

# 上市公司控制权之争的监管探索 与法律问题研究

## —— 基于公司治理层面的考察

北京证监局课题组

**摘要：**上市公司控制权之争涉及复杂的法律关系，如若处理不当，将对公司的日常运营产生影响，严重的可能影响公司二级市场股票价格，甚至导致公司产生退市风险。本文从相关案例出发，基于规范公司治理层面，分析在处理上市公司控制权之争中存在的证监部门监管边界划定难、监管法律法规供给严重不足、更多依赖法院个案解决可能存在的问题、已有规则供给适用存在争议等监管难点及法律适用中存在的问题，总结监管经验，提出相关可行性建议，希望能为提升日常监管效能、提高上市公司质量助益。

**关键词：**控制权之争；公司治理；监管探索

**中图分类号：**F234 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2022)13-0031-05

上市公司控制权之争作为公司治理的一种现象，涉及复杂的法律关系，对公司的日常运营和二级市场价格均存在潜在影响。北京证监局课题组基于前期相关处理案例，梳理上市公司控制权之争的监管难点及法律适用中存在的问题，并提出相关可行性建议。

### 一、上市公司控制权之争基本情况

(一) 近年来发生控制权之争的公司数量及辖区分布

据已披露信息统计，近年来，发生控制权之争的上市公司主要位于经济发达的省市，如广东省(含深圳市)、

上海市、四川省、北京市、浙江省、江苏省等，与当地上市公司数量呈一定的正相关关系。值得注意的是，四川省作为西部经济龙头，发生控制权之争的公司数量与上海市一致，均为6家，居于第二位，仅次于广东省(含深圳市)的14家。

(二) 控制权之争涉及的法律问题及处置结果

上市公司控制权之争的核心在于控制权，具体而言，主要围绕上市公司股份、章程修改、董事及监事任免等事项展开。以银川新华百货商业集团股份有限公司(以下简称新华百货)为例，控制权之争主要涉及以下法律

问题：

1. 关于股东违规增持股票的效力之争。我国《证券法》第六十三条与《上市公司收购管理办法》第十三条对股东增持股票的效力作了一定的规定，面对控制权争夺人，上市公司背后的实控人往往首先通过对增持股票的表决权效力展开防守。

2015年12月8日，新华百货收到上海宝银创赢投资管理有限公司(以下简称上海宝银)及上海兆赢股权投资基金管理有限公司(以下简称上海兆赢，上海宝银一致行动人，以下合称宝银系)的邮件通知，截至2015年12月8日，上海宝银及上海兆赢合计持

**课题组成员：**徐彬，北京证监局一级巡视员；文静，北京证监局公司二处处长；黄鑫，北京证监局公司二处四级调研员；张伟航，北京证监局公司二处一级主任科员；王以璇，北京市中伦律师事务所；徐清平、吴庆东，中信建投证券股份有限公司。

有新华百货72 202 071股股份,占新华百货已发行总股份的32%,成为公司第一大股东,公司原第一大股东物美控股集团有限公司(以下简称物美控股)及其一致行动人持有公司已发行总股份的30.94%。

在增持过程中,新华百货起诉宝银系,以其增持期间持股比例首次触及并超过5%时未暂停并按规定公告且构成操纵股价为由,请求确认被告上海宝银、上海兆赢自2015年4月15日以后在上海证券交易所增持原告公司60 877 266股股份的行为属于无效民事行为,被告上海宝银、上海兆赢对该部分股份不享有股东资格。

法院判决认为,即使证券投资者在交易过程中存在违规行为,只要其系根据依法制定的交易规则进行的交易,交易结果仍不得改变。被告系按照证券交易所的交易规则,通过在交易所集合竞价的方式公开购买了原告公司的股票,其交易方式本身并不违法,故对于原告的诉讼请求不予支持。

2.关于董事席位之争。我国《公司法》第二十二条对董事会决议效力作了规定。在对控制权争夺人增持股票的表决权效力进行质疑后,实控人会通过增加董事席位来巩固自己的控制权,进而引发控制权争夺人提起的董事会决议效力的诉讼。

