

## 上市公司股东之间一致行动关系 认定的法律问题研究

袁钰菲\*

**摘要:**一致行动关系的认定是我国上市公司监管中的关键问题。实践中存在利用一致行动关系规避重组上市、隐蔽举牌、争夺控制权、规避法定义务等乱象。一致行动关系以表决权为核心,存在于收购及增减持双向权益变动前后,与关联关系存在一定交叉。近亲属间一致行动关系的解除需审慎处理,合作经营者的关系据其角色和作用判定,一致行动协议的规范性尚待提高。完善一致行动关系的认定标准需从实体、程序、监管手段等方面着力。

**关键词:**一致行动关系 认定标准 实践乱象  
完善建议

近年来,随着收购市场的活跃,一致行动关系问题在控制权之争、重组上市、要约收购及权益变动信息披露监管中频繁出现。一致行动人联合操

---

\* 华东政法大学经济法学博士研究生,上海证券交易所员工。本文仅作为学术研究讨论,仅代表作者本人学术观点,与任何机构无关。

纵市场、妨害公司治理、损害公众投资者的问题时有发生,还有部分股东利用隐藏的一致行动关系争夺控制权,随意签署一致行动协议或者承诺不构成一致行动关系来影响控制权归属,达到规避监管获取不正当利益的目的,严重影响了资本市场的秩序和透明度。与此同时,一致行动关系监管规则在复杂的现实面前略显粗糙和滞后,存在不少漏洞或适用的难题。一致行动关系认定问题已经成为上市公司治理乱象中的关键一环,也是监管实践中许多棘手问题的突破口。

笔者从上市公司股东之间一致行动关系的实践乱象出发,剖析一致行动关系的概念及内涵,分析一致行动关系认定的典型实践困境及解决路径,最后提出一致行动关系认定标准的完善建议。

## 一、上市公司股东之间的一致行动关系的实践乱象

### (一) 通过签订一致行动协议巩固控制权以规避构成重组上市

《上市公司重大资产重组管理办法》(以下简称《重组办法》)规定,重组上市(即借壳上市)是指上市公司控制权发生变更之日起,向收购人及其关联人购买的资产规模达到上市公司相关指标的100%。重组上市从严监管,一旦构成重组上市,标的资产不仅要符合首次公开发行(IPO)条件,而且不得募集配套资金,原控股股东所持股份锁定36个月,第三方股东新增股份锁定24个月。<sup>[1]</sup> 面对构成重组上市后冰火两重天的监管标准,规避重组上市监管的“类借壳”交易动机极为强烈。一致行动关系被频频用于“类借壳”交易中。例如,某重组案例中,上市公司发行股份购买的资产体量较大,交易完成后交易对方持有上市公司的股份比例可能超过原控股股东,控制权变更,该次交易可能构成重组上市,上市公司控股股东与其他几名原股东签订一致行动协议。另一类似案例中,上市公司原控股股东与部分重组方签订一致行动协议,使原控股股东维持较高的持股比例。签约后,上市公司控股股东控制的股份比例增加,通过一致行动协议巩固了控制权。控制权不

---

[1] 参见《上市公司重大资产重组管理办法》(证监会令第127号)。

变,即不再构成重组上市。对于本来没有股权、任职或亲属关系的主体,在某一阶段为影响控制权归属、规避构成重组上市等目的而签署一致行动协议,协议本身并不稳定。前述案例中交易尚未完成即解除一致行动协议,改用其他方式巩固控制权,一致行动协议规范性有待加强。

## (二) 隐蔽举牌以争夺控制权或规避法定义务

为保证上市公司收购市场的公平、公开,《证券法》、《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购办法》)规定了股东持股达到一定比例时的分阶段披露义务,以及暂停交易的“慢走规则”,持股比例达到30%还会触发要约收购义务。<sup>〔2〕</sup>特别是,在控制权争夺的过程中,举牌方披露信息后,上市公司原股东通过公告可以在关键时点感受到威胁,适时采取合法合规的反收购措施,在各方争夺的焦灼阶段,信息披露的作用尤其重要。因此,有股东便将股份埋伏在一致行动人中,蒙面举牌争夺控制权,规避法定的信息披露及要约收购义务。

1993年“宝延风波”中,宝安公司的两家关联企业持有“延中实业”股票合计超过5%的法定信息披露比例,根据当时有效的《股票发行与交易管理暂行条例》第47条关于任何法人直接或者间接持有有一个上市公司股份达到5%时,应当公告的规定,<sup>〔3〕</sup>将宝安公司及其关联公司视为一个公司,由于三家公司合并持股达到5%时未及时履行信息披露义务,相关方受到处罚。<sup>〔4〕</sup>在近几年发生的举牌案例中,也有股东利用旗下多家公司分别在二级市场增持股份,超过了5%的信息披露红线。在上市公司收购过程中,利用关联账户从事证券交易、隐瞒一致行动人的“蒙面收购”行为是对公平公正公开“三公”原则的严重损害,破坏了资本市场的基本秩序,侵害了上市公司和其他股东的合法权益。

