

## A 股 IPO 之路系列：控制权认定（下篇）

作者：郑燕、钱珍、吴绍权 \*马锐亦对本文提供了宝贵建议

### 引言

[我们在控制权认定（上篇）](#)中总结了 A 股 IPO 控制权认定的相关规则以及实践路径。围绕着股权结构及公司治理两个核心要素，发行人控制权认定会有三种不同结果：最常见的为单一控制，即单一股东能够单方对公司实际形成控制；其次为共同控制，往往是由于股东间存在关联关系或协议安排而形成多人控制；最后一种为无实际控制人，即任何单一或联合股东均未能对公司构成控制。由于三种认定结果在控制权稳定等方面有着不同效果，受到监管机构关注的频率以及侧重点也有所不同。

本篇为控制权认定专题的下篇，将从以上三种控制权认定结果出发，深入探讨目前 A 股 IPO 实践中在控制权认定方面的关注要点，供参考和讨论。

### 一、股权分散情形下单一控制认定

正如我们在上篇中所言，发行人股东越多样、股权越分散、架构越纷繁，控制权的认定往往也越复杂。而随着境内股权融资市场的逐步发展，A 股 IPO 中也越来越多出现股权结构分散且主要股东持股比例接近的拟上市企业，其中不乏一些基于公司治理、公司历史背景、业务发展等方面综合考虑仍认定为单一控制的案例，该等企业的控制权认定问题往往会受到监管层的关注。

#### （一）相关规则

针对股权分散的发行人控制权认定问题，中国证监会颁布的《首发业务若干问题解答》、上海证券交易所颁布的《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》及深圳证券交易所颁布的《深圳证券交易所创业板股票首次公开发行上市审核问答》（以下统称“《首发问答》”）均已指出：发行人股权较为分散但存在单一股东控制比例达到 30% 的情形的，若无相反的证据，原则上应将该股东认定为控股股东或实际控制人；同时，如公司认定存在实际控制人，但其他股东持股比例较高与实际控制人持股比例接近的，中介机构应进一步说明是否通过实际控制人认定而规避发行条件或监管。

#### （二）实践案例

我们梳理了近期 A 股 IPO 中主要股东持股比例相近但仍认定单一控制的相关案例，与控制权认定相关的问询及论证要点如下：

基本情况	主要问询内容	论证思路/采取措施
<b>翱捷科技（688220），2022 年 1 月上交所科创板上市</b>		
<b>主要股东：</b> 第一大股东阿里网络持股 17.15%，第二大股东宁波捷芯	▶ 详细说明发行人实际控制人认定的过程，是否以一致行动协议方式认定实际	✓ 除直接持股外，戴某通过其控制的 3 个员工持股平台合计控制 24.36% 表决权； ✓ 梳理公司成立至今董事和高管人员构成

