

投服中心行权效果良好 助力提升上市公司质量

黄 勇*

摘 要:持股行权是证监会运用市场化、法治化方式,加强中小投资者保护的重大制度安排。投服中心自 2016 年 2 月开展持股行权工作以来,积极探索、攻坚克难、多措并举,以广大中小投资者进入资本市场的基本利益诉求为出发点,围绕分红和持股收益这两大中小投资者利益痛点问题,以日均 3.5 场的高频次,示范引领广大中小投资者积极行使股东权利。投服中心行权效果整体良好,但因涉及重大利益关系调节,行权工作也呈现一定对抗性,致使有些行权效果不达预期。下一步,投服中心一方面将苦练内功,提升持股行权的专业性、有效性和权威性;另一方面将紧紧依靠证监会的领导,与系统内相关单位紧密配合,不断优化投保工作外部环境,助力提升上市公司质量,以便给投资者更好的回报。

关键词:投服中心 持股行权 投资者保护 效果良好 对抗性

党中央、国务院一直高度重视中小投资者保护工作。为贯彻落实国务院办公厅《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》(国办发〔2013〕110号),证监会于 2014 年组建了专司中小投资者保护和服务的公益性机构——中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称投服中心)。经证监会批准,投服中心自 2016 年 2 月在上海、广东(不含深圳)和湖南开展持股行权试点,持有上市公司一手股票,以股东身份依法行使质询、建议、表决、诉讼等股东权利。2017 年 4 月投服中心的持股行权工作扩展至全部 A 股上市公司。这是证监会运用市场化、法治化方式,

* 中证中小投资者服务中心有限责任公司党委委员,副总经理。

加强中小投资者保护的重大制度安排,通过投服中心的示范引领,以期号召广大投资者共同参与公司治理,提升上市公司质量,维护自身已上市公司的合法权益。

一、行权工作总体情况

投服中心自开展持股行权工作以来,在证监会投资者保护局(以下简称投保局)、上市公司监管部(以下简称上市部)等部门的指导下,在沪深证券交易所、中国证券登记结算有限公司(以下简称中国结算)及证监会各派出机构的大力支持和配合下,按照《持股行权工作指引》的规定,以拓荒者的精神积极探索、攻坚克难、多措并举,扎实推进持股行权工作。经统计,截至2019年12月底,投服中心共计持有3754家上市公司股票(包括70家科创板公司),共开展行权活动2529场次,以每年250个工作日计算,日均行权3.5场次。在现场行权中,参加股东大会170场,现场查阅42场,参加重大资产重组媒体说明会及投资者说明会69场;在非现场行权中,网上行权188次,发送股东函件2015件,公开发声45次。

二、围绕中小投资者的利益痛点开展持股行权工作

中小投资者进入资本市场的基本利益诉求比较单纯,一是期望从上市公司获得分红,二是希望所投资的股票市值增长。当这两大利益诉求受到损害时就产生了广大中小投资者的利益痛点,这就成为投服中心持股行权工作的着力点。针对分红问题,行权方向着眼于制度设计(主要是公司章程)和实际执行情况;针对持股收益问题,重点关注资产收购或出售、重组承诺不履行、违规担保、非经营性占用上市公司资金及公司治理等事项中损害股东利益的情形。为了不断提升持股行权工作的有效性、针对性,投服中心在持续高密度个案行权的基础上,适时提炼类案问题,开展专项行动。

(一) 聚焦现金分红事项

1. 针对现金分红章程条款专项行权

针对各上市公司章程未明确现金分红的优先顺序、现金分红决策程序、调整现金分红程序及如何充分听取中小股东意见而采取措施等问题,投服中心分别于2017年、2018年和2019年开展了3次专项行动,向481家公司发送股东函,提出相应的修