## (三) 隐瞒一致行动关系便于后续资本运作或减持

上市公司股东持股比例达到5%时,后续增减持存在一系列限制及信息披露要求。例如,《证券法》、《收购办法》规定,每增减5%应当

〔2〕 参见《上市公司收购管理办法》(证监会令第108号)。

〔3〕 参见《股票发行与交易管理暂行条例》(国务院令第112号)。

〔4〕 吴高臣:《论上市公司收购中一致行动的法律规制》,载《法律科学》2001年第4期。

公告并暂时停止交易。<sup>〔5〕</sup>中国证监会《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》将控股股东和持股5%以上股东并称为“大股东”，规定了大股东的减持限制性要求及预披露制度。<sup>〔6〕</sup>鉴于此，有的股东将股份转让至声称不存在一致行动关系的亲属，将直接持股比例降至5%以下，甚至4.99%；有的股东通过多个未披露的一致行动人分散进行超比例减持；还有的控股股东将部分股份隐藏于一致行动人账户中，用于在后续资本运作关联股东回避表决时投赞成票。隐蔽的一致行动关系成为不法股东随意增减持操控上市公司的工具，影响了证券市场的公开、透明。2015年因累计违法减持被中国证监会行政处罚的三起案例中，均涉及一致行动人。当事人提出其与相关亲属不是一致行动人的申辩。但处罚决定书认定，现有证据足以证明当事人和相关方存在一致行动人关系。<sup>〔7〕</sup>

#### （四）规避锁定期及业绩承诺义务

《重组办法》等规定，上市公司非发行股份购买资产，交易对方为上市公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人时，取得的股份锁定期为36个月，且须进行业绩承诺。<sup>〔8〕</sup>某重组案例中，停牌前较短时间内，上市公司实际控制人作为有限合伙人（LP）成立有限合伙企业，以该有限合伙企业认购募集配套资金，上市公司认为该有限合伙企业是由普通合伙人（GP）控制，与实际控制人不是一致行动人，未锁定36个月，也未因为巩固控制权进行老股锁定。<sup>〔9〕</sup>笔者认为，虽然有限合伙企业协议约定，GP拥有重大事项的决策权，但LP出资90%以上，GP仅为LP控制的企业的职工，自然会产生GP能否控制有限合伙企业的疑问。在交易前较短时间内进行上述安排，很难排除相关股东规避锁定期、业绩补偿等义务的嫌疑。

〔5〕 同注〔2〕。

〔6〕 参见《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》（证监会公告〔2016〕1号）。

〔7〕 中国证监会行政处罚决定书（〔2015〕49号、50号、53号，2015年10月30日），载中国证监会网站，<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201511/t20151125.htm>，2017年1月3日访问。

〔8〕 同注〔1〕第35条、第46条。

〔9〕 参见《证券法》第98条、《上市公司收购管理办法》第74条。

## 二、一致行动关系的概念

面对诸多实践乱象,需要解决的首要问题是明确一致行动关系的概念。一致行动关系认定的重要目的在于还原股东之间关系的真相,保证一致行动人及时向上市公司的其他股东提供相关信息,做到信息对称,<sup>[10]</sup>将幕后的持股主体的股份充分披露,完整揭示股东控制的表决权数量,减少规避监管获取不法利益的空间。

### (一)一致行动关系的立法规定

关于一致行动人的规定在法规中有多处表述。笔者进行了梳理,主要有如下几处:(1)《收购办法》第12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。第83条规定,投资者计算其所持有的股份,应当包括登记在其名下的股份,也包括登记在其一致行动人名下的股份。(2)《收购办法》第12条规定,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83条规定,一致行动人应当合并计算其所持有的股份。(3)《收购办法》第83条规定,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,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12种推定情形之一的,为一致行动人。<sup>[11]</sup>(4)《证券法》第86条、第88条规定,投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有有一个上市公司已发行的股份达到5%时,应当公告,并停止交易;持股达到30%时,继续进行收购的,应当依法向该上市公司所有股东发出要约。其中,“持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有”包括了协议一致行动及关联方联合收购

---

[10] 同注[4]。

[11] 同注[2]。

等情形。<sup>[12]</sup>

通过以上规则表述,可以得出以下结论:(1)计算投资者在一个上市公司中拥有的权益,应将投资者与其一致行动人能够控制上市公司股份的总数合并计算,<sup>[13]</sup>包括登记在其名下的、可以实际支配表决权的、登记在一致行动人名下的股份三个部分。(2)一致行动的方式有协议或其他安排,包括持股、控制、董监高、亲属、融资安排、经济利益关系、关联关系等。一致行动的成因包括行为及事实,既包括主动的签订一致行动协议等行为,也包括存在亲属关系等事实。英国、美国、日本、中国香港等均以不同形式对一致行动人作了合意、视为一个主体等规定。<sup>[14]</sup>

