

# 深市公司大股东有限合伙架构实践及监管建议

徐栋良 谭和

(深圳证券交易所上市公司管理一部, 广东 深圳 518038)

**摘要:** 以深市上市公司大股东中的有限合伙企业为样本, 本文分析该架构的实践应用情况及存在的问题。研究发现, 前十大股东采用有限合伙企业架构的上市公司数量逐年增加, 在上市公司生产经营、公司治理、控制权收购等方面的参与程度越来越高, 同时也出现了控制权不稳定、信息披露不充分、杠杆收购风险高等问题。本文建议完善有限合伙控制权认定标准, 强化信息披露穿透监管, 并对高杠杆收购引发的风险给予更多关注。

**关键词:** 有限合伙; 上市公司; 控制权; 信息披露; 杠杆收购

**Abstract:** Taking the limited partnerships among the major shareholders of listed companies in Shenzhen market as a sample, this article analyzes the practical application of the structure and the existing problems. The study found that the number of listed companies with the top ten shareholders adopting a limited partnership structure has increased year by year, and their participation in the production and operation, corporate governance, and the acquisition of control rights of listed companies has increased. However, issues such as unstable control rights, insufficient information disclosure and high risks of leveraged buyouts have also appeared. It is recommended to improve the identification standards of limited partnership control rights, strengthen the penetrating supervision of information disclosure, and pay more attention to the risks caused by highly leveraged acquisitions.

**Key words:** limited partnership, listed company, control right, information disclosure, leveraged buyout

**作者简介:** 徐栋良、谭和, 任职于深圳证券交易所上市公司管理一部。

**中图分类号:** F271 **文献标识码:** A

作为现代企业制度中最具代表性的组织架构之一, 有限合伙企业架构凭借在风险隔离、股权激励、税收优惠等方面的优势, 与上市公司的关系日益紧密。近年来, 采取此类架构的大股东在上市公司生产经营、公司治理、控制权收购等方面扮演着愈加重要的角色, 但同时也在控制权认定、信息披露等方面产生了新的问题。本文梳理了近年来深市上市公司大股东采用有限合伙架构的相关案例, 对实践中有限合伙架构产生的问题进行了探讨。

## 一、上市公司大股东采用有限合伙架构情况

### (一)基本现状

从欧洲中世纪的康孟达(Commenda)演变而来的有限

合伙制度, 在百余年的发展历程中日臻完善。我国于2007年6月1日实施的《合伙企业法》首次引进有限合伙制度, 不仅确认了基于合伙协议的控制权实现方式, 而且解决了控制权与收益权的分离问题, 为股权投资翻开了新篇章。2009年11月28日, 《证券登记结算管理办法》修订, 合伙企业获准在证券登记结算机构开设账户, 从技术上消除了合伙企业成为上市公司股东的障碍。自2010年起, 有限合伙企业开始出现在深市上市公司前10大股东名单中。

根据近三年的数据统计(为保证上市公司前十大股东数据的完整性, 以截至统计期已在深圳证券交易所上市的公司为统计样本, 如2021年的统计样本为2021年6月30日已上市的2450家上市公司), 从2018年底至2021年6月

底，有限合伙企业在深市上市公司前十大股东中出现的频率逐年提高，如表1所示。有限合伙企业成为第一大股东的上市公司数量从55家增加至76家。前十大股东中有有限合伙企业合计数量从1649家增加至2113家；涉及的上市公司数量也逐年增加，从880家增加至1047家，占上市公司总家数的比例均超过四成。持股5%以上的股东中，有限合伙企业总数量从421家增加至612家；涉及的上市公司数量从334家增加至463家，占上市公司总家数的比例从15.86%提高至18.90%。以76家第一大股东为有限合伙企业的上市公司为例，可以大致分为两类：一类是实际控制人没有变化，只是将控股股东的组织形式由有限责任公司变更为有限合伙企业，代表公司包括兆驰股份、九安医疗等；另一类是通过上市公司收购变更了控股股东及实际控制人，代表公司包括汇源通信、顺纳股份等。

## (二)主要动机

有限合伙作为一种古老的法律制度，至今仍焕发着活力，根源在于其特殊的构造，即有限合伙人与普通合伙人、有限责任与无限责任并存，在组织形式、治理结构、收益分配等制度设计和运行等方面更富有弹性和灵活性，在风险隔离、股权激励、税收筹划等方面具有明显优势，这也是有限合伙企业与上市公司关系越发紧密的主要原因。

