

君合专题研究报告

2022年10月18日

“收购上市公司”专题系列之三：上市公司收购中的控制权保障措施

在上市公司控制权收购项目中，尤其是在为避免触及要约收购义务收购人获得上市公司股份比例不足30%，且持股比例接近甚至低于其他股东的交易中，如何设计交易方案才能保障收购人取得及维持上市公司控制权，是收购上市公司交易的核心关注点。

怎么理解上市公司的控制权？怎样才算拥有上市公司的控制权？公司法、会计准则、上市规则等均对“控股股东”或者“控制”进行了定义，但收购上市公司控制权的交易中，收购人取得的股份比例或持有表决权的比例往往达不到30%，所以上市公司控制权的认定有其特殊性。

一、如何认定上市公司控制权

（一）公司法、会计准则、上市规则的规定

<p>《中华人民共和国公司法》</p>	<p>第二百一十六条规定：“本法下列用语的含义：……（二）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会、股东大会的决议产生重大影响的股东。”</p>
<p>《企业会计准则第33号——合并财务报表》</p>	<p>第七条规定：“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。本准则所称相关活动，是指对被投资方的回报产生重大影响的活动。被投资方的相关活动应当根据具体情况进行判断，通常包括商品或劳务的销售和购买、金融资产的管理、资产的购买和处置、研究与开发活动以及融资活动等。”</p> <p>第十三条规定：“除非有确凿证据表明其不能主导被投资方相关活动，下列情况，表明投资方对被投资方拥有权力：（一）投资方持有被投资方半数以上的表决权的。（二）投资方持有被投资方半数或以下的表决权，但通过与其他表决权持有人之间的协议能够控制半数以上表</p>

	<p>决权的。”</p> <p>第十四条规定：“投资方持有被投资方半数或以下的表决权，但综合考虑下列事实和情况后，判断投资方持有的表决权足以使其目前有能力主导被投资方相关活动的，视为投资方对被投资方拥有权力：（一）投资方持有的表决权相对于其他投资方持有的表决权份额的大小，以及其他投资方持有表决权的分散程度。（二）投资方和其他投资方持有的被投资方的潜在表决权，如可转换公司债券、可执行认股权证等。（三）其他合同安排产生的权利。（四）被投资方以往的表决权行使情况等其他相关事实和情况。”</p> <p>第十六条规定：“某些情况下，投资方可能难以判断其享有的权利是否足以使其拥有对被投资方的权力。在这种情况下，投资方应当考虑其具有实际能力以单方面主导被投资方相关活动的证据，从而判断其是否拥有对被投资方的权力。投资方应考虑的因素包括但不限于下列事项：（一）投资方能否任命或批准被投资方的关键管理人员。（二）投资方能否出于其自身利益决定或否决被投资方的重大交易。（三）投资方能否掌控被投资方董事会等类似权力机构成员的任命程序，或者从其他表决权持有人手中获得代理权。（四）投资方与被投资方的关键管理人员或董事会等类似权力机构中的多数成员是否存在关联方关系。”</p>
《上海证券交易所股票上市规则》	第 15.1 条规定：“本规则下列用语具有如下含义：……（五）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。”
《上海证券交易所科创板股票上市规则》	第 15.1 条规定：“本规则下列用语含义如下：……（十一）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。”
《深圳证券交易所股票上市规则》	第 15.1 条规定：“本规则下列用语具有如下含义：……（三）控股股东：指拥有上市公司控制权的股东。”
《深圳证券交易所创业板股票上市规则》	第 13.1 条规定：“本规则下列用语具有以下含义：……（五）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。……（七）控制：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. 中国证监会或者本所认定的其他情形。”
--	---------------------------------------------------------------------

（二）上市公司收购管理办法的规定及实践

《上市公司收购管理办法》第八十四条规定：“有下列情形之一的，为拥有上市公司控制权：（一）投资者为上市公司持股50%以上的控股股东；（二）投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过30%；（三）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；（四）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；（五）中国证监会认定的其他情形。”