## (二)一致行动关系的内涵

### 1. 一致行动关系的适用情境

从字面上看,一致行动关系存在于收购及权益变动时,规定在《证券法》和《收购办法》中,关注收购和权益变动时信息披露、要约收购及其他法定义务的履行。《收购办法》第83条规定,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。<sup>[15]</sup>那么,一致行动关系是否仅限于收购或权益变动当时?某发行股份购买资产案例中,上市公司实际控制人A与标的资产的实际控制人B为兄弟。上市公司认为,A与B在收购时独立决策,不存在资金往来,不存在一致行动关系,交易完成后A仍为实际控制人,B持股超过10%。交易完成后未来日常经营中,A与B是否共同决策未予说明。该案例中,是否存在一致行动关系会影响A、B持股锁定期,以及B的业绩补偿义务。若将收购时、收购完成后的一致行动关系孤立判断,可能得出在重组中A、B不存在一致行动关系,收购完成后立即产

[12] 蔡奕:《〈中华人民共和国证券法〉重大修订条款解析》,载中国证监会网站,[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/lfzl/jnlfssyzn/yjyd/200701/t20070108\\_77314.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/lfzl/jnlfssyzn/yjyd/200701/t20070108_77314.html),2017年2月5日访问。

[13] 《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》(2015年9月18日发布)第16条,载中国证监会网站,[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ssgsjgb/ssbssgsjgfgzc/ywzx/201509/t20150918\\_284146.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ssgsjgb/ssbssgsjgfgzc/ywzx/201509/t20150918_284146.html),2017年2月11日访问。

[14] 谈萧:《一致行动人的比较法考察》,载《证券市场导报》2006年第6期。

[15] 同注[2],第83条。

生一致行动关系的结论。但收购完成后重组交易已经实施完毕,A、B因一致行动所应承担的锁定期及业绩补偿义务无法追溯增加,产生不合理的适用结果。

因此,笔者认为,重组交易中,新股东以资产认购上市公司非公开发行的股份,由于股东之间、股东与上市公司原股东之间是否存在一致行动关系涉及股份锁定、业绩补偿义务等。因此,新老股东之间是否存在一致行动关系不应局限于重组交易当时,应当披露重组后一段时间,如36个月或60个月内是否存在一致行动关系的计划或安排,以防止事后追认一致行动关系规避前述重组中的义务。一致行动应当适用于两种情境:一是在收购及权益变动活动中一致行动;二是股东之间在日常行使股东权利中达成一致行动协议或默契时,双方所持表决权累加计算,导致收购或权益变动发生。

## 2. 以表决权为核心

一般而言,股东权利包括表决权、收益权、转让权、知情权、召集权、提案权、质询权、剩余财务分配权等。《收购办法》第83条明确规定,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够支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实。因此,一致行动关系关键的判断因素为表决权。

联交所实践与《收购办法》此逻辑相同,而且由于类别股的存在,股东持股表决权与收益权不对等,一致行动关系以表决权为核心的逻辑更加清晰。例如,某H股上市公司的股本分为A股、B股两种,A股由创业者持有,占公司投票权的51%以上,实益拥有权仅占约10%,财务投资者持有的B股虽然占公司实益拥有权约90%,但投票权只有49%。在该案例的分析中,联交所将《上市规则》相关条文的控制权解释为投票权,而不是实益拥有权。<sup>[16]</sup>

## 3. 一致行动可出现在股份增减持双向变动中

《收购办法》第83条规定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够支配的一个上市公司股份表决权

---

[16] 香港交易所上市决策HKEx-LD44-4(2005年第一季),载香港交易所网站,[http://cn-rules.hkex.com.hk/tr/chi/tr\\_8450\\_11122.pdf](http://cn-rules.hkex.com.hk/tr/chi/tr_8450_11122.pdf),2017年2月20日访问。

数量的行为或者事实。笔者认为,上述“共同扩大”的规定不够严谨。主要原因如下:一是从逻辑上讲,虽然收购为扩大表决权,但权益变动可以为增减持双向变动,一致行动人分散减持的可能性存在。二是从规则上讲,《证券法》、《收购办法》规定,投资者及其一致行动人持股比例达到5%后,每增减5%应当公告并暂停买卖。三是从实践来看,现行立法规定了持有持股5%股东的减持限制及减持预披露等,股东通过一致行动人分散减持的动机突出。2015年,中国证监会曾对几起投资者及一致行动人在累计减持比例达5%时未暂停减持和公告的行为进行处罚。<sup>[17]</sup>因此,一致行动可出现在股份增减持双向变动中。