2016年9月10日,新华百货董事会收到控股股东物美控股发来的关于向新华百货2016年第二次临时股东大会增加临时提案的书面函件,增加《关于新华百货董事会换届选举的议案》和《关于新华百货监事会换届选举的议案》,经新华百货第六届董事会第二十八次会议审议通过,物美控股提名的六名第七届董事会非独立董事候选人和三名第七届独立董事候选人全

部当选,共同组成新华百货第七届董事会。

宝银系就此事项诉至法院,请求法院撤销新华百货第六届董事会第二十八次会议审议通过的《关于银川新华百货商业集团股份有限公司董事会换届选举的议案》。

法院判决认为,《银川新华百货商业集团股份有限公司章程》附件包括股东大会议事规则、董事会议事规则和监事会议事规则。董事会议事规则是对董事会所议事项的具体细化,与公司章程不存在冲突。本次董事会审议的议案为董事会换届选举方案,并不是对原董事职务的提前解除,且该方案需提交临时股东会通过,不存在损害其他股东的权益。新华百货第六届董事会第二十八次会议的召集程序并不违反法律、行政法规或者公司章程及公司董事会议事规则的规定。

3.关于反收购相关事项之争。在就增持股票的表决权效力进行质疑及增加董事会席位之后,实控人有时还会利用增持股票的表决权尚存在争议,自身股权仍占据优势地位的现状,通过修改公司章程、非公开发行等方式设置反收购事项,进而巩固自身的控制权。在这个过程中,双方往往会就方案效力等产生新一轮争夺,产生新的诉讼。

2016年2月19日,新华百货2016年第一次临时股东大会审议通过了《关于调整公司非公开发行股票发行数量、发行对象及募集资金数额的议案》,拟向物美控股发行4 200万股股票。发行完成后,物美控股持股比例将增至41.77%,并否决了宝银系增加的《关于调整2015年度非公开发行股票发行方案的议案》临时提案。随后,宝银系向法院提起诉讼,请求判令撤

销被告银川新华百货2016年第一次临时股东大会决议通过的全部议案。

一审法院判决认为,双方证据均可以证明银川新华百货非公开发行股票以及调整发行数量、发行对象、募集资金数额等事实,但上海宝银公司、上海兆赢公司所举证据不能达到其不是银川新华百货2016年第一次临时股东大会决议通过的第1~7项议案的关联股东以及不应回避表决的证明目的。银川新华百货2016年第一次临时股东大会的召集程序、表决方式并不违反法律、行政法规或者公司章程,决议内容也不违反公司章程,驳回宝银系撤销决议的请求。

经宝银系上诉,二审最高人民法院经审理后作出终审判决,认定宝银系的上诉请求部分成立,撤销银川新华百货商业集团股份有限公司2016年第一次临时股东大会全部7项决议。

4.向股东大会增加临时提案。在增持股份表决权效力被实控人用诉讼等方式予以质疑,无法发挥作用时,控制权争夺人一般通过利用其持股3%以上股东身份,向上市公司提交股东大会临时议案,进而达到谋取控制权的目的。

2018年3月1日,新华百货发布公告称于2月28日收到股东宝银系发来的关于提请在年度股东大会上增加临时提案的函件。宝银系要求,在新华百货2017年年度股东大会上增加两项临时提案,内容分别为《关于股份公司2017年度利润分配的议案》《关于章程修改的议案》。经审议,上述两项议案均遭股东大会否决。

## 二、上市公司控制权之争的监管难点

上市公司在控制权争夺过程中通



常会产生股东权利不当限制、“三会”决议效力争议、信息披露违规等一系列问题。这些问题不仅仅关乎公司自身内部治理的规范性，更关乎二级市场的稳定以及市场投资者的权益。证监会作为《证券法》明确的具有证券监督管理职责的行政机关，在上市公司控制权争夺中扮演着重要的监管角色，市场投资者、媒体等亦对证监会在此方面的监管赋予了较高的预期。然而在实践中，受限于监管边界、现有监管规则的不足及已有法律适用存在的争议，证券监管部门在上市公司控制权争夺的监管问题上也面临着监管难题。

