

香港借壳上市的历史流变和现状澄析 001/

关于私募基金“先投后募”
收购上市公司控制权案例解析 021/

上市公司操纵证券市场
民事赔偿责任的构成与认定 031/

从国企出海“触礁”
案例看海外法律风控体系搭建
——在不公平的世界如何建立不对称的优势 040/

新能源项目EPC总承包之
建设工程价款优先受偿权问题探析 053/



香港借壳上市的历史流变和现状澄析

作者：王蓓良 杜雨洁



如若要列举能够贯穿香港资本市场过去几十年的资本运作和监管热点，借壳上市必然是高居此榜的少数领域之一。从上世纪八十年代的滥觞和演进，到进入新世纪后的监管逐步完善，再到当下2019年香港联交所借壳新政之后的从严从紧和市场博弈，借壳上市始终以它的高技术性、高关注度和高争议性占据着港股市场参与者和监管机构资本运作活动的重要位置。

业内对于香港借壳上市的介绍不胜枚举，不过往往极易流于表面和教条，照搬条文者居多。本文意图从历史流变和市场观察的角度，正本清源，向读者提供一个全景式的回顾和澄析，夹叙夹议，以期在历史回眸中深入借壳上市的本质，以市场现状剖析来指引未来实操。

第一部分\

借壳上市的内涵

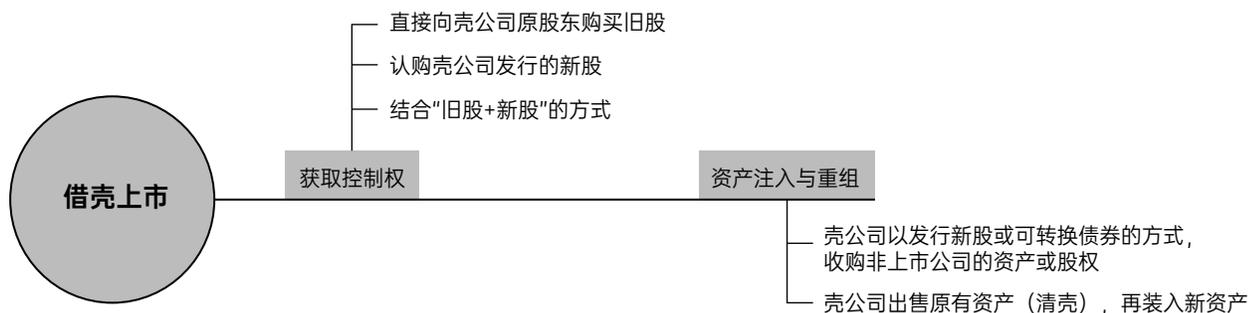
1. 借壳上市的定义

(1) 基本含义和交易结构

借壳上市（Backdoor Listing）本身并非严格的法律术语，更多的是一项资本活动的描述性称谓，其本质属于间接上市的一种方式，

通常是指非上市公司通过收购已上市公司（即“壳公司”）的控制权，凭借该上市公司的上市地位，将自身业务与资产注入其中，进而间接达成业务公开上市的过程。此类壳公司通常具备完整的上市资格，其核心价值体现为“上市牌照”。

借壳上市的交易流程一般可以划分为两个关键阶段：一是获取控制权；二是资产注入与重组。以下为借壳上市的交易结构图：



资料来源：《借“壳”下金蛋：香港借壳上市案例分析》林慧欣 著

(2) 相近概念的厘清

● 买壳上市

买壳上市指的是非上市公司通过取得已上市公司的控制权，进而实现间接上市的路径。此概念着重突出“收购壳公司”这一行为，其实质为借壳上市的起始环节。

● 借壳上市

借壳上市是在买壳上市的基础上，将自身业务与资产注入所收购的上市公司“壳资源”。其核心在于注入行为以及上市结果，是买壳操作的终极目标。一般来说，借壳上市为一完整过程，涵盖买壳与注资两个环节。

● 反向收购/反收购

反向收购 (Reverse Takeover - RTO) 指的是，通过向上市公司注入资产并获取该上市公司大量股份，从而取得对该上市公司的控制权。从法律形式层面而言，是已上市的壳公司作为法律主体，收购通常规模远大于自身的非上市公司资产。而从经济实质角度来看，非上市公司的股东通过此次交易获得了合并后新主体的控制权，达成了业务上市的目标。

在香港地区，《上市规则》通过对“反收购”进行定义与规管（香港市场基于香港中文语言习惯称其为“反收购”），是实现借壳上市活动监管的核心监管方式。从技术和法律层面而言，反收购行动是达成借壳上市的核心途

径。当市场参与者探讨一项交易是否会被监管机构认定为借壳上市时，其涉及的技术性法律问题往往在于该交易是否符合《上市规则》中反收购的定义。

● 后门上市

后门上市是指通过非首次公开募股 (IPO) 方式（如借壳上市）达成间接上市的替代途径。这是一个形象且获得广泛认可的通俗化表述，与首次公开募股这一“前门” (Front Door) 途径相对应。它形象地刻画了借壳上市时常绕开传统首次公开募股程序的特征。虽其不具备反向收购那样的法律精准性，但其内涵与借壳上市和反向收购高度契合，是业界、学术界和媒体在描述此类现象时频繁使用的术语之一。

总之，在香港法规和监管语境中，以上概念并无明显实质性差别，均指向同一类须受《香港联合交易所有限公司证券上市规则》（简称《上市规则》）和香港《公司收购、合并及股份回购守则》（简称《收购守则》）规管的交易活动。



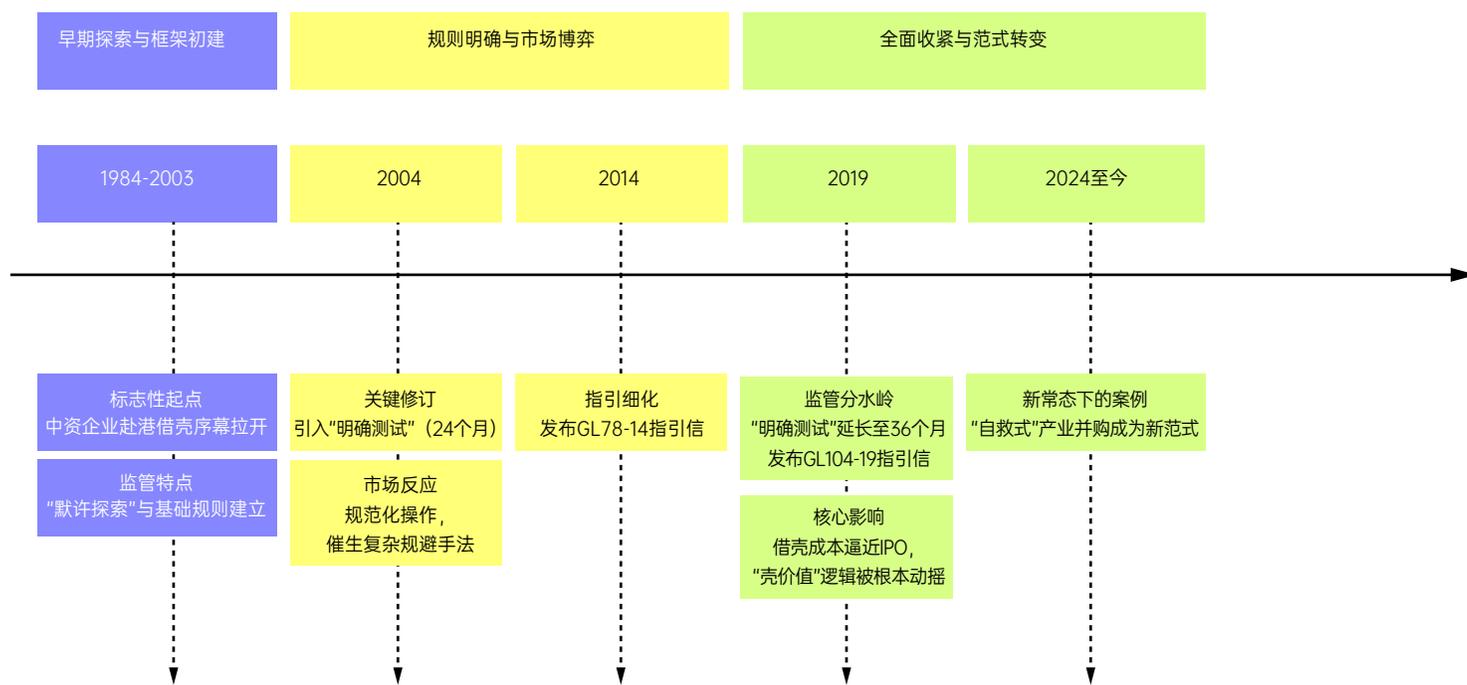
第二部分\

香港借壳上市的历史流变，潮起香江四十年：从融资捷径到监管焦点的演进之路

将时光拨回上世纪八十年代，借壳上市曾是中资企业赴港融资的一条高效捷径。在随后

的历史中，市场参与者与香港监管机构展开了一场长达四十年的精彩博弈——企业不断寻找巧妙的融资捷径，而监管者则见招拆招，筑起规则的高墙，识别并抑制壳股活动。借壳上市最终从备受青睐的资本通道，逐渐转变为今天高度聚焦、严格规制的监管对象。

港股借壳上市监管演进时间线



1. 第一阶段：早期探索与监管框架初建 (1984年-2003年)

这一阶段是香港借壳上市的拓荒期，市场活动由强烈的融资需求自发驱动，香港监管则处于观望和建立基础规则的早期阶段。

改革开放前后，一批具有前瞻性的中资企业产生了对接国际资本的迫切需求。然而，当时赴港直接上市（IPO）对于内地企业而言高度陌生，且程序复杂、周期漫长，面临诸多政策不确定性。相比之下，收购一家业务萎缩、

股价低迷的香港本地上市公司，注入资产实现间接上市，显得更为快捷、灵活。1984年，两家大型中资企业联合收购康力投资，普遍被市场视为拉开香港借壳上市这一历史章节的序幕。随后，中信泰富（1990年）等多个案例相继成功，验证了这条路径在当时的可行性和可复制性。

在此期间，香港的《上市规则》和《收购守则》虽已就位，但针对借壳上市的专门规则尚不明确，香港监管主要依赖原则性条款进行个案判断。同一期间，对赴港上市的内地企业，内地监管层面则经历了从早期不置可否，到尝试通过“无异议函”制度进行管控（2000年）¹，再到取消该制度（2003年）的探索过程，整体上为企业海外上市留下了空间。

借壳上市迅速成为中资企业（尤其是大型国企和红筹公司）登陆港股的主流选择之一。这一模式在当时的成功，极大地激发了市场对壳资源价值的认识。当时借壳上市的操作模式相对直接和粗放，多为“收购控股权-注入资产”的两步走模式，市场将其视为一种金融创新和精巧的融资策略，当时尚未引起监管方面广泛的担忧。

2. 第二阶段：规则明确与市场博弈（2004年-2018年）

在这一历史阶段，随着借壳活动日益频繁，其可能规避上市标准、损害市场质量、引致市场操纵行为泛滥、市场股价异动等问题逐步引起香港监管机构的关注。这一阶段，香港监管机构开始系统性地建立相关规则，而市场则在规则边缘不断试探和“创新”，双方博弈逐步升级。

其中，这一阶段最关键的规则修订发生在2004年。该年香港联交所对《上市规则》第14章关于“反收购行动”（即前述的反向收购（RTO））的条款进行了关键修订（《上市规则》第14.06条），引入了著名的“明确测试”（Bright-line test）。该测试规定，若上市公司在控制权变更后的24个月内，向新控股股东收购的资产规模构成“非常重大的收购事项”，则该交易将被界定为“反收购行动”，需视同首次公开发行（IPO）一样接受审核。这是香港监管首次划出明确的红线。

“明确测试”催生市场迅速发展出多种规避手法，例如将大规模资产注入拆分为一系列低于门槛的小型收购（即化整为零），或先行注入资产、待满24个月后再变更控制权（即倒序操作）。为应对这些乱象，联交所在2014年发布指引信GL78-14，列出评估交易实质的六项

¹中国证券监督管理委员会关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题的通知
<https://dcj.mofcom.gov.cn/article/zcfb/zcjhzh/200207/20020700031394.shtml>

因素，明确强调“实质重于形式”的监管原则，该监管原则一直沿用至今。

这一时期出现了大量试图绕开“明确测试”的案例，操作结构日趋复杂，规避手法推陈出新。港股市场对壳公司的炒作进入高潮，尤其是香港创业板（GEM），涌现出大量主营业务薄弱、旨在卖壳的上市公司。2014年后，壳公司的价值一度炒作至主板7-8亿港元、创业板3-4亿港元²。监管与市场的博弈日趋白热化，联交所和香港证监会的问询愈发严厉，不少交易因被认定为借壳而失败。这一时期，港股市场开始普遍意识到，借壳上市已开始逐步步入监管的深水区，受到越来越多的监管监控和审批压力。

3. 第三阶段：全面收紧与范式转变（2019年至今）

针对前期博弈中所暴露的监管漏洞和出现的规避方式，香港监管机构在2019年推出了被市场称为“史上最严”的反收购新规（“借壳新政”），标志着香港市场对借壳上市的监管范式从堵漏洞转向清源头。

以2019年10月1日生效的指引信《应用反收购行动规则的指引》（“GL104-19”）为核心，相关新规的关键在于大幅提高借壳上市的成本与不确定性以遏制借壳上市。借壳新政的

具体内容如下：

（1）延长冷却期。将“明确测试”的时间窗口从控制权变更后的24个月延长至36个月，极大拉长了买壳后的等待时间与风险。

（2）扩大监管范围。新增对“极端交易”的严格审查。即使不触发控制权变更，但导致主营业务根本转变的超大规模收购，也可能需按新上市标准审批。

（3）明确“原则为本”。发布的指引信GL104-19取代旧指引，正式将六项评估因素纳入规则，并赋予联交所更大裁量权，严格履行“实质大于形式”的准则，以打击任何形式的规避安排。

（4）打击养壳。限制上市公司在控制权变更后36个月内出售原有业务，防止通过“先买新业务、后卖旧业务”的方式规避监管。

联交所明确表示，修规旨在打击造壳和养壳活动，因为这些活动助长投机、扰乱市场秩序，并可能为市场失当行为提供温床。目标是让借壳上市的难度与IPO趋同，从而引导企业通过正规渠道上市，提升整体市场质量。

新规对借壳市场产生了立竿见影的效果。壳价值显著萎缩，纯粹的财务性借壳交易几乎

2.参见：港交所清壳！香港主板壳价暴跌5成 创业板无人问津
https://finance.china.com/hkstock/13003061/20191018/37227173_all.html

绝迹，市场逻辑从单纯基于财技的“炒壳、卖壳”转向产业驱动的实质性并购。近年来出现的案例，如亿腾医药反向并购嘉和生物-B（2024-2025年），典型地反映了这一新范式。该交易并非简单的注资，而是两家业务互补（一方有研发管线，另一方有商业化能力）的生物科技公司（见下期典型案例二），在各自面临发展瓶颈后的自救式战略合并，旨在实现“1+1>2”的产业协同。监管审核的重点，也完全转向了合并后实体的可持续经营能力与发展前景。

回望过去四十年，港股借壳上市的流变，完美诠释了金融市场中“创新-监管-再创新”的动态循环。它从服务于国企融资的务实工具起步，在资本逐利下演变为被爆炒的投机标的，最终在监管的重拳整治下，回归其作为产业整合与战略升级渠道之一的本质。

第三部分\

2019 - 2025年期间：后新政时代借壳市场的全景洞察

自2019年10月借壳新政的实施至2025年的这六年间，在香港监管高压、全球流动性紧缩以及宏观经济周期的三重作用下，市场呈现出显著的结构变化，借壳上市已从一种点石

成金的手段，逐步演变成为一种极高成本的产业并购手段。

1.市场概况与数据画像：断崖式下跌与价值重估

在2019年借壳新政实施前，香港市场每年涉及反向收购传闻或实质性操作的案例层出不穷，不仅有内地民营企业，也不乏试图剥离资产的国企。2020年至2022年是港股企业对于新规的适应期，大量正在进行中的借壳交易因无法满足新规要求而被迫终止。根据香港联交所2020年12月刊发的《上市发行人监管通讯》所刊载数据，新政施行后被联交所裁定为“反收购行动”的交易数量显著上升，从2019年前9个月的6宗，激增至新政施行后12个月的18宗。且除一项交易外，其余反收购行动交易全部在被裁定为反收购行动后终止³。进入2023年至2025年，借壳上市市场来到冰点，明确公告为反向收购并成功完成的案例已属凤毛麟角。绝大多数交易仅停留在“更改控股股东”的买壳层面，后续的资产注入环节往往因无法通过类同IPO标准的新上市审查而无限期搁置（本文结尾部分的番外篇深度揭示了内地企业的这一窘