实践中，针对交易完成后收购人持股比例不足30%，且持股比例较低或者与其他股东持股比例接近的，收购人在论证其取得上市公司控制权时，主要通过围绕《上市公司收购管理办法》第八十四条第（三）项及第（四）项的规定来论证，即证明其能够决定上市公司董事会半数以上成员选任并足以对上市公司股东大会的决议产生重大影响。

论证能够对上市公司股东大会的决议产生重大影响的思路主要包括：

（1）通过分析该上市公司最近几次股东大会实际出席的有表决权的股东合计持股比例，或者分析收购人为拥有上市公司表决权最多的股东，论证投资者依其在交易完成后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。例如，在浙江易通收购唐德影视（300426）的交易中，协议转让及表决权委托完成后浙江易通持股比例为5%，拥有表决权比例为28.55%，原控股股东持股比例为31.31%，拥有表决权比例为7.76%。上市公司在回复交易所问询时，分析交易完成后收购人成为拥有上市公司表决权最多的股东^[1]。又例如截至本文发稿之日正在进行中的国信华夏收购浙江富润（600070）的交易，如果控制权转让交易最终完成，收购人持股比例为9%，拥有表决权比例为19.4%，原控股股东及其一致行动人持股比例为15.24%，拥有表决权比例为4.84%。上市公司在回复

交易所问询时，通过分析该上市公司最近几次股东大会实际出席的有表决权的股东合计持股比例，基于前述有表决权股东参与上市公司股东大会的表决情况，论证投资者依其在交易完成后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。

（2）通过分析收购人拥有的表决权股份数量与上市公司第二大股东或者其他持股5%以上股东拥有的表决权股份数量之间的差距，论证收购人依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对上市公司股东大会的决议产生重大影响。例如，在翡垚投资收购控田中精机（300461）的交易中，收购交易完成后（不包括后续巩固控制权的股份受让、表决权放弃、定增）收购人持股比例为0，但获得的表决权比例为24.72%（表决权委托于股份转让协议签署时生效），原控股股东持股比例合计为24.72%，表决权比例为0。该交易中，收购人通过股份转让协议签署时生效的表决权委托等配套安排，获得了24.72%表决权，与上市公司其他持股5%以上股东拥有的表决权股份数量的差距均在10%以上，收购人据此论证其足以对上市公司股东大会的决议产生重大影响。

论证能够决定上市公司董事会半数以上成员选任的思路包括：

（1）基于已论证的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，因此能够决定董事会半数以上成员选任。例如上述国信华夏收购浙江富润（600070）的交易，上市公司在回复交易所问询时通过论证收购人可实际支配的上市公司股份表决权将对股东大会决议结果产生重大影响，从而得出收购人能够决定上市公司董事会半数以上成员选任的结论。

（2）分析收购协议关于董事提名的约定。在收购控制权的交易中，交易协议一般会就董事会改组进行约定。可从收购人有权提名半数以上董事、有

能力对高级管理人员的任免施加重要影响等角度进行论证。例如上述翡垚投资收购控田中精机（300461）的交易，上市公司董事会由9名董事组成，其中非独立董事6名、独立董事3名，各方同意收购人提名人选担任3名非独立董事、2名独立董事；收购人认为其有权提名半数以上董事，并推荐多名成员担任上市公司高级管理人员，且收购人的实际控制人担任董事长，能够对上市公司的日常经营决策施加重大影响。又如上述浙江易通收购唐德影视（300426）的交易，上市公司董事会由11名董事组成，其中非独立董事7名、独立董事4名，收购人有权向上市公司提名4名非独立董事、2名独立董事；收购人认为其有权改组上市公司董事会，并提名改组后的董事会多数席位。

