



法律通讯

上海律协

证券专业委员会四月法律通讯

Legal Newsletter

Securities Practice Research Committee

Shanghai Bar Association

4

编委会：

主任：范兴成

副主任（按姓氏首字母排序）：

孙林、徐辉、朱锐

编辑、排版、设计：汤舒茜

编委（按姓氏首字母排序）：

范兴成

孙林

汤舒茜

商宇洲

王安荣

徐辉

袁玥

朱锐

执笔人：

刘 涛

张 勤

目录

证券实务专题研究	2
上市公司价值提升的基本框架以及 并购重组新政带来的机遇与挑战.....	3
对拟上市台资高科技企业涉及同业竞争问题判断的探讨	14
证券行业政策动态	20
上海证券交易所发布修改股票上市规则的通知.....	21
多家银行发布公告，不再设立监事会.....	23
A 股公司交出年度答卷.....	25
证监会发布 2025 年修订统计指引，证券期货行业将迎新变革！	27
丰富“长钱长投”投资标的 中证港股通风格指数今日发布	29
港交所气候信息新规正式发布，《ESG 指引》更名为《ESG 守则》	30
港股 IPO 热潮再起：2025 年企业出海融资新机遇	33
证券经典案例	36
鸣鸣很忙递交港股 IPO 申请前的并购重组	37
诺德股份信披违规一年内两次被立案调查.....	42

证券实务专题研究

- 1、上市公司价值提升的基本框架及并购重组新政带来的机遇与挑战
- 2、对拟上市台资高科技企业涉及同业竞争问题判断的探讨

上市公司价值提升的基本框架以及 并购重组新政带来的机遇与挑战

作者：礼丰律师事务所 刘涛 黄青峰 李琨

引言

2024年11月6日,《上市公司监管指引第10号——市值管理》正式发布并实施,引发资本市场各界的广泛关注。上市公司作为中国最优秀的企业代表,一方面肩负着引领经济增长、带动产业发展,推进金融强国与经济强国的任务,另一方面更是体现金融为民,助力满足人民群众财富管理需求,突出以人民为中心的价值取向的典范。

上市公司市值不是上市公司价值的全部,但是上市公司价值的最重要表现形式,更是推进金融强国与经济强国、满足金融为民的主要手段之一。借《市值管理指引》出台之际,我们尝试梳理上市公司价值提升的基本框架,整理支持上市公司价值提升的资本市场工具,分解并设计实现上市公司价值提升的路径,供大家一起探讨上市公司价值提升的新方向。

一、上市公司价值提升的基本框架和路径

(一) 上市公司价值的内涵、组成与表现

引用价值投资之父本杰明·格雷厄姆的名言:“市场长期来看是一台称重机,短期来看是一台投票机”,长期来看,市场的表现更多受到公司基本面的影响;短期来看,市场的表现主要受到投资者基于价值信号判断的影响。参考《市值管理指引》中“市值管理是指上市公司以提高公司质量为基础,为提升公司投资价值和股东回报能力而实施的战略管理行为”的定义,我们可以把上市公司价值的构成分解为两部分:上市公司质量(即基本面),上市公司价值传递与投资者共识达成的过程(即投资者基于价值信号形成共识的过程,简称“价值传递与达成过程”)。

1.上市公司质量的外在表现包括盈利能力、运营效率、市场占有率、客户满

意度、员工满意度等指标，但追根溯源其系统要素，可以总结为麦肯锡 7S 模型阐述的管理要素、波特五力模型提及的竞争要素，以及布拉奇 9 系统组织分析的结构要素/人性要素/多维要素，为方便分析，我们将其整合并简化为：

企业内部要素：理念、文化、战略、组织结构、流程、资产(技术、员工、现金、品牌等)；

企业外部要素：供应商(包括供应商的供应商)、客户(包括客户的客户)、竞争者(包括潜在竞争者/替代品)、资源(包括合作方等)、股东结构、政策。

2.上市公司价值传递与达成过程的研究较多，比较经典的描述为：价值信号的传递、投资者共识的形成、分歧与一致。

基于上述，我们将上市公司价值提升方式分类为：上市公司质量(包括企业内部、外部要素)提升，以及上市公司价值传递与达成过程的优化。

(二) 提升上市公司质量的工具箱建立及运用

提升上市公司质量的内部非资产类要素在较大程度上需要通过上市公司的自我调整进行升级，但内部资产类要素及外部要素则更多可以结合上市公司的特点，借助资本市场工具的力量予以改善。

升级内部非资产类要素是上市公司质量提升的内核，例如建立明确的使命、愿景、核心价值观，引导全员行为；开展组织变革、优化管理和业务流程，提高管理水平和执行力，实现降本增效；改善技术研发和产品创新方案，提升产品竞争力等。

资本市场工具在提升上市公司内部资产类要素与外部要素方面能发挥关键作用，除《市值管理指引》中提及的“并购重组”、“股权激励和员工持股计划”外，再融资、股权架构重组、引入战略投资人、分拆上市、不良资产剥离等也是常见的工具。该等工具的组合运用，能实现上市公司内外部要素的同步改善，形成“要素改善飞轮”。

例如，通过并购重组，企业可以快速实现规模和市场扩张、获取新技术和新

团队、实现业务转型等战略目标；通过实施股权激励和员工持股计划，一方面能绑定核心员工，提高员工的归属感和生产效率；另一方面，股权激励通常与公司未来业绩表现挂钩，能直观展现公司对未来经营业绩的信心，从而向投资人传达增长信号；通过再融资及/或引入战略投资人，上市公司不仅可以获得大额资金，还可以改善股权结构，引入并借鉴先进的管理经验、企业文化，获得优质供应商和客户资源，提升上市公司的品牌知名度；通过分拆上市，子公司能够作为独立进行融资，获得更多的社会资源和发展空间，更快实现业务扩张和技术革新，最终实现上市公司的第二曲线增长。

（三）优化上市公司价值传递与达成过程的工具箱建立及运用

酒香也怕巷子深，上市公司的价值需要向市场传递，争取市场和投资人的理解与认同，最终达成上市公司价值与质量的长期归位统一，这就需要在上市公司和金融市场之间架起一个双向沟通的桥梁，形成良好的互动关系。

一方面上市公司通过信息披露等措施主动向市场传递信息，让投资者了解公司经营状况，并使其对上市公司的质量及发展有清晰的认知，帮助投资者共识的形成，加速化解投资者分歧并形成一致。《市值管理指引》中提及的“信息披露”、“现金分红”、“股份回购”，以及大股东及董事、高管增持股份等工具，都是上市公司对外传递价值的常见手段。例如，通过信息披露，上市公司能比较直接地将上市公司的经营成果、市场地位和战略目标等价值传递给投资者；在二级市场低迷，股票价格表现明显偏离上市公司价值时，公司可以通过股份回购、大股东及董事、高管股份增持等工具，向市场传递上市公司股票价格被低估的信号，提升投资者对上市公司的信心；现金分红是股东投资回报的直接体现，持续性稳定的现金分红更是上市公司良好盈利能力以及健康财务状况的展示。

另一方面，上市公司通过投资者说明会、接受调研及线上互动问题回复等投资者关系管理行为，收集、识别、传递市场和投资者对公司价值和发展蓝图的判断和认同情况，构建投资者与公司管理层的良性互通通道，促进公司战略和经营优化，提升公司的整体价值。

只有通过合理、合规及科学的资本市场工具运用，才能实现上市公司与金融

市场的长期良性互动，上市公司才能有效地提升对其价值的传导，并最大可能地获得金融市场投资者的认可和长期支持。

（四）上市公司如何基于自身特性选择合适的资本市场工具

不同上市公司所处行业、市场地位、治理水平、股权架构、财务表现等基本要素均各有千秋，因此上市公司对其自身价值提升的战略重点也不尽相同。

以创新管理常用的企业发展 S 曲线为例，根据上市公司所处行业特点及市场地位判断，若其主营业务处于第一曲线上升阶段(刚过 S 曲线破局点)，上市公司应聚焦主业，将企业的生产资源向主营业务聚集，通过一系列价值提升工具提升其核心竞争力并占据市场龙头地位。例如，通过实施股权激励或员工持股计划，吸引并留住核心人才；通过对公司内部治理的优化，降低生产成本及提高内部运营效率；通过对产业链上下游企业的并购重组，消灭竞争对手，快速整合产业链资源，利用并购重组带来的规模效应和产业协同作用，提升其核心竞争力和市场占有率等。

若公司处于第一曲线快速上升阶段(处于 S 曲线破局点与极限点中间)，上市公司在聚焦主业发展的同时需要关注第二曲线的孵化，例如通过设立产业基金，以较低的试错成本探索新的产业方向，布局产业生态圈，或者开展新业务孵化，培育新的团队和技术创新。

若公司已经或将要越过第一曲线最高点(处于或跨过 S 曲线极限点)，上市公司应当及时将战略重点转移至开辟企业的第二增长曲线，即打造企业新“赛道”并匹配合适的“赛车手”。例如，一方面可以通过跨界并购，实现对新的产业或新业务的快速切换，实现产业转型升级，保障上市公司的持续盈利能力；另一方面可以通过对不良资产的剥离变现，实现上市公司资产优化，将上市公司有限的资源投入到更有发展空间和潜力的新业务，改善企业财务表现，提高企业生产资料的利用率和回报率。

