

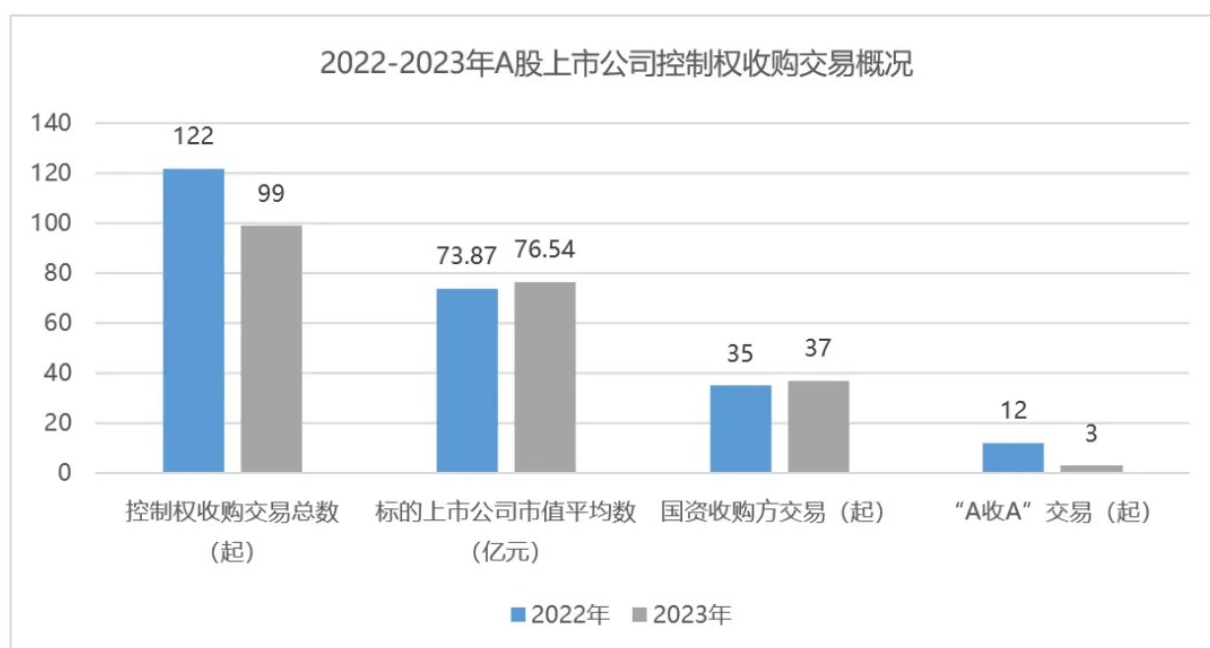
上市公司收购之一：何谓收购上市公司“控制权”

作者：迟卫丽 徐启飞 张玉立

Haiwen & Partners

序言

近年来，A股上市公司控制权收购交易趋于活跃。根据第三方数据统计[1]，2022年至2023年，A股市场共进行了221起上市公司控制权收购交易，从市场趋势来看，控制权收购交易的标的上市公司平均市值较前些年提升明显，基于产业逻辑的上市公司控制权收购案例增多；同时，上市公司也更加注重产业协同与资源整合，“A收A”交易愈加活跃。



本系列文章主要介绍上市公司控制权收购的基本概念、不同收购方式的运用与考量、上市公司收购过程中的信息披露，以及在上市公司控制权收购过程中可能遇到的常见问题，以期对相关市场主体参与该类交易提供一些思路。

本篇为系列文章第一篇，主要介绍什么是收购一家A股上市公司的“控制权”，以及在上市公司收购完成前后，作为一家A股上市公司的控股股东、实际控制人需要承担什么样的责任和义务。

1. A股上市公司的“控制权”

取得上市公司的“控制权”首先是一个事实层面的问题，体现的是对一家上市公司日常经营管理的决定权。只有在能够控制公司董事会半数以上成员、核心管理层（包括法定代表人、总经理、副总经理、财务总监等人员）的任免，控制公司印章、证照、财务资料等的情况下，收购人方能比较确信其实质上已经“控制”了这家上市公司。