### 1.风险隔离

实践中，为了隔离普通合伙人无限连带责任风险，一般采用“个人-有限责任公司-有限合伙企业”的模式。当有限责任公司作为有限合伙企业的普通合伙人时，表面上普通合伙人须对合伙企业的债务承担无限连

带责任，但由于普通合伙人是有限责任公司，有限责任公司的股东以其认缴的出资额为限对公司承担责任，因此，实际上最终个人只承担了有限责任。这种模式既能实现以小额出资控制企业，又能达到规避无限连带责任风险的目的。

### 2.股权激励

为了兼顾股权控制与股权激励效果，很多公司采用有限合伙制的持股平台，实现使激励对象间接持有主体公司股权的目的。公司创始股东通过在有限合伙企业担任GP(普通合伙人)，执行合伙企业事务，承担管理职能；而股权激励对象作为LP(有限合伙人)，不参与合伙企业管理，但可以分享主体公司的经营成果。这样一方面可以发挥资本价值，另一方面由于股权激励对象没有直接持有主体公司股权，无法直接参与主体公司经营，可以实现创始股东持股权益少量减少但对上市公司的实际话语权不变的目的。

### 3.税收筹划

一是股息、红利所得税税负方面，有限合伙企业与公司制模式几乎无差异。根据国税函〔2001〕84号文件及《企业所得税法》及实施条例相关规定，合伙企业对外投资分回的股息、红利，不并入合伙企业的收入，而应单独作为合伙人个人取得的股息、红利所得，只需缴纳个人所得税，即按20%的税率计算缴纳。

二是股权转让所得税负方面，有限合伙企业可以避免双重纳税。目前税法规定不对合伙企业股权转让所得计征企业所得税，而是直接针对合伙人，按照“先分后税”的原则适用5%~35%的超额累进税率，即有限合伙企业先计算生产经营所得，然后将此所得按照一定的分配比例分摊给各合伙人。合伙人是自然人的，按照个体工商户的超额累进税率计算缴纳个人所得税；合伙人是法人或其他组织的，则按照适用税率计算企业所得税。而公司制企业对外转让股权所得，应先由公司缴纳企业所得税，股东个人在取得税后利润时，再缴纳个人所得税。因此在股权转让环节，有限合伙具有一定优势。

三是税收优惠方面，国家对有限合伙制创业投资企业给予了税收优惠，如投资于未上市的中小高新技术企业满2年的，其法人合伙人可按照对未上市中小高新技术

表1 深市上市公司前十大股东有限合伙企业统计

项目	2021-6-30	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31
第一股东为有限合伙企业的上市公司数量	76	72	62	55
前十大股东中有有限合伙企业出现次数	2113	1951	1751	1649
前十大股东中有有限合伙企业数量	1800	1808	1628	1530
前十大股东中包括有限合伙企业的上市公司数量	1047	1008	923	880
5%以上股东中有有限合伙企业出现次数	612	521	462	421
5%以上股东中有有限合伙企业数量	566	528	459	414
5%以上股东中包括有限合伙企业的上市公司数量	463	411	367	334

数据来源：Wind数据库，作者自行整理。

企业投资额的70%抵扣该法人合伙人从该有限合伙制创业投资企业分得的应纳税所得额等。

#### 4. 多层嵌套

企业股权结构决定了所有者与企业间的权利与利益分配关系。《合伙企业法》规定“本法所称合伙企业，是指自然人、法人和其他组织依照本法在中国境内设立的普通合伙企业和有限合伙企业”，即有限合伙企业的合伙人不限于自然人，还可以是法人和其他组织，为有限合伙企业内继续嵌套提供了法律依据。多层嵌套的有限合伙企业架构具有以下特点：

一是投资回报杠杆高。如果其中1名合伙人是企业，则该企业是以企业的名义参与有限合伙，即便该企业有数量众多的股东或者合伙人，但在整体上仍然属于同一合伙人。加入一层合伙人结构之后，可以突破单个合伙企业合伙人不超过50人的限制。多层嵌套的好处包括可以对更多的员工进行股权激励，以及在引入更多资金的同时保持对关键投资实体的控制，投资回报的杠杆属性更强。