（五）上市公司价值提升的目标正当性与工具合规性

需要特别提醒的是，上市公司价值提升的内核是上市公司质量提升和市场价

值的认同及实现，目标是通过提升上市公司的核心竞争力从而保持其长期良性的可持续发展，而不应局限于短期的业绩提升或股价提升，更不是二级市场股价管理的“炒热点”、“炒概念”等短期投机行为。

在上市公司价值提升过程中，各主体应切实提高合规意识，厘清目标正当性及工具使用边界性，不得实施“虚假信息披露”、“内幕交易”、“市场操纵”等伪市值管理的行为，例如“新美星”、“昊志机电”、“金一文化”、“中源家居”、“利通电子”等涉及伪市值管理行为被处罚的案例都值得大家对照避免。

上市公司价值提升的过程，牵扯包括上市公司端(大股东、实际控制人、董监高、员工)、资产端和投资人端等利益相关方众多。如何规范并科学地利用好价值提升工具，设计符合商业逻辑并实现多方共赢的交易方案，给律师等中介机构团队提出了更高的要求，市场需要具备多重视角(全局视角、未来视角和对方视角等)和跨专业甚至跨行业能力的团队

二、并购重组新政为上市公司及标的资产、投资人带来的机遇与挑战

上市公司价值提升不仅是一项“一把手”任务，更是一项企业长期战略，如何利用资本市场的工具，改善企业内部流程，增厚企业资产，重构企业外部要素，匹配企业文化和战略，实现企业的愿景和使命，将是一个长期值得探讨的话题。在当下中国经济形势由高速增长转向高质量发展的大背景下，上市公司作为引领中国经济发展的优秀代表，寻找第二曲线、产业整合、转型升级的意愿也日益强烈。同时，在资产端，根据我们此前发布的《VC/PE 基金回购及退出分析报告》，约有 1.4 万家企业正面临退出/回购压力，由于 IPO 政策收紧，寻求并购交易的情绪在资产端持续发酵蔓延。为促进上市公司端与资产端实现资源整合，提高产业集中度，使社会资源向新质生产力聚集，除《市值管理指引》外，证监会此前还发布了《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》及《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定(征求意见稿)》(以上统称为“新政”)，引发资本市场各界讨论。

并购重组在提升上市公司价值中通常发挥关键作用，《市值管理指引》第三条在列举市值管理工具时，排在首位的便是并购重组。我们以上市公司价值提升

为视角对新政下的并购重组进行分析，供大家一同探讨。

（一）并购重组对上市公司市值提升的作用

如上文所述，上市公司价值可以拆解为上市公司质量以及价值传递与达成过程两方面。而上市公司质量包括技术、员工、现金、品牌等资产类内部要素，以及供应商、客户、竞争者、资源、股东结构、政策等外部要素。上市公司通过并购重组可以快速改善其内部资产类要素及外部要素，具体而言：

1.技术：获得现成的技术成果，节省研发时间，帮助上市公司在某个细分领域建立技术优势及竞争优势；

2.员工：获得核心团队，帮助上市公司建立或增强在某个领域的研发能力或业务能力，优化管理结构；

3.现金：获得标的公司的流动性资产，增强上市公司的现金流能力；

4.品牌：获得知名品牌，并借助现成的品牌影响力及市场声誉建立护城河，减少自主培育品牌的时间成本、金钱成本及不确定性；

5.供应商&客户：获得标的公司的客户、供应商资源，直接打通某个领域的供销渠道，帮助上市公司在该领域快速完成市场渗透；

6.竞争者：减少竞争对手，扩大市场份额，形成规模效应，提高资源配置效率；

7.股东结构：优化上市公司股权结构，引入新的投资人及先进的管理经验、企业文化。

8.其他资源：快速获得标的公司所拥有的其他资源，例如特殊的经营资质、具有战略价值的合作方等。

上市公司通过并购重组以及相关的信息披露，也能够积极向市场传递上市公司的战略目标、市场地位以及管理层将公司做大做强的信心与规划，引起投资者对上市公司的关注，促进公司与市场的良性互动，加速化解认知分歧，建立投资

者对公司质量及发展蓝图的清晰认知，最终提升公司价值。

（二）新政对并购市场现实弊病的对症下药

1、并购重组的现实困境

虽然并购重组是上市公司提升价值的重要手段，但是 2016 年以来 A 股上市公司的并购活动经常处于不温不火的状态。以重大资产重组为例，根据市场公开信息，A 股上市公司重大资产重组数量从 2016 年的 384 家下降至 2023 年的 109 家，涉及金额从 2016 年的 1.35 万亿元下降至 2023 年的 0.14 万亿元。并购重组市场的持续低迷我们认为或与下列因素有关：

- (1). 跨行业并购以及对未盈利资产的收购不被监管政策支持，导致部分并购交易无法落地；
- (2). 在宏观经济下行的大环境下，企业盈利压力较大，上市公司在并购方案的支付方式上往往更倾向于以股票支付，而监管机构对发行股份购买资产的审核周期较长，具有一定的不确定性，可能造成部分并购交易最终搁浅；
- (3). 监管机构对构成发行股份购买资产、重大资产重组的并购交易审核较为严格，市场上较为灵活的交易安排可能难以通过监管审核，扼杀了部分潜在的并购交易；
- (4). 自 2019 年以来的证券发行注册制改革推动 IPO 市场走向繁荣，畅通的 IPO 渠道以及较高的新股发行价格也一度抑制了一级市场标的公司的出售意愿。

2、新政带来的变化

新政带来如下重要变化：

- (1). 向新质生产力转型升级，有条件松绑跨行业并购及对未盈利资产的收购
- 新政鼓励两个方向的并购重组，其一为围绕战略性新兴产业、未来产业进行

的并购重组，引导社会资源向新质生产力转型升级，其二为加强产业集中度的并购重组，支持提高资源配置效率。若标的资产不符合上述定位，例如跨行业并购非新质生产力的标的资产、收购不能提升关键技术水平的未盈利资产等，预计难以得到监管认可。

(2). 为提升产业集中度，缩短换股吸收合并的限售期，进一步简化审核流程

本轮新政一方面缩短了上市公司换股吸收合并交易中被吸收合并方控股股东、实际控制人取得股份的锁定期，另一方面新增简易审核程序，包括上市公司之间换股吸收合并，以及总市值超过 100 亿元且连续两年信息披露质量评价为 A 的优质上市公司发行股份购买资产且不构成重大资产重组的，未来无需提交证券交易所并购重组委员会审议。

(3). 鼓励私募基金参与并购重组

新政明确提出鼓励私募投资基金积极参与并购重组，将私募投资基金投资期限与重组取得股份的锁定期限实施“反向挂钩”，即投资期限越长则股票锁定期越短，促进“募投管退”的良性循环，并引导私募基金向长期投资转型。

(4). 尊重市场，提高监管包容度及交易灵活性

为充分发挥市场优化资源配置的作用，新政明确提出将在业绩承诺、同业竞争、关联交易等方面提升监管包容度，支持上市公司根据交易安排分期支付交易对价，并允许上市公司一次注册、分期发行股份支付购买资产对价。上述政策变化将赋予并购各方更大的交易自由度，更有利于各方达成共赢式的并购方案。

（三）上市公司实施并购重组时的关注重点

上市公司作为买方，在并购交易中通常更具主动性，为充分发挥并购重组对上市公司价值提升的作用，应注意以下方面：

1、筛选合适的并购标的

根据上市公司所处行业特点及市场地位判断其主营业务处于企业发展 S 曲线的哪个阶段，并据此决定其并购的方向，是对产业链上下游企业的并购重组，

还是通过设立产业基金探索新的产业方向，抑或是通过跨界并购实现对新业务的快速切换。

在经济下行周期中，标的资产的财务风险、法律风险、业务风险更值得买方关注；尤其是叠加 IPO 收紧的资本市场环境，标的公司是否存在抵押、质押、查封等权利受到限制的情形，是否存在可能影响并购交易向后推进的股权纠纷等应当予以特别重视。

2、借助政策支持设计多方共赢的并购方案

新政明确提出将尊重市场规律，对并购估值、支付方式、业绩承诺等均展现出一定的监管包容度。上市公司在并购交易中应当摒弃零和博弈思维，转向追求各方共赢的交易方案。例如：

- (1). 恰当选择以股票及/或现金作为支付对价的比例，实现创始团队获利退出及与上市公司长期利益绑定的平衡；
- (2). 灵活使用可转债作为支付工具，既能缓解上市公司并购的现金压力，又赋予标的公司原股东在上市公司股价表现优异时转股的权利，共享上市公司市值提升的成果；
- (3). 对创始团队设置业绩目标及完成目标后的超额业绩奖励，调动创始团队为上市公司创造价值的积极性；
- (4). 在股权并购中针对创始人和投资人采取不同的交易价格，尊重基本的商业逻辑，使得并购重组交易能实际落地执行。

3、资源整合

标的公司的资源能否为上市公司所用，还依赖于并购交易完成后的整合，包括但不限于制度整合、人员整合、财务整合、文化整合等。只有成功整合各项资源，改变上市公司的内外部要素，才能最大程度发挥并购效果，提升上市公司价值。

（四）标的资产创始人在参与上市公司并购重组时的注意事项

若创始人拟参与上市公司对标的资产的并购交易，至少应注意以下事项：

1、并购交易的先决条件是否达成

创始人应对并购交易的可行性展开评估，并打通可能阻碍交易向下推进的障碍，以免错失转瞬即逝的商业机会。除标的公司质地外，标的公司及创始人在股权融资活动中签署的各项协议对并购交易可能有实质影响。例如：标的公司的整体出售可能涉及投资人的一票否决权；创始人的股权存在转让限制，或投资人拥有优先购买权；已预留但尚未发放的员工激励股权在并购交易中获得的对价可能需要在全体股东之间分配；创始团队的并购收益可能受限于投资人的优先清算权等。

