

植德资本市场法律评论

2024年第1期 总第7期



■ 关于植德

植德始创于2006年，于2017年由一群来自国内顶尖律所、志同道合的法律精英改组更名。秉持“公司制、一体化”的管理与运营，以及有方向、有质量的适度规模化，经过6年多的携手共进，植德已成长为一家拥有合伙人140余位，律师及专业人士共600多名，在北京、上海、深圳、武汉、杭州、青岛、成都、海口、香港9地设有办公室的综合性律所，多个区域办公室已在筹建之中。

植德以“体面、专业、合作、进取、友爱”为价值观，以“精益服务，成就客户”为使命，聚焦境内外公司、金融及资本市场客户，围绕“资金端（发行端）、交易端（资产端）、退出端（争议端）”这一闭环，陪伴客户从初创期、成长期到成熟期的发展全过程，呼应不断变革与创新的法律市场，以及客户日益复杂或具创新性的商业需求，提供全周期、立体化、一站式的综合法律服务。

丨 植德布局

9

办公室

140+

合伙人

600+

律师及专业人士



植德为客户提供13个业务领域的法律服务：



资本市场



投融资并购



银行与金融



特殊资产与
破产重整



家事服务与
财富管理



投资基金



不动产与
基础设施



争议解决



知识产权



政府监管
与合规



反垄断与
竞争法



人力资源与
劳动关系



税务

CONTENT

目录

■ 观察

从公司规范运行与治理视角解读新《公司法》的修订	1
A股上市收紧，港股美股是否可行？	10

■ 案例与实践

A股上市公司控制权交易——2023年度评述	23
2023年度A股上市公司控制权争夺综述	32
2023年A股上市公司控制权交易十大案例评析	38

■ 对话

二十年风雨彩虹，迎挑战铿锵玫瑰 ——对话植德合伙人崔白律师	48
----------------------------------	----

观察

OBSERVED

从公司规范运行与治理视角解读新《公司法》的修订

作者 植德合伙人 黄彦宇

企业是现代市场经济最为活跃的参与主体，公司是现代企业制度下最为典型的企业组织形式，因此公司在现代商事活动中扮演的角色举足轻重且不可替代。以有限责任公司和股份有限公司为规范核心的《中华人民共和国公司法》（下称《公司法》）在我国法律体系中占据重要位置，是社会主义市场经济制度的基础性法律。自1993年12月颁布以来，《公司法》已稳定运行三十年，其在建立健全现代企业制度、不断呼应经济体制改革、促进市场经济健康发展的过程中发挥了重要作用。

迄今为止，《公司法》自颁布以来已历经六次修订，1999年、2004年对个别条款进行了修改，2005年进行了全面修订，继2013年与2018年对公司资本制度相关问题作了两次重要修改后，2023年立法机构对《公司法》进行了历史上的第六次修订（“本次修订”）。本次修订是继2005年之后第二次系统修订，自2019年开始启动，历经全国人大常委会2021年12月、2022年12月、2023年8月和2023年12月四次审议方通过颁布。



本次修订后的《公司法》共15章266条，较现行《公司法》实质新增和修改多达110余条，修订规模可见一斑。新设公司登记和国家出资公司组织机构的特别规定两章，在完善公司资本制度，优化公司治理，加强股东权利保护，强化控股股东、实际控制人和董事、监事、高级管理人员的责任，完善公司设立、退出制度，完善国家出资公司相关规定以及完善公司债券相关规定等方面的修订亮点纷呈。本文拟从公司设立登记、运行治理、权益保障、清算注销的历史前后演进路径作为提纲，以公司规范运行与治理作为主题，对本次《公司法》修订的主要内容进行解读，主要包括专章规定公司登记、完善出资资本制度、加强股东权益保障、治理机构变革优化、强化关键少数责任、规范减资与注销程序等六个部分。

一、专章规定公司登记

公司登记设立是公司历史演进之始，设立之初的规范性是公司规范运行的基础。设立登记的规范事项之前是由国家工商行政管理总局（后重组为市场监督管理总局）的规章予以规定，实践中的操作也多有出入。本次修订增设关于公司登记的专章规定，从《公司法》角度完善了公司的整体历史演进过程，也从上位法的角度明确公司设立登记的程序事项。

1. 明确公司设立登记、变更登记、注销登记的事项和程序，同时要求公司登记机关优化登记流程，提高登记效率和便利化水平。公司设立登记六要素（第32条）、申请材料补正一次性告知（第30条）、未经登记或变更登记不得对抗善意第三人（第34条）、以虚假材料和欺诈手段取得公司设立登记可直接予以撤销（第39条）等新增内容完善了公司设立登记法定要件、明确了登记对抗主义的法律认可、加重了虚假欺诈登记的法律后果与行政责任。

2. 新增电子营业执照，明确国家企业信用信息公示系统发布义务与内容。本次修订新增电子营业执照（第33条），并明确电子营业执照与纸质营业执照具有同等法律效力，这必将极大提高交易效率。公司主要信息应当及时通过国家企业信用信息公示系统公示（第40条），将增强市场主体的诚信意识与履约意识，也为交易双方提供风险识别与甄别手段，提高交易达成与实际履行。

3. 放宽一人有限责任公司设立等限制，并允许设立一人股份有限公司。删除“一人有限责任公司的特别规定”这一专节规定，直接规定“有限责任公司由一个以上五十个以下股东出资设立”（第42条），取消一个自然人只能设立一个一人有限责任公司且该一人有限责任公司不能投资设立新的一人有限责任公司的规定，便利了有限责任公司的设立。同时，打破股份公司“应当有二人以上二百人以下发起人”的规定，规定股份有限公司的发起人应当有一人以上二百人以下（第92条），允许设立一人股份有限公司。

二、完善出资资本制度

公司的资本制度历来是关注焦点，也是《公司法》修订的重点，2013年与2018年的修改便是针对公司资本相关问题进行的。皆因公司出资与注册资本是公司责任能力的基础来源，其规范合法将直接决定公司能否正常运行以及交易目标能否顺畅实现。本次《公司法》的修订在公司出资与资本方面修订较大，既有制度回归，例如注册资本限期实缴；也有制度创新，例如股份公司授权资本制度。

1. 公司出资限定实缴期限，扩大可用作出资的财产范围。公司股东认缴出资额限定在自公司成立之日起5年内缴足（第47条），等于是从原来完全认缴制回归到更早之前的限期认缴制（2005年版《公司法》曾规定“公司全体股东的首次出资额不得低于注册资本的百分之二十，也不得低于法定的注册资本最低限额，其余部分由股东自公司成立之日起两年内缴足”）。这在很大程度上是规避完全认缴制下产生的出资失序与债权人利益受损而进行的改进，回应实践问题，保护社会公平。此外，本次修订明确股权、债权可以作价出资（第48条），扩大了用于出资的财产范围，但同其他非货币资产出资一样需要经过评估作价，增加了公司出资的灵活性。但实践中非货币资产的作价出资产生纠葛的概率与频率相对较高，具体实施效果有待观察。

2. 增加股东未按期缴纳出资的失权制度、股东认缴出资加速到期制度。股东未按期缴纳出资的失权制度（第52条），即股东未按期且在宽限期仍未缴纳出资的，将丧失其未缴纳出资的股权；股东认缴出资加速到期制度（第54条），即有限公司不能清偿到期债务的，公司或债权人有权要求未届出资期限的股东提前缴纳出资。尤其是股东认缴出资加速到期制度，与认缴出资限期实缴前后配合、上下呼应，为债权人合法利益提供有力保护，避免实践中的执行难等现实问题。

3. 修订有限公司股权转让的程序要求，分情形规定股权转让后转让人、受让人的责任。本次修订将原有的有限责任公司股东对外转让股权需其他股东过半数同意的规定予以修改，但对书面通知是否行使优先购买权的要素进行了列举规定（第84条），这在一定程度上是对有限公司股权转让的松绑，人合性的色彩降低了一些。同时，本次修订吸收了公司法司法解释三的规定，对于未届满出资期限股权转让的责任承担完善了详细规定（第88条），对于未届满出资期限尚未出资的股权转让，受让人承担出资义务，转让人承担补充义务；但对于届满出资期限仍未出资的股权转让，转让人需要承担连带责任。这对于公司注册资本的充实以及避免股权转让导致的公司出资责任混淆将会发挥直接的积极作用。

4. 新增股份有限公司授权资本制度。本次修订明确股份有限公司董事会可以在公司章程或者股东会授权范围内经全体董事三分之二以上多数通过可以在三年内决定发行不超过已发行股份百分之五十的股份（第152条、第153条）。同时规定发起人应当在公司成立前按照其认购的股份全额缴纳股款（第98条），这意味着股份有限公司实行注册资本实缴制而非认缴制。此处修改明显可以看到股份有限公司授权资本制程序简化的灵活与效率考虑，也体现出注册资本实缴制严格要求的公平与利益平衡。

5. 其他修订。在公司出资与资本制度板块，本次修订还新增创设面额股与无面额股的分类（第142条），允许公司选择发行，这将丰富公司融资渠道与灵活性、便利性；新增禁止财务资助制度与例外情形，明确“公司不得为他人取得本公司或者其母公司的股份提供赠与、借款、担保以及其他财务资助，公司实施员工持股计划的除外”（第163条），而且附加了违法情形下董监高的赔偿责任，对于保护公司法人利益、避免借由财务资助之名行利益输送之实大有裨益。



三、加强股东权益保障

股东是公司的所有者，股东权利、义务与责任一直是公司规范运行的重要内容，尤其是对于中小股东的利益保障。在当前的经济环境与市场状态下，通过制度手段保障少数股东的合法权益，确保公平利益的实现，可能是在追求经济活动效率的同时需要重点关注的公平考量。

1. 扩大股东知情权的范畴。本次修订中，有限责任公司股东查阅复制材料的范围增加了股东名册，查阅的资料范围增加了会计凭证，并且可复制、查阅全资子公司的相关资料（第57条）；股份有限公司股东原本有权查阅的资料新增复制权，持股3%以上股东可以查阅会计账簿和会计凭证，并允许股东查阅、复制全资子公司相关材料（第110条）。此外，本次修订还允许股东委托律所、会所等专业机构查阅公司相关材料，进一步借助专业机构力量确保股东知情权的实现。

2. 强化股东民主参与公司治理，完善股份有限公司股东请求召集临时股东会会议的程序，完善股东临时提案权规定。本次修订中，将提出股东会临时提案的股东范围降低为持有公司1%以上股份的股东（第115条），并完善了持股10%以上股东请求召开临时股东会的制度规定（第114条），对于最大限度彰显持股平等、鼓励中小股东参与公司治理、发挥持股主体的请求权与表决权将有积极意义与价值。

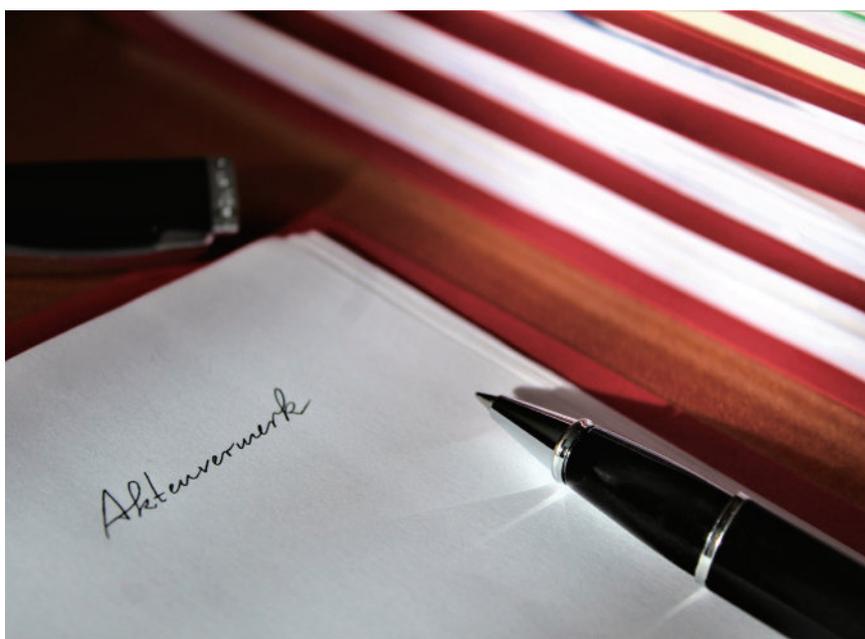
3. 明确对于控股股东滥用股东权利严重损害公司或者其他股东利益的，其他股东拥有回购请求权。在原本异议股东请求有限责任公司回购股权的情形下，新增“公司的控股股东滥用股东权利，严重损害公司或者其他股东利益的，其他股东有权请求公司按照合理的价格收购其股权”（第89条），给予股东特别是中小股东新增利益受损下的回购请求权救济途径。此外，将原本仅适用于有限责任公司的异议股东回购请求权扩大适用于股份有限公司（第161条），股东的这一救济权利将不再因公司组织形式而有所区别。

4. 新增股东对公司全资子公司董事、监事、高级管理人员等提起代表诉讼规定。将原本仅适用于公司董事、监事与高级管理人员的股东代表诉讼扩大适用于全资子公司董事、监事、高级管理人员（第189条），对于实践中全资子公司实际经营规模远超母公司的现实情况而言，此处修订实质是公司股东权益的延伸与扩展，通过实质重于形式的原则，近乎打破母子公司之间的独立法人地位，震慑通过全资子公司损害股东利益的情形，进一步保障股东的合法权益。

5. 允许公司按照规定使用资本公积金弥补亏损。本次修订打破了资本公积金不得用于弥补公司亏损的规定（第214条），在使用任意公积金和法定公积金仍无法弥补亏损的，可以使用资本公积金进行弥补。此处修订实质上增加了弥补亏损的责任承担范围但未增加股东的责任，可以优化公司的财务状况，也是保障股东权益的体现。

6. 新增利润分配完成时间的规定。现行《公司法》对于利润分配的完成时间并未进行明确规定，而是散见于公司法司法解释和上市公司的相关规定中，但本次修订借鉴吸收公司法司法解释五的规定，将公司利润分配完成的时间确定为六个月（第212条），从更高位阶法律的高度确保股东利润分配权益的实现。

7. 新增加了横向法人人格否认制度。法人人格独立是公司法的核心，但本次修订对于特殊情形下，股东控制的两个以上公司应当对任一公司的债务承担连带责任（第23条）。这一规定对于债权人利益的保护与实现极为有利，同时也是对于公司实际掌控者合规运行的重要提醒与反面要求，也可从侧面实现对中小股东利益保障的目的。



四、治理机构变革优化

不管是人合还是资合，公司都是一个组织，而且多数情况下股东数量都是复数，公司的日常运营管理很难依赖单独个人完成，这就需要相应的机构与人员承担相应的职能，分权合作也是现代企业管理的重要指向。《公司法》尤为关注机构设置、人员构成与日常运行，因为组织机构的规范运行与否将直接决定公司能否有效运转以实现其宗旨与目的。

1. 新增监事会（监事）的设立选择制度。本次修订的亮点之一在于公司监事会的设置不是必选项，有限公司设立董事会审计委员会的可以不设监事会或者监事，由董事会审计委员会行使监事会或者监事的职权（第69条）；股份有限公司设置董事会审计委员会的，同样可以不设监事会或者监事（第121条），且对审计委员会的任职董事与表决方式进行了明确规定。监事会的机构设置虽然可以有条件选择，但其职能并未弱化，而是由董事会审计委员会予以承接，如此精简机构、提高效率的灵活赋予公司更多的自主权。

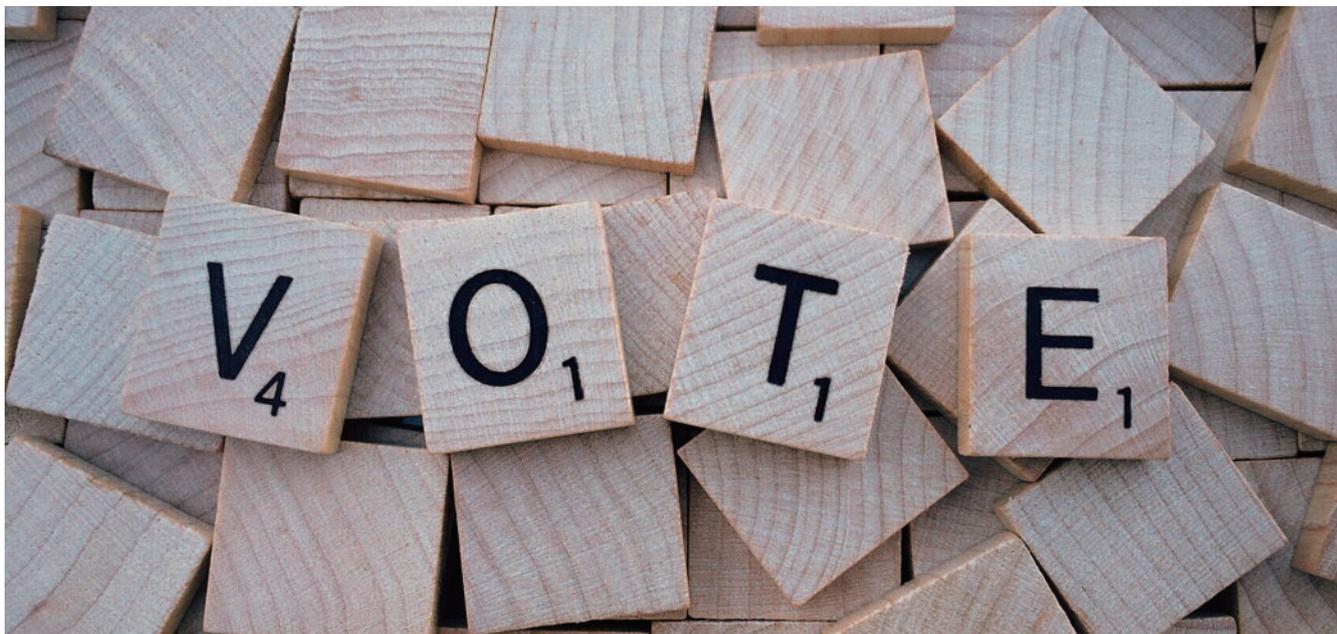
2. 简化公司组织机构设置。本次修订，对于规模较小或者股东人数较少的股份有限公司，可以不设董事会，设一名董事（第128条），不设监事会，设一名监事（第138条）；对于规模较小或者股东人数较少的有限责任公司，经全体股东一致同意，可以不设监事（第83条）。股份有限公司的规定与前述发起人修订允许一人股份有限公司设立相呼应，组织机构相应可以进行简化；有限责任公司本身组织机构就相较简单，既然允许股份有限公司简化，有限责任公司没有理由不同步，而且更进一步，这也将减轻中小公司的负担。

3. 新增强制职工代表董事制度。本次修订在前述引入职工代表董事的前提下，进一步规定职工人数三百人以上的有限责任公司，其董事会成员中应当有公司职工代表（第68条），并且董事会成员中的职工代表可以成为审计委员会成员（第69条）；对于股份有限公司而言，也明确规定公司董事会成员中的职工代表可以成为审计委员会成员（第121条），其实也就意味着股份有限公司需要选举产生职工代表董事。这是《公司法》践行保障职工参与民主管理与职工权利的体现。

4. 扩大法定代表人的选任范围。本次修订中，将公司法定代表人的选任范围由“董事长、执行董事或者经理”扩大调整为“代表公司执行公司事务的董事或者经理”（第10条），赋予公司日常经营更多的灵活性与便利性，尤其是将直接解决对于董事长、总经理因客观原因无法履职情况下公司法定代表人职权如何行使、由谁行使的现实情况。另外就是明确法定代表人变更登记的文书签署细节，新增“公司变更法定代表人的，变更登记申请书由变更后的法定代表人签署”的规定（第35条），这意味着法定代表人的变更并不以市场监督管理机关的变更登记为生效要件。

5. 新增国有企业的治理规定。本次修订新增“国家出资公司组织机构的特别规定”专章规定，对于国家出资企业的治理结构做出明确规定。强调国家出资公司中中国共产党的组织的领导作用（第170

条)，要求国有独资公司董事会成员中外部董事应当过半数并应当有职工代表董事（第173条），规定国有独资公司在董事会中设置由董事组成的审计委员会行使监事会职权的不设监事会或者监事（第175条），增加国家出资公司应当依法建立健全内部监督管理和风险控制制度的规定（第177条）。



五、强化关键少数责任

公司控股股东、实际控制人与公司的董事、监事和高级管理人员因其身份以及在公司经营运行中所发挥的重要作用，常被称作“关键少数”。实践中，关键少数对于公司经营发展的影响是决定性的，因此关键少数的合规意识、规范经营将直接影响公司的规范运行。本次《公司法》修订期冀通过强化关键少数的义务与责任，避免公司重大风险，带动公司健康前行。

