

# 全流通时代上市公司监管如何定位

随着上市公司股权分置、大股东非法占用资金等历史遗留问题的解决,运动式监管亦将退出舞台。面对新的市场环境和发展机遇,有必要重新梳理一下上市公司监管的基本理念和思路。本文并不做严谨的学术探讨,仅就若干相关问题,谈谈个人的一些体会和思考。

□张明远(法学博士 斯坦福大学访问学者) 张毅(金杜律师事务所合伙人)

## 借鉴经验:不是简单照搬照抄

我们公司实践中的主要矛盾是大小股东之间的矛盾。这种状况并不因股权分置改革的完成而在短期内有根本性变化,即使公司由国有控制转变为非国有控制,也仍然会表现为个人或家族控制。

有效的借鉴、内化和提升,不是简单的搬抄。除了不被别人将一隅之做法误欺为国际惯例和国际规则外,还需要对双方的规则及其产生的法律和市场环境等宏观背景进行相应的比较研究。

借鉴国外同行先进经验,对于提升我们监管水平之意义毋庸置疑,但如何将国际惯例和国际规则本土化,却是值得深入研究的问题。

由于美国在国力、语言、留学生人数等方面的压倒性影响,人们很容易将美国的做法等同于国际先进经验。但据我们观察,美国上市公司治理的核心问题是,由于股权高度分散和各州公司法关于董事会与股东之间权力分配的历史传统与实际做法,导致董事会和管理层过于独立于股东而形成保守守旧;而我们的最大问题是,董事会和管理层过于不独立,很容易受控于个别大股东或股东集团而形成唯该大股东或股东集团利益而非公司利益至上的问题。易言之,美国的公司实践所面临的主要矛盾是股东和管理层之间的矛盾;而我们很少出现董事会和

管理层违背主要股东意志的情形,面临的是大股东欺压中小股东的问题,公司实践中的主要矛盾是大小股东之间的矛盾。这种状况并不因股权分置改革的完成而在短期内有根本性变化,即使公司由国有控制转变为非国有控制,也仍然会表现为个人或家族控制。父子承仍是中国人的传统商业伦理观。

显然,由于背景的巨大差异,在其现有土壤下发展和完善起来的美国公司与证券法规,不一定能够适应和完全解决我们的问题。必须在对两方面的情况都进行相应分析和了解后,才能有效地借鉴和内化其他国家的先进经验。如果简单地照搬照抄,可能达不到预期效果。例如,前一阵看到有人依照美国公司的class board(又称staggered board,董事会中董事任期错开,每年只能改选其

中一部分如三分之一的董事),为国内上市公司也设计了同样的反收购措施。其实,这种反收购措施,根据中国公司法基本起不到什么太大的反收购作用。它之所以在美国能成为一个广为采用且行之有效的反收购措施,是因为美国相当多的州公司法,包括拥有绝对影响力的特拉华州公司法(美国所有上市公司和财富500强企业,约有60%的公司注册在该州并适用该州公司法),允许公司章程规定,未经董事会审议通过,不得修改章程、更换董事等,甚至是何时召开股东大会、股东大会审议什么议题,都由董事会说了算,股东是无权提议召开股东大会和提出修改公司章程等股东大会提案的(虽然美国证券法(联邦法)允许股东绕开董事会召开股东大会,形成修改章程的意向性决议( precatory proposal),

但公司法(州法)认为这种意向性决议对董事会并不具有当然的拘束力,董事会可以不理睬股东的意见和建议)。当然,董事会这种貌似无理和绝对的权力,由于市场因素和其他法律的制约,在具体实践中并没有发生想象中的滥用。至于人们津津乐道的“毒丸”这种反收购措施,不光根据中国公司法它不具有合法性,我与一些德国学者探讨时,他们也认为“毒丸”违反德国公司法中的股东平等规则,无法执行,简直是天方夜谭。估计只有在美国,“毒丸”才会获得合法地位。

