

财富创造和社会责任

双重标准考验上市公司董事会

□李维安 张耀伟

随着安然、安达信、世界通信、帕玛拉特、德隆、创维等公司相继爆发的以财务丑闻为导火索的公司治理地震, 公司的董事会受到了前所未有的关注。公司要持续发展, 必须在资本市场和产品市场上同时服务好投资者和消费者这两个“上帝”。为在资本市场上获得充足的资本供应, 公司必须努力创造尽可能多的财富, 并做好投资者关系管理, 公平对待每一位投资者; 为在产品市场上赢得顾客的信赖, 公司必须关注消费者等各利益相关者的利益, 自觉履行相应的社会责任。而在财富创造和社会责任这两个目标的实现过程中, 董事会的作用就至关重要。

董事会是公司治理的核心

通过盈利较好的上市公司分析, 我们发现

这些公司董事会治理方面的优势主要表现在以下三个方面:

第一, 董事会战略决策能力有所提升。作为上市公司里面盈利性最好的企业群体, 董事会的战略决策能力开始得到加强。从董事会决议情况看, 除极少数公司外, 绝大多数样本公司董事会对公司战略决策、发展计划进行讨论的议题得到增加, 对有关重大财务安排、资本运作进行决策。其中多数公司董事会成员中执行董事人数在1—3人之间, 这能够为董事会战略决策提供一定的日常运营信息。在目前大多数上市公司还在着重进行治理结构、制度建设的情况下, 董事会战略决策能力的提升就具有明显的治理优势。董事会的主要职责不应仅仅停留在监控高管人员, 同时要通过与高管人员的密切合作, 对关系公司发展的重大事项进行决策。

第二, 董事会制度建设和运作机制正走向规范化。总体上看, 董事会规模、董事素质、年龄结构、定期出席会议等情况得到改善。从董事会规模看, 人数控制在7—13人之间, 这样的董事会规模是有效的。从董事会会议次数看, 董事会要履行相关的职责, 适当的董事会会议次数是非常必要的, 只有这样才能对相关问题进行充分必要的议论, 对外部环境的变化做出及时的调整, 过多或过少的董事会会议都可能带来效率损失。

第三, 强调投资者关系管理, 注重履行社会责任, 信息披露质量较高。在资本市场上, 投资者就是“上帝”, 能否服务好这个“上帝”, 对公司的可持续发展非常关键。

治理机制亟待完善

董事独立性有待提高。有相当一部分公

防止公司治理风险累积

证券市场的健康发展, 离不开持续创造

非流通股股东都应支付对价

□江苏 冬昕

随着股权分置改革试点的深入, 一些非流通股股东构成复杂的上市公司, 将不得不面对一些实际操作中的困难。

如有的上市公司的一般法人股股东连联系都比较困难, 更不用说让其以支付对价的形式来换取日后的流通权了。在过去的一段时间里, 不流通的法人股转让曾经红火一时, 很多社会资金通过注册公司来完成对一些上市公司法人股的受让, 从而博取日后全流通巨大的升值预期。显然这部分资金进入上市公司的股权转让并不是为了战略投资, 而是在非流通市场与流通市场之间巨大的价格差诱惑下进行的一次资本套利游戏。如果这部分非流通股股份的持有者不愿向流通股股东支付对价, 日后在锁定期后快速出逃获取流通溢价, 那将是对社会公众股东的又一次掠夺。虽然有些上市公司制定了回购措施来稳定公司股价, 但是回购的资金是属于全体公司股东共有的资产, 用全体股东共有的资产来“托”那些持股成本极低

的社会法人股抛售的“盘”, 是否会侵犯到公众股股东的利益, 并以此挑战证券市场的“三公”原则呢?