二、特定情形下取得上市公司控制权的配套安排

实践中，为避免触及全面要约收购义务，收购人在收购完成后的持股比例或持有表决权股份的比例通常不会超过30%。如果预计交易完成后收购人的持股比例较低，或者原控股股东的持股比例与收购人的持股比例较为接近，甚至低于原控股股东，收购人可结合实际情况，运用多种组合方案以取得上市公司的控制权。这种组合安排通常是在收购人以受让获得一定比例股份的同时，结合上市公司的股权结构特征等因素，配套安排原股东表决权委托、表决权放弃、承诺不谋求上市公司控制权及通过定增增加持股比例以强化控制权等措施。实践中惯常采用的交易方案模式包括：

（一）协议转让+表决权委托

在收购人暂时无法受让取得足以控制上市公司的股份的情况下，可通过表决权委托扩大收购人可支配的表决权比例，以实现对上公司的控制。在新乡产业基金壹号收购中威电子（300270）、洲裕能源收购景峰医药（000908）、浙江易通收购唐德影视（300426）的交易中，收购人在股份协议转让交易完成后的持股比例均低于10%，但均采取了“协议转让+表决权委托”的安排，从而取得了上市公司的控制权。

在新乡产业基金壹号收购中威电子（300270）的交易中，原控股股东石旭刚将其持有的占上市公司股份总数8.00%的股份转让给新乡产业基金壹号，将其持有的占上市公司股份总数14%的股份的表决权委托给新乡产业基金壹号；后续由于上市公司向特定对象发行股票未成功实施，石旭刚向新乡产业基金壹号新增委托不超过石旭刚持有的占上市公司股份总数的7.9%的股份对应的表决权。交易完成后，新乡产业基金壹号持股比例为8%，拥有表决权比例为29.9%，成为上市公司控股股东；原控股股东石旭刚持股比例为34.61%，拥有表决权比例为12.71%。

在洲裕能源收购景峰医药（000908）的交易中，原控股股东叶湘武及其一致行动人持有的合计占上市公司股份总数5%的股份协议转让给洲裕能源，同时叶湘武将其持有的剩余股份（占上市公司股份总数的13.74%）的表决权委托给洲裕能源。交易完成后，洲裕能源持股比例为5%，拥有股份表决权比例为18.74%，成为控股股东；原控股股东叶湘武持股比例为13.74%，拥有股份表决权比例为0。

在浙江易通收购唐德影视（300426）的交易中，原控股股东将其持有的占上市公司股份总数5%的股份转让给浙江易通，同时将其持有的占上市公司股份总数23.55%的股份的表决权委托给浙江易通。协议转让及表决权委托完成后，浙江易通持股比例为5%，拥有股份表决权比例为28.55%，成为控股股东；原控股股东吴宏亮持股比例为31.31%，拥有股份表决权比例为7.76%。

（二）协议转让+表决权放弃

上海证券交易所、深圳证券交易所曾于2018年分别发布了《上海证券交易所上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引（征求意见稿）》及《深圳证券交易所上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引（征求意见稿）》。《上海证券交易所上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引（征求意见稿）》第二十一条第四款规定：“投资者委托表决权的，受托人和委托人视为存在一致行动关系。”《深圳证券交易所上市公司收购及股份权益变

动信息披露业务指引（征求意见稿）》第三十一条第一款规定：“投资者之间通过协议、其他安排以表决权委托等形式让渡上市公司股份表决权的，出让人与受让人为一致行动人。”该等征求意见稿虽然一直未正式施行，但在实践中具有一定的指导和参考意义。为避免表决权委托方被视为受托方的一致行动人，因而导致其剩余未委托表决权的股份也需一并记入受托方拥有的股份数量，从而导致受托方触及全面要约收购义务，在征求意见稿发布后一段时期内A股市场的上市公司控制权交易中，表决权放弃的安排相对较多。例如，在正方集团收购建艺集团（002789）、珠海港收购秀强股份（300160）、广东怡建收购美芝股份（002856）的交易中，收购人在股份协议转让交易完成后的持股比例均在20%至30%之间，如果原控股股东被视为收购人的一致行动人，则收购人取得的有表决权的股份将超过30%，须发出全面要约。此外，前述三项交易完成后收购人的持股比例与原控股股东较为接近或甚至低于原控股股东（及其一致行动人），表决权放弃的安排能达到减弱原控股股东所拥有的表决权的效果。前述三项交易控制权变更完成的时间在2020年12月至2021年12月期间，均采取“协议转让+表决权放弃”的安排。