1. 相对明确忠实和勤勉义务的具体内容。现行《公司法》仅提及董事对公司负有忠实义务与勤勉义务，但并未进一步明确其内涵。本次修订明确忠实义务是“避免自身利益与公司利益冲突，不得利用职权牟取不正当利益”，是一种消极义务，强调“不得为”；勤勉义务是“应当为公司的最大利益尽到管理者通常应有的合理注意”，是一种积极义务，强调“必须为”（第180条）。虽然并未罗列具体内容，但给出了相对明确的解释方向。

2. 加强对董事、监事、高级管理人员与公司关联交易等的规范，增加关联交易等的报告义务和回避表决规则。首先，本次修订扩大公司关联关系的范围，将董监高的近亲属、董监高或者其近亲属直接或者间接控制的企业，以及与董监高有其他关联关系的关联人均纳入关联关系范畴（第182条）；其次，本次修订新增关联交易报告义务，即董监高应当就与订立合同或者进行交易有关的事项向董事会或者股东会报告（第182条）；最后，新增董监高利益冲突回避表决规定（第185条），并且明确“出席董事会会议的无关联关系董事人数不足三人的，应当将该事项提交股东会审议”。完善了公司在利益冲突情形下的决策机制，确保关联交易的客观审查，最大程度上防止利益输送情形。

3. 强化董事、监事、高级管理人员维护公司资本充实的责任。如前所述，注册资本是公司责任能力的基础来源和直接体现，其充实性至关重要。公司董监高作为公司日常运营的亲历者与执行者，在本次修订中被赋予维护之责。董事会有权向未出资及出资不足的股东进行催缴出资，否则负有责任的董事应当承担赔偿责任（第51条）；出现抽逃出资情形的，负有责任的董监高应当与该股东承担连带赔偿责任（第53条）；违规提供财务资助的，负有责任的董监高应当承担赔偿责任（第163条）。这些规定要求董监高对于公司注册资本实缴、充实承担核查、监督与维护责任，避免抽逃出资、掏空资本的情形。

4. 新增董事、高级管理人员履职损害第三人赔偿责任。本次修订明确董事、高级管理人员履职过程中给他人造成损害的，公司应当承担赔偿责任，但董事、高级管理人员存在故意或者重大过失的，也应当承担赔偿责任（第191条）。此处修订完善了董事、高级管理人员履职的第三人伤害赔偿体系，完善了董事、高级管理人员对公司的责任体系。

5. 新增控股股东、实际控制人的“隐名”责任。其一，公司的控股股东、实际控制人不担任公司董事但实际执行公司事务的，适用忠实义务与勤勉义务（第180条），也被称为“事实董事”；其二，公司的控股股东、实际控制人指示董事、高级管理人员从事损害公司或者股东利益的行为的，与该董事、高级管理人员承担连带责任（第192条），也被称为“影子董事”“影子高管”。此处修订其实是厘清真正的责任主体，不拘泥于任职形式，更为关注真正的责任课予与承担，确保责任实现。

六、规范减资与注销程序

从公司设立登记开始，组织开始运行，充实出资资本、股东权益保障、治理结构优化、强化关键少数，公司架构搭建、经营发展的演进脉络非常清晰。不可否认，清算、注销是部分公司经营难以避免的最后一环，本次修订亦进行了规范与完善。当然，对于减资制度的修订也放在本部分展开，它们都是公司发展过程中不那么多见的情形。

1. 新增简易减资制度，即允许公司按照规定通过减少注册资本方式弥补亏损，减少注册资本弥补亏损的，公司不得向股东分配，也不得免除股东缴纳出资或者股款的义务（第225条）。简易减资制度下，公司的注册资本减少，但并未流向股东，也并未免除股东的出资义务，而是用来弥补亏损，本质并不影响公司的资产状况与偿债能力。

2. 明确同比例减资的原则，但留有例外空间。本次修订明确公司应当按照股东出资或者持有股份的比例相应减少出资额或者股份（第224条），给减资是否必须要同比例的实践争论给出正面回应。当然，法律另有规定、有限责任公司全体股东另有约定或者股份有限公司章程另有约定的除外（第224条），这种例外规定或约定也为实践中出现的不同比例减资、定向减资等现实需求留有余地。此外，对于违法减资的情形，股东及负有责任的董事、监事、高级管理人员应当承担赔偿责任（第226条），也为通过减资进行利益输送或其他安排的情形规定了相应的法律责任。

3. 完善公司清算制度，明确清算义务人及其责任。本次修订将董事明确为清算义务人承担清算组的相关工作，而且给公司或者债权人造成损失的应当承担赔偿责任（第232条）。同时，新增清算组成员负有忠实义务和勤勉义务，明确怠于履行清算职责的赔偿责任（第238条）。此外，本次修订将强制清算的申请人由债权人变更为利害关系人（第233条），扩大了申请人的范围；将清算公告方式增加国家企业信用信息公示系统（第235条），便利清算公告的发布与落实。

4. 增加简易注销和强制注销制度，方便公司退出。本次修订将实践中已经执行的简易注销程序予以制度化规定，同时赋予监管机关的强制注销权以解决实践中数量不菲的“僵尸企业”占用资源的问题。简易注销，是指公司存续期间未产生债务或者已清偿全部债务的，通过国家企业信用信息公示系统予以不少于二十日公告即可申请注销登记，而无需清算程序（第240条）；强制注销，是指针对公司被吊销营业执照、责令关闭或者被撤销，满三年未向公司登记机关申请注销公司登记的情形，公司登记机关履行程序后可以主动注销公司登记（第241条）。



结语

本次《公司法》的大篇幅修订，契合于国家改革开放深化推进与高质量发展以及中国式现代化稳步前进的时代背景，呼应现实社会关切、解决理论热点问题，有破有立，兼顾效率与公平，其出台是对《公司法》颁布三十周年很好的纪念。作为现代经济最活跃的市场主体，公司的规范运行与健康发展小到关乎参与主体的获得感与安全感，中到营商环境优化、现代企业制度建立，大到国家经济发展、创新活力激发，都具有至关重要的作用。期待本次修订后的《公司法》能够延续三十年的积淀，发挥更大的指向与导航价值。

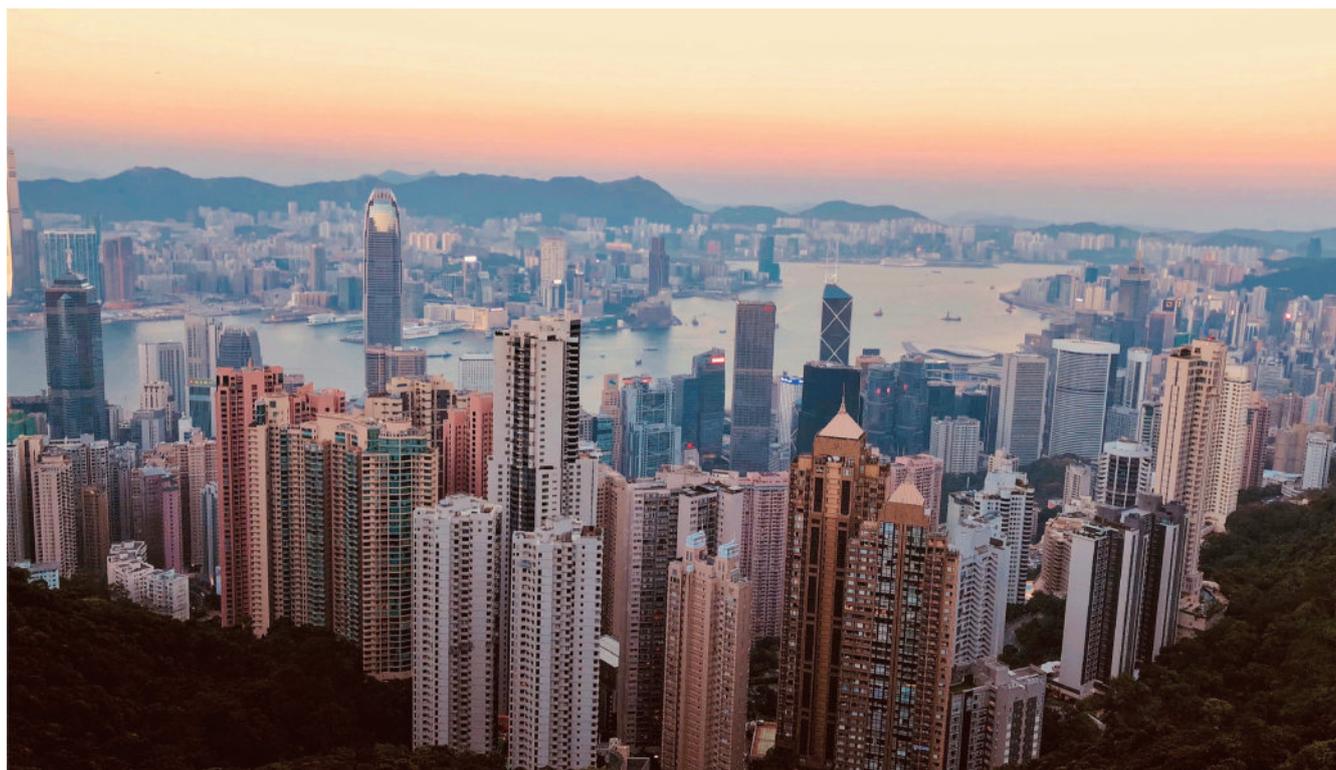
A股上市收紧，港股美股是否可行？

作者 植德合伙人 高洋

前言

在刚刚过去的2023年，A股IPO市场审核持续加码。年初即传出中国证监会对主板申报做出行业限制的传闻。虽然到目前为止尚无任何相关监管机构就传闻中的行业限制正式发布任何明确的清单或指引，但中国证监会在2023年2月17日颁布并正式施行的《首次公开发行股票注册管理办法》中明确，在交易所收到注册申请文件之日起，中国证监会同步关注发行人是否符合国家产业政策和板块定位。2023年8月27日，中国证监会颁布了《证监会统筹一二级市场平衡优化IPO、再融资监管安排》（又称“827新政”），进一步明确了“阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡”的政策取向。该等政策使得企业在A股上市的申请进程及意愿均受到显著影响。2023年10月及11月，沪深两地交易所均出现“零受理”的现象，并且伴随着多家A股上市申请人主动撤回申请的情况。根据Choice金融终端数据统计，2023年共有286家A股上市项目终止，其中253家为主动撤回申请。在主动撤回的申请中，“衣食住”等行业的申请人尤其多，例如八马茶业、玮言服饰、德州扒鸡等企业相继终止了A股IPO计划。

但企业发展过程中的上市需求不会因为监管政策的收紧而消失。越来越多的企业开始考虑转战港股或美股市场。本文旨在通过对港股及美股交易所基本情况、上市的基本要求及上市地选择的考量等因素的介绍与分析，为因A股上市收紧而计划转战国际资本市场的企业回答“是否可以”及“是否适合”转战港股或美股的问题提供一些参考。



一、香港与美国证券交易所的基本情况介绍

（一）香港与美国证券交易所简史及板块简介

1. 港交所与联交所

香港的证券交易最早见于19世纪中叶，至1891年香港经纪协会成立，标志着香港出现正规的证券市场。随着香港经济快速发展，另外三家交易所相继成立。至20世纪80年代，在政府的主导下，当时的四家证券交易所合并而成香港联合交易所（俗称联交所），并于1986年4月2日开业，成为香港唯一的证券交易所。2000年，为提高香港的竞争力和迎接资本市场全球化所带来的挑战，联交所与香港期货交易所及香港中央结算合并，归入单一控股公司香港交易及结算所有限公司（HKEx，香港交易所，俗称港交所）旗下。港交所于同年6月27日以介绍方式在联交所上市，成为世界首批上市的证券交易所之一。

作为全球最大的IPO集资中心，联交所在过去13年中有7年登上全球IPO集资排名榜首。联交所拥有两个主要上市板块，即主板和创业板¹。香港主板是香港股票市场最主要的上市板块，适用于成熟、规模较大的企业，上市标准相对较高，包括连续盈利、良好的财务状况和流动性等要求。为了给新兴有增长潜力的企业提供一个筹集资金的渠道，1999年联交所效仿美国NASDAQ成立了创业板，这是一个完全独立于香港主板的股票交易市场，上市标准相对较宽松，不要求连续盈利，但需要具备创新能力和高成长潜力。但近年来香港创业板的表现欠佳，根据其官网数据，创业板上市公司总市值从2016年底的年度历史最高位3,109亿港币²下降至2024年2月的510亿港币，下降幅度高达83.6%。

2. 纽交所与纳斯达克交易所

美国历史上有三大传统证券交易所，纽约证券交易所（New York Stock Exchange, NYSE，俗称纽交所）、纳斯达克证券交易所（National Association of Securities Dealers Automated Quotations, NASDAQ，俗称纳斯达克交易所）及美国证券交易所（American Stock Exchange, AMEX，俗称美交所）。虽然美交所拥有百年历史，但于2008年被纽交所合并，目前为纽交所旗下的一个市场，并更名为NYSE American。中概股通常是在纽



¹ 根据联交所于2017年12月15日发布的通讯，联交所将“创业板”及其英文名称“Growth Enterprise Market”均统一改称“GEM”，反映创业板专为中小企而设的新定位。

² 关于2016年统计数据，详见<https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/Annual-Market-Statistics/c_2016-Market-Statistics.pdf>

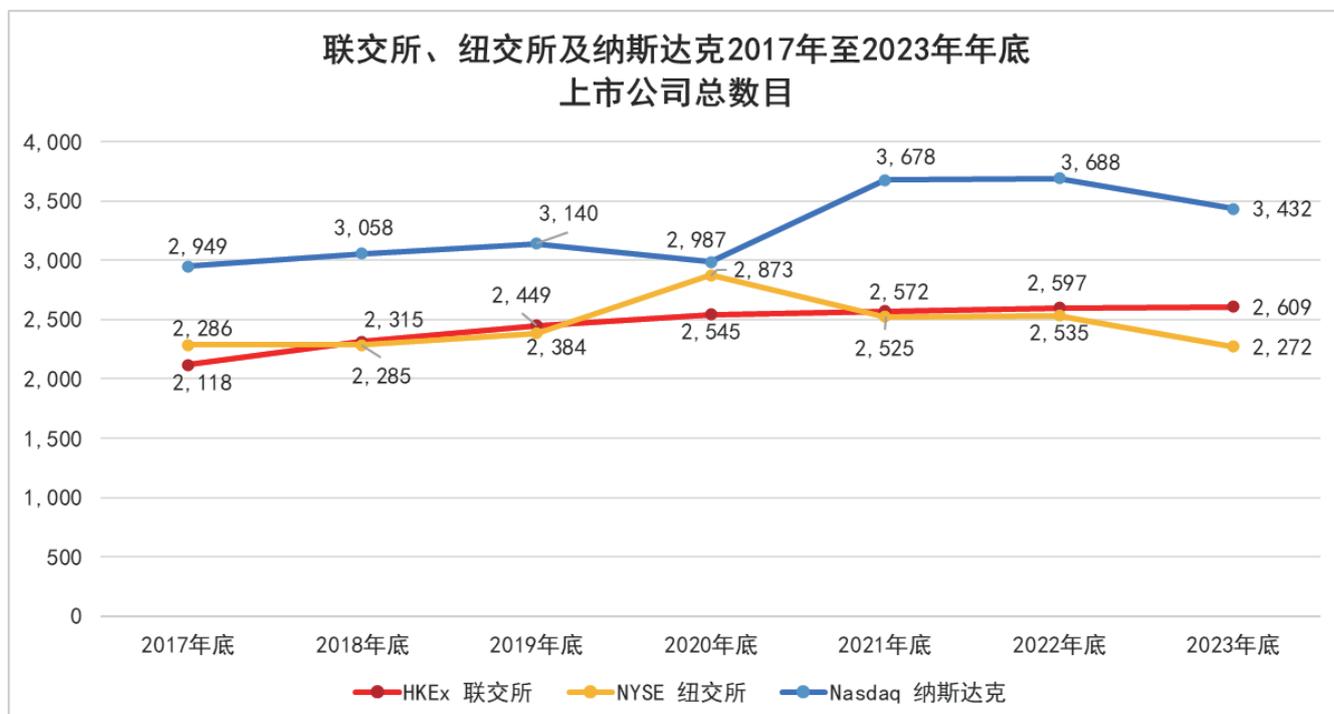
交所和纳斯达克交易所上市，故本文对美国证券交易所的介绍主要以纽交所和纳斯达克交易所为例。

纽交所创立于1792年。信息技术的飞速发展以及经济全球化的进程，对证券市场整合提出了现实要求。为了顺应这一历史发展趋势，2007年，纽交所和泛欧交易所合并，诞生了纽约泛欧证券交易所集团(NYSE Euronext)，这也是当时全球最大的金融市场集团。纽交所为上市申请人提供了三个板块供选择：NYSE主板市场、NYSE American（前身是美国证券交易所）和NYSE Arca（高增长板，前身是群岛交易所）。NYSE主板市场类似于A股的主板市场，主要服务大中型企业；NYSE American类似于A股之前的中小板市场，主要服务市值规模较小、处于初创阶段的高成长企业；NYSE Arca作为高增长板市场，主要提供股票交易服务、ETPs（交易所交易产品）的上市和交易服务。

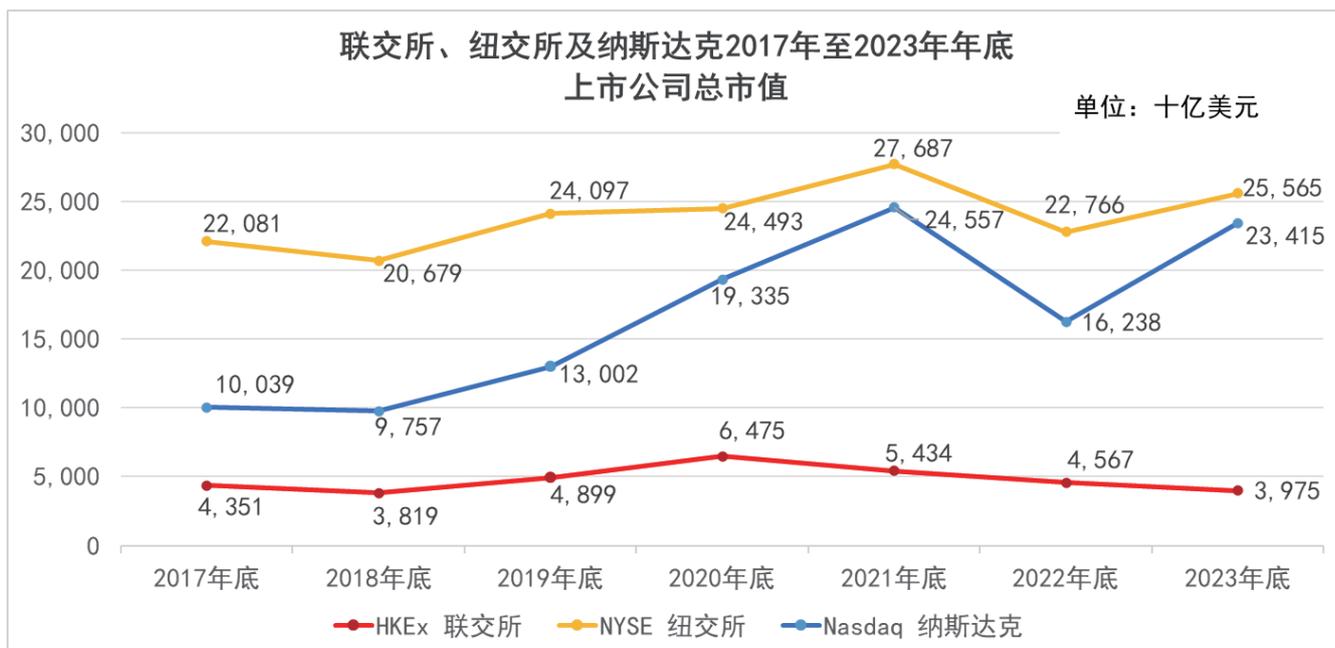
纳斯达克证券交易所成立于1971年，以电子交易系统为基础。在纳斯达克交易所挂牌上市的公司以高科技公司为主，包括苹果、谷歌、亚马逊、微软、特斯拉、Meta Platforms等。而纳斯达克市场又可细分为纳斯达克全球精选市场(NASDAQ Global Selected Market)、纳斯达克全球市场(NASDAQ Global Market)及纳斯达克资本市场(NASDAQ Capital Market)。通俗来讲，纳斯达克全球精选市场主要服务于大盘股，纳斯达克全球市场主要服务于中盘股，而纳斯达克资本市场主要服务于小盘股。

