2026年10月17日 星期六
本版主编:沈 明 责 编:刘 慧 制 作:刘 雄
证券日报

一家之言

稳健资产负债表是企业持续经营保障

■ 李亚男

近日，无锡雪浪环境科技股份有限公司（以下简称"ST雪浪"）发布了一则重大诉讼公告，因买卖合同纠纷，公司被安徽中汇发新材料有限公司推上被告席，涉案金额达4035.51万元。而这只是这家环保装备企业"诉讼围城"的一角。今年，中国光大银行股份有限公司无锡分行、宁波银行股份有限公司无锡分行等多家银行也因金融借款合同纠纷对ST雪浪提起诉讼。诉讼的集中出现，是该公司资产负债表长期承压的结果。截至2026年6月30日，ST雪浪流动负债高于流动资产6.48亿元，资产负债率达99.79%。

ST雪浪当下的困境，暴露出高负债企业在周期转换阶段的共性风险。适度负债是企业规模扩张的路径之一，但杠杆管控考验的是公司治理能力。企业高资产负债率的背后，折射出三方面值得深思的问题。

其一，举债有边界，扩张要基于资产真实底色。

资产负债率是一个比值，分子是负债，分母是资产。若负债超过资产，企业就陷入了资不抵债的境地。在行业上行周期，企业通过外延并购扩大生产规模时，高溢价并购形成的商誉、回收周期长的应收款项、利用率不足的产能较容易被上行周期的景气红利所掩盖。一旦行业基本面发生波动，规模扩张形成的资产难以创造现金流，债务风险就会逐渐累积。管控负债与资产的边界，本质是考验企业资产能不能持续创造真实回报。

企业在投资决策时，要关注资产扩张是否与行业周期匹配、并购资产盈利质量是否经得起验证、资产减值对净资产冲击程度几何。资产配置紧紧围绕主业和核心竞争力展开，是守护资产负债表稳健的第一道防线。

其二，守住流动性，就是守住持续经营能力。

在上行周期的规模扩张阶段，高盈利质量、可抵押担保的资产是融资授信主要依据。一旦债务风险开始累积，债权人关注点开始转向本金安全及偿债资金来源。此时，可测算、可验证的现金流是融资的主要支撑。但部分高负债企业，债务集中到期引发再融资通道受阻；一旦债务集中逾期，各类诉讼与资产冻结将进一步干扰经营回款，企业最终落入流动性困局。

企业需建立以现金流为核心的流动性风险管理体系，保持债务期限结构与资产回收周期相匹配，同时保持多元、可替代的融资渠道，制定合理的现金流管理预案应对周期波动。对金融机构而言，在评估债权风险时，也可以将可持续的现金流作为参考指标之一，根据企业主业的"造血"能力分类施策，给尚具经营价值企业留出合理修复空间。

其三，风险防范前置，常态化预警推动风险出清。

对企业而言，在战略层面，围绕主业审慎开展并购及产能扩张，从前期尽职调查到投后整合、项目实施，把风险评估前置在决策环节；在决策层面，企业董事会和股东大会应切实履行对重大投资、对外担保和大额融资的决策与监督责任，主动如实披露风险；在经营层面，把现金流作为经营管理的重点关注指标，将内部控制和风险管理延伸到项目全周期。

对监管部门而言，通过风险警示、问询督导等方式，可以推动风险及时出清。对审计、评估等中介机构而言，要敢于揭示问题，用好非标准审计意见及持续经营重大不确定性等预警信号。

稳健的资产负债表是企业持续经营保障。近年来，资本市场不少高负债企业在风险出清过程中退出市场。因此，唯有把资产质量做扎实、稳住经营现金流、不断完善治理机制，企业才有穿越周期的底气。

勤勉履职不能止于"参会打卡"

■ 袁传玺

近期，港交所发布纪律行动公告，对某港股上市公司6名董事（包含2名独立非执行董事）作出董事不适合性声明，若相关人员未能按期离任，公司或将触发除牌程序。

不同于市场常见的实控人资金占用、财务造假等恶性违规，该案例的核心矛盾是董事会成员面对交易所调查问询消极应对、逾期不予回复，最终被监管认定未能履行董事勤勉义务。个案背后折射的治理逻辑，值得全市场检视。