在正方集团收购建艺集团（002789）的分步交易中，原控股股东刘海云首先通过协议转让的方式将其持有的占上市公司股份总数9.39%的股份转让给正方集团，而后刘海云放弃其直接及间接持有的剩余股份的表决权。交易完成后，正方集团持股比例为22.91%，拥有表决权比例为22.91%，成为控股股东；原控股股东刘海云持股比例为28.17%，拥有表决权比例为0。

在珠海港收购秀强股份（300160）的交易中，原控股股东新星投资将其持有的占上市公司股份总数14.9848%的股份转让给珠海港，香港恒泰（系原实际控制人卢秀强家族控制企业）将其持有的占上市公司股份总数10.0242%的股份转让给珠海港；新星投资、香港恒泰放弃直接持有的上市公司股份的表决权，放弃数量以上市公司股份总数的5%为限。交易完成后，珠海港持股比例为25.01%，拥有表决

权比例为25.01%，成为控股股东；新星投资持股比例为8.37%，拥有表决权比例为8.37%，其一致行动人香港恒泰持股比例为10.5%，拥有表决权比例为5.5%。

在广东怡建收购美芝股份（002856）的交易中，原控股股东李苏华、原股东上海天识将其合计持有的占上市公司股份总数的29.99%的股份协议转让给广东怡建（其中李苏华转让9.33%，上海天识转让20.66%）；李苏华放弃其持有的占上市公司股份总数的20%的股份对应的表决权。交易完成后，广东怡建持股比例为29.99%，拥有表决权比例为29.99%，成为控股股东；李苏华持股比例为36.52%，拥有表决权比例为16.52%。

尽管存在上述案例，实践中亦存在论证表决权委托并不构成一致行动关系的案例，关于表决权委托是否构成一致行动关系的进一步讨论，详见后文第三部分“针对配套安排重点关注的问题”中的阐述。

（三）协议转让+表决权委托+表决权放弃

同时配套表决权委托及表决权放弃的交易并不多，近期值得关注的案例为翡垚投资收购控田中精机（300461）。田中精机原控股股东为竹田享司、竹田周司（两人为一致行动人），竹田享司持股比例为15.21%，竹田周司持股比例为9.51%，竹田享司、竹田周司合计持股比例为24.72%。翡垚投资收购田中精机的主要安排为：（1）竹田享司、竹田周司、藤野康成及钱承林向翡垚投资转让合计占上市公司股份总数7.83%的股份；翡垚投资认购上市公司向特定对象发行的股份；（2）于股份转让协议签署同日，竹田享司、竹田周司与翡垚投资签署表决权委托和放弃协议，自该协议签订之日起，竹田享司、竹田周司将拟转让给翡垚投资的股份以及该二人持有的剩余股份对应的表决权委托给翡垚投资，其中，拟转让的股份的表决权委托期限至办理完毕过户登记之日，剩余股份的表决权委托期限至翡垚投资通过参与上市公司定增获得的股票在证券交易所上市之日；（3）自翡垚投资通过参与上市公司定增获得的股票在证券交易所上市之日，竹田享司、

竹田周司放弃其持有的剩余股份对应的表决权。表决权委托后，翡垚投资表决权比例为24.72%，成为控股股东；原控股股东竹田享司、竹田周司持股比例合计为24.72%，表决权比例为0。协议转让完成后，翡垚投资持股比例为7.83%，表决权比例为28.55%；竹田享司、竹田周司持股比例合计为20.72%，表决权比例为0。向特定对象发行股票及表决权放弃完成后，翡垚投资持股比例为24.93%，表决权比例为24.93%；竹田享司、竹田周司持股比例为16.88%，表决权比例为0。