改完善建议。此类专项行动已定于每年年终实施,覆盖当年所有新增上市公司。

2. 对通过“技术手段”规避现金分红义务事项开展专项行权

经全面梳理,得益于监管部门和证券交易所的全力推动,按年度报告数据衡量,2018年度已经不存在应现金分红而不分红的公司。但投服中心对连续多年未实施现金分红的11家公司进行分析,发现5家公司疑似通过将盈利沉淀在子公司,致使上市公司母公司不具备现金分红条件以规避现金分红义务的现象。投服中心集中通过网上行权的方式建议上述公司的子公司按规定向母公司分红,以满足母公司的分红条件,督促上市公司增强对投资者的现金回报。

3. 针对现金分红实施情况开展日常行权

一是采用公开发声的方式,呼吁上市公司保障股东分红权;二是通过参加股东大会的方式,建议12家上市公司修改利润分配方案,或增加现金分红议案,或提高现金分红比例,减少高送转配套大股东减持行为。

(二) 重点关注影响持股收益的事项

上市公司任何利空信息都会对公司股价产生冲击,从而影响投资者持股收益的变动,因此,造成这些利空信息的事件都是投服中心的行权重点。

1. 针对日常公司治理、承诺不履行、重组承诺期满后业绩断层等开展专项行权

一是针对日常公司治理,投服中心持续开展专项行动,督促上市公司规范“三会”运作,完善公司治理,提高上市公司质量:(1)集中参加148场上市公司年度股东大会,针对参会登记难、董监事不参会、董监事不述职、不严格监票计票等问题提出建议,督促其规范股东大会程序;(2)分批次、集中梳理沪深全部上市公司的公司章程,针对投票机制不健全、存在限制股东权利条款的公司,共发函1912次,建议予以修改完善;(3)赴42家上市公司,现场查阅股东大会记录、董事会监事会决议、财务报告等材料,发现其存在的董监高缺席股东大会、会议记录不完整、计票监票不合规等情况,并提出完善建议。

二是针对2015~2017年上市公司实施的重大重组中标的公司未实现承诺业绩且未履行补偿义务的17项进行网上行权,问询补偿进展情况,督促其采取一切必要的追偿措施。

三是针对2011~2017年上市公司收购轻资产公司后发生业绩断层开展集中行权,以公开发声方式向投资者详细分析损害路径、充分警示相关风险;以网上行权和发送股东函的方式,对发生业绩断层的56项收购事项质询独立董事是否勤勉尽责,

督促 19 家未披露承诺期后标的公司业绩的上市公司进行披露。

2. 对资产重组、商誉减值、违规担保等事项开展日常行权

一是对 137 件重组事项行权,主要针对“三高”(高估值、高商誉、高承诺)重组,围绕标的公司的盈利能力,从宏观经济、行业状况、企业的不同生命周期以及核心竞争力等方面,分析收购事项是否能给上市公司带来正向收益。以参加媒体说明会、公开发声等方式,质询标的公司估值高的合理性、高业绩预测的可实现性。并建议上市公司规避“质次价高”的收购行为,提升上市公司资产质量。

二是针对 5 家公司计提大额商誉减值问题,例如,中文在线以 3.24 亿元卖出曾以 17.20 亿元购入的资产、康尼机电以 4 亿元卖出 1 年多前以 34 亿元购入的资产等 3 件“高买低卖”事项,质询独立董事在收购、出售资产时均认为不损害上市公司利益的判断依据,质询中介机构是否勤勉尽责。

三是针对公司治理缺陷、违规担保、资金占用事项行权 17 次,督促上市公司尽快解决问题、强化内部控制。

三、行权效果整体良好,但随着对抗力量的此消彼长呈现反方向特征

上市公司在资本市场上的各种活动都涉及利益的调整和分配,在这种利益调节中,广大中小投资者处于天然的弱势地位。投服中心为了维护广大中小投资者合法权益而开展的持股行权活动必然具有一定的对抗性,行权效果随着对抗力量的消长呈现不同的特征。

(一) 充分挖掘立法本意,借力监管,针对合规类行权事项取得显著效果

一是通过参加股东大会、现场查阅等方式,对上市公司董监高缺席会议、计票监票不合规、会议记录不完整等“三会”规范运作方面提出的意见建议,上市公司均现场采纳并表态将持续改善,行权有效率达 100%。

