

# 理由敷衍难放行 交易所整治“任性停牌”

□本报记者 孙翔峰 陈健

投行人士周明近期参与的一个定增重组项目由于方案尚不完备,相关上市公司向交易所申请停牌被拒。周明的事情不是特例,中国证券报记者从多位接近监管机构的市场人士以及上市公司处了解到,今年以来,为减少A股“随意停”“任意停”现象,交易所对上市公司申请停牌理由审核更加严格。以重大资产重组为例,如果没有具体标的或者初步方案等详细内容,仅凭“筹划重大事项”等理由申请停牌往往不予通过。

中国证券报记者统计,截至8月8日A股共有122家公司停牌,不足去年同期一半,其中56家停牌在60天以内,停牌家数和平均停牌天数均下降明显。监管层对于肆意停牌的恶疾严肃治理将成为常态。



制图/韩景丰

## A股对外开放利于上市公司治理水平提升

□本报记者 陈健

即将到来的9月,国内资本市场对外开放将再进一步,A股纳入MSCI的比重将升至5%;近日,商务部也发布了进一步吸引外国投资者对上市公司战略投资的相关政策。对此,有券商人士对中国证券报记者表示,A股市场的不断开放有利于提升上市公司治理水平,预计后续会有更完善的制度措施约束上市公司和投资者行为。对于上市公司来说,信息披露的要求会更加严格。对于投资者来说,大股东通过控制上市公司实现自身利益最大化的行为将会受到制约,而中小投资者的合法利益将受到更好保护。

### 开放推动制度完善

上述券商人士指出,随着A股纳入MSCI,A股投资更加国际化。A股纳入MSCI之后,外资成为A股市场一股不可忽视的重要力量。中国资本市场与发达国家资本市场联动性增强,一方面,扩大了中国对外金融联系程度,有助于实现更高的资源配置效率;另一方面,高标准对接国际资本市场,有助于提高A股市场的国际影响力。

7月30日,商务部发布了《关于修改〈外国投资者对上市公司战略投资管理办法〉的决定(征求意见稿)》,修改内容包括,外国投资者通过战略投资方式取得的上市公司A股份由3年内不得转让缩短至12个月内不得转让。有分析人士指出,此次修改体现了A股市场吸引外国投资者的决心,有利于推动国内上市公司股权结构多元化;外资的进入有利于引进先进的管理经验,从而完善上市公司治理结构,提升治理水平。

有机构人士表示,中国资本市场对外开放的步伐明显加速,A股纳入MSCI、陆港通额度提升、外资投资A股市场规模不断扩大,一方面显示出中国资本市场扩大对外开放的明确态度,另一方面体现出海外机构投资者布局新兴经济体成长机会,分享中国经济发展红利的需求。在持续扩大开放的时代背景下,一系列制度的完善是应有之义必要之举,资本市场将成为新时代中国经济的最好体现。

### ESG投资关注升温

6月A股被纳入MSCI指数,初始纳入权重为2.5%。在此前后,有消息称,此次被纳入MSCI指数的A股都将接受ESG维度的评测追踪。对此,MSCI方面予以否认,但MSCI方面表示,未来会对纳入成份股进行ESG评级,为有责任投资要求的投资者提供参考,并有可能在此基础上另外构建ESG指数。

ESG投资是指在投资决策过程中除了考虑财务回报以外,充分考虑环境、社会与治理因素的一种投资理念。而这是上市公司治理的一部分。ESG投资在海外具有大市值、高盈利、长动量以及低波动的风格特征,其风险相对较低,长期投资收益相对稳定,可持续性较强。

随着A股市场对外开放不断推进,吸引外资加快进入同时,也在提升一些新的投资理念,如ESG投资的影响力。亚洲公司治理协会于7月底发布的《2018年中国公司治理报告》(下称《报告》)显示,到目前为止,已有不少机构投资者明确表示,希望得到有关中国上市公司ESG表现的信息,尤其是在制药和化工等对环境监管十分敏感的行业。此外,评级机构和指数供应商也需要更多的信息评估上市公司ESG现状。

此前,瑞信中国股票策略研究主管陈昌华接受记者采访时曾表示,ESG指标是一部分外资投资A股的重要考量标准,主要是国家主权型基金。

展望未来国内ESG投资的发展,《报告》指出,如果其他市场的发展规律具有参考性,那么随着中国养老金市场规模的扩大,以及消费者对环境问题日渐关注,市场对ESG投资的兴趣必然会随时间慢慢升温。除了设计新产品,更多的基金公司可以将ESG因素分析引入它们的投资研究中。作为准备步骤,基金公司可以先选择关注一些具体的行业和事件,然后逐步积累经验。