（二）联交所、纽交所及纳斯达克交易所的相关统计数据

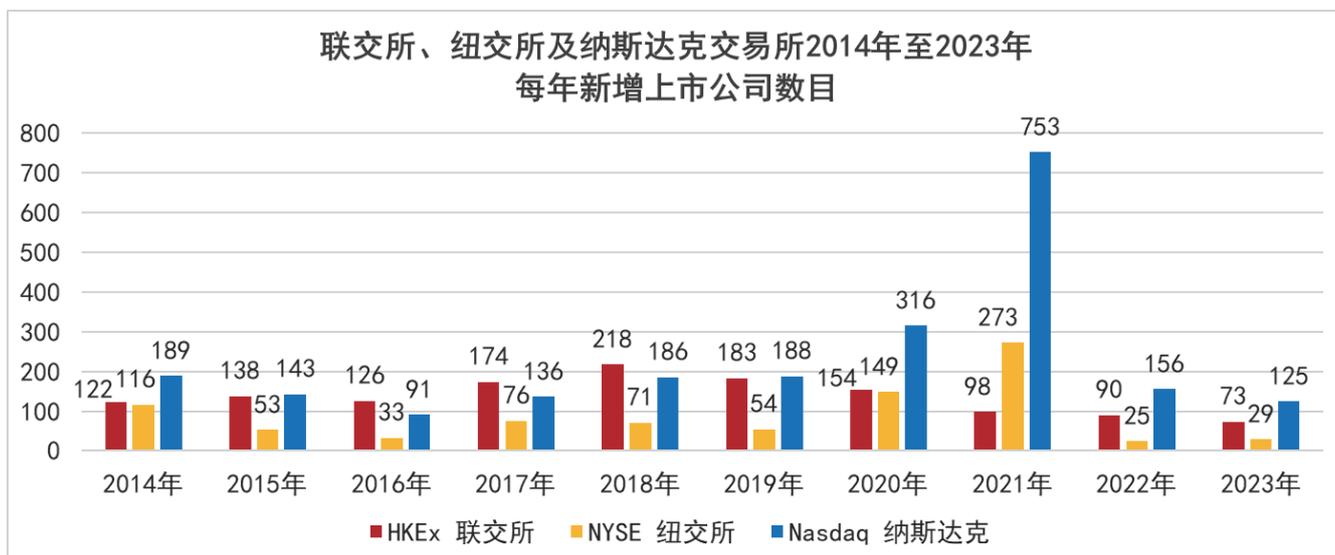
关于联交所、纽交所及纳斯达克交易所的上市公司数目、市值、募集资金规模等相关核心数据在相关历史时期的统计与对比，以及各自的历史发展变化，请见以下图表。



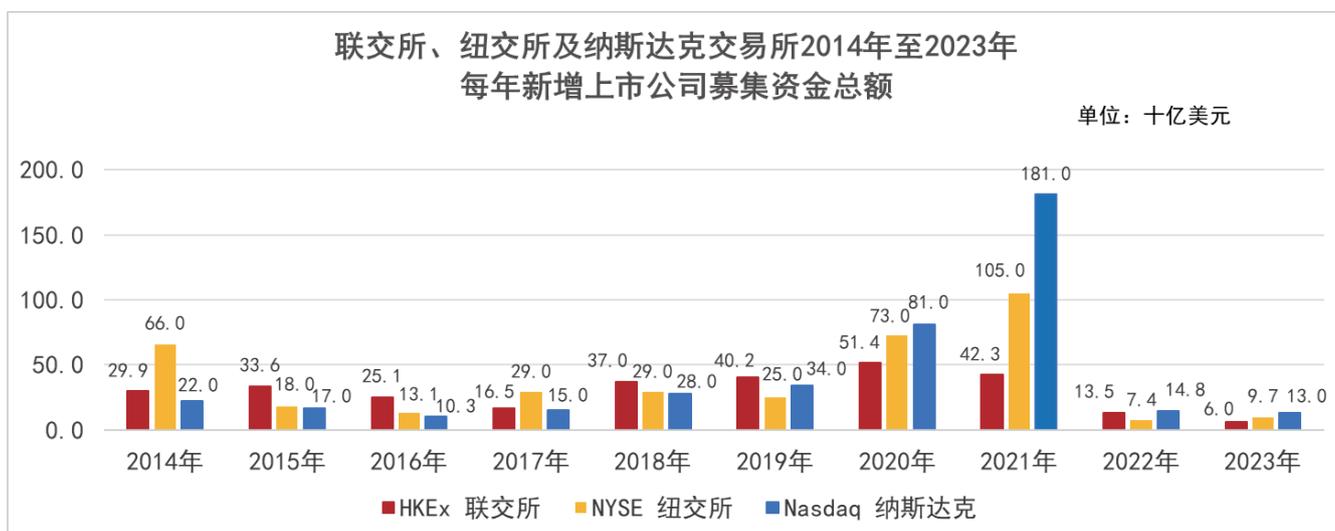
数据来源：世界交易所联合会（The World Federation of Exchanges）



数据来源：世界交易所联合会（The World Federation of Exchanges）



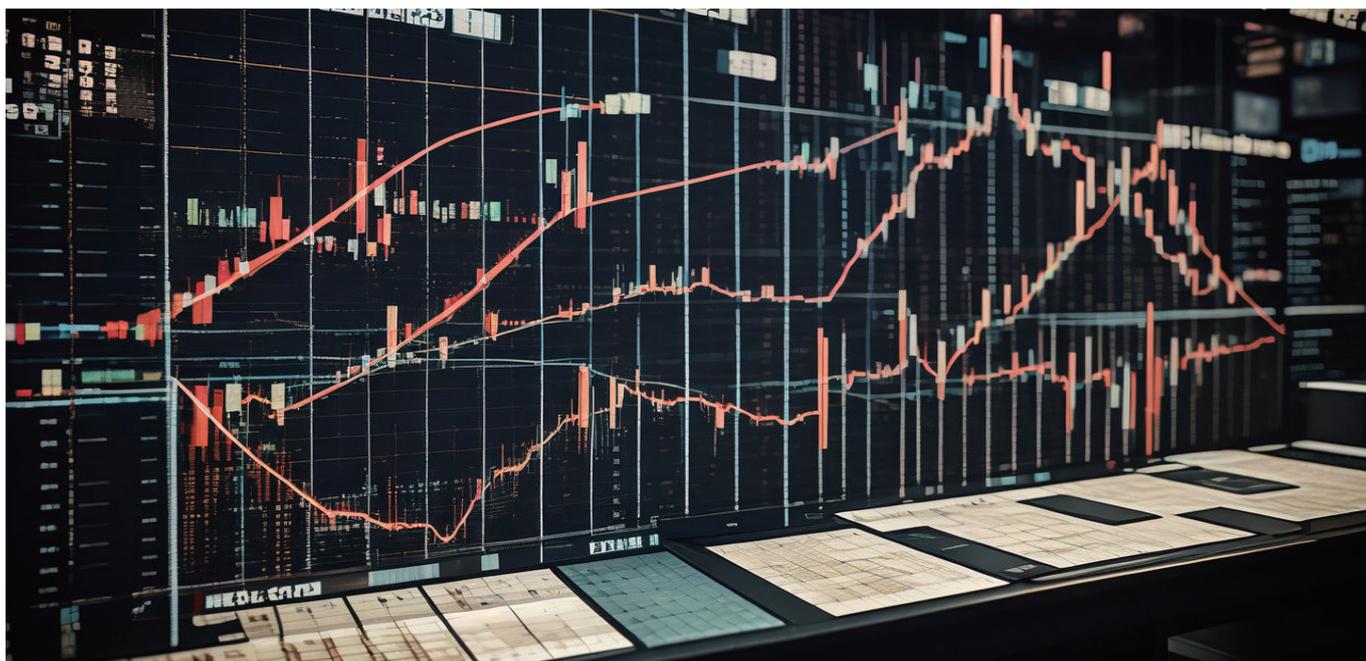
数据来源：联交所、纽交所及纳斯达克交易所官方网站等



数据来源：联交所、纽交所及纳斯达克交易所官方网站等

2023年，随着美联储实施的一系列加息及缩表政策，美元及与美元挂钩的港币利率长期处于高位，资本成本的增加与资金从股市的流出持续给港股市场造成压力。而伴随着地缘政治的不确定性以及监管的不断变化，市场情绪及投资者意愿亦受到影响，都构成2023年港股的新股发行数据出现冲击的重要原因。

另根据世界交易所联合会（World Federation of Exchanges）的统计，2023年联交所上市公司的数目与过往两年基本持平，但整体市值呈下降趋势；相比之下，美国纽交所及纳斯达克交易所的市值均出现大幅上升，主要源于盈利情况、风险溢价压降以及纳斯达克半导体、媒体与娱乐等成长行业领涨等因素。



（三）中概股³在香港及美国交易所的表现

20世纪80年代末及90年代初，随着中国的改革开放日新月异，综合国力不断增强，中资企业加速了在境外的市场开拓进程。1993年，青岛啤酒成为首家来港上市的H股国企，这标志着中资企业在香港资本市场历史性突破。此后，越来越多的内地企业选择在香港上市，香港逐渐成为内地企业海外集资的重要平台。

如果我们聚焦近五个年度的数据，中概股在香港公开招股集资及日成交金额方面，均扮演者愈发重要的角色。过去五年间，在年底累计上市公司数目的维度上，中概股占比维持在51%至55%区间的水平，但在

³ 根据美中经济与安全评估委员会(United States-China Economic and Security Review Commission)将“中国公司”定义为“(1)相关证券交易所认定该公司来自中国；(2)该公司在向美国证券交易委员会提交的文件中将中国地址列为其主要行政办公室；或(3)该公司大部分业务在中国开展，包括在境外设立但其价值最终通过与中国的关系联系在一起的公司(“a company is considered “Chinese” if:(1)it has been identified as being from the PRC by the relevant stock exchange; (2) it lists a PRC address as its principal executive office in filings with the SEC; or (3) it has a majority of operations in the PRC, including a company structured offshore but whose value is ultimately tied through a relationship in the PRC)”。而香港联交所的网站应用“内地企业”的概念，并将其定义为主要包括(1)H股公司，(2)红筹公司及(3)内地民营企业。为本文之目的，我们将以上类型的企业统称为“中概股”。

年度新增上市公司数目的维度，中概股的占比明显升高，从2019年的62%一路飙升至2023年的93%。此外，过去五年间每年年底在联交所上市的中概股的市值总额占同日上市公司市值总额的比例一直维持在73%至80%区间，且同期中概股年度首次公开募集资金规模的占比从2019年的82%提升至2023年的90%。可见，中概股在过去五年间是港股市场发展的主力军。此外，中概股的每日平均成交金额占比也持续处于高位，为香港股市的流动性提供了关键的支撑。关于2019年至2023年中概股在联交所（包含主板及创业板）在上市公司数目、募集资金规模、市值总额以及日平均成交金额方面的表现，请见下表。

**2019年至2023年中概股企业在联交所（包含主板及创业板）
在上市公司数目、募集资金规模、市值总额以及日平均成交金额方面的表现**

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
当年新增中概股上市公司数目(家)	114	112	87	75	68
占比百分比	62%	73%	89%	83%	93%
当年新增中概股公司首次公开招股集资额(亿港元)	2,573	3,929	3,242	963	416
占比百分比	82%	99%	98%	92%	90%
当年年底中概股公司市值总额(亿港元)	279,534.40	380,730.00	334,337.60	274,130.30	237,360.30
占比百分比	73%	80%	79%	77%	76%
当年中概股股份每日平均成交金额(亿港元)	501	878	1,216	839	683
占比百分比	79%	85%	88%	87%	87%

资料来源：联交所官方网站

注：以上占比均为中概股企业的相关统计数据与联交所上市公司在同一纬度上整体统计数据的比例。

再看美股市场，1992年华晨汽车登陆纽交所，成为第一家赴美上市的中国概念公司，开启了中概股赴美上市的热潮。从九十年代开始至2010年监管环境相对宽松，2011年至2014年间由于监管危机放缓了中概股赴美上市的步伐，到2014年至2019年间又掀起了互联网龙头公司赴美上市的热潮，再到2020年开始因《外国公司问责法案》引起的审计及信息披露的一系列风波使得美股上市回冷……回顾过去三十年中概股在美国证券交易市场的发展可谓是跌宕起伏。根据美中经济与安全评估委员会（U. S. -China Economic and Security Review Commission）于2024年1月8日发布的报告（以下简称“UCESRC报告”），截至报告日，在美国上市的中概股共计265只；其中接近八成是在纳斯达克交易所上市，逾两成是在纽交所上市。同样，根据UCESRC报告的显示，于2024年初，中概股在纽交所及纳斯达克交易所上市公司总市值约为8,480亿美元，相较2021年1月的约18,500亿美元跌幅超50%，而其中重要原因之一是国企在美国的陆续退市。关于2019年至2023年中概股在纽交所及纳斯达克交易所的每年新增上市公司数目、募集资金规模的表现，请见下表。

2019年至2023年中概股企业在美国证券交易所（包含纽交所及纳斯达克交易所）

在上市公司数目与募集资金规模方面的表现

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
当年新上市公司数目	29	39	40	12	24
占比百分比	12%	8%	4%	7%	16%
当年首次公开招股集资额 (百万美元)	2,735	12,501	8,926	495	658
占比百分比	5%	8%	3%	2%	3%

数据来源：美中经济与安全评估委员会 (U.S.-China Economic and Security Review Commission) 报告。

注：以上占比均为中概股企业的相关统计数据与纽交所及纳斯达克交易所上市公司同一维度整体统计数据的比例。

二、港股及美股上市基本要求的介绍与分析

（一）联交所主板上市的基本要求

香港上市申请人及其业务须符合上市资格及适合上市。联交所将评估每个个案的事实及情况，并保留以申请人的上市资格及上市合适性为由拒绝有关申请的酌情权⁴。根据《香港联合交易所有限公司证券上市规则》（“《上市规则》”）及联交所指引信的规定，对企业上市资格/上市合适性将涉及到定量及定性的审核，包括但不限于：

- （1） 营业记录（除特殊情况外，一般为三个财政年度）及财务资格（其中收入/支出/现金流项目应当与申请人日常业务相关）；
- （2） 管理层延续性；
- （3） 拥有权和控制权延续性；
- （4） 业务经营可持续性；
- （5） 对第三方（一般指控股股东及紧密联系人、主要股东、关连人士、主要供应商或主要客户）的依赖程度；
- （6） 对公司有重大影响人士及董事的合适性；
- （7） 不合规事件的严重性等。

⁴ 香港联交所《新上市申请人指南》，< [https://cn-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/Guide_for_New_Listing_Applicants_\(December_2023\)_clean_version_CN.pdf](https://cn-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/Guide_for_New_Listing_Applicants_(December_2023)_clean_version_CN.pdf)>

值得注意的是，为鼓励生物科技公司及特专科技公司在香港上市，符合规定的公司可以根据《上市规则》享有更为宽松的门槛。我们将相关核心规定归纳至如下总结：

	香港主板上市一般规定	第 18A 章（生物科技公司）	第 18C 章（特专科技公司）
财务指标测试（满足以下三项测试之一即可）：			
盈利测试	<ul style="list-style-type: none"> 在 3 个会计年度期间，最近一年的股东应占盈利不得低于 3,500 万港元，及其前两年累计的股东应占盈利亦不得低于 4,500 万港元，上述盈利应扣除日常业务以外的业务所产生的收入或亏损； 上市时市值至少为 5 亿港元。 	无	无
市值/收益/现金流测试	<ul style="list-style-type: none"> 上市时市值至少为 20 亿港元； 经审计的最近一个会计年度的收益至少为 5 亿港元； 申请人或其集团的拟上市的业务于前 3 个会计年度的现金流入合计至少为 1 亿港元。 	无	无
市值/收益测试	<ul style="list-style-type: none"> 上市时市值至少为 40 亿港元； 经审计的最近一个会计年度的收益至少为 5 亿港元。 	上市时的市值至少达 15 亿港元 ，无收入要求。	<ul style="list-style-type: none"> 对于已商业化公司：上市时的市值至少达 60 亿港元；且经审计的最近一个会计年度的收益至少达 2.5 亿港元； 对于未商业化公司：上市时的市值至少达 100 亿港元，无收益要求。
其他要求：			
管理层延续性	至少前 3 个 会计年度及直至上市日期的管理层维持不变。	至少前 2 个 会计年度及直至上市日期的管理层维持不变。	至少前 3 个 会计年度及直至上市日期的管理层维持不变。
拥有权和控制权延续性	至少经审计的最近 1 个 会计年度及直至上市日期的拥有权和控制权维持不变。	至少经审计的最近 1 个 会计年度及直至上市日期的拥有权和控制权维持不变。	至少经审计的最近 1 个 会计年度及直至上市日期的拥有权和控制权维持不变。
公众持股量/自由流通量的市值	上市时公众持股量市值至少为 1.25 亿港元 。	上市时公众持股量市值至少为 3.75 亿港元 。	在上市时的自由流通量（即不受制于任何出售限制）的市值至少为 6 亿港元 。
上市规则第 18A 章及第 18C 章特殊要求	无	<ul style="list-style-type: none"> 至少有一项经主管当局批准的核心产品已通过概念阶段；主要专注于研发以开发核心产品，并于上市前十二个月内持续进行有关研发；上市集资主要用于研发核心产品，以将其推出市场；拥有与其核心产品有关的已注册专利、专利申请及其它知识产权；及在建议上市日期的至少六个月前已获至少一名资深投资者提供相当数额的投资，并且其至进行首次公开招股时仍未撤回投资等。 需证明有充足的营运资金（包括预期首次公开招股所得款项），足可应付集团未来至少 12 个月所需开支（须主要包括一般、行政及营运开支以及研发开支）的至少 125%。 	<ul style="list-style-type: none"> 符合特专科技公司的定义，且属于特专科技行业可接纳领域。 研发特专科技产品已产生的开支应占总营运开支相当的比例。 满足资深独立投资者的人数、持股比例及投资金额等要求。 对于未商业化公司，需证明及于上市文件中披露达至商业化收益门槛的可信路径；有充足的营运资金（包括预期首次公开招股所得款项），足可应付集团未来至少 12 个月所需开支（须主要包括一般、行政及营运开支以及研发开支）的至少 125%；使用募集资金主要用于研发、商业化产品以达至商业化收益门槛。

资料来源：联交所官方网站

（二）纽交所上市的基本要求

为成功在纽交所上市，上市发行人在IPO时首先要满足相关的最低定量指标，既包含财务表现方面的最低定量指标，也包含发行方面的最低定量指标。此外，上市发行人还需满足公司治理等方面的定性要求。一般来讲IPO发行人在IPO时应至少满足以下最低定量指标：

	纽约证券交易所定量上市标准，适用于国内发行人和外国私有发行人	纽约证券交易所上市替代标准，适用于外国私有发行人
财务标准（必须满足以下其中一项要求）：		
盈利测试 <i>税前盈利（扣除少数股东权益、摊销及被投资公司盈利或损失中的权益[经特定调整]）</i>	税前盈利达1,000万美元（过去3个财政年度累积计算，及最近2个财政年均不少于200万美元，且3个财政年度均实现盈利） 或 税前盈利达1,200万美元（过去3个财政年度累积计算，及最近1个财政年度不少于500万美元，且第2个最近财政年度不少于200万美元）	税前盈利达1亿美元（过去3个财政年度累积计算，及最近2个财政年度每年不少于2,500万美元）
全球市值测试	全球市值至少达2亿美元	-
估值/收益加现金流量测试	-	<ul style="list-style-type: none"> 全球市值至少达5亿美元 最近12个月的收益达1亿美元，且 过去3个财政年度经营现金流量累积应不少于1亿美元，及最近2个财政年度每年经营现金流量不少于2,500万美元（经特定调整）⁵
纯估值/收益测试	• -	<ul style="list-style-type: none"> 全球市值至少达7.5亿美元，且 最近1个财政年度的收益达7,500万美元
附属公司测试（母公司或附属公司是经营良好的上市公司）	-	<ul style="list-style-type: none"> 全球市值至少达5亿美元，且 有12个月营运历史
最低分配和市值标准：		
投资者数目（整股东）	400名	全球5,000名
公众持股量	110万股	全球250万股
公众股份的总市值	4,000万美元	全球1亿美元 （若根据上述附属公司测试之标准，则为全球6,000万美元）
最低招股价	4美元	

资料来源：纽交所官方网站

(https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Initial_Listing_Standards_Summary.pdf)

⁵ 对于JOBS法案下的新兴成长公司，过去2个财政年度经营现金流量累积应不少于1亿美元，及其中每个财政年度经营现金流量不少于2,500万美元。

（三）纳斯达克交易所上市的基本要求

如前所述，纳斯达克市场可细分为纳斯达克全球精选市场、纳斯达克全球市场及纳斯达克资本市场。根据纳斯达克交易所2024年初出台的更新版指引，申请人必须满足一定的财务、流动性和公司治理要求，才能获准在上述任何一类市场上市⁶。纳斯达克交易所所有市场层级的企业管治要求是相同的，并与纽交所的相关要求基本一致，例如董事会的多元化政策、独立董事的比例、审计委员会的设立及股东批准的法定事项等。但是就纳斯达克全球精选市场、纳斯达克全球市场及纳斯达克资本市场的初始财务和流动性等上市要求整体上逐层降低，详见以下总结：