2、尊重商业逻辑，平衡标的公司内部利益

当标的公司发生出售事件后，投资人根据投资协议一般有权按照约定价格从公司出售对价中获得优先分配，最终造成投资人拿走远超于持股比例的份额，导致创始团队出售标的公司的动力不足。反之，若推翻优先清算条款，投资人可能会反对并购交易，且标的公司及创始人还涉及违约责任。为兼顾创始团队利益及投资人利益，可以考虑在并购方案中为创始团队设置业绩目标以及完成业绩目标后的超额奖励，既为创始团队争取更多利益，也保障投资人以其可接受的交易价格顺利退出，减轻来自内部风控及资金端的压力。

3、加强对标的公司核心技术的保护

新政下，掌握关键技术的标的公司将更容易受到市场追捧，核心技术的商业价值进一步凸显。鉴于上市公司并购交易的审批程序通常更为复杂，且交易能否最终完成具有不确定性。创始人应在交易过程中加强对核心技术的保护，采取措施尽可能降低上市公司履行信息披露义务对标的公司核心技术保密性的影响。

（五）投资人在参与上市公司并购重组时的注意事项

投资人在并购交易中应重点关注其权益保护，我们认为这可分为三个层面：

1、股权是否出清

鉴于被并购后投资人在标的公司的特殊股东权利受限于上市公司监管规则可能难以适用，因此，若有并购退出的机会，建议投资人出售全部股权，若仅出售了部分股权，则保留在标的公司的股权未来退出难度相对更大。

2、并购价格的可接受程度

“可接受”不仅指符合交易文件约定的退出价格，也包括不低于现时市场公允价。投资人应结合标的公司的资产状况(包括库存现金)、经营情况、创始人的责任上限以及全体投资人的回购金额，评估标的公司/创始人的回购压力以及在回购情形下各投资人可能获得的金额，审慎锚定可接受的并购退出价格。若投资人受限于投资成本、内控要求以及来自资金端的压力，对具体的并购价格不满意，也可考虑在交易方案中争取未来的补偿机制，例如当标的公司未来完成预设的业绩目标后投资人有权从上市公司/创始团队获得一笔补偿资金。

3、特殊股东权利的保护

为保证标的资产权属清晰，对于需经证券监管机构审核的并购交易，标的公司投资人的特殊股东权利通常应于财务报表基准日前或申报前予以终止。为防止投资人的权利落空，可以根据实际情况考虑是否设置交易终止时特殊股东权利自动恢复的条款。

沪深两市目前已有逾五千家上市公司，在增量放缓的大环境下，存量公司之间通过并购重组优化资源配置可能成为未来的主旋律。在新政对市值管理概念正本清源后，上市公司可借此良机实现产业整合、转型升级，标的公司创始人可乘政策的东风挣脱出回购泥潭并拥抱资本市场，而投资人可通过并购交易顺利“解套”以完成一级市场资金“募投管退”的闭环，实现多方共赢的局面。我们期待未来出现更多的上市公司通过并购重组实现转型升级、提升公司价值，以推动资本市场成熟发展。

对拟上市台资高科技企业涉及同业竞争问题判断的探讨

作者：上海磐明律师事务所 张勤

一、台资企业同业竞争问题的解决难点

新一代信息技术尤其是半导体和集成电路领域，不仅是中国大陆地区（“大陆”）重点扶持的高新技术产业与战略性新兴产业，也是中国台湾地区（“台湾”）的产业优势所在，契合两岸经济融合发展的方向。台湾地区半导体产业链中的许多知名企业都已在大陆布局，在积极开拓市场的同时，他们也期待得到大陆资本市场的支持。然而，也正因为台湾企业在大陆投资设立的企业（“台资企业”）大多是在台湾本土创业后到大陆发展，其在台湾地区的母公司及/或在海外其他地区的兄弟公司往往都从事与台资企业相同或者近似的业务，同业竞争成为台资企业在大陆上市的普遍突出问题。在母公司是台湾上市公司的情况下，台资企业解决同业竞争问题的难度更大。

按照惯常做法，为消除台资企业在大陆上市面临的同业竞争问题，台资企业的实际控制人应通过内部重组或整合，以收购股权或收购业务资产方式将所有同类业务转入台资企业经营，或将经营同类业务的关联公司注销或转让给无关联第三方。但基于台湾地区对大陆来台投资制定的相关管控规定，该惯常做法对台资企业而言可能存在操作障碍或重大风险成本，主要原因如下：

1、对特定行业的投资禁止或限制。根据台湾经济部发布的《大陆地区人民来台投资业别项目》，如果拟投资业务属于该项目表所列禁止类，或虽属于该表所列允许类但限制陆资控股，则以收购方式解决同业竞争问题，存在不可逾越的法律障碍。

例如：于2016年12月上市的亚翔集成（603929），其母公司台湾亚翔从事土建施工、机电安装、洁净工程服务业务，其中洁净室工程及机电安装工程服务业务与亚翔集成相同。但台湾地区发布的《台湾地区与大陆地区人民关系条例》第40-1条规定，“大陆地区之营利事业，非经主管机关许可，并在台湾地区设立分公司或办事处，不得在台从事业务活动”；《大陆地区人民来台投资许可办法》

第 8 条规定，大陆地区“投资人得投资之业别项目、限额及投资比率，由主管机关会商各中央目的事业主管机关及相关机关拟订，报行政院核定”；根据上述规定，台湾地区目前关于大陆投资采用正面清单方式，即必须属于正面清单所列产业，大陆企业方可投资。而据此发布的《大陆地区人民来台投资业别项目》中规定，“建筑、工程服务及技术检测、分析服务业”中仅“环境检测服务业”和“其他技术检测及分析服务业”向大陆地区投资人开放，但“建筑、工程服务”未向大陆地区投资人开放。根据上述规定，亚翔集成作为大陆地区投资人不能以投资的形式（包括但不限于设立子公司、合资或收购台湾亚翔的洁净室工程、机电安装工程相关业务）进入台湾地区从事洁净室工程、机电安装工程服务，也不能以设立分公司的形式直接进入台湾地区从事洁净室工程、机电安装工程服务。另外，按照台湾地区建筑业相关法律、法规规定，在台湾从事洁净室工程服务、机电安装工程服务等业务，也需要取得台湾地区冷冻空调、电器承装、自来水管承装等相关的资质证照。而亚翔集成受限于《台湾地区与大陆地区人民关系条例》、《大陆地区人民来台投资许可办法》的相关规定，不能在台湾地区取得相关资质。因此，亚翔集成无法收购台湾亚翔的同类业务¹。

又如 2021 年 5 月上市的南侨食品（605339），其控股东南侨投控的全资子公司南侨油脂从事的烘焙油脂、冷冻面团业务与南侨食品相同，但根据《大陆地区人民来台投资业别项目》规定，其中“0840 食用油脂制造业”和“0892 面条、粉条类食品制造业”虽为正面表列项目，但却存在限制条件，即“限投资台湾地区现有事业，且陆资持股比例不得超过 50%”。且由于南侨油脂的主营业务烘焙应用油脂、冷冻面团属于基础民生用品，是“投资业别项目”目前正面清单中少数附加限制条件的产业，因此投审会将采取比其他无限制条件产业更为严格、谨慎的审查程序处理。因此，南侨食品无法 100%收购南侨油脂的同类业务。²

2、对台湾上市公司并购的禁止。依据《大陆地区人民来台投资许可办法》第 4 条（五）规定，大陆地区投资人得依法申请从事投资之类型包括「前条第二项第三地区投资之公司并购台湾地区非上市、上柜或兴柜公司之营业或财产」，但对台湾上市、上柜或兴柜公司进行并购，并不在许可之投资类型。根据台湾经

¹ 参见《亚翔系统集成科技（苏州）股份有限公司招股意向书》第 1-1-208 至 1-1-210 页

² 参见《南侨食品集团（上海）股份有限公司》第 1-1-228 至 1-1-229 页

济部于 2020 年 12 月 30 日修正《大陆地区人民来台投资许可办法》第四条之说明，该类并购应回归《台湾地区与大陆地区人民关系条例》第七十三条第一项规定，即大陆地区投资人不得在台湾地区从事该种投资行为。

此外，如果只是收购台湾上市公司的部分业务资产，根据《台湾证券交易所股份有限公司营业细则》第五十三条之十的规定，不论是上市公司个体报表或合并报表，若最近两个会计年度，拟制营业收入或营业利益衰退达 50%以上，则不得继续上市。

因此，若台资企业为解决同业竞争问题收购台湾母公司股权或其拥有、控制的同类业务资产，导致台湾母公司无法维持上市地位或需要先退市，在台资企业申请于大陆证券交易所上市尚存在不确定性情况下，该解决方式将带来重大风险和成本；同时，退市也涉及台湾证券市场投资者多方利益，容易导致台湾证券交易所或台湾相关政府部门的抵触，可行性低。就笔者所知，为在大陆证券交易所上市而将台湾母公司下市的案例几乎没有，而多以分拆上市不影响母公司上市地位为常见情形。例如：2012 年 1 月上市的环旭电子（6012131）虽涉及收购关联公司环隆电气（亦为台湾上市公司）的同类业务资产并致其私有化下市，但环旭电子母公司日月光股份的上市地位未受影响。这是由于日月光股份主要经营半导体封装及测试业务，环旭电子对环隆电气业务资产的收购，不足以影响其维持上市地位所需的营业收入或营业收益。又如 2020 年 9 月在科创板上市的“上纬新材”，其控股股东上纬投控（一家台湾上市公司）将从事树脂业务的上纬天津等子公司股权或业务注入上纬新材后，仍拥有碳纤维复合材料等板块业务，未影响其上市地位。

