



2025 年 4 月 第四期

# 金融工具与金融基础设施业务

法律资讯

FINANCIAL INSTRUMENT AND FMI LAW  
NEWSLETTER



政策法规



专业文章



市场动态



上海市律师协会

金融工具与金融基础设施专业委员会



上海市律师协会

金融工具与金融基础设施专业委员会

金融工具与金融基础设施法律资讯

financial instruments and financial infrastructure newsletter

## 金融工具与金融基础设施专业委员会成员

主 任： 张伟华

副主任： 苏 萌 朱 峰 张卫工

委 员： 包俊刚 鲍晓晔 陈健民 段洁琦 韩红彩 金易文 刘春彦 林 剑 刘明昊 刘沁  
茹 林 嵯 刘 毅 欧阳群 曲 峰 钱 豪 石彩霞 施天佑 史羽鸿 陶灏婷 王 彬  
王 洁 王卓君 杨 冰 张博超 张 弛 张 锴 周明浩 郑伟杰 赵伟喆

干 事： 庞 平 汪 澄 周红节 赵哲楠

本期编辑： 张伟华 周红节



## 目 录

◎ 政策法规 .....	4
科创板上市公司自律监管指南第 2 号——信息报送及资料填报（2025 年 4 月修订） .....	4
科创板上市公司自律监管指南第 12 号——退市风险信息披露（2025 年 4 月修订） .....	14
◎ 专业文章 .....	24
数据资产质押融资业务的机遇与挑战 .....	24
上市公司控股股东、实际控制人的认定及其行为规范 .....	37
◎ 市场动态资讯 .....	58
一季度理财规模缩水超 8000 亿，4 月有望大幅回升 .....	58
4 月南向资金涌入港股超 1600 亿元，全年或冲击万亿 .....	61
社科院报告献策应对内外挑战：额外增发特别国债，设 2 万亿平准基金 .....	67





## ◎ 政策法规

# 科创板上市公司自律监管指南第2号——信息报送及资料填报（2025年4月修订）

### 第一章 一般规定

第一条 为了完善上海证券交易所（以下简称本所）科创板上市公司、控股股东等信息披露义务人及其相关人员信息报送及资料填报的工作流程，根据《上海证券交易所科创板股票上市规则》（以下简称《科创板上市规则》）《上海证券交易所科创板上市公司自律监管指引第1号——规范运作》（以下简称《科创板规范运作指引》）等有关规定，制定本指南。

第二条 上市公司应当遵守本指南的规定，通过本所公司业务管理系统（以下简称系统）的“资料填报”等相关栏目，做好各类资料的填报和更新工作。

第三条 上市公司董事会秘书应当承担信息填报和维护的具体职责，并对所填报信息进行必要的复核。填报信息发生变化的，应当及时对相关变动信息予以主动更新。

第四条 上市公司及其董事、高级管理人员、核心技术人员，股东或存托凭证持有人、实际控制人、关联人及其相关人员，以及收购各方等其他相关信息披露义务人，应当遵守本指南要求，积极配合上市公司完成相关信息的填报工作，保证填报信息的及时、真实、准确、完整，并承担由此产生的法律责任。

填报信息发生变化的，相关信息披露义务人应当及时告知上市公司。

### 第二章 上市公司基本信息的填报



第五条 上市公司在取得本所分发的 CA 数字证书(相关技术规范文件也称为“E-key”，本指南统称为“CA 数字证书”)后，应及时通过 CA 证书登入系统的“资料填报”栏目填报上市公司、董事、高级管理人员、实际控制人及其一致行动人等相关信息。

上市公司应当及时更新 CA 数字证书有效期，确保其始终处于有效期内。

第六条 上市公司填报董事、高级管理人员信息时，应当首先通过系统“资料填报”栏目填报其声明信息。

填报过程中，如董事、高级管理人员个人开设有多多个 A 股证券账户，则每个 A 股证券账户填报一条记录。如尚未开设 A 股证券账户，A 股证券账户栏请填报“无”。

第七条 上市公司填报完成后，本所网站“监管信息公开”下设的“持股变动”子栏目中将于次日显示上述信息，供投资者查询，上市公司无需另行公告。

第八条 根据填报信息，本所对上市公司董事、高级管理人员持有的本公司股份实施以下事前控制：

- (一) 公司股票上市交易之日起特定期限内不得转让；
- (二) 公司董事、高级管理人员离职后半年内不得转让；
- (三) 公司股票上市交易之日起一年后在任职期间内每年可以转让 25%；
- (四) 年内新增无限售条件股份当年可转让 25%。

上市公司进行权益分派时，同比例增加第(三)项、第(四)项情形的当年可转让数量。

第九条 所有上市公司均应填报大股东信息。上市公司填报大股东信息应当通过系统“资料填报”下的“大股东/控股股东及其一



致行动人”栏目填报。

上市公司大股东存在一致行动人的，应当填报和维护一致行动人信息。单一股东持股量虽未达到公司总股本的 5%，但因一致行动关系合计持股达到 5%以上的，也应当填报一致行动人信息。

每组一致行动人至少需要填写两位以上的股东信息。

第十条 多地上市公司应当如实填报并及时更新境外上市股本信息，并向公司大股东及其一致行动人、董事、高级管理人员等相关信息披露义务人核实相关信息，做好填报与更新维护工作。

### 第三章 关联人和关联关系的填报

第十一条 上市公司应当通过系统“资料填报”——“上市公司信息维护”下的“关联关系”栏目，及时填报上市公司董事、高级管理人员、直接或间接持有上市公司 5%以上股份的股东、实际控制人、关联人及关联关系等相关信息。

第十二条 上市公司应当根据《科创板上市规则》等规定界定关联人，并分别新建、填写关联法人、关联自然人名称（姓名）、证件号码、关联关系及其他说明等。填写过程中，上市公司应当根据实际关联关系勾选所适用的《科创板上市规则》情形，并在“其他说明”栏中填写具体的股权关系（关联法人）、职务或亲属关系（关联自然人）。每一个关联人对应一条记录。

第十三条 对于存在间接持股关系的关联人，填报各层次的控制关系或持股情况。如控股股东 B 持有上市公司 C 75%的股权，A 公司持有 B80%的股权，从而间接控制上市公司 C 的股份。上市公司应当在“关联关系”中创建以下两条记录：

控制方或股份持有方全称 控制方或股份持有方统一社会信用代码（如有） 被控制方或被投资方全称 被控制方或被投资方统一





社会信用代码 控制方或投资方持有被控制方或被投资方总股本比例（%，精确到两位小数） 其他说明

A A 的统一社会信用代码 B B 的统一社会信用代码 80

B B 的统一社会信用代码 C C 的统一社会信用代码 75

第十四条 上市公司关联人名单及关联关系发生变化时，上市公司应当及时在系统中对已填报信息进行更新。

#### 第四章 内幕信息知情人档案的填报

第十五条 根据中国证监会《上市公司监管指引第 5 号——上市公司内幕信息知情人登记管理制度》、国务院国资委《关于加强上市公司国有股东内幕信息管理有关问题的通知》、本所《科创板上市规则》等有关规定，上市公司应当及时报送内幕信息知情人档案和重大事项进程备忘录。

第十六条 上市公司发生收购、重大资产重组、发行证券、合并、分立、分拆上市、回购股份等重大事项的，应当按照本所有关规定报送内幕信息知情人档案和重大事项进程备忘录。

第十七条 上市公司国有股东、实际控制人按照国务院国资委《关于加强上市公司国有股东内幕信息管理有关问题的通知》第六条规定将内幕信息知情人档案通知上市公司后，上市公司应当向本所报送。

第十八条 上市公司应当通过系统“监管互动”下的“内幕信息知情人”栏目填报内幕信息知情人和进程备忘录。

内幕信息知情人信息包括但不限于：姓名、证件号码、所在单位/部门、与上市公司的关系、职务或岗位、知悉内幕信息时间、知悉内幕信息方式、知悉内幕信息阶段、登记时间等。

知悉内幕信息时间是指内幕信息知情人知悉或应当知悉内幕信



息的第一时间。

填报知悉内幕信息的方式，包括但不限于会谈、电话、传真、书面报告、电子邮件等。填报知悉内幕信息阶段，包括商议筹划，论证咨询，合同订立，公司内部的报告、传递、编制、决议等。

在重大事项首次披露后，事项进展发生重大变化的，上市公司应当按照本所要求补充填报内幕信息知情人信息及重大事项进程备忘录。

## 第五章 董事会秘书任职与培训相关材料报送

第十九条 上市公司聘任董事会秘书的，应当根据《科创板上市规则》《科创板规范运作指引》等规定，及时通过系统“资料填报”下的“董秘任职报送”栏目，提交董事会秘书个人信息、董事会秘书具备任职能力的相关证明，并及时关注反馈意见。

上述相关证明为下列文件之一：

- (1) 董事会秘书资格证书；
- (2) 董事会秘书任职培训证明；
- (3) 具备任职能力的其他证明。

第二十条 上市公司应当做好董事会秘书信息的维护工作，当董事会秘书任期结束或提前离职时，应当及时予以更新。

本所持续提供免费的培训服务，不断提高董事会秘书的履职能力。

## 第六章 独立董事管理

第二十一条 独立董事候选人应当具备《科创板上市规则》《科创板规范运作指引》要求的任职条件、任职资格及独立性等要求。上市公司报送独立董事候选人资料时，应当确保独立董事候选人符合上述要求。





第二十二条 独立董事提名人不得提名与其存在利害关系的人员或者其他可能影响独立董事履职情形的关系密切人员作为独立董事候选人。存在利害关系人员的范围参照《上市公司独立董事管理办法》第六条的规定执行，关系密切人员的范围参照《中华人民共和国刑法》第三百八十八条之一及《上市公司信息披露管理办法》第六十二条等规定执行。

提名人应当关注独立董事候选人是否存在下列情形。存在下列情形之一的，独立董事提名人不得提名其担任上市公司独立董事：

（1）根据《公司法》等法律法规及其他有关规定不得担任董事、高级管理人员的情形；

（2）被中国证监会采取不得担任上市公司董事、高级管理人员的证券市场禁入措施，期限尚未届满；

（3）被证券交易场所公开认定为不适合担任上市公司董事、高级管理人员等，期限尚未届满；

（4）《科创板规范运作指引》规定的不具备独立性、存在不良记录等情形；

（5）法律法规、本所规定的其他情形。

第二十三条 独立董事候选人应当向上市公司提交独立董事材料报送所需的个人信息，就其是否符合法律法规和本所相关规则有关独立董事任职条件、独立性等要求作出《独立董事候选人声明与承诺》。

独立董事提名人应当就独立董事候选人是否符合任职条件和任职资格、履职能力、是否存在影响其独立性的情形等内容进行审慎核实，并就核实结果作出《独立董事提名人声明与承诺》。独立董事提名人应当在声明与承诺中说明，被提名人与其不存在利害关系



也不是其他可能影响被提名人独立履职情形的关系密切人员。

第二十四条 上市公司董事会或者具有独立董事提名权的上市公司股东等拟提名独立董事候选人的，最迟应当在选举独立董事的股东会通知公告前，通过系统“资料填报”下的“候选独立董事申报”栏目，提交候选独立董事候选人的有关材料，包括《独立董事提名人声明与承诺》《独立董事候选人声明与承诺》《独立董事候选人履历表》、提名委员会或者独立董事专门会议的审查意见、独立董事培训证明或者具备任职能力的其他证明（如有）等，并及时关注反馈意见。上市公司应当披露相关公告并保证公告内容的真实、准确、完整。

第二十五条 在对拟任独立董事任职资格认定过程中，上市公司董事会、独立董事候选人、独立董事提名人应当积极配合本所认定工作：

（一）本所发现明显缺少材料、材料形式或者内容明显不符合规定的，上市公司董事会、独立董事候选人、独立董事提名人应按要求及时补充并提交。

（二）本所认为独立董事提名相关事项需要进一步说明或者作出解释进行问询的，上市公司董事会、独立董事候选人、独立董事提名人应当在规定时间内如实做出解释说明、回答本所问询，并按要求及时向本所补充有关材料。未按要求及时回复补充有关材料的，本所将根据现有材料决定是否对独立董事候选人的任职条件和独立性提出异议。

（三）本所原则上在收到上市公司报送独立董事候选人材料后的五个交易日内完成资格认定工作，公司补充材料或者作出说明解释的期间不计入前述五个交易日。



第二十六条 本所发现候选人存在不得担任独立董事情形，将向上市公司提出异议。

第二十七条 在召开股东会选举独立董事时，上市公司董事会应当对独立董事候选人是否被本所提出异议的情况进行说明。对于本所提出异议的独立董事候选人，上市公司不得将其提交股东会选举为独立董事，如已提交股东会审议的，应当取消该议案。