全球精选市场 (NASDAQ Global Selected Market) 适合大盘股				全球市场 (NASDAQ Global Market) 适合中盘股				资本市场 (NASDAQ Capital Market) 适合小盘股			
财务指标（每个市场中满足对应的任一标准即可）：											
标准 1： 收益	标准 2： 市值及现金流	标准 3： 市值及收益	标准 4： 资产及股东权益	标准 1： 收益	标准 2： 股东权益	标准 3： 市值	标准 4： 总资产/总收益	标准 1： 股东权益	标准 2： 上市股份市值	标准 3： 净收入	
税前收益： • 过去三年累积至少 1.100 万美元。 • 最近两个财年每年至少达到 220 万美元。 • 过去三年每年收入均为正数	现金流： • 过去三年来自经营活动的累积现金流最少达到 2,750 万美元。 • 过去三年每年均录得现金净流入 市值（过去十二个月平均）： 至少达到 5.5 亿美元 最近一个财年年度总收入： 至少达到 1.1 亿美元	市值（过去十二个月平均）： 至少达到 8.5 亿美元 最近一个财年年度总收入： 至少达到 9,000 万美元	市值： 至少达到 1.6 亿美元 资产总值： 至少达到 8,000 万美元 股东权益： 至少达到 5,500 万美元	股东权益： 最少 1,500 万美元 持续经营业务税前收益： 最近一个财年或最近 3 个财年中的 2 个财年达到 100 万美元	股东权益： 最少 3,000 万美元 注： 需有两年营运历史	上市股份市值： 至少达到 7,500 万美元	总资产及总收益： 最近一个财年或最近 3 个财年中的 2 个财年分别达到 7,500 万美元	股东权益： 最少 500 万美元 注： 需有两年营运历史	股东权益： 最少 400 万美元 上市股份市值： 至少达到 5,000 万美元	股东权益： 最少 400 万美元 持续经营业务纯利： 最近一个财年或最近 3 个财年中的 2 个财年达到 75 万美元	
其他最低定量要求：											
最低投资者数目	450 名（每名持有 100 股或以上股份），或 2,200 名			400 名（每名持有 100 股或以上股份）				300 名（每名持有 100 股或以上股份）			
最低公众持股量	125 万股			110 万股				100 万股			
公众股份的总市值	4,500 万美元			800 万美元	1,800 万美元	2,000 万美元	2,000 万美元	1,500 万美元	1,500 万美元	500 万美元	
最低招股价	4 美元			4 美元				4 美元			
造市商数目	至少 3 位（符合纳斯达克全球市场的标准 1：收益，或标准 2：股东权益）或至少 4 位（其它情形）			至少 3 位（符合纳斯达克全球市场的标准 1：收益，或标准 2：股东权益）或至少 4 位（符合纳斯达克全球市场的标准 3：市值，或标准 4：总资产/总收益）				最少 3 位			

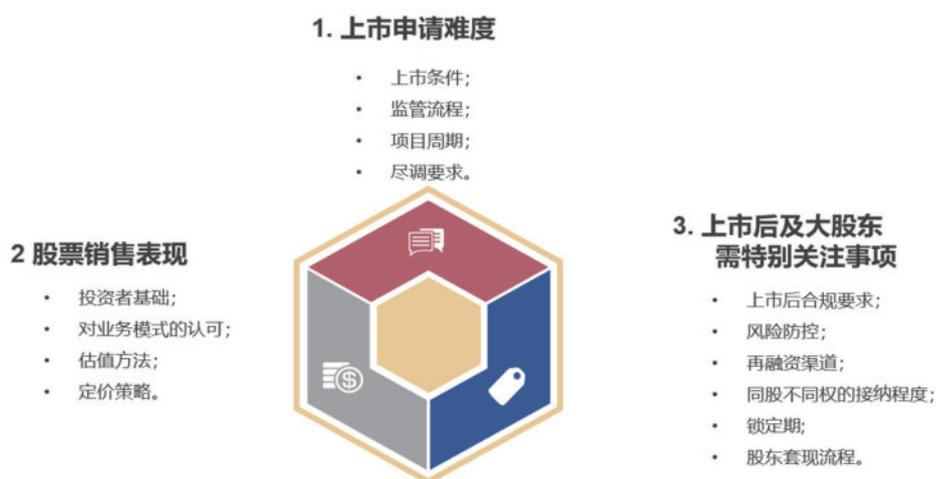
资料来源：纳斯达克交易所官方网站

⁶ Nasdaq Initial Listing Guide (January 2024), <<https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>>

综上，港股及美股就首次公开募股均提供了不同板块的选择。虽然涉及的条件及标准各异，但是核心审核要求仍集中于财务指标（收入、利润、市值及现金流等）以及企业管治（所有权及管理层延续性、管理层适合性等）等方面。

三、上市地的选择

前面简要介绍了联交所、纽交所及纳斯达克交易所的历史发展与现状、以及美港两地三个交易所的基本上市要求。那么考虑境外上市的境内企业到底应该选择美股还是港股，以及选择其中哪个交易所？要回答这个问题，需要根据公司的具体情况进行个案分析。基于多年的观察与实践经验，我们建议从上市申请难度、股票销售表现、以及上市后及大股东需特别关注事项三大方面进行综合考量。

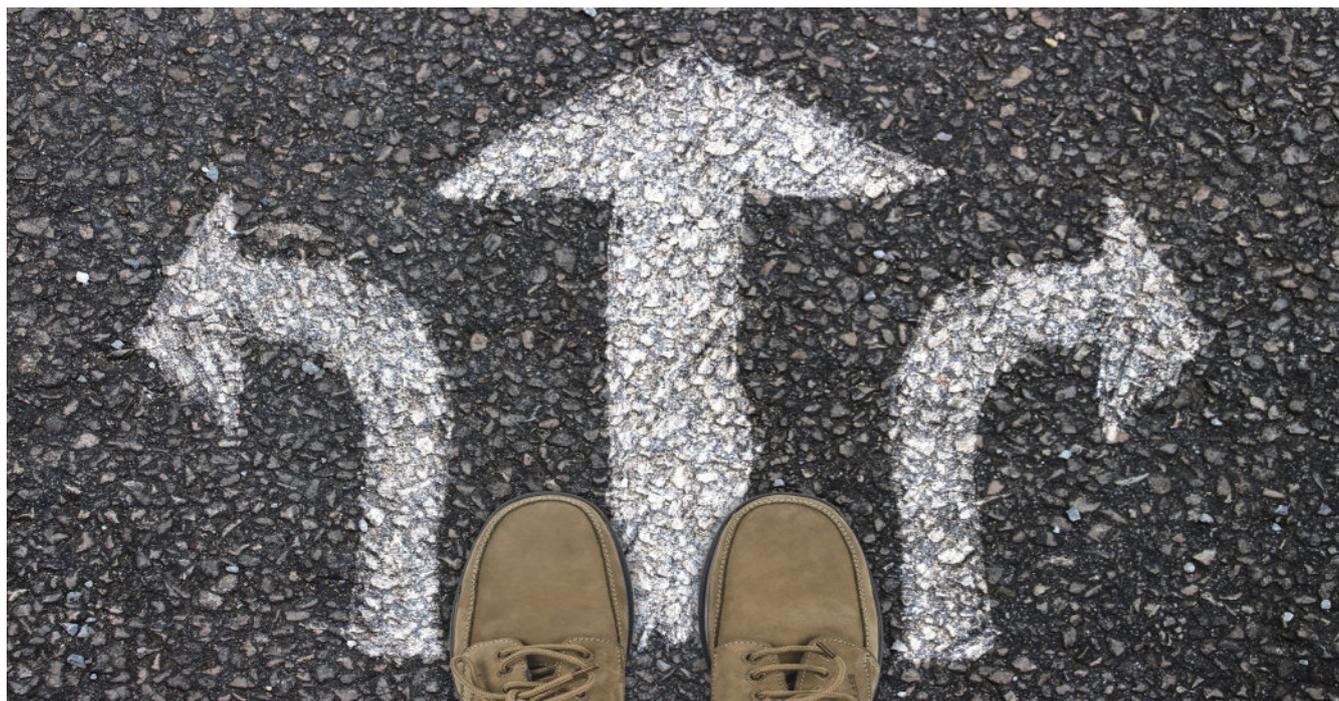


第一，上市申请难度主要关系到能不能上得成的问题，可重点关注不同交易所的上市条件、监管流程、项目周期、尽调要求。从上市基本要求的角度看，无论是美股还是港股都规定了一些最低定量财务指标，同时也有一些关于管理层及控制权延续性的要求。相比之下，美股的要求门槛要低一些。但对特殊行业，联交所有特别规定，比如针对生物科技行业的《上市规则》第18A章的规定，以及为吸引特专科技企业来港上市在2023年3月底正式出台的《上市规则》第18C章规定。在境内监管审批方面，随着境外上市备案制的落地，无论选择美股还是港股，直接还是间接境外上市，统一都要履行备案义务；但关于网络安全审查方面，选择美股会有更大几率需要主动申请正式的网络安全审查。在境外监管方面，美股上市属于注册制，着重信息披露；而港股上市介于“注册制”与“审核制”之间，与美股相比审核更严格，但同样重视信息披露。在项目周期上，根据以往的项目经验，项目启动到成功上市，美股最快可以在6-8个月内完成，港股需要更长一些，可能要10-12个月。2022年至2023年底受市场震荡影响，很多港股申请人选择加期延后发行，所以项目周期可能会更长一点。在尽职调查方面，美股上市无保荐人制度，尽调一般以中介内部要求及市场惯例为准，尽调安排较为灵活，对公司正常业务影响较小，尽调相关的成本亦较低；港股上市有保荐人制度，香港上市尽调需要遵循联交所详细的指引（例如PN21），其中对尽调的范围、流程都做出了详细的规定。

第二，股票销售表现主要关系到上市申请人上市融资的实际效果，重点应关注不同市场及交易所的投资者基础、对业务模式的认可、估值方法及定价策略。首先，作为国际资本市场的代表，无论是香港还是美国都拥有同样广泛的全球机构投资者。美国拥有最广泛的国际基金与行业专家，这些专家能为公司的前景提供卓有见地的资本市场观点。香港机构投资者由区域性基金和中国投资者组成，更能理解大陆企业。在对业务模式的认可方面，美国市场对于创新的业务模式和不同的估值方法有着更高的接受程度，香港市场对于中国新经济公司较为熟悉。在估值方法上，美股和港股无明显差异，注重EV/EBITDA及市盈率水平，并以贴现现金流方式作为补充。但在定价策略上港股和美股还是有明显不同的，体现在美股IPO的发行价格区间较窄，通常最高和最低发行价之间相差2~3美元，可根据市场需求对价格进行灵活调整，最终定价相对原价格区间上下浮动不超过20%的无需重新备案；港股定价区间跨度一般在25%左右，最终定价应该在定价区间内，如选择下调机制，10%以内无需重新备案。

第三，上市后及大股东需特别考虑的事项，比如上市后合规要求、风险防控、再融资渠道、同股不同权的接纳程度、锁定期、及股东减持流程会直接关系到上市后的维护成本、及大股东的切身利益。

一方面，从上市公司的角度看，美股上市后应履行持续性披露义务，在美国证券市场上市的外国公司应采用表格20-F编制并递交年度报告，表格6-K编制及递交当期报告。港股同样需要履行持续性披露义务。根据相关监管要求准备并公告年报、半年报，ESG报告等，并且还需聘请合规顾问。虽然常规维护成本可能相差不多，但鉴于美股上市公司因不合规或其他因素可能面临的诉讼风险比港股上市公司高，通常来讲整体合规成本也会高于港股上市公司。其次，选择美国上市相对而言地缘政治风险影响更大，虽然目前PCAOB（美国上市公司会计监督委员会）带来的退市风险已经基本解除，但美国对于中国一些特定行业的企业依然较为关注并设立了相关制裁清单，对中国赴美上市的公司会产生一定影响；港



股市场受中美地缘政治风险的影响相对较小，主要体现在股市大盘的波动上。再次，美股和港股的再融资方式基本相同，上市后都可以采取增发、发行债券，及可转债的方式再融资。与A股上市公司相比，已取得境外资本市场上市地位的公司更受国际资本市场的认可，上市后再融资的募资市场也更广阔。

另一方面，大股东可能也需特别注意一下美股和港股在同股不同权、锁定期、股东减持流程方面的差异。首先，美国上市对“同股不同权”监管较为灵活，并未针对市值和投票权比例等严加前置条件，基本放手将“不同权”的限制交由上市公司的董事会讨论决定。联交所虽于2018年推出了“同股不同权”机制，但在最低市值、投票比例、适用股东等方面有诸多限制。比如，申请同股不同权的上市申请人的市值不得低于400亿港元或市值不低于100亿港元且收入超过10亿港元。其次，在锁定期上，无论是美股还是港股都比A股的规定要松。美国《1934年证券交易法》第13和15D章要求，发行人应当向美国证券交易委员会（Securities Exchange Committee, SEC）提交申请书、会计报告或季度会计报告等文件。144规则（Rule 144）规定，股东获得股份之日距发行人做出上述报告已经超过90天的，应受限于6个月的锁定期；尚未超过90天的，应受限于12个月锁定期。港股上市公司的大股东适用“6+6”的锁定期规定，即上市后第一个6个月内大股东不可出售其所持有的上市公司股份，第二个6个月内可出售其所持有的上市公司股份但不可导致控制权发生变化。再次，在股东减持方面，无论是港股还是美股都可以在遵守锁定期规定或约定的前提下，采用大宗交易或配售的形式，美股上市公司的大股东需要向SEC申请，港股上市公司的大股东无需事前向监管机构申请审核，但无论是港股还是美股，大股东减持后都需要做相关披露。

A股上市收紧，转战境外寻求港股或美股上市都是值得考虑的选择。但要综合衡量上市申请人自身的实际情况，从多维度判断在不同市场不同交易所上市的基本要求是否可以满足，以及从长远发展的角度，根据上市申请人所处行业在不同交易所的被认可程度、估值表现、上市后的合规成本、在不同交易所上市对大股东利益的影响、以及后续回A股上市的灵活性等方面综合判断评估做出选择。

■
结
语

案例与实践

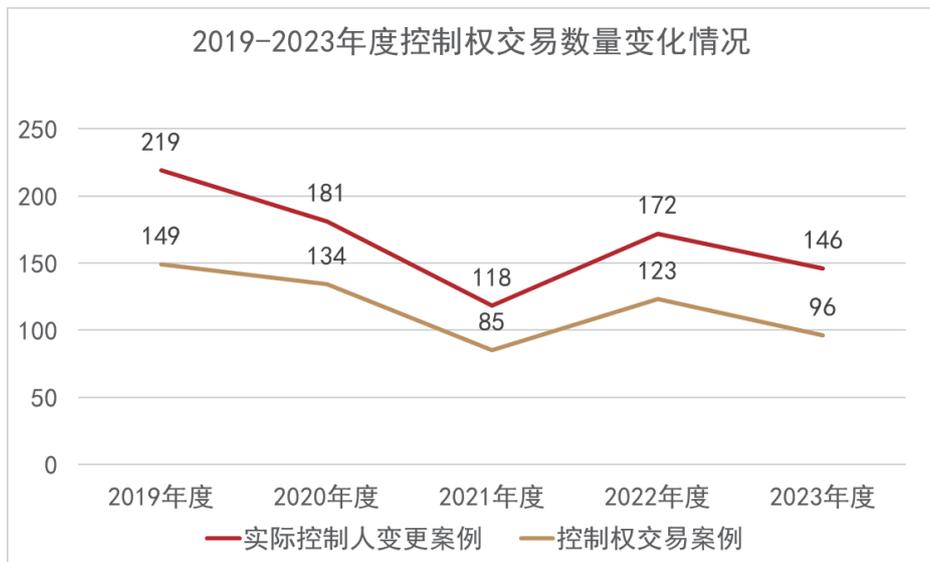
CASES AND PRACTICE

A股上市公司控制权交易——2023年度评述

作者 舒知堂 叶茂鑫

2023年是不平凡的一年。秉持过往对A股上市公司控制权交易持续参与和重点关注的惯例，我们对相关案例、交易事件进行了认真研究并试图探寻其中的特点和规律。根据我们的统计¹，2023年1月1日至12月31日已完成实际控制人变更的上市公司共有146家，其中96家系通过协议转让、间接收购、表决权安排等商业交易方式完成控制权交易（其中2例为借壳上市），另有50家系国有股权无偿划转、一致行动协议到期解除、股份继承等非商业交易原因导致实际控制人变更。

上市公司控制权交易数量在经过2022年的止跌回升后，2023年实际控制人发生变更的上市公司较2022年减少26家，同比减少约15%；其中通过商业交易方式完成控制权交易的案例较2022年减少27家，同比减少约22%。2019年至2023年控制权交易数量变化情况如图：



一、2023年上市公司控制权交易概况

按照我们过去连续多年的观察和研究思路，就2023年度完成的96起控制权交易全部案例的交易方式、标的上市公司（包括上市板块、注册地、行业分布、市值分布、净利润分布）以及交易各方基本情况等信息整理汇总如下：

¹ 本文数据主要来自Choice金融终端、企查查、见微数据等公开渠道。

（一）交易方式²

2023年采用协议转让、间接收购等单一型交易方式完成控制权交易的案例共有67起，占全年控制权交易案例的比例约为69.79%；采用协议转让+表决权委托、协议转让+表决权放弃等复合型交易方式的控制权交易案例共有29起，占全年控制权交易案例的比例约为30.21%。

2019至2023年以单一型交易方式完成控制权交易的数量占当年全部控制权交易数量比例约为69.80%、62.69%、50.59%、63.41%、69.79%，2023年采取单一型交易方式的控制权交易仍占多数。

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
单一型交易方(起)	104	84	43	78	67
占比	69.80%	62.69%	50.59%	63.41%	69.79%
复合型交易方(起)	45	50	42	45	29
占比	30.20%	37.31%	49.41%	36.59%	30.21%
合计	149	134	85	123	96

在65起以单一型交易方式完成控制权交易案例中，协议转让仍为2023年采用最多的方式，共有19起；采取间接收购、执行重整计划、表决权委托、认购非公开发行股票、建立一致行动/共同控制关系、司法拍卖方式完成控制权交易的案例分别有12、9、6、6、11、2起。另外，2023年有2家上市公司因完成重组(借壳)上市导致实际控制人发生变更，分别为易普力(002029.SZ)与中交设计(600720.SH)，其中，易普力为A股首例分拆+借壳上市案例³，中交设计为A股首单央企市场化借壳上市案例⁴。

² 统计口径为收购人取得上市公司控制权时点的交易方式，收购人在取得上市公司控制权之后，后续再通过认购非公开发行股票、集中竞价、要约收购等方式继续增持上市公司股份的，不作为我们的统计范围。如海默科技(300084.SZ)等。同时我们注意到，2023年共有18家上市公司，在实际控制人变更完成后，进一步计划向特定对象发行股票，以进一步巩固控制权。可见上市公司更愿意采取先通过协议转让、表决权委托等其他方式变更控制权，以降低单纯通过认购非公开发行股票方式取得上市公司控制权存在的审核时间较长以及审核政策、审核结果不确定等因素对控制权交易的影响。

³ 该交易为A股首例的“A+H股分拆+借壳上市+配套募集资金”的重组案例，由易普力从中国能建(601868.SH)分拆与南岭民爆重组并配套募集资金，具体方案如下：南岭民爆向易普力股东中的葛洲坝、攀钢矿业及23名自然人发行股份购买其所持易普力668,793,726股股份(约占易普力总股本的95.54%)，并向不超过35名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，进而实现分拆易普力重组上市。本次分拆上市完成后，易普力将成为上市公司的子公司，葛洲坝将成为上市公司控股股东(葛洲坝注销后，将由葛洲坝集团继承葛洲坝的权利与义务)，中国能建将成为上市公司的间接控股股东，南岭民爆更名为易普力。

⁴ 该交易是A股市场首次进行央企间市场化借壳重组上市，是全面注册制后首单A+H股上市公司分拆子公司重组上市。根据重组方案，中交集团所属上市公司中国交建(601800.SH)将其所持的中交公路规划设计院有限公司、中交第一公路勘察设计研究院有限公司、中交第二公路勘察设计研究院有限公司的全部股权，以及中国城乡控股集团有限公司所持的中国市政工程西南设计研究总院有限公司、中国市政工程东北设计研究总院有限公司、中交城市能源研究设计院有限公司的全部股权，与中国建材所持的祁连山进行置换，差额由祁连山向中国交建、中国城乡发行新股予以补足。重组完成后，中国交建成为祁连山控股股东，中交集团成为祁连山实际控制人，祁连山更名为中交设计，上市公司主营业务由原水泥生产转变为基础设施设计和咨询服务。