二、台企上市审核中关于“重大不利影响同业竞争”的差异化把握探讨

笔者认为，对属于国家重点支持的高新技术产业和战略新兴产业，在符合对台政策的前提下，支持此类企业在内地上市不仅符合国家发展战略，也是以经促政、推动两岸和平统一的重要途径。2019 年 11 月中国证监会在《关于政协十三届全国委员会第二次会议第 2736 号（财税金融类 255 号）提案答复的函》中也明确表示，在审核实践中，中国证监会将根据企业实际情况，积极支持符合条件的台资企业上市，鼓励优秀台资企业来 A 股市场上市发展。鉴于注册制下已建

立“同业竞争仅在造成重大不利影响的情况下才构成法律障碍”的审核理念，笔者就围绕该理念并结合台资企业的上述特点和难点，探讨对拟申请在内地上市之台资企业的重大不利影响同业竞争的差异化把控原则。

1、针对由于存在法律障碍、政治因素或母公司下市风险而难以通过收购方式彻底解决同业竞争问题的台资企业，在具备可行性、稳定性、合法性以及能够清晰识别的前提下，宜允许台湾母公司及其控制企业以市场分割方式，达到避免存在对发行人构成重大不利影响的同业竞争的目的。

上海证券交易所过往事实上已经存在体现上述差异化思维的处理实践。例如在亚翔集成（603929）的同业竞争问题处理上，根据亚翔集成与台湾母公司签署的《避免同业竞争协议》及两份补充协议，以及后续亚翔集成与台湾母公司签署的越南子公司股权转让协议，台湾母公司保留本土（台湾地区）独占业务及新加坡、马来西亚的原有规模业务，而台湾地区之外的中国及其他国家市场（包括新加坡、马来西亚新增的洁净室工及机电安装工程业务）全部由亚翔集成独占，控股股东不再新增本土外新的业务机会，将本土外的全部市场交给亚翔集成³。又如在南侨食品（605359）的同业竞争问题处理上，根据南侨食品与台湾母公司南侨投控及其子公司南侨油脂签署的《避免同业竞争协议》，保留南侨油脂目前在中国台湾地区从事的同类业务，但仅可向中国台湾地区客户销售竞争产品及不得再扩大现有产能，并约定了南侨油脂、南侨投控及其控制的子公司未来也不在中国台湾地区以外的其他任何地区从事竞争业务，且不得以任何方式限制南侨食品在除中国台湾地区以外的业务发展（包括如果未来有在除中国台湾地区以外的其他任何地区与南侨股份主营业务相同或相类似的商业机会，将全部无条件交由南侨股份直接实施）⁴。

2、市场分割协议应以保护拟上市台资企业的公众投资者利益为原则。可以参照市场已有台资企业发行上市所作市场分割案例，以拟上市台资企业和母公司历史形成的经营市场现状为基础，就避免出现对发行人构成重大不利影响的同业竞争做出必要安排：

³ 参见《亚翔系统集成科技（苏州）股份有限公司招股意向书》第 1-1-210 至 1-1-212 页

⁴ 参见《南侨食品集团（上海）股份有限公司》第 1-1-231 至 1-1-232 页

(1)在拟上市台资企业经营的现有市场，由拟上市台资企业独占，母公司承诺不进入，且须将母公司在上述市场的已有业务转让给拟上市台资企业或第三方；

(2)在母公司经营的现有市场，按台湾本土和海外市场区别处理：(i)台湾本土市场，拟上市台资企业不进入（包括不收购、不新设），母公司亦不得扩大产能（升级换代除外）；(ii)母公司经营的海外市场业务，只要不存在陆资收购的法律或审批障碍，均应由拟上市台资企业收购。但若母公司经营的海外市场业务被收购会影响其维持上市地位所需营收规模的，则母公司可以继续经营且仅限于海外市场原有规模业务，海外市场新增业务仍应由拟上市台资企业经营；

(3)在双方均未经营的市场，拟上市台资企业有优先进入权，且只有在拟上市台资企业明确表示不进入的情况下（需在台湾母公司回避情形下由非关联股东审议决定），母公司才可进入。

3、对拟上市台资企业目前存在“竞争方的同类收入或毛利占发行人该类业务收入或毛利的比例达到30%以上”情形（以下简称“超比例情形”），应聚焦实质，避免“一刀切”处理，且宜结合后续拟上市台资企业的前述占比指标逐年下降的必然趋势和稳定性因素考虑（诸如拟上市台资企业的海外工厂投产后得以接收母公司原有海外市场订单）。

鉴于市场分割方案下，已将母公司方的同类业务限于台湾本土及少量海外市场的原有业务规模，并将大陆广阔的市场和无限增长空间（包括尚未开拓的海外市场及母公司已开拓海外市场的新增业务）交于拟上市台资企业，母公司方的营收规模占比得到控制，同业竞争影响势必越来越小。在当前国家急需发展关键领域，解决卡脖子技术、发展进口替代产品的形势下，如坚持必须满足“竞争方的同类收入或毛利占发行人该类业务收入或毛利的比例低于30%”，才可被接纳进入大陆资本市场，势必使得众多台资高科技企业无法下定决心，将发展重心和优势资源放在大陆市场，不利中国在竞争领域对关键核心技术的早日突破和占领。此外，《证券期货法律适用意见第17号》之一关于《首次公开发行股票注册管理办法》第十二条“构成重大不利影响的同业竞争”的理解与适用”规定中，也并非没有留下实质判断空间，而是明确规定，如无充分相反证据，原则上应当认定为构成重大不利影响的同业竞争。

为此，笔者建议，针对台资企业特殊的形成历史和同业竞争彻底解决的难度共性，在满足前两项的前提下，如能按照实质重于形式的原则，以充分证据证明：

（1）达成的市场划分安排能确保拟上市台资企业与母公司方不在同一市场范围内，不会导致拟上市台资企业与母公司方之间的不公平竞争、利益输送，不会导致拟上市台资企业向母公司方让渡商业机会、妨碍或限制拟上市台资企业的未来发展；（2）最近三年，拟上市台资企业同类收入或毛利的增长始终超过母公司方同类收入或毛利的增长，且在未来可合理预期范围内，该增长趋势将继续保持。则，可视为母公司方的同业竞争满足《证券期货法律适用意见第 17 号》要求的“充分相反证据”，可认定为不构成重大不利影响的同业竞争。

综上，考虑台企痛点、党中央和国务院支持高新技术产业和战略新兴产业的战略目的，以及以经促政、推动两岸和平统一的国策，拓展更多优质上市公司资源，对符合条件尤其是符合科创板定位的台资高科技企业，建议在同业竞争问题的判断上，实行差异化思维，进行更加务实而实质的判断、把控。

证券行业政策动态

- 1、上海证券交易所发布修改股票上市规则的通知
- 2、多家银行发布公告，不再设立监事会
- 3、A股公司交出年度答卷
- 4、证监会发布 2025 年修订统计指引，证券期货行业将迎新变革
- 5、丰富“长钱长投”投资标的 中证港股通风格指数今日发布
- 6、港交所气候信息新规正式发布，《ESG 指引》更名为《ESG 守则》
- 7、港股 IPO 热潮再起：2025 年企业出海融资新机遇

上海证券交易所发布修改股票上市规则的通知

2025 年 4 月 25 日，上海证券交易所关于发布《上海证券交易所科创板股票上市规则（2025 年 4 月修订）》的通知。具体如下：

为深入贯彻落实新修订的《中华人民共和国公司法》，推动提高上市公司质量，切实保护中小投资者合法权益，上海证券交易所（以下简称本所）对《上海证券交易所科创板股票上市规则》进行了修订。新修订的《上海证券交易所科创板股票上市规则（2025 年 4 月修订）》（详见附件）已经中国证监会批准，现予以发布，并自发布之日起施行。本所于 2024 年 4 月 30 日发布的《上海证券交易所科创板股票上市规则（2024 年 4 月修订）》（上证发〔2024〕52 号）同时废止。

1.根据证监会《关于新〈公司法〉配套制度规则实施相关过渡期安排》，上市公司应当在 2026 年 1 月 1 日前，按照有关规定，在公司章程中规定董事会设审计委员会，由其行使《公司法》规定的监事会职权，不再设监事会或者监事。上市公司调整公司内部监督机构设置前，监事会或者监事应当继续遵守本所原有制度规则中关于监事会或监事的规定。

2.关于上市公司股票风险警示、终止上市等事宜的适用衔接安排仍按照《关于发布〈上海证券交易所科创板股票上市规则（2024 年 4 月修订）〉的通知》和相关规定执行。

3.根据中国证监会《上市公司信息披露管理办法》《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定》，本规则第 5.2.7 条、5.2.8 条、5.2.9 条及 5.4.5 条自 2025 年 7 月 1 日起施行。