第二十八条 独立董事履职过程中，应当持续遵守法律法规及本所相关规定的要求，确保有足够的时间和精力履行职责，作出独立判断，不受上市公司及其主要股东、实际控制人等单位或者个人的影响。

如果发现不符合独立性条件或者任职资格的，或者相关情况发生变化不再符合前期声明承诺的，应当立即停止履职并提出辞职，并按有关规定执行。

第二十九条 上市公司应当做好独立董事信息的维护工作，当候选独立董事成为在任或者未获选任，任期结束或者提前离职时，应当及时进行信息更新。

本所持续提供免费的培训服务，不断提高独立董事的履职能力。

## 第七章 上市公司及相关主体承诺

第三十条 上市公司及相关主体作出承诺或变更、豁免履行承诺的，在“资料填报”下的“上市公司及相关主体承诺”栏目，进行填报、更新。

承诺信息填报内容包括承诺类型、承诺主体类型、承诺主体名称、目前履行状态、承诺事项类别、承诺内容、作出承诺时间、预计履行完成时间、实际履行完成时间、备注等。

第三十一条 承诺事项涉及多个承诺时间，或者涉及多个承诺





主体类型的，应当分成多个承诺事项填写。

同一承诺事项涉及多个承诺事项类别的，类别应当多选。

第三十二条 上市公司及相关主体的承诺事项将在本所外网“监管信息公开”栏目下“承诺履行”子栏目集中展示。

#### 第八章 其他资料填报

第三十三条 上市公司及其董事、高级管理人员接受外界采访、调研，或者召开说明会，应当事先告知董事会秘书，原则上董事会秘书应当全程参加采访或调研。

采访或调研结束后，采访调研人员应当与接受采访调研的人员共同编制会谈的书面记录并签字确认，在两个交易日内，由上市公司董事会秘书通过系统“上市公司信息维护”下的“公司及高管接待机构调研情况”栏目进行报备，并尽快通过上证 e 互动平台的“上市公司发布”栏目予以发布。

书面记录应当至少包括采访或调研时间、参加人员、事项及主要内容。

第三十四条 上市公司应当通过系统“资料填报”下的“上市公司信息维护”下的“相关市场中介”栏目，填写公司聘请的中介机构信息。

第三十五条 上市公司如需报送董事会秘书履职报告、信息披露沟通文件、专项报告、案例等文件，应当通过系统“资料填报”下的“其他文件报送”栏目进行提交，并及时关注上述流程的流转状态。

#### 第九章 附则

第三十六条 本指南由本所负责解释。

第三十七条 本指南自发布之日起施行。



上海市律师协会

金融工具与金融基础设施专业委员会

金融工具与金融基础设施法律资讯

financial instruments and financial infrastructure newsletter



## 科创板上市公司自律监管指南第 12 号——退市风险公司信息披露（2025 年 4 月修订）

为严格执行退市制度，推动“应退尽退”常态化退市机制形成，引导股票具有退市风险的上市公司（以下简称退市风险公司）及其董事、高级管理人员和负责审计的会计师事务所（以下简称会计师事务所）归位尽责，充分揭示退市风险、保护投资者合法权益，根据《上海证券交易所科创板股票上市规则》（以下简称《科创板股票上市规则》）等相关业务规则，制定本指南。

### 一、总体要求

（一）退市风险公司在持续信息披露和定期报告编制过程中，应当高度关注可能涉及的退市风险，认真评估是否触及强制退市指标，充分论证相关交易及事项的合规性和商业合理性，依规审议并及时披露年度业绩预告、重大事项及其进展公告和年度报告，充分揭示退市风险。

（二）退市风险公司不得随意披露附有前提条件、存在重大不确定性或疑点、缺乏商业合理性的重大交易公告，缺乏可行性的增持、回购、要约收购、控制权变更等公告。

（三）退市风险公司的董事和高级管理人员应当诚实守信、勤勉尽责，做好定期报告编制、审议、披露及内部控制评价相关工作，并配合会计师事务所的审计工作；充分考虑重大交易的合规合理性，及对公司的影响和潜在的风险，以合理审慎的态度充分核实后发表明确意见。

（四）会计师事务所应当严格按照审计准则等的要求，勤勉尽责、规范执业，高度关注营业收入及其扣除情况、重大会计差错更正，





以及净利润、非经常性损益、净资产等核心财务数据的真实性、准确性，重点审计财务报告内部控制有效性，履行充分、必要的程序，获取充分、适当的证据，发表恰当的专业意见，切实承担起中介机构责任。

## 二、财务类退市风险信息披露

### （一）依规披露年度业绩预告

股票已被实施财务类退市风险警示的上市公司（以下简称财务类退市风险公司）应当按照《科创板股票上市规则》第 6.2.3 条的规定，在会计年度结束后 1 个月内预告全年营业收入、扣除与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入后的营业收入、利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润和期末净资产。

### （二）持续做好退市风险提示

财务类退市风险公司应当按照《科创板股票上市规则》的有关规定，在其股票被实施退市风险警示当年的会计年度结束后 1 个月内，发布股票可能被终止上市的风险提示公告。

为提升风险揭示效果，财务类退市风险公司应当在首次风险提示公告披露后至年度报告披露前，每 10 个交易日披露一次风险提示公告。上述风险提示公告均应当按照《上海证券交易所科创板上市公司自律监管指南第 5 号——退市与风险警示信息披露》中终止上市风险提示公告格式的要求，结合自身情况详细分析说明股票可能触及的终止上市情形及其原因，保证风险提示的可读性和有效性。本所可以视情况要求公司增加风险提示公告的披露次数。

财务类退市风险公司涉及下列情形之一的，应当在风险提示公告中予以重点提示。

1. 年度业绩预告预计相关指标将触及《科创板股票上市规则》第



- 12.4.10 条第一款规定的任一情形，其股票可能被终止上市；
2. 尚未聘请会计师事务所；
  3. 年度业绩预告与会计师事务所出具的预审计情况的专项说明或审计进展情况的专项说明中相关内容存在重大差异；
  4. 在年度报告编制及审计过程中，公司与会计师事务所对影响公司是否触及退市情形的关键事项存在重大分歧；
  5. 在法定期限内披露年度报告存在障碍的；
  6. 影响公司是否触及退市情形的事项尚未核实且未履行信息披露义务；
  7. 公司预计退市风险出现重大变化，其股票可能被终止上市；
  8. 本所要求的其他情形。

### （三）强化年度报告进展披露

财务类退市风险公司应当分别在年度报告预约披露日前 20 个交易日和 10 个交易日，披露年度报告编制及最新审计进展情况，说明是否存在可能导致财务会计报告被出具非无保留意见的事项及具体情况；上一年度被出具非无保留意见的，应当说明涉及事项是否消除，仍未消除的应当说明具体情况；在重大会计处理、关键审计事项、审计意见类型、审计报告出具时间安排等事项上是否与会计师事务所存在重大分歧。会计师事务所在前述事项上与公司存在重大分歧的，可以向本所报告并出具专项说明文件，说明具体分歧及最新审计进展情况，并可根据需要说明公司上一年度非无保留意见消除情况（如有）、是否存在可能对年度财务会计报告出具非无保留意见的情形及其原因等。

### （四）依法披露年度报告

财务类退市风险公司应当及时组织人员合理制定年度报告的编制、



审议、披露程序，明确重要时间节点及工作计划，确保于会计年度结束之日起四个月内完成年度报告的披露工作。未在法定期限内披露过半数董事保证真实、准确、完整的年度报告，触及《科创板股票上市规则》对应情形的，本所将依规作出股票终止上市决定。

### 三、财务类退市风险重点核实事项

#### （一）营业收入扣除

1. 年度报告经审计的利润总额、净利润或者扣除非经常性损益后的净利润孰低者为负值的公司，应当按照《上海证券交易所科创板上市公司自律监管指南第9号——财务类退市指标：营业收入扣除》的要求，扣除与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入，在年度报告中按项目逐列示营业收入扣除的具体情况及其扣除后的营业收入金额。

2. 财务类退市风险公司应当确保营业收入确认的合规性、真实性、准确性及完整性，综合考虑相关收入同公司正常经营业务的关联程度以及可持续性，结合自身行业特点、经营模式等做出谨慎判断，依规进行营业收入扣除。

#### （二）非经常性损益认定

1. 财务类退市风险公司应当严格按照《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第1号——非经常性损益》中定义及列举的具体项目认定非经常性损益。在认定过程中应当重点考虑3个要素，即“与正常经营业务的相关性”“性质特殊和偶发性”和“体现公司正常的经营业绩和盈利能力”，并遵循三项判断原则，即“基于交易和事项的经济性质”“结合行业特点和业务模式”和“遵循重要性原则”。

2. 财务类退市风险公司应当综合考虑相关损益同公司正常经营业务





的关联程度、可持续性及其发生频次，结合自身业务实际情况以及对报表使用者决策的影响做出合理判断，并在年度报告中予以充分披露，不应简单把规则列举的项目认定为非经常性损益，未列举项目即认定为经常性损益。

### （三）重大交易事项

1. 财务类退市风险公司实施债务重组、资产捐赠或其他重大交易，应当在披露前充分核实是否附有前提条件，是否属于可撤销情形，是否明显缺乏商业合理性，是否存在重大不确定性或待核实的重大疑点。在前述事项尚未消除或充分论证前，财务类退市风险公司不得随意对外披露债务重组、资产捐赠或其他重大交易等公告，避免误导投资者。

2. 财务类退市风险公司发生的交易达到《科创板股票上市规则》第7.1.3条的规定标准，交易标的为公司股权的，应当同时披露标的资产经会计师事务所审计的最近一年又一期财务会计报告和由资产评估机构出具的标的资产评估报告。会计师事务所发表的审计意见应当为标准无保留意见。

### （四）非标审计意见涉及事项

1. 财务类退市风险公司应当高度关注上期非标准审计意见涉及事项在本期的进展情况，以及可能导致本期财务报告被出具非标准审计意见的新增事项，依法依规采取措施消除相关事项影响，配合会计师事务所的工作，尊重其独立判断和发表的审计意见，禁止通过年末突击变更会计师事务所等方式“购买”审计意见以规避退市。

2. 对于上期为非标准审计意见而本期为标准无保留审计意见的财务类退市风险公司，董事会应当出具专项说明，披露上期非标审计意见事项的具体内容、消除上期非标审计意见事项的具体措施和相关



事项影响在本期是否已切实消除，公司全体董事应当就该事项逐一发表明确意见。

#### （五）会计处理事项

1. 财务类退市风险公司应当切实采取有效措施，改善公司基本面，提高持续经营能力，严格按照《企业会计准则》《监管规则适用指引——会计类第1号》《监管规则适用指引——会计类第2号》等规则进行会计处理。

2. 财务类退市风险公司不得通过构造交易或关联交易虚增或提前确认收入；不得通过缺乏商业实质的大额资产交易或不当资本运作增加净利润或净资产；不得随意计提或转回大额资产减值；不得滥用会计差错更正、会计政策变更或会计估计等方式虚增净利润或净资产；不得突击达成明显缺乏商业合理性、可能附有前提条件的债务豁免或者资产捐赠，实现净资产或净利润转正。

3. 财务类退市风险公司不得在破产重整或债务重组方案实施的重大不确定性消除前，提前确认债务重组收益。公司应当充分核实债务重组协议执行过程及结果是否存在重大不确定性。

#### 四、交易类退市风险信息披露

股票收盘价低于1元及股票收盘总市值低于3亿元的上市公司应当严格遵守信息披露规则，不得利用信息披露不当影响公司股票及其衍生品种价格、误导投资者，并按照以下要求进行信息披露：

1. 发布大股东或董事和高级管理人员增持计划公告，相关增持主体应同步说明是否具备履行能力。本所可以要求相关方提供证明性文件。

2. 发布回购方案公告，公司应充分说明自身是否具备履行能力和持续经营能力，回购规模和回购资金等是否与公司的实际财务状况相



匹配。本所可以要求公司提供证明性文件，或要求中介机构针对公司资金状况、回购方案合理性等发表意见。

3. 发布要约收购提示性公告，收购人应同步提供具备履行能力的证明性文件，财务顾问应就本次要约收购是否合法合规、收购人是否具备实际履行能力发表意见。

4. 发布控制权变更公告，权益变动相关方应当充分说明相关股份是否存在高比例质押、股权冻结等明显阻碍控制权变动的情形，是否已取得相关质权人或债权人同意；股权受让方应说明自身是否具备履约能力，同时充分披露股权转让方和受让方是否存在一致行动关系或其他一揽子交易安排。本所可以要求相关方提供证明性文件。本所可以要求股票收盘价接近 1 元及股票收盘总市值接近 3 亿元的公司参照上述要求进行信息披露。

