ST新动力「三方夺权」

司法拍卖结盟入主→内讧瓦解→股东会倒戈→证监会立案——控制权联盟的建立与崩溃

案例摘要

ST新动力（300152）三方股东南昌达亿、天津腾宇及自然人方海云通过司法拍卖途径买入公司股份并一度结成联盟。三方先后签署《一致行动人协议》和《表决权委托协议书》，但两份协议内容相互矛盾——前者约定以天津腾宇意见为准，后者约定天津腾宇将表决权委托给南昌达亿。2026年1月20日第一次临时股东大会上，南昌达亿声称代表天津腾宇投票，引爆投票权冲突。2026年4月，证监会以涉嫌信息披露违法违规为由对三方股东立案调查。本案是A股罕见的"控制权联盟内爆"案例，对表决权委托、一致行动协议的法律边界具有标杆性参考价值。

案例编号	14
上市公司	ST新动力（300152）
核心博弈方	南昌达亿 vs 天津腾宇 vs 方海云
博弈性质	控制权联盟内部瓦解（三方混战）
争夺期间	2024年—2026年（持续中）
所属行业	环保设备
当前状态	无控股股东/无实际控制人，证监会立案
关键手段	司法拍卖、表决权委托、一致行动协议、股东会投票博弈

一、涉及公司背景

博弈三方：从盟友到对手

ST新动力的控制权格局源于一场司法拍卖。公司原大股东的股份因债务纠纷被司法处置，南昌达亿投资有限公司、天津腾宇高通信息咨询合伙企业（有限合伙）及自然人方海云分别通过司法拍卖竞得股份，三家持股比例相近，无任何一方能单独控制公司。

在此背景下，三方于2024年10月签署了《一致行动人协议》，结成股东联盟共同控制公司，核心约定为：三方在股东会上保持一致行动，若意见不统一，以天津腾宇的意见为准。此时三方关系处于"蜜月期"。

然而，2025年8月18日，天津腾宇与南昌达亿之间又签署了一份《表决权委托协议书》，约定天津腾宇将其表决权委托给南昌达亿行使。这份协议在性质上与《一致行动人协议》产生了根本性矛盾——如果表决权已经委托给南昌达亿，那"以天津腾宇意见为准"的一致行动条款就失去了操作基础。

二、控制权争夺时间线

- 2024年 南昌达亿、天津腾宇、方海云通过司法拍卖分别竞得ST新动力股份，三方持股比例接近
- 2024年10月

三方签署《一致行动人协议》，结盟共同控制公司，约定意见不统一时以天津腾宇为准

- 2025年8月18日

天津腾宇与南昌达亿签署《表决权委托协议书》，天津腾宇将表决权委托南昌达亿

- 2026年1月20日 第一次临时股东大会：南昌达亿声称依据《表决权委托协议书》代表天津腾宇投票，引发投票权争议
- 2026年4月10日 证监会公告：三方股东因涉嫌持股变动信息披露违法违规被立案调查
- 2026年4月12日

媒体报道聚焦：股东会现场投票对立、协议前后"打架"导致公司陷入无实际控制人状态

三、争夺关键节点分析

两份矛盾协议——一切混乱的根源

ST新动力案的核心不在地头蛇或门口的野蛮人，而在于两份法律文件之间的"自相矛盾"。2024年10月的《一致行动人协议》约定三方结盟、以天津腾宇意见为准；2025年8月的《表决权委托协议书》则约定天津腾宇将表决权委给南昌达亿。问题在于：如果天津腾宇的表决权已经委托给了南昌达亿，"以天津腾宇意见为准"的一致行动条款如何执行？反之，如果一致行动条款仍然有效，天津腾宇把自己意见"外包"给南昌达亿是否构成了对一致行动协议的违反？

两份协议的存在本身即说明：三方联盟在2024年建立后迅速出现了裂痕，南昌达亿试图通过表决权委托来架空天津腾宇的一致行动领导地位。而天津腾宇为什么签署了这样一份"自废武功"的协议，至今成谜——可能是被误导、被施压，或者协议本身存在效力瑕疵。