同日，上海证券交易所关于发布《上海证券交易所股票上市规则（2025 年 4 月修订）》的通知。具体如下：

为深入贯彻落实新修订的《中华人民共和国公司法》，推动提高上市公司质量，切实保护中小投资者合法权益，上海证券交易所（以下简称本所）对《上海

证券交易所股票上市规则》进行了修订。新修订的《上海证券交易所股票上市规则（2025 年 4 月修订）》（详见附件）已经中国证监会批准，现予以发布，并自发布之日起施行。除本通知特别说明条款外，本所于 2024 年 4 月 30 日发布的《上海证券交易所股票上市规则（2024 年 4 月修订）》（上证发〔2024〕51 号）同时废止，新旧规则适用的衔接安排如下：

1.根据中国证监会《关于新〈公司法〉配套制度规则实施相关过渡期安排》，上市公司应当在 2026 年 1 月 1 日前，按照有关规定，在公司章程中规定董事会设审计委员会，由其行使《公司法》规定的监事会职权，不再设监事会或者监事。上市公司调整公司内部监督机构设置前，监事会或者监事应当继续遵守本所原有制度规则中关于监事会或监事的规定。

2.关于上市条件、上市公司股票风险警示、终止上市等事宜的适用衔接安排仍按照《关于发布〈上海证券交易所股票上市规则（2024 年 4 月修订）〉的通知》和相关规定执行。

3.根据中国证监会《上市公司信息披露管理办法》《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定》，本规则第 2.2.7 条、2.2.8 条、2.2.9 条及 2.3.5 条自 2025 年 7 月 1 日起施行。

特此通知。

上海证券交易所

2025 年 4 月 25 日

（来源：上海证券交易所发布）

多家银行发布公告，不再设立监事会

2025年4月29日，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、招商银行等多家银行发布董事会决议公告，表示不再设立监事会。业内人士认为，银行此举在于顺应金融行业发展趋势，降低银行管理成本，提高公司治理的灵活性和有效性。

多家大行发布相关公告

4月29日，工商银行发布的董事会决议公告显示，出席会议的董事审议通过《中国工商银行股份有限公司章程（2025年版）》及撤销监事会相关事项的议案。该议案尚需提交工商银行股东大会审议通过，并报送国家金融监督管理总局核准。

同日，农业银行发布的董事会决议公告显示，审议通过《中国农业银行股份有限公司不再设立监事会相关事项》。中国银行发布的董事会决议公告显示，出席会议的董事审议并以记名方式投票表决通过了多项议案，其中包括向股东大会提交《不再设立中国银行监事会》。

建设银行发布的董事会会议决议公告显示，该行董事会会议审议通过了《关于不再设立监事会的议案》。该项议案的相关事项将提交建设银行股东大会审批。

交通银行公告称，董事会会议审议通过《关于不再设立监事会的议案》，同意将该议案提交股东大会审议批准。

招行拟不再设置监事会

除了国有大行，部分股份制银行也发布了相关公告。

例如，招商银行4月29日发布的董事会决议公告称，根据有关规定，该行董事会同意不再设置监事会，由董事会审计委员会承接法律法规规定的监事会职权；在董事会设置职工董事，并相应修订《招商银行股份有限公司章程》。《招商银行股份有限公司监事会议事规则》和《招商银行股份有限公司监事会专门委员会实施细则》同步废止。

该行公告称，上述调整自股东大会审议通过《关于不再设置监事会的议案》及关于修订《招商银行股份有限公司章程》的议案，且在收到金融监督管理总局对修订后的《招商银行股份有限公司章程》核准批复后生效。招商银行第十二届监事会监事任期届满后不再换届，依照法律法规和《招商银行股份有限公司章程》有关规定继续履职至该行不再设置监事会的调整生效之日。

2024 年 12 月，金融监督管理总局发布《关于公司治理监管规定与公司法衔接有关事项的通知》，明确金融机构可以按照公司章程规定，在董事会中设置由董事组成的审计委员会，行使公司法和监管制度规定的监事会职权，不设监事会或者监事。业内人士分析称，此举有利于金融机构完善治理架构，降低管理成本。

（来源：中国证券报发布）

A 股公司交出年度答卷

A 股公司 2024 年年报披露基本完毕。据证券时报记者统计，截至 4 月 29 日 19 时，已披露年报的上市公司近 5300 家。上述公司合计实现营业收入 70.6 万亿元，合计实现归母净利润 5.25 万亿元。近六成 A 股公司营收保持增长，近八成公司盈利，净利润超过千亿元的企业增至 10 家，营收超千亿元的企业达到 117 家创出新高。

2024 年，智能网联汽车、低空经济、人工智能、人形[机器人](#)(16.660, 0.49, 3.03%)行业蓬勃发展，半导体、计算机设备等板块增收又增利。如从事高性能光模块业务的新易盛(89.790, -0.56, -0.62%)去年营收达到 86.5 亿元，同比大增 179%；实现归母净利润 28.4 亿元，同比大增 312%。

畜牧养殖、乘用车等板块收入利润增速也居前列。养殖行业迎来显著回暖，相关企业大面积扭亏。Wind 数据统计显示，申万二级行业中，养殖业去年净利润整体同比增长 328%。不过，各行业表现依然分化明显，房地产、钢铁、煤炭、纺织服装等板块整体收入同比有所下滑。

截至记者发稿，逾 5100 家 A 股公司披露了 2025 年一季报，其中，超六成企业一季度营收实现增长。进入今年一季度，多个行业经营再上新台阶，也有部分行业经营下滑趋势得到扭转。如去年下滑明显的影视院线行业，今年一季度业绩大幅回暖。风电设备行业去年净利润下滑逾 20%，但随着去年四季度风电单价探底回升，风电设备需求迎来高增长。今年一季度，该板块营收同比增长超 36%，净利润同比增长近 23%。行业龙头[金风科技](#)(8.750, -0.21, -2.34%)单季营收逼近百亿元。

去年，[比亚迪](#)(353.090, -1.91, -0.54%)以 542 亿元的研发投入，成为 A 股新的研发投入冠军。在研发投入强度方面，排名前 20 中科创板公司占据 19 席，创新药企业“霸榜”。

在一系列政策的支持和引导下，去年 A 股公司增持、回购、分红积极性显著提升。截至记者发稿，已有 3550 家上市公司披露 2024 年年度现金分红方案，占

证券行业政策动态

比近七成，分红总金额 1.59 万亿元。统计显示，2024 年，A 股公司分红频率明显提升，[三七互娱](#)(15.190, -0.89, -5.53%)、[（维权）](#)、[雅戈尔](#)(7.490, -0.03, -0.40%)、[玲珑轮胎](#)(14.240, -0.03, -0.21%)等公司一年分红达到 4 次，另有 59 家公司一年实施 3 次分红。

（来源：中国证券时报、中国金融信息网）

证监会发布 2025 年修订统计指引，证券期货行业将迎新变革！

在当前全球经济环境瞬息万变的背景下，中国证券期货市场也在不断适应新的发展需求。2025 年 4 月 30 日，证监会正式公布了《证券期货业统计指标标准指引（2025 年修订）》，这一指引的实施将对整个证券期货行业的统计工作进行全面规范。这一重大举措引发了市场的广泛关注，投资者和业内人士纷纷热议其对未来市场的影响。

一、引人关注的市场现象

近年来，随着中国资本市场的快速发展，证券期货行业的统计工作显得愈发重要。尤其是在大数据时代，如何准确、及时地获取和分析市场数据，成为了行业发展的关键因素。然而，现有的统计标准和方法往往存在不统一、不规范等问题，导致数据质量参差不齐，进而影响了市场的透明度和公信力。

2025 年修订的统计指引正是针对这一现象而推出，旨在建立一套统一、规范的统计标准，以提升证券期货监管系统的统计工作水平。这不仅是对行业的一次重要调整，也为投资者提供了更为可靠的信息基础。

二、指引的主要内容与意义

根据证监会发布的消息，《指引》将于 2026 年 1 月 1 日起正式施行，主要用于规范证券期货监管系统内部的统计工作，确保各单位、各司局在生产、报送和发布统计数据时遵循统一的标准。这一措施的实施，有以下几个重要意义：

1. 提升数据质量：统一的统计标准将有效提高数据的准确性和一致性，增强市场的透明度，帮助投资者更好地理解市场动态。

2. 促进市场健康发展：规范的统计工作将为政策制定者提供更为准确的市场数据支持，从而有助于制定更加科学合理的监管政策，促进证券期货市场的健康发展。

3. 增强国际竞争力：在全球化背景下，建立健全的统计体系将提升中国证券期货市场在国际上的竞争力，有助于吸引更多的外资流入。

三、案例分析：统计标准的重要性

在国际上，许多国家和地区都对证券期货行业的统计工作进行了严格的规范。例如，美国证券交易委员会（SEC）对上市公司财务报告和交易数据的统计标准有着明确的要求，确保投资者能够获得真实、可靠的信息。这种标准化的统计体系，不仅提高了市场的透明度，也增强了投资者的信心。

相较之下，中国证券期货市场在统计标准的统一性上曾面临一些挑战。通过实施 2025 年修订的统计指引，能够有效解决这一问题，确保各方在数据统计上的一致性，从而提升整个市场的公信力。

四、未来展望与投资者的思考

展望未来，随着 2025 年修订的统计指引的实施，证券期货行业将迎来新的发展机遇。投资者在享受市场发展红利的同时，也应增强对统计数据的敏感性，提高自身的投资决策能力。尤其是在信息透明度不断提升的情况下，如何运用这些数据进行科学决策，将成为投资者面临的新挑战。

与此同时，监管机构也应积极关注指引实施后的效果，及时调整和优化相关政策，以适应不断变化的市场环境。

结语：呼吁共同参与行业规范

总的来说，《证券期货业统计指标标准指引（2025 年修订）》的发布，标志着中国证券期货行业在统计工作上迈出了重要的一步。我们期待这一指引能够为行业带来积极的变化，提升市场的整体质量。

