

# 机构频频抢夺上市公司决策话语权 “股东积极主义”投资风潮渐起

□本报记者 黄淑慧

买入一家上市公司的股份成为战略股东,通过行使股东权利迫使公司管理层作出各种调整,进而促进公司治理改善和股价提升等,这种流行于华尔街的“股东积极主义”投资策略,近年来在国内获得了不少关注。一改此前“用脚投票”的沉默与被动,国内机构投资者正在上市公司重大决策上积极地发出自己的声音。

今年以来,私募大佬徐翔向入股的上市公司发出高调诉求,要求派驻董事或调整利润分配方案,引发市场对其新投资模式的关注。即便是温和的公募基金阵营,近年来在双汇发展、格力电器、大商股份、上海家化等多家上市公司治理领域,也积极作为、频频发力。

## 改变打法 新投资模式受捧

在美国被媒体称为“华尔街之狼”的卡尔·伊坎的复出,正令戴尔、苹果、eBay等大公司的管理层头痛不已。而在A股市场,以私募大佬徐翔为代表的新“打法”依稀让人看到了卡尔·伊坎的影子。

公开资料显示,在短短几个月里,徐翔所掌舵的泽熙投资,已经先后大比例入股工大首创、黔源电力、宁波联合等上市公司,并作为重要股东提出了临时提案,提名董事候选人或者要求调整利润分配方案。这种高调谋求介入上市公司决策的打法,引起了市场强烈关注。

2014年2月,与泽熙“同源”的上海泽添投资发展有限公司,以3.2亿元受让工大首创原大股东八达集团15.69%的股份。此后泽添投资在股东大会临时提案中,要求罢免已被刑拘的公司董事长龚东升董事职务,并提名了三名董事人选,即原上海泽熙投资管理有限公司总经理助理徐峻,上海泽熙资产管理中心(普通合伙)高级研究员鲁勇志,泽熙投资高级研究员史振伟。最终三人均顺利进入了董事会,徐峻甚至当选工大首创董事长。

此役告捷之后,从上市公司公告中,可以陆续发现泽熙投资更多类似的诉求。4月3日,黔源电力公告称,4月1日公司收到《关于增加2013年度股东大会临时提案的函》,华润信托作为代表合计持有公司4.95%股份的股东(其中,华润信托·泽熙1期单一资金信托计划持有公司总股本的3.62%,华润信托·泽熙6期单一资金信托计划持有公司总股本的1.36%),提请向全体股东每10股转增10股的新分红方案,与此前董事会提出的每10股转增5股的方案产生了矛盾。紧接着,宁波联合于4月

4日也收到了一份类似的《关于2013年度利润分配的临时提案》。

值得注意的是,泽熙入股宁波联合、黔源电力的时间都不长。宁波联合年报显示,去年末泽熙6期并未进入其前十大股东。因为重组事宜,去年9月开始,宁波联合便一直处于停牌状态,直到今年1月20日才复牌。从1月20日至4月3日的50个交易日里,泽熙6期一路增持至1507万股。同样,泽熙的身影也并未出现在黔源电力2013年年报的前十大股东名单中。

尽管泽熙对黔源电力提出的利润分配提案在4月17日召开的股东大会上被否决,宁波联合的股东大会则将在4月25日召开,但泽熙频频提出的高调诉求,还是在资本市场激起了涟漪。有观察人士指出,这很容易联想到美国著名的激进投资者卡尔·伊坎惯用的方式:突袭买入一家上市公司的股份,通过行使股东权益寻求改变公司,让公司股票在短时期内快速上升,从而套现获利。随着管理资金规模的上升,徐翔很可能意识到,要保持较高的收益率水平,需要转变打法。

通过股东倡导的方式试图影响上市公司决策的私募基金,并非只有泽熙。事实上,另一位私募基金人士上海宝银投资咨询有限公司董事长崔军,在过去几年间,以发出致全体股东公开信的形式,屡次向上市公司施加压力,其目标包括华北高速、中百集团甚至是招商银行、兴业银行。虽然最终由于其持有股份比例不足均不了了之,外界对其做法是否涉嫌炒作的争议也比较多,但也曾引发市场较多关注。

## 争取权益 公募阵营联合行动

就在徐翔转变打法引发各方关注之际,一直在“股东积极主义”投资上颇有建树的兴业全球基金发表了一篇专栏文章《“华尔街之狼”卡尔·伊坎与股东积极主义》。在这篇文章中,作者对外界赋予卡尔·伊坎的“维权投资者”、“企业掠夺者”两种相悖的称呼作了辩证分析,指出正因为伊坎这条“华尔街之狼”的凶猛存在,让上市公司的CEO们与投资者之间达成了一种崭新的微妙平衡。从某种意义上讲,卡尔·伊坎实际上可以称作股东积极主义的一种比较极端的代表。

