

# 积极推动上市公司改善公众股东关系

文 / 中国社会科学院金融研究所公司金融研究室主任 张跃文

长期以来,我国相当一部分上市公司与广大公众股东的关系比较疏远,互信关系难以建立,公众股东利益难以在上市公司重大决策中得到充分体现。这是当前发生各类股市乱象的重要原因,必须采取措施推动上市公司从根本上改善股东关系,更好维护公众股东利益,促进股票市场理性投资,切实降低企业融资成本。

我国A股市场是目前世界上公众化程度最高的市场。现有近3500家上市公司,平均每家公司有公众股东5万户,户均持股1.6万股。由于A股市场特殊的高流动性,公众股东流动性很大,客观上提高了上市公司维护股东关系的难度。现行体制下,上市公司很难从良好的公众股东关系中获得额外收益,导致大量上市公司不愿为此投入资源,从而进一步降低了股东忠诚度,双方关系渐行渐远。我们收集了2400多家上市公司的股东关系信息,发现2017年有1500余家公司年度股东大会的出席股东人数(含网络出席人数)少于20人,其中700家少于10人,与上市公司庞大的股东群体形成鲜明对比。年度股东大会是上

市公司一年中最重要的股东参与重大决策的场合,公众股东参与度尚且如此之低,其他类似制度执行效果可想而知。

## 公众股东利益缺乏治理保障

相当一部分上市公司的股东大会只安排表决内容,没有安排问询和讨论内容,很多公司的股东大会实质不鼓励公众股东参与讨论和决策,管理层担忧公众股东的参与有可能打乱控股股东的既定计划。既然股东大会仅反映控股股东的诉求,很多公众股东认为没有参加的必要,这使得股东大会退化成为一种程序性和形式化安排。此外,一些在发达市场已经比较普遍的公众股东保护措施,在我国上市公司中仍未广泛推行。比如累积投票制,它是强化公众股东表决权的重要制度安排。但目前我国绝大多数上市公司在股东大会选举董事和监事时没有采用累积投票制,明显不利于公众股东推选代表参与公司治理。

与公众股东的境遇相反,相当一部分上市公

公司的董事和高管虽然不持有公司股份，却在代表全体股东管理上市公司。在我们的样本中，有700多家公司的董事和高管都不持股，1200余家公司的管理层减持了股份。而且一些上市公司高管即使持股，也仅是象征性的。管理层实际收入同股价联系不紧密，导致管理层利益同股东利益存在明显分歧。2017年，有1500余家上市公司甚至没有组织过投资者交流活动，表现这部分上市公司对于公众股东和潜在股东缺乏重视。

### 公司业绩欠佳是公众股东投资 收益偏低主因

我们采用2014—2016年三年的上市公司财务数据，从盈利能力、偿债能力、运营能力、成长能力和创新能力五个方面综合评价上市公司的经营业绩。发现尽管非金融上市公司的业绩差距较大，但总体而言经营业绩不够理想。按百分制评价，有1000余家公司的盈利能力评分低于60分及格线；1400余家公司的偿债能力低于及格线；1400余家公司的营运能力低于及格线；1300余家公司的成长能力低于及格线（上述部分公司有交叉）。如果将盈利、偿债、营运和成长四项能力综合在一起作为对上市公司过去三年历史财务质量来考察，那么综合得分仅为59分，有1200余家公司不及格。

在我国经济转向高质量发展阶段这一大背景下，创新能力是决定上市公司未来成长潜力的关键因素。但遗憾的是，有1800余家公司的创新能力低于及格线，其中1200余家公司的年平均研发投入不足销售收入的3%，2300家上市公司的无形资产三年平均增长率低于2%。创新投入不足和产出效率低，导致部分上市公司正在逐步退出

本行业第一梯队，其股票的长期投资价值越发不明朗。近年来上市公司总体经营业绩不佳的主要外部因素是国内外经济环境的变化增加了企业的经营困难。内部因素一是企业固有的经营管理水平偏低问题；二是公司治理不完善，导致公司决策出现偏差；三是部分公司内部控制不严，整改不到位，造成财产损失或者潜在亏损。比如，有800余家上市公司在2016年度内部控制报告中披露存在内控缺陷，但其中580余家没有提出完善的整改措施，表明这些公司对于内部控制工作不够重视。