二是最终控制人与中小股东权利义务不平衡。多层嵌套的股权结构安排使得股权控制链顶端的出资人以较少的资产实现了较多的利益控制。最终控制人与其他中小股东之间形成的合约并不能穷尽所有事项，二者之间的权利义务边界不够清晰，导致最终控制人可能利用普通合伙人的控制权优势侵害中小股东权利。

三是股权结构复杂。有限合伙企业嫁接契约型私募基金、券商资产管理计划、基金专户及基金子公司产品、信托计划、理财产品、保险产品、资管计划等所形成的特殊主体，具有实际出资人信息隐蔽、复杂，查证难度大等特征。

## 二、有限合伙企业控制权的认定

### (一) 资本控制与协议控制

尊重资本和投资者利益保护的“同股同权”原则是企业控制权安排实践的标准范式。长期以来，我国公司股权的主流架构也是建立在同股同权的一元制基础之上，控制权取决于资本的多寡。

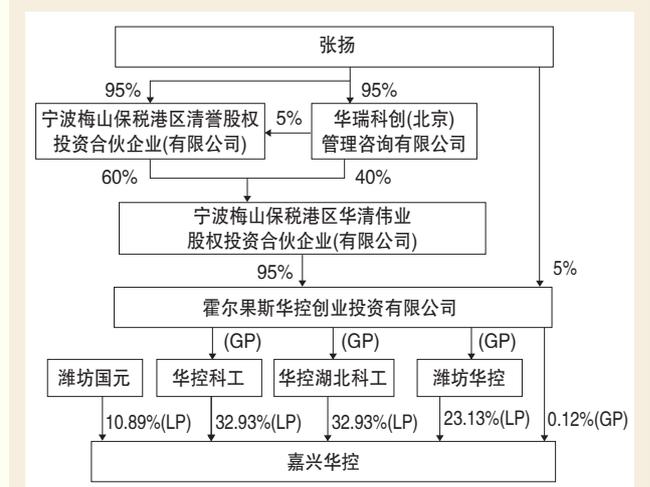
《合伙企业法》采用了合伙协议的概念，各合伙人之间基于合伙协议组成一个收益共享、风险共担的利益

共同体。同时，有限合伙企业由于本身机制十分灵活，可以通过合伙协议等安排达到实际支配企业的目的，有效避开公司同股同权的要求，允许承担无限责任的普通合伙人在合伙协议的约定下执行事务并掌握全部控制权，且不论出资比例多少。

从第一大股东为有限合伙企业的76家上市公司看，部分股东通过GP身份对上市公司实施控制，还有股东通过资本同时通过GP与LP身份实现对上市公司的最终控制。例如，新研股份于2019年3月29日披露实际控制人变更的提示性公告，张扬通过协议受让和接受委托表决权方式实现对上市公司的控制，其控制的路径主要通过协议控制而非资本控制。新研股份的第一大股东为一家有限合伙企业嘉兴华控(股权结构见图1)，拥有上市公司19.15%的表决权。华控创投担任嘉兴华控的GP，持有嘉兴华控0.12%的股权，华控创投的实际控制人为张扬。嘉兴华控的LP包括华控科工、华控湖北科工、潍坊华控、潍坊国元，分别持有嘉兴华控32.93%、32.393%、23.13%、10.89%的股权，华控创投担任华控科工、华控湖北科工、潍坊华控的GP，分别持有其0.08%、0.1%、0.08%的股权。由此可见，张扬充分利用了有限合伙企业协议控制的灵活性，仅用少量出资就取得了新研股份的控制权。