（四）原控股股东承诺不谋求上市公司控制权

为保障收购人对上市公司的控制权，收购人还可考虑配套要求原控股股东（可结合实际情况考虑囊括持股比例较高的其他股东）承诺不谋求上市公司控制权。承诺的方式可以在交易协议中约定，也可以单独出具承诺函。承诺可以设置期限，也可以不设期限；可以自交易协议签署之日起生效，也可以自控制权转让完成之日起生效。

在前文述及的新乡产业基金壹号收购中威电子（300270）、正方集团收购建艺集团（002789）、珠海港收购秀强股份（300160）、广东怡建收购美芝股份（002856）、翡垚投资收购控田中精机（300461）的交易中，原控股股东均在交易协议中或以出具承诺函的方式承诺不谋求上市公司控制权。其中，新乡产业基金壹号收购中威电子（300270）、翡垚投资收购控田中精机（300461）的交易中，原控股股东承诺自交易协议签署之日起不会谋求上市公司控制地位；珠海港收购秀强股份（300160）、广东怡建收购美芝股份（002856）的交易中，原控股股东承诺自控制权转让完成之日起不会谋求上市公司的控制权；正方集团收购建艺集团（002789）的交易中，原控股股东关于不谋求上市公司控制权的承诺期限为36个月，前述其余案例未设置承诺期限。

（五）通过认购上市公司非公开发行的股票增加持股比例

除了通过“协议转让+表决权委托”“协议转让+表决权放弃”等配套安排取得上市公司控制权外，认购上市公司定向增发的股份亦是收购人增强、巩

固控制权的常用手段。根据《上市公司非公开发行股票实施细则》第七条第二款第（一）项的规定，发行对象属于上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人情形的，定价基准日可以为关于该次非公开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。据此，收购人取得上市公司控制权后认购定增的，具有可于董事会决议公告日锁定价格的优势。此外，根据《上市公司收购管理办法》第六十三条第一款第（三）项的规定，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，投资者可以免于发出要约。据此，收购人取得上市公司控制权后通过认购上市公司定向增发的股份使其拥有权益的股份比例超过30%的，如果承诺3年锁定期，且经上市公司股东大会同意，可免于发出全面要约。

此外，如前所述，在收购人暂时无法受让取得足以控制上市公司的股份的情况下，可通过表决权委托扩大收购人可支配的表决权比例，而表决权委托期限的终止可与收购人后续通过认购上市公司非公开发行的股票增加其持股比例相挂钩。例如，在前述翡垚投资收购控田中精机（300461）的交易中，原控股股东表决权委托的期限于翡垚投资通过参与上市公司定增获得的股票在证券交易所上市之日终止。关于表决权委托或放弃的期限，详见后文第三部分之（五）“表决权委托或放弃可否设置期限”中的阐述。

三、针对配套安排重点关注的问题

针对上述组合方案，我们提示关注如下重点问题。

（一）表决权委托是否构成一致行动关系

《上市公司收购管理办法》第十二条规定：“投资者在一个上市公司中拥有的权益，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。投资者及其一致行动人在一个上市公司中拥有的权益应当合并计算。”第四

十七条规定：“……收购人拥有权益的股份达到该公司已发行股份的30%时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司的股东发出全面要约或者部分要约。……收购人拟通过协议方式收购一个上市公司的股份超过30%的，超过30%的部分，应当改以要约方式进行；……。”

根据上述规定，如果表决权委托构成一致行动关系，作为委托方的原控股股东成为作为受托方的收购人的一致行动人，计算收购人在上市公司中拥有的权益时需要将原控股股东拥有的权益合并计算，则收购人拥有的权益有很大可能会超过30%，从而触及全面要约收购（可免除发出要约的情况除外）。