在此，我们也呼吁业内人士、投资者共同参与 to 行业规范的建设中来，推动中国证券期货市场的健康发展。未来的市场需要每一个参与者的努力与支持，让我们共同见证这一历史性的变革！

（来源：搜狐新闻）

丰富“长钱长投”投资标的 中证港股通风格指数今日发布

4月29日，记者从中证指数公司获悉，为贯彻落实新“国九条”等政策部署，推动中长期资金入市，中证指数公司将于2025年4月30日正式发布中证港股通价值策略指数与中证港股通成长策略指数，更好满足中长期资金配置需求，着力服务“长钱长投”生态构建。

作为深受中长期资金关注的风格系列指数，中证港股通价值策略指数与中证港股通成长策略指数具有三个特点：一是与宽基指数优势互补。综合识别港股通范围内价值或成长属性突出的证券，采用风格概率调整后的自由流通市值加权，既保证指数的代表性，又相较宽基指数强化了价值和成长特征。二是配置工具属性突出。指数具有清晰的风格收益特征，为机构投资者，尤其是养老金、保险资金等长期资金提供风格资产配置工具。三是行业结构更具特色。港股通价值和成长指数覆盖了港股通标的六成以上的市值，中证港股通价值策略指数侧重金融、房地产、能源行业等方向，信息技术、可选消费、医药卫生行业标的股在中证港股通成长策略指数中权重较高。

当前，我国中长期资金入市不断深入，其对风格类指数的配置需求也将进一步提升，境内及港股风格指数产品具有广阔的发展空间。

中证指数公司表示，下一步，将围绕“长钱长投”生态建设，持续完善风格指数体系，丰富红利、自由现金流、质量等SmartBeta策略指数系列，为市场提供多元化投资标的、业绩基准和分析工具，推动资本市场指数化投资高质量发展。

（来源：证券日报）

港交所气候信息新规正式发布,《ESG 指引》更名为《ESG 守则》

4 月 19 日,香港交易所官方微信发布,香港联交所就优化环境、社会及管治框架下的气候相关信息披露的咨询文件刊发总结(以下简称《咨询总结》),明确经修订的《上市规则》将于 2025 年 1 月 1 日生效,新气候规定将更紧贴 IFRS S2,并于 2025 汇报年度起逐步生效,联交所刊发实施指引(包括引用 IFRS S1),协助发行人遵守新气候规定。(相关阅读:)

这份说明中,也首次明确原《主板上市规则》/《GEM 上市规则》附录 C2 的《环境、社会及管治报告指引》(《ESG 指引》)已更名为《环境、社会及管治报告守则》(《ESG 守则》),这被市场认为是进一步强化对上市公司 ESG 信息披露的强制要求。

2023 年 4 月 14 日,港交所刊发了《优化环境、社会及管治框架下的气候相关信息披露》咨询文件,就有关气候信息披露的新规征询市场意见。该咨询文件主要针对原来的《港交所附录二十七》修订稿进行咨询,让发行人就以 ISSB 气候准则作为基础的气候相关披露要求做好准备。

《咨询总结》中透露,联交所接获 115 份来自广泛界别的回应意见,引入新气候信息披露规定的建议获大多数回应人士支持,因此,联交所将实施咨询文件中的建议。

新气候规定的主要特点如下:

- 新气候规定是依据 IFRS S2 制定,并提供实施宽免,包括按比例及分段扩展措施,以解决部分发行人可能面对汇报方面的挑战。
- 经修订的《上市规则》将于 2025 年 1 月 1 日生效。将分阶段实施新气候规定,详情如下:

	新气候规定生效日期	
	范围1和范围2温室气体排放披露	范围1和范围2温室气体排放以外的披露
大型股发行人 (注)	强制披露 (2025年1月1日或之后 开始的财政年度)	<ul style="list-style-type: none"> “不遵守就解释”：2025年1月1日或之后开始的财政年度 强制披露：2026年1月1日或之后开始的财政年度
主板发行人 (大型股发行人除 外)		“不遵守就解释” (2025年1月1日或之后开始的财政年度)
GEM发行人		自愿披露 (2025年1月1日或之后开始的财政年度)

注：恒生综合大型股指数成份股的发行人。

近年来，港交所对于气候变化的相关监管一直处于逐步增强的趋势。

- 2021 年 11 月，港交所刊发了《气候信息披露指引》，鼓励及协助发行人根据 TCFD 的建议作出披露，协助发行人根据 TCFD 建议作出气候变化汇报。（相关阅读：）

- 2023 年 4 月，香港联交所首次刊发《咨询文件》，就修订其 ESG 汇报框架（主要载于《上市规则》附录 C2），强制规定上市发行人在其 ESG 报告中根据 ISSB 气候准则披露气候相关信息（即提升目前的「不遵守就解释」要求）的建议征询市场意见。相关建议原定于 2024 年 1 月 1 日生效。（相关阅读：|）

- 2023 年 6 月，国际可持续发展准则理事会（ISSB）发布《国际财务报告准则 S1 号——可持续相关财务信息披露一般要求》（「IFRS S1」）及《国际财务报告准则 S2 号——气候相关披露》（「IFRS S2」），统称为「国际财务报告可持续披露准则」（「ISSB 准则」）。11 月，香港交易所发布《有关优化环境、社会及管治（ESG）框架下的气候信息披露市场咨询的最新进展》指出，《上市规则》相关修订的生效日期将延后至 2025 年 1 月 1 日，以给予发行人更多时间熟悉新的气候信息披露规定。（相关阅读：）

- 2024 年 4 月，港交所发布《有关优化环境、社会及管治（ESG）框架下的气候信息披露市场咨询的咨询总结》，经修订的《上市规则》将于 2025 年 1 月 1

日生效，其附录 C2 的《ESG 守则》中增加 D 部分，专门用于披露气候信息。

（来源：网易新闻）

港股 IPO 热潮再起：2025 年企业出海融资新机遇

在全球资本市场的版图中，港股 IPO 正涌动着澎湃热潮。2025 年一季度，港股 IPO 募资额达到 177 亿港元，这一数据不仅彰显了香港作为国际金融枢纽的独特价值，也为跨境金融服务带来了新的发展机遇。中国企业正处于“出海融资”与“产业跃迁”的关键节点，港股市场凭借其制度特点和优势，成为国内大型企业实现全球化战略发展的重要平台。

4 月 24 日，由北京商报社上市公司频道、深蓝智库 ESG 研究院联合主办的“港股 IPO 路径与生态共建”主题沙龙成功举办。来自各领域的专家学者和企业代表相聚一堂，共同分享各自的经验和专业，并对港股 IPO 路径以及市场新趋势展开了深入讨论。

兴业银行北京分行副行长蔡辉在致辞时表示，今年一季度港股市场表现亮眼，15 家企业成功上市，融资规模同比增长 2.7 倍。这些数据充分彰显了香港作为国际金融枢纽的独特价值，也为跨境金融服务带来新的发展机遇。兴业银行北京分行也积极响应国家战略，依托商行加投行的综合性金融服务优势，构建了经营专业化、服务体系化两大核心竞争力。

北京商报社公司研究新闻中心副主任董亮也表示，港股 IPO 渐热，受到企业、投资者、机构及监管等各方面的高度关注。赴港 IPO 热潮，得益于市场窗口打开及政策红利，由此带来产业升级与全球资本的共振。证监会去年发布 5 项资本市场对港合作措施，明确提出“支持内地行业龙头企业赴香港上市”，并且加快企业赴境外上市备案审批，港交所也持续优化上市制度。

媒体报道数据显示，截至 4 月 7 日，今年以来共有 11 家中资股（包括红筹股、H 股、中资民营股）上市，较去年同期有所增加。平安证券首席策略分析师魏伟表示，港股主板的上市条件更为灵活、宽松，同时增设 18A、18C 章科技企业上市专属通道，尤其对高市值、科创属性相对不足的公司有更大吸引力。企业赴港上市热度有望继续提升。

“一方面，港交所汇聚了众多高科技稀缺标的，持续推动新经济上市制度改

革，为科技企业提供良好的上市平台；另一方面，作为国际化融资平台，港交所也可以起到为优质企业‘出海’保驾护航的作用。”魏伟说。

对于企业出海实操上的问题，中金公司投行部执行总经理黄达鑫则在会上分享了“出海大潮下的资本运作建议”，对企业出海的三个基本模式进行了解析，包括业务出海、融资端的 IPO 以及并购端。此外，黄达鑫表示，2024 年 9 月，香港市场股权融资出现急速增长，除了整体的市场环境之外，还得益于美的集团的 H 股发行，提振了香港市场以及 A 股上市公司的信心。

截至目前，香港 IPO 待发行的项目还有 100 个左右，行业分布聚焦于高端制造、消费、新能源、医疗等新兴经济的相关领域。另外，黄达鑫还在会上分享了港股 IPO 的整体流程以及跨境并购整体流程。

Wind 数据显示，2025 年递表港交所的 A 股公司中，在选择保荐机构时，绝大部分公司都是境内、境外机构都有选择。^{**}对此，分析人士指出，内资券商（如中金、中信证券等）对境内企业的业务模式、财务结构及政策环境更为熟悉，能够高效对接企业需求，快速完成合规性调整。