二是依据证监会和证券交易所关于上市公司现金分红的相关规定,通过参加股东大会等方式,建议 12 家上市公司修改利润分配方案,增加现金分红议案或提高现金分红比例,减少高送转配套大股东减持行为,其中 8 家采纳建议。

三是针对 5 家董事长辞职长期未补选的公司行权,其中 3 家公司采纳建议及时改选,另外 2 家公司也详细回复了尚未推动改选的原因以及未来改选计划;针对慧球科技董事会、监事会胡作非为及 *ST 毅达董事、监事集体失联等 2 项公司治理问题,

投服中心成功推动形成新的董事会、监事会,为其公司治理重回正轨奠定基础。

四是向 1913 家上市公司发函,建议其修订完善章程中的投资回报机制、中小投资者投票机制及取消限制股东权利等章程自治条款,其中 66.30% 的公司按照投服中心建议修订完善了所有不符合立法精神的条款,2.35% 修订了部分条款,31.35% 未予以修订(详见图 1)。不予修订的绝大多数是涉及反收购等限制中小股东权利的条款或给予董监高额外待遇的条款,因该类条款与公司控股权或董监高的利益密切相关,故较难推动。

上述行权工作效果显著,究其原因,一是《公司法》《上市公司治理准则》《上市公司章程指引》《上市公司股东大会规则》《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》等法律法规文件,对“三会”规范运作、公司章程格式条款等有明确的规定,上市公司腾挪空间较小;二是此类完善公司治理的建议,与上市公司及其控股股东、董监高等立场相近,基本不存在利益冲突;三是此类行权得到了各辖区派出机构的高度支持和配合,各地证监局积极督促上市公司回应投服中心的建议,或是一些行权事项如现金分红本身就是配合证监会关于“铁公鸡”不分红事项的专项整治督查行动,政策导向明显、系统合力有效,行权阻力较小,取得了很好的行权效果。

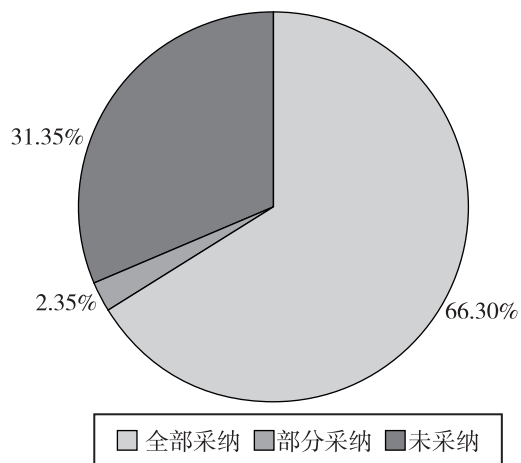


图 1 公司章程类行权采纳情况

(二)发挥专业优势,寻找利益共同点,针对非关联交易资产重组事项行权取得较好效果

资产重组是资本市场永恒的主题,在实现资源优化配置功能的同时,也演绎着海量财富的聚散,牵动着市场各个参与主体的神经。资产重组最核心的问题,是确定标的资产交易价格,作为股东自然希望所置入的资产物有所值、交易价格公允,这就需

要行权队伍有一双“火眼金睛”,随时能够准确鉴别各类重组资产的优劣。因此,专业化、投行化一直是投服中心行权队伍能力建设的方向。为了提高专业分析能力,投服中心在安排行权员工通过自学补短板的同时,2年多来还邀请海通证券、广发证券等券商研究所的各行业资深研究员,举办了 36 场行业分析讲座,大幅提升了行权员工的专业分析能力。理论上,非关联交易的资产重组,如果不涉及“抽屉协议”,重组方案所确定的交易价格都是经过交易双方充分博弈的结果,广大中小股东与控股股东的利益是一致的,投服中心基于专业分析基础上的行权有助于帮助上市公司决策者进一步认识交易资产的价值,促使其更为理性决策,在一定程度上减少了行权的对抗性,行权效果自然较好。例如,针对利欧股份拟以 23.4 亿元收购苏州梦嘉微信公众号 75% 股权一事,投服中心公开发声指出,苏州梦嘉微信公众号内容同质化严重且阅读量普遍下跌,单个粉丝的估值过高,“粉丝经济”的核心竞争力难以持续,本次收购隐患重重。利欧股份次日主动联系投服中心表示将审慎考虑此次收购事项,最终终止了重组。经统计,在针对非关联交易类重组的 83 次行权中,有 66.27% 起到了较好的效果(详见图 2)。

