

上市公司收购之三：取得上市公司控制权的其他方法

作者：徐启飞 迟卫丽 张玉立

Haiwen & Partners

序言

如我们在[上市公司收购之二：取得上市公司控制权的方法——要约收购](#)中所述，投资者可以采取要约收购、协议收购及其他合法方式收购上市公司。实务中，投资或收购A股上市公司可选取多种不同的方式，包括二级市场交易（含集中竞价以及大宗交易）、协议受让、间接收购、要约收购、认购上市公司非公开发行的股票等，亦可对前述方法进行多元化组合。其中，二级市场交易具有流通性强、交易成本低、效率高等特点。不过，二级市场交易在股份数量、价格、权益变动程序等方面存在诸多限制，因此一般不作为收购上市公司控制权的主要手段。本文将就余下几种常见的收购方法进行介绍。

一、协议收购

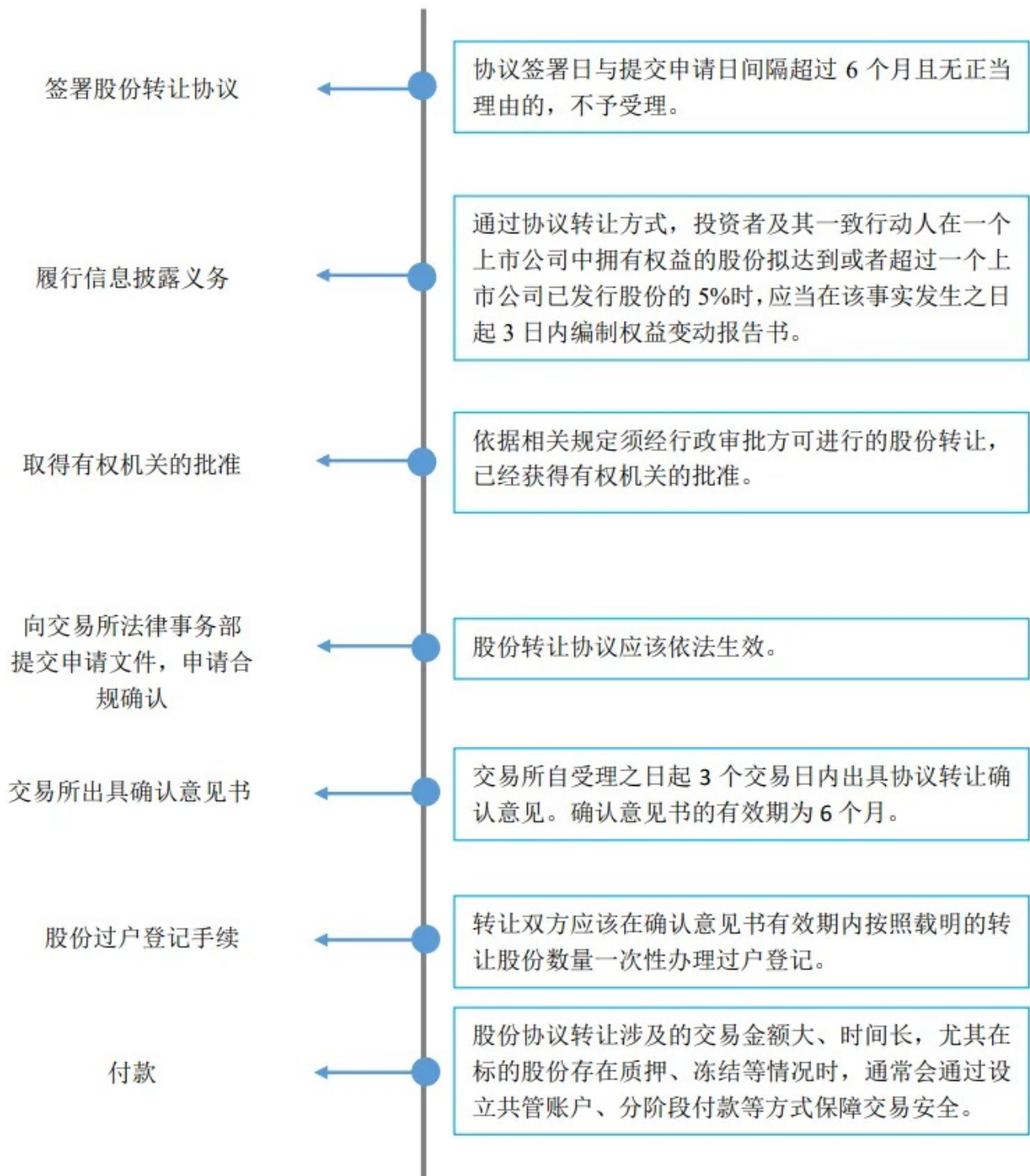
协议收购是指收购人与上市公司个别股东达成协议，以场外交易形式收购其所持有的上市公司股份并进而实现控制上市公司的收购方式。