不少董事将履职简单等同于出席董事会会议、在议案上投票，把勤勉义务压缩为"参会打卡"。在平稳经营阶段，上市公司三会文件、披露材料一应俱全，看起来治理架构完整。可监管一旦介入调查，需要董事主动核实事实、配合监管、厘清风险边界，监督链条便出现断裂。作为上市公司受托人，董事尤其是独立董事，负有持续关注公司重大风险、配合监管核查的法定责任，面对监管问询消极回避，本质就是履职失责。

部分上市公司暴露出的董事会"被动履职"现象，是值得警惕的共性治理短板。部分上市公司的董事会重心偏向日常经营议案审议，缺少对重大风险的持续跟踪。当风险发酵、监管问询到来，部分董事习惯于以"并不知情""缺乏专业判断能力"作为免责说辞。

监管政策思路的转向，正在重塑董事履职的底层逻辑。近年来，港交所持续压实董事个人责任，将问责重心从单纯处罚上市公司，下沉到董事个体。过去，市场更多关注财务造假、资金侵占等显性重大违规；如今，监管同样对消极不作为、拒不配合调查这类"软性失责"重拳出手，董事不适合性声明就是强有力的监管抓手。无独有偶，A股市场也持续强化独立董事履职监管，通过警示函、行政处罚等方式，倒逼独董回归监督本源。监管传递出清晰信号：公司治理问责体系，既要严惩主动造假、侵占资产等恶意违规，也要整治履职躺平、消极回避的不作为。

完善上市公司治理，破解董事会被动履职难题，需要多方协同发力。一方面，上市公司优化董事选聘标准，除专业背景外，考察候选人可投入履职的时间、风险处置能力；建立董事履职动态评估机制，明确董事在重大风险、监管问询阶段的响应流程与责任边界。另一方面，董事群体要更新履职认知，把勤勉义务贯穿公司经营全周期，不能在风险来临时选择沉默。独立董事更要坚守独立底线，主动核实信息，成为中小股东权益的可靠屏障。

资本市场信任根基，来自上市公司治理的有效运转。三会架构、内控体系不是上市的装饰外壳。董事勤勉履职不能止于会议桌前的签字表决。唯有构建全周期的董事履职机制，压实个体责任，才能让董事会真正发挥风险把关作用，夯实上市公司治理根基。

要财务并表更要治理并表

■ 桂小笋

据同花顺数据统计，今年以来，各类监管机构处罚的违规行为中，有超过50起涉及上市公司的子公司。上市公司的子公司等经营末梢并表之后，其资产、利润被合并进上市公司报表，但风险是否被同步纳入管控视野，却引人深思。

部分公司重财务并表、轻治理并表。收购完成后，子公司的关注焦点集中在利润何时并表、业绩承诺能否兑现等，却没有把母公司成熟的风控和信息披露制度同步移植到公司内部。"制度不统一、系统不打通"的状态，使子公司成为总部治理体系之外的孤岛和风险滋生地。

末梢失控的原因是多方面的，上市公司要把制度和人"沉"到末梢，以三道防线补齐治理短板。

其一，上市公司应推动子公司与总部治理体系一体化。财务审批权限、用章管理、关联交易认定、对外担保、重大投资决策、信息披露内部报告线等合规要求，要统一嵌入子公司决策流程。制度不能只写在总部的手册里，要落在子公司的日常经营中。

其二，上市公司对异常信息要保持应有的警惕。母公司要建立覆盖子公司的异常信息监测与报告机制，对偏离常规、缺乏商业逻辑的数据变化保持敏感。对可能出现的环保、税务等风险，一旦发现疑点便及时穿透核查、查深查透，把问题处置在萌芽状态，而非等到风险爆发、处罚落地之后再作补救。

其三，权责统一，问责要形成闭环。子公司负责人是本单位合规的第一责任人，既要被赋予授权范围内的自主经营权，也要对违规后果承担相应责任。上市公司应将问责机制延伸到经营末梢，明确违规情形的责任认定与追责标准。

公司治理没有"末梢豁免"，一次末梢失控，最终要由全体股东共同买单。上市公司应当以暴露的子公司违规行为为镜鉴，把治理体系从报表合并推向实质融合，让每一个经营单元都在阳光之下运行，这既是对投资者负责，也是上市公司长远发展的应有之义。