2023年A股上市公司实际控制人变更方式		
交易方式	交易数量 (家)	占控制权变更总数 比例 (%)
商业交易方式——单一 (a)		
协议转让	19	13.01
间接收购	12	8.22
建立一致行动/共同控制关系	11	7.53
执行重整计划	9	6.16
认购非公开发行股票	6	4.11
表决权委托	6	4.11
司法拍卖	2	1.37
小计 (a)	65	44.52
商业交易方式——复合 (b)		
协议转让+表决权放弃	8	5.48
协议转让+表决权委托	5	3.42
股东减持+建立一致行动关系	2	1.37
协议转让+表决权委托+建立一致行动关系	2	1.37
协议转让+认购非公开发行股票	1	0.68
间接收购+建立一致行动关系	1	0.68
间接收购+一致行动协议解除	1	0.68
间接收购+表决权委托	1	0.68
表决权委托+建立一致行动关系	1	0.68
表决权委托+认购非公开发行股票	1	0.68
遗产继承+建立一致行动关系	1	0.68
执行重整计划+表决权放弃	1	0.68
执行重整计划+董事会成员变更	1	0.68
协议转让+国有股权无偿划转+建立一致行动关系	1	0.68
协议转让+国有股权无偿划转+一致行动协议解除	1	0.68
协议转让+表决权放弃+董事会成员变更	1	0.68
小计 (b)	29	19.86
商业交易方式——借壳 (c)		
借壳上市 (c)	2	1.37
合计 (a+b+c)	96	65.75
非商业交易方式 (d)		
一致行动协议/表决权委托解除	13	8.90
股东减持	11	7.53
国有股权无偿划转	6	4.11
遗产继承	6	4.11
董事会成员变更	5	3.42
股东去世	2	1.37
股东减持+董事会成员变更	2	1.37
间接收购 (家族内部的股权结构调整)	1	0.68
表决权放弃	1	0.68
离婚财产分割	1	0.68
股东减持+表决权委托解除	1	0.68
离婚财产分割+一致行动协议解除	1	0.68
合计 (d)	50	34.25
总计 (a+b+c+d)	146	100.00

（二）标的上市公司情况

1. 上市板块分布

2023年通过商业交易方式完成控制权变更的96起控制权交易中，深交所和上交所上市公司的数量分别为59起和37起，占比分别为61.46%和38.54%。科创板上市公司除因一致行动协议届满重新续期人员发生变化(如华峰测控、科前生物)导致实际控制人发生变更外，尚无发生通过其他商业交易方式完成的控制权交易案例。北交所上市公司中亦尚未发生通过商业交易方式完成的控制权交易案例。

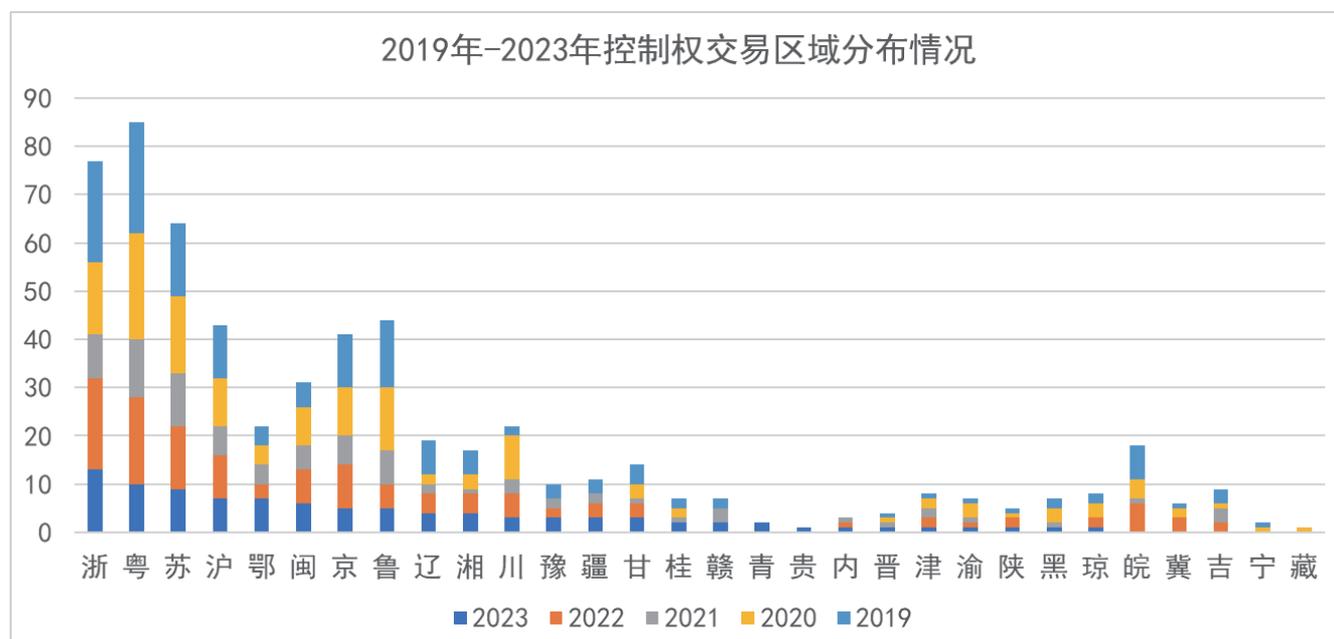
在过去四年已完成的控制权交易中，深交所上市公司占2/3以上的多数，2023年占比有所下降，但超过60%，具体情况如下：

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
深交所(家)	117	92	58	86	53
占比	78.52%	68.66%	68.24%	73.74%	61.46%
上交所(家)	32	42	27	37	31
占比	21.48%	31.34%	31.76%	26.26%	38.54%
合计	149	134	85	123	84

2. 注册地分布

2023年通过商业交易方式完成控制权变更的96起控制权交易案例中，标的上市公司注册地(不同于主要办公地)主要集中于浙江、广东、江苏等经济发达和上市公司比较集中的地区，浙粤苏三省的发生数量分别为13家、10家和9家。

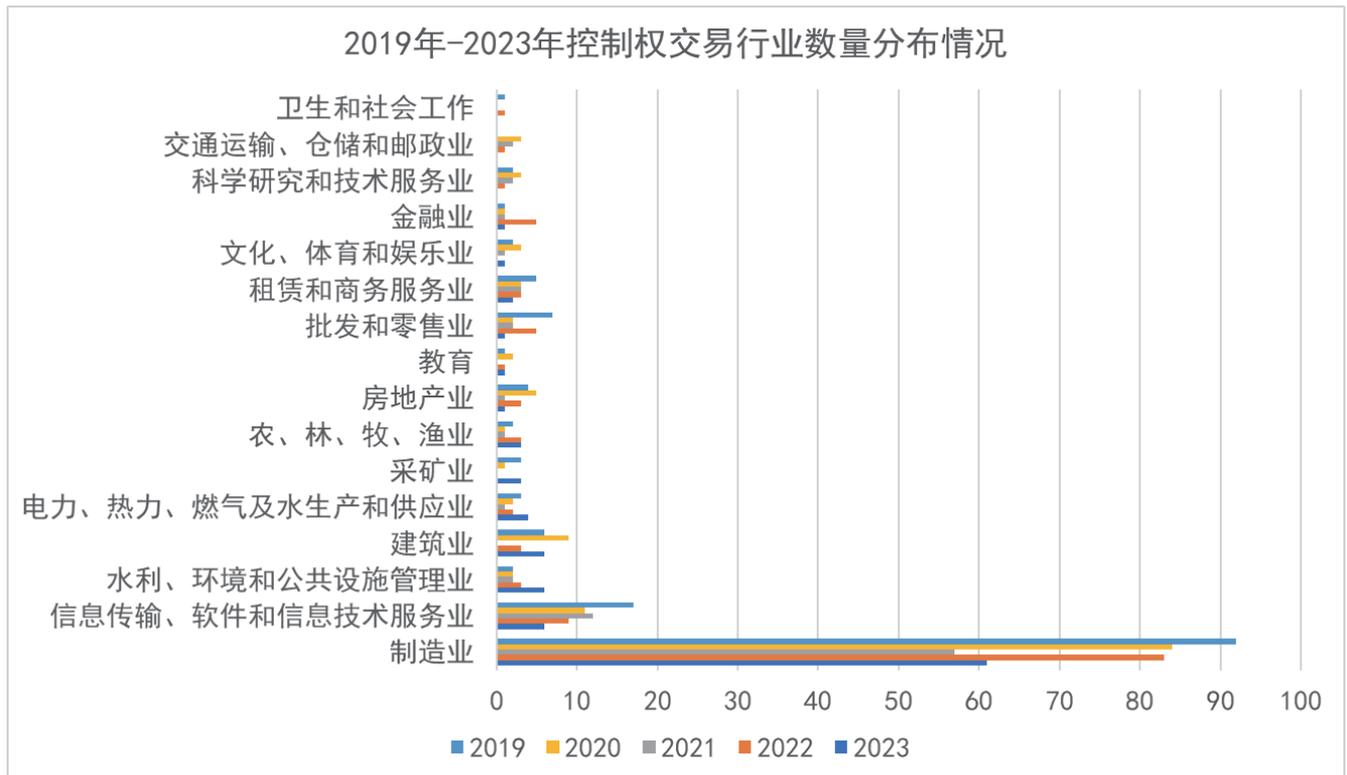
2019年至2023年各省市上市公司控制权交易发生并完成的家数情况如下：



3. 行业分布

2023年通过商业交易方式完成控制权变更的96家标的上市公司中，排名前三位的所属行业分别是制造业(61家，占比约为72.62%)、信息传输、软件和信息技术服务业(6家)、水利、环境和公共设施管理业(6家)以及建筑业(6家)。

2019年至2023年控制权交易所属行业为制造业的标的上市公司占比分别约为61%、63%、67%、67%和73%，2023年依然集中发生于制造业行业，具体数量及所在行业分布情况如下：

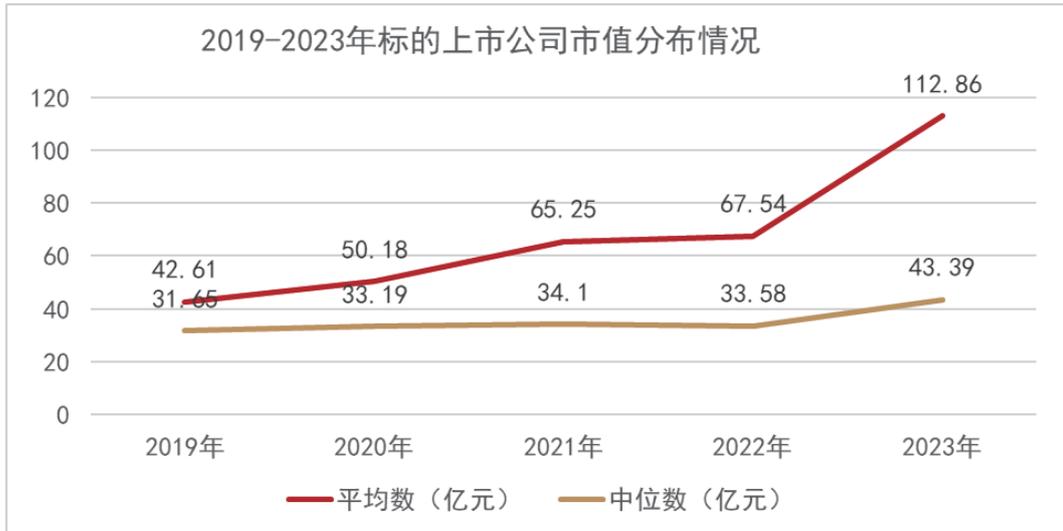


4. 市值分布

2023年通过商业交易方式完成控制权变更的96起控制权交易案例中，标的上市公司的总市值(取值为当年1月1日的市值，下同)约为10,834.59亿元，平均市值约为112.86亿元，中位数约为43.39亿元。其中，上交所主板上市公司的平均市值最高，上交所科创板上市公司的中位数值最高，各板块的市值情况如下：

所属交易所板块	上交所主板	深交所主板	深交所创业板	上交所科创板	总体情况
数量(家)	35	43	16	2	96
合计总市值(亿元)	6,590.08	3,127.22	757.75	359.54	10,834.59
平均值(亿元)	188.29	72.73	47.36	179.77	112.86
中位数(亿元)	43.74	46.73	29.16	179.77	43.39
最高市值(亿元)	3,600.03	316.82	164.42	253.20	3,600.03
最低市值(亿元)	10.61	15.06	12.82	106.34	10.61

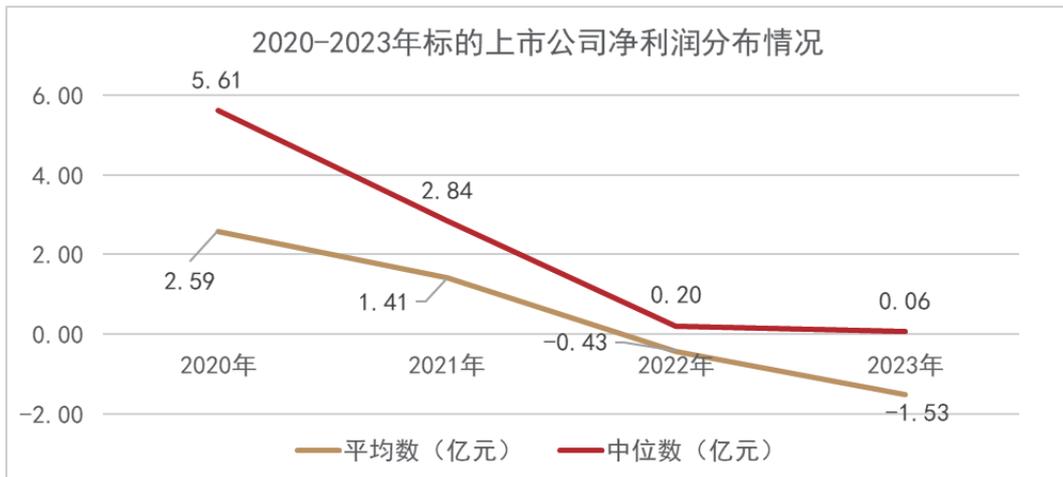
根据我们连续多年的跟踪统计，2023年通过商业交易方式完成控制权变更的标的上市公司平均市值大幅度上升，市值中位数亦有小幅度提升，具体如下图所示：



5. 净利润分布

2023年通过商业交易方式完成控制权变更的96家标的上市公司净利润平均数(取值口径为标的上市公司前一年度年报中公开披露的合并财务报表净利润，下同)约为-1.53亿元，中位数约为0.06亿元，最高数为59.66亿元，最低数为-115.43万元，其中净利润为负值的标的上市公司共39家。

与过去几年比较，2023年通过商业交易方式完成控制权交易的标的上市公司平均净利润与净利润中位数均处于持续下降的态势：

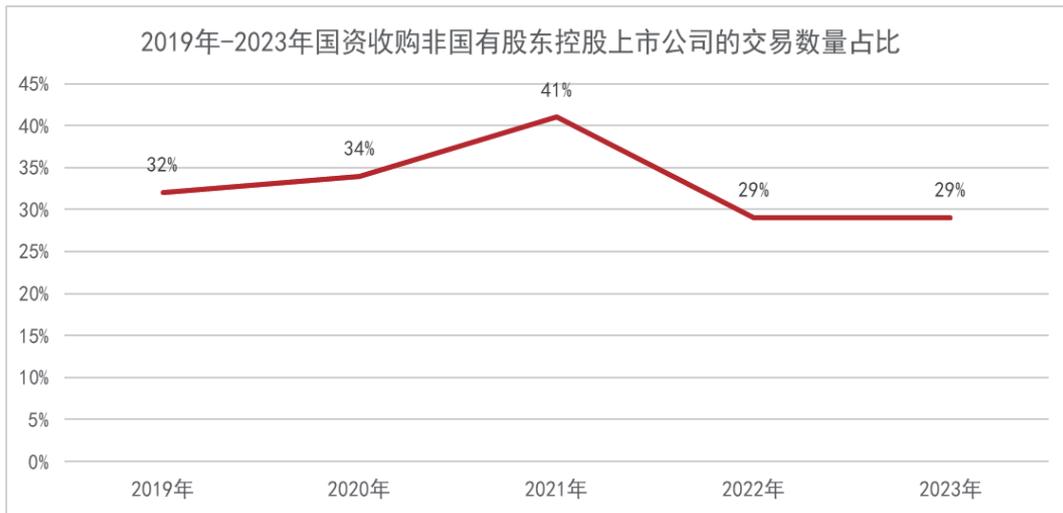


（三）交易各方基本情况

1. 收购方

2023年通过商业交易方式完成控制权变更的96起控制权交易案例中，收购方属于国有股东的共32家，占比约为33%。扣除原控股股东即为国有股东的交易后，国资收购非国有股东控制的交易数量为28家，占比约为29%。

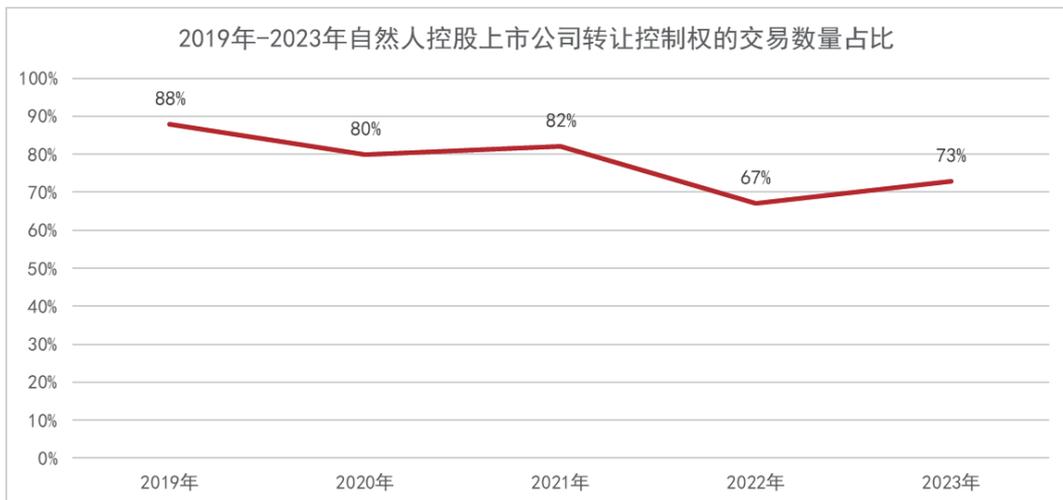
过去五年，国资收购非国有股东控股上市公司的交易占比分别约为32%、34%、41%、29%和29%，2023年国资收购非国有股东控制的上市公司数量较2019年-2021年有所下降，但占比与2022年持平。



2. 出让方

2023年通过商业交易方式完成控制权变更的96家标的上市公司中，共有9家(占比约为9.38%)上市公司控制权的出让方归属国资，70家(占比约为72.92%)上市公司的实际控制权归属自然人，另有部分标的上市公司在控制权变更前处于无实际控制人状态。

过去五年，已转让控制权的上市公司中原实际控制人为自然人的交易占比分别约为88%、80%、82%、67%和73%。

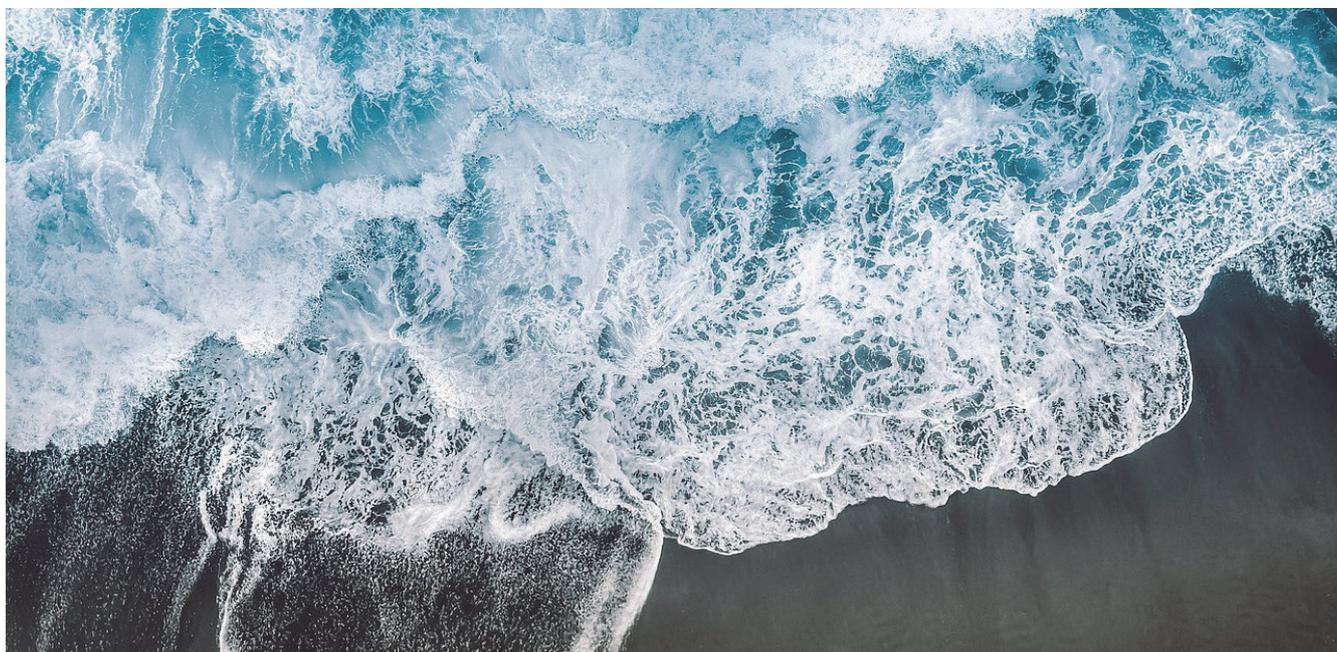


3. “A”收“A”