那么，仅因表决权委托是否必然构成一致行动关系呢？

《上市公司收购管理办法》第八十三条第一款规定：“本办法所称一致行动，是指投资者通过协议、其他安排，与其他投资者共同扩大其所能支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实。”第八十三条第二款规定：“在上市公司的收购及相关股份权益变动活动中有一致行动情形的投资者，互为一致行动人。如无相反证据，投资者有下列情形之一的，为一致行动人：（一）投资者之间有股权控制关系；（二）投资者受同一主体控制；（三）投资者的董事、监事或者高级管理人员中的主要成员，同时在另一个投资者担任董事、监事或者高级管理人员；（四）投资者参股另一投资者，可以对参股公司的重大决策产生重大影响；（五）银行以外的其他法人、其他组织和自然人为投资者取得相关股份提供融资安排；（六）投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系；（七）持有投资者30%以上股份的自然人，与投资者持有同一上市公司股份；（八）在投资者任职的董事、监事及高级管理人员，与投资者持有同一上市公司股份；（九）持有投资者30%以上股份的自然人和在投资者任职的董事、监事及高级管理人员，其父母、配偶、子女及其配偶、配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶、配偶的兄弟姐妹及其配偶等亲属，与投资者持有同一上市公司股份；

（十）在上市公司任职的董事、监事、高级管理人员及其前项所述亲属同时持有本公司股份的，或者与其自己或者其前项所述亲属直接或者间接控制的企业同时持有本公司股份；（十一）上市公司董事、监事、高级管理人员和员工与其所控制或者委托的法人或者其他组织持有本公司股份；（十二）投资者之间具有其他关联关系。”

基于上述规定，实践中认为表决权委托不构成一致行动关系的案例，其主要论证思路为：

第一，收购人与原控股股东不存在通过协议、其他安排共同扩大能够支配的一个上市公司股份表决权数量的情况。以中威电子（300270）为例，收购人认为其有权按照自己的意志，根据法律法规及上市公司章程的规定行使表决权委托股份对应的表决权，原控股股东有权按照自己的意志自由行使除表决权委托股份之外的其他股份的表决权，除上述表决权委托安排之外，收购人与原控股股东不存在能够相互影响各自所能够支配的上市公司表决权数量的安排，收购人有权独立行使表决权，与原控股股东不存在一致行动的意愿或安排；因此，表决权委托协议的签署未使收购人与原控股股东达成一致行动的意愿或安排。类似地，在唐德影视（300426）的案例中，在回复深圳证券交易所关注函时，收购人认为“《表决权委托协议》中未约定双方构成一致行动关系，上述表决权委托不存在《上市公司收购管理办法》第八十三条第一款规定的双方共同扩大所能支配莱美药业股份表决权数量的安排的情形，因此吴宏亮与浙江易通不存在一致行动关系。”

第二，收购人与原控股股东不存在关联关系。在中威电子（300270）的案例中，收购人就其与原控股股东在本次收购中是否需认定为《上市公司收购管理办法》第八十三条第二款规定的一致行动人逐项进行了比对，认为不存在或不适用第八十三条第二款规定的各项情形。特别地，针对第八十三条第二款第（六）项“投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系”的情形，收购人认为原控股股东与收购人之间存在表决权委托行为，但该

等表决权委托行为不属于导致双方构成一致行动关系的经济利益关系或利益安排，原控股股东与收购人不会因此构成一致行动关系，且原控股股东与收购人对外投资的企业不重合，因此原控股股东与收购人之间不存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系。该案例还就原控股股东与收购人是否存在《企业会计准则第36号——关联方披露》第四条规定的关联关系进行了核查并认为不存在关联关系。

需提示注意的是，上市规则就关联股东做了相关规定。《上海证券交易所股票上市规则》第6.3.9条规定：“上市公司股东大会审议关联交易事项时，关联股东应当回避表决，也不得代理其他股东行使表决权。前款所称关联股东包括下列股东或者具有下列情形之一的股东：……（七）因与交易对方或者其关联人存在尚未履行完毕的股权转让协议或者其他协议而使其表决权受到限制和影响的股东；……”《深圳证券交易所股票上市规则》第6.3.9条规定：“上市公司股东大会审议关联交易事项时，关联股东应当回避表决，并且不得代理其他股东行使表决权。前款所称关联股东包括具有下列情形之一的股东：……（七）因与交易对方或者其关联人存在尚未履行完毕的股权转让协议或者其他协议而使其表决权受到限制或者影响；……”根据前述规定，对于存在表决权委托关系的股东，虽然对其不属于一致行动关系的论证可能获得监管部门的认可，但该等股东之间可能仍构成关联股东，在上市公司股东大会审议相关关联交易事项时可能需一并回避表决。