织密制度防线 管住实控人越界之手

■ 曹 琦

上市公司控股股东非经营性资金占用，仍是A股公司治理突出难题，今年以来已曝出多起相关案例。

近日，某上市公司爆发了控股股东非经营性资金占用事件，公司因此被立案调查、股票实施风险警示，将实控人约束缺位的治理风险暴露在市场面前，也为行业敲响了警钟：上市公司必须织密制度防线，管住实控人越界之手，守护上市公司与中小投资者的合法权益。

破解这一资本市场顽疾，不能仅依赖事发之后的风险警示与行政处罚，需要从事前、事中、事后全链条完善治理抓手，构建多层次的风险防控体系。对内，上市公司要激活内部治理效能，重点收紧子公司大额资金出口，针对大额预付款、贸易付款设立明确的金额上限，建立跨层级分级复核机制，大额资金支出不能交由子公司自主决断，必须上报上市公司审计委员会、董事会审核，同步核验贸易背景、货权物流等佐证材料，堵住虚假贸易腾挪资金的漏洞。

做实上市公司审计委员会、独立董事的实质性监督职能，要跳出仅审阅期末财报的惯性，将监督触角延伸至子公司重大业务与资金往来，常态化核查预付账款、其他应收款的异常变动；保障财务体系尤其是子公司财务岗位的独立性，减少实控人对付款审批流程的不当干预。

监管层面，可依托资本市场数字化监管工具，建立多维度风险预警模型，将上市公司往来款异常波动，与控股股东高比例质押、债务逾期、涉诉失信等信号联动匹配，对风险苗头突出的企业及时开展现场核查，实现风险早预警、早介入。

此外，要进一步压实中介机构核查责任，督促会计师事务所跳出账面核对，聚焦交易商业实质开展穿透式核查。完善占用发生后的清偿执行机制，用好专项清偿专户、股权折价抵债等制度工具，明确重整程序中上市公司占用债权的受偿安排，破解"占用容易清偿难"的现实困局，全方位守护上市公司资产与广大中小投资者合法权益。

总的来说，上市公司资产归属于全体股东，只有管住实控人越界之手，构建事前防得住、事中看得见、事后追得回的完整治理链条，才能从源头压缩资金占用的生存空间，守住资本市场公平公正的底线。

跨界并购应以产业逻辑为先

■ 李 婷

近日，福建东百集团股份有限公司（以下简称"东百集团"）一场"三日即终止"的跨界收购引发市场关注。

东百集团主营业务为百货零售。10月11日晚间，该公司发布公告，计划收购杭州快灵光电科技有限公司52.6667%股权，收购标的主要从事磷化铟基光探测芯片的研发、生产和销售。然而，10月14日晚，东百集团宣布，因各方未能就关键条款达成一致而终止本次交易，距拟收购公告披露仅三日。

这场快速反转的交易，成为观察资本市场热点赛道跨界并购的典型样本。在转型焦虑与热点赛道估值红利叠加之下，部分上市公司将一次性资本并购视作切入新赛道的"捷径"，由此衍生出的估值与基本面背离、业绩对赌激进、产业协同缺位等问题，值得深入审视。

一是要关注和辨别并购标的估值与基本面的匹配性。在高溢价跨界并购中，标的公司往往呈现"账面价值低、评估增值率高、当期盈利薄弱"的特征，估值主要依托行业远期预期，而非已兑现的稳定盈利。一旦下游需求波动、技术产业化进度不及预期，并购形成的商誉将面临减值压力，或将直接影响上市公司业绩与中小股东权益。前期"追高"的估值泡沫，往往成为日后"爆雷"的源头。

二是要合理安排交易方案中的业绩承诺，正视标的业绩兑现的客观挑战。在实践中，部分并购标的尚处亏损或微利阶段，却被要求短期内扭亏并实现爆发式增长，承诺值与真实成长节奏存在明显脱节。尤其是科创型企业在良率爬坡、客户认证、产能释放等方面均存在较高不确定性。并购标的在承诺到期后会引发业绩不及预期、补偿纠纷等连锁问题。业绩对赌属于风险缓释工具，存在适用边界，不能作为高溢价的定价支撑；承诺条款设置需要贴合企业真实成长节奏，而非为"讲故事"而层层加码。

三是要解决跨界并购中产业协同缺位的矛盾。在跨界并购中，上市公司主业与并购标的在技术体系、人才结构、供应链、客户生态等方面存在显著差异。比如，科创型企业成长依赖长期工艺积累与持续研发投入，单纯资本注入难以快速转化为经营成果。上市公司若缺乏对新行业的研判能力与跨领域整合能力，并购后易出现管理适配难题，面临新旧业务发展承压的局面。