企业想要实现港股上市有哪些路径？科律律师事务所合伙人徐一林在会上分享了“香港上市程序及主要条件概览”，详解了香港上市三条主要路径，包括绝大部分企业可用路径，即香港上市第八章路径以及生物科技公司上市规则的“18A”、特专科技行业上市规则的“18C”。对于三大上市路径需要满足的条件，徐一林也在会上进行了详细解析。

商务部研究院美洲与大洋洲研究所副所长周密在会上做了“美国对等关税的逻辑和前景”的主题分享，从相对宏观的角度梳理了特朗普关税的一些目的和逻辑。通商律师事务所合伙人靳明明则分享了“企业投资出海的路径模式、法律监管及风险防范”。

沙龙最后一个环节由兴业银行北京分行国际业务部总助周晓璇带来了“出海背景下企业跨境资金管理服务交流”的分享。据了解，企业在出海以及在境外上市过程中最关注就是跨境资金管理和资金回境使用方面的内容。在当天会议上，周晓璇详细介绍了企业海外上市过程当中涉及到的跨境资金管理要求，资

金回到企业主体后如何用更好的管理方式让所募集的资金得到比较有效的汇率保护。另外，周晓璇也介绍了兴业银行的跨境财资管理产品，能够协助企业对全球资金管理的安排和调度。

有分析指出，对于那些业务国际化的企业，港股市场提供了一个更加适合其发展的平台，因为这些企业的商业模式和增长潜力往往更受国际投资者青睐。“当下出海寻找蓝海市场成为一种趋势。海外融资不仅为企业的国际扩张提供了资金，而且在监管层面，对于企业的国际化战略通常有更为宽松的态度。因此，尽管 H 股上市可能存在一定的折扣，但香港市场机构投资者居多，会更多基于公司的基本面进行长期投资，可能使得香港市场的估值更加稳定和理性。”

通过一场务实的头脑风暴，“港股 IPO 路径与生态共建”主题沙龙探讨了港股 IPO 与企业出海带来的积极影响和变革，洞察了资本市场的新趋势和内在逻辑，同时也为企业赴港上市指明了最优路径。

（来源：搜狐新闻）

证券经典案例

- 1、鸣鸣很忙递交港股 IPO 申请前的并购重组
- 2、诺德股份信披违规一年内两次被立案调查

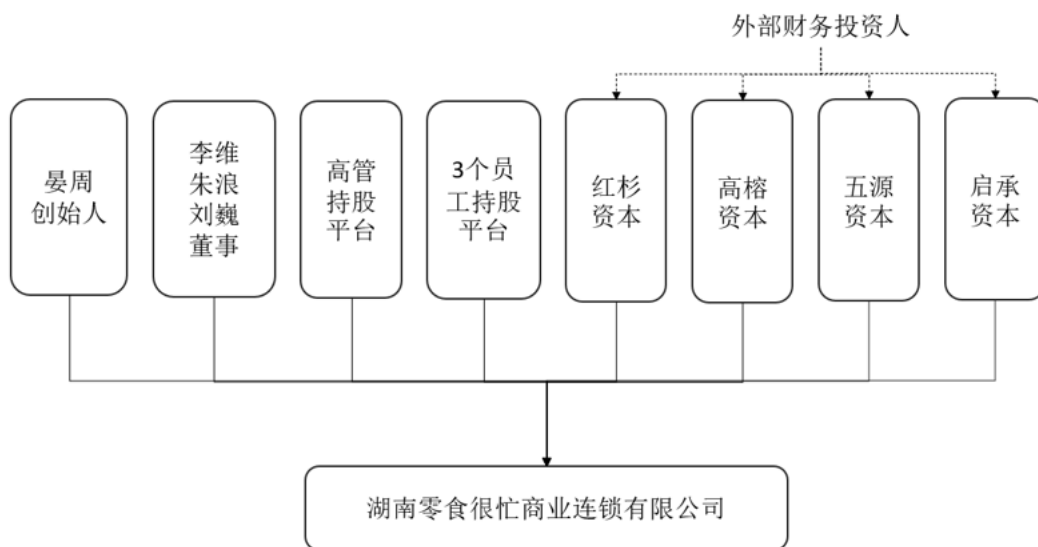
鸣鸣很忙递交港股 IPO 申请前的并购重组

◆ 典型意义

2025 年 4 月 28 日消息，据港交所文件，湖南鸣鸣很忙商业连锁股份有限公司（下称“**鸣鸣很忙**”）已正式向港交所递交上市申请。高盛、华泰国际为联席保荐人。据招股书，鸣鸣很忙计划将 IPO 募资主要投入到门店拓展和升级、供应链优化、数字化建设、品牌及推广活动等。鸣鸣很忙由“零食很忙”和“赵一鸣零食”两家零食量贩品牌于 2023 年 11 月合并而成。合并前，“零食很忙”成立于 2017 年，起源于湖南；“赵一鸣零食”成立于 2019 年，起源于江西。合并后，公司成为行业内的龙头，门店数量迅速增长。2024 年 6 月 12 日，零食很忙集团披露，旗下品牌零食很忙、赵一鸣零食在全国的门店总数破万店，同时集团正式更名为鸣鸣很忙集团。作为零售行业两大巨头，零食很忙与赵一鸣的合并对鸣鸣很忙申请港股上市具有重要战略意义。

◆ 并购重组方案

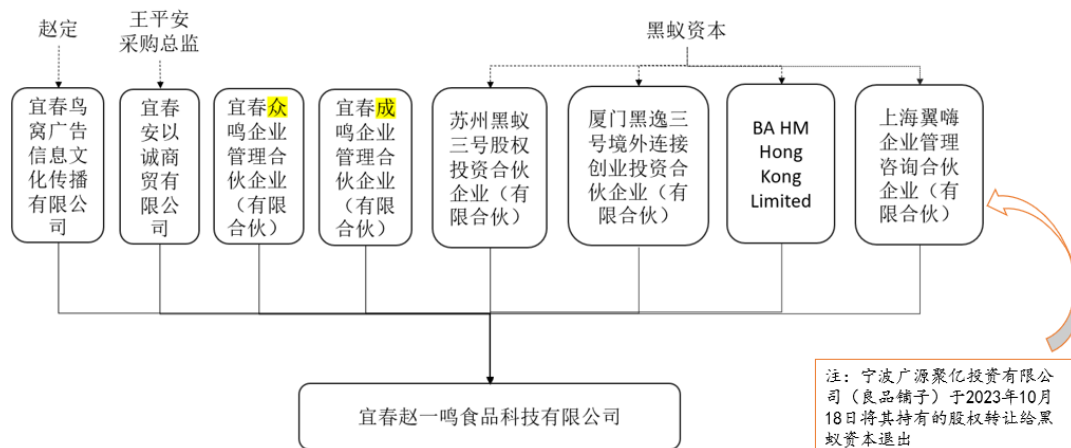
（一）零食很忙的投资前股权结构



（注：上图根据公开检索的信息绘制）

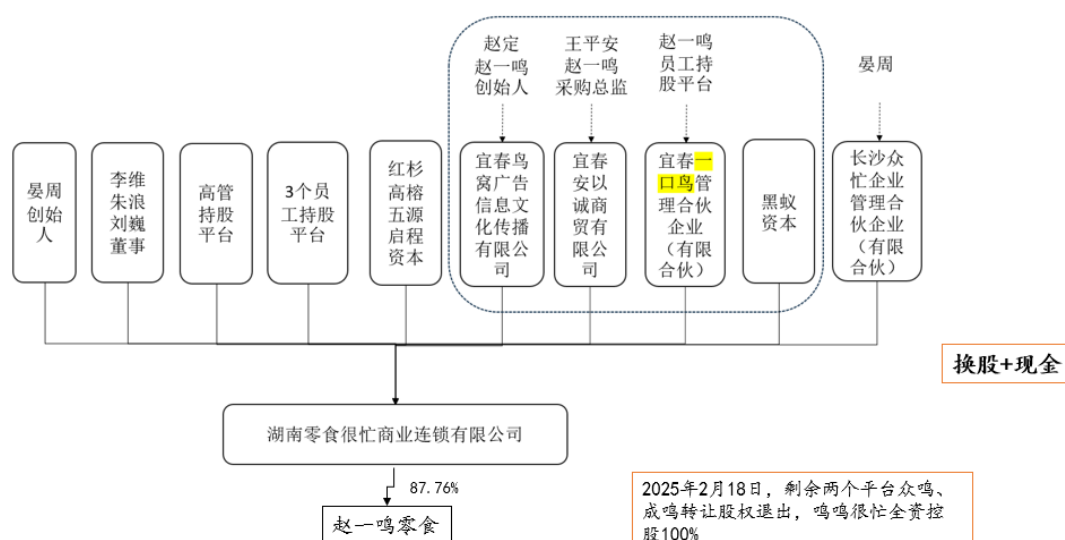
（二）赵一鸣投资前的股权结构

证券经典案例



（注：上图根据公开检索的信息绘制）

（三）零食很忙和赵一鸣合并后的股权结构



（注：上图根据公开检索的信息绘制）

2023年11月9日：零食很忙与赵一鸣零食签署《增资协议》，零食很忙收购赵一鸣零食87.76%的股权，并受托行使剩余12.24%股权对应的表决权，交易完成后零食很忙单独控制赵一鸣零食。

交易完成后，赵一鸣零食的原股东通过认缴零食很忙新增注册资本的方式，持有合并后零食很忙39.14%的股权。此外，零食很忙员工及投资人持股平台也

参与了增资，认缴了部分新增注册资本。

合并后，两家公司在人员架构上保持不变，并保留各自的品牌和业务独立运营；晏周将继续担任零食很忙 CEO，赵定也将继续担任赵一鸣零食 CEO，双 CEO 模式自此开始成形