³ 参见香港联交所2020年12月刊发的《上市发行人监管通讯》

境)。根据联交所披露的数据，涉及反向收购的裁决数量在这一时期显著下降，直观反映了市场参与者意愿的降低。

作为借壳市场活跃度最敏感的指标，与交易数量同步崩塌的是壳价。在前新政时代，香港主板壳价曾稳定在6亿至6.5亿港元区间，创业板亦有3亿港元左右，这代表了壳公司的上市地位本身不仅具有稀缺性，更具有极强的变现能力。然而，到了2025年，由于资产注入难度极大，壳公司失去了作为上市捷径的功能，纯粹的壳价已大幅缩水至1.5亿至2.5亿港元区间，甚至在市场上出现了有价无市的局面⁴。买家因担心买到隐藏债务或容易被监管依据《上市规则》第13.24条除牌的爆雷公司，对壳资产避之不及。香港壳股估值与恒生指数走势严重背离，港股壳市场一定程度上已呈分崩离析之势。

2. 借壳新规下交易形式的新变化

在传统的借壳路径被封堵后，2019年至2025年间，借壳上市的交易形式发生了深刻异化，港股市场参与者试图在合规的夹缝中寻找新的生存空间。

一方面，港交所于2022年引入SPAC（特殊目的收购公司）机制，试图效仿美国市场，提供一种合规的、受监管的借壳替代方案。然

而，由于香港监管层对投资者保护的极度重视，为SPAC上市设定了极高的门槛——仅限专业投资者认购，且De-SPAC并购交易需完全符合IPO标准。这导致香港SPAC市场并未出现美国的狂热，截至2025年，仅有极少数（2家）满足IPO标准的大型独角兽能通过此路径上市。因而SPAC截至目前，并未成为中小企业实现香港上市的有效途径。

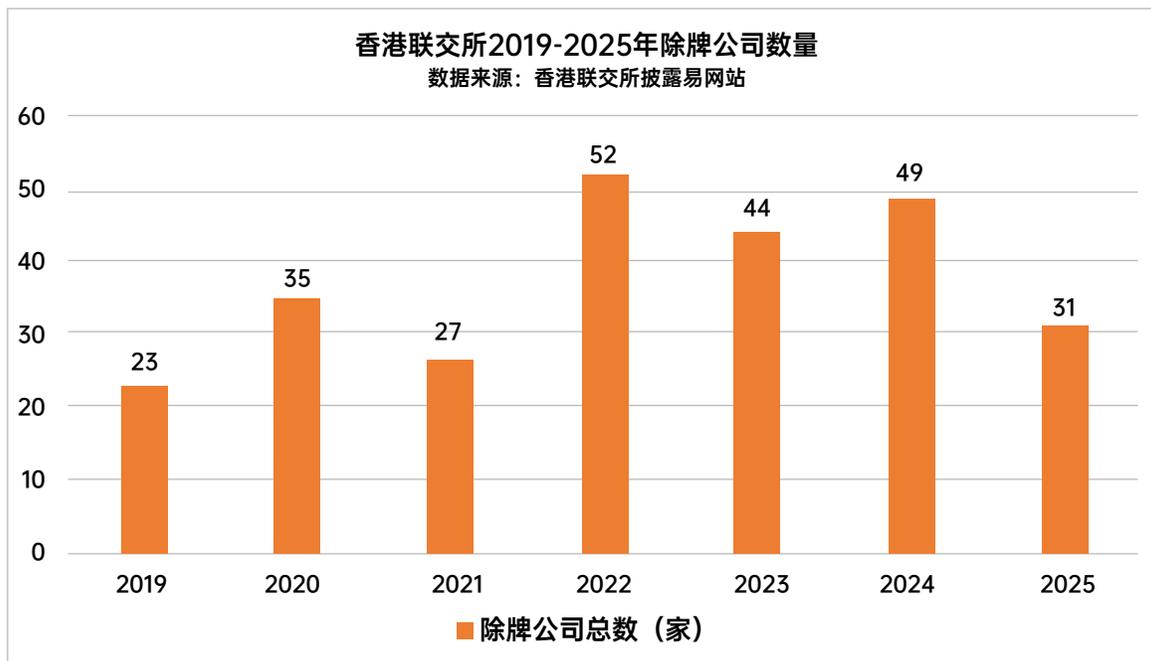
另一方面，有实力的产业资本开始被迫选择长跑式布局（Long-stop Asset Injection）。即买方先取得上市公司的控制权，保留并维持原有业务以满足13.24条的要求，仅进行小规模、不构成非常重大收购的资产整合，静待36个月锁定期满后再进行实质性运作。这种模式对买方的资金实力和成本承受力提出了极高要求，导致借壳上市的参与主体从早期的财务投机者转向了深耕实业、具备长期战略定力的产业资本。从行业分布看，流出的壳资源多集中在建筑、纺织、传统零售等低增长的夕阳行业，而试图流入的资产则紧跟时代脉搏，从早期的生物医药、物业管理转向近年来的AI与数字经济。

⁴ 参见: 港交所清壳! 香港主板壳价暴跌5成 创业板无人问津
https://finance.china.com/hkstock/13003061/20191018/37227173_all.html

3. 借壳中介格局的洗牌与监管执法的大幅收紧

春江水暖鸭先知，伴随着市场的净化，围绕借壳上市的中介生态也发生了地缘性转移。在旧时代，活跃在市场中心的是以香港本地券商为核心的大量壳玩家、壳王和庄家，他们垄断了壳源的信息差。然而，随着合规成本的剧增和壳价的暴跌，这批旧势力逐渐淡出市场，取而代之的是中资券商在借壳与并购财务顾问（FA）领域逐渐步入舞台中央。根据近年来的并购财务顾问榜单，中资投行持续占据榜单前列。这主要源于买壳方多为内地产业资本，中资投行在两地沟通、资产端获取以及对内地监管和产业政策的理解上具有天然优势。

监管机构在这一时期的执法实务可以概括为“前端高压拦截+后端常态化清退”。在前端审批环节，对于任何涉及大规模资产注入的交易（或上市公司旧业务的沽售），联交所发出的问询函极其详尽。若上市公司原有业务规模微小而拟收购目标巨大，监管几乎统一默认其为规避行为并予以驳回，重点审查“新旧业务之间的逻辑关联”以及“资金来源的穿透性”。在后端监管环节，监管机构引用《上市规则》第13.24条清理“僵尸股”的力度空前。大量试图通过微量业务保壳的公司被裁定为业务运作不足，最终导致2019年至2025年间除牌公司数量总计超过230家⁵。这实际上是在从供给侧压缩借壳市场的存量，倒逼市场出清。



⁵参见：香港联交所2024年11月刊发《上市监管及规则执行通讯》https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Listed-Issuers/LIR-Newsletter/newsletter_202411_c.pdf

第四部分\

香港借壳上市现状：三个典型案例 问题资产出局、产业共赢胜出与替代结构幸存

案例一：威马汽车借壳Apollo出行的失败 案例：问题资产导致的必然结局

威马汽车借壳Apollo出行失败的案例，是近年来港股市场上一起因借壳方自身深陷困境、最终难以满足上市核心要求而告终的典型案件。这清楚表明，严苛的监管规则是筛选器，企业自身欠佳的基本面也是无法逾越的障碍。

1、借壳背景：威马的绝境与Apollo的纽带

威马的生存危机：到2022年，作为昔日的“造车新势力四小龙”，威马已深陷困境。其核心问题包括：

(1) **巨额亏损与资不抵债：**2019年至2021年，威马汽车累计亏损达174亿元⁶，截至2021年底流动负债已达94.77亿元，现金流濒临枯竭。市场估计其资不抵债的局面已非常严重。

(2) **业务全面停摆：**因拖欠货款导致供应链断裂，工厂基本停产，销售网络从超600家门店急剧萎缩。

(3) **上市遇阻：**公司于2022年6月提交的

港股IPO申请未能在有效期内通过聆讯，常规上市路径受阻。

Apollo智慧出行集团（Apollo出行）成为壳公司并非偶然。威马早在2021年第四季度就通过换股持有其28.51%的股权，成为单一大股东，创始人沈晖也出任该公司联席主席。这为后续资本运作奠定了基础⁷。

2、交易过程与结局：一场匆忙的终止

2023年1月11日，Apollo出行发布公告，宣布拟以20.2亿美元（约合157.6亿港元）的价格，通过向威马配发约288亿股新股的方式，收购威马旗下子公司全部股权⁸。此举被市场普遍解读为威马实现借壳上市的关键步骤。

然而，仅仅8个月后，在2023年9月8日，交易双方先后发布公告，自愿终止这项反向收购（RTO）进程⁹。官方解释的原因为“全球市场动荡、金融市场氛围持续不确定以及疫情后短期经济复苏”。随后在2023年10月，威马汽车被曝出已申请破产重组。

3、借壳失败的核心原因：不止于市场环境

市场原因叠加交易本身难以克服的现实挑战：

(1) **借壳主体深陷经营危机。**威马在和Apollo合作之时已经陷入经营危机。首先威马

6. 参见：https://car.southcn.com/node_c62236a22d/0af389815d.shtml

7. 参见：https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2022/0127/2022012700482_c.pdf

8. 参见：https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2023/0112/2023011200060_c.pdf

9. 参见：https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2023/0908/20230908000388_c.pdf

已经丧失持续经营能力，威马汽车的停产、停销意味着已无稳定业务运作，不符合《上市规则》对“足够业务运作”的基本要求。与此同时，威马的资产质量严重恶化，随着破产重组，其资产被大量冻结（例如有60亿元股权被冻结），且背负约203.76亿元债务¹⁰，资产净值可能已为负。注入这样的资产，无法令上市公司质量提升，反而会拖累现有股东。

(2) 必然触及的监管红线。如果不考虑威马的财务困境，这笔交易本身也极易因触发“原则为本测试”被联交所认定为“反收购行动”。根据2019年修订后强化版的规则，联交所会综合评估交易的实质。本次交易规模远大于Apollo自身、将导致Apollo主营业务发生根本转变（从工程服务外包业务转向造车）、且涉及控制权变动（威马成为控股股东），几乎必然被裁定为“反向收购行动”。引发的后果就是会被“视同新上市”。合并后的实体将需要完全符合所有新上市规定，包括威马自身必须拥有可持续的盈利能力和业务。这对于当时已陷入经营危机的威马来说，是一个不可能完成的任务。

4、对港股借壳上市的政策启示

(1) 港交所和香港证监会的监管的核心是“实质重于形式”。威马案例深刻印证了香港监管当前对借壳上市的核心态度，即联交所不会拘泥于交易的法律安排，而是使用“原则为本测

试”来穿透审视交易的商业实质，核查是否在试图将不符合上市条件的企业塞进已上市公司。

(2) 壳公司和买房双方应是健康企业。一次成功的资本运作，必须能向市场和监管证明，合并能产生“1+1>2”的效果，创造出一个更优质、更具持续发展能力的上市平台。威马与Apollo的交易，最终被视为是一个问题企业试图借助一个壳公司上岸，这注定无法获得监管放行。

威马借壳的失败，是企业自身经营危机与香港成熟、严格的上市监管机制共同作用的结果。它再次明确，港股市场的壳资源价值已与其能否助力实现优质资产整合紧密绑定，任何企图让质量欠佳的资产蒙混过关的尝试，在现行的规则下都难以成功。

案例二：亿腾医药借壳嘉和生物：产业协同下的曲线共赢

亿腾医药与嘉和生物之间的合并交易，是港股市场近期最具启示性的案例之一。与威马汽车形成对比，它展示了一条在严格监管框架下、通过深度产业协同实现双向救赎的成功路径。尽管交易本身被联交所明确认定为反向收

¹⁰参见：<https://www.inewsweek.cn/finance/2025-09-12/26682.shtml>

购并按新上市程序审批，但其已于2025年12月30日顺利更名为“亿腾嘉和”，借壳成功¹¹。这表明监管的初衷并非扼杀交易，而是确保交易能创造出更优质、更具持续性的上市平台。

1、交易背景：研发与商业化的双向困境

交易双方分别代表了生物医药行业中两类典型公司的核心痛点。

一方面是嘉和生物的研发困境。作为一家依据港股18A规则上市、尚未盈利的生物科技公司，嘉和生物面临着烧钱研发与商业化前景不确定的双重压力。公司核心产品虽处研发后期，但现金储备有限，股价长期低迷，通过二级市场再融资困难，独立生存与发展能力受到严峻挑战。

另一方面亿腾医药面临上市困境。与嘉和生物相反，亿腾医药是一家已实现多年连续盈利、拥有成熟销售网络商业化阶段制药公司。然而，作为优等生的它却屡次碰壁，其四次独立向港交所递交IPO申请均未成功，常规上市通道受阻。

双方困境的本质不同，但互补性极强，一方缺钱和商业化能力，另一方缺上市平台和长期管线潜力。

2、交易过程与关键进展：从合并到新上市

2024年10月，双方公告了合并方案¹²，其核心操作是换股合并。嘉和生物向亿腾医药股东发行新股，用以收购亿腾医药全部股权。交易完成后，亿腾医药原股东将持有合并后公司约77.43%的股份，获得控股权，公司拟更名为“亿腾嘉和”。

这一设计的直接后果，是触发了联交所《上市规则》中关于反向收购的明确规定。联交所认定，此交易的实质是亿腾医药通过取得嘉和生物控股权来实现上市。因此，合并后的新实体不被允许直接沿用上市地位，而是必须被视同新上市申请人，从头走完完整的IPO流程，包括递交上市申请、回答问询、通过上市委员会聆讯等。

2025年12月30日，合并后的新公司“亿腾嘉和”成功更名，这标志着监管机构对此次合并的最终认可，新公司亦已挂牌交易。对于亿腾医药而言，这意味着其虽然仍经历了IPO的严格审查，但终于顺利登陆香港资本市场；对于嘉和生物而言，其股东获得了更具确定性的优质资产和未来。

3、成功的核心原因：超越借壳的产业整合

此次交易能够冲破监管障碍、获得放行的根本原因，在于它并非简单的壳交易，而是具备坚实商业逻辑的产业整合。

11.参见：https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2025/1230/2025123000026_c.pdf

12.参见：https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2024/1007/2024100700010_c.pdf

(1) 创造了真实的“1+1>2”协同价值。这是与威马案例最本质的区别。对嘉和生物而言，注入了亿腾医药的稳定盈利、现金流和全国性的成熟销售网络，为其即将进入商业化阶段的核心产品提供了现成的高速公路，极大提升了研发成果变现的确定性与速度。从亿腾医药角度，其获得了宝贵的上市平台，同时整合了嘉和生物的前沿研发管线，丰富了自身的产品梯队，增强了长期成长潜力和科技属性，形成了一个从研发到商业化的完整生物制药平台故事。

(2) 合并主体（亿腾医药）自身资质过硬。尽管走了反向收购的路径，但注入的资产——亿腾医药本身是一家盈利稳定、业务清晰、符合传统上市财务标准的公司。联交所的视同新上市审查，实质上是对亿腾医药本身资格的二次确认。这与威马自身已丧失持续经营能力的情况有较大差别。

(3) 符合香港监管“提升上市公司质量”的最终导向。联交所的监管红线，旨在打击利用壳公司注入质量欠佳的资产、损害投资者利益的行为。而本次交易的结果，是将一个业务规模较小、前景不确定的未盈利生物科技公司，转型为一个兼具即期盈利能力和长期研发潜力的综合性医药企业，显著提升了原有上市平台的基本面和投资价值，与监管保护投资

者、维护市场质量的初衷完全一致。

4、对港股借壳上市的政策启示

亿腾-嘉和案例为香港市场提供了在现行规则下进行借壳类资本运作的新范式，其启示比威马案例更为积极和深远。

(1) 监管的红线也是安全线与价值线。联交所“实质重于形式”和“原则为本测试”的监管框架，并非为了阻止所有交易，而是为了确保交易的商业实质是积极和建设性的。只要能证明交易能带来产业协同、提升公司质量，即使程序上被认定为反向收购，也有成功可能。

(2) 壳的价值已从交易通道彻底转向产业合作接口。过去那种寻找一个干净壳公司，然后进行简单资产注入的线性思维已经失效。未来的成功模式，要求壳方与注入方之间存在战略互补性和业务整合空间。交易双方的关系，应从买卖双方重新定义为产业合伙人。

(3) “视同新上市”从障碍变为认证和背书。对于具备真实协同效应的合并，走一遍新上市流程并非额外成本，而是一个强制性价值发现与风险排查过程。它迫使合并方完善自身，并以全新的、更强的面貌接受市场和监管的检验，最终获得的上市地位也更为稳固和受认可。

亿腾医药与嘉和生物的案例证明，在港股市场，纯粹基于财技的借壳上市空间已几乎消

失殆尽，但通过战略性产业合并实现曲线上市的大门依然敞开。成功的关键，不在于精巧的结构设计以规避监管，而在于交易是否蕴含能够说服监管、打动市场的真实产业价值。这标志着港股资本运作逻辑，已从单纯的金融套利，进化到了以产业整合和价值创造为核心的新阶段。

案例三：“交个朋友”借壳世纪睿科：一次避开反向收购审查的实践

“交个朋友”借壳世纪睿科上市的案例，是近年来港股市场中一个避开反向收购审查的成功范本。与威马的失败和亿腾的曲线上市都不同，它通过精巧的交易结构设计和循序渐进的业务整合，最终在未触发联交所反向收购审查的情况下，实现了直播电商业务的成功上市，成为2023年罕有的、真正意义上的借壳上市成功案例。

1、借壳背景：轻资产MCN的上市诉求与上市公司的转型需求

交易双方代表了新经济与传统行业在资本市场的不同境遇。

一方面“交个朋友”面临扩张困境，作为国内头部直播电商MCN机构，公司已完成转型，建立了矩阵号体系，但在2022年面临增长平台期。作为轻资产公司，其直接IPO面临业务持续