### (三)一致行动关系与关联关系的异同

在上市公司监管中,“关联关系”与“一致行动关系”均作为描述相关方密切关系的概念,存在一定交叉。笔者认为,两种关系的差异主要体现在以下方面:一是适用的语境不同。关联关系与一致行动关系为非同一规范体系下的用语。关联关系规定在2007年《上市公司信息披露管理办法》(以下简称《信披办法》)第71条,以及沪深证券交易所《股票上市规则》中。上述第71条规定,上市公司的关联交易是指上市公司或者其控股子公司与上市公司关联人之间发生的转移资源或者义务的事项。<sup>[18]</sup>关联关系存在于上市公司与其关联人、股东与其关联人之间,关联关系及关联人的界定以上市公司为中心,主要规范上市公司关联交易的必要性和定价公允性。而一致行动关系规定在《证券法》、《收购办法》中,规范在收购和权益变动中的股东之间的一致行动。

二是规范目标不同,关联关系主要关注利益倾斜,通过规定关联交易的决策机制、审查机制和信息披露等安排,减少和规范关联交易,避免利益输送。而一致行动关系以表决权为核心,关注收购和权益变动时信息披露及其他法定义务的履行。关联人是股东之间密切关系的一种,因此,《收购办法》规定的一致行动的推定情形中,“投资者之间具有其他关联关系”为情形之一。

---

[17] 同注[7]。

[18] 参见《上市公司信息披露管理办法》(证监会令第40号)。

上市公司并购重组立法中,“关联人”及“一致行动人”概念适用于不同的监管制度。一致行动主要在收购及权益变动中,而锁定期、强制业绩承诺、重组上市认定标准均使用了关联人的概念。<sup>[19]</sup>那么问题是:为什么使用“关联人”的概念而非“一致行动人”?

笔者认为,一致行动主要是一个动态概念,收购及权益变动时一致行动的行为或事实。而关联人更加注重相关方本身的关联。上述规则使用关联人概念的主要逻辑如下:一是关于业绩承诺。上市公司向控股股东、实际控制人及其控制的关联人发行股份购买资产,必须进行业绩承诺。考虑到上市公司向控股股东以外的第三方购买资产时,上市公司与资产方处于相对平等的地位,市场化谈判定价,是否业绩承诺也由双方商定。而向控股股东及其关系密切方购买资产时,控股股东存在信息优势,存在定价不公允侵害上市公司利益的可能性,《重组办法》规定,收益法评估时控股股东及其控制的关联人须进行业绩承诺,达不到业绩承诺时进行业绩补偿。该条文强调的重点在于防止定价不公允,避免利益输送,而非表决权变动。二是关于锁定期,上市公司控股股东、实际控制人及其控制的关联人通过发行股份购买资产取得的新增股份锁定36个月,既是为了保证业绩承诺达不到时股份补偿实施的需要,也表达了控股股东及其控制的关联人与上市公司共担风险的态度。三是关于重组上市,判断交易方案是否构成重组上市时,需要计算控制权变更后,上市公司向收购人及其关联人累计购买的资产规模与上市公司相关指标的比例,此处的“关联人”是指拟借壳资产的股东,比“控制的关联人”含义更宽泛,是为防止收购人将资产打散,严格重组上市监管,比“一致行动”共同行使决策权的含义更丰富。

#### (四)一致行动关系的延伸

##### 1. 一致行动人内部之间转让股份,是否构成控制权变更

笔者认为,应当具体问题具体分析。一是关注共同控制的决策机制是否改变。一致行动合并计算实质上是将投资者视为一个主体,典型的一致行动是一种共同控制、共同决策。若投资者相互之间转让股份,共同控制的决策机制未发生变化,不构成控制权变更。但若投资者

---

[19] 同注[1],第13条、第35条、第46条。

决策以一方为主,转让后主要决策方发生了变更,则为控制权变更。与此相类似的问题是,实际控制人从一股东控制变更为一致行动人共同控制,控制权是否变更。例如,上市公司实际控制人原为A,后来A、B、C签订一致行动协议,进行共同控制,是否属于控制权变动?可以借鉴《〈首次公开发行股票并上市管理办法〉第12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》的规定,“如果发行人最近3年内持有、实际支配公司股份表决权比例最高的人发生变化,且变化前后的股东不属于同一实际控制人,视为公司控制权发生变化;发行人最近3年内持有、实际支配公司股份表决权比例最高的人存在重大不确定性的,比照前款规定执行”。<sup>[20]</sup> 控制权是否发生变动关键是看核心控股股东是否发生变化。若从单独控制到共同控制,核心主体发生变化,决策机制也发生变更,则控制权发生变更。二是关注一致行动关系是否历史上已形成。若A、B临时签订一致行动协议,控股股东再由A变成B,对于该种为了满足控制权稳定性等要求,突击形成的一致行动关系应不予认可。