根据我们统计，2022年完成的控制权交易中有7例“A收A”（即一家A股上市公司或其子公司收购另外一家同样是在A股上市的上市公司）的交易，占当年全部控制权交易数量的比例约为5.69%。2023年“A收A”的交易数量亦为7例，占当年全部控制权交易数量的比例约为7.29%，分别为胜宏科技(300476.SZ)纵向收购（即同行业收购，下同）方正科技(600601.SH)、京东方A(000725.SZ)纵向收购华灿光电(300323.SZ)、正泰电器(601877.SH)横向收购（即跨行业收购，下同）通润装备(002150.SZ)、建发股份(600153.SH)纵向收购美凯龙(601828.SH)、山东黄金(600547.SH)纵向收购银泰黄金(000975.SZ)、浙能电力(600023.SH)纵向收购中来股份(300393.SZ)以及美的集团(000333.SZ)横向收购科陆电子(002121.SZ)。

（四）交易价格

在2023年通过商业交易方式完成控制权变更的96家标的上市公司中，我们对可于公开市场取得相关交易价格（取值口径为取得控制权付出对价的合计金额）的62起进行了统计。前述62起控制权交易的合计交易金额约为691.09亿元，平均值约为11.52亿元，中位数约为5.92亿元。其中，交易金额最高的为山东黄金(600547.SH)以127.60亿元收购银泰黄金(000975.SZ)20.89%的股份；交易金额最低的为青岛汇隆华泽投资有限公司以0.90亿元受让*ST目药(002893.SZ)29.99%的股份⁵。



⁵ 此外，根据*ST目药披露的定增预案显示，公司还拟向特定对象发行A股股票3654.35万股，认购对象唯一且为青岛汇隆华泽投资有限公司，股份发行价格为7.62元/股，募集资金总额为2.78亿元。在上述股份转让完成及向特定对象发行完成后，汇隆华泽持有的*ST目药股份占比将提升至46.14%。本次向特定对象发行股票事项已经公司于2023年12月6日召开的2023年第五次临时股东大会审议通过，尚需经上海证券交易所审核通过及中国证券监督管理委员会同意注册后方可正式实施。

二、2023年上市公司控制权交易特点

通过对2023年及过去几年已完成的上市公司控制权交易案例的对比研究，2023年既有与过去相同或相似的、也有与过去几年明显不同的特点，具体包括：

1. 控制权交易数量有所下降：2023年通过商业交易方式完成控制权交易的案例较2022年减少27家，同比减少约22%。减少的原因既有审核从严的监管政策、也有收购方资金趋紧、收购意愿降低、可注入上市公司的优质资产缺乏等因素的影响，也与原控股股东和实际控制人对控制权溢价预期依然较高等有关。

2. 深交所上市公司仍占六成以上：2023年已完成控制权交易的标的上市公司中，深交所上市公司仍占大多数，占比超过60%。此外，科创板上市公司除因一致行动协议届满重新续期导致实际控制人发生变更外，尚无发生通过其他商业交易方式完成的控制权交易案例；北交所上市公司中亦尚未发生通过商业交易方式完成的控制权交易案例。

3. 控制权交易仍集中于浙苏粤等上市公司较为密集的沿海省份：就注册地来看，2023年已完成控制权交易的标的上市公司位于前三大省市（浙江、广东、江苏）的次位仍与去年保持相同，浙苏粤沿海省份和上市公司较为密集的地区控制权交易持续活跃。

4. 制造业上市公司控制权交易仍占绝大多数：2023年控制权交易所属行业为制造业的标的上市公司占比超过70%，集中度依然较高，显示传统制造业持续盈利能力提升和转型升级的压力仍然较大。

5. 标的上市公司的市值进一步提升：2023年通过商业交易方式完成控制权变更的标的上市公司平均市值进一步上升，市值中位数亦有小幅度提升，显示具有产业价值和较高市值的上市公司更受欢迎。

6. 标的上市公司盈利能力持续下降：2023年通过商业交易方式完成控制权交易的标的上市公司平均净利润与净利润中位数在过往逐年下降的基础上进一步下降。盈利能力较低的上市公司实控人更有动力尽快出手，收购方的收购成本较低也有利于尽快达成交易。

7. 国资收购民营上市公司占比保持稳定：2023年国资收购非国有股东控股上市公司的完成数量有所下降，但占比较往年变化不大，国资收购民营上市公司仍以当地具备产业优势的以及陷入困境但具有潜力的上市公司为主。

8. “A收A”占比提高，热度持续：2023年完成的控制权交易中，“A收A”的交易占比较去年进一步提升，“A收A”热度延续，同时也出现创新型交易案例。如中国能建分拆所属子公司易普力并重组上市，成为首例A股“分拆+借壳”的案例。

（完）

2023年度A股上市公司控制权争夺综述

作者 舒知堂 解冰

2023年，植德律师出版专著《商战之巅：上市公司控制权争夺案例及法律问题详解》，全方位多维度对控制权争夺的法律核心要点、风险识别与救济等问题进行深入解析。植德律师在公司控制权领域深耕多年，近年来也参与处理了多起有影响力的不同类型企业控制权争夺和争议纠纷。

承接以往对上市公司控制权争夺案例的梳理分析惯例，我们通过公开网络检索方式对2023年上市公司控制权争夺案例进行统计和分析。当然，完全可能存在各方在“暗斗”（还没有到“明争”阶段）、媒体没有关注和报道、相关上市公司没有发布公告，从而无法进入我们统计范围的情况。在2024年刚刚开始的时候，我们在分析和研究全部案例基础上形成了本篇年度综述，以期为读者呈现2023年上市公司控制权争夺的概貌，为上市公司、非上市公司的管理者和控制权争夺的关注者提供参考。



一、2023年上市公司控制权争夺概述

在2023年初，我们梳理并形成《2022年A股上市公司控制权争夺综述》，其中介绍了2022年上市公司控制权争夺的总体情况。经统计，2022年存在控制权争夺情形的上市公司共有29家，其中22家为深交所上市公司，7家为上交所上市公司。

经查阅上市公司公告和新闻媒体报道，2023年存在控制权争夺情形的上市公司共有16家，其中9家为深交所上市公司，7家为上交所上市公司，分布情况具体如右图。

相较于2022年，2023年发生控制权争夺的上市公司数量显著减少，由29家下降至16家，其中，深交所相关上市公司由22家下降至9家，上交所相关上市公司数量未发生变化。

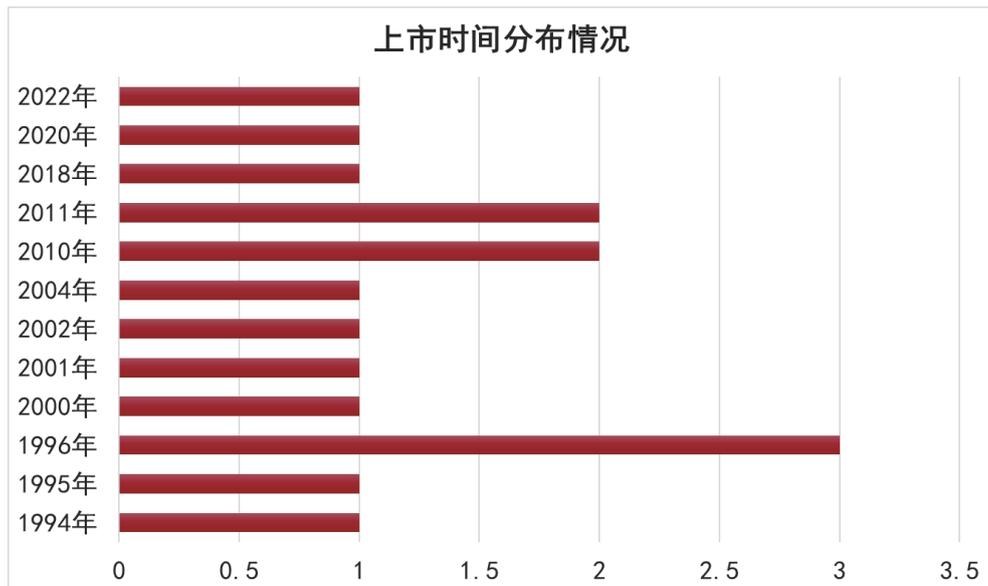
交易所	所属板块	公司数（家）	占比（%）
深交所	主板	5	31.25
	创业板	4	25.00
上交所	主板	6	37.50
	科创板	1	6.25
北交所	-	-	-
合计	-	16	100.00

二、2023年上市公司控制权争夺数据画像

经统计分析，2023年存在控制权争夺的上市公司在上市时间、注册地、所属行业、所属板块及所在交易所、控制权争夺持续时间等方面的情况具体如下：

（一）上市时间

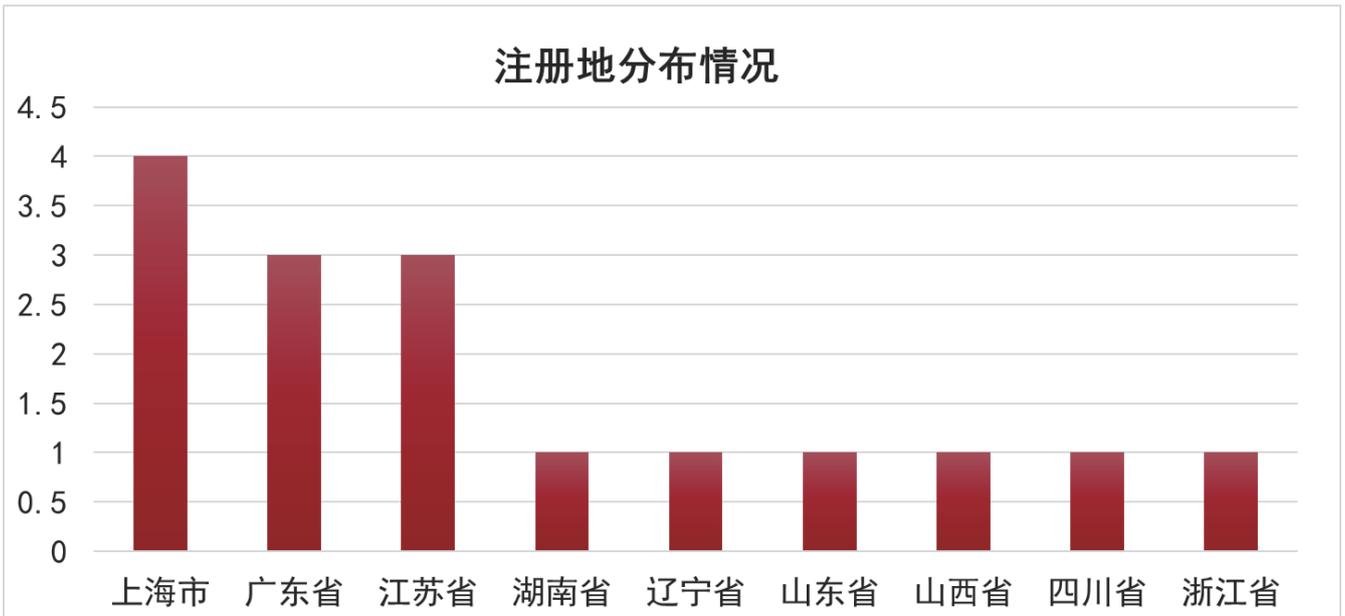
在2023年发生控制权争夺的上市公司中，上市时间十年以上的公司达14家（占比87.5%），平均上市时间为17.91年。2023年上市公司控制权争夺相关公司的上市时间分布情况具体如下：



由此可见，控制权争夺大多发生在上市时间较长的公司中，一方面是因为上市时间越长，控股股东、实际控制人持股比例因减持或被稀释越严重，容易被其他股东挑战；另一方面随着时间推移，企业的控制者、股东/管理者可能在企业发展战略、重大决策、日常管理事务等方面出现分歧，利益格局、力量对比悄然发生了变化；再者也可能相关人士逐渐失去对监管规则、监管动态、外部环境的敏感性和敬畏感。

（二）注册地

实际发生明显的公开化的控制权争夺的上市公司绝对数量不多，在所有上市公司中的占比较小。但总体来看，上海、广东、江苏这些上市公司大省发生的案例数较其他省份更多。在2023年发生控制权争夺的上市公司中，注册地位于前述三省市的上市公司分别有4家、3家和3家，合计占比超过六成。其中，注册地位于上海的情形主要包括：“私募一哥”关联公司通过股东临时提案权进行控制权争夺、大股东与二股东发生公司治理之战、大股东与二股东之间“互相罢免董事”、共同实际控制人表决意见不一致；注册地位于广东的情形主要包括：因原控股股东出现债务及现金流问题而引发控制权之争、实际控制人之一与上市公司诉讼和解而后其持有股份被其他案件司法冻结拍卖；注册地位于江苏的情形主要包括：第一大股东去世后其继承人与第二大股东之间产生争议、通过行使优先购买权促使控制权易主、新老实际控制人表决权委托后产生争议等。相关上市公司注册地分布情况具体如下：

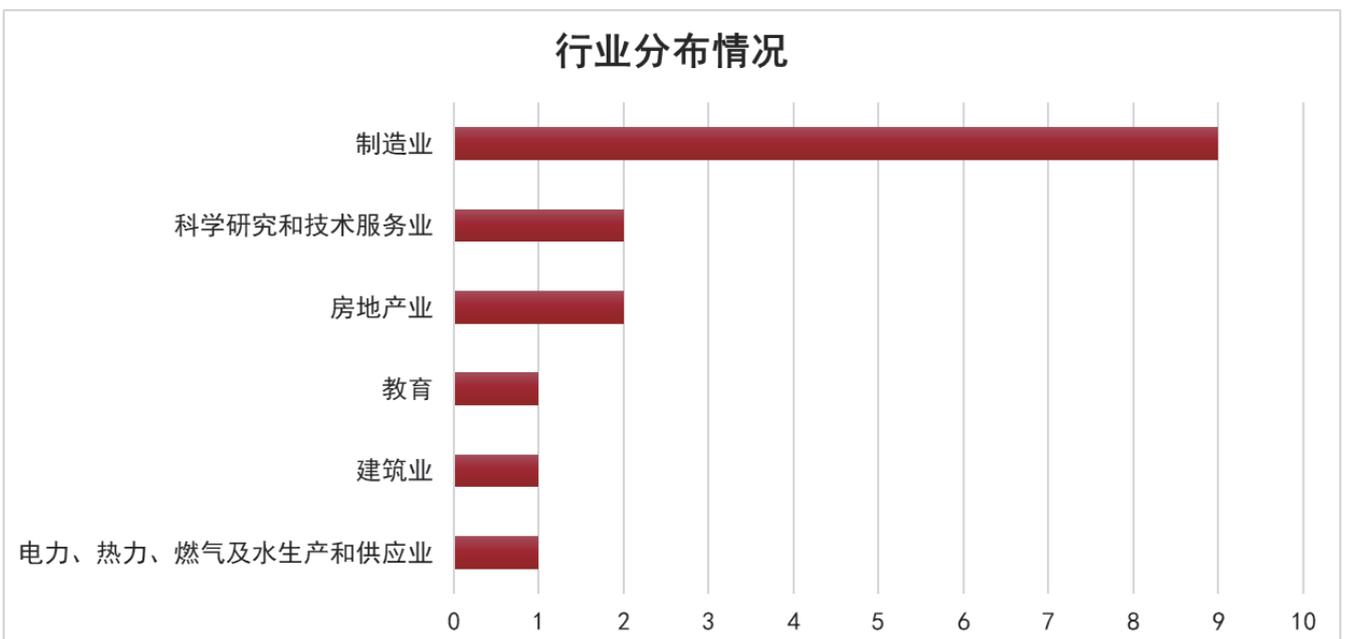


（三）所属交易所及上市板块

从所属交易所及上市板块来看，2023年约有56.25%的控制权争夺事件发生在深交所上市公司，剩余43.75%的控制权争夺事件发生在上交所上市公司，两个交易所上市公司发生数量差异不大。尚未见到北交所上市公司发生控制权争夺的情况，这或许与北交所上市公司上市时间短，利益格局尚未出现较大变化，各方尚处于相对和谐的状态有关。

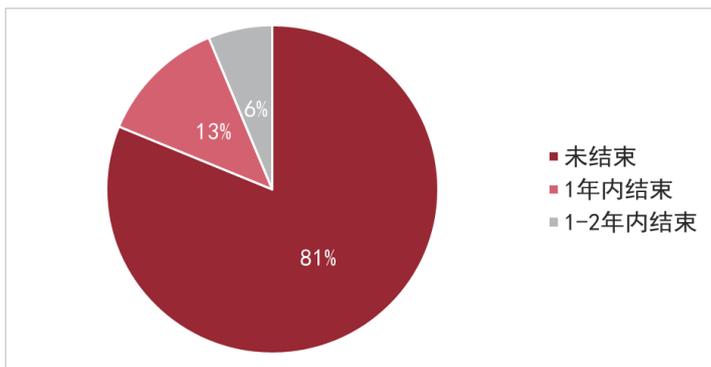
（四）所属行业

从所属行业来看，过去一年存在控制权争夺的上市公司分布在六类行业中，排名前三位的分别是制造业（9家）和科学研究和技术服务业（2家）、房地产业（2家），前述三个行业发生控制权争夺的数量合计占比超过八成（81.25%），相关公司的行业分布情况具体如下：



（五）争夺持续时间

从争夺持续时间来看，过去一年存在控制权争夺的上市公司中尚未结束控制权争夺的有13家，在一年内结束争夺的有2家，在1-2年内结束争夺的有1家，相关公司的争夺持续时间情况具体如右图。



三、2023年上市公司控制权争夺的总体特征

通过对过去一年存在控制权争夺情形的全部上市公司案例进行分析，我们发现其总体上呈如下特点：

- 1. 上市时间较长。**近九成控制权争夺的上市公司上市时间在十年以上，其中，位于上海市的某建筑业上市公司于1994年3月上市，上市时间近30年；上市时间最短的为科创板某生物医药领域的上市公司，上市不到2年，因其共同实际控制人之间意见不一致引起监管及媒体关注。
- 2. 地域比较集中。**发生控制权争夺事件的上市公司注册地集中分布在经济发达、上市公司数量较多的上海、广东、江苏等地。
- 3. 沪深交易所基本持平。**超过五成的上市公司控制权争夺发生在深交所上市公司，剩余四成多的上市公司控制权争夺发生在上交所上市公司，两者没有显著差异。尚未见到北交所上市公司发生控制权争夺的情况。
- 4. 集中于制造业。**制造业上市公司多发，占比近六成，其次为科学研究和技术服务业与房地产业，占比接近三成。
- 5. 持续时间有长有短。**截至2023年底，有超过八成的控制权争夺正在进行尚未平息，最短的是因原控股股东出现债务及现金流问题的某调味品制造企业，大约在6个月左右时间内结束。
- 6. 相较2022年数量下降。**相较于2022年，2023年发生控制权争夺的上市公司由29家下降至16家，显著减少，其中，深交所相关上市公司由22家下降至9家，上交所相关上市公司数量未发生变化。

四、2023年上市公司控制权争夺的特点及启示

（一）发生背景：股权结构较为分散

纵观过去一年发生的上市公司控制权案例，上市公司股权结构较为分散仍为发生控制权争夺的主要背景。公司上市以后，经过多次资本运作，控股股东的股权不断被稀释，加上大股东不断减持变现等，可能会出现没有控股股东、无实际控制人的情形，也可能控股股东、实际控制人持股比例低于20%，及/或与第二大股东（包括其一致行动人）持股比例比较接近的情形。例如产生控制权争夺的某房地产公司，其第一大股东持股比例为7.12%，第二大股东持股比例为5.62%。这种希冀以较小的持股比例控制公司的情况，其依赖的并不完全是表决权的相对多数，更多的是对于公司日常管理运营、其他股东支持、人力资源、社会资源等的掌握，一旦这些外部条件发生变化，较为容易被其他方从内部或外部打破公司的稳定，要求建立新的秩序和权力平衡。

（二）发生原因：非因控制权交易产生的控制权争夺案例增多

根据我们对于以往年度上市公司控制权争夺案例的研究和分析，超过半数的控制权争夺案例系因控制权交易产生。2023年度上市公司控制权争夺案例中，新增较多非因控制权交易产生的控制权争夺，具体原因包括但不限于：控股股东破产重整、控股股东出现债务现金流问题、控股股东暴雷、控股股东层面的公司治理僵局（原创始人之间的纠纷）、原实际控制人去世导致的继承纠纷或继承方与第二大股东之间的争议以及原共同实际控制人之间的争议等。



