

君合专题研究报告

2023年1月9日

收购 A 股上市公司的主要方式

《中华人民共和国证券法》（以下简称“《证券法》”）规定，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。《上市公司收购管理办法》进一步明确：“收购人可以通过取得股份的方式成为一个上市公司的控股股东，可以通过投资关系、协议、其他安排的途径成为一个上市公司的实际控制人，也可以同时采取上述方式和途径取得上市公司的控制权。”

根据《证券法》《上市公司收购管理办法》等规定，实践中较为常见的收购上市公司的方式主要有：举牌收购、协议收购、要约收购、间接收购以及其他方式等（如司法划转、认购上市公司非公开发行的股票、作为投资方参与上市公司破产重整等）。

一、举牌收购

（一）概述

根据《证券法》《上市公司收购管理办法》的规定，通过证券交易所的证券交易，投资者及其一致行动人持有一个上市公司已发行的有表决权的股份数达到 5%时，应当在该事实发生之日起三日内向中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）、交易所报告，通知该上市公司，并予以公告。一般认为，投资者通过二级市场交易取得上市公司股票且所持股份比例达到上述 5%标准的，即为“举牌”。

本文所称“举牌收购”，即根据《证券法》《上

市公司收购管理办法》等规定，通过证券交易所的证券交易，投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的 5%以后，继续通过证券交易所的证券交易（二级市场交易）收购上市公司股票进而取得上市公司控制权的行为。尽管《上市公司收购管理办法》将通过证券交易所的证券交易获得上市公司已发行股份的 5%也纳入该办法的管辖范围并提出明确的权益披露要求，但如果投资者仅仅是获得上市公司 5%的股份，而未获得上市公司的控制权，则这种“举牌”行为还不是严格意义上的上市公司收购。

（二）市场案例

过往较为受关注的案例有前海人寿保险股份有限公司（以下简称“前海人寿”）、深圳市钜盛华股份有限公司（以下简称“钜盛华”）举牌收购万科。其举牌的主要过程为：

自 2015 年 1 月起，前海人寿通过二级市场买入万科股票，截至 2015 年 7 月，前海人寿持有万科的股票比例达到万科股份总数 5%并披露了简式权益变动报告书；后前海人寿及其一致行动人钜盛华继续通过二级市场增持万科股票，2015 年 7 月 24 日，其所持股票占万科股份总数的比例达到 10%；在后续的 10 月、11 月，前海人寿、钜盛华继续增持万科股票，截至 2015 年 11 月 17 日，前海人寿、钜盛华合计持有的股份占万科股份总数的比例达到 15.04%。

2015年12月4日,钜盛华继续增持万科4.969%的股份,钜盛华和前海人寿合计持有万科20.008%的股份,成为万科的第一大股东,并于2015年12月7日披露了《详式权益变动报告书》。至2016年7月6日,钜盛华及其一致行动人持有的万科股份占万科股份总数的比例达到25%。

虽然在该案例中,前海人寿、钜盛华最终未取得上市公司控制权(最终由深圳市地铁集团有限公司通过受让华润股份、恒大集团下属公司所持万科股份等方式成为万科实际控制人),前海人寿等后续亦陆续减持万科股份,但该案例受到了市场和监管部门的高度关注度,从举牌收购的过程角度而言,较有代表性。

(三)关注事项

1. 举牌收购容易引起控制权争夺,衍生上市公司反收购问题

因举牌收购直接面向二级市场公众股东所持的上市公司股份,一般会绕过上市公司现有控股股东等,较易引起上市公司控制权的争夺,衍生出上市公司反收购的问题,如上文所述的“万宝之争”等。

2. 举牌收购需遵守“慢步走”原则及信息公告义务,容易引起上市公司股价的波动

根据《上市公司收购管理办法》的规定,投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%后,通过证券交易所的证券交易,其拥有权益的股份占该上市公司已发行股份的比例每增加或者减少5%,应当编制权益变动报告书,向中国证监会、证券交易所提交书面报告,通知该上市公司并予以公告。在该事实发生之日起至公告后3日内,不得再行买卖该上市公司的股票;前述投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%后,其拥有权益的

股份占该上市公司已发行股份的比例每增加或者减少1%,应当在该事实发生的次日通知该上市公司,并予以公告。

相比较于协议收购,举牌收购过程中,其收购过程更为公开,上市公司股票价格更容易因此产生波动。如果在举牌公告的影响下股价持续上升,显然将不利于收购方持续增持中的成本控制。