性（依赖头部主播）、估值模型、以及当时中概股审计环境不确定等多重挑战，需要更快捷、确定的上市路径。

另一方面世纪睿科也面临转型困境。世纪睿科原为主营视频解决方案及系统开发的老牌港股上市公司，业务增长乏力，股价长期低迷，市值较小。公司管理层有强烈的意愿引入新经济资产，实现业务转型和市值提升，具备成为壳公司的内在动力。

双方需求的契合点在于一方需要上市平台，另一方需要优质资产来焕发新生。

2、交易过程与关键设计：分步实施，避免触发

与威马和亿腾一步到位的巨额合并方案截然不同，“交个朋友”的上市路径采取了极其审慎、分步推进的策略，核心时间线如下：

2021年4月：交个朋友的联合创始人李钧退出交个朋友，切断与交个朋友的联系。

2021年7月：李钧及其一致行动人通过股份收购和可转换债权认购方式获得世纪睿科控制权。李钧及其一致行动人累计持有世纪睿科68.44%的股份¹³。

2022年8月：世纪睿科与“交个朋友”签订

13.参见：https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2021/0730/2021073001839_c.pdf

为期五年的独家运营合作协议，获得其所有直播账号的代运营权¹⁴。此举并未涉及股权，但使上市公司提前锁定了核心业务和收入来源，实质上形成了VIE架构。

2023年5月：世纪睿科通过其全资子公司“易匠未来”正式收购“交个朋友”的运营主体北京交个朋友数码科技有限公司，“交个朋友”业务全面并入上市公司报表。

2023年7月：上市公司正式更名为“交个朋友控股有限公司”（股票代码：1450.HK），标志着借壳上市的最终完成¹⁵。

3、成功的核心：如何精巧避开“反向收购”定义

此交易的成功，关键在于其结构设计完全绕开了《上市规则》第14.06B条关于反向收购的触发条件：

(1) 提前切断新控制人与注入资产的联系。这是最核心的一点。在整个交易过程中，因李钧切断和“交个朋友”的联系，由李钧及其一致行动人而非“交个朋友”获得壳公司控制权。由于表面上后续注入壳公司的资产和实际获得控制权的李钧无关，后续的资产注入便不会构成“新控制人注入资产”，从而直接规避了“明确测试”和“原则为本测试”中最为关键的控制权要素。在世纪睿科与“交个朋友”签订合作协议的公告中，世纪睿科特别指出其与“交个朋

友”及其控股股东不存在关连关系¹⁶。

(2) 业务整合循序渐进，避免“根本转变”。交易没有采取一刀切式的主营业务替换。在收购前，通过独家业务运营协议（而不是常见的股权收购协议）让直播电商业务已在上市公司体系内运行；收购后，上市公司在一段时间内保留了部分原有视频业务。这种安排使监管和市场能够接受公司业务是“拓展与转型”，而非“完全且突然的根本转变”，降低了触发“原则为本测试”的风险。

(3) 交易规模相对可控，不构成“极端交易”。收购对价相对于世纪睿科当时的市值而言，并未达到极端失衡的程度。这与威马（估值远超Apollo）和亿腾（规模远超嘉和）的案例形成对比，使其看上去更像是一次大型的资产收购，而非一个借壳安排。

(4) 资产方自身健康，提升而非拖累上市公司。“交个朋友”作为当时已实现盈利的头部MCN，其注入迅速改善了上市公司的营收和利润状况，股价应声上涨。这完全符合联交所“提升上市公司质量”的监管导向，使得监管机构没有动力去穿透审查一个从结果上看对市场有利的交易。

14.参见：https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2022/0829/2022082901229_c.pdf
15.参见：https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2023/0706/2023070601133_c.pdf
16.参见：https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2022/0829/2022082901229_c.pdf

4、对港股借壳上市的政策启示

“交个朋友”案例为市场在现行铁规下探索出了一条极为狭窄但可行的通道，其启示独特而深刻：

(1) **证明了纯借壳路径尚未完全关闭，但窗口极为狭窄。**它表明，在精心布局的前提下，通过提前切断新控制人与注入资产的联系以及类似VIE架构的“业务协议安排”的模式，有可能实现优质资产上市。但这要求壳公司原控股股东与买壳方有极强的合作意愿，逐步推进借壳方案。

(2) **将规避监管转化为顺应监管的艺术。**成功的核心并非对抗规则，而是吃透规则后，在规则允许的框架内（如重大收购而非反向收购）进行最大化操作。这要求中介机构具备极高的合规设计能力。

(3) **交易双方的信任与战略契合度至关重要。**世纪睿科原股东并非单纯的卖壳者，而是转型的共建者。“交个朋友”也非强势的夺取控制权者，而是融入的核心资产。这种深度的战略互信和角色定位，是交易能如此设计并执行的基础。

(4) **为轻资产、新经济公司提供了新的上市思路。**对于类似MCN、科技服务等可能不适合或难以走通传统IPO路径的轻资产公司，这种“业务先行、资本后至”的借壳模式，提供了

一种可参考的上市方案。

“交个朋友”的案例，是港股借壳新政时代一个难得的、成功的纯借壳样本。它清晰地勾勒出一条与“威马式失败”和“亿腾式曲线上市”都不同的第三条道路。这条道路的成功，依赖于交易双方提前布局和高度的战略协同。它预示着，未来任何成功的借壳，都将是一场在监管规则刀锋上行走的、极度考验智慧和资源的精准手术，而不再是简单的资本套利游戏。

第五部分\

港股借壳上市现状总结：在铁规与创新之间寻找出路

通过对威马汽车、亿腾医药和交个朋友三个标志性案例的深入剖析，我们可以清晰地勾勒出当前港股市场借壳上市的基本现状，即在监管规则日益严密、审核逻辑穿透实质的背景下，传统意义上“买壳-注资”的简单套利模式已宣告终结。市场在实践中分化出三条泾渭分明的路径，每条路径的成功与否，都严格取决于资产质量、交易设计与监管意图的契合度。

1.总体监管环境：铁腕治理，壳价值逻辑根本重塑

联交所通过2019年修订并持续强化的《上

市规则》，特别是其中关于反向收购的“明确测试”与“原则为本测试”，构建了几乎滴水不漏的监管网络。其核心监管哲学是“实质重于形式”，旨在堵截任何试图将不符合上市标准资产塞入上市公司的行为。

在此环境下，“壳”的价值已发生根本性变化，从稀缺通道变为风险标签。一个业务萎缩、股价低迷的上市公司，本身就会成为联交所重点监控的疑似壳股，对其任何重大资产变动审查都会异常严格。单纯的“壳”已几乎无价值。其价值仅体现在能与注入资产产生“1+1>2”的产业协同效应，从而共同打造一个更优质的上市平台。监管机构乐见其成，但坚决遏制利益输送与套现。

2. 成功的关键：超越金融技巧的硬实力

(1) 注入资产的健康度是底线。这是威马案例提供的血的教训。任何交易都无法拯救一个自身已病入膏肓的资产。资产必须具备可持续的经营能力和清晰的盈利前景。

(2) 真实的产业叙事是核心。无论是亿腾的“研发+商业化”闭环，还是“交个朋友”为传统上市公司带来的新经济转型故事，必须向监管和市场证明，合并是为了一起把蛋糕做大，而非分食现有的蛋糕。

(3) 对监管规则的敬畏与驾驭是前提。

必须彻底放弃规避的侥幸心理，转而追求合规下的创新。这要求中介团队具备顶尖的合规设计能力，能够像“交个朋友”案例一样，在规则的缝隙中寻找安全空间。

3. 对市场参与者的启示

对于拟上市企业，应首先以独立IPO的标准审视自身。若选择并购路径，必须优先寻找具有战略协同效应的产业伙伴，而非单纯的净壳。要准备好接受比IPO更为复杂的监管审视。

对于上市公司（潜在壳方），单纯的卖壳思维已不可行且风险极高。必须从股东长远利益出发，寻求能真正增强公司核心竞争力的战略合并，扮演共建者而非退出者的角色。

港股借壳上市的现状，是“劣质资产无路可走，优质资产条条大路”的鲜明格局。监管的严苛非但没有堵死所有道路，反而迫使市场进化出了更健康、更强调实质价值创造的资本运作模式。未来的借壳，将不再是隐秘的金融魔术，而是阳光下基于产业逻辑的战略合并。成功不再依赖于规则的漏洞，而取决于企业自身的硬实力与交易所能创造的软实力。这标志着港股市场正在告别炒壳的投机时代，步入以产业整合和价值投资为主导的新阶段。

第六部分

番外篇：关于内地企业赴港借壳上市的现实窘境和生存指南

如前文所述，自2019年香港联交所的借壳新政以来，港股借壳上市的逻辑已被彻底改写。本部分将从实操层面，审视内地企业这一群体在后借壳新政时代的尴尬境遇——剖析市场数据、总结受骗陷阱，并为有意尝试者提供一份现实的生存指南。

1.2019-2025：市场数据画像——从喧嚣到沉寂

在借壳新政的强力约束下，内地企业赴港借壳的市场全景发生了结构性巨变。

(1) 交易数量与主体占比：民企仍是主力，但活动收敛

纯粹的借壳上市交易因敏感原因已难有公开统计数据，但观察其前置步骤——“控股权变更”交易，可窥见趋势。以2022年上半年为例，港股发生的24例触发全面要约的控股权变更中，超过50%（13例）的收购方为内地民营企业背景。这表明，尽管门槛提高，内地民企仍是寻求控股港股上市平台的最活跃群体。然而，与新政前每年动辄数十起借壳传闻相比，公开披露且能推进至资产注入阶段的案例已凤毛麟角，传统意义上的借壳上市的市场活跃度

显著降低。

(2) 交易成本与标的偏好：转向创业板与小市值公司

为规避监管审查及控制成本，买家的偏好发生明显变化。例如2022年上半年，民企收购控股权的平均成本已降至1.19亿港元，远低于前几年4-5亿港元的水平。主要原因在于，收购标的从以往5亿市值左右的主板公司，大量转向市值更低的香港创业板公司（在13例民企收购中占比近一半）。买家倾向于选择业务简单、资产干净、市值极小的公司，以降低收购总价和被认定为借壳的风险。

(3) 借壳成功率：极低，且难以统计

目前并没有权威机构发布2019年借壳新政之后的借壳成功率统计数据。这本身就是一个强烈的信号，即由于联交所“实质重于形式”的审查威力巨大，大量借壳交易在方案设计阶段便已放弃，或在早期问询后知难而退。能够进入公告阶段的案例本就稀少，其中像“交个朋友”那样成功规避审查、或像亿腾医药那样甘愿接受“视同新上市”审查并能通过的，更是寥如晨星。绝大多数交易止步于买壳，后续的资产注入因无法通过类IPO审查而无限期搁置。

2. 内地企业赴港借壳上市屡战屡败的背景与原因

(1) 壳公司本身风险巨大

许多目标公司是长期停牌、业务萎缩的“僵尸股”或“仙股”。内地买家可能因尽职调查不充分，购入后经常发现公司隐藏巨额表外债务、存在未披露的法律纠纷，或原有资产质量快速恶化。这类“壳公司”不仅无法助力资产增值，反而成为财务黑洞。再如威马案例所示，许多寻求借壳的企业自身已问题缠身。它们或因IPO多次失败，或因行业下行、经营恶化，才将借壳视为救命稻草。监管机构对此类资产审查尤为警惕，因其不具备可持续发展能力，注入后无法提升上市公司质量。

(2) 对灰色操作法律效力的误判

借壳上市与生俱来的原罪之一便是其明显的规则规避色彩和争议性，具体体现为过往借壳上市过程中经常出现的一些灰色甚至黑色操作（例如各种抽屉协议、君子协议、暗箱安排等）。无论从初始法律效力抑或是后续可执行性的角度来看，这类操作都无法起到任何保障交易方权益的作用。可是内地诸多企业对此类安排却深信不疑，甚至认为这就是借壳上市实操的题中应有之义。这也是导致大量内地企业在借壳上市过程中纷纷踩坑的重要原因之一。

(3) 对监管逻辑的误判与博弈失败

部分交易试图通过复杂结构（如分步收购、代持）规避审查。然而，联交所的“原则为本测试”旨在穿透所有规避安排。一旦被认定试图规避，不仅交易会被否决，上市公司还可能

受到纪律处分。同时，随着退市制度严格执行，大量业务不足的公司被强制除牌，企图长期养壳等待时机的策略也已失效。

(4) 中介机构能力错配与信息欺诈

传统香港本地壳玩家主导的中介模式现今已逐渐走下历史舞台，此外若中介机构不熟悉最新监管口径（更多见的是，甚至本就有蛊惑内地企业），设计的方案极易触碰红线。更有甚者，标的资产可能存在财务造假。

3. 实操中的生存指南

对于仍考虑赴港借壳的内地企业，以下警示红旗（red flag）和建议至关重要：

(1) 警示红旗

目标壳公司：长期停牌、主营业务微薄或已停顿、股权结构复杂、有被联交所发函询问历史。

自身资产：近期IPO申请被拒、业绩持续下滑或亏损、法律纠纷缠身、主要客户/供应商高度集中。

交易方案：试图在控制权变更后36个月内注入大规模资产、新旧业务毫无关联、交易估值畸高且缺乏合理支撑。

(2) 对内地企业的实操建议

a. 找对壳公司

首先，对壳公司的寻找，已经不能再找空壳。成功的案例（如亿腾医药、交个朋友）表

明，必须与上市公司存在真实的产业协同和战略互补，交易应能讲述一个“1+1>2”的产业整合故事，才有成功的可能。

其次，高度重视对壳公司的尽职调查，对壳公司的调查须超越财务数据，深入其法律、业务、债务的真实状况，聘请具备跨境经验且声誉良好的律所和财务顾问。

b. 与监管的提前沟通

与监管进行透明、事前的沟通。如果交易具备商业合理性，可考虑接受“视同新上市”的路径，将其视为对公司价值的一次权威认证。

c. 准备好长跑的耐心与资金

如选择“先控股，后注入”的长跑模式，需储备足够资金维持上市公司原有业务运转，并承受至少36个月的等待期与市场波动。

d. 提前对交易结构进行全盘推演

广泛存在的内地企业赴港借壳上市受骗现象，核心原因应归结于企业普遍低估了获取上市公司控股权之后的资产注入及旧业务处置环节的难度，而将关注重心错误地过度集中在前期的买壳环节，再加上市场上确实存在某些不良的中介机构就香港借壳上市向内地企业进行极富误导性的介绍，从而导致每年都有大量内地企业最终落得个手握空壳、进退两难的窘境。

第七部分\

结语

纵观四十年流变，沧海横流，方显英雄本色。香港借壳上市的演进和监管史，是资本市场在“效率”与“公平”、“创新”与“秩序”之间不断寻求平衡的生动缩影。壳公司的价值逻辑已被根本性重塑，它从一种具有独立投机价值的稀缺通道，蜕变为一个必须依附于实质性产业协同才能存在的合作接口。对于寻求借壳上市的企业来说，应当彻底放弃规避监管的侥幸心理。成功的唯一前提，是自身成为足够优质的资产，并致力于寻找能产生化学反应的产业伙伴。这也标志着香港资本市场已经毅然脱离曾经大行其道的投机和机会主义，朝着更健康、更注重长期价值创造的方向坚实迈进。 ☞

(姜田凌、王妍对本文亦有贡献)



王蓓良
高级顾问
资本市场部
杭州办公室
+8571 5662 3969
Lawrencewang@zhonglun.com

关于私募基金“先投后募” 收购上市公司控制权案例解析

作者：王敦平 谷阳博 孙子昊



2024年9月，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（下称“并购六条”），首次明确支持私募股权投资基金以产业整合为导向依法收购上市公司控制权。这一政策不仅为私募基金参与上市公司控制权收购提供了核心政策支撑，也推动“先投后募”模式成为行业创新探索的重要方向。该模式通过“先锁定标的、后设立基金完成收购”的运作逻辑，有效破解了传统并购基金标的锁定难、期限错配等核心痛点。但该模式因交易结构设计复杂、定价机制与监管规则衔接性不足等问题，容易引发监管重点关注与市场争议。本文将选取“并购六条”落地后两起代表性案例进行解析，通过对比交易结构、定价机制的核心差异，旨在为私募基金“先投后募”收购上市公司控制权交易模式提供兼具实操性的实践参考与指引。

第一部分\

代表性交易案例概述

（一）瑞丞基金收购H公司控制权案

2025年12月1日，H公司发布公告，安徽省瑞丞鸿图股权投资基金合伙企业（有限合伙）（下称“瑞丞鸿图”）已成功完成对H公司拟收购股份的过户登记，持股比例达25%，成为公司控股股东。合肥瑞丞私募基金管理有限公司（下称“瑞丞基金”）作为瑞丞鸿图的执行事务合伙人，实质成为H公司间接控股股东。