有效的借鉴、内化和提升,不是简单的搬抄。除了不被别人将一隅之做法误欺为国际惯例和国际规则外,还需要对双方的规则及其产生的法律和市场环境等宏观背景进行相应的比较研究。

## 监管边界:渐离公司内部事务

在市场、司法等尚不能有效分担对董事和高管的监督及制约的情况下,监管机关可能还会无奈地不时介入到公司治理和公司内部经营管理事务。但我们毕竟正在“走向”法制和市场,监管机关在公司治理和公司经营管理方面的身影还是应当尽可能逐渐淡出。

对于证券监管者而言,监督上市公司的信息披露自是份内之事,但除此之外,应否和在多大程度上介入到公司治理和包括委托理财、资金使用、股权激励等在内的公司内部经营及管理事务,却是一个需要解决的问题。

监管机关的任务和角色定位,不是一个独立存在的问题,监管边界在很大程度上取决于上市公司面临的市场环境和法律环境。对上市公司董事、高管的监督制约,绝非证券监管机关一个部门的事情,而是监管、市场、司法、媒体等互相配合协作并辅之当事人诚信意识的系

统工程。美国证监会(SEC)对上市公司的监管主要针对信息披露,不大涉及公司治理,更勿论公司内部经营和管理了,但这是以发达和完善的市场、司法、媒体和较高的社会诚信为基础的。而我们的情况是,套用一位参与《行政许可法》立法的专家的话说,中国是一个正在走向法制和正在建设市场经济的国家,既然是“正在”,那显然还没有达到。在市场、司法等尚不能有效分担对董事和高管的监督及制约的情况下,监管机关可能还会无奈地不时介入到公司治理和公司内部经营管理事务。运动式监管恐

怕还没到永久性退出历史舞台的时候,这也许就是我们的国情吧。但我们毕竟正在“走向”法制和市场,监管机关在公司治理和公司经营管理方面的身影还是应当尽可能逐渐淡出。

当然,对于监管机关是否介入公司治理,是一个有争议的问题。公司治理以公司内部机关权限分配和董事、高管勤勉尽责为核心,这其实是公司自身的事情。董事和高管如果违反信息披露和证券交易等方面的规定,《证券法》规定了明确的罚则,但《公司法》第十二章法律责任并不涉及董事和高管未勤

勉尽责的内容(当然,这也不能完全排除以后再通过国务院行政法规另行补充),这更多地反映为民事责任而非行政责任,需要公司和股东通过诉讼来救济。行政监管如果缺乏对监管对象课以行政处罚的权力,那么,监管将是软弱无力的。

在政府监管部门与证券交易所之间如何划分监管职能,是另外一个问题。总体说来,各地证券交易所均无一例外地承担着对证券交易的监管职能,但很多交易所并不承担或者主要承担对上市公司信息披露的监管工作。

## 信披监管:亟待解决三个问题

从目前的实际情况看,信息披露不及时的问题可能比虚假披露更为突出。不及时的信息披露事实上无一例外地都伴随着极少数投资者先于其他人掌握信息的不公平结果。

在大型蓝筹公司不断回归的情况下,公司规模的两极化差异越来越大,所有公司均统一适用同一个客观标准,不可避免地会对特大和特小的公司带来披露负担,将部分精力分散至不必要的信息披露上。

在一个全流通的情况下,随着市场化程度的发展,创新将会不断出现,没有人能在和市场的博弈中反复胜出,应当逐步给予公司更大的自由空间去发挥。

### 1.信息披露的及时性

信息披露监管的核心工作在于尽可能地提高信息的有效性。根据有效市场假说理论,市场有效性越高,股价反映信息的速度越迅速、范围越广泛。提高信息披露有效性,依赖于信息披露的及时和准确(包括真实、完整)。