二、协议收购

(一)概述

《证券法》规定:“采取协议收购方式的,收购人可以依照法律、行政法规的规定同被收购公司的股东以协议方式进行股份转让。”实践中,协议收购一般是收购人经与上市公司现有控股股东(包括现有控股股东的一致行动人)协商,由现有控股股东通过协议转让方式将其所持上市公司股份转让给投资者。部分案例中,尤其是在为避免触及全面要约收购义务而收购的股份比例低于上市公司已发行股份30%的收购交易中,为了确保或强化收购人对上市公司的控制权,在协议转让之时收购人还会要求控股股东及其一致行动人配套地作出表决权委托、表决权放弃等安排。实践中,尤其是对于已持有部分上市公司股权的收购者而言,其亦可以在不继续增持上市公司股票的情况下,通过约定由现有其他大股东及其一致行动人作出表决权委托、表决权放弃等安排而实现对上市公司的控制。

(二)市场案例

2022年4月,道森股份(603800)控股股东江苏道森投资有限公司(以下简称“道森投资”)及其一致行动人将其所持道森股份28%的股份转让给科云新材料有限公司(以下简称“科云新材”)及其一致行动人并自愿放弃10%股份对应的表决权。本次交易后,科云新材成为道森股份单一拥有

表决权股数占股份总数比例最大的股东（直接持有上市公司 28%的股份），成为道森股份的控股股东；道森投资及其一致行动人继续持有上市公司 16.23%的股份。

(三) 关注事项

1. 交易方案设计及可行性论证

协议转让中，现有控股股东、上市公司、拟转让的股份、受让方等均需符合一定的条件，协议转让才具备可行性，其协议转让办理材料也才可被交易所受理。上述条件包括但不限于：转让方是否具备转让的资格（如是否被交易所公开谴责）、拟转让的股票是否存在过户障碍（如是否存在质押、司法冻结或受相关减持承诺约束等）、上市公司是否存在重大信息披露违规或公司利益被实际控制人损害的情形、受让方是否存在负有到期未清偿的数额较大债务且处于持续状态等不得收购上市公司的情形，以及收购后是否会与上市公司产生同业竞争等；相关股份存在质押的，亦需就此与债权人协商解除质押的方案并取得质权人同意转让的书面确认。因此，协议收购交易中，需要在前期结合交易双方和标的上市公司的基本情况，充分论证交易的可行性并为此进行必要的前期调查，并在此基础上确定交易方案的框架和要点。

2. 对上市公司的尽职调查

除与交易方案设计相关的事项外，基于维护收购人作为收购方的合法权益、后续能够顺利控制和整合上市公司、促进收购目的的实现等考虑，需要对上市公司的股权结构、董事会及管理层构成、三会运作情况、财务情况（尤其是涉及未来资本运作的财务情况，如对公司利润、募集资金使用、对外担保、商誉、财务性投资等）、业务模式及合规情况、核心人员情况、信息披露合规等事项也予以关注。因此，收购方需要结合收购目的和上市公司所

处行业等对上市公司进行财务、税务、法律、业务、技术、劳动人事等多方面的尽职调查。

该部分不仅仅针对直接的协议收购，在间接收购、增资收购等方式中亦需要对此予以关注。

3. 交易作价及资金安排

与举牌收购不同，协议转让可以基于股份转让协议的签署而一次性地确认拟转让的全部股份的价格。深圳证券交易所和上海证券交易所的相关规则对协议转让的价格规定略有不同。根据《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）》第十条的规定，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，转让价格范围比照大宗交易的规定执行；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）》第六条的规定，股份转让价格一般不低于转让协议签署日（当日为非交易日的则顺延至次一交易日）公司股份大宗交易价格范围的下限。因此，需要对协议签署时间进行设计和把控。

另外，收购人还需要妥善安排好收购资金。中国证监会在处罚浙江万好万家文化股份有限公司、西藏龙薇文化传媒有限公司（以下简称“**龙薇传媒**”）时，“龙薇传媒在自身境内资金准备不足，相关金融机构融资尚待审批，存在极大不确定性的情况下，以空壳公司收购上市公司，且贸然予以公告，对市场 and 投资者产生严重误导”“对无法按期完成融资计划原因的披露存在重大遗漏”是关注度较高的因素之一。