股东会投票对垒（2026年1月20日）

1月20日的临时股东大会是矛盾的总爆发。当天审议《关于修订公司章程的议案》时，南昌达亿委托代理人现场出席，声称依据《表决权委托协议书》代表天津腾宇投票。但天津腾宇方面不认可该委托的效力，质疑南昌达亿的投票资格。方海云作为第三方，面临选边站的困境。股东大会现场出现了罕见的"投票资格之争"——不是关于投什么，而是关于谁有资格投。

证监会立案——监管的最后手段（2026年4月）

内部投票权纠纷最终引来了监管介入。2026年4月10日，证监会对三方股东同时立案，理由是指控其"持股变动信息披露违法违规"。这一立案动作的信号非常明确：监管层认为，三方股东在持股变动和表决权安排过程中可能存在信披违规，需要查清。但更深层的含义是——当公司内部治理完全失灵时，监管介入是最后的秩序维护手段。

四、夺权与防守策略分析

南昌达亿策略（夺权/扩权）

在已有的《一致行动人协议》基础上，再与天津腾宇单独签署《表决权委托协议书》

试图通过表决权委托架空天津腾宇在一致行动中的领导地位

在股东大会上主动出击，声称拥有天津腾宇的表决权代理资格

利用协议条款的模糊性，创造"既成事实"的投票格局

天津腾宇策略（守权/反制）

在股东会现场否认表决权委托的效力，质疑南昌达亿的投票资格

援引《一致行动人协议》的"以我为准"条款，维护自身在联盟中的主导地位

可能主张《表决权委托协议书》系无效签署或存在重大误解

在媒体和监管层面强调协议矛盾，争取外界认同

五、争夺当前状态

持续中：无实控人状态 + 证监会立案

截至2026年7月，ST新动力仍处于"无控股股东、无实际控制人"的治理真空状态。三方股东的投票权争议未通过司法或仲裁途径有效解决。证监会的立案调查仍在进行中，调查结果将直接影响三方股东的持股合法性及投票权安排。短期内，公司控制权难以稳定——除非三方之一主动退出或外部力量介入。本案的发展方向可能为：(a) 证监会调查结果带来行政处罚，改变三方博弈格局；(b) 其中一方减持退出，联盟重组；(c) 外部战略投资者入场接盘，打破三方僵局。

六、案例评析

ST新动力案在A股控制权争夺历史中开辟了一个全新类型——"联盟内爆"型。以往的控制权争夺多为"攻方vs守方"的二元对立模式，而本案的框架是：三方先结成联盟夺取控制权，然后在联盟内部再爆发争夺。这呼应了博弈论中的一个经典命题："囚徒困境"——在联盟缺乏强制执行机制的情况下，每个成员都有动机背叛联盟以获取更大利益。

两份相互矛盾的协议是本案最大的看点。在法律实践中，《表决权委托协议书》和《一致行动人协议》如果内容冲突，如何确定效力优先级？目前的规则体系并未给出明确答案。南昌达亿的"双重协议"策略——先签一致行动协议稳住联盟，再签表决权委托架空对方——在操作层面相当"聪明"，但在法律和道德层面都值得商榷。

证监会以"信息披露违法违规"为由立案，是一个聪明的切入点——监管层避开对两份协议效力的直接判断，而是聚焦于持股变动是否及时、准确披露这一更确定的事实。这提示所有控制权争夺的参与者：违规信息披露是最容易被抓住的"辫子"。

无实控人状态虽然暂时避免了任何一方独大，但也使公司陷入治理瘫痪——重大决策无法通过，融资、并购等战略动作无法推进。这是一种"所有人都在输"的均衡状态。

最新进展（2026年9月更新）

行政处罚事先告知书：拟罚2580万（2026年8月）

2026年8月7日，ST新动力公告，公司及相关责任人于8月7日收到证监会河北证监局《行政处罚事先告知书》，因公司在2025年9月涉嫌信息披露违法违规（主要围绕与河北诺安股权投资基金管理有限公司的关联关系隐瞒问题），拟对公司及相关负责人合计罚款2,580万元。该处罚源于2025年9月公司因涉嫌信披违规被立案调查后的审理结论。