本次交易自首次公告至完成股权交割历时约六个月，交易流程清晰、合规性明确，具体节点如下：



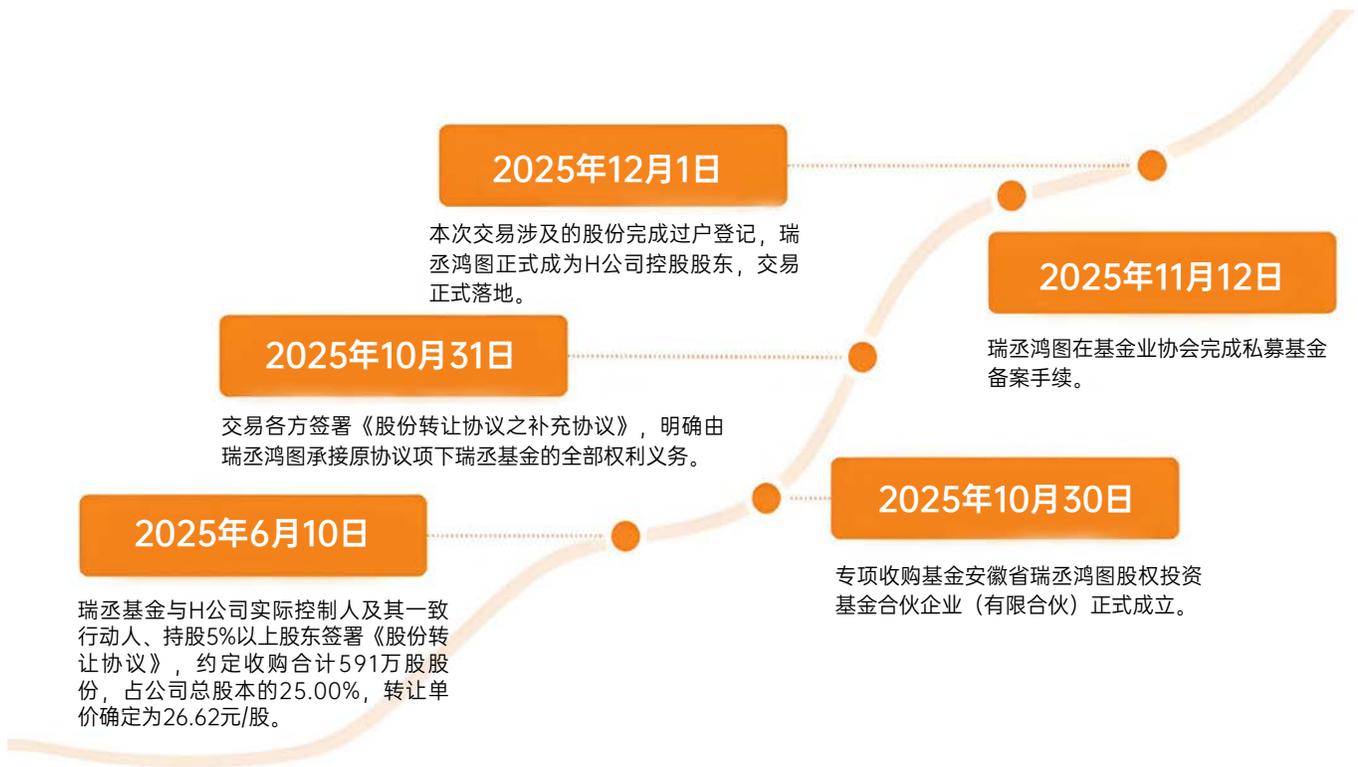


图1 H公司控制权收购案时间线

本次交易通过“先投后募”模式成功收购A股上市公司控制权。该案例虽非“并购六条”后首单披露的同类交易，但凭借严谨的交易结构设计率先完成交割，成为“先投后募”模式合规落地的代表性案例。

（二）Q创投收购天迈科技控制权案

2026年1月7日，郑州天迈科技股份有限公司（下称“**天迈科技**”）发布公告，苏州工业园区启辰衡远股权投资合伙企业（有限合伙）（下称“**苏州启辰**”）已成功完成对天迈科技拟

收购股份的过户登记，持股比例达26.10%，成为公司控股股东，苏州启辰的基金管理人为Q创投。该交易系“并购六条”后首个市场化创投机构通过“先投后募”模式入主上市公司的代表性案例。

本次交易自首次公告至完成过户历时约一年，期间因交易主体变更、定价机制等问题，经历多次方案调整，具体节点如下：

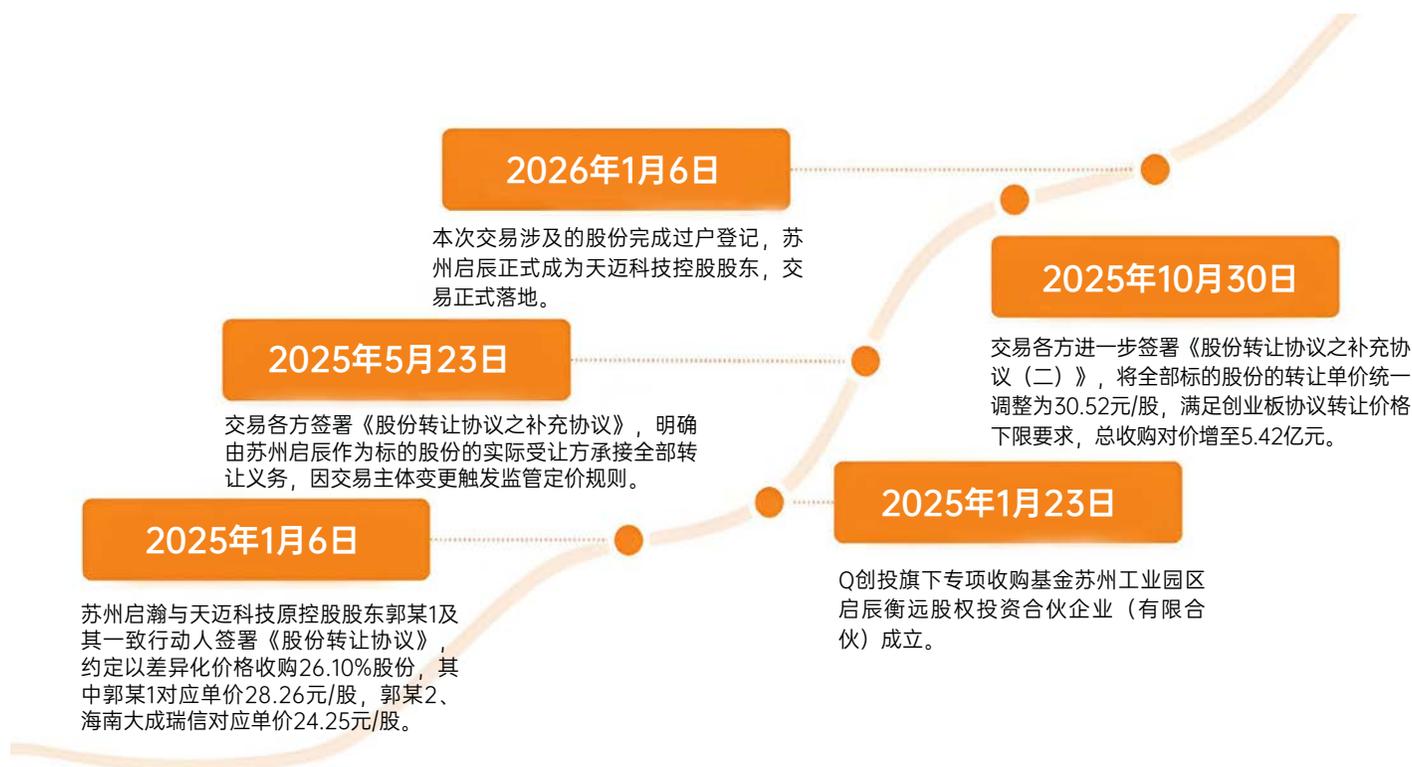


图2 天迈科技控制权收购案时间线

该案例持续一年多的交易推进过程中，从最初市场解读的“先锁价再募资”模式，到此后的交易价格调整，既体现出监管允许有效缩短交易周期、逆序实施“先投后募”交易安排的包容性，也同样为市场划定了清晰的合规边界，兼具制度破冰与风险防范的多维示范效应。

第二部分 私募基金并购上市公司案例对比分析

两起案例均为“并购六条”政策下私募基金“先投后募”模式的创新尝试，但因交易结构设

计、定价机制设置存在本质差异，导致交易进程与最终效果分化显著。以下笔者将从交易结构设计、定价机制等核心维度，对两起案例展开对比分析。

（一）交易结构设计

“先投后募”模式的核心操作逻辑在于，私募基金管理人或其关联主体先行与转让方签订股份转让协议以锁定标的，待专项基金设立并备案后，通过补充协议完成权利义务的承继。两起案例的核心差异在于初始签约主体的身份界定及权利义务承继条款的明确性，这直接决

定了主体变更是否触发监管重定价规则¹。

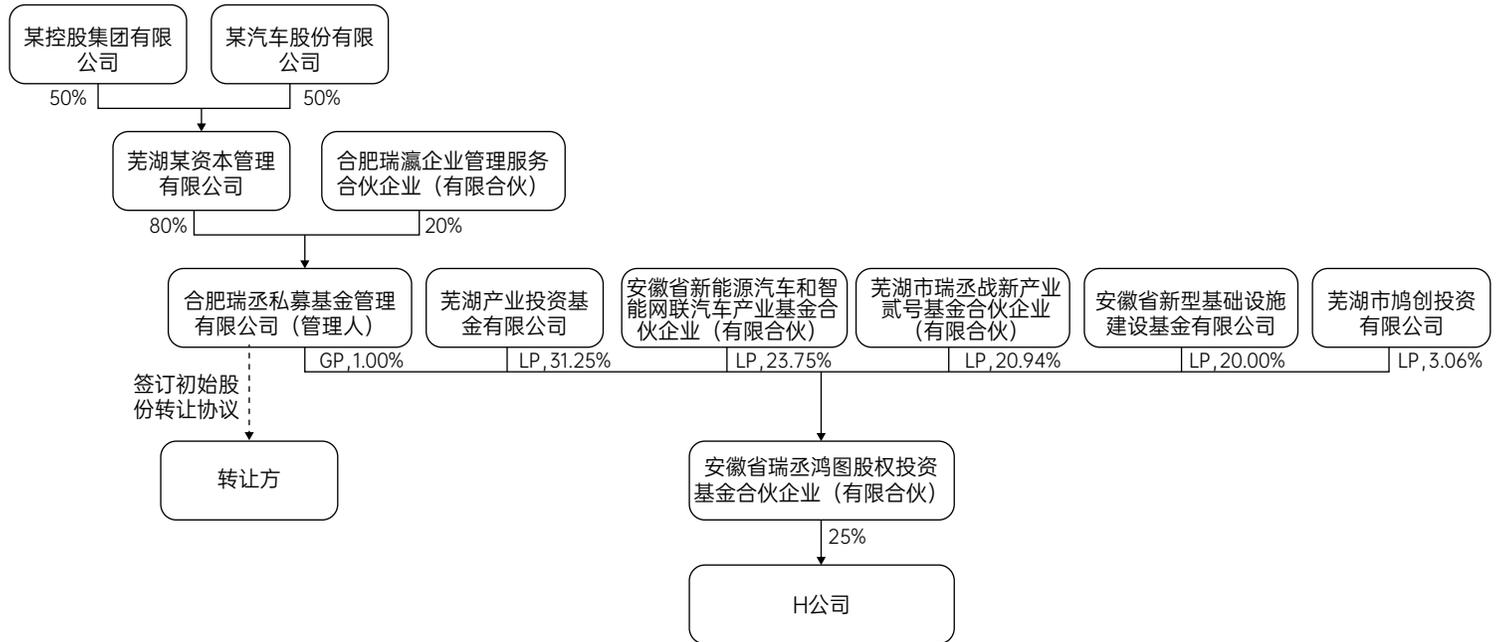


图3 H公司控制权收购交易结构图

H公司收购案中，私募基金方的初始签约主体为瑞丞基金，其系持牌私募基金管理人。瑞丞基金在初始《股份转让协议》中明确其签约身份为“自身并代表拟设立的专项基金瑞丞鸿图”。从法律关系来看，瑞丞基金作为专项基金瑞丞鸿图的执行事务合伙人，与瑞丞鸿图存在天然的控制关系。笔者理解，该条款设计将后续主体变更定性为“同一控制下的权利义务承继”，而非监管规则意义上的“转让主体变更”，这可能是监管最终豁免其重定价义务的核心法律基础。



1.《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引》第十条 上市公司股份协议转让应当以协议签署日的前一交易日转让股份二级市场收盘价为定价基准，转让价格范围下限比照大宗交易的规定执行，法律、行政法规、部门规章、规范性文件及本所业务规则等另有规定的除外。转让双方就股份转让协议签订补充协议，补充协议内容涉及变更受让主体、转让价格或者转让股份数量的，以补充协议签署日的前一交易日转让股份二级市场收盘价为定价基准。

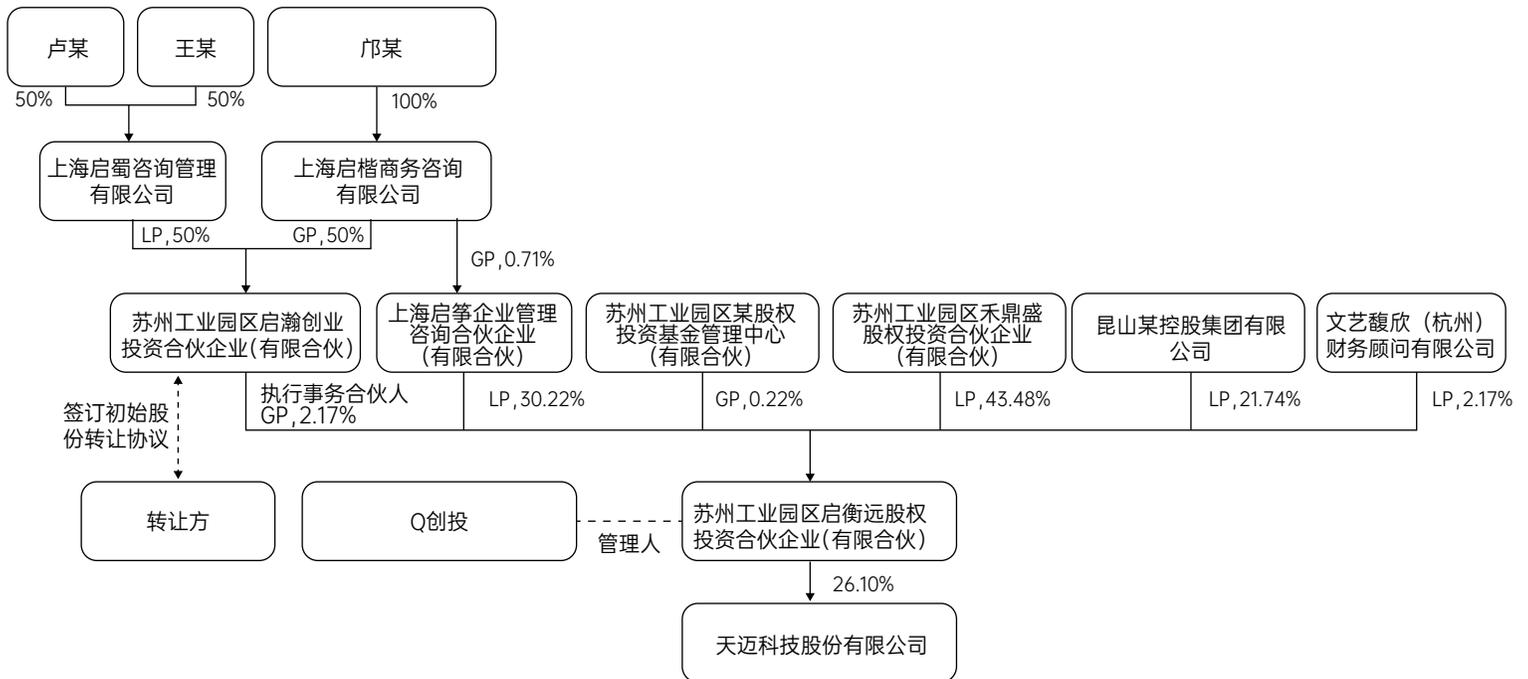


图4 天迈科技控制权收购交易结构图

天迈科技收购案中，私募基金方的初始签约主体为苏州工业园区启瀚创业投资合伙企业（有限合伙）（下称“苏州启瀚”），受让主体同为后续设立的专项基金（苏州启辰）。苏州启瀚作为初始签约主体，虽与Q创投受同一实际控制人控制，符合《私募投资基金登记备案办法》第三十四条²的架构要求，但初始协议未明确“苏州启瀚代表拟设立基金签约”的核心定位。笔者理解，监管可能据此认定，后续受让方变更为苏州启辰属于协议转让主体的实质性变更，而非存在控制关系或者受同一控股股东、实际控制人控制下的主体延续，进而触发强制重定价规则。

（二）定价机制

在“先投后募”上市公司控制权交易模式下，交易双方在签署股份转让协议时，专项基金尚未设立，提前锁定交易价格，可有效预防后续因市场股价波动对交易产生影响，但该操作仍需严格契合监管定价规则³。两起案例的锁价策略差异，直接导致了“锁价成功”与“锁价失效”的不同结果。

2.《私募投资基金登记备案办法》第三十四条 私募基金管理人设立合伙型基金，应当担任执行事务合伙人，或者与执行事务合伙人存在控制关系或者受同一控股股东、实际控制人控制，不得通过委托其他私募基金管理人等方式规避本办法关于私募基金管理人的相关规定。