## 2. 一致行动人反向买卖股票,是否构成短线交易

《证券法》第47条规定,上市公司董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份5%以上的股东,将其持有的该公司的股票在买入后6个月内卖出,或者在卖出后6个月内又买入,由此所得收益归该公司所有,公司董事会应当收回其所得收益。《证券法》仅规定了持股5%以上的股东6个月内反向买卖股票的行为构成短线交易,但未明确上述“持有股票”仅为“名义持有”还是也包括“实质持有”。实践中,一致行动人中一部分人卖出,6个月内另一部分人又买入的问题,监管并不支持,但尚无行政处罚的案例。

笔者认为,一致行动人的反向操作应当构成短线交易。一是从原理上看,相关股东与持股5%以上的股东确立并公开披露一致行动关系,对上市公司控制权和股权结构的影响合并考虑,在持股、行使表决

---

[20] 《〈首次公开发行股票并上市管理办法〉第12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》(证监法律字[2007]15号),载中国证监会网站, [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306211/200808/t20080814\\_32395.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306211/200808/t20080814_32395.htm), 2016年12月21日访问。

权等关键事项上保持一致,锁定期的要求也应当相同。二是从立法本意来看,为了防止内部人利用优势地位获得内幕信息,并利用内幕信息进行证券交易,规定了短线交易获得的利益归公司所有。<sup>[21]</sup> 持股5%以上股东的一致行动人也具有获取相关信息的优势和便利,其进行反向操作,与单一股东反向操作的动机和效果类似。例如,持股5%以上股东操作其配偶的账户进行反向交易,两者也承认存在一致行动,依据该条款无法认定上述行为构成短线交易,并不合理。若允许一致行动人反向买卖股票,与一致行动的原理相悖,影响锁定期的效果,甚至可能放任一致行动人之间相互配合,恶意规避监管的行为。因此,建议完善短线交易立法,将短线交易约束的主体修订为上市公司董监高、持股5%以上的股东“及其一致行动人”。

### 三、一致行动关系认定的实践困境及解决

《收购办法》第83条规定了12种推定构成一致行动关系的情形,投资者认定其与他人不应被视为一致行动人的,可以提供相反证据。一致行动关系需要根据事实情况进行判断,基于现实的复杂性,规则难以穷尽所有情形,因此,一致行动关系的认定必然带有一定的主观判断因素。实践中,对于推定的一致行动情形,股东往往能提供一些反证,但何种“相反证据”应当予以采信,证据的合理性和充分性如何判断,成为适用难题。以重组审核为例,就股东之间是否存在一致行动关系进一步补充说明,是并购重组委有条件通过案例中经常出现的条件。下文就实践中较为突出的几种典型适用困境进行分析。

#### (一) 近亲属间一致行动关系的认定

关于近亲属间的一致行动关系,《收购办法》第83条规定了两种推定情形:(1)“持有投资者30%以上股份的自然人和在投资者任职的董监高”的近亲属与投资者之间;(2)董监高与其近亲属,以及前述主

---

[21] 同注[12]。

体控制的企业之间。<sup>[22]</sup>从文本来看,上述《收购办法》的规定主要包括以下情形:(1)A法人为上市公司股东,a自然人持有A法人的30%的股份、b自然人在A法人担任董监高,a、b的近亲属与A法人为一致行动人。(2)上市公司董监高与其近亲属、两者控制的企业为一致行动人。但未明确规定:上市公司股东与其近亲属、两者控制的企业是否推定为一致行动人。为此,证监会发布监管问答规定自然人及其近亲属符合《收购办法》第83条第2款第9项规定以及第12项“投资者之间具有其他关联关系”的情形,如无相反证据,应当被认定为一致行动人。<sup>[23]</sup>联交所观点与上述类似,案例中提到,虽然配偶B并不符合控股股东的定义,联交所会基于A、B作为配偶的关系而假定二人为一组控股股东,如配偶B认为其并非此组控股股东的一员,应当提交详细资料反驳此假定。<sup>[24]</sup>

股东之间形成近亲属或其他密切关系构成一致行动人后,应当及时披露权益变动情况,及对上市公司控制权的影响。某上市公司重组时,标的资产两名股东承诺不存在一致行动关系,2014年11月该重组实施完成。2015年1月,上述两名股东登记结婚,成为一致行动人,但直至2016年1月才披露。该案例中既存在重组中两名股东结婚前是否已经存在一致行动关系的怀疑,也存在构成一致行动关系后未及时履行公告义务的问题,双方承诺,将继续履行2014年重组时已作出的重组完成后36个月内不谋求上市公司控制权的相关承诺。前述股东因涉嫌信息披露违法违规,被立案调查。

实践中出现部分近亲属声明不构成一致行动人的案例。例如,2015年7月,某上市公司控股股东与自然人A、B、C、D分别签署了《股份转让协议书》,协议转让其持有上市公司26.97%的股份。实际控制人、A、B、C、D四人属同一家族:B为实际控制人之子,C为实际控制人之儿媳,B、C为夫妻关系,A、B为堂兄弟关系,D为家族第三代。转让