## 五、重大违法类退市风险信息披露

1. 上市公司可能触及重大违法强制退市情形的，应当在知悉被相关行政机关立案调查或者被人民检察院提起公诉时及时对外披露，并在其后每月披露 1 次风险提示公告，说明相关情况进展，并就其股票可能被实施重大违法强制退市进行风险提示。本所可以视情况要求公司增加风险提示公告的披露次数。

2. 上市公司知悉相关行政机关行政处罚事先告知书或者人民法院作出的司法裁判当日，应当及时披露有关内容，如相关违法违规事实涉及的财务指标可能导致公司触及重大违法类强制退市情形的，应当及时披露相关事实触及重大违法类强制退市的具体情况。

3. 公司股票因可能触及重大违法类强制退市情形被实施退市风险警示期间，公司应当每 5 个交易日披露 1 次相关事项进展情况，并就公司股票可能被实施重大违法类强制退市进行特别风险提示。本所





可以视情况要求公司增加风险提示公告的披露次数。

## 六、董事和高级管理人员履职要求

（一）退市风险公司董事会和高级管理人员应当忠实、勤勉履职，对年度报告编制及披露事项予以高度重视和持续关注，深入了解公司的生产经营和资本运作情况，重点关注公司财务数据是否存在异常迹象、上期非标准审计意见涉及事项在本期的进展情况和公司是否存在资金占用、违规担保、不当关联交易等违法违规事项。在审议过程中对相关事项存在疑问的，应当主动调查，获取充分、全面的决策依据信息，督促公司就重大不确定事项及时履行信息披露义务，充分提示风险。

（二）退市风险公司董事会和高级管理人员应当确保财务报告内部控制有效实施，科学、客观认定内部控制缺陷；督促公司依法依规履行信息披露义务，更加审慎地发布影响公司上市地位相关的信息，确保真实、准确、完整，并充分提示风险，避免对投资者决策产生误导，及时纠正和报告公司的违规行为，维护上市公司和全体股东利益。

（三）退市风险公司审计委员会应当重点关注财务会计报告及定期报告中财务信息的真实性、准确性、完整性；关注财务会计报告的重大会计和审计问题；关注内部控制运行有效性；关注会计师事务所的专业胜任能力、投资者保护能力、独立性和诚信状况，在年度报告编制及披露的全过程加强与会计师事务所的沟通，对其审计工作进行持续性监督及审查。

（四）退市风险公司董事会和高级管理人员应当合理使用异议权，存在履职受限情形或发现违法违规行为线索的，应当及时提出纠正、改正意见，督促公司采取措施予以解决并及时履行信息披露义务，



同时向本所报告，必要时可履行相应程序后独立聘请专业机构出具意见作为决策参考。在年度报告审议时确实存在异议的，应当详细说明异议原因及前期履职情况，不得以会计师事务所等中介机构意见代替其作出独立判断和发表针对性意见，不得仅以不了解情况为由拒绝发表相关意见。

## 七、中介机构核查要求

（一）会计师事务所应当结合退市风险公司特点，提升风险合规意识，总所应当将本所承接的退市风险公司项目列为重点审计项目，加强审计执业质量控制。会计师事务所应高度关注与退市风险相关的重大错报风险，增加必要的真实性穿透核查。签字注册会计师及相关成员应当与总所项目质量控制及复核人员保持密切沟通，在会计师事务所内部就公司重大会计处理、关键审计事项、审计意见类型等尽早达成共识。会计师事务所应当发表恰当的审计意见，不得以“带强调事项段的无保留意见”代替“保留意见”等其他非标审计意见类型。退市风险公司变更会计师事务所的，新任会计师事务所应当充分了解公司情况，制定有针对性的审计计划和审计程序，做好前后任会计师沟通，对前任会计师与公司存在重大分歧的事项予以特别关注。

（二）会计师事务所应当结合退市风险公司新增业务模式、历史经营情况等因素，核查公司营业收入扣除事项是否符合相关规定，就公司营业收入扣除事项是否合规及扣除后的营业收入金额出具专项核查意见；同时，应当充分关注公司收入确认的合规性，特别是上市公司是否存在以总额法代替净额法核算等情形；出具非标准审计意见涉及收入确认的，应当充分核查并在审计报告中说明非标准审计意见涉及的收入具体金额（出具无法表示意见的除外）。



（三）会计师事务所应当高度关注退市风险公司非经常性损益的认定情况，针对最近一个会计年度经审计营业收入低于 1 亿元但利润总额、净利润及扣除非经常性损益后的净利润均为正值的公司，应当对其非经常性损益披露的真实性、准确性、完整性出具专项核查意见。在认定过程中，如核查发现公司从事的相关业务不具备可持续的经营和盈利模式，无法体现正常的经营业绩和盈利能力，应当审慎考虑将相关损益计入经常性损益。

（四）会计师事务所应当详细核实前期非标准审计意见涉及事项在本期是否取得重要进展，恰当判断相关事项对本期财务报表的影响，审慎发表意见；同时，应当按照《公开发行证券的公司信息披露编报规则 14 号——非标准审计意见及其涉及事项的处理》《监管规则适用指引——审计类第 1 号》等要求，针对审计意见中涉及的相关事项出具专项说明，充分披露“错报”“受限”、重要性水平、广泛性、上期非标事项在本期的情况等信息。





## ◎ 专业文章

### 数据资产质押融资业务的机遇与挑战

苏萌、傅广锐、席索迪、赵哲楠（北京市金杜律师事务所上海分所）、张婉莹（上海市方达律师事务所）

近年来,《网络安全法》、《数据安全法》、《个人信息保护法》和《中共中央 国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》(即“数据二十条”)等重要基础性法律制度的陆续面世,为数据资产的权利界定、合法合规地使用和流通提供了法律基础和政策指导。2022年,我国数字经济规模达到50.2万亿元,占GDP比重达到41.5%,相当于第二产业占国民经济的比重,数据已成为第五大生产要素<sup>1</sup>。然而,对于那些拥有数据资产但缺乏足够有形资产的科创企业而言,传统的融资业务可能难以满足其资金需求,亟需融资业务思路的创新,以允许他们利用数据资产作为质押物获得资金支持,助力企业实现数据资产价值的最大化。实践中,不少银行和企业已经开始落地各类“首单”数据资产质押融资的案例,探索数据作为新兴资产的“担保融资”功能。

但是,我们对数据资产质押融资这一新兴融资产品的期许不仅限于“首单”,我们希望数据资产质押融资能够逐步成为可复制、逻辑闭环、有可操作性的成熟业务模式。而这种成熟模式的形成,在若干市场参与和法规政策的鼓励下,还需要对一些具体问题反复探讨,并提出有效的解决对策,从而鼓励金融机构更积极开展数据担保融资业务。

---

<sup>1</sup> 财政部资产管理司有关负责人就印发《关于加强数据资产管理的指导意见》答记者问



## 1. 什么是可质押的数据资产？

根据《数据安全法》，数据是指任何以电子或者非电子形式对信息的记录。数据本身只是一种信息载体，它记录了各种现象和行为的原始信息。然而，当这些数据经过有效的集合、编辑、提炼和分析之后，它们的价值就不再局限于原始信息的记录，而是转化为具有实际应用和经济价值的资产。

“数据资产是什么”这一问题，目前尚不能在法律法规层面找到明确答案。财政部《关于加强数据资产管理的指导意见》认为数据资产是经济社会数字化转型进程中的新兴资产类型，从宏观层面认为数据资产日益成为推动数字中国建设和加快数字经济发展的主要战略资源<sup>2</sup>。中国资产评估协会 2023 年发布的《数据资产评估指导意见》认为数据资产是“特定主体合法拥有或者控制的，能进行货币计量的，且能带来直接或者间接经济利益的数据资源”。此外，一些国家标准和地方标准将“数据资产”定义为“合法拥有或者控制的，能进行计量的，为组织带来经济和社会价值的数据资源”<sup>3</sup>“组织过去的交易或事项形成的，由组织合法拥有或控制的，为组织带来经济价值的数据资源”<sup>4</sup>。上述定义从资产评估、确权等不同角度界定了数据资产的不同特征，这些定义的共性是，都肯定了数据资产可以为权利主体带来经济价值。

早在 2016 年 4 月，贵阳银行向贵州东方世纪公司发放全国第一笔“数据贷”，根据我们的查询，这一笔融资可能是全国首笔数据

---

<sup>2</sup> 关于印发《关于加强数据资产管理的指导意见》的通知（财资〔2023〕141号）

<sup>3</sup> 国家标准《信息技术服务 数据资产管理要求》（GB/T 40685-2021）

<sup>4</sup> 浙江地方标准《数据资产确认工作指南》（DB33/T 1329—2023）



资产质押融资<sup>5</sup>。随着 2022 年“数据二十条”提出将数据资产合规化、标准化、增值化等目标，以及依法依规维护数据资源资产权益，探索数据资产入表新模式等方面的要求后，市场出现了越来越多基于数据资产的融资项目，监管和各类学术研究也快速跟进。2023 年，中共中央、国务院印发《数字中国建设整体布局规划》，进一步指出要加快建立数据产权制度，开展数据资产计价研究等，数据资产化逐步成为市场的共识。越来越多的金融机构和企业开始了数据资产作为担保品的金融创新。实践中，用于质押融资的数据资产各不相同，以下我们梳理了 2022 年以来的一些银行和企业的数据资产担保融资的尝试，不穷尽列举如下：

- 2022 年 10 月，北京银行城市副中心分行成功落地首笔 1,000 万元数据资产质押融资贷款，质押财产为债务人佳华科技持有的两个大气环境质量监测和服务所涉及的数据资产，评估价值达到 6,000 多万元<sup>6</sup>；

- 2023 年 9 月，福建海峡银行成功落地福建省首笔数据资产质押贷款，为福建省大数据集团有限公司下属福茶网科技发展有限公司提供 1,000 万元贷款，质押财产为债务人持有的茶产业生态数据<sup>7</sup>；

- 2023 年 11 月，数库科技就数据资产与北京银行上海分行达成一笔 2,000 万元人民币的数据资产质押授信协

---

<sup>5</sup>

[https://finance.caixin.com/2016-04-29/100938213.html?originReferrer=caixinsearch\\_pc](https://finance.caixin.com/2016-04-29/100938213.html?originReferrer=caixinsearch_pc)

<sup>6</sup> <https://m.jiemian.com/article/8257069.html>

<sup>7</sup> <https://www.fjhxbank.com/front/index/23687/page.htm>





议，刷新全国数据资产质押融资的最高额度，质押财产为在上海数据交易所的挂牌产品“数库产业链图谱”<sup>8</sup>；

- 2024年3月，建行上海分行与上海数据交易所深度合作，发放了首笔基于上海数交所“数易贷”服务的数据资产质押贷款，质押财产为数据中心运维大数据<sup>9</sup>。

上述案例中，被质押的数据资产包括气候监测数据、产业订单数据、上下游企业网络关系数据、数据中心运维数据等。第一个案例的气候监测数据已经经过专业第三方评估，后三个案例的数据资产已经在数据交易所挂牌。因此，市场上可质押的数据资产并没有固定的类型和要求，具有多种可能性，但共性是具有一定的经济价值，并可以被转让和流通。作为一种创新产品，我们认为也应该鼓励对更多类别的有经济价值的数据资产进行质押融资的尝试，挖掘更多有价值的数据产品，并通过数据资产质押的方式获得金融机构融资支持。

## 2. 数据资产质押的法律问题和挑战

相较于市场创新的日新月异，立法往往具有一定的滞后性。由于我们上文提到的数据资产类别的多样化以及发展的复杂性，现有的各国法律框架均难以明确数据资产的权属，甚至学界对数据确权本身的必要性也存在不同意见。考虑到数据本身的价值在实践中已经被充分认可和应用，数据立法的核心在于如何协调和界定多方数据主体可能冲突的合法权益——这就需要金融监管和相关金融机构

---

<sup>8</sup> <https://www.163.com/tech/article/IKMUIK9800099BK0.html>

<sup>9</sup> [https://www.chinadep.com/bulletin/news/CTC\\_20240228162131724925](https://www.chinadep.com/bulletin/news/CTC_20240228162131724925)



事先对各类数据资产质押品的独特属性有充分的认识，并根据其具体特性考虑权属界定、价值评估、质权设立等方面的问题，此为数据资产业务健康、稳定发展的前提。下文我们将对这些问题进行简要的探讨。