除此之外，《公司法》《上市公司收购管理办法》以及交易所上市规则等监管规定对“控制权”或者“控股股东”“实际控制人”也作出了相关规定，如果收购人满足规定中的相关情形，原则上需要被认定为上市公司的“控股股东”或“实际控制人”。

《公司法(2023 修正)》	控股股东,是指其出资额占有限责任公司资本总额百分之五十以上或者其持有的股份占股份有限公司股本总额百分之五十以上的股东;出资额或者持有股份的比例虽然不足百分之五十,但依其出资额或者持有的股份所享有的表决权已足以对股东大会的决议产生重大影响的股东。 实际控制人,是指虽不是公司的股东,但通过投资关系、协议或者其他安排,能够实际支配公司行为的人。
《上市公司收购管理办法(2020 修正)》	有下列情形之一的,为拥有上市公司控制权: (1) 投资者为上市公司持股 50%以上的控股股东; (2) 投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过 30%; (3) 投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任; (4) 投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响; (5) 中国证监会认定的其他情形。
各板块股票上市规则	控股股东: 指其持有的股份占公司股本总额 50%以上的股东;或者持有股份的比例虽然不足 50%,但依其持有的股份所享有的表决权已足以对股东大会的决议产生重大影响的股东。 实际控制人: 指通过投资关系、协议或者其他安排,能够实际支配公司行为的自然人、法人或者其他组织。 控制 [2]: 指有权决定一个企业的财务和经营政策,并能据以从该企业的经营活动中获取利益。有下列情形之一的,为拥有上市公司控制权: (1) 为上市公司持股 50%以上的控股股东; (2) 可以实际支配上市公司股份表决权超过 30%; (3) 通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任; (4) 依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响; (5) 可以实际支配或者决定上市公司的重大经营决策、重要人事任命等事项; (6) 中国证监会或者本所认定的其他情形。 公司应当根据股东持股比例、董事会成员构成及其推荐和提名主体、过往决策实际情况、股东之间的一致行动协议或者约定、表决权安排等情况,客观、审慎、真实地认定公司控制权的归属,无正当、合理理由不得认定为无控股股东、无实际控制人。
《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》	合并财务报表的合并范围应当以控制为基础予以确定。控制,是指投资方拥有对被投资方的权力,通过参与被投资方的相关活动而享有可变回报,并且有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额。

综合上述规定,从法律角度论证某主体是否取得A股上市公司的“控制权”,通常的判断标准是看是否已满足以下情形之一:

- (1) 持有上市公司50%以上股份,或虽持股不足50%但可实际支配上市公司股份表决权超过30%;
- (2) 通过实际支配的表决权能够决定上市公司董事会半数以上成员选任;
- (3) 依其可实际支配的表决权足以对上市公司股东大会的决议产生重大影响。

2. 论证“控制权”

在上市公司收购交易中,关于收购人是否取得“控制权”,最容易判断的指标即为交易完成后收购人的持股比例或可以控制的表决权比例(持股超过50%或可实际支配表决权超过30%)。但基于避免触发要约收购义务的考虑,收购人通常会选择持股/控制表决权比例不超过30%。因此,实践中较常围绕以下两项因素来论证取得上市公司“控制权”:能够决定董事会半数以上成员选任、可支配的上市公司股份表决权足以对上市公司股东大会决议产生重大影响。

2.1 “决定董事会半数以上成员选任”的计算分母是什么?

就“决定董事会半数以上成员选任”,该项判断标准看似比较直接,但存在一个细节问题,即在计算半数时应以董事会全部席位作为计算分母、还是可以仅以非独立董事席位作为计算分母?