再如，中晟高科控股股东为苏州吴中区天凯汇达股权投资合伙企业(有限合伙)(以下简称天凯汇达)，苏州市吴中创业投资有限公司为天凯汇达执行事务合伙人，苏

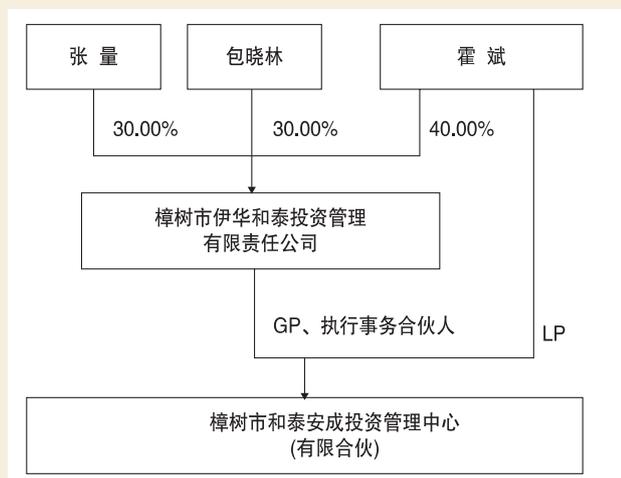
图1 新研股份第一大股东股权结构



资料来源：该公司2020年度报告。



图3 焦作万方第一大股东股权结构



资料来源：该公司2020年11月25日披露的《详式权益变动报告书(修订稿)》。

#### 4.GP与LP存在潜在冲突

一是潜在的法律冲突。为满足不同投资人的风险偏好，在有限合伙中常常进行结构化安排，将有限合伙人分为优先、劣后等不同层级，分别赋予差异化的权利和义务，以实现不同的商业目标。此类结构化安排包括优先分配、差额补足、份额回购等主要方式。如约定无论合伙企业盈亏，优先级LP均可依约获得优先分配、要求其他合伙人进行差额补足、有权要求回购义务方让其其他份额等权利，可能与《合伙企业法》中“不得约定由部分合伙人承担全部亏损”的规定冲突，产生诸多法律纠纷。

二是潜在的利益冲突。随着有限合伙企业搭建嵌套层级增多，背后的GP与LP间利益平衡的难度系数将呈几何倍数增加，特别是取得上市公司控制权后如何实现快速退出，往往容易出现分歧。汇源通信控股股东为广州蕙富骐骥投资合伙企业(有限合伙)(以下简称蕙富骐骥)，GP与LP分别为广州汇垠澳丰股权投资基金管理有限公司(以下简称汇垠澳丰)、平安汇通广州汇垠澳丰6号专项资产管理计划(以下简称6号资管计划)。由于在推动汇源通信重组方面进展缓慢，历时9个月推出的一份典型“三高重组”方案被股东大会否决，6号资管计划的B级委托人珠海横琴泓沛股权投资基金(有限合伙)要求更换普通合伙人，但在汇垠澳丰拟转让合伙份额时却被LP的部分劣后级有限合伙人否决。此后，汇源通信出现多方举牌、股东之间相互举报、大股东假要约未果、股东间司法纠纷

等一系列股权争夺事件，引发媒体对公司大股东内讧不断、资本乱局升级等诸多质疑。

#### (二)信息披露

由于目前有限合伙企业有关的信息披露规则不够完善，涉及的组织形式、关联关系、利益分配机制较为复杂，上市公司缺乏充分信息披露的动力，主要表现在以下几个方面。

一是穿透披露有待强化。有限合伙及其形成的特殊主体在与结构化安排或其他协议安排结合方面具有天然优势，此类特殊主体背后实际出资人的信息往往较为隐蔽、复杂，信息披露的真实性、准确性、完整性方面的查证难度大，牵涉的监管资源多。目前，穿透披露的相关规定虽然未覆盖所有与有限合伙架构相关的事项，但对于IPO、重大资产重组、再融资等重大事项，已有明确要求按照穿透披露原则披露有限合伙企业股权结构、资金来源、表决及利益分配机制等方面的相关信息。部分上市公司未严格执行现有穿透披露的相关规定，而对于其他并购、权益变动等事项更缺乏详细披露的动力，一般需要依靠监管机构的问询。

二是控制权论述不充分。大部分公司仅简单披露了合伙人的名称、股权结构，且基本都认定执行事务合伙人具有控制权，但很少充分披露执行事务合伙人应当具备的条件和选择程序、权限与违约处理办法、除名条件和变更程序等信息，因此也未能基于以上信息对合伙企业控制权归属进行充分论证。如众应互联在监管部门发函要求下，在2019年11月22日披露的《关于对深圳证券交易所关注函的回复公告》中，才从表决权委托、股东持股情况及董事会构成情况、投资决策程序、GP与LP权利义务关系、收益分配机制等方面，对实际控制人认定进一步论证。

三是关联关系及资金来源披露不充分。有限合伙企业在收购上市公司股权过程中，涉及股权、资金、人员等关系网复杂，面临是否构成一致性关系、是否属于联合股权收购、表面上的第一大股东是否为影子股东等诸多问题。如鞍重股份在监管问询下，有限合伙企业强强投资承认协议受让上市公司7.06%股份的2.1亿元收购资金来源于持股9.76%股东杨永柱提供的借款，与杨永柱构成一致行动人，双方于2021年5月17日签署了《一致行动