(一) 证监部门监管边界的划定难  
公司的控制权以股权控制、对内部决议的影响以及人员任免为主要表现形式。该等要素均属于《公司法》规范的范畴，且主要依托《公司法》设定的法人治理机制(股东大会、董事会、监事会)得以实现。因此，从公司控制权的主要内容来看，公司控制权的认定与争夺首先应以公司自主选择为主。

而对于公司在治理中存在以控制

权争夺为目的实施的损害投资者权益的行为，则应当属于证监会监管的范畴。但就前述行为而言，证监部门缺乏相应明确的监管依据及手段。这种情况下，若证监部门仍坚持予以干预与监管，不免引发超越监管边界的质疑。在上市公司控制权争夺中的以下几方面问题上，证监部门监管边界划定难问题尤为突出。

1. 股东权利的限制。上市公司控制权争夺的目的首先在于控制股东大会，因此限制举牌收购方股东大会的提案权、表决权也成为争夺股东大会控制权的重要途径之一。在上市公司控制权争夺的过程中，无论系举牌收购方自身原因还是上市公司董事会拖延接受其递交的权益变动报告，举牌收购方时常会发生未及时就举牌收购行为履行信息披露义务等违规行为。

《证券法》第六十三条及《上市公司收购管理办法》第十三条均明确规定了“举牌原则”及“慢走原则”，对于违反前述原则未及时履行信息披露义务买入在上市公司中拥有权益的股份的，在买入后的36个月内，对该超过规定比例部分的股份不得行使表决权。

而对于上述规则中“超过规定比例部分的股份”如何理解存在明显分歧。基于上市公司现控制方及举牌收购方的不同利益诉求，举牌收购方大多认为“超过部分的股份”是指超过5%或10%持股比例至履行权益披露义务之前购买的全部股份，即对于履行权益披露义务之后购买的股份部分仍享有完整权利。而上市公司现控制方则主张，在持股比例达到5%或10%未履行权益披露义务的，对于超过5%或10%的全部股份均不得行使股东权利。

此外更有甚者，对于存在违反“举牌原则”“慢走原则”的股东，上市公司直接在临时股东大会上以修订公司章程的形式剥夺了收购方所持有的股份的全部表决权。对此，法院一般认为，就公司章程自治的角度而言，虽然公司股东大会经法定程序表决具有订立、修改章程的自由，但股东的表决权、参与重大决策权和选择管理者的权利属于《公司法》赋予股东的法定权利，非依据法律规定或股东自行放弃，不应以资本多数表决方式剥夺。

虽然从既往司法审判观点来看，法院倾向于采纳上述举牌收购方的观点(即对于履行权益披露义务之后购买的股份部分仍享有完整权利)，但从行政监管机构的角度而言，作为行政执法机关，既无直接解释法律作出界定的权限，又无法依赖既往司法判例作出认定，否则将明显超越行政监管部门的法律解释权限。

2. 拖延股东大会的召开。上市公司董事会席位的争夺也是产生公司治理乱象的主要原因之一。通常情况下，举牌收购方会在增持上市公司股票达10%以后提议或自行召开股东大会，并通过股东大会选举获得相应董

事会成员席位，巩固其控制权。为了阻止收购方上述行为，上市公司现控制方会采用以下手段拖延股东大会的召开：(1) 在收购方向董事会提出召开股东大会请求后，拖延召开董事会。根据《上市公司股东大会规则》第九条的规定，董事会在收到适格股东提请召开股东大会的提议后仅需出具是否同意召开临时股东大会的书面反馈意见，而未对召开董事会的时间作出明确要求，故上市公司现控制方可根据该规则拖延召开董事会。(2) 董事会会在审议收购方的提议后拖延股东大会召开时间。虽然根据《上市公司股东大会规则》第九条的规定，“通知中对原请求的变更，应当征得相关股东的同意”，但并未进一步明确未征得相关股东同意时相应后果如何。

3. 反收购条款的设置。除直接通过股东大会决议形式限制股东权利外，上市公司现控制方还会通过提前修订公司章程的方式设置反收购条款，以应对收购方的控制权争夺。该等条款中比较典型的包括金色降落伞条款、交错董事会条款、股东召集主持大会及提案权限制条款、绝对多数条款等。它们通常的特点在于进一步限制收购方股东的提案权、表决权，增加收购方改组上市公司董事会的时间成本、财务成本，以及提高决议通过的比例等。