我们理解以全部董事会席位(含非独立董事)作为计算分母应该更为合理,主要原因是:(1)现有规则中,对于“决定董事

会半数以上成员选任”并不区分独立董事或非独立董事，这种计算方式更符合规则原文；（2）董事对公司负有忠实勤勉义务，应按照公司利益最大化行事，“决定董事会半数以上成员选任”并不意味着该等董事应听命于提名人，因此，也不需要过多考虑独立董事的特殊性而将独立董事剔除在计算分母之外；“决定董事会半数以上成员选任”作为体现对上市公司控制力的因素之一，背后逻辑理解为股东能够更换其认为不适当的董事、进而对董事会的决策施加影响应更为合理；（3）“决定/提名半数以上非独立董事”相较“决定董事会半数以上成员选任”体现出的对上市公司的控制力更为薄弱。从市场案例来看，采用全部董事会席位论证口径的案例也较为多见。例如，在华盈产业投资收购岭南股份（002717.SZ）的交易中，上市公司董事会由9名董事组成，包括6名非独立董事、3名独立董事，交易后收购人提名3名非独立董事、2名独立董事，决定上市公司董事会半数以上成员的选任，对上市公司有较强控制力；在金睿泓吉收购丹化科技（600844.SH）的交易中，收购完成后，金睿泓吉有权提名4名非独立董事、推荐3名独立董事，上市公司原控股股东丹化集团有权提名2名非独立董事，金睿泓吉依其持有的上市公司表决权能够实际决定上市公司董事会半数以上成员选任。

我们也注意到，部分案例中，收购人仅能决定/提名半数以上非独立董事席位，此时通常也会再结合股权方面的影响力来综合论证取得控制权。例如，（1）在海信视像增持取得乾照光电（300102.SZ）控制权的交易中，上市公司董事会由9名董事组成，包括6名非独立董事、3名独立董事，交易后在乾照光电6名非独立董事中，海信视像提名及/或施加重大影响的董事为4名，超过公司董事会半数以上非独立董事人数，收购人同时论证其所持股份表决权对上市公司股东大会表决结果可以产生决定性影响；（2）在沐朝控股收购汉邦高科（300449.SZ）的交易中，交易前上市公司无控股股东、无实际控制人，交易后沐朝控股以其所持上市公司股份比例有权改组董事会，并能提名及选举半数以上非独立董事，可以对上市公司董事会产生重大影响，收购人同时论证其能对上市公司股东大会决议产生重大影响。

2.2 什么是“足以对公司股东大会的决议产生重大影响”

从实践案例来看，通常有以下两个思路来论证收购人依其可实际支配的表决权足以对上市公司股东大会的决议产生重大影响：

（1）通过分析收购人为持股或拥有表决权最多的股东来论证，并强调其他股东持股或拥有表决权的比例与收购人存在较大差距。例如，在前述华盈产业投资收购岭南股份（002717.SZ）的交易中，交易后收购人拥有表决权比例达到22.32%，系上市公司单一及合并第一大股东，超过第二大股东表决权比例大于20%，依其持有的上市公司股份及通过协议安排所享有的表决权已足以对上市公司股东大会的决议产生重大影响。在联创鼎瑞收购中润资源（000506.SZ）的交易中，交易后收购人持有21.47%表决权，为上市公司持股表决权比例最大的股东，上市公司的其他股东持股比例较低、股权分布较为分散，与收购人存在明显差距。

由此带来一个问题，收购人与第二大股东的股比/控制表决权比例应该相差多少，才能够充分论证“足以对上市公司股东大会的决议产生重大影响”？根据我们的实践经验，通常相差5%以上较为多见，如果差距低于5%，通常会由第二大股东出具不谋取控制权承诺、承诺一定期限内减持或放弃部分表决权以辅助论证收购人取得上市公司“控制权”。部分案例情况如下：