监管部门强化并购问询与信息披露，旨在引导上市公司回归经营本源。上市公司的重心在于夯实主业、扎实经营，不宜将一次性资本并购视作转型捷径，坚持产业逻辑先行，全面评估交易风险，并购重组才能成为培育新增长极的有效路径。

以案说法

私募机构要将合规内核转化为长期竞争力

■ 昌校宇

10月以来，全国共有十余家私募机构接连收到监管警示函，违规问题集中体现在信息披露不完善、投资者适当性管理落实不到位、内部治理不严等方面。随着监管规则体系持续完善，市场资源加速向优质机构集聚，合规不只是不可逾越的监管底线，更是私募机构行稳致远的核心能力。

监管出具的警示函，直指私募机构日常运作中的合规短板。从公开信息看，违规情形具有较强共性：部分机构未按基金合同约定向投资者披露季报、年报，或是披露信息存在不准确、不完整等瑕疵；少数机构向非合格投资者募集资金，或向投资者承诺本金不受损失、承诺最低收益；还有机构未妥善保存投资决策、交易记录以及投资者适当性管理相关资料；个别机构出现与关联方人员混同办公、将投资管理职权对外让渡等情况。

上述案例的出现，与行业发展的阶段性特征密切相关。近年来，私募基金行业规模总体呈增长态势。据中国证券投资基金业协会数据，截至2026年8月末，存续私募机构管理基金规模达到25.75万亿元，创历史新高。规模迈上新台阶，但部分私募机构的管理能力未能同步跟上，"重规模、轻内控，重业绩、轻合规"的倾向较为突出，机构资源更多向渠道拓展、产品发行倾斜，合规体系建设相对滞后。与此同时，行业优胜劣汰持续深化，呈现出机构数量稳中有降、管理规模持续抬升的"减量增质"格局，市场资源加速向合规扎实、运作规范的机构集中。在行业迈向高质量发展的新阶段，私募机构之间的竞争，早已不再是单纯的规模比拼，合规能力已然成为行业竞争的护城河。

合规建设既非被动应付监管检查，也不是临时性查漏补缺，要将合规内核转化为长期竞争力，可从三方面持续发力。

第一，推动合规从"后台成本"升级为"一号位工程"。部分机构习惯于将合规视作后台支撑、附加成本，仅交由风控部门单独兜底。事实上，合规不是单一风控部门的"独角戏"，需要实际控制人、投资负责人牵头抓实；合规意见应当前置嵌入产品设计、资金募集、投资决策等关键环节；合规风控负责人须拥有实质业务参与权，避免沦为形式上签字。对私募机构而言，规模增长必须匹配合规承载力，盲目扩规模只会放大风险隐患。

第二，推动信息披露从"例行公事"升级为信任基石。信任是私募基金行业赖以存续的根基，信息披露是维系这份信任的重要载体。机构应建立信息披露清单和管理台账，明确披露时点、内容、渠道和责任主体；按期报送季报、年报；对关联交易、底层资产风险、费用计提等事项如实完整披露，留存可核验的工作底稿。相较于风险暴露后的事后解释，常态化、清晰明了、易于理解的信息沟通更能维系投资者信任，为机构长期募资筑牢根基。

第三，推动投资者适当性管理从"销售关卡"升级为受托责任。不少机构将投资者适当性管理视作业务拓展的限制性流程，其实这并非业务拓展的阻碍，而是同时保护投资者与管理人的风险屏障。风险测评、产品匹配、投资者回访等流程需要落地执行，不向风险承受能力不匹配的投资者推介产品，杜绝保本保收益承诺，同时强化对合作代销渠道的管控。扎实做好投资者适当性管理，既是恪守对投资者的信义义务，也是机构自身稳健经营的保障。

私募基金的本源，在于"受人之托、代人理财"。这份投资者托付，最终要依靠规范运作、审慎管理来兑现。监管警示函如同一面镜子，映照的不只是个别机构的运营瑕疵，更是全行业必须正视的合规课题。私募机构只有将合规锻造为内生能力，以规范信息披露守护投资者信任，以严格适当性管理践行受托义务，才能在提质竞合的新阶段稳步前行。