从目前的实际情况看,信息披露不及时的问题可能比虚假披露更为突出。当然,从理论上讲,不及时并不一定影响交易价格,因为信息披露的目的不在于使投资者能够同时获得同质同量的信息,以进行投资决策。如果所有投资者都未及时掌握信息,在掌握的信息量方面,他们仍处于相同的状态,不产生对谁不公平的问题。但问题是,不及时的信息披露事实上无一例外地都伴随着极少数投资者先于其他人掌握信息的不公平结果。其原因主要有两个:一是相关信息知情人员违反保密义务;二是董事和高管等有选择性地向别人进行了披露,也即常说的选择性信息披露问题。违反公平披露原则的选择性信息披露,实际上就是未及及时公开披露而是小范围泄露。

选择性信息披露行为的法律定性是:

内幕交易。根据《证券法》第七十六条的规定,内幕交易表现为三种形式,在内幕信息公开前:买卖证券、泄露该信息、建议他人买卖证券。选择性信息披露至少属于第二种内幕交易,即泄露内幕信息(如果有选择性披露的信息不属于内幕信息而是大众信息或者对股价无影响的信息,那根本就不产生选择性信息披露的问题)。选择性信息披露也很可能同时涉及第三种内幕交易,即直接或者间接建议他人买卖。对于内幕交易,《证券法》第二百零二条规定了明确的法律责任(行政处罚)。

前一段时间,交易所公开谴责了个别进行选择性信息披露的董事,这似乎还未涉及到问题的关键。解决选择性信息披露问题,可能超出了交易所的能力范围。

### 2.信息披露的标准问题

提高信息的有效性,还应当明确披露是投资者导向还是监管者导向的问题,即披露主要服务于投资还是服务于监管。如果主要服务于投资,现行的客观披露标准,即设定某些客观指标,如净资产的一定百分比、交易的金额等,在一定程度上会产生某些无效或低效信息,形成“信息疲劳”,影响信息披露的效率和

效果。在大型蓝筹公司不断回归的情况下,公司规模的两极化差异越来越大,所有公司均统一适用同一个客观标准,不可避免地会对特大和特小的公司带来披露负担,将部分精力分散至不必要的信息披露上。美国的信息披露以主观标准为主,即不设定具体披露指标,而以信息是否对股价有重大影响为原则,由公司进行专业判断后,与监管者协商来确定是否和如何披露(以公司意见为主)。

当然,我们的市场环境还不宜采用主观的披露标准,但可以考虑结合公司规模等实际情况,适当实行差别化标准(例如,试行一个针对上证50公司的信息披露特别规定),逐步向主客观相结合的标准过渡。

### 3.监管资源的使用问题

2006年年报披露工作即将迎来高峰,逐家审核上市公司的年报,已成为监管者的例行工作。从世界范围来看,监管机关逐一阅读和审核每家上市公司定期报告的做法,估计并不占多数。纽交所关心的问题,是有没有未及及时披露定期报告的公司?原因是什么?有何计划?我在这边被问到的一个问题是:那么多上市公司为什么每家的

定期报告都要逐一细看?能看过来吗?是啊,为什么要逐一审阅呢?老实说,这似乎是一个不成问题的问题,但又是一个值得思考的问题。有时候,我们为上天经地义的事情,似乎会在别处得到另外的答案。比如,股东大会通过决议为什么一定要过半数(美国很多公司选举董事不要过半数,特拉华州2006年修订的公司法也只是认可公司允许董事候选人承诺如果未能在股东大会上得到与会股东所持表决权半数以上的选票则放弃当选为董事的做法)?上市公司收购为什么要实行强制要约制度(美国没有强制要约)?