## “任性停牌”得到有效遏制

则钻空子“任性停牌”、长期停牌的案例很多,让投资者无所适从。

“对于上市公司来说,不合理停牌会使公众质疑公司管理层品质,不利于公司发展品牌和长期竞争力;对于大股东来说,滥用停牌维护自身利益,不利于公司建立有效率的法人治理结构;对于中小投资者来说,停牌期间‘真空’会产生信息不对称问题,使中小投资者无法对冲投资风险;从国际环境来看,不合理的停牌现象会影响中国资本市场的国际形象。”兴业证券首席策略分析师王德伦说。

国泰君安证券研究所首席市场分析师林隆鹏对中国证券报记者表示:“上市随意停牌行为并不能达到稳定股价和市场预期的预想效果。没有充分的停牌理由,或者上市公司再度取消具体事项,在公司复牌后股价往往出

现补跌,投资者最终关注的是公司基本面能否实质性改善,对恢复牌制度的优化能够更好地保护投资者权益。”

林隆鹏表示,今年以来,随着信用风险释放和外围扰动频繁,市场再度出现较大幅度调整,伴生停牌公司数量阶段性增加现象,但相较往年市场调整时的停牌情况显著改善,上市公司行为和 market 反应均更为理性。

深交所披露的数据显示,截至8月3日,深市上市公司停牌家数77家,占比3.64%,其中创业板停牌家数15家,占创业板上市公司家数仅2%。其中,66家公司因筹划重大资产重组停牌,占深市上市公司总数的3.12%,重组停牌数量仅为去年同期的一半左右,停牌时间在两个月以内的股票数量占比大幅提升。

## 多维度发力治理

案,计划发行股份及支付现金方式收购鸿泰科技100%股权,同时非公开募集配套资金。方案公布前后,公司并没有选择停牌。此前,奥赛康借壳东方新星,四通新材收购天津企管及其控股子公司立中股份都是未经停牌即发布预案。

“重大资产重组规则修改后,停牌本身的必要性在降低。之前停牌主要是为了防止股价异动和锁价。现在强监管之下,上市公司需要采取更多手段防止内幕交易,同时公司逐渐接受了发行股票定价新方式,对于锁价的需求降低。”一位资深投行人士对记者表示,不停牌对上市公司和中介机构提出了更高要求,需要把工作做在前面,加快项目周期,提高并购重组的项目质量。

“市场化定价是资本市场的优势所在,可

## 利于完善A股监管体系

意停”“长期停”现象扰乱了市场秩序和 market 运行节奏,相关制度的完善及时且有效地规避了非市场化行为,改善了资本市场投资氛围。”林隆鹏说。

不过,对于完善停牌制度仍有一些工作要做。以当下鼓励的重大资产重组不停牌为例,市场人士表达了对内幕交易的担忧。

“避免内幕信息泄露造成股价异动是最大的难题。应严格控制内幕信息知情人范围和知情时间,尽力缩短交易筹划时间,及时披露重大资产重组的预案等相关信息及风险提示。”上海德景投资管理有限公司合伙人刘万清说。

王德伦认为,“不停牌推进”能够提示投资者上市公司有能力在 market 波动环境下实现

### ■ 记者手记

## 完善制度 打破“停牌怪圈”

□本报记者 孙翔峰

随着监管的逐步完善,A股停牌乱象有所缓解,但是从国际经验来看,A股恢复牌制度仍有改善空间。

从本质上看,“随意停”“任意停”“长期停”三类停牌现象产生的根本原因是上市公司有利可图。对于这类“投机取巧”的公司而言,目前A股监管制度对其约束力相较成熟市场仍然有所欠缺,必须通过更加具体、更加有效的制度安排维护市场的正常秩序。同时加大警示惩戒力度,让上市公司不想也不敢“随意停”“任意停”“长期停”。

首先,可以强化上市公司的信息披露要求。成熟市场有着完善的信息披露机制和较为严格的监管制度,公司申报停牌的理由不能太过模糊,必须符合严格的信披要求,否则会面临严厉处罚。如果通过编造虚假信息达到停牌目的,进行后台操作,面临的后果更为严重。