<p>(戴某控制的员工持股平台)持股 10.10%，第三大股东戴某持股 9.36%，另外 2 个戴某控制的员工持股平台合计持股 4.90%；同时戴某与 3 个员工持股平台签订一致行动协议。</p> <p><u>公司治理：</u> 9 名董事，其中 3 名非独立董事及 3 名独立董事均由戴某提名，其他 3 名董事由包括阿里网络在内的 3 名投资人股东各提名 1 人；戴某任董事长兼总经理。</p> <p><u>认定结果：</u> 无控股股东，戴某为实际控制人。</p>	<p>控制，是否因一致行动协议的签署及解除构成最近 2 年实际控制人变更；</p> <p>➤ 是否存在规避锁定期、同业竞争等监管要求的情形；</p> <p>➤ 实际控制人是否能控制董事会及公司的经营管理；</p> <p>➤ 第一大股东是否对发行人的董事会决策与经营管理存在重大影响；</p> <p>➤ 目前是否存在影响股东权利同等保护的条款，相关条款是否影响控制权。</p>	<p>情况以及历次三会表决结果，说明戴某对公司决策具有重大影响；</p> <p>✓ 戴某为公司创始人，始终履行并承担实际控制人的义务与责任，自设立至今始终保持最高的可实际支配的表决权比例，历次融资中各股东均在交易文件中对其控制地位予以认可；</p> <p>✓ 披露一致行动协议内容，说明决策稳定性；</p> <p>✓ 披露历次融资的股东特殊权利条款并说明已于申报日终止，不影响控制权稳定；</p> <p>✓ 持股比例较高的主要股东出具不谋求控制权承诺，未参与发行人的日常经营管理；第一大股东阿里网络还出具了 36 个月股份锁定承诺，并与发行人不存在同业竞争，未规避发行条件或监管</p>
<p><b>德迈仕 (301007)，2021 年 6 月深交所创业板上市</b></p>		
<p><u>主要股东：</u> 第一大股东德迈仕投资（高管持股平台）持股 22.30%，何某持有德迈仕投资 50% 股权并担任其执行董事（其他股东对德迈仕投资持股均未超过 7%），第二大股东咎某持股 8.70%，第三大股东远东运通持股 6.52%。</p> <p><u>公司治理：</u> 11 名董事，7 名非独立董事中，包括何某在内 5 人系德迈仕投资的个人股东；何某担任董事长兼总经理。</p> <p><u>认定结果：</u>德迈仕投资为控股股东，何某为实际控制人。</p>	<p>➤ 是否存在通过实际控制人认定规避发行条件或者锁定期要求的情形；</p> <p>➤ 发行人未来稳定控制权的具体措施及有效性；</p> <p>➤ 补充提示控股权不稳定的风险，结合控股股东及实际控制人负债情况说明保持控制权稳定的措施。</p>	<p>✓ 何某直接持股 0.40%，并通过德迈仕投资合计控制 22.7% 股份；</p> <p>✓ 对公司章程以及发行人股东大会、董事会、发行人经营管理的实际运作情况进行核查，说明何某依其可实际支配的发行人股份表决权足以对发行人股东大会的决议产生重大影响，并能对发行人董事会决策、经营管理层产生重大影响；</p> <p>✓ 在公司担任高级管理人员的 4 名非独立董事承诺任职期间会议表决均与何某保持一致，并承诺不谋求公司实际控制权；</p> <p>✓ 第一大股东及何某出具保持控制权的承诺，同时持股 5% 以上的其他股东确认发行人控股股东为德迈仕投资，实际控制人为何某，并出具不谋求控制权承诺。</p>

### (三) 小结

基于上述规则及审核案例，我们理解，对于股权分散且主要股东持股比例接近情形下的单一控制认定，主要关注以下要点：

- ✓ 认定单一控制的主体除直接及间接持股外，是否通过协议约定方式控制其他股东所持股份对应表决权以及该等协议控制股权的稳定性
- ✓ 认定单一控制的主体能够在发行人董事会及经营管理层面发挥决定性作用

- ✓ 对于通过一致行动协议加强控制权的，需结合协议内容及履行情况说明其稳定性，以及协议签署、解除、时限等因素决定是否可能导致实际控制人发生变更
- ✓ 分析其他持股较大比例的股东的入股目的，核查其与发行人之间的业务往来，对于业务经营的影响力，是否通过控制权认定规避发行条件及监管
- ✓ 必要时由其他持股比例较高的股东出具不谋求控制承诺

## 二、共同控制的认定

共同控制的形成通常系基于法定、约定或事实上的一致行动关系。相较于单一控制，共同控制在控制权稳定性方面存在一定的风险。从规则及案例来看，监管机构对于共同控制架构及其稳定性的关注度较高。

### （一）相关规则

与共同控制认定相关的规则要求主要见于中国证监会《〈首次公开发行股票并上市管理办法〉第十二条“实际控制人没有发生变更”的理解和适用——证券期货法律适用意见第1号》（以下简称“《1号意见》”）以及《首发问答》。

《1号意见》对认定共同控制规定了如下要件：（1）每人都必须直接持有公司股份和/或者间接支配公司股份的表决权；（2）多人共同拥有公司控制权的情况不影响发行人的规范运作；（3）一般应当通过公司章程、协议或者其他安排予以明确，该情况在最近3年内且在首发后的可预期期限内是稳定、有效存在的；（4）共同拥有公司控制权的多人没有出现重大变更；（5）相关股东采取股份锁定等有利于公司控制权稳定措施的，可作为判断构成多人共同控制的重要因素。