由控股股东来替那些一般法人股支付对价缺乏道理, 原则上普通投资者是无法以极低的持股成本来持有这些“内部”法人股的。这些占上市公司比例不是很高的法人股构成极其复杂, 也不能排除控股股东方面的“内部”人利用职权, 在前期就成为这些非流通股股份的幕后控制人。用公有资产为这些一般法人股支付对价, 极易造成新的利益输送的循环, 这是监管部门可能会面临的需要迫切解决的问题之一。

对于一些不愿支付对价的一般法人股股份持有者, 控股股东不应为其支付相应的对价, 以避免其中可能存在的利益输送行为。由于这部分股份持有的成本均远低于流通股股东的持股成本, 流通后套利的动机将是非常强烈的, 如果其不支付给流通股股东补偿来换取流通权, 理论上就不具备流通的权利, 对这类股份应进行无限期锁定, 直至其向流通股股东支付对价。

别让回购跑了“调”

□湖北 广文

按照笔者的理解, 回购应是一项维护股价稳定、提高股票投资价值、保护投资者利益的重大举措, 是相关上市公司的一项重大利好。当股市持续低迷, 上市公司股价被严重低估时, 上市公司回购自己的股份并予以注销, 这不仅减少了股票的供给, 而且还提高了股票的每股收益。

但令人感到惊讶的是, 有两家公司, 在推出回购计划后, 全都没有得到市场的积极响应。为什么在国外市场被视为利好的回购在国内股市却是波澜不兴呢? 以笔者之见, 两家拟回购股份公司的动机不纯, 导致回购变了味儿、跑了调儿。

为什么要推出回购计划? 两家公司冠冕堂皇的理由都是公司的投资价值被严重低估了, 损害了全体股东的共同利益。但实际动机是否如此呢? 回答当然是否定的。因为两家公司都面临着债转股的问题, 推出回购计划的目的,

无非是想通过回购来促进股价的回升, 进而促进公司可转换债的转股工作能顺利进行。而从目前的情况来看, 两家公司目前的债转股面临着巨大的压力。如某家钢铁公司, 调整后的转股价为5.04元, 但由于股市低迷, 该公司的股价长期在转股价之下运行, 这就为可转债的转股工作带来了很大的麻烦, 至2005年一季度末, 转股的金额仅为发行总量的0.9%。另一家修正后的转股价为4.50元, 但最近的股价一直在4元下方运行, 这不仅严重影响公司债转股的进程, 而且还导致公司面临着回售转债的危机。在这种情况下, 推出回购计划, 其维护股价的稳定是假, 促进转债转股才是真。

当然, 作为上市公司来说, 采取一切可以采取的措施来促进债转股工作, 这份心情是可以理解的。但从投资者的角度来看, 盼望着上市公司能在股市低迷的时候进行股份的回购, 应该是为了维护股价的稳定而进行的干干净净的回购, 而不应该有任何功利色彩。

融资或担保应增加透明度

□济南 钱晓利

一些公司通过收购上市公司的股票(包括法人股), 从而获得控股权, 然后将持有的上市公司股权到商业银行进行股权质押贷款。实际上这些公司操作手法是先拿出一部分资金, 然后将买到的股权到银行进行质押贷款, 结果是其仅付出一些利息, 收购股权并没有实际占用其资金, 但它轻而易举地控制了一个上市公司。显然, 这对一些融资能力较强及企图投机获利的企业具有较大的诱惑力。但是近期以来, 频频出现一些上市公司大股东由于控制多家上市公司股权, 但商业银行不再供应资金后, 导致其资金链条断裂。因此, 规避这类风险势在必行。在此提出以下几点建议:

通过收购方式取得上市公司的股权应设

置锁定期限。锁定期内大股东(含关联企业联合取得控股权的)不得以持有的控股权对外抵押融资, 以防止大股东实际出资不实的情况。即便锁定期满后, 大股东利用上市公司股权质押贷款也应上报上市公司所在地监管部门进行备案。