（三）如何避免出现控制权争夺

就如何避免上市公司出现控制权争夺的问题，从时间维度来看，可以从控制权争夺发生前和控制权争夺发生后两方面着手。如果相关方在控制权争夺出现前就提前布局 and 安排，一定程度上可能会避免出现控制权争夺情况，具体措施包括：

1

防微杜渐。对控制权争夺保持应有的警惕，当出现控制权争夺的苗头时，立即采取相关措施，将问题解决在萌芽状态，并适时评估解决效果。

2

避免传承危机。2023年发生多起因原实际控制人去世引发的争议和争夺，多因生前未进行妥善安排，相信很多老一代企业家、实控人会因此受到震动和启发，提前建立家族信托、订立遗嘱、接班人筛选、确定和提前培养等，避免出现传承危机。

3

做好顶层设计。在收购新资产和业务时各方应做好尽调与反向尽调，提前判断是否存在控制权争夺风险，同时，在股权结构、表决权比例分布、潜在的一致行动人和表决权委托等多方面进行针对性安排，提前评估、布局和调整。

4

追求多赢。无论是控制权争夺的事先防范，还是针对控制权争夺已经发生后的应对措施，各方需秉持双赢、多赢的观念，充分照顾到各方诉求，主动寻求合法、合理、公平的解决方案。

5

合规经营。各方均应依法、合规、守信、及时地履行相应义务，避免因心存侥幸的违法、违规行为导致在控制权争夺中对己方不利。

除了上述控制权争夺前各方可以采取的措施外，在控制权争夺已经发生后，情况和局面将更为复杂，如何制定合理有效的解决方案，需要考虑的维度更多。如果经过各方努力，实在无法弥合分歧，并且在可以预见的未来仍旧无法解决，在控制权争夺激化前及时寻求退出亦可能是有效回避控制权争夺的选择。

（完）

2023年A股上市公司控制权交易十大案例评析

作者 舒知堂 叶茂鑫

根据我们的统计，2023年共有96起通过协议转让、间接收购、表决权安排等商业交易方式完成的控制权交易，较2022年减少26家，同比减少约15%。我们就比较典型的几种控制权交易方式，分别选取了其中具有代表性的十个案例，并对各个案例进行解剖介绍和适当延伸，以期为读者提供借鉴与参考。

一、“A”收“A”

A股最大黄金并购案例：山东黄金收购银泰黄金

2022年12月9日，山东黄金(600547.SH、1787.HK)与中国银泰投资有限公司(下称“中国银泰”，银泰黄金原控股股东)及沈国军(银泰黄金原实际控制人)签署《股份转让协议》，沈国军及中国银泰拟将其合计持有银泰黄金(000975.SZ)20.93%的股份转让给山东黄金。2023年1月19日，山东黄金与中国银泰及沈国军进一步签署《股份转让协议之补充协议》，一致同意本次交易转让价格约为人民币21.96元/股，即山东黄金需支付人民币127.60亿元。



2023年7月20日，山东黄金完成对银泰黄金控制权的收购，合计持有股份占银泰黄金总股本的23.1%，成为银泰黄金控股股东，山东省国资委作为山东黄金的实际控制人，成为银泰黄金的实际控制人，沈国军及中国银泰不再持有银泰黄金股份。此外，自2021年至今，沈国军已陆续减持南都物业、中昌数据、汤姆猫、新世界等上市公司股份，此次转让银泰黄金控股权亦为其在资本市场领域的进一步撤离。

山东黄金的业务主要为黄金开采、选冶等，2017-2020年连续保持国内第一产金企业地位。银泰黄金主要业务为贵金属和有色金属矿采选及金属贸易，分别在内蒙古、黑龙江、吉林、青海、云南共拥有5个矿山企业，其现有矿山周边及深部具有较大的探矿前景，未来还将进一步增加资源储量。本次收购银泰黄金控股权将有助于山东黄金拓展黄金产业布局，进一步提升山东黄金资源储备及经营效率。

本次交易系所谓“国进民退”的典型代表，也是黄金行业首个A+H上市公司控股收购A股上市公司的最新案例，127.60亿元的交易价格也是A股黄金行业最大的一起收购案例。

二、借壳上市

A股首例“分拆+借壳上市”案例：易普力借壳南岭民爆上市

2023年1月31日，中国能建(601868.SH、3996.HK)发布公告称，A股上市公司南岭民爆(002096.SZ)已发行股份，购买中国能建所属子公司中国葛洲坝集团股份有限公司(下称“葛洲坝”)持有的中国葛洲坝集团易普力股份有限公司(下称“易普力”)68.36%股份，进而实现中国能建分拆子公司易普力重组上市。本次交易前，南岭民爆的控股股东为南岭化工集团，实际控制人为湖南省国资委，交易完成后，南岭民爆成为易普力的控股股东，葛洲坝持有南岭民爆47.90%股份，为南岭民爆控股股东，中国能建为南岭民爆的间接控股股东，南岭民爆实际控制人由湖南省国资委变更为国务院国资委，南岭民爆证券简称已于2023年7月6日变更为易普力。

本次交易方案包括发行股份购买资产和募集配套资金两部分：(1)南岭民爆通过发行股份的方式，购买葛洲坝、攀钢集团矿业有限公司及23名自然人合计持有的易普力95.54%股份；(2)南岭民爆拟向不超过35名符合条件的特定投资者，以询价的方式非公开发行股份募集不超过13.39亿元的配套资金，发行股份数量不超过本次交易前南岭民爆总股本的30%。本次交易中，葛洲坝以其持有的易普力68.36%股份认购南岭民爆股份，不存在以现金支付的情况，本次发行股份购买资产的股份发行价格最终确定为7.15元/股，其中葛洲坝以38.47亿元(即易普力68.36%股份)的交易对价认购南岭民爆5.38亿股股份，标的资产(即易普力95.54%股份)的交易对价为53.77亿元。

南岭民爆主要从事民爆器材、军品的生产、研发与销售，提供工程爆破服务等业务，并通过多年在以湖南为核心的区域内深耕细作，已经覆盖了在民爆业务领域的研发、生产、销售和爆破服务的全产业链条，产品市场已经布局华南、西南、西北等区域，具备区域性行业核心地位。易普力是目前国内从事现场混装炸药生产和爆破施工“一体化”服务规模最大的专业化公司，系从三峡工程的爆破业务发展而来，至今已具备集研发、生产、销售、运输、爆破服务为一体的完整民爆产业链。易普力在国内市场分布重庆、新疆、四川、湖南等二十多个省(区)，国际市场分布东南亚、中亚、非洲等地区，拥有工业炸药许可产能34.45万吨，现场混装炸药所占比例约60%，工业炸药许可产能规模行业排名第四，具有技术、品牌优势和高端资源运作及市场开发能力。本次交易完成后，南岭民爆管理的炸药许可产能将达到近56万吨，成为我国民爆行业头部上市公司，占据行业发展引领地位；同时，南岭民爆现场混装炸药许可产能将达到22.75万吨，占许可产能的43.79%，并可逐步将包装炸药产能调整为混装炸药产能。



易普力借壳南岭民爆并成功上市，不仅创造了A股首个“A+H股分拆+借壳上市+配套募集资金”案例，也为央地合作、国内资本市场分拆重组上市提供了新的样板。

三、协议转让

全国首家中药制剂 A 股上市公司结束无实控人状态：青岛国资入主天目药业

2023年8月18日，天目药业(600671.SH)持股5%以上的大股东永新华瑞文化发展有限公司(下称“永新华瑞”)与天目药业股东青岛汇隆华泽投资有限公司(下称“汇隆华泽”)、青岛源嘉医疗科技有限公司(下称“源嘉医疗”)签署《股份转让协议》，约定以协议转让的方式将其持有的天目药业7.98%股份以9.22元/股的价格转让给汇隆华泽，并将剩余12.36%的股份以相同价格转让给源嘉医疗。永新华瑞与汇隆华泽、源嘉医疗三者之间不存在股权控制关系，不存在受同一主体控制情形。

2023年10月13日，本次交易完成过户登记，汇隆华泽持有天目药业股份比例为29.99%，源嘉医疗持股比例为12.36%，永新华瑞不再持有天目药业股份。天目药业控股股东由无控股股东变更为汇隆华泽，实际控制人由无实际控制人变更为青岛市崂山区财政局。汇隆华泽以协议转让的方式、不到9,000万元的交易对价受让天目药业972万股股份，取得了天目药业的控制权。公开信息显示，汇隆华泽最早于2017年即持有天目药业股份，曾四度举牌天目药业，耗资约8亿元，成本高达30元/股。

自1993年上市至今，天目药业营收始终未能实现实质性增长，更是有连续8年扣非净利润为负，2023年4月27日，因2022年度期末经审计净资产为负值被实施退市风险警示，股票简称变更为*ST天目。在本次交易完成实际控制人变更后，汇隆华泽已马不停蹄地开展了一系列的保壳和恢复经营的工作。2023年10月，汇隆华泽决定豁免天目药业对其9,000万元债务及子公司黄山天目薄荷药业有限公司对该笔借款的连带担保责任，此次债务豁免将有助于天目药业摘星摘帽。此外，汇隆华泽与天目药业于2023年8月18日签署了《附条件生效的股份认购协议》，天目药业拟以7.62元/股的价格向汇隆华泽发行股票3,653.35万股，发行完成后，汇隆华泽持股总数预计将占天目药业总股本的46.14%，而天目药业也将募集到2.78亿元的资金用于恢复经营和发展。本次向特定对象发行股票事项已经天目药业临时股东大会审议通过，尚需经上交所审核及中国证监会同意注册后方可正式实施。

按照2022年底发布的《青岛市中医药产业发展规划(2022-2025年)》，青岛聚力推动中药工业做大做强，发展中药生产加工龙头企业和创新型企业，大力发展海洋中药，实施“蓝色药库”开发计划。而天目药业目前的主业正是中药，此次青岛国资收购天目药业，可能寄期借助天目药业这一资本平台发展青岛当地中医药产业。



四、间接收购

间接收购触发要约收购：汤玉祥集权“宇通系”

2023年3月，宇通客车(600066.SH)与宇通重工(600817.SH)分别发布公告，两家公司实际控制人之一游明设因退休原因，将不再符合郑州通泰合智管理咨询有限公司(下称“通泰合智”)股东资格，经通泰合智股东会决议同意，游明设分别与王磊、汤玉祥签署《郑州通泰合智管理咨询有限公司股权转让协议》，王磊拟受让游明设持有的通泰合智8.00%股权，汤玉祥拟受让游明设持有的通泰合智6.00%股权，转让价格以标的股权所占通泰合智股权比例对应的注册资本额作为定价依据(通泰合智的注册资本总额为200万元)，符合通泰合智《公司章程》及通泰志合、通泰人合系列有限合伙企业《合伙协议》的规定，因通泰合智不享有宇通客车、宇通重工的收益分配权，其转让价格并不代表其控制的宇通客车、宇通重工的股份价值。转让完成后，汤玉祥将持有通泰合智52.00%股权，持股比例超过50%，成为通泰合智实际控制人。因通泰合智间接控制郑州宇通集团有限公司(下称“宇通集团”)，汤玉祥将成为宇通集团唯一的实际控制人。宇通集团同时为上市公司宇通客车与宇通重工控股股东，因此汤玉祥同时成为宇通客车与宇通重工之实际控制人。本次股权转让事项已于2023年3月13日完成工商变更登记，宇通客车与宇通重工实际控制人由汤玉祥等7名自然人变更为汤玉祥。

同时，根据《中华人民共和国证券法》《上市公司收购管理办法》相关规定，因汤玉祥、宇通集团及其子公司猛狮客车有限公司合计持有宇通客车41.72%股份，以及因宇通集团及其子公司西藏德恒企业管理有限责任公司、拉萨德宇新创实业有限公司合计持有宇通重工68.56%股份，前述股权转让均触发了对宇通客车及宇通重工的全面要约收购义务。截至2023年2月6日(要约收购报告书摘要提示性公告日前一日)收盘，宇通客车股价为8.34元/股，要约价格为7.89元/股，折价5.39%；而宇通重工股价为10.48元/股，要约价格为9.17元/股，折价12.5%。宇通客车和宇通重工的要约收购价格均低于两家上市公司当时的现价，刚好踩在《上市公司收购管理办法》规定的定价底线。本次要约收购可以说既以尽可能低的价格以避免吸引更多的股东参与要约收购、降低收购成本，又满足了相关监管要求。

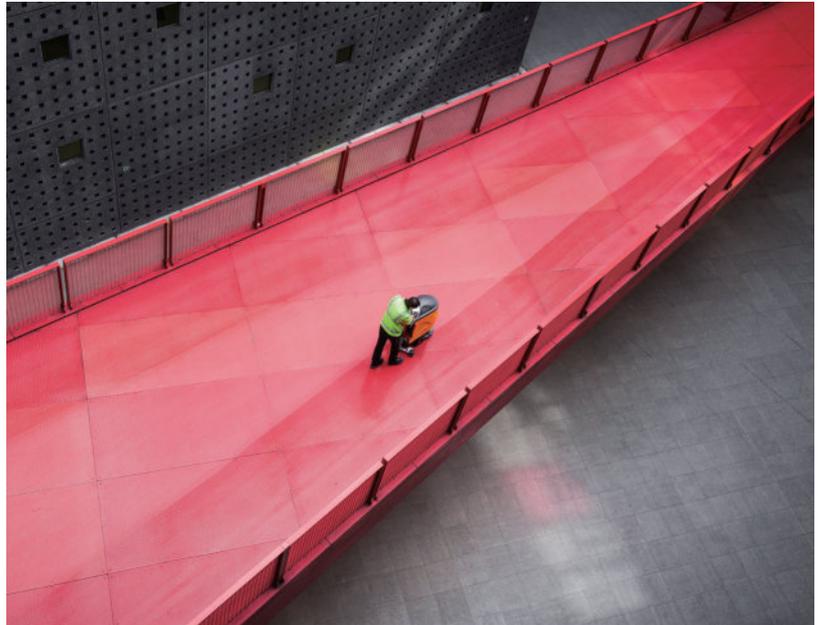


五、建立一致行动关系

解禁期满不再继续一致行动关系：华峰测控实际控制人变更

2023年3月2日，华峰测控(688200.SH)原共同实际控制人张秀云、孙镛、徐捷爽、蔡琳、周鹏、王晓强、付卫东和王皓共同签署《〈一致行动人协议〉之终止协议》(下称“《终止协议》”)，张秀云等八人的一致行动关系自《终止协议》签署之日起终止，不再续期。同日，孙镛、蔡琳、徐捷爽和周鹏重新签署了新的《一致行动人协议》，约定在公司的经营管理中保持一致行动关系和共同实际控制地位，华峰测控的实际控制人由张秀云等七人变更为孙镛、蔡琳、徐捷爽和周鹏四人。

本次权益变动主要系张秀云、付卫东、王晓强三人均已/临近退休，且多数年事已高，身体状况难以维持其持续参与公司的经营决策，同时王皓系因个人原因逐步退出公司实际管理。需要指出的是，华峰测控于2020年2月18日在科创板上市，而在2023年2月10日华峰测控曾发布公告称，将有3,132万股限售股份于2月20日解禁上市，涉及限售股股东及数量分别为天津芯华投资控股有限公司(下称“芯华控股”，张秀云、付卫东、王晓强分别持有芯华控股17.62%、5.63%、5.63%的股权)、王皓、王晓强、付卫东，占华峰测控总股本34.39%，其中张秀云、王皓、王晓强、付卫东四人直接、间接合计持有华峰测控13.34%的股份。2023年12月25日，华峰测控召开2023年第一次临时股东大会，对董事会进行换届选举，付卫东不再担任公司董事，其已在当年10月通过集中竞价方式累计减持公司股份88,321股。因此，张秀云、王皓、王晓强、付卫东本次解除一致行动关系可能系为后续减持退出提供便利。



六、认购非公开发行股票

国资助力解决摘星问题：四川省国资委成为炼石航空实际控制人

2023年5月，炼石航空(000697.SZ)发布公告，拟向四川发展航空产业投资集团有限公司(下称“航投集团”)以5.41元/股的价格，定增不超过2.01亿股，募资不超过10.9亿元，用于偿还有息负债及补充流动资金。本次发行股票完成后，炼石航空总股本将扩大为8.74亿股，航投集团与其一致行动人将合计持有炼石航空2.82亿股股票，占已发行总股本的32.41%；原控股股东张政持有1.17亿股，持股比例降为13.41%；航投集团将成为炼石航空的控股股东，四川省国资委将成为炼石航空的实际控制人。2023年12月28日，本次非公开发行完成，航投集团正式成为炼石航空实际控制人。炼石航空此次向航投集团定增募集资金后，按照本次非公开发行完成当日6.14元/股的收盘价，其市值将超过50亿元，预计归母净利润有望转正并基本解决摘星问题。

1997年3月，炼石航空的前身咸阳偏转在深交所上市，是陕西咸阳第一家上市公司，主营业务为传统电视机里面的偏转线圈，也是国内偏转线圈行业中唯一的上市公司。随着产业升级和技术发展，咸阳偏转的市场规模不断被压缩，相关行业也走向萧条。2009年4月，因咸阳偏转连续两年亏损，股票简称变更为*ST偏转。2011年，张政控制的陕西炼石矿业有限公司借壳*ST偏转，重组完成之后，张政及其控制的陕西力加投资有限公司合计持有*ST偏转34.11%股份，成为新的实际控制人，*ST偏转完美转身为矿业公司。次年，*ST偏转摘帽并更名为炼石有色。2014年开始，炼石有色开始扩展业务规模，并在2017年通过收购英国航空制造商Gardner公司，转型为航空制造业公司，炼石有色亦更名为炼石航空。但随着疫情到来以及《陕西省秦岭生态环境保护条例》实施的影响，炼石航空两大主业（航空与矿业）逐渐停滞，2021年、2020年、2019年实现归母净利润分别为-5.65亿元、-4.37亿元、-15.71亿元。

2023年3月，因2022年经审计的归属于母公司股东权益合计为负，炼石航空披星戴帽更名为*ST炼石，而原实际控制人张政所质押的股份也因股价大幅下跌而陆续爆仓。在此期间，炼石航空亦在寻求一系列脱困举措，2023年2月6日，炼石航空与航投集团签订1.3亿元《借款合同》；3月20日，炼石航空以持有的加德纳航空科技有限公司100%股权为借款提供质押担保，向航投集团再次借款3.5亿元；同月27日，炼石航空又决定向航投集团增加借款9,600万元，用于归还借款。

应该说，在本次向航投集团定增募集资金之前，双方已有资金借贷往来，具备合作基础。本次向航投集团定增募集资金后，既解决了上市公司资金紧缺、负债高企和维持上市地位的难题，认购方航投集团也顺理成章地成为炼石航空控股股东，比较顺利和完美地完成了控制权交易。



七、表决权委托

无对价取得上市公司控制权：达商总会前后任会长交接成都路桥控制权

2023年3月14日，成都路桥(002628.SZ)发布公告，原控股股东四川宏义嘉华实业有限公司(下称“宏义嘉华”)将其持有的成都路桥15.55%股份的表决权委托给四川东君泰达实业有限公司(下称“东君泰达”)。委托完成后，成都路桥控股股东由宏义嘉华变为东君泰达，实控人由刘峙宏变为刘江东。

此次表决权委托协议中，未涉及任何交易对价，即宏义嘉华零元转让了上市公司控制权。根据公开信息显示，2022年12月5日至6日期间，宏义嘉华持有的3,785.97万股成都路桥股份曾被成都市中级人民法院裁定拍卖，最终由东君泰达以1.38亿元的最高应价竞得。

有意思的是，2022年11月18日，达商总会第二届会员代表大会在达州召开，选举产生第二届领导班子，刘江东从刘峙宏手中接过会长一职。但截止目前，宏义嘉华所持成都路桥的股份仍全部处于司法冻结状态，该股份存在因再次变卖而导致被动减持的风险。针对上述风险，在宏义嘉华的积极沟通下，相关债权人已出具《同意函》，同意自《同意函》出具之日起18个月内不向成都市中级人民法院申请司法拍卖已被冻结的宏义嘉华持有的成都路桥15.55%股份(即1.18亿股股份)。东君泰达也表示将积极关注后续司法拍卖事项，如发生司法拍卖情况，东君泰达表示将参与竞拍。



八、执行重整计划

国安集团终结重整程序：“国安系”三家A股上市公司实际控制人齐变更

2022年1月，交通银行菏泽分行以不能清偿到期债务，明显缺乏清偿能力、具备重整价值和重整可能为由，申请对中信国安集团有限公司(以下简称“国安集团”)进行破产重整。北京市一中院做出裁定，受理国安集团进入破产重整。本次破产重整完成前，国安集团分别为中信尼雅(600084.SH)的直接控股股东、中信国安(000839.SZ)的间接控股股东(国安集团全资子公司中信国安有限公司为中信国安控股股东)以及白银有色(601212.SH)，本次权益变动前白银有色无控股股东、无实际控制人)的第一大股东。