《首发问答》则从亲属关系以及一致行动关系两个方面对共同控制的认定提出如下要求：对于亲属关系，如配偶及直系亲属持有公司股份达到5%以上或者虽未超过5%但是担任公司董事、高级管理人员并在公司经营决策中发挥重要作用，应说明是否认定共同控制；对于一致行动关系：（1）法定或约定形成的一致行动关系并不必然导致多人共同拥有公司控制权的情况；（2）通过一致行动协议主张共同控制的，无合理理由的（如第一大股东为纯财务投资人），一般不能排除第一大股东为共同控制人；（3）应当在协议中明确发生意见分歧或纠纷时的解决机制。

### （二）实践案例

我们梳理了近期A股IPO中认定共同控制的相关案例，与控制权认定相关的问询及论证要点如下：

基本情况	主要问询内容	论证思路/采取措施
<b>聚胶股份（301283），2022年9月深交所创业板上市</b>		
主要股东： 第一大股东聚胶资管（陈某、刘	➤ 是否满足最近2年实际控制人没有发生变更的	✓ 三人直接和间接合计持股 47.77%，合计控制 52.21%表决权股份；

<p>某控制的员工持股平台) 持股 21.59%，第二大股东富丰泓锦持股 13.24%；陈某、刘某、范某分别直接持股 11.21%、10.58%、8.83%，三人于 2021 年 1 月签订一致行动协议。</p> <p><b>公司治理：</b> 9 名董事，6 名非独立董事中，陈某、刘某、范某各提名两人。陈某担任董事长和总经理，刘某和范某担任董事和副总经理。</p> <p><b>认定结果：</b> 控股股东及实际控制人为陈某、刘某、范某三人。</p>	<p>发行条件，三人于 2021 年 1 月签署一致行动协议的原因；</p> <p>➢ 一致行动协议主要内容及是否有解除条件，如解除对控制权稳定性的影响；</p> <p>➢ 结合第一大股东控制关系说明其行使对发行人相应股份表决权的决策机制和历史情况。</p>	<p>✓ 梳理三人报告期内参与公司经营管理实际情况（任职、表决）说明决策一致性；</p> <p>✓ 披露一致行动约定内容，发生纠纷时以陈某意见为准；</p> <p>✓ 三人单一持股比例较低均无法单一控制，实质上公司已基于长期的经营管理形成共同控制结构，培养一批稳定且不断成长的中高层人员，仅解除一致行动协议对控制权稳定不构成实质性影响；</p> <p>✓ 对第一大股东聚胶资管进行股权穿透，梳理其章程中规定的决策机制以及在发行人历次股东（大）会表决情况；</p> <p>✓ 三人出具共同控制确认函，并承诺上市后 36 个月内不主动解除一致行动协议。</p>
<p><b>杭华股份（688571），2020 年 12 月上交所科创板上市</b></p>		
<p><b>主要股东：</b> 第一大股东杭实集团持股 50%、第二大股东 TOKA（日企）持股 44.67%、第三大股东协丰投资（员工持股平台）持股 5.33%。杭实集团与协丰投资签署一致行动协议。</p> <p><b>董事成员：</b> 9 名董事，6 名非独立董事中，杭实集团提名 3 人，协丰投资提名 1 人，TOKA 提名 2 人。</p> <p><b>认定结果：</b> 杭实集团与协丰投资为共同控股股东、实际控制人。（注：2016 年申报主板时曾认定由杭实集团与 TOKA 共同控制。）</p>	<p>➢ 是否面临控制权变更风险；</p> <p>➢ 是否能够由杭实集团与协丰投资对发行人实现共同控制，双方分歧解决机制；</p> <p>➢ 是否在经营管理上受到第二大股东 TOKA 的重大影响，是否最终实际由第二大股东 TOKA 控制。</p>	<p>✓ 基于公司章程、三会议事规则以及共同控制后三会表决情况说明共同控制人能够共同对发行人经营决策产生重大影响，双方意见分歧时以杭实集团意见为准；</p> <p>✓ 第二大股东 TOKA 于 2018 年 3 月终止与杭实集团的一致行动关系、主动放弃对发行人的共同控制权；</p> <p>✓ TOKA 及其推荐董事高管未直接参与发行人经营管理，结合业务、资产、生产经营、人员等各方面说明发行人相对于 TOKA 的独立性；</p> <p>✓ TOKA 承诺不就发行人股东大会特别决议事项投反对/弃权票，且不谋求控制权（注：其出具 12 个月股份锁定承诺）。</p>