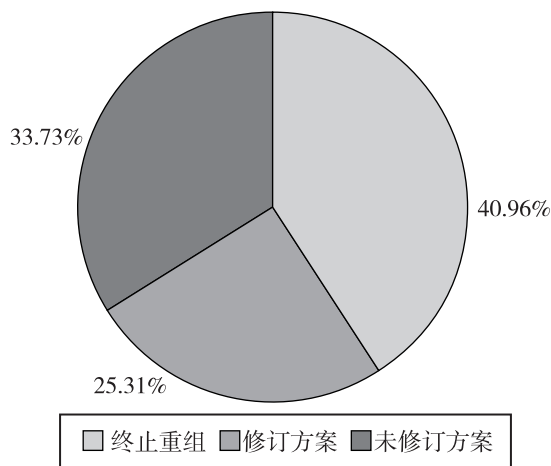


图 2 非关联类重组行权效果

(三) 努力狙击关联交易的“三高”重组,部分行权事项取得了预期效果

关联交易的“三高”重组一直为市场所诟病,特别是控股股东“三高”资产的注入行为或涉嫌利益输送,一直是投服中心持股行权的狙击重点。虽然在行政审核、交易所问询及媒体监督的合力之下,投服中心成功狙击了一些上市公司“三高”重组行为,但成功的比例不高。由于控股股东在上市公司中所掌握的资源远非中小股东可比,加之中小股东的聚焦点分散,形不成合力,尽管关联方回避表决,仍然有超过半数关

联交易的“三高”重组议案在股东大会上获得通过,投服中心的行权未能达到理想效果。例如,2018年针对康芝药业以3.5亿元收购控股股东的婴幼儿洗护公司事项,投服中心现场参加股东大会质疑标的公司调整利润推高业绩预测、无法实现业绩承诺、估值过高等问题,并对收购议案投了反对票,但该议案仍以99.46%的赞成率获得通过。根据后续跟踪情况,标的公司收购后一年半的净利润仅为144.27万元,与3年净利润累计不低于8308.79万元的承诺相去甚远。经统计,在投服中心针对关联交易重组的54次行权中,25.92%终止重组;18.52%修订重组方案,或调低了标的公司估值、提出切实可行的业绩承诺,或增加业绩承诺履约保障、提高首付款比例等;55.56%未采纳投服中心的建议(详见图3)。

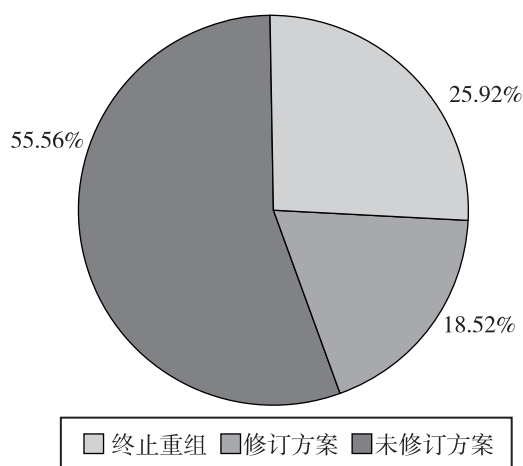


图3 关联交易类重组行权效果

(四) 针对重组承诺期满后业绩断层行权涉及警示、质询和建议,直指“花瓶独董”痼疾和评估乱象,对抗性增强,行权效果欠佳

针对收购轻资产公司承诺期满后发生业绩断层的行权,直观、全面地展示了轻资产收购的特征及潜在风险、业绩断层的实际情况及对投资者的损害,列示了相关评估机构名称和独董姓名,一系列鲜活的案例有很强的警示、教育意义,具有一定对抗性,行权效果不太理想。其中,质询独立董事在61项发生业绩断层的收购事项中,是否就标的公司的行业、盈利预测等进行详细研究,是否充分了解标的公司状况及潜在风险,履行监督义务,还是仅仅依据评估报告发表意见等,仅35项(占比57.38%)给予了正面、详细回复(详见图4);建议20家上市公司披露标的公司承诺期后的业绩,仅8项(占比40%)采纳了建议(详见图5)。

