

“减持新规”与上市公司规范运作

于腾群*

针对资本市场中出现的一些违规减持乱象,中国证监会于 2017 年 5 月 26 日发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》,上海证券交易所、深圳证券交易所也于 2017 年 5 月 27 日分别发布了《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》和《深圳证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》(以下统称减持新规)。笔者认为,资本市场出现的这些违规减持乱象在一定程度上与上市公司未能规范运作密切相关,因此上市公司应当通过进一步提高规范运作水平来遏制违规减持。

一、当前形势下出台减持新规具有重要意义

上市公司股东股份减持制度是资本市场重要的基础性制度,也是二级市场证券交易中受到高度

* 中国中铁股份有限公司董事会秘书、总法律顾问,中国证券法学研究会副会长。

关注的重要问题。近年来,资本市场出现了诸多恶意减持、违规减持乱象,例如大股东通过大宗交易减持后,受让方立即通过二级市场大量卖出;部分通过定增取得股份的股东限售期满后随即“清仓式”减持;上市公司通过散布虚假信息或通过“高送转”抬高股价后,大股东或机构投资者大额减持;上市公司大股东利用内幕信息进行股票交易,或者配合庄家操纵市场,推高股价,顺势减持套现退出等,市场对此较为关注。为了解决实践中存在的突出问题,2017年5月,中国证监会、上交所和深交所出台减持新规,对减持制度进行了补充、完善。减持新规出台以来,有效遏制了大股东及上市公司董监高滥用优势地位,以减持为名,实为内幕交易和操纵市场违法行为的不正之风,起到了鼓励和倡导投资者形成长期投资、价值投资的理念,强化上市公司董监高诚信义务的正面作用。

二、不断提升上市公司规范运作水平,杜绝违规减持行为

笔者注意到,很多危害资本市场、损害中小股东权益的减持行为,并不只是一个单纯的股份减持,而是前后互相关联的一系列动作。例如,股东与上市公司里应外合向市场散布高送转、优质资产注入、借壳上市等热点题材或者概念,以便推高股价。随后,大股东立刻进行减持,减持后上市公司业绩一落千丈,散户接盘,一地鸡毛。笔者认为,上市公司应当从完善内幕信息保密制度、强化信息披露制度、严格执行停复牌规则、积极引入机构投资者、完善上市公司决策机制等方面入手,提高上市公司规范运作水平,坚决杜绝恶意减持以及违法减持。

(一)完善内幕信息保密制度

针对部分大股东、机构投资者等利用内幕信息减持股票的乱象,笔者认为上市公司应当完善内幕信息保密制度。

1. 严格限定内幕信息知悉范围

上市公司及其控股股东、实际控制人在处理内幕信息相关事项时,应当严格控制内幕信息的知悉范围及传递环节;要简化决策程序,缩短决策时限,杜绝无关人员接触到内幕信息。

2. 加强决策论证环节的保密管理

上市公司的控股股东、实际控制人对内幕信息相关事项的决策或研究论证原则上应在相关股票停牌后或非交易时间进行;在组织涉及内幕信息相关事项研究论证时,应当采取保密措施,对所有参加人员作出详细的书面记录。

3. 落实内幕信息知情人登记制度

在内幕信息依法公开披露前,上市公司应当按照相关规定填写内幕信息知情人档案,及时记录商议筹划、论证咨询、合同订立等阶段及报告、传递、编制、决议、披露等环节的内幕信息知情人名单,及其知悉内幕信息的时间、地点、依据、方式、内容等信息。

4. 完善内幕信息保密管理机制

公司董事长是上市公司内幕信息保密管理工作的第一责任人,应当结合上市公司信息披露工作,继续有效落实相关法律法规和各项规范性文件要求,切实做好内幕信息保密管理工作。

(二) 强化信息披露制度

针对部分上市公司通过散布虚假信息抬高股价,部分大股东、机构投资者利用内幕信息减持等乱象,笔者认为上市公司应当强化信息披露制度,保证信息披露真实、准确、完整、及时、公平。

1. 树立主动披露意识,保障中小股东知情权

上市公司董事长应切实履行作为信息披露第一责任人的责任,树立主动披露意识,确保信息披露的及时性和公平性。董事会秘书作为信息披露管理工作责任人,负责信息汇集、把关和保密管理工作,确保信息披露的真实、准确、完整、及时、公平。

2. 完善信息汇集、流转制度

上市公司应按照《上市公司信息披露管理办法》的要求,从制度上明确公司相关部门、分公司、子公司的重大信息报告义务、报告程序和相应责任;明确董事、监事和高级管理人员对重大信息必须及时进行报告、审议和披露的义务及保证所披露信息及时、准确、真实、完整的责任。

3. 建立健全上市公司与控股股东的沟通机制,及时披露控股股东重大信息

上市公司应建立针对控股股东的重大信息书面问询机制,明确问

询时点,规范问询内容和格式。当股价异动或出现市场传闻时,上市公司应及时主动地向控股股东和实际控制人进行信息问询,并做好相关记录。

4. 完善市场传闻及股价异动的应急机制

上市公司应当实时关注本公司证券及其衍生品种的异常交易情况及主要媒体(包括网络媒体)关于本公司的报道。对于发生突发性事件和媒体重大质疑,应在第一时间向监管部门和当地政府有关部门报告,及时处理,平稳化解市场传闻和股价异动产生的不良影响或风险。