3.《深交所上市公司股份协议转让业务Q&A》第十一条 除法律、行政法规、部门规章、规范性文件及本所业务规则等另有规定外，主板上市公司股份协议转让价格应不得低于协议签署日前一交易日公司股票收盘价的90%（ST和*ST等风险警示股票，转让价格不低于协议签署日前一交易日公司股票收盘价的95%），创业板上市公司股份协议转让价格应不得低于协议签署日前一交易日公司股票收盘价的80%。

时间节点	协议签署日前一交易日收盘价 (元/股)	约定交易价格 (元/股)	主板价格下限 (元/股, 收盘价×90%)	合规性结论
初始协议签署日 (2025.6.10)	25.49	26.62	22.94	高于下限，且较收盘价溢价4.44%，合规性充分
补充协议签署日 (2025.10.31)	27.97	26.62	25.17	仍高于下限，无需调整价格，锁价成功

表1 H公司定价策略与合规要点表

H公司作为深交所主板上市公司，各方签署股份转让协议时，确定股份转让价格为26.62元/股，该价格相较于协议签署日前一交易日公司股票收盘价，溢价幅度达4.44%，不仅完全符合深圳证券交易所关于主板上市公司股份协议转让价格不得低于协议签署日前一交易日股票收盘价90%的监管规定，更为交易各方后续签署补充协议时，应对潜在市场价格波

动预留了合理的调价弹性空间。

就后续履约情况而言，交易各方签署补充协议之际，尽管标的公司股价已出现一定幅度上涨，但此前约定的交易价格仍持续满足前述监管合规要求。笔者认为，此亦是本次收购项目得以豁免重新定价要求的核心考量因素之一，最终助力交易各方达成锁定标的资产及锁定交易价格的双重目标。

时间节点	协议签署日前一交易日收盘价 (元/股)	约定交易价格 (元/股)	创业板价格下限 (元/股, 收盘价×80%)	合规性结论
初始协议签署日 (2025.1.6)	30.85	郭某1: 28.26 郭某2/大成瑞信: 24.25	24.68	同股不同价，并且24.25元/股低于下限，部分不符合监管要求
补充协议一签署日 (2025.5.23)	41.94	郭某1: 28.26 郭某2/大成瑞信: 24.25	33.55	均低于下限，不符合监管要求
补充协议二签署日 (2025.10.30)	38.15	30.52	30.52	等于下限，符合监管要求

表2 天迈科技定价策略与合规要点表

天迈科技作为深交所创业板上市公司，其收购案交易各方签署股权转让协议时，采用差异化定价模式，针对不同转让方分别约定28.26元/股及24.25元/股两档股份转让价格，由此形成同股不同价的情形。经核算，协议签署日前一交易日公司股票收盘价为30.85元/股，对应深交所关于创业板上市公司股份协议转让价格不得低于前一交易日收盘价80%的监管合规底价为24.68元/股。而本交易约定24.25元/股的定价低于该合规底价，实质不符合监管要求。

本项交易项下，各方先后签署两份补充协议。签署第一份补充协议时，交易各方未对原约定价格作出调整，但该补充协议的签署触发了“协议转让主体变更需复核并调整交易价格”的监管要求，各方初始约定的交易价格亦随之暴露出合规瑕疵。鉴于此，交易各方于2025年10月30日签署第二份补充协议，就交易价格重新协商，并将价格统一调整至监管合规区间内，最终确定为30.52元/股，此次调价直接造成本项交易成本增加约9000万元。

第三部分\

关于私募基金收购上市公司控制权实操优化方案建议

（一）交易结构设计

基于两起典型案例的实践经验，笔者认为

交易结构的合规性是“先投后募”模式落地的核心基础，其核心在于厘清签约主体身份与预设权利义务承继规则。

第一，优先选择持牌管理人作为初始签约主体。建议以私募基金管理人作为初始签约方，并在协议中明确约定“管理人自身并代表拟设立的专项收购基金签署本协议”。该条款可直接将后续主体变更定性为“同一控制下的权利义务承继”，从根源上排除因主体变更触发交易价格重新核定的交易风险及法律合规风险。

第二，GP签约需强化控制关系披露与合规论证。若确需以GP主体签约，需严格遵循《私募投资基金登记备案办法》第三十四条要求，确保GP与管理人存在控制关系或者受同一控股股东、实际控制人控制。同时，在协议中详细披露该控制关系，并明确GP签约的核心目的系为设立专项基金收购标的股份，以此佐证交易主体的延续性与合规性，避免因主体定位模糊引发监管问询或交易争议。

第三，明确权利义务承继的触发条件与范围。补充协议需清晰约定主体承继的触发条件，包括但不限于“专项基金完成设立”“基金完成私募基金备案”“基金实缴出资比例达标”等。同时，需明确权利义务的承继范围覆盖交易对价支付、标的股份交割、陈述与保证等全部核心履约事项，杜绝后续权责划分纠纷。

（二）定价机制

定价公允性是监管审核的核心关切点，锁价策略的设计需兼顾监管合规底线与市场价格波动风险，构建兼顾合规兜底及弹性应对的定价体系。

第一，锁价策略需预留充足合规安全边际。锁价条款设计应兼具合规性与灵活性，初始定价应避免紧贴监管下限，建议设置合理溢价空间，该溢价可有效对冲后续标的股价上行带来的合规阈值突破风险。同时，可在协议中明确约定“因同一控制下主体承继而发生的签约主体变更，不触发交易价格调整”的核心条款，并可考虑将“监管部门认可本次锁价安排”设置为协议生效的前置条件。

第二，分板块严格遵循定价下限规则。不同板块上市公司股份协议转让需遵循差异化定价底线，主板交易定价不低于补充协议签署日前一交易日收盘价的90%，创业板、科创板不低于80%，ST/*ST股票需不低于95%，国有股权转让还需同时遵守国有资产管理的有关规定，确定协议转让价格并根据规定履行审批或者备案程序。交易双方应在首次签约及补充协议签署前，对定价合规性进行双重校验，确保价格始终处于监管允许区间。

第三，差异化定价需具备合理商业依据。若针对不同转让方设置差异化转让价格，需充

分披露定价差异的核心考量因素，例如标的股份流动性差异、转让方持股期限长短、业绩承诺责任轻重、股份减持限制不同等，以合理解释“同股不同价”的商业逻辑，规避利益输送的监管质疑。同时需确保，每一档差异化定价均独立满足对应板块的监管定价下限要求。

（三）监管沟通与信息披露

主动的监管沟通与规范的信息披露，是降低“先投后募”模式监管审核风险的关键举措，需贯穿交易全流程。

第一，强化监管沟通前置性。在交易方案设计阶段，即主动与证券交易所、证监会等监管机构就核心事项进行沟通，包括签约主体定位、定价依据与锁价逻辑、主体变更安排的合规性等，提前预判监管关注要点，对方案中潜在争议条款进行优化调整，避免后期因合规瑕疵被监管问询或否决。

第二，提升信息披露的充分性与及时性。首次交易公告需完整披露交易架构、签约主体与专项基金的关系、募资进度安排、收购目的与产业整合规划等核心信息；后续交易方案发生调整时，需同步披露调整的原因、合规性论证依据，以及调整事项对中小股东利益的影响，切实保障投资者的知情权。

第三，全流程开展合规自查，并引入第三

方专业机构背书。在交易全流程中，需对照监管规则对主体变更、定价调整、资金到位等关键节点开展动态合规自查，及时发现并整改潜在合规问题。同时，可聘请律师事务所、会计师事务所等第三方中介机构出具专项合规意见，强化交易方案的合规可信度，降低监管审核风险。

第四部分\ **结语**

未来，随着“并购六条”政策的落地实施与持续深化，私募基金参与上市公司产业整合的应用场景将进一步拓宽。在此进程中，H公司与天迈科技两笔典型交易案例，无疑将成为极具参考价值的标杆范本，为更多企业借助产业整合路径实现价值提供了宝贵的实践经验。

值得关注的是，监管未来对此类交易的合规性要求或将持续趋严。基于此，私募基金参与上市公司“先投后募”收购业务，需精准锚定政策导向，强化全流程合规意识，从主体法律定位、定价机制设计、监管沟通衔接等关键环节优化操作方案，方能推动此类交易规范健康发展，进而助力资本市场实现资源配置与高质量发展。✉



王敦平
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5796 5007
wangdunping@zhonglun.com

上市公司操纵证券市场 民事赔偿责任的构成与认定

作者：赵之涵 胡宸恺 潘国瑞 刘文浩 王月雯



上市公司是否应承担操纵证券市场民事赔偿责任（下称“操纵市场民事责任”），是当前学界与实务界热议的重要议题。传统司法实践中，通常仅对直接实施操纵行为的主体予以追责，上市公司即便存在发布公告等关联行为，亦未被纳入操纵市场的责任追究范畴；近年来，司法实践中已出现将上市公司纳入责任主体的相关案例。结合笔者代理的操纵市场民事赔偿案件实务经验，本文简要介绍上市公司操纵市场民事责任的构成要件与产生机制，并梳理其在司法实践中的认定路径与裁判现状。

第一部分\

责任构成：上市公司操纵市场民事责任的产生逻辑

（一）操纵市场民事责任实质上为侵权责任

操纵市场民事赔偿责任，是指行为人因实施以不正当手段，影响证券交易价格或者证券交易量，扰乱证券市场秩序的行为，而依法须承担的民事赔偿责任。

根据《中华人民共和国证券法》（下称“《证券法》”）第五十五条第二款规定：“操纵证券市场行为给投资者造成损失的，应当依法承担赔偿责任。”上述条文背后的法理依据为，操纵市场行为通过影响证券交易价格或交易量，破坏证券市场自发形成的交易条件和价格形成机制，导致投资者无法依据真实市场价格进行交易决策，从而额外支付“操纵后价格”与

“真实价格”之间的差价而造成损失，故操纵行为人为应对投资者的如上损失承担赔偿责任。

可见，操纵市场民事责任对应的法律规范表述及法理依据，均符合侵权责任的特征，其责任性质应为侵权责任。因此，研究上市公司操纵市场民事责任的责任边界，首先需明确该侵权责任的构成要件，再结合上市公司在操纵市场案件中的行为与角色，判断其是否符合全部构成要件。

（二）操纵市场民事责任的构成要件

1. 行为人客观上实施了操纵市场行为

操纵市场通常有两种行为模式，一是炒作股票，二是散布信息，两种模式经常结合使用。¹近年来，操纵行为人和操纵行为呈现出更

1. 参见朱锦清：《证券法学》，北京大学出版社2022年版，第288页。

加复杂多元的特征，操纵市场的行为主体已不限于证券从业者，更延伸至具备信息优势的上市公司董监高和控股股东。上述主体通常凭借信息与资本优势，通过协同操作，采用信息操控、连续交易等手段扭曲证券价格。

根据文义解释，“操纵”一词的本意是行为

主体对行为客体的主动控制和支配，故“操纵市场行为”要求行为具备主动性、目的性与干预性，且明确指向证券交易市场。根据相关法律法规规范、监管规范与司法判例，操纵市场行为的具体类型可归纳如下：

行为类型	典型行为	表现形式
交易型操纵	连续交易操纵	集中资金/持股优势，连续高价买入拉抬股价后抛售
	约定交易操纵（对敲）	与他人串通，以约定时间/价格相互交易
	洗售操纵（对倒）	在自己控制的账户间自买自卖
	虚假申报操纵（幌骗）	不以成交为目的，频繁或者大量申报并撤销申报
信息型操纵	蛊惑交易操纵	利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者进行证券交易
	抢帽子交易操纵	对证券、发行人公开作出评价、预测或者投资建议，并进行反向证券交易
	重大事件操纵（编故事）	通过策划、实施收购、重组、转让等虚假重大事项，诱导投资者进行证券交易
	利用信息优势操纵	控制信息的生成或披露的内容、时点、节奏，诱导投资者进行证券交易
跨市场操纵	市场力量型跨市场操纵	在股票、ETF、股指期货及期权等多品种间同步建仓，利用杠杆放大单边行情，迫使对冲盘被动止损
	价格关联型跨市场操纵	通过控制A股价格影响H股或ADR价格，或反向操作，利用跨境价差套利

当前司法实践中，操纵市场民事责任对应的操纵行为往往为交易型操纵和信息型操纵的结合。如上海金融法院(2021)沪74民初2599号案件（鲜言案）中，行为人采用了连续交易操纵、洗售操纵、虚假申报操纵和利用信息优势操纵四种操纵行为的复合型操纵手法。

其中，信息型操纵行为对投资者的影响更为直接，且与上市公司存在较大关联。江苏省高级人民法院(2024)苏民终1446号案件中，法院认定上市公司的信息披露行为构成对信息型操纵行为的帮助，故判决上市公司承担操纵市场民事责任。

2. 投资者遭受了实际的损害后果

投资者因行为人实施的操纵市场行为遭受了客观、可确定的金钱财产损失²，具体表现为，投资者在操纵行为存续及影响期间，在被操纵行为扭曲的市场价格下进行交易，导致买入证券时支付的价款高于真实市场价格，或卖出证券时获得的价款低于真实市场价格，由此产生的价差损失；以及在证券交易中支付的佣金、印花税等必要交易费用损失。

上述损失的测算区间与测算方式，将以后续交易因果关系及损失因果关系的司法认定为依据。在因果关系认定后，法院通常会委托第三方专业机构通过专业方法测算确定损失具体金额。

3. 操纵行为和损害后果之间存在交易因果关系

操纵市场民事责任的因果关系分为两部分：交易因果关系和损失因果关系。前者是指操纵市场行为和投资者交易作出之间的因果关系；后者是指操纵市场行为和投资者损失发生之间的因果关系。

(1) 推定因果关系在交易因果关系中的适用

我国法律规范暂未明确操纵市场民事案件的交易因果关系认定中可否适用推定因果关系。根据我国《虚假陈述民事赔偿规定》，证券虚假陈述责任纠纷案件中的交易因果关系明确采用推定因果关系。³故部分学者主张交易因果关系认定中的核心为信赖利益，⁴由于操纵证券市场民事赔偿责任操纵行为破坏了投资者原本信赖的价格形成机制，应当参照虚假陈述案件，在投资者的交易在一定的时间范围内作出时，推定交易与操纵行为之间存在交易因果关系。⁵

实践中，操纵市场民事案件中推定因果关系的适用经历了逐步演变的进程。早期阶段，

2. 参见贾伟：《操纵市场行为的认定及其民事责任》，载《人民司法》2007年第17期，第14页。

3. 《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》第十一条规定：原告能够证明下列情形的，人民法院应当认定原告的投资决定与虚假陈述之间的交易因果关系成立：（一）信息披露义务人实施了虚假陈述；（二）原告交易的是与虚假陈述直接关联的证券；（三）原告在虚假陈述实施日之后、揭露日或更正日之前实施了相应的交易行为，即在诱多型虚假陈述中买入了相关证券，或者在诱空型虚假陈述中卖出了相关证券。

4. 冯果：《信息型操纵交易因果关系的认定——以“信赖利益”为判断核心》，载《法律适用》2024年第10期，第74页。

5. 参见赵畅：《操纵市场民事赔偿责任因果关系认定的法理与适用》，载《证券法苑》第四十卷，第157页。

法院普遍要求投资者就操纵行为与投资损失之间的具体因果关系承担严格的举证责任；近年来，开始有部分法院认为，操纵市场行为人误导或扭曲投资者的投资决策，与证券虚假陈述行为通过发布虚假信息扭曲股票价格具有相同的欺诈本质，故在公开交易的证券市场中，亦应适用欺诈市场理论和推定信赖原则。⁶四川省高级人民法院(2020)川民终1532号案件（蝶彩案）、上海金融法院(2021)沪74民初2599号（鲜言案）、江苏省高级人民法院(2024)苏民终1446号案件中，法院均以操纵市场行为与虚假陈述行为具有类似性，应当采纳欺诈市场理论或推定信赖原则为由，在交易因果关系认定中适用推定因果关系。

与此相对，上海金融法院(2021)沪74民初146号（阿波罗案）中案件中，法院认为原告为“面对面”签订认购协议的定增投资者，欺诈市场理论与旨在保护不特定投资者合法权益的推定因果关系不应适用，原告应对具体因果关系承担举证责任。

（2）推定因果关系适用的时间范围：操纵行为开始日至影响消除日

操纵市场民事案件中存在三个关键时间节点：操纵行为开始日、操纵行为结束日和操纵行为影响消除日。

操纵行为开始日，指行为人首次着手实施

操纵市场行为的日期；操纵行为结束日，指行为人为人全面停止所有操纵市场行为的日期。

操纵行为影响消除日，指行为人操纵市场行为造成的影响消除的日期，代表市场价格回归正常的时间点。操纵行为结束后，操纵行为对股价的扭曲影响不能马上消除，⁷需要逐渐被市场消化吸收，直至操纵行为影响消除日，在此期间投资者进行交易均可能遭受损失。其中，交易型操纵影响何时消除取决于操纵力量、操纵时长等多种因素，信息型操纵影响何时消除取决于信息的影响持续时间。⁸法院往往参照适用虚假陈述案件中的基准日认定方法，通过换手率认定操纵行为影响消除日。