## 2.1 一些数据资产的确权方式

数据资产作为质押物的一个更加基础的问题是，数据资产权属是否清晰，权属归属于哪一方。“数据二十条”提出数据资源持有权、数据加工使用权和数据产品经营权“三权分置”数据产权制度框架。基于这种制度设计，企业应如何完成这几项权利的确权，是一个关键问题。而从确权角度，较为清晰简洁的方式是像不动产权属登记一样建立全国统一的登记系统，数据权利人在经过确权后在系统进行登记确认。目前在实践中对一些种类的数据权利进行确权、登记已有一些实操基础，但目前尚缺乏确权的较为统一的方法论，登记管理的制度和实际操作也呈现出多元化的特征。

实践中，不同的数据资产登记机构/登记平台出具的登记证明也有不同的操作和特点。就全国层面而言，登记凭证包括国家知识产权局在数据知识产权工作试点地区<sup>10</sup>发放的《数据知识产权登记证书》<sup>11</sup>、全国数据资产登记服务平台发放的《数据资产登记证书》<sup>12</sup>；地方层面而言，登记凭证包括上海数据交易所发放的《数据产品登

---

<sup>10</sup> 截至发文时间，试点地区为北京市、上海市、江苏省、浙江省、福建省、山东省、广东省、深圳市、天津市、河北省、山西省、安徽省、河南省、湖北省、湖南省、贵州省、陕西省

<sup>11</sup> [https://www.cnipa.gov.cn/art/2023/11/17/art\\_55\\_188600.html](https://www.cnipa.gov.cn/art/2023/11/17/art_55_188600.html)

<sup>12</sup> <http://daam.bigdataplatfrom.org.cn/#/>



记证书》<sup>13</sup>、安徽合肥数据要素流通平台发放的《数据产品凭证》、河南新乡数据要素确权与可信流通平台（河南根中心）发放的《数据要素登记证书》<sup>14</sup>等。有些地方还对同一数据产品既发放《数据知识产权登记证书》，又同时发放《数据产品登记证书》<sup>15</sup>。

数据资产确认方式不统一可能为质押融资带来一系列挑战，包括：

- 债权人无法在统一的权属查询、公示平台进行查询，确保担保品权利是否完整和无瑕疵，是否存在已设立的其他担保；
- 确权、登记平台的多样化导致某一平台发放证书的数据资产在其他平台能否被接纳、确权并不明确，潜在影响未来执行质权变卖质押物时买受人的购买意愿；以及
- 一些登记机构/登记平台出具的数据资产登记证书是有期限的，例如北京市数据知识产权登记证书的有效期为三年<sup>16</sup>、贵州省数据要素登记凭证的有效期为两年<sup>17</sup>等。如果担保的债权期限长于证书期限，则债权人需要充分考虑期限过后重新确权、登记等问题。

<sup>13</sup> <https://nidts.chinadep.com/ep-hall/listProcess>

<sup>14</sup> <https://dsj.henan.gov.cn/2021/01-27/2086400.html>

<sup>15</sup> <https://credit.fzgg.tj.gov.cn/detail.do?contentId=eab355076e604a3f80cf65bafdf02774&channelId=e1a5d102ea744938a58f84527fd53875>

<sup>16</sup> <http://www.bjippc.cn/general/cms/news/info/news/3c06e7a152bd4f43a48c07366d47dbad.html?id=3c06e7a152bd4f43a48c07366d47dbad>

<sup>17</sup> <https://www.ciiabd.org.cn/articles/O9mrrk.html>





## 2.2 数据资产的法律属性和担保权利设立方式探讨

数据资产的法律属性是界定数据资产权属的基础性问题。早在2016年,《民法总则(征求意见稿)》一审稿中曾将数据信息纳入知识产权的客体范围,但之后的正式稿和《民法典》均删除了该规定。至今,数据资产的法律属性仍未在立法层面得到明确,这实际上还是由于数据资产类型的多样性和权利来源的复杂性。本文尝试从数据产生方式角度,大致将数据资产及其财产权益分为两种类型,并分别对应不同的质押模式:

### • 一些具有知识产权属性的数据资产

若数据经过加工、分析、集合之后形成的衍生数据或信息产品具有独创性,使得该类数据资产具有知识产权性质,则有机会采取知识产权的质押路径进行担保权利设立。例如某数据库具有复杂的目录层次,以各种分类方法将法律资料划分为各种类别,每一种类别之下又划分为更加细致的类别。如果分类呈现的结果体现了个性化的编排,则该数据库构成汇编作品<sup>18</sup>。这类具有独创性的数据资产可以考虑按照著作权质押的模式,在中国版权保护中心进行质权登记。

从现有的实践来看,各地区对于数据知识产权质押登记大多由当地市场监督管理部门负责,例如《浙江省数据知识产权登记办法(试行)》中规定,数据知识产权质押需通过浙江省知识产权研究与服务中心登记平台申请备案,浙江省市场监管局(知识产权局)负责全省数据知识产权登记服务登记<sup>19</sup>;《北京市数据知识产权登记管理办法(试行)》规定,数据知识产权质押需要通过登记机构申请备案,北京市知识产权局统筹北京市内的数据知识产权登记管理工作,北京市知识产权保护中心具体承办数据知识产权登记工作<sup>20</sup>;《深圳市数据知识产权登记管理办法(试行)》(征

<sup>18</sup> 王迁.论汇编作品的著作权保护[J].法学,2015,(02):35-49.

<sup>19</sup>

[https://zjjcmspublic.oss-cn-hangzhou-zwynet-d01-a.internet.cloud.zj.gov.cn/jcms\\_files/jcms1/web3397/site/attach/0/990ada8cc4264c9493f41f308661f3fa.pdf](https://zjjcmspublic.oss-cn-hangzhou-zwynet-d01-a.internet.cloud.zj.gov.cn/jcms_files/jcms1/web3397/site/attach/0/990ada8cc4264c9493f41f308661f3fa.pdf)

<sup>20</sup>



征求意见稿)》中规定,深圳市市场监督管理局作为数据知识产权登记管理部门,指定深圳市标准技术研究院作为登记机构,由登记机构进行质押登记并予以公告<sup>21</sup>。

### • 不具有知识产权属性的其他数据资产

实践中,相当大数量的数据产品很难归入智力成果之列。例如电商平台、视频网站收集的用户浏览记录数据,虽然这些数据本身不具有创新性,但通过分析这些数据可以洞察用户的兴趣爱好、消费习惯等,从而为精准营销、个性化推荐等提供依据。该类数据无法纳入知识产权质押的法律框架下予以保护,但仍具有较高的经济价值。

针对这些数据,“数据二十条”提出数据资源持有权、数据加工使用权和数据产品经营权“三权分置”权利框架,这一制度框架似乎旨在淡化“所有权”的概念,从数据用益权的角度,来构建数据的权利归属。数据用益权即通过授权协议,允许他人享有该数据资产的用益权利,如使用权、经营权、控制权、许可权等。这些权益属于数据资产的财产性权益,理论上也具有质押的潜在可能性。此外,随着区块链、NFT等技术的发展,这类数据可能会通过加密技术具有更强的排他和支配的特征,对数据权利方而言,将获得更强的技术手段保护其数据权利。但从权利本质属性来看,这类技术并不改变数据本身的法律性质和权属逻辑。在法律法规进一步明确后,这类数据或有机会参照权利质押的路径进行质押登记。

## 2.3 数据资产的价值评估

质押物的价值是质权人在接受质押时的重要考量因素,质权人必须对质押物价值进行准确、全面的评估,以控制融资的风险。根据中国资产评估协会发布的《数据资产评估指导意见》,数据资产价值的评估方法包括收益法、成本法和市场法三种基本方法及其衍生方法。此三种方法是我国行业实践中对无形资产的传统评估方法。但因为数据资产具有区别于传统无形资产的特有属性,使得数据资

[https://www.beijing.gov.cn/zhengce/zhengcefagui/202311/t20231115\\_3301983.html](https://www.beijing.gov.cn/zhengce/zhengcefagui/202311/t20231115_3301983.html)

<sup>21</sup> [http://sf.sz.gov.cn/ztzl/gfxwj/gfxwjywj\\_171008/content/post\\_10878617.html](http://sf.sz.gov.cn/ztzl/gfxwj/gfxwjywj_171008/content/post_10878617.html)





产的价值主要受其数据质量、应用场景及法律限制的影响。目前行业实践仍处在初步探索阶段，未来研究机构和企业可能会探索形成一致的、公允的估值方法。

目前，我国的数据资产交易市场还在蓬勃发展进程中。与股票、债券等成熟金融产品市场相比，现阶段的数据交易还在起步阶段。而那些成熟金融产品市场所形成的价格之所以具有代表性，很大程度上是因为拥有数量众多、类型广泛的市场参与者。除了长期持有的投资者之外，还有投机者和套利者广泛存在，这些不同类别的交易者能够确保在市场交易机制下，通过投资投机和套利交易把市场价格迫近实际市场供需关系，从而使得形成的价格具有代表性，即完成“价格发现”，从而行情价格能够真正被市场接受。对于金融机构而言，一方面由于定价模式尚待成熟，金融机构在评估数据资产价值、确定质押率时有一定难度；另一方面，数据资产的独特属性使得交易市场在质押物的日常监管和处置领域面临更多挑战。在未来的发展进程中，或可参考我国金融基础设施已逐步建立的担保品管理和违约处置机制对数据的担保品进行市场化和规范化管理和处置。

### 3. 数据资产质押融资业务的对策

如前述分析，数据资产作为一项新型的资产，与传统的权属界定、价值评估、交易规则可能并不匹配。因此，金融机构在积极抓住数据资产金融创新的机遇的同时，针对上述问题所带来的风险和挑战，需考虑在既有的法律框架下采取一定风险应对的对策，对潜在风险进行防范。

#### 3.1 针对数据资产的确权和登记方式的不确定性的对策：

- **借助专业中介机构开展详细的资产尽调：**如前所述，当前的数据交易所的权属证明还有一定瑕疵，为进一步确认数据资产的权属，可以考虑借助中介机构的力量和专业优势开展详细的资产尽职调查。从数据收集、开发、使用、流通全过程检查和记录数据资产的来源合法性，确保来源清晰可查，有效识别和管控数据资产的潜在风险，比如聘请律师事务所就数据资产的权属问题进行法律尽调和出具合规性报告。





- **选择影响力大的交易、登记平台，并关注登记证书记载的关键事项：**债权人可考虑与债务人沟通，尽可能选择交易量大、覆盖范围广、对数据资源和数据产品的真实性和合规性开展实质性审查的交易、登记平台进行数据资产的登记，并重点关注平台发放登记证书的关键事项；在融资和质押期限设置上，充分考虑登记证书的有效期限；如果融资期限比证书期限长，则应要求债务人在证书到期前重新进行确权和登记。

- **在协议中增加专门的陈述保证条款：**在准备融资文件时，可以考虑设置有关底层资产权属真实性的专门的陈述保证条款，并要求债务人定期和及时完成有关数据资产变动的信息披露，并且拟定相关的违约条款、风险分摊条款等，以避免权属争议导致的潜在风险。

- **再评估、补充担保等机制：**考虑到数据资产确权和登记的复杂性，金融机构应制定相应的风险应对机制，包括但不限于质押物的再评估、补充担保等，以应对潜在的风险。

- **企业维护数据质量和价值的承诺条款：**质押期间，金融机构应关注企业是否持续对数据资产进行维护和更新，保持质押数据的价值和市场竞争力，避免在数据这一竞争激烈的市场环境中出现质押数据价值的贬损。

- **保持数据资产登记信息的更新：**确保数据资产的登记信息保持最新，特别是在协议中约定在数据资产发生重大变化或登记证书即将到期时，要求企业及时进行更新确权和重新登记。

- **维护数据安全完整、防止泄露损毁等风险：**在协议中约定企业应采取有效的技术和管理措施，维护数据资产的安全完整，防止数据泄露、损毁等影响质押物价值的情况发生。



### 3.2 针对数据资产的法律属性和担保权利设立法律尚不明晰的问题，交易方可考虑：

- **增强对质押数据的实际控制：**债权人应充分利用加密、区块链、NFT 等技术手段，加强对质押数据的实际控制。这些技术可以提供数据所有权和使用权的明确证明，同时确保数据不被未经授权篡改或访问。

- **处置账户和现金流控制：**债权人应要求出质人将质押数据处置（如拍卖、变卖等）所得的回款归集到一个单一的银行账户，并对该账户进行严格监管。这有助于确保回款的透明性和可追溯性。对于回款归集账户，可以进一步采取质押或监管措施，确保所得款项仅用于偿还相关债务。这可能需要与银行或其他金融机构合作，设立相应的监管协议。

- **穷尽现有登记手段，采用双重方式办理质押登记：**考虑到数据交易所可能提供针对数据资产的质押登记服务，债权人应积极利用这一渠道进行质押登记，提高质权的公示程度。鉴于当前法律框架下数据交易所的质押登记权限尚存在不确定性，债权人应同时考虑使用动产融资统一登记公示系统进行质押登记。这种“双重登记”方法可以作为一种“双重保险”，尽可能降低担保落空的风险。