获得股票质押权的商业银行应通过中国证监会指定媒体对社会披露。事实上, 过去有些上市公司之所以频频出现巨额担保的违规事件, 除一些上市公司不尽职对外公告外, 也与一些商业银行的操作方式有关。因此, 证券监管部门应联合银行监管部门要求放贷银行履行公告义务, 即商业银行对利用上市公司股权质押进行融资或担保的行为, 商业银行也应进行公告, 这样从另一个层面上防止上市公司不履行公告义务而损害上市公司股东权益的行为。

保荐机构如何保证独立性

□苏州 陈悦

在第二批股权分置改革试点公司中, 有两家上市公司因保荐机构同时为其流通股大股东而受到了市场广泛的关注。中国证监会颁布的《关于做好第二批上市公司股权分置改革试点工作有关问题的通知》中明确规定, 保荐机构与其保荐的试点上市公司及主要股东, 不得存在影响其公正履行保荐职责的关联关系。保荐机构持有自己保荐的股权分置改革试点公司的流通股股份, 是否会影响其履行保荐职责的公正性及独立性呢?

随着试点工作的展开, 作为市场持有较大上市公司流通股股份的机构投资者之一的券商, 担任自己所持上市公司的股权分置保荐机构

的状况肯定会多起来。上述两家保荐机构所持的试点公司的流通股份还不算多, 如果日后出现券商担任所持重仓股的保荐机构, 那么该如何解决应该是管理层重点关注及尽早拿出解决办法的。

为了杜绝保荐机构的公正立场及独立性受到妨碍, 避免对其他流通股股东的利益造成损害, 防范保荐机构与试点公司之间存在不规范的问题, 有关部门应在《通知》中对这种情况制定更为具体的细则及条款, 来规定保荐机构不得持有相关试点公司的流通股股份。也就是说, 保荐机构要想赚取试点公司的保荐费用, 就只能忍痛在担任保荐机构前就完全不再持有其所保荐公司的流通股股份。这是保荐机构的义务, 也是市场公平博弈的基础。

一心信箱

我们的损失还能追回吗

一心编辑:

我们是股民。2004年5月, 通过N公司客户经理唐某, 同N公司取得了联系, N公司系工商机关登记注册投资管理有限公司, 工商局批准的营业范围是“投资管理(除国家专项审批项目外)、投资咨询。涉及许可经营的凭许可证经营”。于是, 我们同N公司签订了《资产委托管理协议书》, 约定由N公司代理我们从事证券投资, 期限为一年半。具体由唐某代表N公司操作, 如果有盈余按二八比例分成, 如果亏损由N公司补足。因此, 我们分别提供了证券账户、交易密码和50万元、120万元资金。N公司代我们购买了大量股票, 但合同到期时, 经计算亏损了16万元、36万元。请问: 我们可否要求N公司赔偿损失?

陕西 陈彤川

陈彤川读者:

你好! 来信中可以看出, 你们双方签订了《资产委托管理协议书》, 你们提供了资金、账户和密码, 唐某代表N公司进行操作。在签约后, N公司的唐某代表公司对你们的资产进行投资管理, 完全履行了合同。从发生的后果和责任判断, 这是一起民间委托理财纠纷。具体诉讼事宜, 我请远牧律师为你们解答如下:

首先, N公司是经过工商行政登记机关正式批准的司法法人, 应当依法定投资管理资格及合同有效。

投资管理实际上包括直接的自有资金

投资管理和间接的他人投资委托管理两种。经了解, 审批涉及投资类公司的设立有两种, 经营范围是不同的。一是设立投资公司, 主要以自有资金直接对外进行证券与实业的投资, 同时也可兼营投资管理及投资咨询, 最低注册资本3000万元, 设立时无须前置审批条件; 另一是设立投资管理公司, 主要从事投资管理、资产委托管理、企业购并重组顾问及投资咨询, 最低注册资本100万元, 设立时也无须前置审批条件, 但其对外直接投资的不能超过净资产的50%。两类公司中如果有外资, 设立时必须经外经贸委审批, 成立外商投资企业。就N公司而言, 其只能是后者。

