

中国证券投资基金业协会副秘书长黄丽萍 在第四届中小投资者服务论坛上的发言

以责任投资促进上市公司治理 加强投资者保护

黄丽萍*

各位领导、同仁：

上午好！欢迎大家来到第四届中小投资者服务论坛。本次论坛在线上召开，但行业机构参与热情很高，对提高上市公司质量、保护投资者权益话题高度关注，下午的分论坛将展开热烈讨论。在此，我谨代表中国证券投资基金业协会感谢各方领导与行业同仁的大力支持。借此机会，我想从 ESG (Environmental, Social and Governance) 投资角度谈谈上市公司治理和中小投资者保护，请大家批评指正。

上市公司治理是资本市场的永恒话题。2018 年，中国证监会修订《上市公司治理准则》，要求上市公司贯彻落实创新、协调、绿色、开放、共享发展理念，大幅增加中国特色公司治理新要求，进一步强化了中小投资者合法权益保护。包括上市公司应当积极回报股东，在公司章程中明确利润分配办法尤其是现金分红政策；针对普遍存在的“一股独大”现象，进一步加强对控股股东、实际控制人及其关联方的约束；针对上市公司控制权变动导致上市公司不稳定等情况，进一步明确了独立董事针对相关事项的特别职权；规定了委托代理投票制度，便利中小股东行使股东权利；新增机构投资者参与公司治理的有关规定，鼓励机构投资者积极参与上市公司治理，依法行使股东权利，并对外公开参与公司治理的目标、原则、策略、情况及其效果；新设中小投资者保护机构，要求其通过持股行权等多种渠道保护投资者合法权益。在信息披露

* 中国证券投资基金业协会副秘书长。

方面,参考国际主要市场 ESG 信息披露制度,确立了环境、社会责任、公司治理信息披露基本框架;进一步强化了上市公司董监高以及其他信息披露义务人的约束。

可见,在法规层面,上市公司治理中的主要问题已经得到充分关注,但在实践中,仍存在治理失灵和中小投资者保护失灵问题,其症结与大股东与中小股东权利失衡、董监事会功能弱化、独立董事不独立等委托代理机制失灵密切相关。基金作为最主要的机构投资者,代表基金持有人持有大量上市公司股份。由于持股的高度分散性,基金具有中小投资者属性,受成本收益不高、委托代理机制复杂等因素制约,基金参与上市公司治理的积极性一直不高。近年来,资本市场改革取得显著成效,上市公司质量和内在价值对投资回报的影响显著提升,基金公司更加重视价值投资、长期投资,对参与上市公司治理的必要性有了更多共识。

ESG 投资作为一种投资价值观和方法论,从理念和行动上改善了基金参与上市公司治理、保护投资者利益的状况。综合董事会独立性、董事会决策机制、合理分红制度、中小股东平等参与、员工激励、利益相关者保护,以及上市公司控制权变更、利益漏出、大股东或高管变现、高比例股权质押等异常现象,能够比较好地刻画上市公司治理水平。例如,合理分红制度是保护中小股东权益的重要机制,但对于不同阶段、不同行业的上市公司来说,分红比例与治理水平并非单向线性关系。在“现金分红率(或股利支付率)”“投资资本回报率(Return on Invested Capital, ROIC)”“利息保障倍数”之间,理论上存在一个最优解:当公司投资资本回报率高,具有良好的未来发展前景时(高投资资本回报率),那么可以减少现金分红比例,将更大的收益用于再投资,以提高所有股东的未来回报;若公司未来前景较平稳,或者缺少高回报的投资机会,则应将更多的收益用于现金分红,由投资者自行决定投资方向,这要比低效率投资更符合所有股东利益。当公司现金流状况较好且未来有较好回报时,可适当增加负债,减少利息保障倍数,扩大杠杆以获得更高的资本回报,否则应减少财务杠杆的使用,保持财务上的安全边界。再如,独立董事需要公平权衡所有股东尤其是中小股东利益,以平衡资本多数决下大股东对小股东的利益侵占。这就需要独立董事能够在董事会中发挥实质性表决权作用,仅通过独立董事占比这个指标无法衡量其是否发挥了应有作用。

鉴于大部分上市公司在公司治理形式上差别不大,绝大部分均能够达到合规要求,找到更多有效治理的实质性指标或治理失灵的风险指标就变得更加重要。所谓“履霜知冰,践露知暑”,公司治理失灵总会有异常的征兆。在上市公司控制权变更、

关联交易、大股东或高管变现、股权激励、高比例股权质押等行为中,往往隐藏着有悖于中小股东利益的不合理行为。在履行环境、社会责任方面,如果无法做到与股东利益相协调,同样会造成治理失衡,加剧上市公司治理失败的风险,损害上市公司长期价值。

上述公司治理困境超出了股东利益至上和资本多数决原则所能解决的范围,而 ESG 提倡的利益相关者理论在一定程度上对上述治理困境作出了回应,但需要法律法规和监管规章的兼容,以及市场选择的认可。2017 年以来,基金业协会持续推动投资端发展基于中国资本市场特质的 ESG 价值观和评价指标,挖掘 ESG 投资价值基础;持续推动投资端发展绿色、ESG 投资工具,推动本土化投资实践,取得积极成效。

下一步,协会将积极加强基础研究和制度引导,适时完善绿色投资指引,规范 ESG 投研制度、投资方法和产品运作,积极探索绿色基金、ESG 基金备案绿色通道,推动投资端力量积极参与上市公司治理、加强中小投资者权益保护,为建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场,和实现“十四五”和“30·60 目标”作出新贡献。

谢谢大家!