- **在数据交易所质押时，尽可能在交易所的交易账户冻结质押财产：**为了防止质押登记的数据资产被再次转让，在数据交易所进行质押时，尽可能要求冻结相关的交易账户，以防止质押数据资产在未经债权人同意的情况下被转让或处置。

### 3.3 针对数据资产的价值评估的问题，交易方可考虑采取如下对策：

- **审慎确定抵质押率：**如前文分析，由于定价模式尚待成熟统一，数据资产目前还无法形成具有代表性的价格，因此金融机构在贷款决策时，需要审慎确定抵质押率，并



根据市场变化和数据资产的实际运营情况，定期对抵质押率进行调整，以反映数据资产的真实价值。

- **在协议中加入价值调整机制：**金融机构可考虑在质押协议中设置“盯市”、“补仓”及“违约处置”等条款，跟踪数据资产相关政策、行业、环境变化可能对数据资产的价值的影响，并要求债务人及时采取补充担保措施。如果债务人没有及时采取补救措施，债权人将依据违约处置条款加速债权到期并要求提前清偿债权；

- **和数据交易所合作建立动态监测机制：**金融机构可考虑和相关数据交易所签署数据资产价值管理合同，约定由数据交易所协助“盯市”并及时风险提示，有助于降低获取数据资产估值所需的信息成本。我们注意到目前市场上已有交易所披露其可以实现“对数据资产押品的价值进行实时更新以及监控，提供详细的风险预警信息，让银行能够立刻采取应对措施，最大程度上减轻信用风险以及市场风险”<sup>22</sup>。

## 结语

数据资产，正日益成为推动数字中国建设和加快数字经济发展的战略资源。为满足拥有数据资产各类新兴企业的融资需求，越来越多的金融机构和企业正在开始以数据资产为基础的质押融资等金融创新合作。与此同时，金融机构也应注意到数据资产作为新兴资产，与传统法律框架存在的不匹配而带来的挑战，应考虑积极寻求与专业机构的深度合作，全面提升自身在数据资产风险评估和管理方面的专业能力，探索创新的风险缓释手段，以确保数据资产质押担保业务的合规性和安全性。

---

<sup>22</sup> 刘小钰、许永国、王建平.数据资产的价值实现：跨市场融合与质押担保应用[J]. 金融市场研究,2024,(03):40-50.





上海市律师协会

金融工具与金融基础设施专业委员会

金融工具与金融基础设施法律资讯

financial instruments and financial infrastructure newsletter



## 上市公司控股股东、实际控制人的认定及其行为规范

齐春艳（国浩律师事务所） 鲁悦欣（国浩律师事务所）

**引言：**2024年6月29日，国务院办公厅转发中国证监会等部门《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》，要求严惩欺诈发行股票债券行为、严厉打击系统性造假和配合造假、深化行刑衔接，加大对控股股东、实际控制人组织实施财务造假、侵占上市公司财产等行为的刑事追责力度。坚持“追首恶”与“打帮凶”并举，为推动资本市场高质量发展提供有力支撑。

上述政策实施叠加《刑法修正案十一》、新《证券法》等一系列法律监管措施的综合发力，使得中国资本市场进入了三十多年以来最严、最强的监管环境，上市公司及其控股股东、实际控制人三者共同被立体式全方位监管。

在上述背景下，上市公司控股股东、实际控制人如何合法合规的行使其对上市公司的控制权，何种行为有可能触发监管红线，笔者将与此相关的法律法规、规范性文件的规定进行汇总整理形成本文，希望能成为上市公司控股股东、实际控制人合法合规履职、行权的行为指引。

### 一、上市公司控股股东、实际控制人的认定

#### （一）上市公司控股股东的认定



上市公司控股股东，顾名思义是可以控制上市公司的股东，那么如何才能界定“控制”？有无具体的认定标准？事实上，法律规范和会计准则均对控股股东的认定有不同的标准。

从法律规范角度而言，主要从持股比例、人事任免、能否对公司经营决策产生重大影响三个方面判断某一股东是否为公司的控股股东。涉及上市公司控股股东认定的法律法规以及规范性文件的规定主要有《中华人民共和国公司法》<sup>[注 4]</sup>、《上市公司收购管理办法》<sup>[注 2]</sup>、《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 1 号-主板上市公司规范运作》<sup>[注 3]</sup>、《<首次公开发行股票注册管理办法>第十二条、第十三条、第三十一条、第四十四条、第四十五条和<公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 57 号-招股说明书>第七条有关规定的适用意见—证券期货法律适用意见第 17 号》<sup>[注 4]</sup>。

从财务报表合并范围的判断着手，哪个股东取得了对上市公司的控制权，就可以将上市公司纳入其财务报表合并范围。如何判断对上市公司的“控制”，在企业会计准则中有比较明确的规定，主要体现在《企业会计准则第 33 号—合并财务报表》中的第七条<sup>[注 5]</sup>、第八条<sup>[注 6]</sup>、第十一条<sup>[注 7]</sup>、第十三条<sup>[注 8]</sup>、第十四条<sup>[注 9]</sup>。

综合上述“法律”与“财务”视角对“控制”的具体规定，笔者认为判断能否取得上市公司控制权的关键要素主要有以下几个方面：

**1. 持股比例。**一般而言，持股比例超过百分之五十的，可以认定为具有对上市公司的控制权。如上市公司股权结构较为分散，第





一大股东持股比例达到 30%以上，且其他股东间不存在一致行动协议或者表决权安排等情形，也可以认定该第一大股东为上市公司控股股东。

**2.公司章程中对股东会、董事会的设置。**按照《[公司法](#)》规定，董事会表决实行一人一票，股东表决按照持股比例计算表决权重；公司章程中在董事会设置中将会明确设置董事会人数、股东委派董事会成员构成、董事会表决规则；股东会一般决议和特别决议的内容。一般而言，如果某股东可以通过向董事会委派过半数，能够持有公司半数以上的表决权，则可以认定该股东为控股股东。

**3.表决权委托、一致行动协议等表决权特殊安排。**根据上市公司的实际操作案例，很多股权分散的上市公司，第一大股东在持股比例低于 30%的情形下，也可以通过与其他股东签署一致行动协议或者征集其他股东的表决权来获得高于其实际持股比例的更大范围的表决权，从而在股东大会表决中取得优势，并对上市公司产生重大影响，以此可以视为其获得上市公司的控制权。

## （二）上市公司实际控制人的认定

上市公司实际控制人是法律概念，其认定的核心要素是“支配”，能够实际支配 [\[注 10\]](#) 上市公司的主体就是公司的实际控制人，支配的形式多种多样，可以通过投资关系、一致行动协议或者其他协议安排等方式来实现。在上市公司信息披露时，其实际控制人要披露至最终的国有控股主体、集体组织、自然人等 [\[注 11\]](#)。



## 二、 控股股东、实际控制人的行为规范

根据各交易所发布的《股票上市规则》以及其他相关证券监管规定，上市公司的控股股东、实际控制人应维护上市公司独立性、不得侵占上市公司利益、切实履行已向公开市场作出的各项承诺、配合上市公司做好信息披露工作、不得利用地位优势从事内幕交易、短线交易等，具体而言，主要有以下几方面要求：

### （一） 维护上市公司独立性

一般而言，上市公司首先是依法成立的股份公司，其应当有独立的法人财产，能够以公司名义独立从事民事活动，承担法律责任。证监会及各交易所为维护投资者利益，对上市公司的资产、经营状况等均作了严格的规定，很多公司为了追求公司上市将其优质资产全部转让至条件更为符合的子公司，将子公司整改辅导后上市，但是将优质资产转让后的控股股东及实际控制人基于对优质资产的控制权，可能会从各方各面干涉上市公司经营运转，侵占上市公司资金及其他资源，导致很多上市公司沦为控股股东和实际控制人的傀儡，无法成为真正独立的公司法人。为了防止控股股东、实际控制人侵占上市公司财产，我国法律、规范性文件、自律规则等均对上市公司独立性<sup>[注 12]</sup>进行了规范，要求为上市公司需从资产、业务、人员、财务、机构等方面保持独立，具体表现为：

**1.资产完整方面。**上市公司具有独立的办公场所；独立可支配的满足生产经营所需要的机器设备、采购销售系统。若关联方需使



用或购买上市公司享有的商标权、专利权等知识产权需以公允的市场价格支付对价。

**2.人员独立方面。**监管规则主要通过高级管理人员的劳动合同关系、薪资发放主体、兼职情况三方面判断上市公司的人员是否独立，主要表现为：上市公司的高级管理人员均与上市公司签署劳动合同，且由上市公司为其发放薪资，不在关联企业担任除董事、监事以外的其他职务，财务负责人不得在其他关联企业兼职。

**3.财务独立方面。**财务独立性主要体现在财务核算体系、财务会计制度、独立的银行账户上，即上市公司可以独立的支配其资金财产。监管规则对上市公司资金监管尤为严格，为关联方提供担保、资金拆借、关联交易等均有专门的监管规定。

**4.机构独立方面。**上市公司的内部结构完整且独立，不与控股股东、实际控制人或其他关联方存在“一套人马 两块牌子”的情形。

**5.业务独立方面。**上市公司需具有独立面向市场经营的能力，其业务来源不依靠控股股东、实际控制人。若存在相同业务的情形，控股股东、实际控制人需尽量避免同业竞争，不公平的关联交易行为。

控股股东、实际控制人利用控制地位占用上市公司的资金以及其他资源，给上市公司造成损失的，投资者保护机构可以其名义向法院提起诉讼<sup>[注 131]</sup>，如果法院判定其承担民事责任，面临的赔偿数额通





常是巨大的，甚至影响其持续经营能力。《刑法》第一百六十九条规定了背信损害上市公司利益罪，明确控股股东或实际控制人利益公司控制地位导致上市公司利益遭受重大损失的，将对单位处以罚金，直接负责的主管人员和其他责任人员处以有期徒刑或拘役<sup>[注 14]</sup>。

## （二）严格履行已作出的公开声明和各项承诺

上市公司在 IPO 及上市后经营过程中，控股股东、实际控制人为确保公司满足上市需要，需对相关事项公开出具声明和承诺。公开出具的声明及承诺本质上是单方民事法律行为，一旦作出即发生法律效力。另，我国法律规定，控股股东、实际控制人在相关承诺尚未履行完毕前转让所持公司股份的，也不影响对承诺的履行<sup>[注 15]</sup>。

如控股股东、实际控制人违反或不履行其所作出的承诺，应当承担赔偿责任<sup>[注 16]</sup>，证监会将采取自律监管措施<sup>[注 17]</sup>，进而影响上市公司资本运作，例如禁止上市公司向特定对象发行股票<sup>[注 18]</sup>、对上市公司的行政许可申请审慎审核<sup>[注 19]</sup>等。

## （三）完善上市公司内幕信息管理、依法履行信息披露义务

上市公司控股股东、实际控制人为上市公司信息披露义务人，其应当指定相关部门和人员配合上市公司的信息披露工作和内幕信息知情人登记工作，并建立专门的工作制度<sup>[注 20]</sup>，完成证券机构与信息披露相关的问询、调查以及查证工作。除此之外，控股股东、实际控制人还应当主动配合上市公司消除市场传闻、误解，同时注意对



上市公司未公布的信息的保护<sup>[注 21]</sup>。

控股股东、实际控制人不履行信息披露义务或披露虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的信息的,可能会面临 50 万以上 100 万以下的罚款<sup>[注 22]</sup>,如果投资者因上市公司披露信息导致证券交易中遭到损失的,控股股东、实际控制人无法证明其没有过错的,应当承担连带赔偿责任<sup>[注 23]</sup>。除此之外,我国《刑法》规定了违规披露、不披露重要信息罪<sup>[注 24]</sup>,信息披露义务人不披露或虚假披露相关信息,严重损害他人利益的,还应当承担刑事责任。

#### （四）不得利用控股地位从事内幕交易、短线交易、操纵市场

上市公司控股股东、实际控制人不得利用其知悉的上市公司未披露的重大信息从事内幕交易、操纵市场等牟取非法利益,否则将被交易所处以监管措施<sup>[注 25]</sup>和纪律处分<sup>[注 26]</sup>,证监会对其处以警告、没收违法所得、罚款等行政处罚,并给予证券市场禁入,记入证券市场诚信档案,对直接负责的主管人员和其他直接责任人员也给予警告和罚款<sup>[注 27]</sup>,短线交易的收益归公司所有<sup>[注 28]</sup>。除此之外,相关单位和责任人还将面临刑事责任的承担,可能被判处内幕交易、泄露内幕信息罪<sup>[注 29]</sup>、利用未公开信息交易罪<sup>[注 30]</sup>,自然人处以有期徒刑或拘役,并处罚金;单位判处罚金。