三、要约收购

(一) 概述

要约收购是指收购人向被收购的上市公司全体股东发出收购其所持股份的要约的行为。较之于一般的举牌收购、协议收购，要约收购直接面向上

市公司全体股东，且在收购要约中一次性列明拟收购的股份数量、收购价格等，收购过程更为公开，收购力度也更为强劲。

根据《上市公司收购管理办法》的规定，要约收购可分为自愿要约（或主动要约）与强制要约、部分要约与全面要约。收购人可以根据自身计划选择要约收购的具体方式。

自愿要约是指，投资者自愿选择以要约方式收购上市公司股份，向被收购公司所有股东发出收购其所持有的上市公司股份的要约；强制要约，依照《上市公司收购管理办法》第二十四条的规定，指收购人持有一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的 30% 时，继续增持股份的，“应当”采取要约方式进行。

全面要约，是指收购人向被收购公司全体股东发出收购其所持有的全部上市公司股份的要约；部分要约，是指收购人向被收购公司的全体股东发出收购其所持有的部分股份的要约。

在实践中，常见的是不以终止被收购公司上市地位的自愿或强制的部分要约收购，以终止上市公司上市地位的全面要约收购较为少见。根据深圳证券交易所和上海证券交易所的股票上市规则的规定，为维持上市公司上市地位，公司股本总额超过 4 亿元的，公开发行的股份比例需在 10% 以上；股本总额低于 4 亿元的，则公开发行的股份需达到上市公司股份总数的 25% 以上。

（二）市场案例

近期的要约收购案例中，市场较为关注的有：

宿迁京东卓风企业管理有限公司（以下简称“**京东卓风**”）要约收购德邦股份（603056）。根据德邦股份发布的公告，京东卓风通过取得宁波梅山保税港区德邦投资控股股份有限公司（以下简称“**德邦控股**”）的控制权，间接控制了德邦股份

66.4965% 股份，从而触发全面要约收购义务。京东卓风通过要约收购方式拟收购德股份 26.98% 的股份（对应股份数量为 27,710.95 万股）。截至要约期限届满之日，最终有 480 个账户的 5,577.61 万股股份接受要约。本次要约收购后，京东卓风合计控制德邦股份 71.93% 的股份。

广东格兰仕家用电器制造有限公司（以下简称“**格兰仕**”）要约收购惠而浦（600983）。根据惠而浦发布的公告，格兰仕拟通过要约收购方式取得惠而浦 61% 的股份（对应股份数量为 46,752.78 万股），截至要约期满，最终有 10 个账户共计 39166.16 万股接受要约，占惠而浦股份总数的 51%。

（三）关注事项

1. 要约的关键要素

根据《证券法》等规定，在要约收购中，基于公平原则，收购人需向上市公司全体股东发出要约。收购要约必须包含的要素为预定收购的股份数、收购价格、收购期限等。《上市公司收购管理办法》对相关要素做了进一步的规定：

收购股份数量方面，以要约方式收购一个上市公司股份的，其预定收购的股份比例均不得低于该上市公司已发行股份的 5%。收购人可以设置一定数量的预受要约股份数量作为要约收购的生效条件。

收购价格方面，对同一种类股票的要约价格，不得低于要约收购提示性公告日前 6 个月内收购人取得该种股票所支付的最高价格；要约价格低于提示性公告日前 30 个交易日该种股票的每日加权平均价格的算术平均值的，收购人聘请的财务顾问应当就该种股票前 6 个月的交易情况进行分析，说明是否存在股价被操纵、收购人是否有未披露的一致行动人、收购人前 6 个月取得公司股份是否存在其他支付安排、要约价格的合理性

等。

收购期限上，收购要约约定的收购期限不得少于 30 日，并不得超过 60 日，但是出现竞争要约的除外。

根据《证券法》第六十八条和《上市公司收购管理办法》第三十九条等规定，要约收购过程中，收购人不得降低收购价格、减少约定收购的股份数量、缩短收购期限。

2. 要约收购的价款安排

《上市公司收购管理办法》对收购人的收购价款支付能力监管较为严格。实践中，要约收购一般以现金支付收购价款。《上市公司收购管理办法》规定，收购人聘请的财务顾问应当对收购人支付收购价款的能力和资金来源进行充分的尽职调查，详细披露核查的过程和依据，说明收购人是否具备要约收购的能力。