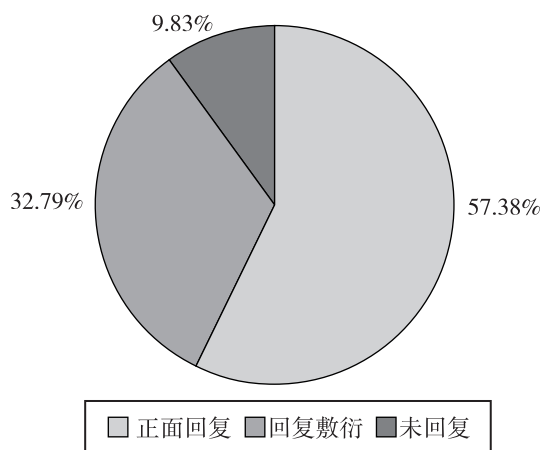


图4 质询独董回复情况

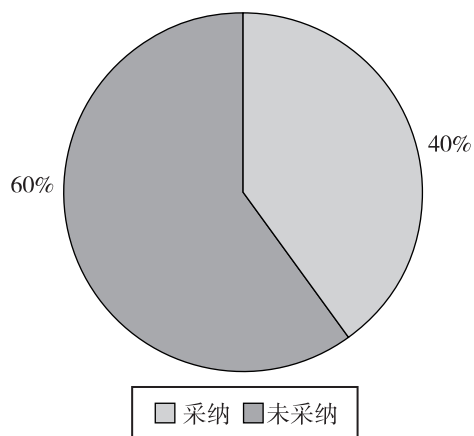


图5 建议披露业绩采纳情况

业绩断层事项行权对抗性较强,主要有两方面原因:一是现行法律法规及相关规定未明确独立董事在并购重组中的勤勉尽责标准,在独立董事普遍履职不佳的大环境下,质询相关独立董事如何履职尽责给其造成较大压力,且大部分时任独立董事已离职,行权对抗性较强,部分独立董事不回复或回复敷衍。二是现行法规条例并未强制要求上市公司披露收购标的公司在承诺期后的业绩,上市公司自然不愿“自曝家丑”。

(五) 针对承诺背信行为行权的效果较差,示范引领中小投资者走上积极股东之路任重道远

一类是针对未实现承诺业绩且未履行或未完全履行承诺义务的25项重组案例行权,督促上市公司追回业绩补偿款,其中仅5家公司已追回全部补偿款,1家公司追回部分补偿款,9家公司采取了仲裁、诉讼等司法手段,10家公司未能采取有效措施(详见图6)。