(三) 严格执行停复牌规则

针对部分上市公司滥用停牌制度,借机向市场释放诸如优质资产注入、借壳上市等“利好”信息,导致“不明真相”的投资者盲目投资“热点概念”股等乱象。笔者认为,上市公司应当严格执行停复牌制度,在履行信息保密义务的同时,保障市场交易的连续性、投资者的知情权和交易权。

1. 进一步强化证券停复牌风险防控意识

证券停复牌直接影响市场交易秩序和投资者交易权利。上市公司是停复牌业务申请人,也是承担着停复牌业务风险防控的主体责任。上市公司董事会秘书应当高度重视停复牌业务的相关工作,进一步强化风险防控意识。

2. 进一步增强停复牌业务风险防范能力

上市公司应当配备人员,完善内部流程,切实采取有效措施,增强防范业务操作风险的能力。首先要防范“遗漏”,即上市公司应当按照证券交易所相关规则要求,及时提出停牌、复牌申请。同时要防范“差错”,认真核对停复牌申请的准确性和完整性。

3. 严格按照证券交易所的有关规则在规定的时间内提交停复牌业务申请

上市公司应当严格按照中国证监会、证券交易所出台的相关信息披露规则,在规定的时间内通过系统提交早间、午间和盘后证券停复牌业务申请。

4. 上市公司应当严格遵循中国证监会、证券交易所出台的停复牌规则

申请停牌时,应当充分说明停牌事由,同时严格控制停牌时限、细化停牌期间的信息披露,依法履行延期复牌的相关决策程序。

(四) 积极引入机构投资者

A股散户居多,其判断力、专业性远不如机构投资者,大部分股民依赖所谓权威信息等小道消息作为投资依据,极易容易被误导,导致盲目跟风投资。笔者认为,完善我国股票市场的投资者结构,更多地引入具备专业知识和判断力的机构投资者,对于我国股市的健康发展,也有着十分重要的意义。

1. 优化上市公司股权结构

我国上市公司股权结构还有进一步提升的空间。我国股权分置改革的成功,虽然优化了上市公司的股权结构,提高了机构投资者的话语权,但是还存在或多或少的问题,需要进一步培育均衡股权结构,促进公司经营市场化,并就投票机制进行创新,为机构投资者的积极主义创造良好的环境。

2. 加强投资者回报水平

进一步完善分红机制,上市公司要关心股价,更应当关心分红。建立完善分红机制,要顺应价值投资的理念,要做切实的分红方案,不断提高资本投资者的回报。

(五) 完善上市公司决策机制,促使上市公司决策科学化

针对部分上市公司通过公布“高送转”方案配合股东违规减持的乱象,笔者认为应当完善上市公司决策机制,通过充分论证“高送转”方案的合理性,促使上市公司决策科学化。

首先,上市公司应当本着实事求是的原则,规范使用关于“高送转”方案的用词用语,不能自吹自捧,在对高送转进行信息披露时仅限于事实陈述,不能做任何价值判断。

其次,上市公司应当全面披露“高送转”方案与公司业绩成长性的匹配度。此外,还应当说明大股东或董监高在“高送转”方案后是否存在减持计划,如存在,详细披露减持原因。

最后,上市公司应当结合自身历史业绩、盈利情况、分红政策以及

历史分红情况,充分论证实施“高送转”的合理性。如自身经营规模和业绩并未有相应提升,则应详细论证超比例扩张股本的合理性。

三、关于完善减持新规的一点建议

减持新规应以监管关键少数为切入点。所谓关键少数,要么具有持股优势,如大股东,持股5%以上,对公司业务经营和管理决策具有较大影响;要么具有信息优势,如董监高,直接参与公司经营管理;要么具有持股成本优势,如持有公司IPO前股份、定增股份等特定股份,取得股份的价格通常较低。由于这些具有优势地位股东的减持行为极易影响上市公司稳健经营,破坏市场公平,损害中小投资者利益,因此需要予以特别规范。本次减持新规很好地遏制了资本市场的恶意减持、违规减持乱象。下一步,如何保护合规减持对资本市场投资正常退出的作用,也应引起重视。

笔者建议,应当区分合法、合理减持行为与恶意、违规减持行为。对于以谋取私利为目的,随意滥用优势地位,甚至以减持为名行内幕交易等违法行为之实的优势股东减持行为,应当严格限制、坚决惩处。此外,还应当加强对内幕交易、操纵市场等违法违规行为的监管力度,同时延伸监管链条,同步监控上市公司股价波动情况,如存在异常情况,监管机构应当及时介入,争取做到事前精准打击。对于合法、合理的减持,则还是要予以引导,保障资金能稳定投入优质上市公司,为实体经济的发展提供资金支持。