[22] 同注[2],第83条第2款第9项、第10项。

[23] 同注[13],第17条。

[24] 《有关控股股东事宜及相关上市规则影响的指引》(香港交易所指引信HKEX-GL89-16,2016年11月发布),载香港交易所网站,[http://cn-rules.hkex.com.hk/tr/chi/tr\\_9232\\_11382.pdf](http://cn-rules.hkex.com.hk/tr/chi/tr_9232_11382.pdf),2017年2月20日访问。

后实际控制人不变,A持股12%,B、C、D分别持股4.99%。公司认为,实际控制人,控股股东,A、B、C、D之间不存在任何形式的一致行动关系。理由为,A、B、C、D已长大成人,对事物形成了判断和认知能力,未来在公司发展重大事项上可以独立行使投票、表决权,因此,下一代受让股份时,希望与实际控制人作为非一致行动关系人进行处理。该案例涉及父子、夫妻、兄弟等亲属关系,笔者认为,在我国社会环境下,自然人与其近亲属具有千丝万缕的密切联系,存在包括经济利益在内的多种关系,依据《收购办法》规定的“投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系”或“其他关联关系”,均可以推定股东与近亲属为一致行动人。

在近亲属声明不构成一致行动时,应当遵循审慎的原则处理。近亲属间较有可能存在一致行动关系,但并非当然存在,近亲属为利益反目的事例确有存在,因此,建议考虑以下方面,进行综合分析判断:其一,核查是否存在规避监管的动机。判断相关主体是否存在规避减持限制、重组上市、要约收购或其他法定义务的动机。其二,核查近亲属间是否存在显失公允的交易或资金往来。对于存在股权转让的,核查股份转让价格和资金来源。若股份转让价格显失公允,远低于市场价格,或者资金来源于亲属间借贷,则存在一致行动关系的可能性更大。其三,核查近亲属间行使表决权的机制及过往决策情况,是否始终意见一致。其四,核查近亲属间过往持股情况,是否存在一定时段内步调一致的同方向增减持。

## (二) 合作经营者之间一致行动关系的认定

关于合作经营者的一致行动关系,《收购办法》第83条规定了以下几种推定情形:(1)投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系;(2)投资者之间具有其他关联关系;(3)持股、控制、任职等关系。

在重组上市的判断中,经常需要认定合作经营者是否构成一致行动关系。例如,上市公司向标的资产股东A、B、C发行股份购买其资产,资产的规模超过上市公司原有业务的数倍,交易完成后上市公司主营业务发生变更,若A、B、C构成一致行动关系,合计持股将超过上市公司原控股股东,导致该交易构成重组上市。那么A、B、C是否为一致

行动人极为关键。笔者认为,标的资产股东并非当然为一致行动人,《收购办法》规定的“投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系”指的是投资者在除标的公司以外的其他企业存在合伙、合作、联营等。是否构成一致行动人需要关注具体情形,股东之间是否存在推定情形,以及股东为共同创始人还是财务投资者。

### 1. 标的资产的共同创始人

创始人关系较为密切,共同创始人较财务投资者存在一致行动的可能性更大。虽然在规避重组上市的案例中,创始人承诺不构成一致行动人,但鉴于其持续的共同投资关系和共事经历,很难仅通过主观意思表示排除一致行动。例如,某案例中,上市公司认为,创始人A并不控制标的资产。但标的资产的第一大股东B为财务性投资,以获取投资收益为目的,未将标的资产纳入其合并财务报表。A虽然为第二大股东,但兼具标的资产创始人和核心管理人员的双重身份,A与其余4个主要管理层股东C存在共同投资的经济利益关系。在没有相反证据的情况下,A与C合计持股比例将超过B,拥有标的资产控制权。

联交所的分析也具有借鉴意义。某公司中10名创始人持有的A股投票权不少于51%,实益拥有权仅占约10%;3名财务投资者持有的B股实益拥有权约占90%,但投票权仅有49%,财务投资者对重要公司决策有否决权。联交所经过分析后裁定,有足够理由将10名创始人视为具有控制权的股东。因为:(1)创始人之间拥有超过10年的长期业务关系,共同投资该集团已超过4年;(2)创始人定期开会并就重要决策达成共识,创始人一致表决的模式足以证明其作为一单元整体行事;(3)未有单一最大股东或在未经其他创始人同意下企图独立行使投票权。<sup>[25]</sup>因此,从决策机制、历史决策情况等认定创始人之间存在一致行动关系,控制标的公司。

### 2. 财务投资者

随着机构投资者业务的发展,许多有限合伙、投资公司、基金等作为财务投资者投资成长型企业,这些投资资金在中小微创企业成长过程中起到了重要的孵化作用,其主要目的在于赚取投资收益,不推荐董