### 三、控股股东、实际控制人被处罚的相关典型案例



2024 年 4 月，国务院引发了《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，简称“新国九条”，意在推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本。2024 年 4 月 6 日，证监会会同最高人民法院、最高人民检察院、公安部发布《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》，强化对财务造假、侵占上市公司资产、内幕交易、操纵市场等证券期货违法犯罪行为打击力度。

同时，上市公司控股股东、实际控制人作为掌控上市公司运营绝对话语权的主体，其在参与上市公司运营的过程中一旦存在违法违规行为，面临的各项处罚将接踵而至，惩罚力度早已今非昔比。

### （一）行政处罚典型案例

笔者通过对中国证监会官方网站披露的行政处罚决定书、巨潮资讯披露的上市公司公告等相关公开信息进行梳理，自 2023 年至 2024 年两年间，中国证监会共出具行政处罚决定书 237 份处罚决定书，其中 18 份是针对官方网站公布的处罚对象涉及上市公司控股股东及实际控制人的行政处罚决定书，以违法违规行为的类别进行区分后，主要对控股股东及实际控制人下列行为进行处罚：

#### 1. 操纵股票价格

因控股股东、实际控制人及其相关人员操纵股票价格被处罚所涉及的上市公司有四家。被处罚措施包括没收违法所得、罚款、警告、





证券市场进入等。

## 2. 信息披露违法违规

因控股股东、实际控制人及其他相关人员的违反信息披露相关法律法规、规范性文件的规定被处罚涉及的上市公司有 29 家。被处罚措施包括警告、罚款、证券市场禁入。

## 3. 欺诈发行

因控股股东、实际控制人及其他相关人员在上市公司证券、债券发行文件中进行虚假记载被认定为欺诈发行所涉及的上市公司有两家。被处罚措施包括警告、罚款、证券市场禁入。

## 4. 内幕交易

因控股股东、实际控制人利用内幕知情人身份从事内幕交易被处罚所涉及的上市公司有两家。被处罚所持包括没收违法所得、罚款、证券市场禁入。

## 5. 违反限制性规定转让股票

因控股股东、实际控制人变相规避限售期规定被处罚所涉及的上市公司有一家。被处罚措施为没收违法所得、罚款。



综上，中国证监会对上市公司控股股东、实际控制人及相关方的违法违规行采取“零容忍”监管态势，尽管立案调查时该自然人已出售上市公司股票，实际控制人变更，但只要违法行为发生时仍为实际控制人，处罚措施就可进行追溯，处罚金额从 20 万至上亿元不等；市场禁入措施常态化，根据违法情节严重程度和社会危害程度给予 10 年至终身禁入不等；涉及刑事犯罪的同步移送司法机关，刑事处罚结束后，同步给予行政处罚，采用行刑结合的处罚肃清证券市场违法行为。

## （二）刑事处罚典型案例

2021 年 3 月 1 日起，《刑法修正案十一》正式实施，该修正案从欺诈发行、信息披露违法违规等多方面提高了对资本市场违法犯罪的刑事惩戒力度，同时，该修正案明确将控股股东、实际控制人组织实施欺诈发行、信息披露违法违规等行为纳入刑事处罚范围。2024 年就有五家上市公司控股股东/实际控制人被判刑事处罚，所判处的罪名主要涉及“操纵证券市场罪、擅自发行股票罪、内幕交易罪”，刑期从两年到八年不等，罚金从 90 万元到 1.5 亿元不等。

## （三）民事责任典型案例

随着《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》的实施，“惩首恶”“追帮凶”等观念逐步在民事赔偿领域得到体现，各地有关证券市场虚假陈述民事赔偿案件逐渐增多，但多数尚处于审理阶段，本文仅选取比较典型的且已经结案的



两个案件进行列示。

2022 年 1 月，深圳中院对东方公司涉及的虚假陈述案件作出判决，判定东方公司的**实际控制人**赵某作为第一责任主体，需承担赔偿投资者损失的责任。

2023 年 2 月，中证中小投资者服务中心发起的全国首单投保机构股东代位诉讼-上海某公司董监高损害公司利益纠纷案调解结案，**控股股东**、原董事长兼总经理张某某全额赔偿诉请金额 86.14 万元，并支付诉讼费、律师费，原告投服中心的诉讼请求全部实现，上海金融法院裁定准予原告撤诉。同日，该案衍生诉讼上海某公司诉董监高追偿案当庭顺利调解，两案中，上海某公司将共获赔约 3.35 亿元。

以上两案集中体现了“追首恶”的司法裁判倾向，上市公司控股股东、实际控制人作为可以对上市公司施加决定性影响“关键少数”的“关键”主体，是“惩首恶”的重点关注对象，其民事赔偿责任的承担也将会越来越普遍地体现在每一个同类别案件中。

#### 四、结 语

未来，资本市场的健康稳定高质量发展仍然是主旋律，完善资本市场的规范制度，健全资本市场的奖惩措施，对资本市场参与的相关主体进行全方位的监控是大势所趋；同时，各类监管规则的更新迭代也给各参与主体的自我规范带来了较大的难度。

上市公司控股股东、实际控制人作为资本市场的主要参与主体，一举一动都已被纳入监管体系；在数字化、智能化监管的今天，任何的违法违规行为都很容易在数字化的世界中被识别追踪，大幅度提





高的违法违规成本使得上市公司控股股东、实际控制人应尽早对其行使控制权的各项行为进行风险识别、风险防范。

### 注释及参考文献

[1] 《中华人民共和国公司法》第二百六十五条规定，“控股股东，是指其出资额占有限责任公司资本总额超过百分之五十或者其持有的股份占股份有限公司股本总额超过百分之五十的股东；出资额或者持有股份的比例虽然低于百分之五十，但依其出资额或者持有的股份所享有的表决权已足以对股东会的决议产生重大影响的股东”。

[2] 《上市公司收购管理办法》（2020年修正）第八十四条规定，“有下列情形之一的，为拥有上市公司控制权：（一）投资者为上市公司持股 50%以上的控股股东；（二）投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过 30%；（三）投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任；（四）投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响；（五）中国证监会认定的其他情形。”

[3] 《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 1 号-主板上市公司规范运作》第 4.1.2 规定，“控股股东、实际控制人不得隐瞒其控股股东、实际控制人身份，逃避相关义务和责任。上市公司应当根据股东持股比例、董事会成员构成及其推荐和提名主体、过往决策实际情况、股东之间的一致行动协议或者约定、表决权委托等情况，客观、审慎、真实、准确地认定上市公司控制权的归属，无正当理由不得认定为无控股股东、实际控制人。”

[4] 《<首次公开发行股票注册管理办法>第十二条、第十三条、第三十一条、第四十四条、第四十五条和<公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 57 号-招股说明书>第七条有关规定的适用意



见《证券期货法律适用意见第 17 号》(中国证券监督管理委员会[2023]14 号)第二条规定,“在确定公司控制权归属时,应当本着实事求是的原则,尊重企业的实际情况,以发行人自身的认定为主,由发行人股东予以确认。保荐机构、发行人律师应当通过核查公司章程、协议或者其他安排以及发行人股东大会(股东出席会议情况、表决过程、审议结果、董事提名和任命等)、董事会(重大决策的提议和表决过程等)、监事会及发行人经营管理的实际运作情况,对实际控制人认定发表明确意见。发行人股权较为分散但存在单一股东控制比例达到百分之三十的情形的,若无相反的证据,原则上应当将该股东认定为控股股东或者实际控制人。”

[5] 《企业会计准则第 33 号—合并财务报表》第七条 合并财务报表的合并范围应当以控制为基础予以确定。控制,是指投资方拥有对被投资方的权力,通过参与被投资方的相关活动而享有可变回报,并且有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额。

[6] 《企业会计准则第 33 号—合并财务报表》第八条 投资方应当在综合考虑所有相关事实和情况的基础上对是否控制被投资方进行判断。一旦相关事实和情况的变化导致对控制定义所涉及的相关要素发生变化的,投资方应当进行重新评估。相关事实和情况主要包括:(一)被投资方的设立目的。(二)被投资方的相关活动以及如何对相关活动作出决策。(三)投资方享有的权利是否使其目前有能力主导被投资方的相关活动。(四)投资方是否通过参与被投资方的相关活动而享有可变回报。(五)投资方是否有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额。(六)投资方与其他方的关系。

[7] 《企业会计准则第 33 号—合并财务报表》第十一条 投资方在判断是否拥有对被投资方的权力时,应当仅考虑与被投资方相关的



实质性权利，包括自身所享有的实质性权利以及其他方所享有的实质性权利。……某些情况下，其他方享有的实质性权利有可能会阻止投资方对被投资方的控制。这种实质性权利既包括提出议案以供决策的主动性权利，也包括对已提出议案作出决策的被动性权利。

[8] 《企业会计准则第 33 号—合并财务报表》第十三条 除非有确凿证据表明其不能主导被投资方相关活动，下列情况，表明投资方对被投资方拥有权力：

- (一) 投资方持有被投资方半数以上的表决权的。
- (二) 投资方持有被投资方半数或以下的表决权，但通过与其他表决权持有人之间的协议能够控制半数以上表决权的。

[9] 《企业会计准则第 33 号—合并财务报表》第十四条 投资方持有被投资方半数或以下的表决权，但综合考虑下列事实和情况后，判断投资方持有的表决权足以使其目前有能力主导被投资方相关活动的，视为投资方对被投资方拥有权力：

- (一) 投资方持有的表决权相对于其他投资方持有的表决权份额的大小，以及其他投资方持有表决权的分散程度。
- (二) 投资方和其他投资方持有的被投资方的潜在表决权，如可转换公司债券、可执行认股权证等。
- (三) 其他合同安排产生的权利。
- (四) 被投资方以往的表决权行使情况等其他相关事实和情况。

[10] 《中华人民共和国公司法》（2023 修订）第二百六十五条规定，“……实际控制人，是指通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的人。”

《<首次公开发行股票注册管理办法>第十二条、第十三条、第三十一条、第四十四条、第四十五条和<公开发行证券的公司信息披露内





容与格式准则第 57 号-招股说明书>第七条有关规定的适用意见—  
证券期货法律适用意见第 17 号》(中国证券监督管理委员会[2023]14  
号)“二、关于《首次公开发行股票注册管理办法》第十二条‘实际  
控制人没有发生变更’和第四十五条控股股东、实际控制人锁定期  
安排的理解与适用”规定,“实际控制人是指拥有公司控制权、能  
够实际支配公司行为的主体。”

[11] 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 57 号—招  
股说明书》第三十二条规定“发行人应披露持有发行人百分之五以  
上股份或表决权的主要股东及实际控制人的基本情况,主要包  
括……实际控制人应披露至最终的国有控股主体、集体组织、自然  
人等。”

[12] 《上市公司治理准则》第六十八条规定,控股股东、实际控制  
人与上市公司应当实行人员、资产、财务分开,机构、业务独立,  
各自独立核算、独立承担责任和风险。

[13] 《证券法》第 94 条规定,上市公司的控股股东、实际控制人  
等侵犯上市公司合法权益给上市公司造成损失的,投资者保护机构  
可以自己的名义向人民法院提起诉讼。

[14] 《刑法》第一百六十九条之一规定,上市公司的控股股东或者  
实际控制人,指使上市公司董事、监事、高级管理人员实施下述行  
为致使上市公司利益遭受重大损失的,处三年以下有期徒刑或者拘  
役,并处或者单处罚金;致使上市公司利益遭受特别重大损失的,  
处三年以上七年以下有期徒刑,并处罚金:

(1) 无偿向其他单位或者个人提供资金、商品、服务或者其他资产  
的;



- (2) 以明显不公平的条件，提供或者接受资金、商品、服务或者其他资产的；
- (3) 向明显不具有清偿能力的单位或者个人提供资金、商品、服务或者其他资产的；
- (4) 为明显不具有清偿能力的单位或者个人提供担保，或者无正当理由为其他单位或者个人提供担保的；
- (5) 无正当理由放弃债权、承担债务的；
- (6) 采用其他方式损害上市公司利益的。

犯前款罪的上市公司的控股股东或者实际控制人是单位的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，依照上述规定处罚。

[15] 关于发布《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 1 号——规范运作（2023 年 12 月修订）》的通知

上证发〔2023〕193 号 4.3.4 控股股东、实际控制人应当采取有效措施保证其作出的承诺能够有效施行，对于存在较大履约风险的承诺事项，控股股东、实际控制人应当提供履约担保。担保人或者履约担保标的物发生变化导致无法或者可能无法履行担保义务的，控股股东、实际控制人应当及时告知上市公司，并予以披露，同时提供新的履约担保。