虽然公司章程的修订在不明确违反《公司法》的前提下，属于公司自治范畴，但对于上市公司而言则并非如此。对于过分限制股东权利、损害股东利益以及抑制收购市场效率等行为则需要证监会的介入与监督。

但在现有监管环境下，证监部门并无充足相应监管依据，仅能通过下发问询、约谈公司的方式对过分限制

股东权利、影响上市公司正常治理的问题予以引导，相关监管要求具有不明确性，监管措施缺乏有力性。

(二) 监管法律法规供给严重不足

如上所述，尽管《证券法》《上市公司收购管理办法》明确了证监会的证券监督管理职责，但在上市公司控制权之争条件下可能产生的限制股东权利、否定决议效力以及恶意延迟召开股东大会等公司治理乱象主要系《公司法》规范范畴，证监部门作为行政监管机构无法据此直接作出解释与监管。

出于市场监管的需要，证监会陆续出台了《上市公司股东大会规则》《上市公司治理准则》《上市公司章程指引》等上市公司治理规范，但由于该等规范的上层法律授权缺位，且该等规范少有规定相应罚则，故该等规范在上市公司规范治理中具有明显的“软法”特征。

而从目前的监管实践情况来看，对上市公司控制权争夺相关治理争议问题，仅在《上市公司现场检查管理办法》中规定在现场检查中发现相关问题的，可以对公司采取责令改正的监管措施，但现场检查有一套完整的程序要求，难以满足日常监管需求。因此，目前仍大多通过证券交易所问询关注、证监部门约谈等窗口指导方式予以引导，从证监会层面而言缺乏更具强制力的监管规则及机制。

(三) 更多依赖法院个案解决可能存在的问题

基于上市公司控制权争夺中产生的问题多属于《公司法》《证券法》等法律的规范范畴，证监部门作为行政机关难以“硬性”干预。因此在产生相关纠纷后，利益各方更多的只能依赖法院进行个案解决。但公司治理乱象

通过法院个案解决可能存在以下几方面问题：

1. 法院审理以起诉方的诉讼请求为审理范围。法院审理遵循“不告不理”原则，因此对于公司治理中存在的问题和争议，法院并非全面关注与审查，而仅以起诉方的诉讼请求范围为审理依据，对于非请求范围内的公司治理瑕疵则无法作出认定。

2. 纠纷解决效率问题。与行政监管的效率相比，司法解决途径所需时间更长，在控制权争夺中，该等时间消耗无论是对上市公司内部治理还是股东权利的正常行使均存在较大影响。

3. 个案审理结果的一致性问题。我国并非判例法系国家，因此法院在个案审理的过程中对于法律适用存在争议的问题并不会直接援引此前审判观点作出认定，故针对同一法律争议存在个案审理结果或论证逻辑不一致的可能性，这也不利于市场主体的行为规范引导。

### 三、监管思考与监管建议

(一) 规范上市公司日常运作

解决上市公司控制权之争等治理的问题关键在于上市公司自身。通过完善公司制度建设、加强信息披露透明化、压实“关键少数”的行为规范和法律责任，规范上市公司日常运作，促进上市公司完善治理、规范运作。

1. 完善公司制度建设。修订《上市公司章程指引》指引，在其中加入防止控股权之争的相应引导条款，进而规范公司运作，完善公司制度建设。比如规定董事人数相等时，确定公司职工代表董事参与表决，或者在董事会出现僵局时将事项提交股东大会审核。规定董事会成员和股东大会成员

不得完全重合,保障少数股东的知情权和会议召集权,当股东出现僵局时设置股东退出条款,从而达到预防股权之争的目的。

2.加强信息披露透明化。目前,部分上市公司关键少数人员仍存在对信息披露违规后果认识不足或仍存侥幸心理的情况,缺失对市场、对法治的敬畏之心。首先,通过上市公司治理专项行动等方式,进一步明确公司治理和内部控制责任主体,建立健全信息披露绩效评价和激励机制,加强对公司治理、内部控制信息披露的具体内容和格式要求,以形成有效内控管理制度,完善层级监督、报告制度,压实信息披露义务人的职责。其次,完善现有披露制度要求,可要求上市公司内控自我评价工作过程中制作和保留相关工作底稿等强制方式,建立起健全的公司治理、内控机制,将其落到信息披露和规范运作实处,确保信息披露的公开与透明。