上市公司监管还涉及诸如公司治理、章程设定、独立董事、股权激励、收购和反收购等问题,在这么一个小小的有限篇幅里,难以详细论述。但总的感觉是,在一个全流通的情况下,随着市场化程度的发展,创新将会不断出现,没有人能在和市场的博弈中反复胜出,应当逐步给予公司更大的自由空间去发挥。例如,在章程条款和反收购措施方面,哪怕是一些貌似出格的尝试,只要不违反现有法律的明确规定,是不是可以先不否定,让市场去检验和修正。不受欢迎的尝试,也许很快就自我改正了。

证券代码:000520 证券简称:长航凤凰 公告编号:2007-03

## 长航凤凰股份有限公司 第四届董事会第十四次会议决议公告暨 召开公司2007年第一次临时股东大会的通知

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确和完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。  
长航凤凰股份有限公司(以下简称公司)第四届董事会第十四次会议通知于2007年2月6日以书面文件和电子邮件形式发出,会议于2007年2月12日以通讯表决形式召开,符合《公司法》、《公司章程》以及《董事会议事规则》的有关规定,会议应参加董事9人,实际参加9人。会议以传真表决方式审议并通过了以下各项议案:

一、审议通过了《关于投资建造六艘5.73万吨散货远洋船舶的议案》  
根据公司战略发展的需要,充分利用国家关于内销远洋运输船舶的政策,公司拟将委托渤海船舶重工有限责任公司建造6艘5.73万吨散货远洋船舶,拓展公司现有运输业务链,预计项目总投资15.26亿元人民币,单船合同价25428.96万元人民币(其中前四艘单船合同价为25460万元,后二艘单船合同价为25366.88万元)。

表决结果为:同意9票,反对0票,弃权0票。  
本议案在董事会审议通过后,尚须提请股东大会审议。  
二、审议通过了《关于召开2007年第一次临时股东大会的议案》。  
表决结果为:同意9票,反对0票,弃权0票。  
会议定于2007年2月28日上午9:00召开2007年第一次临时股东大会。会议地点为武汉市汉口区民权路39号江汇大厦21楼会议室。

1.会议议题:  
审议《关于投资建造六艘5.73万吨散货远洋船舶的议案》  
2.会议出席对象:  
1) 本公司董事、监事、高级管理人员及见证律师;  
2) 截止2007年2月22日下午3时收市后,在深圳证券登记结算有限公司登记在册持有本公司股票的所有股东;因故不能出席会议的股东,可委托授权代理人出席会议。  
3.会议登记事项  
1) 登记手续:  
符合上述条件的法人股东持股东帐户卡、营业执照复印件、法人代表授权

委托书和出席人身份证办理登记手续;符合上述条件的个人股东持股东帐户卡、身份证办理登记手续;委托代理人持授权委托书、身份证和委托人股东帐户卡办理登记手续;异地股东可通过信函或传真方式委托。

2) 登记时间:2007年2月27日09:00至16:00时。  
3) 登记地点:武汉市汉口区民权路39号江汇大厦12楼董事会办公室  
4) 联系方式  
电话:027-85703197  
传真:027-82763929  
联系人:屈江升  
5) 其他事项:与会者食宿及交通费自理。  
特此公告。

长航凤凰股份有限公司  
董事会  
2007年2月12日

### 附件:

授权委托书  
兹全权委托 先生(女士)代表本人(本公司)出席长航凤凰股份有限公司于2007年2月28日召开的2007年第一次临时股东大会,并行使对会议议案的表决权。  
股东姓名:(签名) 代理人姓名:(签名)  
身份证号码: 身份证号码:  
股东帐户卡: 股东持股数:  
委托权限:  
委托日期: 年 月 日

证券代码:000520 证券简称:长航凤凰 公告编号:2007-04

## 长航凤凰股份有限公司 第四届监事会第十三次会议决议公告

本公司及监事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确和完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。  
长航凤凰股份有限公司(以下简称公司)第四届监事会第十三次会议(以下简称本次会议)于2007年2月12日以通讯方式召开。会议应到监事5人,实际到会5人,实际有效表决票5票。监事会主席唐祖鹏主持本次会议。本次会议的召集、召开符合《公司法》、《公司章程》以及《监事会议事规则》的规定。  
与会监事认真审议,以记名投票表决方式通过了以下决议:

一、审议通过了《关于投资建造六艘5.73万吨散货远洋船舶的议案》  
该议案同意5票,反对0票,弃权0票。  
特此公告。

长航凤凰股份有限公司监事会  
2007年2月12日

证券代码:000520 证券简称:长航凤凰

## 长航凤凰股份有限公司关于投资建造6艘 5.73万吨散货远洋船舶的重大投资公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、正确和完整,对公告的虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏负连带责任。  
重要内容提示:  
交易内容:长航凤凰股份有限公司与渤海船舶重工有限责任公司将于2007年2月28日签定《关于(57300)吨散货级散货船建造合同(卖方工程编号:BH409-7/8/9/10/11/12)》。

交易对公司持续经营能力、损益及资产状况的影响:拓展公司国际一程远洋散货运输,巩固现有二、三程运输,改善公司运力结构,提升公司市场竞争力和市场份额,以增强公司盈利能力和发展后劲。  
一、交易概述  
2007年2月12日,长航凤凰股份有限公司(以下简称“公司”)四届十四次会议董事会通过了《关于投资建造六艘5.73万吨散货远洋船舶的议案》,公司委托渤海船舶重工有限责任公司建造6艘57300吨散货级散货船。其中4艘船合同价25460万元/艘,2艘船合同价25367万元/艘,6艘船合同价合计15.26亿元。

本议案尚需报公司股东大会审议通过方可生效。  
二、交易对方:渤海船舶重工有限责任公司情况介绍  
名称:渤海船舶重工有限责任公司  
企业性质:有限责任公司  
公司地址及主要办公地址:辽宁省葫芦岛市龙港区锦葫路132号  
法定代表人:贺荣光  
注册资本:人民币147920万元  
税务登记证号码:国税字21140312076100  
主营业务:船舶制造,出口企业自产的民用船舶及配件,金属结构,进口本企业生产所需原辅材料、机械及设备、仪器仪表、零配件、金属结构件制造、安装、轧钢、技术开发、咨询、修船。

主要股东:中国船舶重工集团公司  
三、交易标的的基本情况  
船型:钢质船体,载重量为57300吨的散货船  
数量:6艘  
船旗:中华人民共和国国旗  
四、交易合同的主要内容和定价情况  
交易金额:4艘船合同价25460万元/艘,2艘船合同价25367万元/艘,6艘船合同价合计15.26亿元。该合同价格依据技术规定以及买方享有“内销远洋船政策”而确定,如有任何技术修改或政策变化等,双方应首先调整该合同价格并达成一致。

1.付款方式:  
第一期进度款为合同价格的20%,于合同生效时支付;  
第二期进度款为合同价格的20%,于各船开工时支付;  
第三期进度款为合同价格的20%,于各船上船台时支付;  
第四期进度款为合同价格的20%,于各船下水时支付;  
第五期进度款为合同价格的20%,于各船交船时支付;  
2.交船时间  
第一艘船和第二艘船在2010年7月底前交船;  
第三艘船在2010年8月底前交船;  
第四艘船在2010年10月底前交船;  
第五艘船和第六艘船在2010年11月底前交船。

3.交船地点:辽宁省葫芦岛市渤海船舶重工有限责任公司码头。  
4.约束条件:  
双方董事会应于2007年2月28日前批准本项目  
双方应于2007年2月28日前签订建造合同。

五、对外投资的目的及对公司的影响  
拓展公司国际一程远洋散货运输,巩固现有二、三程运输,提升公司市场竞争力和市场份额,改善公司运力结构。  
建造6艘船舶所需资金主要通过银行贷款,有关银行贷款事项在公司与银行洽谈并签署协议后另行公告,建造船舶在投入使用后,可提高公司散货运输船舶的收益,提高公司盈利能力。

六、备查文件  
1.公司四届十四次董事会决议  
2.《关于(57300)吨散货级散货船建造合同(卖方工程编号:BH409-7/8/9/10/11/12)》

长航凤凰股份有限公司董事会  
2007年2月12日