协议》。

四是股东组织形式变更信息披露不充分。汉森制药、兆驰股份等多家公司的控股股东迁址并将组织形式由公司制变更为有限合伙企业。以上变更发生后，股东通常仅简单披露提示性公告称其变更了工商注册信息，而未对变更组织形式后有限合伙企业的事务执行方式、治理机制、利润分配及亏损分担方式等信息进行披露。

五是利润分配及亏损分担方式披露不充分。利润分配、亏损分担方式关乎有限合伙企业各方合伙人的权利和义务是否对等，进而关乎合伙企业自身的稳定性。从披露情况看，仅有部分公司的股东披露了利润分配、亏损分担方式，其中大部分公司约定GP和LP按照出资份额进行收益或亏损的分配或分担，个别公司存在收益向GP倾斜的安排。

六是年报中控制权相关信息披露不完整。《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》对实际控制人的披露进行了详细规定，但部分公司未完全按照其规定完整披露相关情况，如未以方框图及文字的形式披露公司与实际控制人之间的产权和控制关系，未按规定穿透披露至自然人、国有资产管理机构等主体，未完整披露最终控制层面持股比例在10%以上的股东情况等。

### (三)高杠杆收购

合伙企业通过资管计划、信托计划、私募等多种杠杆资金的相互叠加、层层嵌套，以少量自有资金撬动规模巨大的杠杆资金，用以收购上市公司控制权，通过重大资产并购重组借机将旗下关联资产以高溢价注入上市公司，实现并购套利，中间还可能存在关联交易非关联化、操纵股价、内幕交易等多种问题。如汇垠澳丰以GP身份与三个资管计划形式的LP分别组成三个有限合伙企业，在2015年底至2016年7月的半年多时间内，以201万元的出资撬动47亿元的杠杆资金，以其中43亿元控制了汇源通信、融钰集团、万家乐(后更名为顺钠股份)三家上市公司。之后汇垠澳丰企图主导各上市公司实施重大资产重组，将相关资产注入上市公司，以实现资产证券化。随着三家公司的重组之路一波三折、屡屡折戟，公司出现生产经营陷入困境、股价大涨大跌、控股股东股份平仓冻结、控制权不稳定等多种风险叠加情况。

## 四、监管建议

### (一)完善有限合伙企业控制权认定标准

一是遵循实质重于形式原则。《公司法》与《合伙企业法》中关于控制权认定的逻辑存在一定差异。从监管实践看，有限合伙企业控制权及上市公司实际控制人的认定都需要遵循实质重于形式的原则，不宜武断认定GP或LP为实际控制人。

二是区分GP和LP的权利义务边界。GP和LP之间的权利义务约定是决定有限合伙企业能否正常平稳运行的关键，需要关注有限合伙企业协议主要内容，尤其是涉及合伙人切身利益方面的约定，如执行事务合伙人权限、除名及更换、利润分配、债务清偿、亏损分担等。

三是关注设立目的及投资意图。不同有限合伙企业设立目的不同，股权投资意图及对控制权的需求和意愿也不同，应结合有限合伙企业是否出具放弃控制权承诺、是否存在委托表决权安排、提名董事数量、退出机制及期限等安排来判断对控制权认定的具体影响。

### (二)强化有限合伙企业穿透披露监管

有限合伙架构下涉及的组织形式、关联关系、利益分配机制较为复杂，上市公司缺乏充分信息披露的动力。建议进一步完善信息披露规则，强化穿透披露监管。资金来源穿透披露方面，关注是否为自有资金，是否存在对外募集、代持、结构化安排或者直接间接使用关联方资金等；股权结构穿透披露方面，关注股东是否追溯到最后自然人、国资控股企业，是否明确最终的实际控制人并充分披露其中的关联关系。如公司控制权归属存在不稳定因素，或公司控股股东通过变更组织形式发送重大变化的，也应当关注上述信息是否充分披露并进行风险提示。

### (三)关注高杠杆收购风险

高杠杆收购容易引发控制权不稳定、股价异常波动、法律纠纷等多种风险，而有限合伙架构多层嵌套的优势容易放大杠杆效应。建议对有限合伙架构层级是否过多、嵌套产品是否多样、结构化设计是否繁杂、杠杆倍数是否过高、退出机制是否合理、是否充分提示高杠杆带来的风险等予以重点关注。 ■

(责任编辑：陈起阳)