1. 协议收购适用的情形

根据《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引（2021年修订）》以及《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引（2021年修订）》的规定，符合下述情形的，可以向交易所申请协议转让：

交易所	具体情形
上交所	● 转让股份数量不低于上市公司总股本 5%的协议转让 ● 转让双方存在实际控制关系，或均受同一控制人所控制的协议转让，转让股份数量不受前项不低于 5%的限制 ● 外国投资者战略投资上市公司涉及的协议转让 ● 法律法规、中国证监会及本所业务规则认定的其他情形
深交所	● 转让股份数量不低于上市公司境内外发行股份总数 5%的协议转让 ● 因自然人、法人或者其他主体对公司持股超过 50%，或者根据中国证监会有关规定构成实际控制关系或者均受同一控制人所控制的协议转让，转让股份数量不受前项不低于 5%的限制 ● 外国投资者战略投资上市公司所涉及的协议转让 ● 法律法规、中国证监会及本所业务规则认定的其他情形

2. 协议收购的流程



3. 协议收购的关键法律问题

■ 转让数量

《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引（2021年修订）》以及《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引（2021年修订）》都对协议转让数量的下限作出了规定。概括而言，在协议转让的交易中，单个受让方受让取得的上市公司股份应该不低于上市公司总股本的5%，但转让双方存在实际控制关系，或均受同一控制人所控制的协议转让，转让股份数量不受前述不低于5%的限制。

需要说明的是，协议转让中最低5%的比例限制，只限制单一受让方，并不限制转让方，也就是说如果是多个转让方分别转让低于5%的比例，单一受让方受让的股份合计超过5%，这种情形是符合“单个受让方的受让比例不得低于公司股份总数的5%”规定的。

■ 协议收购的定价

《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引（2021年修订）》以及《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引（2021年修订）》都对协议转让价格的下限作出了规定：

交易所	价格下限规定	大宗交易价格范围规定
上交所	股份转让价格不低于转让协议签署日（当日为非交易日的顺延至次一交易日）公司股份大宗交易价格范围的下限，法律法规、本所业务规则另有规定的除外。	● 有价格涨跌幅限制证券的成交申报价格，由买方和卖方在当日价格涨跌幅限制范围内确定。 ● 无价格涨跌幅限制证券的成交申报价格，不得高于该证券当日竞价交易实时成交均价的 120% 和已成交最高价的孰低值，且不得低于该证券当日竞价交易实时成交均价的 80% 和已成交最低价的孰高值。
深交所	股份协议转让应当以协议签署日的前一交易日转让股份二级市场收盘价为定价基准，转让价格范围下限比照大宗交易的规定执行，法律、行政法规、部门规章、规范性文件及本所业务规则等另有规定的除外。	● 有价格涨跌幅限制证券的协议大宗交易的申报价格在该证券当日涨跌幅限制价格范围内确定。 ● 无价格涨跌幅限制证券协议大宗交易的申报价格，不得高于该证券当日竞价交易实时成交均价的 120% 和已成交最高价的孰低值，且不得低于该证券当日竞价交易实时成交均价的 80% 和已成交最低价的孰高值。

目前，除特殊情形不实行价格涨跌幅限制外（IPO后的前5个交易日、进入退市整理期的首个交易日、退市后重新上市首个交易日），沪深交易所的上市公司股票交易均存在价格涨跌幅限制。其中，主板股票的价格涨跌幅限制为10%，科创板及创业板股票的价格涨跌幅限制为20%；主板风险警示股票的价格涨跌幅限制为5%，退市整理股票的价格涨跌幅限制为10%；科创板、创业板风险警示股票、退市整理股票的价格涨跌幅限制为20%。

因此，结合上述大宗交易价格下限的规定，一般情况下，上市公司股份协议转让价格的下限为基准日收盘价的80%（科创板、创业板）、90%（主板）或95%（主板风险警示股票）。

■ 股份性质

《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引（2021年修订）》以及《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引（2021年修订）》都要求除特定情况外，拟通过协议转让的股份性质为无限售条件流通股，且需要保证不存在可能导致规避股份限售相关规定的情形。