其次, 投资管理俗称委托理财, 其作为投资手段只是一种商业行为, 并不为法律所禁止。你们同N公司之间是一种投资委托管理关系, 从你们资金的来源、投向和利润分配上看, 不可能成为国家专项审批项目, 只是一个自然人对一个法人的投资委托管理, 也不涉及到许可经营的问题。而目前涉及许可经营的有: 证券公司的投资管理、基金公司的投资管理(证监会核准)、社会保障基金的投资管理(财政部核准)、保险基金的投资管理(保监会核准)、商业银行的合格境外机构投资者境内证券投资的托管、信托投资公司资金信托的管理、金融资产管理公司的投资管理(中国人民银行/银监会核准)、国有企业的资产用途和管理(国资委核准)。鉴于你们的资金、用途和分配上的合法性, 以及N公司有经工商局核准的经营范围, 双方签订投资

财富的上市公司。公司的可持续发展, 需要包括董事会在内的一系列治理机制的完善, 是一项重大的系统工程。在这个系统中, 任何一个环节出现问题, 都会对公司造成致命的打击。这种情况可以从很多现实案例中找到原型, 有些财务指标很好的公司, 却在治理风险的侵袭下, 丧失了投资者的信任。之所以会出现这种情况, 就是因为公司治理存在着风险累积特性, 即一些治理风险可能在当时并不明显, 但它可能带来的影响具有累积性, 一旦在某个时候在某个特定事件的触发下, 这种累积风险就可能一下子爆发出来, 给有关社会各方带来灾难性的后果。所以, 对于盈利性较好公司董事会治理中值得肯定的地方, 要继续保持并加以推广; 对于存在的不足, 要高度重视并加以完善, 提前化解可能存在的治理风险。

委托管理协议并无不当, 也不违法。

你们同N公司之间的行为是典型的投资委托管理行为(其所签的协议称资产委托管理协议), 你们是委托方, N公司是受托方。委托方提供资金、账户并委托受托方投资于证券市场, 受托方根据其信息、能力和服务, 双方之间是一种自愿的、约定的、有偿的意愿表示, 也是双方分别对各自利益和风险控制的认定。因此, 没有理由认为你们所签的合同无效。

第三, 在合同中保证收益率的条款即保底条款有效性存在争议。从目前的司法实践中一般意见认为, 保底条款无效, 根据委托人的授权, 委托人应当承担相应的投资后果和风险责任。但是我认为, 根据《合同法》, 保底条款系双方自愿的意思表示, 这种约定也没有违反法律规定, 也不存在显失公平与重大误解, 更没有影响公序良俗。因此, 没有理由可以认为保底条款无效或应当被撤销。如果存在瑕疵或过失的话, 应当根据过错责任, 由委托人和受托人按比例分别承担责任。另外, 鉴于受托人是格式合同的提供方, 如果其中有关条款发生争议, 理应根据《合同法》作出有利于非提供方(委托人)的解释。

对此, N公司应根据合同对发生的后果和责任分担原则承担责任, 且在合同履行过程中并无不可抗力因素限制N公司对合同的履行, 故N公司应对你们的亏损应当按照过错程度承担责任。如果该公司拒绝承担责任, 你们可以依法提起诉讼。

证券与法

梳理试点铺开后的法律问题

□宋一欣

股权分置改革第一批试点企业相对比较规范, 产生的问题主要是非流通股股东提供的对价是否为流通股股东接受。而更广泛展开的第二批试点则反映出的一系列必须解决的法律问题, 这些问题将有可能成为今后全面进行股权分置改革时必然会碰到的问题。因此, 有必要进行全面的梳理与筹划。

有必要制定“上市公司股权分置改革指引”

股权分置改革除了操作方法, 如送股、派现、缩股、权证、回购等外, 很重要的方面是测算标准, 即什么样的净资产水平、流通股与非流通股认购价差、市盈率、股价情况, 应当有什么样的对价方式补偿。不同的情况应当有不同对价或补偿比例的限, 有必要建立一个市场化的参考标准, 包括操作方法与测算标准。同时, 应当明确对下列法律问题有所规制:

——非流通股股份已经被冻结或被质押, 应当要求非流通股股东在股权分置改革方案实施前承诺及时消除股份上的该种瑕疵, 如完成解除质押手续或冻结手续等, 或者承诺不进行对实施改革方案构成实质性障碍的行为(如保证在对价股份过户日其所持对价股份权利的完整等)。否则, 应规定因质押或冻结导致无法支付对价时, 承诺人或其担保人(包括质押权人或对价权人)愿意现金支付对价。

——上市公司之间交叉持股达到一定比例的, 应当考虑同时进行股权分置改革, 未达到一定比例的, 则要求持股人及时信息披露。

——非流通股大股东占用上市公司款项、使上市公司成为提款机的情况十分普遍, 必须制定相关操作方式(如回购注销、合理补偿、以股抵偿等)、承诺全额及时归还、建立有效机制监督具体执行。

——存在包括内部职工股在内的有流通等待期的股份, 非流通股股东也应向这些股份的股东支付一定的对价。

——保荐机构过去因种种原因成为主要流通股股东的, 应当明确规定其持股比例的上限, 上限之上就不能担任保荐人。

——在有关公司股权分置改革完成前, 不但要停止再融资行为, 也要停止非流通股协议转让行为, 限制司法冻结后拍卖转让行为, 以锁定非流通股股份现状, 并防止有人利用转让行为规避支付或减少支付对价。

——必须规定在股权分置改革中, 现行股东(包括流通股股东和非流通股股东)通过的任何股权分置改革方案, 不能也不应当侵犯债权人甚至是或有债权人(在诉讼案)的合法权益, 不能违反国家合同法律制度 and 侵犯法律体, 正确对待债权与股权的顺位与次序, 这一点对于有大额或大量诉讼案件(包括中小投资者提起的虚假陈述民事赔偿案件)在身的上市公司尤其值得注意。

——在股权分置改革中, 不但要防止非流通股股东与流通股大股东进行利益交换的行为, 而且要防止非流通股股东利用利害关系人或关联交易人在二级市场中实行内幕交易、操纵市场, 监管部门必须加强监管。

特殊方案可以适度加强行政干预

在总体规制的同时, 监管部门应当运用合理的行政手段, 可以对有些特殊问题和股权分置改革方案, 在适当照顾流通股利益的同时, 采取行政上的个案批复方式, 以达到行政干预与市场选择相结合, 由此维护国家和股份有限公司全体股东乃至其他利益相关人(如债权人、职工、实际控制人、关联交易人等)的整体利益, 维护资本市场正常运作和提高效率。

例如: 控股的非流通股大股东负债累累, 无力支付对价时, 可否让非流通股承诺在今后几

读者之声

质押应置于监管之下

对于一些试点公司存在控股股东已将所持股份抵押给银行的情况, 笔者认为, 虽然这是一种较为常见的融资手段, 但由于许多上市公司大股东在上市公司剥离上市时, 已经将优良资产全部注入进入了上市公司。在盈利能力很弱, 资产负债率明显偏高情况下, 再质押借款, 必然导致负债率的进一步高企和财务状况恶化一旦借款运用不当导致其偿债能力丧失, 必然将会通过股权的纽带牵连到上市公司, 致使股权被冻结、拍卖等情况发生。而大股东的反复变更, 不但会引起上市公司主营业务、高管人员、企业文化等等变动, 而且将导致试点方案承诺的对价无法兑现。建议对此做出明确规定: 首先, 必须将股权质押情况进行公开披露; 第二, 就如何解决这一问题提出具体方案。方案中必须明确相关各方所承担的责任, 尤其应交代清楚如何故出现承诺对价产生支付困难时, 由谁承担履约担保责任代为支付; 第三, 该方案必须向监管部门和流通股股东公示, 主动接受监管。(河北 陆向东)