2022年12月1日，管理人与中国中信集团有限公司(下称“中信集团”)、重整主体(国安集团等七家公司)签订了《重整投资协议》。根据《重整投资协议》，重整主体以保留资产(含中信国安有限公司36.44%股权、中信尼雅44.93%股份、白银有色30.39%股份)和选择留债清偿的债务整体打包，设立新国

安集团(即中信国安实业集团有限公司,下称“中信国安实业”);并通过股权受让、增资及以股抵债等方式,中信国安实业最终由中信集团和转股债权人共同持股。中信集团对中信国安实业持股比例约30.64%-32.25%;转股债权人对中信国安实业持股比例约67.75%-69.36%。即中信国安有限公司成为中信国安实业的全资子公司,中信国安实业成为中信尼雅的直接控股股东与白银有色的第一大股东。

2023年1月18日,北京市一中院裁定批准《中信国安集团有限公司等七家公司实质合并重整计划草案》;6月6日,中信国安实业已完成相应股权的工商登记变更手续,变更后中信国安实业的股权结构为:中信集团持股31.67%,8家债权人持股平台合计持股68.33%。

2023年11月1日-2日,中信国安、中信尼雅与白银有色三家上市公司分别收到中信国安实业分别发出的《关于中信国安集团有限公司等七家公司实质合并重整计划执行进展的告知函》,告知中信集团将于以下任一事项实现之日取得中信国安实业的控制权:①中信集团提名的董事全部被选举为中信国安实业董事,中信国安实业按照公司章程履行正常治理机制;②法院作出重整程序终结的裁定。

截至2023年11月1日,中信国安实业的股东会、董事会、监事会、经营层均已按照重整计划的规定组建完毕,中信国安实业已经按照公司章程的相关规定执行治理机制,中信集团能够对中信国安实业进行实际控制、全面管理。北京市一中院已于11月16日裁定确认国安集团等七家公司实质合并重整案重整计划执行完毕。因此,中信集团已取得中信国安实业控制权,中信国安、中信尼雅与白银有色三家上市公司的实际控制人变更为中信集团。



九、协议转让+表决权委托 中植系在资本市场的进一步撤离：中植系变卖准油股份

2023年6月1日,准油股份(002207.SZ)原控股股东湖州燕润投资管理合伙企业(有限合伙)(下称“燕润投资”)与克拉玛依市城市建设投资发展有限责任公司(下称“克拉玛依城投”)签署了《股份转让协议》及《表决权委托协议》,约定燕润投资将持有的准油股份18%(4,717万股)股份转让给克拉玛依城投,将持有的准油股份11.9999%股份对应的表决权、提案权等非财产性权利全权委托给克拉玛依城投行使。

根据《股份转让协议》约定,克拉玛依城投按照每股人民币7.41元的价格,受让燕润投资持有的准油股份4,717万股人民币普通股股份,转让价格为3.50亿元,克拉玛依城投将以现金方式支付交易对价,前述协议转让股份已于2023年8月10日完成过户登记。

本次权益变动后，克拉玛依城投以协议受让的方式取得准油股份4,717万股股份，占准油股份总股本比例约为18%，加上原控股股东11.9999%股份的表决权委托，合计控制准油股份29.9999%股份对应的表决权，成为准油股份的控股股东，准油股份的实际控制人由解直锟变更为克拉玛依市国资委。

根据公开信息显示，2018年中植系通过司法竞拍的方式拿下准油股份控制权，准油股份成为中植系控股的A股上市公司之一。“中植系”控股的A股上市公司一度曾达到9家，分别为ST宇顺、宝德股份、准油股份、凯恩股份、美吉姆、康盛股份、美尔雅、皓宸医疗、天山生物。但随着解直锟离世及中植系的资金链断裂，上述9家上市公司中，宝德股份已经退市，美尔雅、ST宇顺、准油股份已经分别易主给郑继平、张建云与克拉玛依市国资委，康顺股份控股权也拟转让给丽水市国资委。

十、协议转让+表决权放弃 继承人无意接管上市公司：游族网络进入无实际控制人状态

2023年3月1日，游族网络(002174.SZ)原控股股东、实际控制人林奇的继承人林小溪、林芮璟、林漓及其法定监护人XU FENFEN(中文名：许芬芬)(下称“许芬芬”或“转让方代表”)与上海加游企业管理合伙企业(有限合伙)(下称“上海加游”)签署了《股份转让协议》。转让方及转让方代表拟以协议转让的方式向上海加游转让其持有的游族网络无限售流通股1.07亿股(占当时游族网络总股本11.72%)。3月15日，前述1.07亿股股份已完成过户登记手续，游族网络的第一大股东变更为上海加游，林奇因去世不再为游族网络实际控制人，游族网络无控股股东及实际控制人。



此外，上海加游不排除在未来12个月内进一步增持游族网络的可能性。林奇子女之一的林芮璟在本次交易后仍旧持有0.62%的游族网络股份，但在协议转让股份交割日起18个月内自愿且不可撤销地放弃对应的表决权。

上海加游成立于2022年5月，执行事务合伙人是上海华标科技发展有限公司，其实际控制人为宛正。游族网络不幸去世的前董事长林奇是程序员出身，有超强的开发能力和项目控制能力。林奇去世后，由其前妻许芬芬担任游族网络董事长职务。但由于许芬芬缺乏运营和管理游族网络的经验，市场一直传有游族网络将要“易主”的声音。从某种意义上讲，虽然本次交易完成后游族网络处于无控股股东及实际控制人状态，但林奇的继承人(三个未成年人和其监护人)做出转让其所持上市公司股份的决定，将有利于规范治理结构、促进公司更好的发展。

根据上海市一中院开庭公告显示，游族网络创始人林奇被毒杀一案已于2023年10月31日在上海开庭，该案案号为(2022)沪01刑初9号，原告为赵骥龙、赵宇尧，被告为许焱，案由为故意杀人罪，目前尚未作出一审判决。

(完)

对话

DIALOGUE

二十年风雨彩虹，迎挑战铿锵玫瑰

——对话植德合伙人崔白律师

采编 植德合伙人 黄彦宇

Q1：您已经从业20年了，回顾一下您的从业经历？促使您当初选择律师这份职业以及接下来驱使您坚持并不断走下去的因素有哪些？

我从2003年大学毕业进入律所，从事的领域一直是资本市场业务，没想过换职业，也没想过换执业领域。我的职业生涯也是从实习生的角色开始的，经历了一名律师成长升级的全过程，从实习生到律师助理，从初级律师到主办律师，从资深律师再到合伙人。于我而言，20年的时间周期内，每个阶

段的成长与经历都是极其宝贵和独一无二的，这期间伴随了整个资本市场从股权分置改革到如今全面注册制的发展历程。作为资本市场的一名从业人员，非常荣幸在这20年里见证了中国资本市场一个又一个的里程碑事件。

当初选择律师这份职业，一是好奇心驱使，二来并不喜欢循规蹈矩的稳定状态。当时家里其实并不是非常支持我的选择，但他们给予了我最大的选择自由，不横加干涉，不替代决定。所以我是幸运的。好奇是因为觉得资本市场律师具有新鲜感与神秘感，是一种不同于传统意义上诉讼律师的存在，激发了我的



崔白律师主要从事资本市场、投融资并购等法律事务，拥有十余年的丰富执业经验，从业以来已协助多家企业在境内外资本市场成功上市或申请上市，上市地包括上海、深圳、香港；涉及行业包括高端设备制造、生物医药、精细化工、软件及信息技术服务业等；为多家上市公司的再融资及重大资产重组事项提供方案及交易结构的设计和文件制作；为多家上市公司提供常年法律顾问法律服务；为多家上市公司及IPO企业提供符合监管规则的股权激励计划方案。

求知欲与探索欲；而且可以接触形形色色的案例，处理非常具有挑战性的问题，享受跌宕起伏的过程。

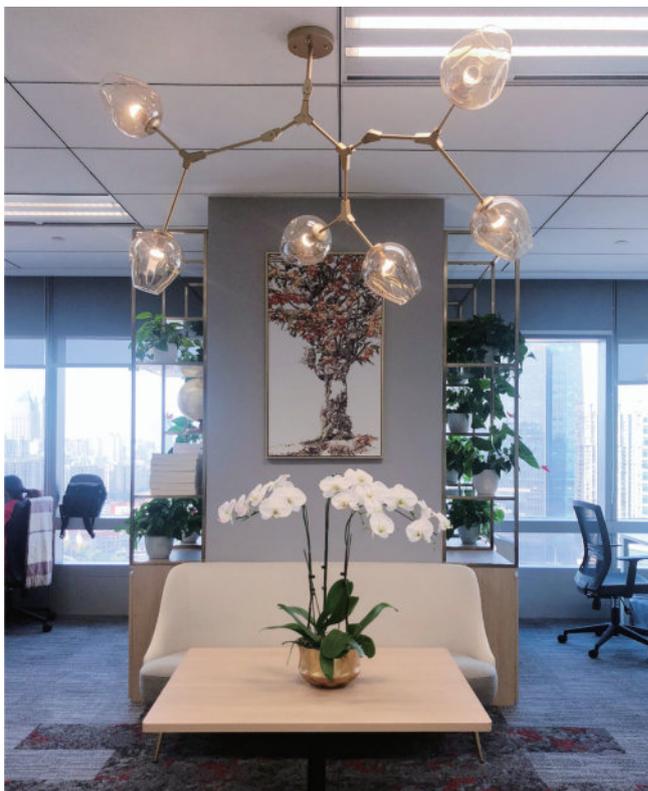
带着好奇踏入这个领域，最初的经验积累阶段很辛苦，这是律师这份职业乃至很多职业共有的特点，没有谁一开始就是熟练型选手。父辈们参军支边、奉献青春的经历以及家里陈列的各种军功章与奖状这些日常的存在，其实在耳濡目染和潜移默化中对我影响很大，敬业精神与责任担当便是其中之一。因此我告诉自己不能放弃，努力以最短的时间完成理论和实践的结合，越过量变的积累阶段，质变就是水到渠成的结果。凡事总要弄个明白，凡问题总要有个结果或者方案，这是做好我们这一行的基本功，也是我信守的基本原则。直到如今，这份好奇仍然在促使我不断向前。

随着执业经历不断丰富，我不断发现自己所从事工作的价值与意义。可能很多人认为我们只是完成了尽职调查的工作并出具了法律意见，但我们参与的内容远不止于此。因为资本市场业务尤其是IPO业务的关注内容十分庞杂，基本涉及一家企业经营的方方面面，其实我们很多时候都是陪伴企业一起成长，这期间会参与企业大大小小的事务，彼此见证发展与进步。与中国优秀的企业家群体相伴成长，本身就很难得。

不可否认，从产业规模、经济效益、社会贡献等角度而言，上市公司是当前中国最具活力也最优质的群体。我们帮助一家企业成功实现IPO并不仅仅是完成一份工作，放在更宏大的视野下，我们工作的意义与价值会更值得品味。对于一家行业细分龙头企业而言，借助资本市场的力量实

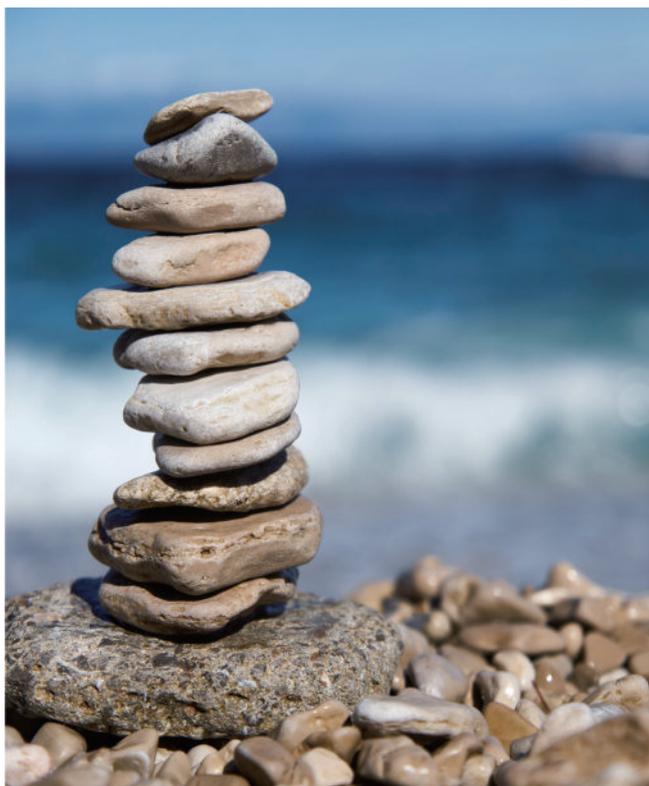
现更广阔的产业布局与业务拓展，突破行业发展壁垒与天花板，同时对于带动当地就业、实现地区振兴意义非凡，而我们参与其中；对于一家看起来行业传统的企业而言，IPO的过程是其改善蜕变的过程，改善企业的经营治理、作业水准、工艺水平，改善企业员工的工作环境和安全管理水平，改善员工福利，提高内控水平等等，这对于企业乃至于行业的发展与进步，对于行业参与人员也很有意义，而我们参与其中。所以，每一个项目都有其不同的特点，每一个项目都有不同的价值，我们要善于发现，而不是局限在手头工作之中。以我们的力量，助力优秀的中国企业脱颖而出，为中国制造甚至中国创造贡献力量，为中国摆脱低端竞争提升民族竞争力贡献力量，我觉得，这会是一件能让人骄傲的事情。

所以，保持足够的好奇，不断迎接挑战，发现更大的意义与价值并乐享其中，激励我走到今天并将不断走下去。



Q2：在您二十年的执业经历中，有没有特别难忘的时刻？

回首二十年执业经历，眼前浮现的其实是一个接一个的项目和客户，资本市场的业务经验就是这样一个一个项目不断累积起来的。每一个项目的经历都不会完全相同，每一次经历都是难忘和珍贵的，我所经手的项目与挥洒的时光至今都历历在目，很多细节我都可以信手拈来。如果非要说最难忘的，可能大多资本市场律师都会选择自己最初完整负责的那个项目，所谓“合抱之木，生于毫末；九层之台，起于累土；千里之行，始于足下”。当自己完整负责、完整参与、完全投入、完全聚焦并最终获得理想结果的时候，那种成就感的确令人难忘。展现在大家面前的是敲钟上市时的喜笑颜开，但我更难忘此中经历的过程。这是忘我工作全情投入的过程，是量变到质变的过程，是心智逐步成熟的过程，也是一名资本市场律师蜕变的过程。经此磨砺，你会真正成长为独当一面的专业律师，会真正喜欢上



这份工作，而且可以得心应手、平和娴熟地处理接下来的挑战。

Q3：前面您讲过，您是从实习生开始不断进阶，并最终成长为合伙人的。做律师与做合伙人之间的区别是什么？

我的成长路径确实是一步一个脚印走过来的，没有错过哪个程序，这也是内部成长的基本模式。于我而言，做律师的阶段，更多是需要集中精力解决具体问题，负责任地做好工作，展现良好的专业能力与工作习惯，让合伙人放心，让工作有序，让客户信任。而成为合伙人之后，关注的角度就会多很多，传统团队制模式下，需要关注人员招聘、人才培养、梯队建设、团队管理、市场拓展等等众多方面，精力分散难免顾及不到；而在公司制事务所内，人员招聘、人才培养、梯队建设的工作有强大的中后台支持，团队管理则由部门统一负责，更多的精力与时间需要关注市场拓展，精力分配会相对集聚。毕竟律师行业的历史经验和现状都是如此，合伙人的市场力十足重要。

我觉得每一名有志于踏足律师行业的伙伴都应当将成为合伙人作为目标，“不想当将军的士兵不是好士兵”，我们这个行业并没有传统意义上的天花板，只要有想法、只要肯付出，你的业务与成就将会不断提高。要想成为合伙人，首先要转变态度，改变打工人的心态，避免“当一天和尚撞一天钟”，要有充足的主动性与积极性，时刻做好准备；另外就是要直面客户，直面法律服务市场，避免做“温室里的花朵”，勇于接受市场竞争的洗礼，对整个行业形成更为清醒的认知。在枪声与炮火中不断锤炼、不断武装，增强战斗力与战胜力。

Q4：基于您的成长经历，您认为资本市场业务律师需要具备什么样的核心特质？对有志于即将选择这个领域的年轻人有什么建议？

我个人觉得分成两个层面回应这个问题，其一是基本性格层面的，这个有先天因素在，但也与后天所受教育与成长环境相关，正直真诚、积极向上、乐于合作、情绪稳定、抗压能力强等这些很多行业需要必备的基本特质在资本市场业务中同样需要。另外就是责任心与自驱力，毕竟资本市场的业务是很多企业的重大里程碑转折，而且新问题、新规则、新知识层出不穷，缺乏责任心与自驱力会严重水土不服。其二是专业水准层面，这个根据不同发展阶段会有不同的要求，例如一开始就需要具备能够独立做法律问题研究的能力、对问题和事物的好奇心、不轻视任何一项工作并明白细节决定成败的道理；再之需要具备能够持续不断主动学习具体知识点和工作技能的能力、良好的表达和沟通能力并且拥有合作意识和共情的能力，拥有对证券律师职业的热情并准备长期执业的信念；再往后就需要具备统筹协调能力、带教能力、商业力与领导力等等方面。所以，不同发展阶段所需要的专业能力会有差异，但最核心的问题解决能力、持续学习能力、合作共情能力、责任担当能力与自驱力应当贯穿始终，只是在不同阶段的外在表现形式有所差异而已。

前面说过，律师行业其实是没有传统意义上的天花板，只要有兴趣有想法、肯付出多实干，会不断取得更高的成就。因此，不要给自己设限，要充分相信自己的选择与能力，也充分相信付出终究会有回报。律师是一份需要不断面对和

接受挑战的职业，不要祈求四平八稳，要具备抗挫折能力，有愈挫愈勇、屡败屡战的心气。律师也是一份成就感、贡献度与价值实现相对较高的职业，要有强大的内心，“尽情折腾”，享受这个过程。

对得起爱自己的那些人，最好的方式就是珍惜生命；而珍惜生命最好的方式，在我看来就是淋漓尽致的华丽绽放，能够嚎陶降生、微笑离去，对这个曾经来过的世界说，我对得起这一生。一直觉得，没有人生体验的人是没有权利标榜所谓岁月静好的，因为并没有真正体验过岁月，只是虚晃了时间而已。而律师尤其是资本市场律师这份职业，能够很好的丰富你的人生体验和阅历，增强生命的厚度与深度，值得尝试和选择。



Q5：根据您多年的执业经历，对于计划走向资本市场的拟上市企业，您有什么忠告与提示？

我觉得首先是敬畏之心，敬畏市场、敬畏规则。上市公司的规范治理要求、企业经营合规逻辑与信息披露监管在目前的公司中都是最高的，需要很强的规则意识与守法观念，可能会与一般的、惯常的、经验的经营逻辑有些许差异。如若想登陆资本市场进而享受资本市场的红利，就必须端正态度、真抓实干，合规经营、规范治理、改善内控，不要存在侥幸心理与闯关心态。当然，选择业务专业且经验丰富的中介机构至关重要

要，甚至很大程度上会影响最终的结果。总之，以真实、真诚、真挚的态度展现自己，既是一种负责的选择，更是一种从容的自信：相信自我企业的优质和亮点可被感知、被理解、被认可。

另外，IPO只是一个公司发展的阶段性里程碑，远远不是发展的终点，而是站上新发展阶段的起点。要在新的规则体系和新的平台上实现更好的发展，充分利用融资并购工具、公允理性的市场估值体系，优化产品结构、改善产业布局，打通上下游、延伸产业链、提升竞争力，做好自己最擅长的事情。

(完)

总 编 | 姜瑞明

执行主编 | 高 洋 黄彦宇 罗 寒

版式设计 | 肖逸霏

北京

东城区北京来福士
办公楼5、12层
电话：010-56500900
传真：010-56500999
邮编：100007

上海

长宁区长宁来福士
T1办公楼18、25层
电话：021-52533500
传真：021-52533599
邮编：200051

深圳

南山区科技园南路2666
中国华润大厦9层
电话：0755-33257500
传真：0755-33257555
邮编：518052

武汉

江岸区中山大道1505
企业天地1号45层
电话：027-82772772
传真：027-82772773
邮编：430014

杭州

西湖区双龙街99号
三深商务大厦G幢6层
电话：0571-86776616
传真：0571-86776616
邮编：310012

青岛

崂山区海尔路190号
民生银行大厦12层
电话：0532-83888339
邮编：266100

成都

武侯区人民南路
来福士T1办公楼2804
电话：028-82360000
邮编：610044

海口

龙华区国贸大道
帝国大厦B座5楼512
邮编：570125

香港

中环康乐广场1号
怡和大厦33楼3310
电话：852-22532700
传真：852-28869282
邮编：510000

