



上市公司资本运营、 公司治理与跨境并购白皮书

长期价值创造导向下的决策、合规与整合框架

作者：莫融

支持单位：云拓智库·云拓数据

完成时间：2026年8月

出版说明

研究主题	上市公司资本运营、公司治理与跨境并购白皮书
作者	莫融
任职单位	四川和邦投资集团有限公司
职务	董事局办公厅主任、资产管理部总经理
研究领域	上市公司治理、资本运营与跨境并购
研究支持	云拓智库 · 云拓数据
发布日期	2026 年 8 月

编制与使用说明

本白皮书围绕中国上市公司资本运营、公司治理与跨境并购的决策和执行机制展开，重点讨论战略立项、治理审议、监管审批、交易安排及投后整合。

研究引用法律法规、监管规则、国际组织原则及其他公开资料，并按发布机构、日期与文号进行核验；读者应结合最新有效文本和具体交易事实使用。

本书用于行业研究、治理交流与管理实践参考，不构成针对任何具体交易的法律、税务、会计、估值、投资或监管意见。

资料核验时点为 2026 年 8 月。资本市场、境外投资及目的地审查规则可能变化，实际项目应另行核对适用法域和最新要求。

引用或传播本书内容时，应保留上下文和来源，不应将一般性框架解释为对特定企业、交易或投资结果的保证。

封面图片：封面照片：FROET / Pexels（Photo 5869295）。图片使用遵循相应素材许可条款，仅用于本白皮书版面呈现。

目录

01 执行摘要	4
02 研究背景、范围与方法	5
03 上市公司资本运营的价值逻辑	6
04 治理规则变迁与制度环境	8
05 治理能力成熟度与组织基础	9
06 战略、资本与治理的协同机制	10
07 投资决策与授权体系	11
08 融资结构、资本成本与股东回报	12
09 信息披露、内幕信息与市场沟通	14
10 并购标的筛选与商业尽职调查	15
11 跨境法律监管与审批地图	16
12 交易结构、估值与融资安排	17
13 董事会审议与利益冲突治理	18
14 交易执行、交割条件与风险分配	19
15 投后治理与经营整合	20
16 财务、税务与资金协同	22
17 组织、人才与文化融合	23
18 典型场景与分阶段实施路径	24
19 绩效评价、风险监测与问责	25
20 趋势展望与行动建议	26
参考来源	28

01 执行摘要

上市公司的资本运营不是孤立的融资或交易活动，而是战略选择、公司治理、信息披露、风险承担与经营兑现共同构成的价值创造过程。资本工具能够放大产业扩张速度，也会同步放大决策偏差、财务约束和整合难度。跨境并购进一步叠加目的地监管、国家安全审查、反垄断、外汇、税务、数据、劳动关系与文化差异。真正决定交易质量的，往往不是签约时的估值叙事，而是企业能否用可验证的战略假设、清晰的授权边界和持续的投后治理，把资本支出转化为竞争能力与稳定现金流。

本书以中国上市公司为主要研究对象，围绕资本运营、公司治理与跨境并购三条主线建立统一分析框架。研究依据现行公司法、证券监管规则、境外投资管理制度、经营者集中审查规则和具有代表性的国际治理原则，结合上市公司常见决策链条，将一项交易划分为战略立项、标的筛选、尽职调查、估值定价、治理审议、监管申报、签约交割、整合运营和复盘退出等连续阶段。各阶段既有独立任务，又通过信息、责任和指标相互连接，任何关键节点失真都可能在后续以成本上升、审批延误或经营落差的形式显现。

研究形成三个核心判断。第一，规范治理与资本效率并非此消彼长；把必要的质疑、利益冲突审查和信息完整性要求嵌入前端，能够降低后期返工与不可逆损失。第二，跨境并购必须采用“多法域审批地图加动态交割计划”，不能把监管审核视为合同签署后的行政手续。第三，投后整合不是交易完成后的附属工作，而应在报价和最终协议形成前就明确治理模式、关键岗位、协同假设、百日计划与价值兑现口径。越晚讨论整合，越容易出现成交逻辑与经营现实脱节。

基于上述判断，本书提出“战略牵引、治理校准、专业验证、交易执行、整合兑现、持续问责”的六环闭环。战略牵引回答为什么买、买什么以及不买什么；治理校准解决谁提出、谁质疑、谁批准和谁承担后果；专业验证通过商业、财务、法律、税务、技术与合规尽调检验关键假设；交易执行把风险分配写入价格机制、先决条件和救济条款；整合兑现将协同目标落实到组织、流程、数据和资金；持续问责则以分阶段指标、偏差解释和退出机制约束乐观偏差。