2023 年 11 月 10 日：上述股权变更登记完成。零食很忙与赵一鸣零食正式宣布战略合并，成立鸣鸣很忙集团，合并后门店总数达到 6500 家，成为国内规模最大的折扣零食连锁体系。收购完成后，零食很忙获得了好想你和盐津铺子的大额投资。2023 年 12 月，好想你及全资子公司向零食很忙增资 7 亿元，盐津铺子控股投资 3.5 亿元，投后估值达 105.42 亿元

2024 年 6 月：双品牌合并成立的零食很忙集团更名为鸣鸣很忙集团，门店总数突破 1 万家。最新的报道显示，目前鸣鸣很忙 15000 余家门店之中，“赵一鸣零食”与“零食很忙”两大品牌的门店数占比约为 1:1。

2025 年 2 月：鸣鸣很忙集团推出双品牌 3.0 店型，新增百货日化、文具潮玩、烘焙、鸡蛋等多元化产品，并增设鲜食和低温冻品专区。

2025 年 4 月 28 日消息，据港交所文件，鸣鸣很忙已正式向港交所递交上市申请。

◆ 法律关注点

零食很忙投资赵一鸣涉嫌侵犯良品铺子股东知情权

良品铺子（广源聚亿）于 2023 年 11 月 21 日向赵一鸣发送正式函件，请求提供在 2023 年 4 月 11 日至 2023 年 10 月 16 日持股期间，有关财务及重大事项决策的相关文件。但赵一鸣并未回复或提供相关文件。2023 年 11 月 27 日向人民法院提起诉讼。

良品铺子认为赵一鸣的上述行为既违反了《公司法》中关于股东知情权的相关规定，同时违反了《股权协议》中关于投资人信息权和检查权以及公司方对投

资人的特别承诺，严重损害了良品铺子在持股期间的合法权益。

良品铺子进一步认为，两家涉及近 7000 家门店、2022 年合并销售额超 70 亿、当前估值约 90 亿的量贩零食行业头部企业，是不可能在短短“22 天”内完成合并所需的尽职调查、谈判、拟定合同、投资方审批等所有流程，并且从持股平台设立时间等线索来看，双方合并的启动与决策发生在良品铺子出让赵一鸣股份之前。赵一鸣与其行业最大竞争对手完成合并一事，属于公司的经营方针和投资计划发生重大变化，根据《公司法》、公司章程及《股东协议》的规定，良品铺子作为股东之一，享有知情、决策、检查、优先购买等合法权利。而良品铺子作为小股东的法律权益，并没有得到应有的尊重。截至目前，本案的判决尚未公开披露。

赵一鸣与零食很忙未依法申报经营者集中

2025 年 1 月 3 日，市场监管总局对湖南零食很忙商业连锁有限公司（2024 年 5 月更名为湖南鸣鸣很忙商业连锁有限公司，以下简称“鸣鸣很忙”）收购宜春赵一鸣食品科技有限公司（以下简称“赵一鸣”）股权违法实施经营者集中案作出行政处罚决定。

据悉，这是新修订的《中华人民共和国反垄断法》施行后，市场监管总局公布的第四例违法实施经营者集中案件的处罚决定。《中华人民共和国反垄断法》第二十六条规定，经营者集中达到国务院规定的申报标准的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中。

市场监管总局就鸣鸣很忙收购赵一鸣股权对市场竞争的影响进行了评估，评估认为，该项经营者集中不会产生排除、限制竞争效果。

该案的处罚决定书显示，鸣鸣很忙收购赵一鸣股权的交易构成违法实施的经营者集中，但鸣鸣很忙及其关联方此前未因违法实施经营者集中受到过行政处罚，能够积极配合调查，建立并有效实施反垄断合规制度，具有多项罚款下调因素。因此，市场监管总局对鸣鸣很忙处以 175 万元罚款的行政处罚。

综上所述，根据鸣鸣很忙的公开披露文件，公司计划将 IPO 募资主要用于门店拓展和升级、供应链优化、数字化建设及品牌推广活动。鸣鸣很忙的合并与上市，验证了量贩零食行业通过整合提升规模效应的有效性。随着行业竞争加剧，未来可能会有更多的整合机会。同时，鸣鸣很忙的上市为投资者提供了一个参与量贩零食行业增长的机会。其“薄利多销”的商业模式和下沉市场的战略布局，具有较强的盈利能力和增长潜力。鸣鸣很忙的上市不仅为其自身发展提供了新的机遇，也为量贩零食行业的发展树立了新的标杆。

诺德股份信披违规一年内两次被立案调查

◆ 基本事实

截至 2025 年 4 月 25 日，诺德股份（600110）在一年内经历了两次立案调查，两次事件均与公司及高管的信息披露违规相关，但涉及的具体违规行为和监管层级存在差异。以下是两次立案的对比分析：

（一）2024 年 9 月 6 日，第一次被立案

2024 年 2 月，诺德股份与上海旭诺签订协议，拟以 4.55 亿元现金收购云财富期货 90.2% 股权，并支付 8000 万元定金，但未及时公告。标的公司云财富期货 2022 年净利润亏损 5574.22 万元，占诺德股份同期净利润的 15.82%，达到临时公告披露标准，但公司迟至 2024 年 4 月 9 日才披露。监管认定该行为违反《上市公司信息披露管理办法》，2024 年 5 月吉林证监局对公司及高管（陈立志、许松青等）出具警示函，9 月证监会正式立案。

该事件直接导致：

- 1、公司重大资产重组（收购湖北诺德锂电 37.5% 股权）终止；
- 2、2024 年年报被审计机构出具保留意见，因立案调查结果未明；
- 3、股价持续下跌，2024 年 9 月至 2025 年 4 月累计跌幅超 40%。

（二）2025 年 4 月 25 日，第二次被立案

2025 年 4 月 25 日晚间，诺德股份（600110.SH）发布公告称，公司收到实际控制人陈立志先生、董事许松青先生的通知，二人于 2025 年 4 月 25 日收到中国证监会送达的《立案告知书》。因涉嫌未按规定披露关联交易等违法违规行为，中国证监会决定立案调查。

此次立案调查的原因是诺德股份及其实际控制人陈立志、董事许松青涉嫌未按规定披露关联交易等违法违规行为。具体问题包括：

1、关联交易信息披露不完整。诺德股份与洪田股份（603800.SH）之间存在未披露的关联关系及关联交易。洪田股份 2024 年度财务报告被立信会计师事务所出具保留意见，无法判断其股东与诺德股份及其关联方是否存在未披露的关联关系。

2、关联方交易问题：洪田股份 2024 年向诺德股份销售商品的实际金额为 4.05 亿元，占总关联交易的 51.8%，但预计金额为 5 亿元，存在验收进度偏差。

3、关联方资产出售未披露：洪田股份 2024 年 5 月 7 日向关联方陆海控股出售办公用房，该交易直至 2025 年 4 月 25 日才补充确认，且未履行信息披露义务。

该事件直接导致：

1、公告发布后，诺德股份股价在 4 月 26 日开盘跌停，市场信心受到较大冲击；

2、洪田股份同日也因涉嫌未按规定披露关联交易等违法违规行为被立案，其董事舒志高也因涉嫌未按规定披露重大事项被立案；

3、上交所对洪田股份下发问询函，要求补充披露公司及主要股东与诺德股份是否存在应披露而未披露的关联关系或其他利益安排。

◆ 法律分析

诺德股份两次被立案调查反映公司治理存在严重缺陷，关联交易和重大决策缺乏透明度。诺德股份两次立案的根源在于长期信披违规惯性和实控人主导的激进资本运作模式。首次立案暴露了公司重大事项披露的随意性，第二次立案则指向更深层的关联交易违规，二者叠加反映了公司治理的系统性风险。诺德股份的案件体现了监管对“关键少数”责任追究的决心。

《证券法》第八十五条规定：“信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、

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的，信息披露义务人应当承担赔偿责任；发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”

大量公司违法实例表明，董事、高管的恣意妄为或疏于管控是主因或内因，而由于我国上市公司股权结构的现实特点，控股股东、实际控制人往往也难脱干系甚至就是主谋。《证券法》第 85 条加大了某些关键少数人对发行人信息披露义务的兜底责任，其中对于发行人的控股股东、实际控制人，一改旧法中的一般过错责任原则，转而适用过错推定责任原则。换言之，现在他们必须证明自己没有过错，才能在因发行人虚假陈述而被诉时免于承担连带赔偿责任。以往民事诉讼实践中，原告投资者要举证证明发行人的控股股东、实际控制人存在过错，以及该过错与投资者自身损失之间存在因果关系，难度较大。过错推定责任实质上是将举证责任倒置，有助于投资者实现民事赔偿的主张。

2025 年以来，监管层对关联交易披露的审查力度持续加码，截至 4 月 28 日，已有包括 ST 天圣（002872.SZ）、ST 英飞拓（002528.SZ）、江苏吴中（600200.SH）、云内动力（000903.SZ）、东尼电子（603595.SH）等 39 家上市公司因涉嫌信息披露违法违规被立案，释放出“严监管”的强烈信号。《证券法》及相关法律法规对“关键少数”的责任进行了全方位的强化，显著提升了对信息披露违规等行为的追责力度。诺德股份及相关责任人需高度重视此次立案调查，积极配合监管机构的调查工作，以降低法律风险。

上海律协证券专业委员会

- 2025年4月刊 -