以现金支付收购价款的，根据《上市公司收购管理办法》第三十六条的规定，收购人需将不少于收购价款总额的 20% 作为履约保证金存入证券登记结算机构指定的银行，作为保证其具备履约能力的安排。

四、间接收购

(一) 概述

与上述直接收购上市公司股份不同，间接收购是指收购人通过取得上市公司现有股东（一般为控股股东）的控制权而间接地控制上市公司。较为常见的交易结构包括收购人收购上市公司控股股东的控股权、向控股股东增资进而取得控股权等。

部分案例中还有上市公司控股股东以所持上市公司股份作为出资，与收购人共同设立合资公司的交易结构，但这种方式下仍然涉及上市公司股份的直接变动，本文暂不对其展开讨论。

《上市公司收购管理办法》就间接收购单独设置了一章，并明确间接收购亦须按照举牌、协议收购等方式一样履行信息披露义务。

(二) 市场案例

1. 收购控股股东控股权

2020 年，TCL 科技（000100）收购了天津普林（002134）控股股东天津中环电子信息集团有限公司（以下简称“中环集团”）100% 股权，成为中环集团的唯一股东，进而通过中环集团间接控制天津普林 25.35% 的股份。

2. 向控股股东增资

2020 年，天山生物（300313）的控股股东天山农牧业发展有限公司（以下简称“天山农牧”）因与湖州皓辉企业管理咨询有限公司（以下简称“湖州皓辉”）存在 5 亿元债务，天山农牧未能按期还本付息，后湖州皓辉以 5 亿元债权认购天山农牧 2 亿元新增注册资本，并在增资后持有天山农牧 80% 的股权。本次增资后，湖州皓辉成为天山农牧的控股股东进而间接控制天山生物 22.11% 的股份。

(三) 关注事项

1. 关注控股股东的资产负债、业务经营等情况

间接收购中，收购人最终并不直接持有上市公司股份，而是通过控股股东间接持有。如控股股东存在较大债务或或有负债，则其所持上市公司股票可能在标的公司无法清偿债务的情况下，被依法处置用于清偿债务。建议对控股股东的资产负债以及与之相关的债权债务纠纷、大额诉讼等情况予以重点关注。另外，如控股股东除经营上市公司之外还有其他业务，建议对该等业务及对应的资产等一开展尽调。

2. 关注收购人对控股股东的控制权

如收购人未取得上市公司控股股东的全部股权，建议关注控股股东的公司章程等文件中是否存在影响股东会、董事会表决的安排，例如一致行动、表决权委托、一票否决等，确保收购人可依据控股股东的公司章程等法律文件实现对控股股东股东会、董事会的控制，进而确保其对上市公司的控制。

3. 间接收购亦可能触发要约收购

《上市公司收购管理办法》在间接收购一章中规定，收购人拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30% 的，应当向该公司所有股东发出全面要约。因此，间接收购中亦须关注是否可能触及要约收购。

五、其他方式

除上述较为常见的举牌收购、协议收购、要约收购、间接收购等方式外，实践中较为常见的还有通过司法裁决、参与上市公司破产重整等取得上市公司控制权的方式。

(一) 司法裁决

因上市公司控股股东涉及债权债务等纠纷，被人民法院基于已生效的判决，通过强制执行等程序

将其所持股份划转至债权人名下，也属于较为常见的导致上市公司控制权变更的情形。

例如，2021 年 9 月，北京美通联合贸易有限公司（以下简称“北京美通”）通过受让债权的方式，成为 ST 西源（600139）原控股股东四川恒康发展有限责任公司（以下简称“四川恒康”）的债权人，且因四川恒康与原债权人之间的债权债务纠纷已进入司法强制执行程序，北京美通受让债权后，人民法院将申请执行人变更为北京美通。2022 年 1 月，人民法院将四川恒康名下合计 20.73% 的股份划转至北京美通，北京美通成为 ST 西源的控股股东。

(二) 破产重整

上市公司发生破产重整情形的，投资者可通过参与破产重整并认购上市公司资本公积金转增的股本的方式，成为上市公司的控股股东，取得上市公司的控制权。

例如，海南方大航空发展有限公司认购 ST 海航（600221）资本公积金转增的股本，合计取得 ST 海航 24.95% 的股份，成为 ST 海航的控股股东。

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
倪艾坦	律 师	电话：86 20 2805 9011	邮箱地址：niat@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”。