目前，除极个别未完成股权分置改革的A股上市公司仍存在“非流通股”外，A股上市公司的股份类型均为流通股，并区分为“无限售条件流通股”和“有限售条件流通股”（以下简称“限售股”）。所谓限售股，其性质上属于流通股，只是其转让依据法律、行政法规、规章、自律规则、自愿承诺等在一定期限内受到不得转让的限制。

对于限售股，只有当符合如下条件时方可进行协议转让：

（1）根据《上市公司收购管理办法》第七十四条规定，在上市公司收购中，收购人持有的被收购公司的股份，在收购完成后18个月内不得转让，但收购人在被收购公司中拥有权益的股份在同一实际控制人控制的不同主体之间进行转让不受前述18个月的限制；

（2）根据《<上市公司收购管理办法>第六十二条、第六十三条及<上市公司重大资产重组管理办法>第四十六条有关限制股份转让的适用意见--证券期货法律适用意见第4号》，可在同一实际控制人之下不同主体之间转让的限售股份；

（3）根据沪深交易所股票上市规则的有关规定，可在转让双方存在实际控制关系或者均受同一控制人所控制的主体之间转让的限售股份。

根据我们的经验，沪深交易所在现行实操中均不支持先签署附生效条件的股份转让协议，待日后满足股票解除限售条件时再办理股份转让的远期转让模式，通常在股票解除限售条件后进行实际转让时，需要双方再行签署转让协议，并根据届时的市场情况、按照前述定价限制，相应约定价格。

■ 质押股份及司法冻结股份

在办理股份协议转让时涉及的标的股份存在质押的，可以采用两种方式：一种是先行解除股份质押后，向交易所提交合规性确认申请然后再办理过户，一种是在取得质权人同意但并不实际解除质押就向交易所提交合规性确认（需向证券交易所提供质权人出具的书面同意转让文件），但在实际过户前，仍需要先行解除质押登记。

在办理股份协议转让时涉及的标的股份存在司法冻结的，对于上交所和深交所上市公司，可以采用两种方式，一种是先行申请解除股份冻结后再办理过户，一种是在取得有关人民法院同意后直接办理司法冻结股份过户（需向上交所和深交所提供有关人民法院出具的准许冻结股份过户的文件）。

■ 收购后的转让限制

收购人通过协议转让取得上市公司的股份后，同一受让方3个月内不得就其所受让的股份再次申请协议转让。此外，转让双方在本次协议转让后减持公司股份的，还应当严格遵守减持相关规定：

（1）转让方减持后不再具有大股东身份的，转让双方承诺在6个月内共同遵守任意连续90日集中竞价交易减持股份数量合计不得超过公司股份总数1%的规定，即全部转让方和受让方共享该1%的减持额度，并分别履行相应信息披露义务。

（2）转让方通过协议转让方式减持特定股份的，转让双方承诺在6个月内共同遵守任意连续90日集中竞价交易减持股份数量合计不超过公司股份总数1%的规定，即全部转让方和受让方共享该1%的减持额度。

二、间接收购

间接收购上市公司，是指投资人未直接持有上市公司股份，但通过收购上市公司股东间接取得该股东所持的上市公司股份。

与协议收购相比，间接收购上市公司无明确的价格、股份数量限制，不需经证券交易所出具确认意见书，交易程序相对简单，但间接持股在行使股东权益的便利性、税负成本等方面存在一定局限。通常在拟收购上市公司的控股股东为空壳公司的情形下方采用间接收购方式，否则还有可能面临比较复杂的非上市资产剥离工作。

在实务中，收购人通常是通过收购上市公司控股股东的控股权，或者向控股股东增资取得其控制权，从而间接取得对上市公司的控制权。根据《上市公司收购管理办法》，在信息披露义务、触发要约收购的情形方面，间接收购与直接收购的要求基本一致。

实务中经常引起困惑的是如何计算间接投资所获上市公司权益比例。通常认为：如通过交易取得上市公司原股东之控制权的，通常以该股东所持上市公司全部股份数作为投资人间接投资所获得的权益；若通过交易仅取得上市公司股东少数股权、无法控制其持有的上市公司股份表决权的，通常不认为该等投资人取得了上市公司的股份权益，主要原因是《上市公司收购管理办法》规定，投资者在一个上市公司中拥有的权益以其包括登记在其名下的股份和虽未登记在其名下但该投资者可以实际支配表决权的股份，而在这种情况下，该投资者并未能够对任何上市公司股份产生实际支配表决权的效果。但我们也注意到在实践中存在一些特殊情况，即通过交易，原股东本身由存在单一控股股东变更为无任何控股股东、实际控制人，这时，监管机构倾向于由上市公司的原股东自身履行要约收购义务。

