

第二篇

持股行权 业务研究

Cases Review of

Shareholding
for

Voting Program

独立董事独立性与法律责任研究^①

南京市中级人民法院 中国证监会江苏监管局 南京大学课题组

摘要:针对独立董事制度实施中存在的问题,文章通过实证分析和理论研讨对独立董事进行准确定位,独立董事既没有董事的权力,也没有与董事相同的薪酬,其并非通常意义上的董事,而是专业范围内的监督建议者。为保障其独立性,应由独立的第三方适格机构承担选任及薪酬方面的工作。对独立董事责任的认定应紧紧围绕其义务展开,保障其合法权益。具体到忠实义务层面,独立董事因其独立性一般较少存在违反此义务的情形,因此,重点在于对勤勉义务及其判断标准的界定。主客观相结合的综合性判断标准对于独立董事勤勉义务履行的判断无疑更具合理性与适用性。在独立董事责任承担方面,可借鉴域外有益做法,对独立董事责任进行限免,有利于独立董事作用的有效发挥。

关键词:独立董事 独立性 勤勉义务 责任承担

所谓独立董事(Independent Director),是指不在公司担任除董事外的其他职务,同其所受聘的上市公司及其主要股东不存在实质性利益关系,并能对公司事务作出独立、客观判断的董事。独立董事制度源于美国,我国自20世纪90年代引入该制度,就该制度在我国的实践来说,独立董事在提高上市公司治理水平、维护中小股东权益等方面起到了积极作用,但独立董事在履职及责任承担方面仍然存在不容忽视的问题。

^① 本文为中证中小投资者服务中心2019年年度课题成果。课题承接方为南京市中级人民法院、中国证监会江苏监管局、南京大学。课题负责人:陈晨、凌峰、曾洋。课题组成员:黄迎淮、黄德清、黄伟峰、夏恬、夏志阳、乔颖、蒋玖珠、金婷、姚婧。

一、实证分析

(一) 案例分析

1. 证监会处罚决定

在行政处罚案件中,对独立董事的处罚主要包括警告和罚款这两个方面,罚款数额为3万元到30万元不等。独立董事担责理由一般为,独立董事未勤勉尽责,是上市公司信息披露违法违规行为的直接责任人员。

证监会一般以签字与否作为处罚的重要衡量标准:独立董事多次在涉案定期报告的董事会会议上投同意票并签字,没有证据显示其已经尽到了作为上市公司独立董事的监督责任。^① 证监会不认可的免责事由包括未获取利益、配合调查;^②没有违法违规意愿、无力扭转局势;^③未参与、不负责、不知情、任职时间短、已向他人核实;^④其他机构或者个人未发现、未指出;^⑤不知悉、未参与信息披露违法行为及相关人员隐瞒违法行为;^⑥不知悉延期披露年度报告的真实原因、任职时间短、未领取报酬、个人履职对信息披露文件的审议通过无影响;^⑦不知悉、未参与虚增利润行为、缺少专业背景而依赖中介机构的判断。^⑧

2. 行政案件

在行政案件中,法官的裁判思路一般围绕证监会因独立董事签字而认定其未

① 参见中国证监会行政处罚决定书(潍坊亚星化学股份有限公司、陈某某、曹某某等23名责任人)[2013]3号。

② 参见中国证监会行政处罚决定书(中安科股份有限公司、黄某、邱某某等7名责任人员)[2019]44号。

③ 参见中国证监会行政处罚决定书(湖南千山制药机械股份有限公司、刘某某、周某某等16名责任人员)[2019]35号。

④ 参见中国证监会行政处罚决定书(湖北仰帆控股股份有限公司、钱某某、滕某某等18名责任人员)[2018]116号。

⑤ 参见中国证监会行政处罚决定书(金亚科技股份有限公司、周某某、张某某等17名责任人员)[2018]10号。

⑥ 参见中国证监会行政处罚决定书(中国高科集团股份有限公司、余某、周某某等13名责任人员)[2017]41号。

⑦ 参见中国证监会行政处罚决定书(吉林成城集团股份有限公司、徐某某、黄某某等11名责任人员)[2017]24号。

⑧ 参见中国证监会行政处罚决定书(黑龙江北大荒农业股份有限公司、杨某某、白某等16名责任人员)[2016]102号。

勤勉尽责并予以处罚这一思路来展开。^① 不认可的免责事由包括不知情、不具有相关专业背景、“挂名董事”、不参与公司经营、信赖审计报告和法律意见书、无力阻止公司违法行为的发生、监管机关未发现违法行为等。认可的免责事由包括投反对票且将异议记载于相关会议记录；信息披露违法后主动及时向证监会报告；独立董事证明自己已尽到勤勉尽责义务。

3. 民事案件

课题组仅检索到两例民事案件,分别为唐某某与张某、金某某等证券虚假陈述责任纠纷、^②云南云投生态环境科技股份有限公司与何某葵追偿权纠纷。^③

在唐某某与张某、金某某等证券虚假陈述责任纠纷案中,关于案涉独立董事是否应当承担因上市公司虚假陈述导致的赔偿责任问题,法院认为,鉴于案涉独立董事已被上海证券交易所、江苏证监局认定为存在未能勤勉履行职责行为,相关独立董事亦未提供证据证明其勤勉尽职,因此,对案涉公司虚假陈述给投资者造成的损失,案涉独立董事应当承担赔偿责任。综合考量案涉独立董事的身份角色、知情程度和主观态度、职责相关性、专业知识背景等因素,案涉独立董事仅存在轻微过失,酌定其在10%范围内承担补充赔偿责任。