董事长辞任＋退市风险高悬（2026年中报）

2026年6月29日，原董事长程芳芳辞任董事长职务，公司经营由新任管理层承接。2026年半年度报告显示，公司控股股东及实际控制人报告期内未发生变更，仍处于"无控股股东、无实际控制人"状态；公司已连续三年被出具内部控制否定意见审计报告，若2026年年报内控再出问题，将直接触及强制退市红线。截至8月，公司股价徘徊在1.5元附近，退市危局未解。

评价：ST新动力案从"三方联盟内爆"滑向"监管处罚+退市危局"的深渊。行政处罚的事先告知，是三方信披违规的阶段性法律后果；而连续内控否定意见与退市风险，才是悬在公司头上的终极威胁。本案再次印证：控制权争夺的输家，往往不只是参与博弈的股东，更是公司本身与广大中小投资者。

七、深度启示与理论分析

理论层：控制权联盟的不稳定性

本案是博弈论中"联盟博弈"（coalitional game）在A股控制权市场的绝佳案例。在经典的联盟博弈中，当联盟成员实力接近且缺乏外部强制执行机制时，联盟本身是不稳定的——任何成员都有动机通过背叛来获取更大份额。

具体到ST新动力，三方持股比例接近（无压倒性大股东）意味着任何两方的联合都可以形成多数。南昌达亿的策略本质是：在同天津腾宇结盟的基础上，再通过表决权委托"消化"盟友的投票权，从而在三方中成为事实上的主导者。这是典型的"联盟内部夺权"策略——不是直接对抗，而是在框架内逐步蚕食。

从交易成本经济学的角度，两份矛盾协议的存在说明：控制权联盟的契约成本极高。三方缺乏一个可信的第三方来监督协议执行，导致任何一方的违约行为都难以被有效制裁。这使得联盟本身就缺乏稳定性基础。

对收购方/联盟构建者的启示

- 联盟协议要注重一致性和排他性：避免签署可能存在内部矛盾的多个协议，关键条款必须明确优先顺序。
- 建立实质性的联盟纽带，而非仅靠协议：股权质押、资金共管、联合提案权等机制可以降低背叛动机。
- 预设在分裂情景下的解决机制：约定当联盟内部出现分歧时的仲裁或调解程序。
- 信披合规是第一道防线：无论内部博弈如何激烈，对外信披不能出问题。

对上市公司治理的启示

-

无实控人状态是治理的最大风险：当公司无人能有效决策时，经营必然恶化，最终全体股东受损。

- 司法拍卖入主的后续管理至关重要：法拍只是获取股权的第一步，入主后的联盟管理才是决定性的。

-

公司章程应预设僵局解决机制：如超多数条款、轮值主席制度等，避免因股东僵局导致公司停摆。

法律与治理启示

- 表决权委托协议的效力标准需要明确：当委托协议与一致行动协议冲突时，如何确定各协议的效力？需立法或司法解释给出清晰答案。
- 证监会立案调查应成为治理失灵时的常规工具：本案证监会的介入起到了"临时秩序维护者"的作用。
- 完善司法拍卖买受人的信息披露制度：法拍入主的股东是否具有一致行动关系、是否有后续控制权安排，应在取得股份时即完整披露。

普遍借鉴意义

- 控制权的稳定性不仅取决于"谁来控制"，更取决于"控制模式本身是否稳固"。三方共治看似公平，实则最不稳定——人数越多，背叛的收益越大、协调的成本越高。

• 在构建股东联盟时，法律文件的严谨性是根基。ST新动力的教训说明：一纸模糊的协议在和平时期无伤大雅，但在利益分歧出现时可能成为混乱之源。

• 无实控人状态虽然避免了"一言堂"的风险，但随之而来的治理真空往往更致命。上市公司需要的是一个有效的决策机制，而非简单的权力制衡。

本报告由红瓦资讯研究团队基于公开信息整理分析，仅供学习研究参考，不构成投资建议。