除另有规定外，控股股东、实际控制人在相关承诺尚未履行完毕前转让所持公司股份的，不得影响相关承诺的履行。

[16] 《证券法》第 84 条规定，控股股东、实际控制人作出公开承诺的，应当披露，不履行承诺给投资者造成损失的，应当依法承担赔偿责任。



[17] 《上市公司监管指引第 4 号——上市公司及其相关方承诺》第十七条规定，“承诺人违反承诺，由中国证监会采取责令改正、出具警示函、责令公开说明等监管措施，将相关情况记入诚信档案。”

[18] 《上市公司证券发行注册管理办法》第十条规定，“上市公司存在下列情形之一的，不得向不特定对象发行股票：（三）上市公司或者其控股股东、实际控制人最近一年存在未履行向投资者作出的公开承诺的情形……”

[19] 《上市公司监管指引第 4 号——上市公司及其相关方承诺》第十八条规定，“在承诺履行完毕或替代方案经股东大会批准前，中国证监会将依据《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》及相关法规的规定，对承诺人提交的行政许可申请，以及其作为上市公司交易对手方的行政许可申请（例如上市公司向其购买资产、募集资金等）审慎审核或作出不予许可的决定。有证据表明承诺人在作出承诺时已知承诺不可履行的，中国证监会将对承诺人依据《证券法》等有关规定予以处理。相关问题查实后，在对责任人作出处理前及按本办法进行整改前，依据《证券法》《上市公司收购管理办法》的有关规定，限制承诺人对其持有或者实际支配的股份行使表决权。”

[20] 《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 1 号——规范运作（2023 年 12 月修订）》4.1.2、4.1.2 控股股东和实际控制人应当指定其相关部门和人员负责信息披露工作，及时向上市公司告知相关部门和人员的联系信息。

控股股东和实际控制人应当配合公司的信息披露工作和内幕信息知情人登记工作，不得向公司隐瞒或者要求、协助公司隐瞒重要信息。





控股股东和实际控制人应当配合本所、公司完成与信息披露相关的问询、调查以及查证工作，收到公司书面询证函件的，应当及时向相关各方了解真实情况，在期限内以书面方式答复，并提供有关证明材料，保证相关信息和资料的真实、准确和完整。

[21] 《上海证券交易所上市公司自律监管指引第1号——规范运作（2023年12月修订）》4.3.8 媒体上出现与控股股东、实际控制人有关的报道或者传闻，且可能对上市公司股票及其衍生品种交易价格产生较大影响的，控股股东、实际控制人应当主动了解真实情况，及时将相关信息告知公司并答复公司的询证。

控股股东、实际控制人及其相关人员在接受媒体采访和投资者调研，或者与其他机构和个人进行沟通时，不得提供、传播与公司相关的未披露的重大信息，或者提供、传播虚假信息、进行误导性陈述等。

[22] 《证券法》第197条规定，控股股东、实际控制人作为信息披露义务人或者组织、指使信息披露义务人未按照《证券法》规定履行信息披露义务、或披露的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，控股股东、实际控制人将被面临最低50万元最高1000万元的罚款。

[23] 《证券法》第85条规定，控股股东、实际控制人作为信息披露义务人未按照规定披露信息，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任；如上市公司作为信息披露义务人未履行信息披露义务或者公告的文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏致使投资者在证券交易中遭受损失，控股股东、实际控制人应当承担连带赔偿责任，能够证明自己没有过错的除外。

[24] 《刑法》第161条规定，依法负有信息披露义务的公司、企业向股东和社会公众提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务会计报告，



或者对依法应当披露的其他重要信息不按照规定披露，严重损害股东或者其他利益，或者有其他严重情节的，对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处罚金；情节特别严重的，处五年以上十年以下有期徒刑，并处罚金。

前款规定的公司、企业的控股股东、实际控制人实施或者组织、指使实施前款行为的，或者隐瞒相关事项导致前款规定的情形发生的，依照前款的规定处罚。

犯前款罪的控股股东、实际控制人是单位的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，依照第一款的规定处罚。

[25] 监管措施主要有：（一）口头警示；（二）书面警示；（三）监管谈话；（四）要求限期改正；（五）要求公开致歉；（六）要求聘请中介机构进行核查并发表意见；（七）建议更换相关任职人员；（八）暂停投资者账户交易；（九）向相关主管部门出具监管建议函；（十）其他监管措施。

[26] 纪律处分主要有：（一）通报批评；（二）公开谴责；（三）公开认定一定期限内不适合担任上市公司董事、监事和高级管理人员或者境外发行人信息披露境内代表；（四）建议法院更换上市公司破产管理人或者管理人成员；（五）暂不接受发行上市申请文件；（六）暂不接受中介机构或者其从业人员出具的相关业务文件；（七）限制投资者账户交易；（八）收取惩罚性违约金；（九）其他纪律处分。

[27] 《证券法》第 191 条规定，证券交易内幕信息的知情人或者非法获取内幕信息的人违反《证券法》第五十三条的规定从事内幕交



易的，责令依法处理非法持有的证券，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上十倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足五十万元的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。单位从事内幕交易的，还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以二十万元以上二百万元以下的罚款。

《证券法》第 192 条规定，违反《证券法》第五十五条的规定，操纵证券市场的，责令依法处理其非法持有的证券，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上十倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足一百万元的，处以一百万元以上一千万元以下的罚款。单位操纵证券市场的，还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款。

《证券法》第 189 条规定，持有上市公司百分之五以上股份的股东，违反《证券法》第四十四条的规定，买卖该公司股票或者其他具有股权性质的证券的，给予警告，并处以十万元以上一百万元以下的罚款。

[28] 《证券法》第 44 条规定，上市公司持股 5%以上股东将其持有的股票在买入后六个月内卖出，或者在卖出后六个月内买入，由此所得收益归公司所有，公司董事会应当收回其所得收益。

[29] 《刑法》第一百八十条规定，证券、期货交易内幕信息的知情人员或者非法获取证券、期货交易内幕信息的人员，在涉及证券的发行，证券、期货交易或者其他对证券、期货交易价格有重大影响的信息尚未公开前，买入或者卖出该证券，或者从事与该内幕信息有关的期货交易，或者泄露该信息，或者明示、暗示他人从事上述交易活动，情节严重的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处违法所得一倍以上五倍以下罚金；情节特别严重的，处五年以





上十年以下有期徒刑，并处违法所得一倍以上五倍以下罚金。

单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处五年以下有期徒刑或者拘役。

内幕信息、知情人员的范围，依照法律、行政法规的规定确定。

[30] 《刑法》第一百八十条规定，证券交易所、期货交易所、证券公司、期货经纪公司、基金管理公司、商业银行、保险公司等金融机构的从业人员以及有关监管部门或者行业协会的工作人员，利用因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开的信息，违反规定，从事与该信息相关的证券、期货交易活动，或者明示、暗示他人从事相关交易活动，情节严重的，依照第一款的规定处罚。



## ◎ 市场动态资讯

### 一季度理财规模缩水超 8000 亿，4 月有望大幅回升

2025 年第一季度，中国银行理财市场经历了规模的显著调整。

据银行业理财登记托管中心发布的《中国银行业理财市场季度报告》（下称《报告》），截至 3 月末，理财市场规模整体缩水，存续规模较 2024 年末减少约 8100 亿元。

然而，进入 4 月以来，市场出现回暖迹象，理财规模重新恢复增长态势。与此同时，随着商业银行存款利率的下调以及理财产品收益率的回升，投资者“存款搬家”现象越发明显，为理财市场带来了新的增量资金。

业内人士称，一季度银行理财市场规模回落主要受到季末回表因素以及债市调整的双重影响，展望未来，市场对银行理财未来规模的回升仍持乐观态度，多家机构预测全年有望实现稳健增长。

#### 一季度规模回落超 8000 亿元

《报告》显示，2025 年第一季度，理财市场规模整体呈现缩水态势。

数据显示，截至 2025 年一季度末，全市场存续的理财产品数量为 4.06 万只，相较于 2024 年末增长了 300 只；存续规模为 29.14 万亿元，整体规模却减少了约 8100 亿元。

“主要原因是受到季末回表因素的影响。”根据中信证券首席经济学家明明团队测算，银行理财 3 月规模减少了 1.1 万亿元，环比下降了 3.68%，其中，现金理财规模下降 3346 亿元，纯固收产品规模下降 4504 亿元，含权的固收+产品规模下降 3004 亿元。

受访人士认为，理财规模一季度下滑显著受到多方因素影响，



季末理财回表起到了重要作用外，债市调整也是关键因素之一。

中金公司分析师王子瑜指出，在汇率压力下，一季度央行流动性偏紧，同时债市在去年末抢跑的背景下也迎来调整压力，理财产品净值表现承压。

今年一季度，债券市场呈现出较为明显的波动态势。作为理财产品的重要基础资产，其市场表现直接拖累理财产品的收益表现。根据普益标准的统计数据，截至一季度末，理财公司存续开放式固收类理财产品（不含现金管理类产品）的近1个月年化收益率的平均水平为2.24%，环比再度下跌1.15个百分点。

与此同时，到期的开放式固定收益类理财产品的平均兑付收益率（年化）为2.73%，较上个月下降0.21个百分点，且低于平均业绩比较基准0.22个百分点。

在债市出现波动的背景下，股市表现却相对较好，由此引发“股债跷跷板”效应，导致部分理财资金流出。“自2月份以来，中国科技领域的突破推动了股票市场的活跃，阶段性风险偏好快速上升，并形成了较强的赚钱效应。”王子瑜指出，在此背景下，部分投资者选择赎回现金类理财产品，并将资金转移到股市。

### 存款利率下行催生“搬家潮”

展望银行理财未来规模趋势，业内人士持较为乐观的态度。

“进入4月以来，银行理财市场已经显现出回暖的迹象。”王子瑜指出，从4月初到目前为止，理财规模的增长表现已经超过了2022年和2023年同期水平。

明明指出，结合往年3月至4月的发展规律，预计4月份理财规模将出现显著增长，且增长幅度大概率会超过3月因季末因素导致的回落额度。





从市场机构的测算数据来看，银行理财规模进入 4 月份后，规模又重新实现了增长。中金公司测算的结果显示，在 4 月份的第三周（4 月 14 日至 20 日），理财规模恢复增长态势，较前一周上升了约 3200 亿元。

另据国信证券分析师孔祥团队预计，4 月份理财市场规模有望增长约 0.8 万亿元至 1.2 万亿元。

业内人士指出，在全社会利率整体下行的背景下，商业银行的存款利率不断下行，从整体趋势来看，为理财市场带来“源源不断”的增量资金。

记者注意到，进入 4 月，多家股份制银行和地方中小银行纷纷下调存款利率，下调幅度各有不同。调整后，不少定期存款的利率已经降至 2% 以下。

“商业银行纷纷下调存款利率的同时，银行理财产品的年化收益率却有所回升，两者之间的收益差吸引投资者‘存款搬家’。”华东一位理财公司人士对记者指出，在市场波动频繁的背景下，投资者往往更倾向于选择低风险的金融产品。以固定收益类资产为主的银行理财产品，因其收益相对稳定且通常高于同期存款利率，受到众多投资者的青睐。这种趋势也为金融市场带来了新的增量资金。

明明指出，理财产品的性价比优势依然显著，预计 2025 年市场规模有望突破 32.5 万亿元。其中，“固收+”产品有望成为各大理财子公司发行的重点产品。王子瑜也预计，银行理财在全年有望实现 7% 到 9% 的增速。



## 4 月南向资金涌入港股超 1600 亿元，全年或冲击万亿

由于外围不确定性增加，4 月，国际资金流出中国等亚洲股市。不过，南向资金仍在持续流入港股市场，4 月至今大幅涌入超 1600 亿元，今年已超 6000 亿元，市场预计全年仍将突破万亿元。