（二）表决权委托或放弃可否设置期限

表决权委托或放弃可否设置期限？该问题的落脚点在于，如果对表决权委托或放弃设置了期限，相关期限届满后如何维持对上市公司的控制权。

结合我们的项目经验和市场案例来看，表决权委托或放弃可以设置期限（例如36个月或24个月），但大部分项目不会简单约定在某个期限届满之日即终止表决权安排，而会综合考虑收购人的持股情况或拥有表决权比例的情况，约定表决权安排于某个期限届满之日或者达到特定条件之日终止。该等

安排主要与收购人巩固或增强控制权的措施相关，相关日期的设置包括收购人认购定增股份完成之日、远期股份转让交割之日、原控股股东减持完成之日等，也可以是收购人通过巩固或增强控制权的措施达到某种效果之日，例如收购人的持股比例达到某个比例（例如29.9%）、收购人的持股比例超出原控股股东的持股比例一定值（例如超出10%或5%）等。

从保障收购人控制权的角度，对于设置了表决权委托或放弃期限的交易，交易协议中应事先约定当表决权安排期限届满，而因保障或增强收购人控制权的配套措施未能完成（例如定增未能如期完成）时的应对措施，例如：自动延长原表决权委托或放弃安排的期限、推动收购人以其他方式获得更多的股份或表决权等，以保障收购人对上市公司控制权的稳定。

例如，在中威电子（300270）的收购交易中，表决权委托期限为自表决权委托协议生效之日起至下列情形孰早发生时：（1）收购人及其一致行动人直接或间接持有的上市公司股份比例达到29.9%及以上之日；（2）收购人及其一致行动人直接或间接持有的上市公司股份比例虽未达到29.9%，但收购人及其一致行动人直接或间接持有的上市公司股份比例超出原控股股东及其一致行动人直接或间接持有的上市公司股份比例10%及以上之日。且交易协议约定，若于表决权期限届满之时，监管部门认为收购人或收购人一致行动人不能认定为上市公司实际控制人，则原控股股东应采取包括但不限于延长委托期限、将其所持上市公司股份表决权全部或部分委托给收购人、放弃其所持上市公司股份全部或部分表决权、双方继续推进新的定增方案等措施，以保障收购人或其一致行动人对上市公司控制权的稳定。在建艺集团（002789）和秀强股份（300160）的收购交易中，尽管就原控股股东表决权放弃分别约定了36个与24个月的期限，但也分别约定了以收购人直接和间接所持上市公司股份份额合计超过原控股股东所持股份份额5%以上和原控股股东已减持其所持上市公司不低于3%的股份为条件。

（三）表决权委托或放弃的股份被转让的风险

原控股股东向收购人委托表决权的股份以及原控股股东放弃表决权的股份仍由原控股股东持有，因此，如果原控股股东将该等股份转让且受让人不受表决权委托或放弃的限制，则收购人对上市公司的控制权可能会受到挑战。

针对该风险，可考虑在协议中约定，在表决权委托或放弃期间，原控股股东不得减持、转让上市公司股份，或者约定原控股股东减持、转让表决权委托或放弃的股份时应确保不会影响到委托或放弃表决权承诺的履行。对表决权委托或放弃的目的仅为了减弱委托方所拥有的表决权的情形，也可以考虑允许其在二级市场以集中竞价交易方式减持。

例如，在收购田中精机（300461）交易中，原控股股东承诺，在表决权委托期间，原控股股东不得减持、转让上市公司股份。在收购苏文科（300284）交易中，交易各方约定原控股股东以二级市场竞价交易减持以外的方式转让被放弃表决权所对应的股份的，应确保不会影响到放弃表决权承诺的履行。在收购秀强股份（300160）交易中，各方约定原控股股东及其一致行动人有意转让上市公司股份的，应提前通知收购人，同等条件下，收购人有优先购买权。