本书面向董事、监事机构职能承接主体、高级管理人员、战略投资、财务、法务合规、审计、证券事务及并购整合负责人。读者可以把各章作为董事会决策参考，也可以据此建立企业级资本运营制度。书中典型场景用于说明方法适用条件，并不替代针对具体交易的法律、税务、会计、估值或国家安全审查意见。企业应在交易启动时根据上市地点、注册地、标的所在地和融资来源，形成项目专属规则清单。

最终建议可概括为四项行动：把并购立项从“机会驱动”改为“战略缺口驱动”，把董事会材料从结论展示改为证据与分歧并列，把监管与整合计划前移到意向阶段，把投后评价从一次性验收改为覆盖三年的滚动复盘。资本运营的专业化，不以交易数量或资产规模衡量，而以决策可追溯、风险可承受、

信息可验证和价值可兑现衡量。只有当治理机制能够在热度最高时保留审慎、在交割完成后持续追问，资本才会真正服务于长期竞争力。

从治理实践看，六环闭环还需要一条贯穿全程的证据链。立项阶段记录战略缺口和替代方案，尽调阶段记录假设来源与反证，签约阶段记录风险如何进入价格和条款，整合阶段记录价值由谁实现，复盘阶段记录偏差原因。证据链让董事会能够在信息变化时调整决策，也让管理层避免用交割后的新解释替换原始承诺。对外披露可保持简明，内部记录则应足以支持监管问询、审计检查和资本配置复盘。

本书所倡导的闭环并不追求零风险。并购本质上是在不完整信息下配置资本，治理的任务是识别哪些风险可以承受、哪些可以通过条款和管理降低、哪些必须拒绝。董事会应允许项目团队报告未知事项，并要求为未知设置预算和选择权。若组织只奖励确定答案，团队就会把不确定性隐藏在精确数字中，最终削弱决策质量。

因此，评价一项资本运营机制，应同时查看它促进了哪些正确行动、阻止了哪些错误行动，以及在事实变化后能否及时转向。三类结果共同构成治理绩效。企业还应把未成交项目纳入统计，因为被及时阻止的错误投入同样保护了资本。只有同时观察成交、终止与纠偏，才能避免用交易数量替代治理质量。

02 研究背景、范围与方法

资本市场制度正在从强调融资便利与规模扩张，转向更加重视投资者保护、上市公司质量、信息透明和长期回报。新《公司法》自 2024 年 7 月施行，上市公司治理结构与董事责任需要相应调整；中国证监会 2025 年发布的新《上市公司治理准则》自 2026 年起施行，治理要求进一步覆盖董事会专门委员会、内部监督、利益相关者与可持续发展。并购重组制度同时提高对产业整合和交易效率的支持，但效率提升并不意味着责任减轻，而是要求上市公司用更成熟的内部治理承接制度空间。

本书所称资本运营，是上市公司围绕战略目标对股权、债务、资产和控制权进行配置、融资、重组、处置与管理的活动，既包括再融资、债券、股权投资和资产证券化，也包括产业并购、重大资产重组、分拆、资产出售与资本结构调整。跨境并购特指交易双方、目标资产、融资、控制权或主要监管义务跨越一个以上法域的股权或资产交易。公司治理则是股东会、董事会、经理层及监督和专业委员会之间形成的权责、决策、监督与问责体系。

研究边界聚焦非金融类中国上市公司作为收购方开展的产业型资本运营。金融机构因资本充足、审慎监管和业务许可具有专门制度，不作为主要对象；纯粹短期证券投资、缺乏经营控制意图的财务投资，也不构成本书的中心场景。不同板块、不同所有制和不同目的地存在差异，本书提供的是决策框架而非统一答案。具体项目仍须核对交易所规则、行业准入、国资监管、反垄断、外汇、出口管制、数据跨境与目的地审查等要求。

研究方法包括规范文本分析、流程拆解、风险映射和情景推演。规范文本分析用于识别董事义务、披露时点、重组程序和境外投资管理边界；流程拆解把交易从机会识别到投后退出展开为可管理节点；风险映射将战略、财务、法律、合规、技术、组织和声誉风险对应到责任人和控制措施；情景推演则检验汇率、融资成本、审批延期、协同落空、核心人员流失等冲击下的交易韧性。

本书使用“长期价值”作为贯穿性评价标准。长期价值不是抽象口号，而是企业在资本成本约束下持续创造自由现金流、保持合规经营、巩固竞争优势并公平对待股东及相关利益主体的能力。某项交易即使在短期产生估值溢价，只要依赖不可持续杠杆、削弱主营业务、牺牲信息透明或把重大风险转嫁给中小股东，就不能被视为高质量资本运营。相反，交易规模不大但能够补齐技术、渠道或资源缺口，并在治理上保持可控，可能具有更高的战略含金量。