（3）推定因果关系的推翻：不存在交易因果关系的情形

实践中，操纵市场民事案件中推定因果关系的推翻参照适用《虚假陈述民事赔偿规定》，⁹若被告举证证明，原告在交易时已经知悉或应当知悉存在操纵市场行为，或其交易受操纵市场结束日后其他重大事件的影响，或其

6. 上海高院公众号文章：《操纵证券市场行为，如何认定及归责》，载<https://mp.weixin.qq.com/s/CU7aUjJ-DsxFg8EZgJsxlq>

7. 由于操纵市场与虚假陈述案件的固有差别，操纵行为结束日并不能使操纵行为而产生的人为价格立即回归至真实价格。

8. 参见上海高院公众号文章：《操纵证券市场行为，如何认定及归责》，载<https://mp.weixin.qq.com/s/CU7aUjJ-DsxFg8EZgJsxlq>

9. 《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》第十二条规定：被告能够证明下列情形之一的，人民法院应当认定交易因果关系不成立：（一）原告的交易行为发生在虚假陈述实施前，或者是在揭露或更正之后；（二）原告在交易时知道或者应当知道存在虚假陈述，或者虚假陈述已经被证券市场广泛知悉；（三）原告的交易行为是受到虚假陈述实施后发生的上市公司的收购、重大资产重组等其他重大事件的影响；（四）原告的交易行为构成内幕交易、操纵证券市场等证券违法行为的；（五）原告的交易行为与虚假陈述不具有交易因果关系的其他情形。

交易构成内幕交易、操纵市场等证券违法行为的，则可有效推翻交易因果关系的推定，认定交易因果关系不成立。

4. 操纵行为和损害后果之间存在损失因果关系

(1) 损益相抵：损失因果关系中的交易方向匹配原则

实践中，损失因果关系的认定遵循“交易方向匹配原则”，仅当投资者在诱多型操纵（通过操纵拉高证券价格引诱投资者买入的操纵类型）中因行为人引诱以不真实高价买入受损，或在诱空型操纵（通过操纵压低证券价格引诱投资者卖出的操纵类型）中因行为人引诱以不真实低价卖出受损时，方成立损失因果关系；反之，投资者在诱多型操纵中卖出受损、诱空型操纵中买入受损的，其交易行为与操纵行为无因果关系。同时，若投资者因上述反向交易获得额外收益，需依损益相抵原则从损失金额中扣除。

(2) 操纵证券市场民事赔偿案件中的损失计算方法

操纵市场损失计算以“投资差额损失”为核心，其受多重因素影响而较为复杂，需依托专业第三方评估机构，在法院对操纵市场影响区间进行明确的前提下，对损失分步进行核定：

首先，参考操纵行为开始日前数个交易日

的平均收盘价等指标，确定拟制真实股票价格所需的基准价格；

其次，采取“净损差额法”与“价格同步对比法”等估算方法，参考综合指数和行业指数，构建量化计算模型，根据基准价格拟制出一条真实股票价格曲线，按照每个交易日分别取值，得出每个交易日的真实股票价格；

最后，根据投资者的实际交易记录，逐笔计算其成交价格与当日拟制真实股价的差额，经损益相抵后汇总得出投资差额损失。

司法实践中，法院通常委托专业第三方机构出具鉴定报告或损失测算咨询意见，作为认定投资者损失金额的重要参考依据。

5. 操纵行为人存在过错

我国《证券法》对操纵者的主观状态未进行明确规定。在行为人的主观状态上，部分学者认为操纵者必须具有通过其行为诱导其他投资者对证券市场形成错误认识的故意，并基于交易价格和交易量异常变动攫取利益；而持反对观点的学者认为，为了保护守法投资者的利益，应降低合法投资者的举证责任，因而不必要求行为人具备实施操纵市场的故意。¹⁰

司法实践中，各地法院目前均没有把主观

10. 郑佳宁：《操纵证券市场行为法律认定标准的实证研究与再审视》，载《政法论丛》2016年第5期，第103页。

过错作为争议焦点。过错的认定往往被融入对操纵行为、因果关系等其他要件的审查之中，通过行为的客观表现综合判断，包括但不限于行为人是否利用了资金、持股或信息优势，是否实施了明显偏离正常交易逻辑的行为，以及是否对市场公平定价机制造成了实质性干扰。对于专业机构或具备特殊信息优势的主体，其行为的审慎性与合规性将受到更高层次的审查，若未能尽到与其专业身份相符的审慎注意义务，导致市场秩序受到影响，亦可能被认定为存在主观过错，从而纳入责任追究的范畴。

第二部分\

司法认定：上市公司操纵市场民事责任的实践现状与裁判依据

司法实践中，涉及上市公司可能承担操纵市场民事责任的判例整体较少，这是由于多数操纵市场案件中，由于上市公司常是被其控股股东、实控人或高管等操纵行为直接实施主体控制的对象，故责任多针对操纵行为直接实施主体。但近年来，出于强化投资者保护的司法导向，司法裁判在认定上市公司责任方面呈现出更为积极的倾向，具体可归纳为以下四种情形：

第一，仅将操纵行为直接实施主体作为被

告，不将上市公司作为被告。如四川省高级人民法院(2020)川民终1532号案件（蝶彩案），该案判决主文中并未提及上市公司可能承担的责任相关事宜；

第二，将操纵行为直接实施主体和上市（挂牌）公司同时作为被告，但法院仅支持操纵行为直接实施主体的民事责任。如上海金融法院(2021)沪74民初146号（阿波罗案），该案中阿波罗公司为新三板挂牌公司，法院认为，阿波罗公司并未受到行政处罚，且原告未提供证据证明阿波罗公司存在参与操纵证券市场的行为与意图，无证据证明阿波罗公司实际控制人的个人行为等同于公司行为并与操纵行为直接相关，故驳回了原告关于阿波罗公司承担共同侵权责任的诉请。

第三，针对关联事实提起操纵市场责任纠纷案件和证券虚假陈述责任纠纷案件，在操纵市场责任纠纷案件中仅将操纵行为直接实施主体作为被告，在证券虚假陈述责任纠纷案件中



将上市公司作为被告，各自根据操纵市场和虚假陈述的构成要件分别审查。如上海金融法院(2021)沪74民初2599号(鲜言案)。该案证券虚假陈述责任纠纷的关联案件为上海市高级人民法院(2017)沪民终56号案件，法院认定上市公司匹凸匹公司未及时披露对外重大担保和重大诉讼事项，构成不正当披露行为，应承担证券虚假陈述责任。

第四，法院判决上市公司承担操纵市场民事责任。如江苏省高级人民法院(2024)苏民终1446号案件。该案法院认定，上市公司发布了“高送转”等利好信息，客观上为操纵行为直接实施主体操纵证券交易市场提供帮助。……根据侵权责任法规定，就其帮助行为应当向被侵权人承担连带责任。¹¹

综上，上市公司操纵市场民事责任的认定呈现出复杂的局面。传统上，责任多由操纵市场直接实施者承担。但近年来，随着司法对投资者保护的强化，裁判标准有所变化。具体来看，法院的判决结果不一，有时不将上市公司列为被告，有时虽列为被告但因其缺乏参与意图或证据不足而驳回诉请，有时则会将其行为与虚假陈述等其他违法行为区分开来单独审

11. 该案一审判决上市公司在承担连带责任后有权向操纵行为直接实施者追偿，二审法院经审理后改判，未支持上市公司的追偿权。

查，而在上市公司因不当信息披露等行为为操纵提供了实质性帮助时，法院也会判决其承担连带责任。

第三部分\

未来展望：上市公司操纵市场民事责任的制度完善

2025年5月15日，最高人民法院与中国证监会联合发布《关于严格公正执法司法服务保障资本市场高质量发展的指导意见》，明确提出“对民事领域内幕交易、操纵市场赔偿责任等仅有法律原则规定、确需制定司法解释的，抓紧制定司法解释”；最高人民法院民二庭副庭长周伦军在采访中进一步明确，当前内幕交易、操纵市场民事赔偿相关规定仅停留在法律原则层面，为更好维护投资者合法权益、发挥司法护航资本市场高质量发展的职能作用，拟通过制定专门司法解释，明确该类民事赔偿责任的构成要件、损失计算方法等核心内容，让相关制度更具实践操作性。

我们期待，相关司法解释的出台能够为司法实践提供权威、清晰、统一的裁判指引，对操纵市场民事责任的适用主体、构成要件、责任形态等予以明确，进一步完善操纵市场民事赔偿制度。这不仅将为投资者提供更有力的司

法保障，也将有助于厘清上市公司的责任边界，最终实现资本市场稳定运行、上市公司健康发展与投资者合法权益保护的有机统一，为我国资本市场法治体系的成熟与完善提供坚实的制度保障。 ☞



赵之涵
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5087 2790
zhaozhihan@zhonglun.com

从国企出海“触礁”案例看海外法律 风控体系搭建——在不公平的世界 如何建立不对称的优势

作者：龚乐凡



出海过程中，在什么方面的投入，能让你突然跑在竞争对手的前面？

一家中国企业的产品出口欧洲，希望战胜其他竞争对手，拿下欧洲市场的主要份额，需要多少营销成本的投入？

假如我的回答是——零，一分钱都不需要，你是否会相信？这是一家中国企业在海外经营的真实故事，企业并没有重点对营销、品牌进行资金投入，而是在某件事上大胆投入，做对了工作，结果竟然出人意料地拿下了几乎整个欧洲市场。

2024年，欧盟对进口的某工业化学品发起反倾销调查，其中一家中国企业聘请一家知名中国律师事务所代表其应对这项关乎欧洲业务“生死”的法律挑战。律师拥有应对反倾销法律业务近20年的丰富经验，认真严谨地帮助企业准备了相关的成本调查和问卷应答，最终欧盟针对这家被抽中中国企业征收的反倾销税税率为0%。然而，另外两家被抽中的中国企业，就没有那么幸运了，最终分别被征欧盟反倾销税8.6%和17.1%，而那些不配合的企业直接被征35%的反倾销税。

这家被征收0%反倾销税的企业看似仅在法律成本上投入、税费上成功“过关”，然而，真正的巨大的、不均衡的“回报”还在后面。由于欧洲的客户必须购买某工业化学品，然而购自其他中国供应商的产品要支付8.6%-35%的额外成本，故这家享受0%反倾销税的企业成功拿下了整个欧洲市场。这家企业舍得支付成本投入涉外法律的研究咨询工作，愿意借力外部专家研究并驾驭“游戏规则”，从而获得了巨大的“指数级回报”，这是他们所付律师费用的百倍到千倍。

这个案例说明，在出海过程中，深入研究所在国的“游戏规则”并在商场博弈中获胜，所得到的是指数级的回报，正如产品的高质量和独特性所带来的市场回报，呈现指数级增长。但是，如果不在这方面投入，就像匆忙搭建、没有地基的建筑，大风一来，起的楼再高，也可能像积木一下倒下。

中国企业出海面临了商业欺诈、美国法风险、当地政治、天价诉讼和知识产权等风险，而法律和风控构成企业生存和成长的关键支持体系——因为没有这样的基础建设，企业的所谓战略与增长、投资与扩张、研发与产品开发、销售与客户服务、供应链与制造，这些都将不复

存在。

在出海企业中，有相当数量的中国企业并不习惯在“涉外法治”上投入，更不重视在研究和突破“游戏规则”上投入资金。例如，近期有一家知名的中国企业，因合规问题在法国被罚4000万欧元，并导致法国准备出台新的立法规制该类型的中国企业，¹引起出海企业一片哗然。



战略与增长



投资与扩张



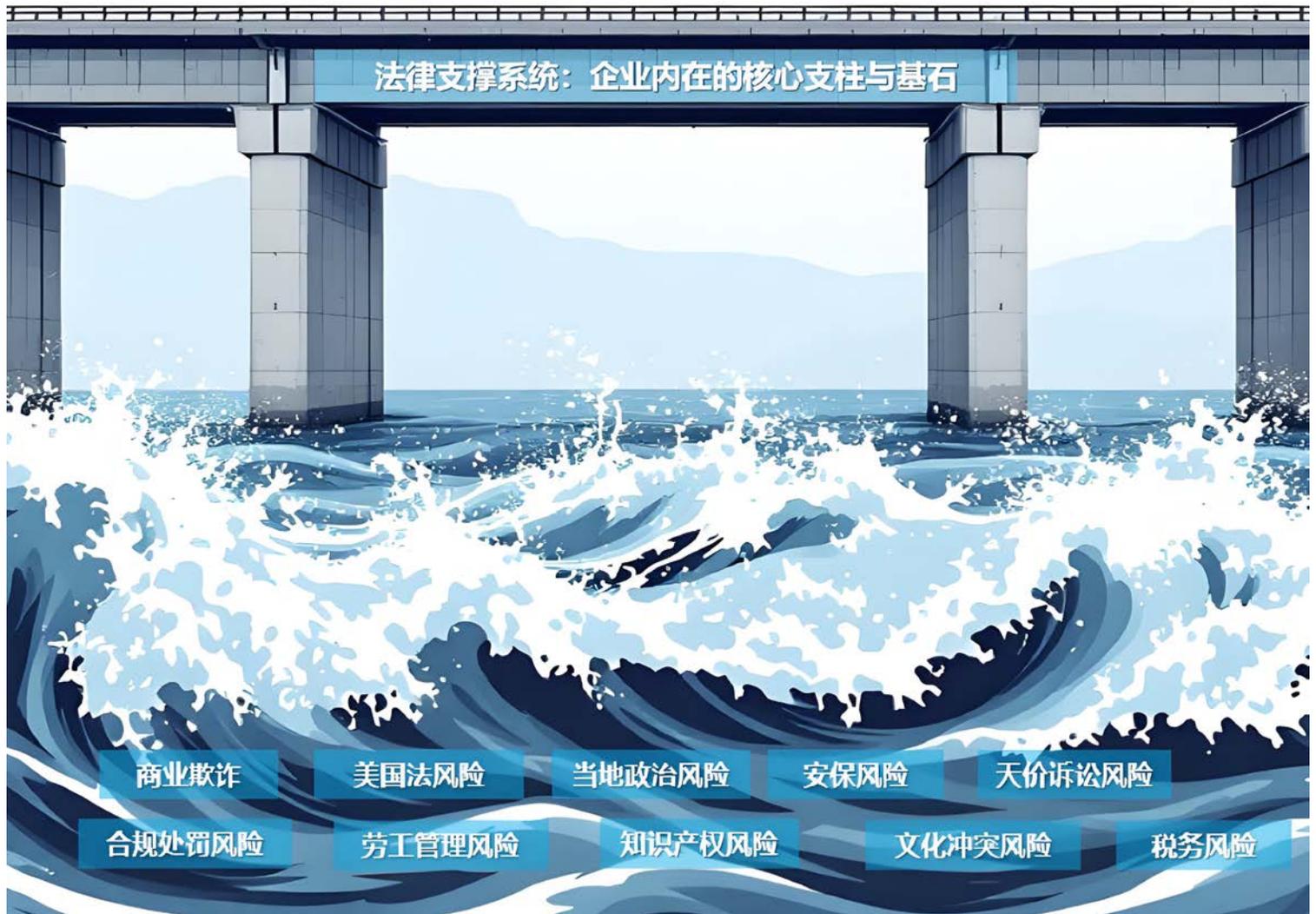
研发与产品开发



销售与客户服务



供应链与制造



¹参见《3.37亿元！希音（SHEIN）遭法国重罚，暴露出海企业合规痛点》，<https://mp.weixin.qq.com/s/jHfgm9GBXalnUYVUcWkb0A>。

这张罚单暴露的不仅是个别企业的海外合规问题，更是中国企业出海浪潮中普遍存在的认知盲区——仍有不少企业的掌舵人对于海外投资、运营的法律合规，抱着“无知者无畏”或“抓到再说”的侥幸心理，将出海经营押注在法律有风险“但可能不被抓到”的灰色地带。在合规和道德的灰色地带游走的企业和企业领导，实则是因算计蝇头小利而抵押了所有中国企业的未来。这种投机行为不仅可能带来天价罚单与企业信誉的严重损害，更增加了国家经济安全的系统性风险。

企业出海是一场在消费者保护、税关规则、产品安全、知识产权以及公共舆论等多重维度上同时展开的国际竞争的全方位博弈。更难的是，这不仅是企业自己的事，更是一盘关乎国家对外开放大局的战略棋局。如果因为一家企业不懂法、不懂跨境文化，或者某个决策者存在侥幸心理，导致其在海外翻船，最后引发的风险很可能不只是这家公司的问题，而是整个“中国企业”群体在海外市场的信任危机，甚至拖滞中国企业整体性国际化步伐。在全球监管趋严的背景下，合规意识的淡薄，本质上是对企业未来和国家安全战略的双重漠视。

习近平总书记说：“涉外法治工作是一项涉及面广、联动性强的系统工程。”因而，出海企业的合规绝不是零散的技术动作，只有当系统建设、规范规则与资源储备形成共振时，企业才可能在国际化的主场夺得主动权。

第一部分\

罚单与警钟：从个案失手到行业性外溢

“涉外法治”的严峻挑战在于，企业出海——这本来就是一个复杂竞争环境下的生存之战，地方是别人的，游戏规则是别人制定

的。中国企业很难天然拥有对抗的优势。

2025年7月，SHEIN在法国因“欺诈性商业行为”被处以“史上最贵”的4000万欧元罚款。监管抽查显示，标注“降价”的商品中有相当比例并未实际优惠，甚至存在先提价再打折的套路。更重要的是，这次执法不是孤例。今年6月，法国参议院就已经以337:1的压倒性比例通