### （三） 小结

基于上述规则及审核案例，我们理解，认定共同控制时需关注以下要点：

- ✓ 构成共同控制的起因以及实际经营管理中的分工
- ✓ 报告期内共同控制人一方或几方人数变动是否构成控制权变更
- ✓ 未认定共同实际控制人的其他主体及其控制企业是否对公司经营管理有重大影响，是否通过控制权认定规避发行条件及监管
- ✓ 家庭成员在公司的任职及参与管理经营的实际情况，家庭成员持股比例是否超过 5% 以及是否实际支配股份对应的表决权

- ✓ 是否签署一致行动协议及其内容，签署前后控制权是否有所变动，一致行动协议解除对控制权的影响
- ✓ 一致行动人在共同控制期间三会表决情况是否一致，产生分歧时的解决机制

### 三、无实际控制人的认定

在公司股权分散且不存在共同控制关系的情况下，可能出现认定公司不存在实际控制人。尽管近些年无实际控制人的案例在增加，但总体上较其他两种控制权认定结果仍相对少见。从规则及案例来看，监管机构对于无实际控制人认定及其稳定性的关注度较高。

#### （一）相关规则

《首发问答》指出，对于发行人第一大股东持股接近 30%，其他股东比例不高且较为分散，公司认定无实际控制人的，中介机构需进一步说明是否通过实际控制人认定而规避发行条件或监管并发表专项意见；对于认定无实际控制人的发行人，在锁定期方面要求发行人的股东按持股比例从高到低依次承诺其所持股份自上市之日起锁定 36 个月，直至锁定股份的总数不低于发行前股份总数的 51%。

《1 号意见》则对于无实际控制人情形下可以视为控制权未发生变更的情形作出如下规定：（1）发行人的股权及控制结构、经营管理层和主营业务在首发前 3 年内没有发生重大变化；（2）发行人的股权及控制结构不影响公司治理有效性；（3）相关股东采取股份锁定等有利于公司股权及控制结构稳定措施的，发行审核部门可将该等情形作为判断公司控制权没有发生变更的重要因素。

#### （二）实践案例

基于股权结构，我们可以将目前市面上常见的几种认定无实控人的情形分为三类：（1）存在单一控股股东但其上层结构复杂导致无实际控制人，例如，联泓新科(003022)、心脉医疗(688016)；（2）同时存在两个或以上股东持股比例较大形成制衡；以及（3）全体股东持股分散且无任一股东达到 30%。

对于后两种情形，我们梳理了近期 A 股 IPO 的相关案例，与控制权认定相关的问询及论证要点如下：

基本情况	主要问询内容	论证思路/采取措施
<b>欧晶科技（001269），2022 年 9 月深交所主板上市</b>		
<b>主要股东：</b> 第一大股东余姚恒星持股 42.44%、第二大股东华科新能持股 32.75%、第三大股东万兆慧谷持股 24.80%；前三大股东各自经穿透后最终持有人均为 2 名自然人，合计 6 名自然人。	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 是否充分对发行人实际控制人认定有关事项进行核查，认定依据是否合理准确；</li> <li>➤ 说明发行人自设立以来 3 次实际控制人变化的背景及判断依据；</li> <li>➤ 列示报告期公司重大事项</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 结合股东大会表决、董事任命情况，并根据公司治理制度梳理重大事项决策程序及方式，说明任一股东不产生控制性影响，各股东及董事独立表决，并由发行人及其股东书面确认；</li> <li>✓ 最近三年均不存在实际控制人，股权及控制结构、经营管理层和主营业务没有发生重大变化，公司已建立健全公司法人治理</li> </ul>