上市公司	第一大股东/第二大股东情况	其他辅助承诺
金徽酒 (603919.SH)	交易完成后, 收购人合计持有上市公司 26.57%的股份及对应表决权; 第二大股东合计持有上市公司 25.00%的股份, 与第一大股东相差 1.57%	第二大股东承诺在 6 个月内减持 5%以上股份
孚能科技 (688567.SH)	交易完成后, 收购人合计持有上市公司 18.6410%的股份及对应表决权; 第二大股东合计持有上市公司 16.5331%的股份, 与第一大股东相差 2.11%	第二大股东承诺 (1) 不谋求控制权, 并 (2) 自完成过户登记后 60 个月内或控股股东持股比例超过第二大股东 5%前放弃不低于上市公司 5%股份对应的表决权
丹化科技 (600844.SH)	交易完成后, 收购人合计持有上市公司 15.0021%的股份及对应表决权; 第二大股东合计持有上市公司 8.7193%的股份, 与第一大股东相差超过 5%	第二大股东承诺不谋求上市公司控制权

(2) 鉴于上市公司的股东大会决议经出席股东大会的股东（而非全体股东）所持表决权的二分之一或三分之二（少量增加或减少注册资本、合并、分立、修改章程、购买或出售重大资产、股权激励计划等重大事项）以上方可通过，结合收购人持股或拥有表决权比例以及上市公司历史股东大会出席率进行辅助论证。例如，在前述海信视像增持取得乾照光电（300102.SZ）控制权的交易中，自2020年1月1日至今，上市公司股东大会的平均有表决权股东的出席率为24.1765%，海信视像截至2023年1月30日持有的上市公司股份22.88%，与上市公司其余前十大股东持股差距较大（第二大股东及其他股东持股均为10%以下），海信视像的现有持股数量对应表决权足以对公司股东大会普通决议事项审议通过具有决定性影响。在金锋收购恺英网络（002517.SZ）控制权的交易中，交易后金锋实际控制恺英网络股份总数比例为19.01%，超过2021年5月至2023年9月股东大会股东出席率平均数的二分之一，足以对股东大会的决议产生重大影响。

3. 上市公司“控股股东”和“实际控制人”的责任和义务

A股上市公司“控股股东”和“实际控制人”的责任和义务散见于《证券法》《上市公司收购管理办法》、沪深交易所股票上市规则及自律监管指引等规则中，我们对其中主要的责任和义务梳理如下。

3.1 锁定期

根据《上市公司收购管理办法》第74条，在A股上市公司收购中，收购人持有的被收购上市公司的股份，在收购完成后的18个月内不得转让。就此，需要明确几个技术细节：

- 根据《监管规则适用指引——上市类第1号》，投资者收购上市公司股份成为第一大股东但持股比例低于30%的，也应当遵守该锁定期规定。
- “收购人持有的股份”包括收购过程中增加的股份及收购前已经持有股份，即收购完成后18个月内收购人不得实施股份转让行为。
- 根据《证券期货法律适用意见第9号（2021修订）》，“收购人通过集中竞价交易方式增持上市公司股份的，当收购人最后一笔增持股份登记过户后，视为其收购行为完成。自此，收购人持有的被收购公司的股份，在18个月内不得转让。”我们理解，对于其他交易方式，也应自股份登记过户之日起计算18个月的锁定期。

3.2 信息披露

收购人持有上市公司股份达到一定比例，将触发在中国证券市场的信息披露义务，通常触发信息披露义务的最低比例为5%，

在此之后的交易应特别关注信息披露和暂停交易的规则要求。下表简要列示了在不同持股比例的情形下，所需披露的主要公告文件。鉴于规则的复杂性和技术性，我们建议在涉及具体交易时进行更为细致的分析和论证，我们也会在后续系列文章中就信息披露中的常见问题进行专项总结。

持股比例	适用情形	信息披露文件	其他一般披露原则
5%≤n% < 20%	投资者并非上市公司第一大股东或实际控制人	简式权益变动报告书	• 达到 5%之日起 3 日内编制权益变动报告书，通知该上市公司，并予公告；在上述期限内，不得再行买卖该上市公司的股票；
	投资者成为上市公司第一大股东或实际控制人	详式权益变动报告书	
20%≤n%≤30%	投资者并非上市公司第一大股东或实际控制人	详式权益变动报告书	• 达到 5%之后，持股比例每增加或减少 5%，应自事实发生之日起 3 日内（指交易日，不含公告日当天）编制权益变动报告书，通知该上市公司，并予公告；在报告期限内和公告后 3 日内（指交易日，不含公告日当天），不得再行买卖该上市公司的股票；
	投资者成为上市公司第一大股东或实际控制人	• 详式权益变动报告书； • 财务顾问核查意见	
30% < n%	要约收购：股东持有上市公司股份达 30%时，若继续增持股票则应以要约收购的方式，除非存在适用要约豁免的情形。	• 要约收购报告书摘要； • 要约收购报告书； • 财务顾问核查意见； • 法律意见书	• 达到 5%之后，持股比例每增加或减少 1%*，应当在该事实发生的次日通知该上市公司，并予公告
	要约豁免	• 收购报告书摘要； • 收购报告书； • 财务顾问核查意见； • 法律意见书	