过了面向“超快时尚”的法案草案，²要跟进的环保税、广告与网红带货禁令、强制“环境影响标签”等措施，刀刀指向以SHEIN为代表的中国跨境快时尚产业。与此同时，美国对跨境直邮免税规则的收紧，更让相关企业在税关与合规渠道上压力山大。“消费保护—环保—关税”三线合围，直接把商业模式逼向悬崖，这些“连锁反应”展示了在跨文化语境下合规模型失灵的真实代价。

近年来，中国企业已经从早年的只重视成本和低价竞争的阶段，开始向“品牌建设”跃升。但是由于在涉外法治、跨境文化、商业道德、媒体公关形象等围绕“游戏规则”方面所作的投入和努力，还不足以应对海外投资复杂多变的环境，往往面临被处罚、被恶名化、被围堵、被收割的境遇。

SHEIN的案例还只是冰山一角。

在欧洲的产业并购中，对手会利用政治阻力与资产腾挪，将交易拖入动辄数年、耗资千万欧元的程序性消耗战；³

在中亚，政府一纸变卦就能让数亿美元投资打水漂，传统诉讼救济根本来不及止损，还面临中方人员被扣留、企业被国际舆论污名化的惨重局面；⁴

在非洲，个别政府用看似合理的事由加以合法的规定来驱逐外来企业高管并掠夺高额资

金，将商业纠纷升级为政治勒索⁵……

这些案例的共性问题不是企业感觉“法律不好使”，而是我们的出海企业作为外来者，对所在国的制度熟悉度、政策敏锐度、资源网络与叙事能力上滞后。若没有系统化的资源整合与节奏控制，就很难把国际竞争从“赌概率”拉回到“拼实力”的谈判桌上。

这就需要中国企业深入研究海外市场的“游戏规则”。**不懂游戏规则的人将会输牌，不懂游戏规则的企业也将会被收割。**再好的品牌，盈利和“市场红利”能经得起多少张巨额罚单，经得起几次勒索和“收割”？

第二部分\

正确选择破局逻辑，不对称优势下弱者也能赢

“像专家一样研究规则，再像艺术家那样打破规则。”——毕加索

2.《减少纺织业环境影响的法案草案》，原文参见：<https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/16/dossiers/impact-environnemental-industrie-textile>。

3.参见《376亿并购仅五年，荷兰“掀桌子”强硬接管》，https://www.toutiao.com/article/7560931421305553451/?upstream_biz=doubao&source=m_redirect。

4.参见《违约还是强盗？塔利班与中国的石油交易破裂的内幕》，<https://www.npr.org/2025/08/29/g-s1-85902/oil-china-taliban-contract-breach-dispute-afghanistan>。

5.参见《尼日尔驱逐中国石油高管，军政府寻求对资源的更大控制》，<https://themetre-record.com/2025/03/17/niger-expels-chinese-oil-executives-as-junta-seeks-greater-control-over-resources/#:~:text=NIAMEY%2CNiger%20-%20In%20a%20move%20that%20signals,further%20asserting%20control%20over%20the%20country's%20natural%20resources>。

所谓“不对称优势”或者“不均衡优势”，就是在处于弱势的外部环境中，将规则研究、结构设计、资源组合与叙事治理构筑为一张“规则作战网”：从出海伊始，就做好所在国法律与政策以及营商环境的深度尽调，分析评估“最坏情况”，做好沙盘推演以及相关预案，并且找准关键资源（外部顾问），掌控游戏规则。最终让企业在看似不可赢的不公平战场上“借力打力”“顺势而为”，实现以弱胜强。

正如《孙子兵法》所言，“先胜而后战”。不是脑子一热靠一股蛮力就冲出去，最后铩羽而归，被人“收割”。这个逻辑在无数实践中已被反复验证——出海企业的成功从来不是靠一些跟风或者“低价冲锋”来撞大运。毕加索说过，“像专家一样研究规则，再像艺术家那样打破规则”。所以，在海外，研究规则，既要靠“专业”（和专家），也要依靠像艺术家那样的创新，才能获“胜”。

当企业不善于应对跨国法律规则博弈时，最聪明的做法就是找合适的专家。借助中国涉外法律专家的深厚的经验积累和数据支撑，实现体系化设计与跨域司法救济协同，用合理的成本撬动最优的域外资源，而不是等到危机爆发了，才手忙脚乱地去找那些昂贵又陌生的所谓“一线”境外律所，最后遭遇“二次伤害”或“收割”。

这里有个真实的案例。某个国企在中亚遭

遇当地合作伙伴利用所在国司法资源，对该企业做出不公平判决并企图强制执行。

关键时刻，该国企并没有找最贵的境外大所，而是选择了一家拥有丰富的跨境争议经验的中国知名律所。该所的合伙人基于合资合同中的争议解决条款（伦敦仲裁院），迅速联系有合作经验的英国大律师，第一时间在英国法院申请到禁诉令，迫使“对手”放弃国内执行程序。

在后续仲裁中，对手有抛出5亿美金的天价索赔，聘请了一线知名国际律所以及擅长为“天价赔偿”提供专家证人的咨询公司，企图以这样的天文数字震慑住中国企业，迫使其妥协。

而我方国企所聘的中国律师团队进行了缜密和精准判断，没有建议该国企去盲目追求“知名”或者“昂贵”，而是建议客户聘请了一位适合的“新锐”少壮派大律师，专家证人则是一家在油气领域经验丰富的精品小型咨询公司。

在庭审中，对方律师看似“老道”实则油滑有余、准备不足。而我方的大律师准备充分、盘问犀利，步步紧逼，加上精品咨询公司配合娴熟、专业老练，最终我方赢得全面胜利，不仅对方的天价金钱赔偿请求被全部驳回，仲裁庭还裁决对方还须赔偿我方申请禁令及仲裁答辩的几乎所有费用。

没有这支经验丰富的中国涉外律师团队，这场伦敦仲裁将会是一场“盲盒游戏”。

但正因为正确的关键选择（找对律师），我方不仅将一个几乎“注定失败”的案件化腐朽为神奇，更把开出天价索赔、聘请最昂贵知名的律所来“唬人”的“地头蛇”对手彻底“打趴下”。这就是“借力”和“借势”的妙用。

这样的胜诉，恰恰基于外部法律顾问的“不对称优势”，帮助中国企业获得的回报也是“非线性”指数级、不均衡的巨大回报。

出海，没有什么“注定失败”，只要打破自己的认知局限，找对专家、吃透规则，就完全有可能获得胜利。在力量看似并不对称的情形

下，一样可以“以弱胜强”。

第三部分\

“三套系统、三项行动、一个关键”把胜率工程化

中国企业应对海外不公平竞争所需的，不是零星几条“锦囊妙计”，更不是临时抱佛脚，而是一套可演练、可复用、可审计的“胜率底盘”。笔者将其总结为“三套系统、三项行动、一个关键”。



3.1 三套系统：怎样体系化防控出海风险

涉外法治工作的系统性特质，决定了出海风控不能依赖单点突破，必须构建“法律合规、跨文化融合、动态预警”三大联动系统，形成全链条风险防控网，从源头规避SHEIN式合规危机等典型陷阱。

系统一：涉外法律合规风控系统

这是重要的“防火墙”。核心是“前置防控+架构护航+专业支撑”，将合规嵌入企业出海全流程。法律与合规尽调必须覆盖东道国法律、地缘政治风险、商业伙伴背景，避免因“常识盲区”而陷入被动。如果SHEIN能提前研究欧盟消费者法和环保法规，4000万欧元罚款本可避免。

同时，风险评估与预案设计需同步推进，搭建抗风险的法律与股权架构，尤其要打磨好争议解决条款，避免出现他处的仲裁“远水”难救当地执行“近火”的困境。

在这一系统中，关键是组建由资深涉外律师、税务专家、行业顾问构成的专业团队，针对不同法域特性提供定制化方案，比如应对美国CFIUS审查、‘欧盟ESRS可持续报告准则’等专项合规需求。

系统二：跨文化融合的“合金文化”系统

摒弃想当然的“本土模式套用”思维，通过文化整合实现“落地生根”。首先是文化差异诊断，深度复盘中国企业失败案例，避免因忽视

当地历史文化与民众情感等因素，为投资增设层层阻碍。

其次，重视本地化人才赋能，培育兼具东道国文化基因与企业核心价值观的管理梯队，让本土团队参与决策，破解“常识性”认知偏差。

最后是品牌价值塑造，将ESG理念贯穿供应链，通过真实的环保行动和负责任的商业行为，赢得当地监管与消费者信任，为企业在海外长青夯实基础。

系统三：动态风险预警与应急响应系统

这是我们的“雷达”。企业需要建立“情报收集-风险推演-快速响应”的闭环机制，方能让危机应对有章可循。在这个领域，中国企业同样可以“借力”。

全球法律情报网络的搭建离不开外部专业顾问（包括法律顾问）实时捕捉东道国政策变动、监管趋势、舆论动态，该情报网能为企业调整策略预留充足的时间。针对极端场景，还有必要开展沙盘推演，涵盖政治变动、资产冻结、刑事指控等各类危机，明确应对流程与责任分工，确保有系统完善的预案。

6. 美国外商投资委员会（Committee on Foreign Investment in the United States）依据《外商投资和国家安全法案（Foreign Investment and National Security Act）》、《外商投资风险评估现代化法案（Foreign Investment Risk Review Modernization Act）》等，以国家安全为由，基于自愿申报、强制申报以及依职权自行发起的针对控制权交易和非控制权交易的审查，并最终有权禁止或中止外资收购美国公司控制权的并购交易。

7. 欧盟委员会根据《企业可持续发展报告指令（Corporate Sustainability Reporting Directive）》审议修改的首批《欧洲可持续报告准则（European Sustainability Reporting Standards）》，对不同类型企业的信息披露提出了不同的标准。

此外，企业还应当建立核心资源储备库，提前锁定优质境外律师、仲裁员和行业专家等关键资源，确保危机发生时能第一时间联动，避免因“找不到人、找不对人”错过重要战机，从“身陷被动”到“深陷绝境”。

3.2 三项行动：如何让合规不再是纸上谈兵

三大系统的落地，需要具象化的行动支撑。通过“案例复盘、文件规范、考核绑定”三大行动，将风控合规从规则和行动口号转化为企业日常运营的硬约束，避免使合规沦为纸上谈兵。

行动一：建立出海失败案例库

国家层面有必要领导和组织建立中企出海案例库（包括失败案例），并将其固化为“行业雷区地图”。

认真总结经验教训，让先行企业的经验教训成为预警器，避免企业如同“排队跳崖”的山羚羊，不断重复前人的致命错误而毫不知情。

应当摒弃“重成功轻失败”的思维，系统梳理中国企业出海典型案例，形成分类式案例库与风险指南——覆盖法律合规、跨文化冲突、战略决策等核心领域，尤其是要重视详细拆解失败案例的合规漏洞及其深层原因，明确不同场景下的风险信号——如当地的法治与政商环境、比较容易被中国企业忽略的当地的法律、商业

与文化“常识”、当地的合规红线和商业道德红线、并购中的尽职调查和欺诈、以及当地劳工法律中的常见风险等。

定期组织高管与核心业务部门学习，让“别人的教训”成为自身的“防控教材”，避免重复前人的致命错误。

行动二：强制纳入详细风险报告

在重大报批、披露与交易文件中，需强制纳入详细的风险报告，**不能只讲“商业可行性”，而不谈“风险”**，以“事件—触发—风险—应对—资源清单”的结构塑造成文SOP（标准作业流程）。这就需要改革出海项目报核准机制，要求所有申报文件必须包含“风险因素说明”与“极端场景推演”。借鉴跨国公司做法，在项目启动前就假设“项目失败”，倒推可能引发风险的关键节点，如地缘政治变动、监管政策调整、合作伙伴反水等，并制定针对性应对预案。

文件需明确风险责任人、应对流程、资源储备等核心信息，避免“报喜不报忧”的形式主义以及“出了问题到时再说”的机会主义——如在海外并购申报中，需明确争议解决条款的执行路径、资产保全的备选方案，确保风险提示不流于表面，真正发挥预警作用。

行动三：将涉外法治纳入核心考核

由于“涉外法治”领域的失败，给企业带来

惨痛损失，甚至给国家经济安全带来危害，必须通过考核这一“指挥棒”，促使企业的责任人员采取积极行动。这需要将涉外法治建设纳入企业核心考核体系，明确第一责任人，形成“自上而下”的合规推动力。

考核指标需涵盖三个维度：一是国家安全维度，评估海外项目对国家经济安全的潜在影响，规避可能引发国家形象受损的风险行为；二是国家形象维度，通过ESG（企业在环境、社会和公司治理三方面的可持续发展绩效）表现、品牌口碑、当地社会责任履行情况，衡量企业对“可信、可爱、可敬”中国形象的贡献值；三是企业永续维度，将合规成本投入、危机响应速度、跨文化融合成效、合规事故发生率等纳入考核，直接与高管薪酬、任期评估挂钩。

通过刚性考核倒逼企业重视涉外法治建设、风控与合规，**避免因短期逐利忽视长期风险，实现“合规即竞争力”的价值观转变。**

3.3 一个关键：什么是“系统”和“行动”的“大脑”？

三大系统与三个行动的落地，核心在于解决实际问题 and 撬动资源的专业人才，尤其是在涉外法治建设中的“关键人”——具备“不对称优势”的中国涉外法律顾问。

这样的专业的涉外顾问，不是只会审合同、打官司的工匠，而是**能运筹帷幄、决胜千里的军师，甚至是能预判风险的“先知”**。他们能够基于自身丰富的涉外投资和并购专业经验，为中国企业出海提供“战略指导”，成为风控体系的关键纽带。

他们需要**具备国际化视野和本土经验**：既能管理出海投资风险，又能高效推荐、甄别和管理境外律师团队，甚至在境外律师不再胜任该代理任务和角色的时候，有能力质疑、挑战其境外律师的工作，甚至将境外律师撤换掉。

当专业的判断力、信息的获取力、勤奋的执行力与资源、资讯、资历耦合于一套框架中，“不对称”优势才会真正显现，帮助中国企业“以弱胜强”，增加成功破局的“赢率”。

依托这套体系，出海的中国企业有望**获得四重“不对称优势”**：通过律师的全球资源整合实现“超限战”，以合理成本链接最优境外法律



资源；凭借律师的专业和人脉获得即时资讯、关键人脉等稀缺资源，在危机中实现“起死回生”和“反败为胜”；将合规优势转化为市场信任，提升合作议价能力；借助律师的行业资历，提前布局政策红利领域。

第四部分\

超限战与定价逻辑——什么是导致败局的“陷阱”

是什么毁掉了中国企业的最后机会……

在出海博弈中建立“不对称优势”，**本质上是以“特种兵”在打一场“超限战”**——跨越传统边界、综合调度法律、政治、经济、外交、文化与科技等手段，以非对称方式达到目标。在涉外经营与争端语境下，法律程序并非孤立运行，而是与政策沟通、行业社群、媒体叙事、财务安排与商业谈判同步协同的。

问题在于，能够实现“反败为胜”的军师和外部专家可谓凤毛麟角。然而，不少中国企业却因为“最低价中标”而断送了与优质律所和其他优质供应商的合作可能。认为“所有律师都一样，选便宜的就行”，这种错误的理念恰恰埋下了中企出海遭遇“大败局”的最大陷阱。

而找到高手、聘用高手，恰恰是出海过程中，研究和突破“游戏规则”获得“不对称优势”的关键一环。

在一些司法领域，优秀的律所也就少数几家。如果最优秀和最有经验的律所都站到了对手方那里，中国企业只能聘请愿意接受低价的普通律所，那么吃亏、被收割的风险必然陡增。

而企业冲突一旦到了剑拔弩张必须对簿公堂的地步，中国企业又不得不聘请价格昂贵的欧美诉讼律所，却因为“省钱”而不愿意聘请中国涉外律师，导致被境外律所“二次收割”。

那么，谁来筛选、推荐、监督境外的律师事务所？

有些境外律师虽然在当地号称“国际知名”，但是又不在中国企业的案子上投入足够精力。在没有经验丰富的中国涉外律师把关的情况下，中国企业甚至无法判断境外律师说的是真是假，也不懂如何应对他们的高额账单。实践中甚至还出现过“利益冲突”的情形——境外律师故意拖延和解，因为一旦和解，就失去了可以继续“按小时计费”开具账单的机会！

因此，**中国企业普遍存在的误区是**，在涉外、国际法律这些并不熟悉的领域，**盲目认为只要找了国外的当地知名律所就“万事大吉”**，中国的涉外律师的作用有限，或出于节省总费用的考虑，**甚至不允许法务聘请中国的律所**。

或者，如果要聘请中国的涉外律师，就开启“最低价”招投标模式。结果呢——买到的只是碎片化、低优先级且缺乏背书的“入门级服务”，把海外法律风险异化为概率游戏；最后的结局往往是：项目浪费了更多的时间和成本，事情还被耽误，本可以大幅节省的金钱反而花得更多，还要承担败诉的后果。