美股同样出现过上市公司借概念炒作、虚构重组计划停牌,股价大涨后宣布重组失败的案例,但这样做的直接后果是招来SEC的严厉处置,并且做空机构在 market 顺势跟进,令大股东损失惨重。

其次,可以完善公司评价机制和筛汰机制。在成熟市场,由于ESG即环境、社会、治理因素在投资中较受重视,随意停牌会影响上市公司的ESG评分,导致机构持仓减少、公司的流动性大大降低,给大股东带来的影响较为负面。很可能公司复牌后股价一泻千里,更可怕的是交易量从此萎靡不振,成为无人问津的股票,这样的损失是停牌无法弥补的。

同时,在成熟市场,由于场内场外交易活跃、金融工具丰富,即使公司停牌,也可以通过衍生品工具做多或者做空相关个股,因此公司往往倾向于减少停牌,增加交易时间。类似重组计划发布这样的重大信息,在A股市场可能停牌半年,但在美股市场一个交易日即复牌。

最后,可以对长期停牌公司执行摘牌、退市等惩戒措施。根据香港联交所8月1日修订的《上市规则》,联交所可对连续停牌达到18个月的主板企业进行摘牌。对于8月1日生效前已连续停牌12个月或以上的主板企业,若未能在生效日期起计的12个月内复牌将面临摘牌风险。

总体而言,要打破“停牌怪圈”,根本在于市场机制的成熟和监管制度的完善。随着A股市场国际化进程不断推进,停牌乱象有望得到遏制。

## “任性停牌”得到有效遏制

挂牌与交易所沟通的电话,华东一家上市公司的证代李亮长长叹了一口气。7月中旬的一天,公司股价受到行业负面信息影响早盘跌停,公司实际控制人希望申请停牌,但是最终因理由不充分没有成功。

“停牌不再那么容易。”李亮告诉中国证券报记者,7月A股大幅调整时,多家上市公司都向交易所申请停牌,但是没有确定性理由的公司大都被否决。

上市公司停牌的原因有很多。此前由于资本市场剧烈波动、监管套利等原因,导致上市公司停牌乱象层出不穷,有些停牌在当时看有一定的合理性,例如,对于涉及重大资产重组事项,部分上市公司往往担心因引起内幕交易或股价异动导致交易无法顺利达成,所以采取停牌锁价措施。但是有些上市公司利用停牌规

## 多维度发力治理

A股上市公司停牌问题早已引起监管层关注,以交易所为主体的监管部门对于该问题的治理逐步完善。

2016年深交所发布《上市公司停复牌业务备忘录》。深交所表示,自《上市公司停复牌业务备忘录》发布以来,深市上市公司基本都能在停牌公告中披露所筹划事项详细内容,不再笼统表述为“筹划重大事项”。重组停牌信息披露质量提高,一方面减少了市场猜测和传言,让投资者尽早掌握信息,明确停牌预期,有效保护投资者的知情权;另一方面强化了上市公司申请停复牌的审慎性,减少了长期停牌情形。

更多制度在完善之中。多位市场人士告诉中国证券报记者,当下监管鼓励重大资产重组不停牌。7月31日,同有科技发布重大资产重组方

“任性停”“长期停”“一停了之”后面,往往是对市场规则的挑衅,也是对中小投资者利益的漠视。A股深受不合理停牌之苦已久,在A股国际化进程中,不合理的停复牌现象曾经三次使A股失去纳入MSCI机会,即使在加入MSCI之后,上市公司不合理停复牌现象也会影响外国投资者对中国股市的投资信心。市场人士普遍认为,加强停复牌制度管理,有利于完善A股治理体系,强根固本。

林隆鹏则表示,中国资本市场迎来加速制度完善和进一步对外开放的新时期,停复牌制度、收盘价产生机制和股指期货等方面的制度完善被市场密切关注,这也为中国资本市场进一步扩大规模发挥更大作用和吸引外部机构投资者构筑基础。“‘随意停’‘任

### A股目前股票停牌时长分布情况

停牌时长(单位:天)	区间股票数	占比	连续停牌天数中位数(单位:天)
1至61	67	54.92%	42
61至121	39	31.97%	85
121至181	9	7.38%	134
181至241	2	1.64%	209
241至301	1	0.82%	271
361至421	1	0.82%	396
421至481	2	1.64%	461
601至654	1	0.82%	654
总计:	122	100.00%	

数据来源:Wind 截至8月8日 统计范围:A股当前停牌股票 制表:孙翔峰