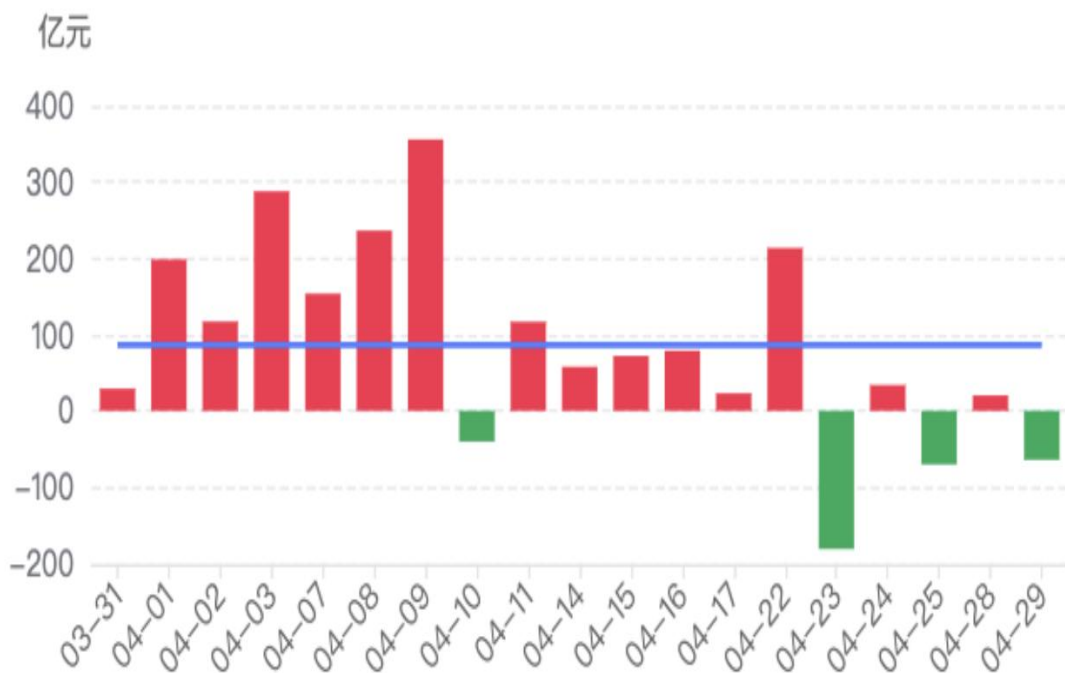
本轮香港牛市底色是中国科技资产的集体重估，新消费是主线休息时的完美支线。蜜雪冰城、泡泡玛特、老铺黄金则是三大明星消费股，被投资者称为“港股三姐妹”。建银国际首席港股策略师赵文利对记者称，短期内，港股仍面临外部环境不确定性带来的波动风险，尤其需警惕潜在的非关税类制裁冲击，但较大的外部冲击会加快中国推出增量政策，预计 19000 点区域将形成较强防御支撑。中长期来看，港股投资逻辑正逐步由“低估值修复”向“新质生产力重估”转型。

当前，公募基金约 20% 的股票配置在港股，机构在港股持仓占南下持仓一半甚至更高。



### 南向资金历史走势(近一月)

■ 南向资金当日净买入额      — 近一月南向资金净买入额均线



净买入额 (单位: 亿元)

更新日期: 2025-04-29

	本周	本月	本季	今年	近一周	近一月	近三月	近一年
港股通(沪)	-9.08	1,054.95	1,054.95	4,081.36	-86.16	1,108.64	3,101.40	7,681.49
港股通(深)	-34.86	555.40	555.40	1,915.52	-175.18	530.86	1,639.56	4,291.56
南向资金	-43.94	1,610.36	1,610.36	5,996.88	-261.34	1,639.50	4,740.96	11,973.05





## 南向资金流入或突破 1 万亿元

4 月，港股市场整体震荡上行，恒生指数截至 4 月 29 日报收 22008 点，4 月累计涨幅约 3%。恒生科技指数 4 月表现也稳步回升，月内累计上涨近 2%。

这一表现已大超预期。4 月初至中旬，港股经历短暂调整，市场情绪在关税冲击下波动，但整体抗跌性较强。4 月下旬，随着中国重申对出口和就业的支持、美国部分关税政策调整，以及内地资金持续南下，港股迎来反弹，科技和消费板块表现活跃。

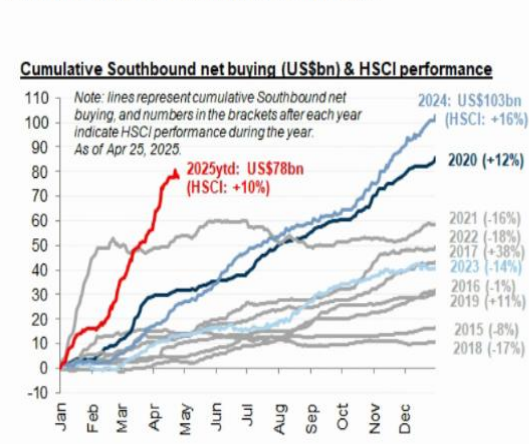
尽管存在对不确定性加剧的担忧，南向投资者今年至今的净买盘仍达到 780 亿美元，相当于 2024 年全年流入规模的 75%，并成为港股主要的资金来源，定价权日益增强。

Wind 数据显示，南向资金买入 AI 科技股和高股息收益率股，分别贡献了 290 亿美元和 220 亿美元，占到今年至今南向资金流入的 65% 左右。南向投资者的港股持仓持续攀升，已经达到 5770 亿美元，占到南向合格标的总市值的 13%（1 年前为 10%）。

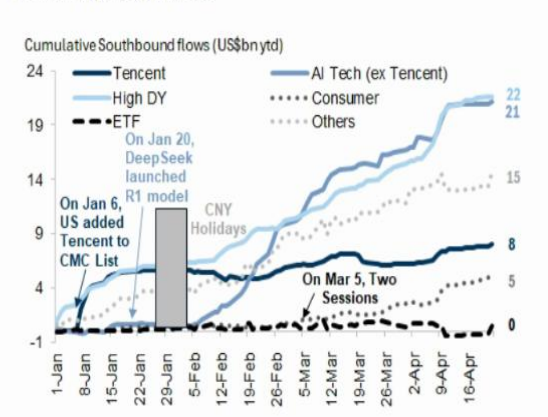
高盛已将 2025 年全年南向资金流预测从 750 亿美元上调至 1100 亿美元。赵文利对记者表示，今年南下资金很有可能会突破 1 万亿元大关，年初至今净流入已经超过 6000 亿元。



图表 1: 南向资金流入呈现出最强劲的开年走势



图表 2: 买入腾讯、AI科技股和高股息收益率股是带动今年迄今南向资金流入的主要贡献因素



来源: Factset, Wind, GS

港股买盘来自哪些投资者? 当前, 境内散户(资金账户余额大于人民币 50 万元)和机构投资者均可通过南向机制买入合格港股和 ETF。根据多家海外投行测算的数据, 基于已披露持仓信息, 估测机构投资者至少占到南向持仓的一半, 并且可能是今年至今资金流的主要贡献力量。

在内地公募基金方面, 监管规定要求, 基金名称中如带有“港股”字样, 则应当将 80% 以上的非现金基金资产投资于港股。其他基金投资港股的比例不得超过 50%。

从已披露资产配置情况的基金来看(约占总资管规模的 20%), 港股基金将 84% 的资管规模投资于港股, 其他基金的配置比例为 28%。已披露的港股总持仓占到所有基金总资管规模的 8%。如果假设所有内地公募基金都将约 20% 的资管规模投资于港股, 则其港股持仓可能达到 2150 亿美元左右, 占到南向总持仓(6100 亿美元)的 35% 左右; 如果假设内地对冲基金和私募股权基金的境内外配置比例与公募基金相同, 即港股、A 股各占 20%、80%, 则其港股持仓可能达到 700 亿美元左右, 占南向总持仓的 10% 左右。



此外，内地养老金和保险公司的资管规模约为 6.5 万亿元，股票配置比例约 10%~15%。假设股票投资的 20%配置于港股，估计其港股持仓可能在 200 亿美元左右，占南向总持仓的 3%。

### 科技是主线，新消费为支线

分行业看，今年以来，南向资金对互联网和金融行业的持仓较高；分个股看，阿里巴巴、腾讯和中国移动今年获南向资金买入额最高，表明稀缺价值和股东回报仍是投资者主要的考量因素。

**图表 6: 阿里巴巴、腾讯和中国移动今年迄今的南向买盘规模最大**

Top 10 Southbound buying stocks ytd (By value)			(By % freefloat mkt cap ownership increase <sup>^</sup> )		
Ticker	Name	Southbound net buying (US\$bn)	Ticker	Name	Southbound ownership increase
9988 HK	Alibaba	11.6	297 HK	Sinofert	44%
700 HK	Tencent	8.2	189 HK	Dongyue	32%
941 HK	China Mobile	3.4	9880 HK	Ubtech Robotics	32%
3988 HK	Bank of China	2.4	2533 HK	Black Sesame	30%
981 HK	SMIC	2.3	2145 HK	Chicmax Cosmetics	27%
1810 HK	Xiaomi	2.3	6855 HK	Ascentage Pharma	23%
3968 HK	CMB	2.0	1347 HK	Hua Hong Semi	19%
1398 HK	ICBC	1.8	101 HK	Hang Lung Properties	18%
939 HK	CCB	1.7	1686 HK	Sunevision	18%
1088 HK	Shenhua Energy	1.7	1787 HK	Shandong Gold	18%

Note: <sup>^</sup> for companies with listed market cap > US\$1bn. As of Apr 25, 2025.

来源：Factset，Wind，GS

在投资圈看来，本轮香港牛市底色是中国科技资产的集体重估，新消费是主线休息时的完美支线，尤其是在风险事件来袭时，更具有韧性的消费股则可能跑赢。





老铺黄金、毛戈平、泡泡玛特、蜜雪集团、古茗、布鲁可、小鹏汽车等一众新消费股票的大涨营造出了港股的牛市氛围，也吸引了众多外资入场。这不禁让看淡“消费股”许久的一众投资者捶胸顿足。3月5日，老铺黄金以每股600港元的价格超越腾讯，成为港股新一任股王，没有人会想到老铺黄金去年6月上市后，股价一路飞涨，至今涨幅已超20倍；近期疯狂上涨的还有雪王和泡泡玛特。3月，“雪王”港股敲钟上市，成为新一代港股冻资王，最新市值超1800亿港元；最具戏剧性的是泡泡玛特，该公司于2020年在港股IPO，而后在低谷时期股价曾跌落至9.4港元，但从2024年开始，国内消费回暖、海外市场爆发，泡泡玛特营收大涨，股价涨幅超340%。在市场人士看来，新消费股的上涨是市场和公司基本面共同作用的结果，是本轮南下资金占港股成交比重明显提高后“新常态”的表现之一。



## 社科院报告献策应对内外挑战：额外增发特别国债，设 2 万亿平准基金

4 月以来，美国“对等关税”冲击全球。贸易战将带来多大挑战？面对复杂多变的国际局势，如何练好内功进行应对？

4 月 29 日，中国社会科学院金融研究所宏观金融分析团队发布《中国宏观金融分析 2025 年第一季度》报告（下称“报告”）。报告建议，面对惊涛骇浪，既要有“天塌不下来”的定力，更要对形势做好分析研判。并提出年内额外增发 2 万亿至 3 万亿元特别国债、加快设立 2 万亿元规模的股市平准基金等建议。

近日，国际货币基金组织（IMF）将 2025 年全球经济增长预期由此前的 3.3% 下调至 2.8%，将中国 2025 年经济增长预期下调至 4.0%，但仍高于全球平均水平 1.2 个百分点。

对此，报告提出诸多政策建议，并认为，面对复杂多变的国际局势，我国应练好内功，充分发挥国家信用的重要作用，促消费、稳市场，在保证自身经济增长的同时，为全球经济注入稳定性和确定性。

首先，报告建议增发特别国债。一季度，我国财政靠前发力取得良好效果。我国应用好用足更加积极的宏观政策。建议抓住“关键的时间窗口”，一是二季度加速发行本年度余下的专项债和特别国债，二是额外增发 2 万亿至 3 万亿元特别国债。



其次，以更大力度促进消费，增强消费对经济的拉动作用。要深入实施提振消费专项行动，进一步提升居民消费能力，增强其消费意愿，培育壮大内需增量市场。

报告建议，在短期内，向城乡居民增发消费券，由增发的特别国债资金予以支持；在中期，持续优化营商环境，落实好中央促进民营经济高质量发展的指示精神，加大财政支持民营经济就业吸纳的力度；在长期，用好政府存量资产，探索以国有资产收益支持居民消费，探索国有股权划转社保体系。

另外，稳定楼市、股市、汇市。在加快构建房地产发展新模式方面，报告建议进一步推动房地产市场平稳健康发展。加力实施城市更新，有力有序推进城中村和危旧房改造；加大高品质住房供给；优化存量商品房收购政策。

在持续稳定和活跃资本市场方面。报告建议，一方面，继续推动中长期资金入市；另一方面，加快设立2万亿元规模的股市平准基金。此外，进一步发挥资本市场科技创新的支持力度，建议创新推出债券市场“科技板”。

贸易战期间，人民币汇率承压，金融风险上升。报告建议，维持人民币汇率在合理均衡水平上的双向波动格局。

针对外贸企业面临的挑战，应精准施策。报告提出，一是，真金白银支持外贸企业拓展新市场以及出口转内销；二是，积极支持外贸





企业结构转型；三是，对受困企业给予税收减免、提高失业保险基金稳岗返还比例等。