上市公司	权益变动情况	收购人及收购目的	要约收购结果
	云南白药的控股股东云南白药控股有限公司（以下简称“白药控股”）拟通过增资方式引入新华都实业集团股份有限公司（以下简称“新华都”）。本次交易完成后，白药控股的	白药控股，本次要约收购的主要目的系为赋予投资者充分选择权，不以终	在要约收购期限内，预受要约股份共计零股，无股份接受收购人发出的收购要约，

云南白药	股权结构将由云南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）持有100%股权变更为云南省国资委和新华都各持有其50%股权。 本次全面要约收购系因白药控股进行混合所有制改革，履行因新华都根据《股权合作协议》通过增资方式取得白药控股50%的股权，导致白药控股层面股东结构发生重大变化而触发。	止上市地位为目的。	因而不涉及股份过户事宜。本次要约收购后，收购人持有云南白药股份数量432,426,597股，占总股本比例41.52%，未发生变化。
重庆百货	重庆百货的控股股东重庆商社（集团）有限公司（以下简称“商社集团”）增资项目在重庆联合产权交易所股份以增资方式引入的45%股权投资方为物美科技集团有限公司（以下简称“物美集团”）、10%股权投资方为步步高投资集团股份有限公司（以下简称“步步高集团”）。本次混改完成后，商社集团将由重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）持股100%变更为重庆市国资委持股45%、物美集团持股45%、步步高集团持股10%，商社集团及公司控制权将发生重大变化，无任何股东能够单独实现对商社集团和重庆百货的实际控制。 本次全面要约收购系因商社集团进行混合所有制改革，履行因天津物美和步步高零售通过增资方式分别取得商社集团45%和10%的股权导致商社集团层面股东结构发生重大变化而触发。	商社集团，本次要约收购的主要目的系为赋予投资者充分选择权，不以终止上市地位为目的。	在要约收购期限内，预受要约户数3,784个，共计38,058,383股股份接受商社集团发出的要约。本次要约收购清算过户手续办理完毕后，商社集团持有上市公司股份221,191,507股，占总股本的54.41%（本次权益变动前，商社集团持有重庆百货45.05%的股份）。

三、锁价定增取得控制权

除了对上市公司的存量股份进行收购外，投资者还可通过认购上市公司新发行的证券来实现控制上市公司，常见的证券工具主要包括：上市公司定向发行的新股、上市公司定向发行的可转换公司债券（CB）。此外，也可以通过购买上市公司股东非公开发行的可交换公司债券（EB）来实现（如郑州航空港兴港投资集团收购大富科技）。本文将重点讨论通过认购上市公司定向发行的新股来取得上市公司控制权（“锁价定增”）。

一般来说，锁价定增价格较收购老股更低，可以摊薄综合收购溢价率，且定增进入上市公司的资金可供未来使用，因此锁价定增的方法在收购上市公司控制权的交易中经常用到。不过，由于定增的资金只进入上市公司，上市公司的原有股东并不能直接从该等交易中获利，单纯通过定增取得上市公司控制权的案例相对较少。通常是收购人先行通过协议转让、表决权委托等方式取得控制权，然后再由收购人通过定增巩固对上市公司的控制权。

通过锁价定增取得上市公司的控制权，既有一般定增项目的共同点，也有其特殊性：

■ 定增对象

根据《上市公司证券发行注册管理办法》第57条的规定，上市公司董事会决议提前确定全部发行对象，且发行对象属于下列情形之一的，定价基准日可以为关于本次发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日：（一）上市公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；（二）通过认购本次发行的股票取得上市公司实际控制权的投资者；（三）董事会拟引入的境内外战略投资者。

原《发行监管问答——关于上市公司非公开发行股票引入战略投资者有关事项的监管要求》以及《证券期货法律适用意见第18号》对“战略投资者”的认定和审核程序提出了非常严格的要求，实践中，通过“战略投资者”身份定增取得上市公司控制权的案例非常少见，较为有代表性的项目如中国节能通过定增取得节能铁汉（300197.SZ）的控制权项目。

除了战略投资者外，锁价定增仅可面向如下两类主体：（1）上市公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；（2）通过认购本次发行的股票取得上市公司实际控制权的投资者。因此，在上市公司召开董事会审议定增事项时，投资者要么通过相关交易安排已经实际取得了上市公司的控制权，要么仅通过认购本次发行的股票就能够取得上市公司的控制权。