<p><u>公司治理</u>： 9名董事，前三大股东各推荐2名非独立董事及1名独立董事。</p> <p><u>认定结果</u>： 无控股股东、实际控制人。</p>	<p>的决策程序与方式，说明无实际控制人的判断依据；</p> <p>➤ 6名自然人控制的企业是否与发行人存在同业或者上下游行业的情况，是否存在共同客户及供应商。</p>	<p>结构，制定规范有效的内部控制制度且规范运行，不影响公司治理有效性；</p> <p>✓ 6名自然人控制的企业与发行人不存在同业竞争或上下游关系，存在共同客户及供应商，但与共同客户及供应商的交易属于正常经营活动；</p> <p>✓ 发行人及其股东对无实际控制人、无一致行动或类似安排出具书面确认；</p> <p>✓ 前两大股东出具36个月股份锁定承诺。</p>
<p><b>钜泉科技（688391），2022年9月上交所科创板上市</b></p>		
<p><u>主要股东</u>： 第一大股东钜泉香港持股22.24%，第二大股东东陞投资持股13.73%，另有叶氏家族关联股东合计持股27.72%。</p> <p><u>公司治理</u>： 7名董事，非独立董事4席中第一大股东占有3席，第二大股东占有1席。</p> <p><u>认定结果</u>： 无控股股东、实际控制人。</p>	<p>➤ 是否可由单一股东或多个股东共同控制，认定无实际控制人依据是否充分；</p> <p>➤ 无实际控制人下保证公司稳定、有效运行的措施；</p> <p>➤ 第一大股东无法控制发行人的依据是否充分、合理；</p> <p>➤ 结合股东间特殊关系及控制权变动情况等分析股东间是否构成一致行动关系，以及控制权是否清晰稳定。</p>	<p>✓ 梳理发行人股东之间的关联关系，说明是否存在一致行动等特殊安排；</p> <p>✓ 结合主要股东持股比例、股东大会表决、董事选举及董事会运作、管理层人选等情况说明无单一或多个股东能够对发行人实施控制，叶氏家族未参与公司经营；</p> <p>✓ 梳理未被认定控制的股东及其关联方与发行人的业务联系；</p> <p>✓ 梳理历史上一致行动协议的签署及解除情况，说明最近2年内发行人无实际控制人的情况未发生变化；</p> <p>✓ 主要股东出具不谋求控制权的承诺，以及36个月股份锁定承诺；</p> <p>✓ 从公司内控制度、团队组建、业务体系及主要股东股份锁定等方面说明发行人已采取适当措施确保控制权稳定。</p>

### （三） 小结

基于上述规则及审核案例，我们理解，认定无实际控制人时通常需关注以下要点：

- ✓ 结合重大事项的决策程序及方式说明认定无实际控制人的合理性，是否由某一主要股东或管理层实际控制发行人
- ✓ 与主要股东之间的业务独立性问题，是否存在同业竞争及关联交易，是否通过控制权认定规避发行条件及监管
- ✓ 发行人自设立以来控制权归属及变化情况，是否履行相关审批程序，最近两（三）年内实际控制人是否发生变更
- ✓ 是否按要求出具股份锁定等承诺
- ✓ 无实际控制人对公司经营管理的具体影响，是否影响公司治理有效性

## 结语

我们在控制权认定这一专题里，分上下两篇，从认定路径以及认定结果两个维度分析了 A 股 IPO 中与控制权认定相关的规则及实践。然而，规则与案例仅为指引参考，控制权认定问题需要结合公司实际情况进行论述和判断，尤其对于股权分散、股东持股比例接近的发行人，其控制权的认定及其稳定性往往会受到监管机构的高度关注，在控制权认定方面应更为谨慎、全面，以便为发行人的上市计划铺平道路。