事实上,比私募基金行动更早的是公募基金,近年来,随着国内股东积极主义的呼声日益高涨,包括兴业全球基金、鹏华基金在内的多家公募基金公司在一些上市公司重大决策事件上积极“用手投票”,谋求公司治理话语权,争取股东权益,尤其是当大股东意志明显侵害到中小股东权益时更是如此。

比如双汇发展和格力电器。在2010年3月3日双汇发展(000895)临时股东大会上,持有双汇发展的基金几乎全部到场,对《关于香港华懋集团有限公司等少数股东转让股权的议案》集体投下了反对票,抗议双汇发展放弃对10家参控股公司少数股东股权的优先受让权,从而损害上市公司股东利益的行为。在2012年5月25日的格力电器股东大会上,在以累积投票制表决董

事会换届选举的议案时,包括公募基金、QFII、券商和私募等在内的机构投资者联手投票,将格力集团推荐的董事候选人周少强挡在了董事会门外。并且,鹏华基金与作为QFII的耶鲁大学联合推荐了董事候选人冯继勇,并获高票通过。

近一年来,此类案例仍在不断增多。由于多数机构投资者选择说“不”,大商股份抛出的资产重组方案被终止于2013年6月28日召开的股东大会。在上海家化的内讧纷争之后,易方达、华商和汇添富基金联合提名上海家化董事,最终成功当选。

不过,在一些公募基金人士看来,与海外市场蔚然成风的“股东积极主义”投资相比,国内机构投资者在这一领域的努力还相当有限。“这种差距不仅仅表现在案例的数量上,也表现在机构所提出的议题范围上。”上海一位公募基金人士表示,国内机构投资者出手大多是在中小股东利益受到明显侵害时,而海外机构投资者着眼议题更为丰富,其中包括维护股东经济利益,也包括要求保护环境等广泛的社会责任议题。

在上述人士看来,有些股东提出的局限于投资回报的诉求有待商榷。“如果只是从自身获利角度考虑,提出增加分红甚至只是高送转等提案,那我认为,这种股东积极主义的实践偏离了方向。”

## 门槛较高 “股东革命”仍受制约

在海外市场,“股东积极主义”如同悬在公司管理层、控股股东、实际控制人头上的“达摩克利斯之剑”,促使他们规范自身的行为,从而维护公司和股东的合法权益。而对A股而言,分析人士表示,虽然近年来“股东积极主义”投资取得了长足进展,但机构投资者要参与上市公司治理还受到一些客观条件的制约。

首先,与西方成熟市场公司股权结构相对分散不同,我国A股市场上市公司“一股独大”的情况比较突出,使得机构投资者的提案较难获得通过。即便机构投资者可以运用累积投票制取得董事席位,但大股东仍可以通过占有董事会多数席位而控制董事会。与此同时,诸多上市公司章程对于股东提案所设置的持股比例“门槛”较高,而以公募基金为代表的机构持股较为分散,导致很多时候机构投资者必须联手才能参与重大决策。

值得注意的是,从A股近年来机构投资者成功发

挥作用的案例来看,基金的话语权得以体现一般有两种情况:一是关联股东回避表决,二是上市公司股权转让。

同时,由于公募基金所管理的是持有人的钱,长期投资理念难以得到足够的贯彻和执行,部分机构投资者投资上有时也较为偏重短期收益,并且积极行为的成本与收益明显不匹配,这使得机构很多时候宁愿选择卖股离场,缺乏长期跟踪和参与上市公司治理的动力。即便希望参与决策,有时也希望以争论较少或较为隐秘的方式进行。

对此,有业内人士表示,成为一名积极股东需要耗费大量的时间和精力。即使是那些拥有专业人才的共同基金及投资组合经理,也要考虑成为积极股东所要付出的时间和精力与所带来的潜在回报之间的比例。特别是当对该公司的持有量只占基金组合很少一部分时,由此带来的对剩余部分注意力的分散显然是一个风险。



CFP图片

## 武汉科技大学金融证券研究所所长董登新: 机构投资模式或趋于多元化

□本报记者 万晶

近期A股市场不断出现投资机构向上市公司股东大会提交临时提案以及提名董事人选等情况,并逐渐渗透上市公司经营决策。武汉科技大学金融证券研究所所长董登新在接受中国证券报记者时表示,未来投资机构的投资模式或趋于多元化,对产业更加渗透,市场逐渐由股东消极主义向股东积极主义转变。

### 制衡“一股独大”

中国证券报:近期,宁波联合的第二大股东华润信托·泽熙6期单一资金信托计划就年度分红方案在股东大会增加临时提案。这种私募投资机构提交股东大会提案的做法在国内是否常见?其目的和意义何在?