3.加强对“接任”“关键少数”的培训,强化专业知识素养。上市公司“关键少数”应切实履行好忠实勤勉的义务。现行制度中,对拟上市公司的“关键少数”有着较为成熟的“培训、考核”。但对于通过并购重组、收购等方式进入上市公司的“新关键少数”,却缺乏相应的考核机制,人员素质参差不齐,极易引发新的风险。针对部分上市公司“关键少数”专业素质不足、信用缺失导致的违规情况,应着力提高上市公司人员整体专业技能,规范其日常工作行为。首先,强化其法律意识,有针对性地进行事前培训、事中考核、事后追责。凡(拟)担任上市公司实际控制人、高级管理人员、董事会秘书,应经过特定时间的学习与培训,并经考试合格后方可任命。

其次,董事会、监事会、内部审计机构及信息披露义务人应各司其职,保证独立性和专业度。

#### (二)保障监事会发挥应有作用

解决上市公司控制权之争等治理的问题,核心在于进一步完善公司治理结构,明确分配股东、董事会和经理人之间的权利、义务、责任和利益关系,使三者形成制衡关系,推动企业健康发展。

公司发生控制权之争时,公司治理已陷入僵局,上述制衡已接近失效。由于监事会具有召开临时股东大会的权限,此时理论上仅有监事会能够起到“破局”作用。但在我国上市公司治理结构中,往往存在监事会职能弱化,信息披露渠道受限,无法发挥其应有作用。

因此,建议在引导上市公司建立健全监事任命机制,确保监事对公司经营活动的知情权,对监事的监督职责赋予具体的监督程序,提高公司监事的选拔标准的同时,从规则设置上加入保障监事会行使职权的条款,如保障其决议的披露权,进而使其发挥解决公司控制权之争的应有作用。

#### (三)完善公司治理监管法律体系

目前,上市公司的公司治理监管法律框架包括《证券法》《公司法》《上市公司治理准则》《上市公司股东大会规则》《上市公司信息披露管理办法》《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》、各板块《上市规则》、交易所《规范运作指引》以及信息披露的解释公告、信息披露格式指引和备忘录等,在规范上市公司治理、引导规范信息披露方面起到了重要作用。

但是,上述规定多为“软性”规定,面对公司治理监管界限难以确定,更多依靠法院个案判决的现状,建议

进一步推动《上市公司监督管理办法》的出台,构建“硬性”执法体系,解决上市公司控股权之争等公司治理相关问题尚未有效惩戒机制的现状,为上市公司规范运行创造更有利条件,构建上市公司规范运作的长效机制。

#### (四)加强内外部监管协作

首先,针对上市公司控股权之争等公司治理相关问题,实时引导中介机构在为上市公司提供保荐承销、财务顾问、法律、审计等专业服务时,积极关注上市公司治理状况,促进形成良好公司治理实践。发挥中小投资者保护机构在上市公司治理中的积极作用,通过多方式多渠道引导中小投资者积极维护自身合法权益。

其次,加强与地方政府、司法机关的协作。在与各部委、地方政府、行业主管部门、市场监管部门以及媒体等相关方共同努力协作、营造高质量公司治理良好生态的同时,与司法机关就公司治理相关问题进行商讨,探索以备忘录等方式解决共性问题,全力提高上市公司质量。

#### (五)形成示范性监管案例

防范控股权之争,不仅应当加强对“关键少数”人员的管理,更应强化对控股股东、实际控制人的监督,督促董事、监事、高级管理人员忠实勤勉尽责。

因此在构建相应的“硬性”执法机制后,建议考虑综合运用监管措施,通过行政处罚、市场禁入、刑事移送等手段,追究公司特别是“关键少数”的责任。加强相关人员的诚信监管系统,对严重失信和违规者予以公开,在此基础上,建立违规案例库,形成示范监管案例,以达到威慑效力,切实提升辖区上市公司质量。■

责任编辑 武献杰