协议转让或表决权委托/放弃的交易安排与定增发行股份的进程能否互相挂钩对判断上市公司控制权的时点至关重要，需要结合上市公司的股份分布情况、股份受限情况等综合因素制定交易方案。按照目前的审核实践，如果仅通过认购本次发行的股票无法取得上市公司的控制权，则需要投资者在上市公司召开董事会审议定增事项时就取得上市公司的控制权，以满足锁价定增的条件。换言之，对于通过协议转让的股份需要先完成过户，表决权委托或放弃的安排也应该已经生效，由于定增能否顺利实施本身存在一定不确定性，这对原有股份的持有方来说也是一个不小的挑战。

■ 定增价格

如本文第一部分所述，协议收购的定价有着严格的下限限制。但因控制权本身的固有溢价，协议收购的价格通常会高于该等下限。但根据《上市公司证券发行注册管理办法》第56条规定，上市公司向特定对象发行股票，发行价格应当不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之八十。

根据我们的观察，收购人先行通过协议转让取得上市公司部分股份，然后再通过定增进一步取得上市公司控制权的交易中，交易老股的价格通常会高于认购新股的价格。对此，监管机构通常会问询“发行股份价格与股份转让价格的确定依据，发行股份价格远低于股份转让价格的原因及合理性，是否有利于维护上市公司及中小投资者利益”。对此，一般的回复逻辑主要包括：1）涉及上市公司控制权变更，股份转让价格存在溢价符合市场惯例；2）通过向控股股东发行股票募集资金有利于推动公司业务的发展，维护中小投资者的利益。

■ 定增股份数

《证券期货法律适用意见第18号》规定，上市公司申请向特定对象发行股票的，拟发行的股份数量原则上不得超过本次发行前总股本的百分之三十。

但诚如前文所述，从收购成本的角度，如果定增的同时以老股转让或其他交易方式增持股份，增大定增规模固然可以更好地平衡交易溢价率和控制交易成本，但增发新股必然带来对中小股东的摊薄，而监管机构审核定增交易会充分考虑是否有利于中小股东利益。因此，在控制权交易方案设计的过程中，还需要充分考虑发行的必要性以及对于中小股东的保护措施。

根据我们的观察，在很多“老股转让+定增”的案例中，通过定增发行的新股并没有达到前述30%的上限，这其中需充分考虑交易各方的商业诉求以及上述监管要求，也需要关注上市公司是否确实需要募集相应体量的资金。

■ 募集资金

根据《上市公司证券发行注册管理办法》第40条的规定，上市公司应当理性融资，合理确定融资规模，本次募集资金主要投向主业。除此之外，上市公司定增的募集资金量还受到诸多限制，具体来说：

（1）根据《证券期货法律适用意见第18号》规定，通过配股、发行优先股或者董事会确定发行对象的向特定对象发行股票方式募集资金的，可以将募集资金全部用于补充流动资金和偿还债务。通过其他方式募集资金的，用于补充流动资金和偿还债务的比例不得超过募集资金总额的百分之三十。

（2）根据《证券期货法律适用意见第18号》规定，本次发行董事会决议日前六个月至本次发行前新投入和拟投入的财务性投资金额应当从本次募集资金总额中扣除。投入是指支付投资资金、披露投资意向或者签订投资协议等。

（3）为响应《证监会统筹一二级市场平衡 优化IPO、再融资监管安排》，沪深交易所均明确要求从严把关前次募资金使用，上市公司再融资预案董事会召开时，前次募集资金应当基本使用完毕。在实践中，如果存在前次募集资金补充流动资金金额超出前次募集资金总额的30%的情形，则可能需按超出部分相应调减本次募集资金总额。

■ 定增锁定期

根据《上市公司证券发行注册管理办法》第59条的规定，发行对象属于本办法第57条第二款规定情形的，其认购的股票自发行结束之日起十八个月内不得转让。同时，《上市公司收购管理办法》第74条也规定，在上市公司收购中，收购人持有的被收购公司的股份，在收购完成后18个月内不得转让。

但是，根据《上市公司收购管理办法》第63条第（三）项规定，经上市公司股东大会非关联股东批准，投资者取得上市公司向其发行的新股，导致其在该公司拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%，投资者承诺3年内不转让本次向其发行的新股，且公司股东大会同意投资者免于发出要约的，投资者可以免于发出要约。

因此，如果投资者在定增后在上市公司拥有表决权的股份超过上市公司已发行股票的30%，且也根据股东大会豁免了要约收购的要求，投资者通过定增认购的股份则需要锁定36个月，而非18个月。

2024-05-27