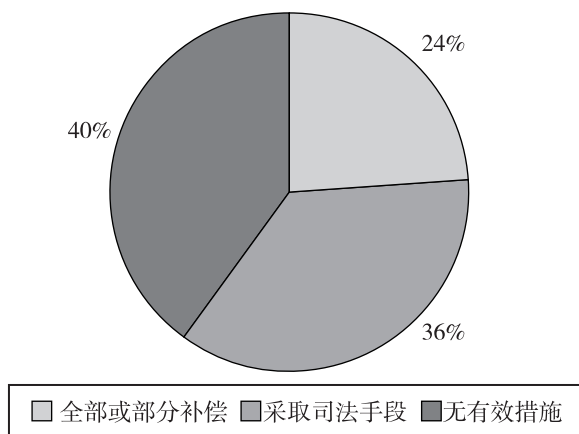


图6 未实现承诺业绩且未履行或未完全履行承诺业务行权效果

另一类是阻止亚邦股份、商赢环球及深大通 3 家公司变更业绩承诺,均未取得期望的行权效果。上述 3 个案例均是控股股东、实际控制人及相关方意图减少或延迟支付对上市公司的补偿承诺,投服中心的行权直接接触了控股股东、实际控制人等相关方的经济利益,其抵抗情绪较强,加上中小股东行权积极性不高,形不成合力,难以阻止相关方的背信行为。例如,针对“三高”收购后,因无法实现业绩承诺,深大通拟将重组业绩补偿金额从 21.81 亿元变更为 6.72 亿元事项,投服中心公开发声分析降低补偿义务对上市公司及中小股东利益的侵害,呼吁广大中小投资者积极行权,中小投资者在“股吧”等平台上呼应者众,但实际投票者少,使变更承诺的议案仍以 99.9259% 的赞成率高票通过。

四、行权工作遇到的困难

(一) 投服中心持股行权工作的权威性还有待加强

行权对象不配合,是目前投服中心持股行权业务推进中的困难之一。虽然是属于证监会直接管理、专司中小投资者保护工作的公益机构,但投服中心持股行权工作的权威性并没有制度性保障,部分上市公司对投服中心的行权不理睬、不回复,这种现象在非现场行权中比较突出,且随着对抗性越强,行权对象的配合度越低,这与新修订的《证券法》赋予的国家设立的投资者权益保护机构的法律地位不符。

(二) 行权话语权较弱

投服中心作为持股一手的最小股东,在资本多数决的制度下,要想阻止损害上市公司及广大中小投资者合法权益的决策,必须要有自己的“同盟军”,然而,这种“同盟军”往往难以找到。机构投资者专业分析能力强,往往“择优”投资,较少出现在投服中心行权的“差”公司股东名单中。个人投资者受投资习惯、持股目的、专业知识等各方面因素影响,一方面,习惯“用脚投票”,尽管众多投资者在“股吧”等平台表示要响应投服中心的行权活动,但真正参与投票的却寥寥无几;另一方面,热衷于追逐短期的消息刺激,对投服中心着眼于提升上市公司长期价值的行权活动无法产生共鸣,特别是对一些重组事项,不去深究重组对上市公司价值的深远影响,而更关心重组消息给公司股价带来的短期扰动,不配合、不响应投服中心发起的针对质次价高的“三高”重组的狙击行动。

(三) 提升行权效果还需多方联动

在沪深证券交易所的大力支持下,投服中心将中国投资者网的行权专栏与上海

证券交易所“e 互动”、深圳证券交易所“互动易”平台实现了同步对接,开展网上行权工作。但行权对象回复并不理想,正面回复率不及 50%。这主要有两个方面的原因:一是按照交易所投资者互动平台要求,问询字数应限制在 200 字以内,经常导致一个事项由 2~3 条问询完成,询问问题会失去连续性和准确性;二是上市公司回复问询没有相关制度约束,不及时回复甚至不回复现象比较普遍,证券交易所也没有强制力,迫切希望监管部门呼应。

(四) 现行的信息披露要求给持股行权工作带来一定挑战

充分知情,是投资者理性决策、积极行权的基础,但目前有些信息披露状况无法满足投资者理性行权的信息需求。例如,目前重组预案信息披露较为简略,有时仅披露了暂定交易金额,未对标的公司的实际经营情况、行业发展情况等信息进行过多披露。另外,对于非重大资产重组交易的相关公告更为简单,导致行权人员无法准确了解标的公司的经营情况、行业地位和竞争格局等重要信息,而这些内容往往是分析标的公司未来持续盈利等方面的重要依据,如何在简化信息披露、提高重组效率的背景下保证行权工作质量是目前行权工作面临的现实挑战。

五、小 结

下一步,投服中心首先要持续推进内部工作机制的优化和创新,加快行权队伍的能力建设,不断拓展行权工作的广度、深度,增强持股行权的专业性、有效性和权威性。同时,要以新修订的《证券法》施行为契机,珍视新《证券法》给行权活动所打开的业务空间,全力配合证监会相关部门加快制定强化行权效果、保障行权业务顺利实施的制度和实施细则,示范引领广大中小投资者积极行使股东权利,参与公司治理,提升上市公司质量,保护投资者合法权益。