---

[25] 同注[16]。

事或为保证资金安全仅推荐1名董事,不参与或很少参与经营决策。例如,两家投资公司可能同时投资了若干家企业,其中某家企业成为重组标的。若根据《收购办法》规定“投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系”,一概认定该两家公司具有一致行动关系,必要性及合理性不足。若其均以投资为主业,只为赚取投资收益,无共同决策,投资一系列其他企业的情形符合基本的商业逻辑和行业模式,不构成一致行动关系的相反证据应予采信。

前述案例中,联交所也裁定财务投资者持股不合并计算。其理由为:(1)每一名财务投资者都是独立私人股本投资者;(2)每一名财务投资者均由不同实体拥有及管理,财务投资者之间无互相持股或管理,除投资标的公司外,无其他共同投资;(3)财务投资者之间从未任何共识或安排以统一的方式进行表决;(4)否决权可视作赋予财务投资者对标的公司的操控权,但由于日常管理由创办人负责,财务投资者从未行使否决权,因此即使否决权存在,亦不足以确立财务投资者对标的公司的拥有权。<sup>[26]</sup>

但并非所有财务投资人均不构成一致行动人。财务投资者是一个边界相对模糊的概念,当其谋求公司控制权时,就不再是财务投资者。实践中,已经有以投资为主业的有限合伙企业取得了上市公司的控制权。因此,财务投资者是否为一致行动人不能一概而论。某重组案例中,交易对方中若干名财务投资者交易完成后合计持有上市公司股份将超过30%,为防止上市公司控制权变更导致构成重组上市,几名财务投资者同时放弃表决权,而后又同时收回表决权,共同表示未来向上市公司推荐不超过1名董事,上述财务投资者在表决权行使、推荐董事人选等关键问题上已经具有一致行动的表现。

### (三)一致行动协议的规范性

《收购办法》第83条规定,投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系,或具有其他关联关系的,推定为一致行动人。一致行动协议为经济利益或关联关系的一种表现形式。

---

[26] 同注[16]。

### 1. 一致行动关系的构成时点

某控制权争夺案例中,2013年11月,举牌方A通过二级市场买进上市公司股份达到5%,但未披露一致行动人。在公司董事会提出修改章程议案后,2014年6月,A与其他5名股东签署一致行动人协议,合计持股数量超过原第一大股东。但在2013年10月至11月期间,A与其他5位股东曾同时增持公司股份。笔者认为,构成一致行动的时点不应局限于签署明确的一致行动协议之时,相关股东在签约前已经出现同进同出、共同增持且表决权一致等具有一致行动嫌疑的行为的,有必要认定具有嫌疑之时,一致行动即已构成。

### 2. 协议的形式不限于明示

某案例中,上市公司第一、三大股东明确披露不存在一致行动关系,但在公司控制权的争夺过程中,在股东大会投票、增持等事项上,为共同对抗第二、四大股东,第一、三大股东基本保持了同一行动步调,但各方均未签订一致行动协议。笔者认为,一致行动协议的实质是合意,形式不限于明示,不拘泥于书面形式,可以以行为进行意思表示,上述股东行为可以理解为《收购办法》规定的“投资者之间具有其他关联关系”,也可以理解为《证券法》和《收购办法》规定的“协议、其他安排”方式。不论有无书面协议,持股同进同出、一致表决、密切商业合作或往来等情形,均可能成为一致行动的合意形式。

### 3. 协议及承诺的期限

股东签署或解除一致行动协议是对股东权利的处置,可由股东自由安排,但若一致行动协议或承诺影响上市公司控制权归属,且存在规避监管的效果时,需要对一致行动关系的期限进行规范。例如,某重组案例中,上市公司向交易对方B、C发行股份购买大体量标的资产,交易完成后,B、C持有上市公司股份比例累计超过实际控制人A的持股比例。若B、C是一致行动人,则控制权发生变更,方案构成重组上市。公司认为交易对方B、C不是一致行动人。并购重组委认为,关于实际控制人A、交易对方B、C三者之间是否构成一致行动人的认定不符合《收购办法》第83条的规定。被否决后,B、C作出三年内不增持、不谋求控制权、不采取一致行动的承诺。C承诺,交易完成后36个月内,放弃全部表决权、提名权、提案权,不提名、推荐任何董事、高管人选。方