不能什么都由大股东说了算

此次某电力股权分置改革, 初步推出了每10股送1股, 派行权价为6元的认购权证。另外, 承诺方案通过后, 总公司通过一系列安排, 提高综合电价, 可使每股收益提高约4分钱, 分红比例提高到65%等。笔者产生了一个疑问, 难道大股东可以随意操纵上市公司的业绩和分红比例吗? 这不是说, 假如方案被否决, 那么电价就会被卡住, 业绩不会再提高, 而分红比例也只能维持在现在水平上吗? 看来, 大股东说了算现象, 仍然是难以制止的。假如其方案被否定了, 希望管理层能加大对公司的监督和管理。该增加的电费, 应该进入股份公司。该分给股东的钱, 还是应该分给股东。(上海 徐惠芳)

谨防银行“忽悠”行为

银行业要加强监管, 防止国有资产的“跑冒滴漏”, 必须要横扫过去那种欺上瞒下的“忽悠”行为, 其表现在于: 之一, 还旧贷新。有些银行为了应付上级的检查, 为了让呆滞贷款下降, 提高贷款回收率, 明知道企业还贷无望, 还让其还掉旧贷, 批准申请等额新贷。这样一还一贷, 贷款总量并没有增加, 但是通过借据的转换, 呆滞贷款变成了正常贷款, 逾期贷款变成了即期贷款; 之二, 以新增贷款还拖欠利息。从银行业务考核的范围来看, 收贷与收息是两个重要指标。利用新贷来还旧欠利息, 应收支利息是下降了, 但贷款总量总是与费用挂钩的, 所以有些基层行的领导会认为, 新贷款的清收是其逾期以后的事, 而应收支收利息的指标下降了, 就可以多拿回费用。甚至有的新任领导会认为, 后来人为我打扫战场也理所当然。笔者以为, 要防止此类事情的发生, 必须要严格健全贷款审批管理和内部监控措施。新的贷款的审批必须要由基层行的审贷委员会报请地市级分行的审贷委员会审查批准, 加大对弄虚作假假批贷款的打击力度。同时, 对每笔贷款的用途要进行跟踪监控。(湖北 左传辉)

H股价格可作对价依据

现在上市公司中, 有许多是在香港和内地两个市场上市的。由于机制不同, A股市场有三分之二的非流通股存在, 而在H股市场非流通股随时可以减持流通, 这就造成了A股市场的股票发行价远远高出H股发行价, 且现在的H股价格平均低于A股价格30%以上。笔者认为, 在股权分置改革中, 各个上市公司流通股和非流通股对价时, 是否能够以H股的价格和市盈率, 作为对价后的股价依据? 因为现在在香港上市的H股价格, 无论是发行价还是市场交易价, 都是完全市场化的, 也是比较贴近上市公司价值的价格。通过股权分置改革, 让含权的A股价格同相对能够体现公司价值的H股价格接轨。此思路和做法, 在今后有H股的上市公司实施股权分置解决方案时也能作为依据, 从而更体现出同股同权同价。(上海 陈奇)

承诺股价不如承诺分红

第一批试点公司有一个鲜明的特点就是承诺在某个股价位不减持股份, 笔者对有利于投资者的这种股价承诺并无异议, 同时这也是非流通股股东看好公司发展, 稳定公司股价, 坚定投资者信心的重要举措。笔者认为, 股价具有相当的波动性, 同时, 因证券市场的不确定性, 承诺在某个价位减持, 也只是权宜之计, 这样的承诺份量明显不足。因投资者持股信心主要来自于一切实的公司发展基础和内在质量, 而这夯实的基础和内在质量正来自于上市公司的持续经营盈利和分红。只有保证了公司未来一定的分红, 或分红增长率, 投资者的投资信心才能真正树立。上市公司分红, 是投资者在资本市场赚取投资回报的重要方式之一。上市公司注重了投资者分红, 就是承诺了投资者回报, 就是送给投资者的最好对价。(河北 阮文华)