准本质上都是“控制权”变化标准，这一申报标准在内涵上仅关注收购方对被收购方公司治理权的影响程度，与竞争损害本身无直接关联，故而作为申报标准必然产生漏洞。“竞争性重要联结”本质上是一个兜底性情形，其内涵是指那些不构成“控制权”变化标准，但又有一定的可能产生排除、限制竞争效果的并购交易。正因为其内涵直接与竞争损害相关联，故而可以填补“控制权”变化标准所引发的监管漏洞。

其次，应对“竞争性重要联结”适用简易案件程序。现行经营者集中简易案件适用标准主要适用于交易双方市场份额较低的情况，其合理性在于，虽然市场份额较低但并不意味着交易一定不会产生反竞争效果。但一般而言，交易双方市场份额越低，交易切实产生反竞争效果的可能性也越低。与之类似，公司治理权强度较低也并不意味着交易一定不会产生反竞争效果，但一般而言，公司治理权的强度越低，交易切实产生反竞争效果的可能性也越低。因而，对于公司治理权无法达到“控制权”变化的“竞争性重要联结”情形，适用简易程序具有合理性。此外，执法机构在简易案件的审查过程中可以根据个案反竞争影响的情况把简易程序转化为普通程序，这样既可以避免不成比例地增加监管机构的行政负担，也可以避免监管不足。

最后，随着相关审查实践的积累，应出台《反垄断法指南》，采用推定方式判断经营者集中情形。目前，反垄断法采用认定方式判断并购交易是否构成经营者集中。然而，在法律技术上认定“控制权”变化标准十分复杂，在中国现有的监管实践中已经出现了很大的不确定性。⁽⁶⁰⁾在增设“竞争性重要联结”经营者集中情形后，要进一步厘清“控制权”变化标准和“竞争性重要联结”的界限将更加复杂，法律的不确定性将进一步增加。而解决这一问题的方法，是改变现有经营者集中情形的认定方式，对交易是否产生“控制权”变化和“竞争性重要联结”均采用根据股权比例推定的方式。考虑部分并购收益权和公司治理权各自分离的竞争影响，对于部分并购交易，可

(60) 叶军：《经营者集中法律界定模式研究》，《中国法学》2015年第5期，第246页。

以采取以下经营者集中推定标准。

(1) 如果股权收购比例超过 20%，无论收购方是否获得被收购方的公司治理权（无论是消极部分并购还是积极部分并购），则推定交易满足“控制权”变化标准。

(2) 如果股权收购比例在 10%~20%之间，且收购方获得被收购方任何程度的公司治理权（即属于积极部分并购），则推定交易满足“控制权”变化标准。

(3) 如果股权收购比例在 10%~20%之间，但是收购方未获得被收购方任何程度的公司治理权（即属于消极部分并购），则推定交易产生“竞争性重要联结”。

(4) 如果股权收购比例在 5%~10%之间，且收购方获得被收购方的公司治理权达到特定标准，如可以指派一名董事，或可以接触竞争性敏感信息，则推定交易产生“竞争性重要联结”。

(5) 如果股权收购比例小于 10%，收购方未获得被收购方任何程度的公司治理权，则推定交易不构成经营者集中。

上述股权比例只是示例，《反垄断法指南》应根据反垄断执法机构的实践经验来确定具体的股权比例推定标准。当然，如果有相反证据表明被推定不构成经营者集中的部分并购交易可能具有实质性反竞争影响，执法机构可以推翻推定，以交易构成“竞争性重要联结”为由，要求相关交易进行经营者集中申报。

2. 明确部分并购竞争影响的特殊性

为防止对部分并购的简化分析风险，应在法律上明确强调部分并购竞争影响的特殊性。例如，美国 2010 年《横向合并指南》第 13 条就规定，美国反垄断执法机构在分析部分并购的竞争影响时，“可能采取不同于完全合并或收购的分析方法”。⁽⁶¹⁾

在完全并购交易时，交易各方的收益权和公司治理权合一，形成一个单一、整体的“经营者集中”。故对其进行竞争影响分析时，交易各方的市场份额、市场控制力、相关市场的市场集中度等重要竞争因素，都可以直接进行叠加评估。相关单边效应、协调效应和封锁效应的分析，也是基于交易将形成一个单一、整体的市场力量这一内置前提所进行的。而这一内置前提，也是对部分并购存在简化审查风险的源头。

但是，在部分并购交易中，这一内置前提并不当然成立。部分并购的交易各方在交易后仍然可能是独立的市场力量。因此，细化考量收购方所获得的收益权和公司治理权对交易双方的竞争影响，比将“经营者集中”视为一个单一、整体的市场力量更加科学。

对部分并购竞争影响的分析路径如下。

(1) 分析交易后收购方的竞争动力。收购方所获得的收益权将削弱收购方的竞争动力。而收益权与股权比例、收购方产品在涨价后销量向被收购方转移的转移率，以及被收购方的边际利润

(61) *Supra* note (46), at 5.3.

三方面因素成正比。

(2) 分析交易后被收购方的竞争动力。收购方所获得的公司治理权将削弱被收购方的竞争动力。而公司治理权程度和类型的不同,这种竞争动力的削弱也将不同。

(3) 分析交易是否涉及双方相互持股、多方交叉持股以及行业性共同持股的情形。该等情形比单方部分持股更可能削弱各方的竞争动力。

(4) 结合 MHHI 指数或 MGUPPI 指数等指示性量化工具对上述分析进行综合评估。

应当出台《反垄断法指南》,明确部分并购竞争影响的分析路径,一方面可以规范反垄断执法机构的分析方法,另一方面也可以为企业进行部分并购交易提供指导。

五、结语

根据反垄断法的基本原理,反垄断法干预市场竞争行为的合法性前提和尺度均是竞争行为具有反竞争影响。无论部分并购交易是否达到经营者集中“控制权”变化标准,只要交易具有反竞争影响,都应当被纳入反垄断法监管。对部分并购反竞争影响的分析,应当认识到交易中收益权和公司治理权相互分离,细化分析两者对交易双方各自竞争动力的影响。只有全面、审慎地评估部分并购的反竞争影响,才能既防止反垄断法对其干预过度,也避免其干预不足。

Anti-Monopoly Regulation on Partial Shareholding Acquisition

NING Du

Abstract: Chinese Anti-Monopoly Law does not distinguish partial shareholding acquisition from full merger. However, unlike the situation in full merger, the financial right and corporate government right acquired by acquiring company in partial shareholding acquisition are separated. When the acquiring companies acquire certain ratio of partial share, the degree of corporate government right that they have over the acquired company will be a continuum. Also because the competitive effects produced by the financial right and corporate government right have crucial distinction-the former influences the competition incentives of the acquiring company, while the later influences that of the acquired company-the competitive effect of partial shareholding acquisition has its specialty distinguishing from that of full merger. This specialty on competitive effects, on the one hand, means that a more detailed competition analysis approach should be adopted on partial shareholding acquisition; on the other hand, means that there is a

regulatory gap on it. The legislature should emphasize on the specialty of competitive effect of partial shareholding acquisition and revise the system as a response to the regulatory gap.

Keywords: Partial Shareholding Acquisition; Anti-Monopoly; Control Right; Financial Right; Corporate Government Right

(责任编辑: 江山)