案修改后二次上会通过。交易对方承诺3年不采取一致行动、部分放弃表决权,是否就可以满足控制权不变的条件,值得商榷。

笔者建议:(1)为保证控制权稳定,一致行动协议须有足够长的期限。有观点认为,达成一致行动后,解除协议的时间间隔应该为12个月,<sup>[27]</sup>《重组办法》规定,自控制权发生变更之日起5年内,上市公司向收购人及关联人购买的资产均应当累计计算。因此笔者认为,协议及承诺的期限应当根据具体交易形式规范,如一般巩固控制权等行为,可以为12个月期限;若有规避重组上市嫌疑的,则承诺及协议保证控制权不变的期限应当至少5年。(2)承诺不得随意变更或撤销。目前规则仅明确重组业绩补偿承诺不得变更。<sup>[28]</sup>关于一致行动关系的承诺影响上市公司控制权归属、是否构成重组上市等关键问题,是重组方案的重要组成部分。因此,建议明确一致行动关系的承诺也不得适用《上市公司监管指引第4号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行》的规定,进行变更。在规则出台前,承诺方在作出关于一致行动关系承诺的同时,应当明确该承诺不可变更或撤销,以增加承诺的严肃性及一致行动关系的稳定性。

#### 四、上市公司股东之间一致行动关系认定标准的完善建议

经过前文的分析,可以试着得出一致行动关系的定义。一致行动是指股东通过协议、持股、任职、亲属、融资、经济利益关系、关联关系等,与其他股东共同扩大或减少其所能够支配的上市公司股份表决权数量的行为或者事实,上述股东之间的关系为一致行动关系,股东之间互为一致行动人。一致行动关系的认定标准可以从以下方面完善:

---

[27] 邱永红:《上市公司并购重组:一种纯实务视角的法律解读》,载北大法律信息网,[http://article.chinalawinfo.com/ArticleHtml/Article\\_61874.shtml](http://article.chinalawinfo.com/ArticleHtml/Article_61874.shtml),2015年7月1日访问。

[28] 《关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答》(2016年6月17日发布),载中国证监会网站,[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ssgsjgb/ssbssgsjgfgzc/ywzx/201606/t20160617\\_299117.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ssgsjgb/ssbssgsjgfgzc/ywzx/201606/t20160617_299117.html),2017年2月21日访问。

### (一) 一致行动关系认定的实体标准

随着收购市场的发展,一致行动关系出现了一些新形态。有必要从主观和客观两个方面完善《收购办法》规定的一致行动关系的认定条款,总结实践中出现的典型利益相关情形,将相关主体持股同进同出、一致表决、密切商业合作或往来等情形,固化为推定情形,并适时在《证券法》中明确一致行动关系的定义及认定标准。

规则适用时,可以根据事实情况依据以下实体标准进行判断:其一,关注主观动机,核查相关股东是否利用一致行动关系规避监管的意图。其二,关注表决权和决策权的行使机制,核查决策权行使对董事席位、股东大会表决的影响,以及股东在公司治理、经营决策中的角色和作用。其三,核查公司历史决策和收益分配情况,以决策情况为主,适当考虑收益分配情况。其四,对于股东存在一致行动嫌疑,但无确凿证据的情形下,可以允许其作出不可撤销的承诺,如承诺五年内不构成一致行动人,并对交易方案的锁定期和业绩承诺等作出适当安排,以时间保证独立性。

### (二) 一致行动关系认定的程序标准

在《收购办法》规定的一致行动关系的推定情形下,证明不存在一致行动关系的证明责任在股东。若股东无法举出可以被采信的反证时,应当被认定为一致行动人。关于证明标准,建议借鉴民商事领域高度盖然性的证明标准。不同于刑事诉讼排除一切合理怀疑的证明标准,大陆法系和英美法系民事诉讼中普遍采用“盖然性”的证明标准,证明应当具有高度盖然性,即证明虽然没有达到使法官对待证事实确信只能如此的程度,但已经相信存在极大可能或非常可能如此。<sup>[29]</sup>这就要求在被推定为一致行动人时,股东提出的相反证据需非常明显,使裁决者“合理相信”股东之间极大可能不存在一致行动关系。若无可靠、充分、证明力足够高的相反证据时,应当认定股东之间构成一致行动关系。

### (三) 一致行动关系的认定需保持一致性

实践中,有上市公司在招股说明书未披露相关股东存在一致行动

---

[29] 张卫平:《民事诉讼法》,法律出版社2009年版,第217~221页。

关系,股东在后续日常监管中承认其存在一致行动关系,在行政处罚中又申辩不存在。一致行动关系对上市公司股权结构及相关方利益影响较大,认定需极为严肃和慎重,承认或否认一致行动关系均应当有充分的证据,并及时公告,便于公众投资者知晓。信息披露需保证一致性,若之前已公开披露为一致行动人,事后基本事实未发生变化,且有强烈的规避法定义务的动机,仅依据新出具的承诺、内部文件等,否定其一致行动关系,应当不予认可。

#### (四)一致行动关系的认定需借助其他监管手段

一致行动关系本身具有极高的隐蔽性,其认定并非单纯的法规适用问题。因此,在完善立法的同时,需加强监管,借助其他监管手段,例如,对于嫌疑股东,通过监管协作、现场检查、二级市场账户监控等方式,核查其资金来源和账户关联度,辨别利益相关方,从实质上进行判断。