这一切，都源自信息的不对称，以及“认知局限”。具有讽刺意味的是，**境外律所对深度服务中国企业的态度下降，其核心原因是**：一方面发现由于中国企业对于境外聘请的律师和其他顾问方的经验不足，导致“沟通成本”过高；另一方面，最低价投标长期塑造的逆向选择效应——既想要应对复杂跨境纠纷的专业能力，又不愿承担相应成本，最终只能得到敷衍了事的服务。

在海外面临争议、诉讼的中国企业，要争取自己的合法的权益，**要的是“赢”的结果，这也像组建奥运代表团，核心要看是否具备夺金实力，而不是只谁愿意接受更低的报酬。**

法律服务市场同样遵循“价值筛选”逻辑，合理付费才能筛选出具备顶尖资源、深厚资历与实战经验的律师。从提供基础法律咨询的“律师”，到危机来临知道如何防御的“法师”，到能够跨域统筹、能把法律与商业、战略相结合的“军师”，再到在行业风险与政治局势上能做出

前瞻预判的“先知”，不同层级律师所创造的价值可谓天差地别，他们带来的“不均衡回报”自然也明显不同。

企业需要的是“特种兵”，是能运筹帷幄的“军师”“法师”甚至“先知”，而非只会照本宣科套用僵化模板的低价竞标者。

在一个涉外仲裁案件中，一家上海国企，竟然聘请了来自西安、连英文都无法看懂的律师。在庭上，该律师甚至要向仲裁员“请教”相关的英文合同中的条款的意思。该仲裁员从仲裁相关资料中显示的较低的律师费推断，该等不“适格”的律所被聘请，很可能是“低价中标”，但该案件面临败诉的结局，将使国有资产面临巨大的损失和流失。

第五部分\

最高级的“省钱”：把胜率买在前面

一些企业出海陷入困境或绝境的经历，并不意味着出海之路从无捷径。关键是看企业是否愿意投入研究涉外法治和“游戏规则”，善于“借力”专家，进而顺势而为，获得不均衡的优势和巨大的回报。

那些看似突如其来的合规危机、政治阻力、文化冲突，很多都是重复出现的老问题。企业需要主动汲取前人经验，将成熟的风控体系、务实的落地行动、专业的外部支撑落到实处，就能把“标准答案”转化为自身的竞争力。

懂得在“涉外法治”上投入，把“胜率”买在前面，不仅能够从容应对各种海外危机，还能为中国企业的“口碑”和声誉不断“加分”，亦能帮助国家在充满动荡的世界政治和经济秩序中增加安全和稳定。

事前预判的“未雨绸缪”，对外部专家的高度尊重，对于外部资源的“借力借势”——中企出海才能真正摆脱不断“触礁”的困局，在全球化的浪潮中稳健前行，既实现商业价值的增长，也向世界传递可信、可爱、可敬的中国形象。

“赢”——这才是最高级的省钱。 ☞



龚乐凡
合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3608
lefangong@zhonglun.com

新能源项目EPC总承包之建设工程 价款优先受偿权问题探析

作者：郝利 叶宇昕



EPC总承包模式（Engineering Procurement Construction）以设计、采购、施工全链条为核心，作为一种集成化的承包方式，其内涵在于由EPC总承包商全面负责工程完整范围内的设计、设备及材料采购、现场施工与安装等，最终完成“交钥匙”工程。从法律性质而言，EPC总承包合同纠纷通常被认定为建设工程施工合同纠纷的延伸，司法实践中多以“建设工程施工合同纠纷”案由立案审理。根据《民法典》第807条以及《最高人民法院关于审理建设工程施工合同纠纷案件适用法律问题的解释（一）》（以下简称“《建设工程司法解释一》”）第38条等规定，承包人对其承建工程折价或者拍卖的价款享有优先受偿权。因此，EPC总承包商亦应享有建设工程价款优先受偿权（以下简称“优先权”），但区别于传统的建设工程施工合同，在EPC总承包模式下，优先权的行使范围以及方式等均需结合EPC总承包的固有特点、行业惯例等进行特别审视和探讨。

第一部分\

EPC总承包模式相关规定的适用边界

（一）EPC总承包模式的承包范围

《建筑法》第24条第2款规定：“建筑工程的发包单位可以将建筑工程的勘察、设计、施工、设备采购一并发包给一个工程总承包单位”，该规定为EPC总承包模式提供了基础的法律依据。《建设工程质量管理条例》第26条第3款规定进一步细化责任：“建设工程勘察、设计、施工、设备采购的一项或者多项实行总承

包的，总承包单位应当对其承包的建设工程或者采购的设备的质量负责。”前述两项规定明确了工程总承包的承包范围和质量责任等管理要求，为EPC总承包模式下设计、采购、施工一体化的实施提供了基础的法律依据。同时，《建设部关于培育发展工程总承包和工程项目管理企业的指导意见》（建市[2003]30号）也对于EPC总承包模式进行了专门定义，即设计采购施工（EPC）总承包是指工程总承包企业按照合同约定，承担工程项目的设计、采购、施工、试运行服务等工作，并对承包工程的质量、安全、工期、造价全面负责。

（二）EPC总承包模式优先受偿范围的合理扩张

根据《建设工程司法解释一》第36条的规定，承包人根据民法典第八百零七条规定享有的建设工程价款优先受偿权，优于抵押权和其他债权。因此，优先权的优先受偿顺序问题在司法实践中较为明确。但是，EPC总承包模式下，由于EPC承包商的工作范围涵盖了设计、施工和采购等各个环节，其享有的优先受偿范围的问题无论在理论或是实务领域，仍存有争议。

在规范层面，最高人民法院《关于建设工程价款优先受偿权问题的批复》（法释〔2002〕16号）将建筑工程价款限定为承包人为建设工程应当支付的工作人员报酬、材料款等实际支出的费用。从优先权背后关于保护弱者以及利益平衡的法理基础出发，前述规定具有一定合理性，但因EPC总承包项目的全链条特性，其设计、采购、施工费用高度融合于总价合同中，难以机械拆分出“实际支出”的人工费与材料款，故实践中极少单独援引。

《建设工程司法解释一》第40条第1款规定：“承包人建设工程价款优先受偿的范围依照国务院有关行政主管部门关于建设工程价款范围的规定确定...”，对此，根据国务院有关行政主管部门规定，住建部和财政部2013年发布的

《建筑安装工程费用项目组成》，建筑安装工程费包含人工费、材料（包含工程设备）费、施工机具使用费、企业管理费、利润、规费和税金。前述规定虽突破“实际支出”的限定，采购与施工费用得以纳入优先权范畴，但设计费用仍被排除在外。然而，EPC总承包项目中设计、采购与施工深度交叉，司法实践亦认可将设计费用纳入优先权范围¹。由此可见，现行规则对EPC总承包模式特殊性的回应稍显不足。

在传统工程承包模式下，工程勘察、设计、采购等环节彼此独立，未物化于工程实体，因此通常并不涉及优先权的讨论。但在EPC总承包模式下，EPC总承包商通过设计优化、设备选型、施工协作、试运行服务的深度整合实现交付目标，各环节高度混合、不可分割，因此优先权的范围应当覆盖设计、施工、采购全环节费用。具体而言：一方面，设计虽属智力成果，但其价值已通过采购、施工等后续环节的配合体现在工程之中。就EPC总承包商的责任范围而言，编制施工图设计文件应当满足设备材料采购、非标准设备制作和施工以及试运行的需要，若设计与采购、施工需求脱节，将导致设备无法适配安装或施工方案反

¹例如，最高人民法院（2017）最高法民终894号判决。

复变更。因此，在工程实践中，设计文件并非孤立的技术服务，而是采购、施工及试运行的落地条件。另一方面，在采购阶段，EPC总承包商需要采购和定制符合设计方案要求的各类设备、材料等物资，亦需承担物资运输、安装、调试、业主操作人员培训等指导工作，将以物理形态存在的设备、材料，与施工活动协调形成工程实体。例如，未安装的支架和光伏组件虽属于独立采购的普通货物，但光伏组件和支架等经EPC总承包商安装调试后成为太阳能发电项目不可分割的组成部分。因此，从行业特性与工程价值角度，设计费、设备采购费与施工费均应纳入优先权范畴，其范围覆盖应与EPC总承包模式的一体化特性相匹配。

第二部分\

司法实践对EPC总承包优先权适用范围的认定

（一）设计费用

在认定EPC总承包项下的设计费时，法院支持设计费的关键在于EPC总承包商能否有效证明设计工作的完成情况。一般情况下，法院基于EPC总承包商向发包人或监理单位提交的设计图纸交付记录、工作成果评定材料等对已完成的勘察设计工作量进行判断。值得注意的

是，部分法院判决对图纸数量以及对应价款是否包含案涉工程全部设计工作尤为重视，若EPC总承包商无法提供详实、准确的证据证明设计工作的完成情况，则可能承担举证不能的不利后果。例如新疆高院在（2019）新民初15号案件中认为，EPC总承包商未举证说明提供的图纸包含了合同约定的全部设计工作，针对发包人认为的未完成的设计工作，亦未提供充分证据予以说明，最终仅酌定支持部分设计相关价款。

（二）设备采购费用

原则上，司法实践的观点普遍认为，EPC总承包商采购的建筑材料已物化到建设工程之中，属于完成工程必不可少的组成部分，应包含在优先权范围之内。然而，各地司法判决对此态度较为审慎，具体需结合设备供应方式、交付状态等因素判断。

EPC总承包模式下存在发包人与EPC总承包商分别组织设备采购等情况，惯常称为“甲供”或“乙供”设备或材料。一般而言，甲供设备由发包人提供并享有所有权，因此甲供设备费用需从优先权范围中扣除²，而乙供设备费用则

²例如，新疆维吾尔自治区高级人民法院（2019）新民初15号民事判决书。

被实践普遍认为应纳入优先权范围。

此外，由于工程设备为动产形态，以实际交付为所有权转移标志，因此优先权的范围亦取决于设备的交付与否。黑龙江高院在（2012）黑民初字第3号案件中认为，EPC总承包商主张的设备采购款中，存在生产完毕未到场的部分设备，发包人可在该设备到场后给付该款，因此在应付工程款中扣除该部分费用。但黑龙江高院未直接否认该采购费的优先性，而是通过“以到达现场的设备价值为准”作为优先权范围的限定。因此，对于已经采购或已经制造完毕的设备，即使尚未交付或未运抵现场，若EPC总承包商提供设备采购合同、运输或支付凭证、与设备供货单位往来函件、现场签收记录等证据证明设备系为案涉工程专门采购且已实际投入工程，司法判决为平衡双方利益，亦可能认可设备费用的优先性。

（三）工程施工费用

在EPC总承包合同中，建筑安装聚焦于工程实体建造与设备安装，因此建安费用通常被归类为施工费用的核心组成部分。为控制项目投资成本预期，建安费用通常采用固定总价的计价方式。

若面临工程停工等特殊状态，司法实践更倾向于保护已履行部分的合理对价，按比例调

整工程价款。前文提及的（2012）黑民初字第3号案件中，由于建筑安装工程已完成25.56%，法院按前述已完成工程量比例计算并认可了相应工程款。若施工范围超出约定承包范围，则通常采取签订补充合同或工程签证等方式对额外费用予以确认。

针对施工阶段可能产生的停窝工损失，司法实践对于该部分费用是否纳入优先权范围存在不同观点。最高法在（2022）最高法民终24号一案中认为，由鉴定机构鉴定的停窝工费用，均为住建部、财政部规定的建筑安装工程费用项目，属于工程价款而非逾期支付工程价款导致的损害赔偿金，故应享有优先权。对比之下，其在（2019）最高法民终1356号案件中秉持相反观点，认为窝工损失属于“逾期支付建设工程价款的利息、违约金、损害赔偿金”，因此不予支持。2025年11月，最高人民法院在其向社会公开征求意见的《最高人民法院关于审理建设工程施工合同纠纷案件适用法律问题的解释（二）（征求意见稿）》（以下简称“**征求意见稿**”）第18条第2款中规定，“承包人就发包人原因造成的停工、窝工等损失主张享有建设工程价款优先受偿权的，人民法院不予支持，但停工、窝工损失中的农民工工资部分除外。”该规定一旦正式施行，有关司法裁判规则将予以统一。

第三部分\

EPC总承包商行使优先权的起算时间点

（一）实践普遍情况

《建设工程司法解释一》第41条规定，承包人应当在合理期限内行使建设工程价款优先受偿权，但最长不得超过十八个月，自发包人应当给付建设工程价款之日起算。虽有前述规定，但对于“发包人应当给付建设工程价款之日”的起算点界定，实践中存在不同情况，具体如下：

一是遵循EPC总承包合同的约定，该情况下双方当事人对于付款时间、方式已有明确约定，且合同已正常履行完毕，则应遵从当事人约定。例如最高法在（2019）最高法民终250号建设工程施工合同纠纷案中，明确认可当事人在补充协议中约定的最后付款期限作为优先权起算时间³。

二是将各方达成结算协议之日作为起算日，当建设工程合同未约定付款时间但双方已完成结算时，司法实践普遍认可⁴，结算完成即意味着付款义务的具体化，发包人应在结算后的合理期限内支付。

三是以工程交付并投入使用之日⁵作为起算日，由于工程交付则代表工程物理风险和管理



权的转移，发包人自此开始享有工程相关利益，亦应履行支付对价的义务，故以此主张欠付工程款及优先权具有一定合理性。

四是当工程未实际交付、结算时，以起诉之日⁶作为起算日。当发包人经济情况恶化或工程实际推行不具备现实条件等情况下，工程多呈现“烂尾”状态，此时工程结算条件尚未成就，为避免无限拖延影响EPC总承包商的利益，以其起诉时间作为应付款时间。

对于该问题，最高人民法院的《征求意见稿》亦作出了回应，《征求意见稿》第20条规定，“承包人行使建设工程价款优先受偿权期限自建设工程施工合同约定的发包人应当给付工程价款之日起算。没有约定或者约定不明的，

3. 最高人民法院（2019）最高法民终250号民事判决书，山西能投光伏农业发展有限公司、中国葛洲坝集团机电建设有限公司建设工程施工合同纠纷。

4. 河南省高级人民法院（2022）豫民申2626号民事裁定书；最高人民法院（2021）最高法民申4530号民事裁定书。

5. 宁夏回族自治区高级人民法院（2016）宁民初30号民事判决书，新疆电力建设有限公司诉宁夏光源电力有限公司等建设工程施工合同纠纷案。

6. 最高人民法院（2021）最高法民终754号民事判决书。

以结算协议约定的发包人应当给付工程价款最后期限起算。当事人因工期顺延等客观原因协商变更应付工程价款的期限，承包人主张以变更后的应付工程价款之日为行使建设工程价款优先受偿权期限起算日的，人民法院应予支持。”

（二）破产程序的特殊处理

在破产程序中，EPC总承包商经常处于被动局面，案涉工程多为未竣工、未结算等状态，约定应付工程价款的条件尚未满足，因而优先权的行使时间需要结合破产程序的特殊规定处理：

一是以管理人或法院发出债权申报通知之日为起算日。例如，唐山中院在（2019）冀02民初31号破产债权确认案中认为，因发包人已经进入破产程序，法院认定行使优先受偿权起算时间为发出债权申报通知之日，EPC总承包商主张建设工程价款优先受偿权并未超过法定期限。

二是以合同解除之日为EPC总承包商行使优先权的起算日。针对双方当事人均未履行完毕的合同，《企业破产法》第18条第1款规定，管理人自破产申请受理之日起二个月内未通知对方当事人，或者自收到对方当事人催告之日起三十日内未答复的，视为解除合同。根据上述规定，在发包人进入破产程序后，若EPC总

承包合同尚未履行完毕，管理人有权决定解除或继续履行。新疆阿克苏中院在（2018）新29民初48号案件中认为，法院裁定受理被告的破产申请两个月后，EPC总承包商未收到继续履行工作的通知，故《总承包合同》在受理破产日起两个月届满之日合同已解除。因非EPC总承包商原因导致工程未竣工，其行使优先受偿权的期限应从合同解除之日起计算。

另外，若工程双方约定进行阶段性结算，即便发包人进入破产程序，仍可以各方就欠付的工程款数额等问题达成结算协议的时间为起算日，但需要注意的是，此处的结算协议应为双方协商一致的结果，否则可能面临无法确认优先权的风险。例如，EPC总承包商仅出具单方制作的结算书，且案涉工程尚未竣工，EPC总承包商亦未申请司法鉴定工程造价，故法院不支持其在破产程序中要求确认优先债权的诉讼请求⁷。

第四部分\

结语

EPC总承包模式下，优先权的法律规定及

7.湖南省郴州市中级人民法院（2024）湘10民终1604号民事判决书，中国某某建设集团湖南省电力设计院有限公司与桂阳县某迪绿色能源开发有限公司破产债权确认纠纷。

实践应用虽与传统建工领域基本一致，但因设计、采购、施工各环节一体化的特点，其优先受偿范围有所扩张。尽管优先权范围在司法实践中被普遍认可，但在举证层面仍有一定要求，既体现了法律对该模式特殊性的认可，亦保持了谨慎处理、利益衡平原则。此外，为保障优先权的有效实现，EPC总承包商亦需密切关注优先权起算时间，以保障自身权益。 ❷



郝利
合伙人
公司业务部
杭州办公室
+86 571 5692 1386
haoli@zhonglun.com



中伦研究院出品



特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。