*注：目前实践中对于“每增加或者减少5%”“每增加或者减少1%”按照“幅度”理解，即持股比例增减量达到5%时（如6%增至11%、12%减至7%），暂停交易并披露。证监会于2024年1月5日发布《证券期货法律适用意见——<上市公司收购管理办法>第十三条、第十四条的适用意见（征求意见稿）》，拟调整为刻度标准，即对于“每增加或者减少5%”、“每增加或者减少1%”，统一明确为触及5%或1%的整数倍。目前该征求意见稿尚未生效。

3.3 避免同业竞争

根据沪深交易所的自律监管指引，控股股东、实际控制人不得与上市公司在业务范围、业务性质、客户对象、产品可替代性等方面存在可能损害公司利益的竞争，不得利用其对公司的控制地位，牟取属于公司的商业机会。控股股东、实际控制人应当采取措施，避免或者消除与公司的同业竞争。

根据详式权益变动报告书的格式指引，收购人也需要在其披露的详式权益变动报告书中披露，是否与上市公司存在同业竞争或潜在的同业竞争以及避免同业竞争的安排，通常需做出避免同业竞争的承诺。

3.4 遵守减持限制

锁定期过后，上市公司控股股东减持其持有的上市公司股份应遵守中国证监会《上市公司股东、董监高减持股份的若干规

定》及沪深交易所《上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》《关于进一步规范股份减持行为有关事项的通知》及相关配套减持规则，其中最为核心的减持限制如下表所示。此外，中国证监会于4月12日发布了“国九条”相关配套规则，其中也包括《上市公司股东减持股份管理办法》和《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》征求意见稿（合称“减持征求意见稿”），对A股减持规则进行调整。

禁止减持情形	- 上市公司存在破发、破净情形*，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润 30%的**，控股股东、实际控制人不得通过二级市场（指集中竞价或大宗交易）减持股份。 - 涉及违规违法的禁止减持情形： ✓ 上市公司或者大股东因涉嫌证券期货违法犯罪，在被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查期间，以及在行政处罚决定、刑事判决作出之后未满 6 个月的； ✓ 大股东因违反交易所业务规则，被交易所公开谴责未满 3 个月的。 - 上市公司存在下列情形之一，触及退市风险警示标准的，自相关决定作出之日起至公司股票终止上市或者恢复上市前，其控股股东、实际控制人、董监高及其一致行动人不得减持所持有的公司股份： ✓ 上市公司因欺诈发行或者因重大信息披露违法受到中国证监会行政处罚； ✓ 上市公司因涉嫌欺诈发行罪或者因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪被依法移送公安机关； ✓ 其他重大违法退市情形。
减持比例限制	- 采取集中竞价交易方式减持，在任意连续 90 个自然日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1%。 - 采取大宗交易方式减持，在任意连续 90 个自然日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 2%。
减持披露要求	- 控股股东、实际控制人通过集中竞价和大宗交易方式减持，在首次减持 15 个交易日前，披露减持计划，后续需披露减持进展公告、减持结果公告等。 - 控股股东、实际控制人预先披露的减持计划中，减持时间区间不得超过 3 个月。 - 未预先披露减持计划的，控股股东、实际控制人不得通过集中竞价交易、大宗交易减持股份。