（四）表决权委托或放弃的股份被行使质权的风险

如上所述，原控股股东向收购人委托表决权的股份以及原控股股东放弃表决权的股份仍在原控股股东名下，如果该等股份系被质押的股份，未来被行使质权且相关受让方拒绝委托或放弃表决权时，将可能导致收购人对上市公司的实际控制地位存在一定风险。

在观盛投资收购正虹科技（000702）的交易中，原控股股东屈原农垦持股比例为25.13%，交易方案为屈原农垦向观盛投资的控股子公司观盛农业转让其持有的占上市公司股份总数15.13%的股份，协议转让完成后屈原农垦将其持有的全部剩余股份（占上市公司股份总数的10%）的表决权委托给观

盛投资（表决权委托的26,675,805股股份中，有13,300,000股在表决权委托协议签署时处于质押状态），同时上市公司向观盛投资非公开发行股票。交易如完成，观盛投资将成为上市公司控股股东。上市公司披露的财务顾问报告提示了表决权委托的部分股份处于质押状态的风险：“本次屈原农垦拟将持有的26675805股向观盛投资委托表决权，其中13300000股处于质押状态，占正虹科技总股本的4.99%。如屈原农垦所持正虹科技4.99%的冻结股份被司法强制执行，将导致屈原农垦本次可转让的股份+可表决权委托的股份合计为20.14%，表决权比例偏低，将可能导致观盛公司在定增完成前对上市公司的实际控制地位存在一定风险。因涉及表决权委托的部分股权存在质押情况，可能会对本次交易的事实造成不利影响，提请广大投资者注意相关风险。”

针对该类风险，可视交易情况考虑在协议中约定原控股股东或其关联方届时应向受托方增加相应股份数的表决权委托，以确保收购人拥有的表决权比例不因此而减少。在可行的情况下，也可要求原控股股东确保未来被行使质权时相关受让方继续履行表决权委托或表决权放弃并就此约定违约金。还可以配套约定收购人对因此转让的股份有优先受让权。

（五）“董事会半数以上成员”是否包括独立董事

如前文所述，《上市公司收购管理办法》第八十四条在判断上市公司控制权归属时，其中一项依据为收购人能否“决定公司董事会半数以上成员选任”。这里的“半数以上成员”并未排除独立董事。但因为独立董事须对上市公司及全体股东负有诚信与勤勉义务，维护上市公司整体利益，尤其要关注中小股东的合法权益不受损害。所以，理论上，控股股东提名的独立董事可能未必是控股股东能实施影响的。这就容易引发一个疑问，控股股东提名的董事会过半数的成员是否都只能是非独立董事？

从市场案例来看，在论证收购人是否拥有上市

公司控制权时，“董事会半数以上成员”可以包括独立董事，即，将非独立董事人数与独立董事人数合并计算。在前述翡垚投资收购控田中精机（300461）的交易中，上市公司董事会由9名董事组成，其中非独立董事6名、独立董事3名，收购人提名3名非独立董事、2名独立董事，合计5名董事。前述浙江易通收购唐德影视（300426）的交易，上市公司董事会由11名董事组成，其中非独立董事7名、独立董事4

名，收购人有权提名4名非独立董事、2名独立董事，合计6名董事。

[1] 本文中引用的所有案例信息均来源于上市公司信息披露网站（例如深圳证券交易所法定信息披露平台巨潮资讯网<http://www.cninfo.com.cn/new/index>）披露的上市公司公告。

张 平 合 伙 人 电 话：86 20 2805 9093 邮 箱 地 址：zhangp@junhe.com
姚继伟 合 伙 人 电 话：86 20 2805 9087 邮 箱 地 址：yaojw@junhe.com
郭 曦 合 伙 人 电 话：86 20 2805 9056 邮 箱 地 址：guoxi@junhe.com
罗皓雯 律 师 电 话：86 20 2805 9018 邮 箱 地 址：luohw@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