董登新:上市公司股东话语权主要取决于股东持股数量或持股比例。在我国A股市场,一方面投资者主要以散户为主,另一方面,许多国有控股或家族控股上市公司“一股独大”,小散在股东大会上很难表达个人诉求。散户市的主要特征是“重短炒获利”,“轻股东身份”。

因此,一直以来散户都不太在意股东权益和股东大会,上市公司基本上也不怎么理会小股东意见。在华润信托·泽熙6期持股宁波联合案中,因其以第二大股东身份要求公司大比例转增股份并同时实施现金分红,很显然,这是一种短期投资行为,它或者属于财务投资者,甚至可能只是短炒客。在大比例送转股诉求的背后,可能是为了寻找减持或抛售的机会。

中国证券报:有些投资机构大量购入上市公司股份后,谋求董事会席位,积极提名董事候选人。金融投资机构积极进入上市公司董事会参与上市公司经营决策有何意义?对上市公司的影响体现在哪些方面?

董登新:一般而言,纯粹的投资机构进入上市公司谋求董事席位,既有可能充当战略投资者角色,寻求实业发展与多元化发展机会,当然也不排除从财务投资者角度考虑,先控制公司话语权或决策权,进而实施有利于自己短期利益的行动方案,从而影响公司经营战略和决策。对财务投资者和战略投资者难以严格区分,只能从持股比例、持股时间和介入深度等方面简单区分。谋求短期利益的财务投资者,往往体现在分红和财务处置方面谋求话语权,目的在于提升短期内的股价空间。

金融投资机构进入上市公司董事会,总的来说,能够为上市公司引入新的力量,充实公司董事会,完善公司治理结

构,提升股东地位,制衡“一股独大”。

### 投资模式或多元化

中国证券报:一些私募机构过去往往通过“讲故事”、炒概念以及涨停敢死队风格获利,而今投资模式开始改变,通过行使股东权利影响上市公司经营决策,促进企业改善经营管理。怎么看待这种投资模式的转变?

董登新:当一家公司具备很好的市场前景和成长空间时,一些精明的机构投资者愿意做战略投资者,通过有耐心的介入和参与管理,协助公司更快更好地成长,进而与公司共享成长成果,获得长期投资利益。比如2005年雅虎10亿美元参股阿里巴巴。我国资本市场需要主流投资导向,未来投资机构的投资模式或趋于多元化,对产业更加渗透,逐渐由股东消极主义向股东积极主义转变。

中国证券报:上市公司应当如何看待金融投资机构对公司经营的影响及渗透?如果是专注短期套利投资的资本运作,上市公司该如何应对?

董登新:精明的上市公司完全可以熟练驾驭金融资本渗透,甚至主动出击为我所有。当然,也有上市公司不能处理好金融资本的短期利益与公司长远利益之间的冲突,而导致公司利益受损。

因此,如何将金融资本的优势加以充分利用,又能克制其短期利益冲动,公司决策层可以考虑建立有附带条件的投票权和决策权机制,防止金融资本干扰公司长远发展战略。尤其是一些专注短期套利的投资机构,有时会起到负面影响。

中国证券报:有些投资机构大量购入上市公司股份后,谋求董事会席位,积极提名董事候选人。金融投资机构积极进入上市公司董事会参与上市公司经营决策有何意义?对上市公司的影响体现在哪些方面?

董登新:产融结合在资本主义世界存在两个高潮,一是19世纪下半叶至20世纪30年代大萧条前,这是银行资本对工业资本进行渗透时期,这是传统意义上的产融结合阶段;二是20世纪80年代以来,由金融创新以及资本市场并购浪潮引发的金融资本与产业资本的大融合,这是现代意义上的产融结合阶段。

目前,我国重化工产能严重过剩,经济转型、产业升级迫在眉睫,银行融资成本与风险不断增大,直接融资得以快速发展,国内资本市场并购风起云涌,包括走出国门并购,这都为中国金融资本与产业资本走向融合提供了内在动力和外在环境。

中国证券报:金融资本对产业的渗透,未来将呈现何种趋势?

董登新:产融结合在资本主义世