*注1：破发是指，减持计划公告前20个交易日中的任一日股票收盘价低于IPO时的股票发行价格。股票收盘价以首次公开发行日为基准向后复权计算。破净是指，减持计划公告前20个交易日中的任一日股票收盘价低于最近一个会计年度或者最近一期财务会计报告期末每股净资产。股票收盘价以最近一个会计年度或者最近一期财务会计报告资产负债表日为基准分别向后复权计算。

破净是指，减持计划公告前20个交易日中的任一日股票收盘价低于最近一个会计年度或者最近一期财务会计报告期末每股净资产。股票收盘价以最近一个会计年度或者最近一期财务会计报告资产负债表日为基准分别向后复权计算。

*注2：最近三年未进行现金分红或者累计现金分红金额低于最近三年年均净利润的30%，以最近三个已披露经审计的年度报告的会计年度为基准，但净利润为负的会计年度不计算在内。

如果收购人同时担任上市公司董事、监事或者高管的，还需受限于下述减持限制：

- **任职期限内**（若在原定任期届满前离职，则该期限延长至原定任期届满后6个月内）：每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的25%；
- **离职后半年内**：不得转让；

- **敏感时点：**不得转让，包括（1）上市公司定期报告公告前30日内（最新减持征求意见稿拟修改为15日）；（2）上市公司业绩预告、业绩快报公告前10日内（最新减持征求意见稿拟修改为5日）；及（3）自可能对上市公司股价有重大影响的事件发生之日或决策程序开始之日起至依法披露相关事项后2个交易日内不得转让。
- **董监高或上市公司重大违法行为后的一定期限内：**不得转让，包括（1）上市公司因涉嫌证券期货违法犯罪，在被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查期间，以及在行政处罚决定、刑事判决作出之后未满6个月的；（2）董事、监事和高级管理人员因涉嫌与本上市公司有关的证券期货违法犯罪，在被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查期间，以及在行政处罚决定、刑事判决作出之后未满6个月的；（3）董事、监事和高级管理人员因涉及与本上市公司有关的违法违规，被证券交易所公开谴责之后未满3个月的；（4）上市公司可能触及重大违法强制退市情形，在证券交易所规定的限制转让期限内的。

3.5 其他一般性合规义务

根据沪深交易所的自律监管指引，该等一般性合规义务主要包括，不得利用上市公司未披露的重大信息牟取利益，不得进行内幕交易、操纵市场或者其他欺诈活动，维护上市公司独立性，规范关联交易，不得侵占上市公司资金，保持控制权稳定，配合上市公司逐级披露上市公司与实际控制人之间的股权和控制关系等。

3.6 无“控股股东”和“实际控制人”

如交易后上市公司变为无控股股东、无实际控制人，根据沪深交易所的相关规定，**第一大股东及其实际控制人**仍应参照适用沪深交易所股票上市规则及自律监管指引中关于控股股东和实际控制人的规定，在上述锁定期、信息披露、避免同业竞争、遵守减持限制、一般性合规义务方面，与控股股东或实际控制人应承担的责任和义务没有实质差异。

[1] 并购西东，《2023年并购年报系列（二）：上市公司控制权转让》，https://mp.weixin.qq.com/s/B-ogukmqp-H-r_-abn8-Q；文艺馥欣，《2023年度A股上市公司控制权变动市场回顾》，https://mp.weixin.qq.com/s/U8gWxi3_2W0aFlOn_nI3JQ；文艺馥欣，《那些年，国资收购的上市公司》，<https://mp.weixin.qq.com/s/3jZT-NSii6kP580cT2G2XQ>，最后访问于2024年4月9日。

[2] 《深圳证券交易所创业板股票上市规则（2024年修订）》《上海证券交易所科创板股票上市规则（2024年4月修订）》对“控制”进行了定义，其中，创业板定义与《上市公司收购管理办法（2020修正）》第84条“控制权”界定实质相同，科创板定义将“可以实际支配或者决定上市公司的重大经营决策、重要人事任命等事项”也视为构成控制的情形。沪深交易所主板上市规则未包含“控制”定义。

2024-05-13