### 信息披露质量阻碍 与公众股东建立互信

信息披露是上市公司同市场投资者进行沟通的重要渠道。证券监管机构制定了大量信息披露管理规定，对于上市公司信息披露要求不断细化。目前，上市公司的信息披露内容，如定期报告、内部控制报告、重大事项报告、会计师事务所审计意见等，均有规范的内容和形式要求，对重要信息披露的时间节点也有明确的强制性要求，如果上市公司在这些指标上不能够达标，则有可能涉及违规，因此上市公司普遍比较重视。

尽管如此，上市公司的信息披露质量仍然有待提高。相当一部分公司的信息披露工作仍然坚持底线思维——满足强制性监管要求即可。由此造成信息披露的形式化问题突出，信息含量不足，信息披露错误率偏高，更正公告滞后期较长，等等。上市公司自愿披露信息的积极性不高，如仅有不足700家公司自愿披露企业社会责任报告。以被动信息披露为主是导致上市公司信披质量不高的主要原因。监管机构若要建立以信息披露为核心

的监管框架，就必须扭转目前的被动局面，帮助上市公司和公众股东以信息披露特别是主动信息披露为载体，建立互信关系。

### 改善上市公司与公众股东关系的政策建议

尽管上市公司与股东关系属于双方自主决定的事务，但由于涉及公众利益，且公众股东在双方关系中天然地处于弱势地位，在现有法律法规尚不足以妥善保护公众股东利益的情况下，适当的监管介入仍然十分必要。

**第一，增加公众股东参与上市公司决策的监管要求。**设定上市公司年度股东大会等重要活动的公众股东最低参与比例为全体股东数的千分之一，最少股东参与人数为 50 人。推动上市公司逐步扭转股东工作思路，更加关注公众股东。规定上市公司股东大会应设置问询和讨论环节，为公众股东提问和发表意见创造便利条件。要求上市公司在董监事选举中逐步推行累积投票制，并明确设立三年过渡期。要求上市公司提高信息披露质量，缩短更正公告发布时限，要求发布企业社会责任报告，并对报告内容做具体规定。鼓励上市公司进行自愿性信息披露，改善公众股东的信息劣势。规定每年上市公司组织投资者调研和重大事项说明会等活动不少于三次，参与的公众股东总人数不低于股东总数的千分之一。

**第二，完善市场基础性制度增加上市公司股东回报。**提高企业上市门槛，明确各层次市场对企业上市的财务、市值和流动性等关键指标要求，防止低质量企业进入公众市场。调整上市公司退市标准，逐步实行上市、退市标准统一，一旦上市公司不再符合量化的上市标准，就进入退市程序。同时进一步减化退市流程，加快低质量上市公司退市进度。促进股票市场分层

与投资者适当性制度相协调，强化主板市场作为公众市场的属性，实行更高的上市和信息披露标准，推动不符合条件的上市公司转出主板或者直接退市。对于创业板等高风险市场，逐步降低公众参与度。将上市公司三年现金分红总额应不低于三年平均未分配利润百分之三十的要求，作为强制性要求推广至全体上市公司（至少应推广至主板上市公司）。

**第三，发挥国有控股上市公司的表率作用。**将改善上市公司与公众股东关系，纳入混合所有制改革统筹考虑。国资委等部门可就公众股东权益保护制定单独管理办法。国有控股上市公司带头落实新监管规定，切实改善与公众股东关系。

**第四，引导市场投资者提升上市公司忠诚度。**采用交易制度、税收、投资者教育等多重手段，抑制股市投资者频繁短期交易冲动。通过树立和宣传优秀上市公司典型和长期投资者典型，引导投资者认识优秀上市公司的投资价值，逐步接受长期投资理念，增强股东意识。在投资者保护基金中制定专门预算，支持公众投资者行使股东权利。

**第五，强化党对上市公司的领导。**为党组织内嵌入上市公司治理结构创造条件，使党组织在保护公众利益方面发挥更大作用，提高上市公司决策的政治站位和公众责任意识。鼓励和支持国有上市公司将党组织参与公司治理写入公司章程，调整原有治理机制，简化企业决策流程，保证党组织参与治理提升企业决策水平但不提升沟通成本，降低企业政策风险但不降低决策效率。有步骤地加强党对民营上市企业的领导。积极吸引和重点考核非国有上市公司实际控制人入党，加强对这些上市公司中党员股东和党员高管的教育和监督。紧密围绕企业经营工作开展党组织活动，监督保护公众股东的政策要求在企业全面贯彻落实。[5]