全文结构依次回答五组问题：资本运营为什么必须与治理联动；治理与授权体系如何支撑投资决策；跨境交易如何完成尽调、审批、估值与风险分配；交割后如何实现财务、组织和文化整合；董事会如何用指标和复盘形成持续问责。章节之间以同一套项目主线连接，使企业能够把研究结论转化为制度、清单、会议议程和项目里程碑。

研究不预设并购优于内生增长，也不假定跨境必然带来更高回报。不同企业的资本结构、治理成熟度、行业周期和国际经验差异显著，同一工具可能产生相反结果。因此，全文更强调可逆决策和分阶段验证：先以较低成本验证市场、技术与合作，再决定是否提高持股或投入；先确定不可突破的风险边界，再讨论交易速度。这个方法能够把不确定性显性化，使决策者比较方案，而非在单一方案内寻找支持证据。

资料使用遵循事实分层：监管制度与国际原则用于说明外部约束，分析框架用于提出管理方法，典型场景用于展示应用方式。任何方法都不能替代项目专属证据。企业在采用本书工具时，应补充自身章程、上市规则、行业许可、融资契约和目的地要求，并由有资质的专业人员核对。

本书不以单一行业数据推导普遍结论，而把法规要求与决策原理结合。这样既避免时点数据快速失效，也便于不同行业按自身经营特征持续校准与复核。

03 上市公司资本运营的价值逻辑

资本运营的起点应是企业战略中的能力缺口，而不是市场上偶然出现的标的。企业需要先判断增长来自内部建设、合作联盟、少数股权投资还是控制权收购，再比较时间、成本、可逆性与组织承载力。并购只是“买到能力”的一种方式，若企业无法说明目标能力如何进入产品、客户、供应链或现金流，就容易把规模扩张误当价值创造。战略立项文件应明确不交易时的替代方案，以避免团队只证明收购的合理性。

长期价值可拆为独立价值、协同价值和选择权价值。独立价值来自目标企业自身可持续经营；协同价值来自收入增长、成本优化、资本效率或风险降低；选择权价值来自进入新市场、取得关键许可或建立未来平台。三者应分别估计，不能以模糊的“生态”“全球化”统一包装。独立价值决定估值底座，协同价值需要扣除实现成本与时间，选择权价值则应采用分阶段投入和停止机制，避免一次性支付全部乐观预期。

资本成本是价值判断的硬约束。交易可能提高会计利润，却因高额现金占用、融资利率、汇率风险和整合投入而降低经济价值。董事会应同时查看投入资本回报、自由现金流、净负债承受能力和极端情景下的偿债安全，而不能只看收入、净利润或每股收益的短期增厚。对于跨境交易，还要把资金汇出、分红回流、税负、对冲成本与目的地资本管制纳入统一现金流模型。

控制权具有价格，也带来责任。取得控制权可推动战略与资源协同，但意味着收购方需要承担治理改造、系统整合、合规监督和突发事件处置。少数股权投资的资金压力较低，却可能因信息权、否决权和退出安排不足而难以实现战略目标。交易结构选择应基于所需权利与可承担责任，而非简单追求持股比例。控制权溢价必须能够被可执行的治理权和经营改善路径解释。

价值创造还取决于时间。审批、交割和整合每延迟一个周期，融资成本、管理注意力和竞争窗口都在变化。估值模型应设置时间到价值的指标，明确协同收益何时开始、何时达到稳定状态以及延误如何影响回报。若一项交易只有在所有假设同时成立且迅速兑现时才达到回报要求，它的安全边际通常不足。高质量决策会保留延期、缩减、分期付款或退出等选择。

资本运营最终要回到主营业务与利益相关者。上市公司以公众资本开展交易，需要证明资金用途与战略一致，过程公平透明，结果能够由经营数据验证。价值逻辑应贯穿公告、董事会材料、投后预算和绩效考核，避免立项时谈战略、签约时谈估值、整合时只谈成本，导致同一交易出现多套口径。统一的价值树是跨部门协同和后续问责的共同语言。

价值逻辑还应处理交易的外部性。并购可能改变供应商议价、员工稳定、客户选择和产业竞争，跨境交易还可能影响当地社区和监管关系。只用收购方财务模型衡量，会低估许可、声誉和整合阻力。企业可以在价值树中加入关键利益相关者影响，识别哪些负面影响会转化为现金流或审批约束，哪些需要通过承诺、沟通和运营设计主动缓释。这样既能提高交易韧性，也能使治理判断与长期经营责任一致。

当协同无法被可靠量化时，可以先定义验证事件，而不是强行赋值。例如新渠道在十二个月内达到一定客户转化、技术在试产中通过验证、关键许可在限定时间取得。验证事件配合分期投入，使选择权价值通过后续事实逐步确认。这比在交易日一次性预测多年协同更符合不确定环境。

若价值来源无法落实到具体能力、责任主体和验证时间，它就不应进入报价上限。把模糊叙事排除在价格之外，是保护股东资本的基本纪律。