在云南云投生态环境科技股份有限公司与何某葵追偿权纠纷案中,关于对虚假陈述行为,作为侵权责任人的独立董事应承担多少责任的问题,法院认为,案涉各连带责任人的责任大小应当根据其在案涉公司证券虚假陈述行为中各自的过错程度和所起的作用大小来确定,案涉独立董事应承担20%的次要责任。

4. 小结

关于独立董事的责任问题,行政处罚是我国实践中追究上市公司独立董事责任采用的最主要方式,独立董事被追究民事责任的案例非常少,被追究刑事责任的案例在公开的裁判文书中没有查询到。目前,我国就独立董事责任的认定存在以

^① 如(2017)京0102行初274号,法院认为,本案原告作为独立董事,在未披露重大诉讼及重大担保事件的年度报告上签字,应当承担相应的法律责任。(2014)一中行初字第304号中,法院认为,本案原告作为独立董事,在未披露重大诉讼及重大担保事件的年度报告上签字,应当承担相应的法律责任。本案中,四名原告明知鸿基公司在2006年至2009年的年度报告中未如实披露“代持股”问题,却未在2006年至2008年的年度报告中提出异议,证监会认定四名原告未尽监督义务,未勤勉尽责,应当对鸿基公司信息披露违法行为承担责任,并无不当。

^② 参见江苏省南京市中级人民法院,(2016)苏01民初539号。

^③ 参见云南省高级人民法院,(2017)云民终400号、(2017)云民终401号、(2017)云民终402号、(2017)云民终403号、(2017)云民终404号、(2017)云民终405号。

下两方面问题:第一,重行政处罚,轻民事处罚和刑事处罚。第二,法律层面仅具有原则性规定,未将独立董事的法律责任同其他董事予以区分,独立董事和其他董事的区别仅通过不同的处罚幅度或承担不同的责任份额来体现,实际上缺乏确定的责任认定标准,往往“签字即罚”。

(二) 问卷调查

1. 问卷调查基础情况

根据目前独立董事制度在实际操作过程中存在的问题,课题组结合自身的专业判断和预期调研的具体情况,广泛讨论后由南京大学曾洋教授设计了针对独立董事和上市公司的两套调查问卷并由江苏省证监局向江苏省范围内各上市公司以邮件形式发放。本次问卷调查,共计收回 347 份问卷一、953 份问卷二。由于内容较多,本处仅就其中的代表性问题进行梳理。

2. 独立董事的调查问卷分析

关于权利、义务与责任问题,大部分的独立董事认为自己与董事会的其他成员存在不同的职能定位,问责路径和责任承担方式也应当有所区别。当前独立董事制度在权利方面没有将其与董事一视同仁,但在义务和责任方面却趋同,并非公平之举。

关于履职方式问题,仅有 28.44% 的独立董事表示自己仅通过参加董事会的方式履职,71.56% 的独立董事表示在参加董事会之外还有其他方式。董事会之外的履职方式包括实地调研、现场考察、参加股东大会、参加董事会下属的各项委员会、与管理层交流公司经营情况、电话邮件了解等方式。

关于董事会参与次数问题,92.13% 的独立董事每年参加董事会的次数在 5 次以上。

关于角色定位问题,68.21% 的独立董事认为自己担任专业型人才的角色,有 31.79% 的独立董事认为自己是监督型董事,有 26.86% 的比例认为自己是监督建议者,仅有 16.79% 的独立董事认为自己是非执行董事。

关于薪酬问题,96.85% 的独立董事不认为薪酬的支付会影响其独立性。

关于职能问题,50.79% 的独立董事认为自己需要对公司所有的生产经营事项进行监督,10.07% 的独立董事认为自己仅需要监督公司的财务状况和财务报表的真实性。当董事会需要表决的事项出现问题时,63.38% 的独立董事认为只需要提

出建议,17.73%的独立董事认为需要对出现的问题自行处理。

关于公司财务报告存疑的解决,当独立董事对公司财务报告有疑问时,大多数的独立董事会要求公司更换会计师事务所重新审核,比例为54.25%;29.49%的独立董事仍然选择让原会计师事务所重新审核;21.30%的独立董事选择自行聘请会计师,其中绝大多数独立董事认为此费用应当由公司承担。

关于责任承担问题,有57.08%的独立董事认为自己与非独立董事承担相同责任不合理,有42.92%的独立董事认为是合理的。

关于勤勉义务的内涵问题,高达95.80%的独立董事认为是认真审议董事会议案并提出建议记录在案。关于独立董事在相关文件上签字的行为,大部分独立董事认为在相关披露文件上签字即表明自己应当对该信息承担真实、完整、准确的责任,但8.92%的独立董事认为签字只是表明自己对该文件的信赖,不能保证该文件的真实、准确与完整。

3. 上市公司的调查问卷分析

关于选任问题,首先,上市公司的独立董事大多都是由控股股东提名并经股东大会表决通过,占比高达74.93%;其次,分别是董事长提名并经董事会表决通过,占比为16.14%;最后,董事会提名并经股东大会表决通过,占比为8.93%。不存在实际控制人或董事长直接决定独立董事的情况。

关于角色定位问题,有65.42%的上市公司认为独立董事是专业型人才,有56.77%的上市公司认为独立董事是监督型董事,另有51.01%的比例认为其是监督建议者的身份,仅有19.02%的比例认为独立董事是非执行董事。

关于选任动因问题,上市公司在选择独立董事时主要是基于专业信赖,占比高达90.49%。

关于薪酬问题,独立董事的年度薪酬主要分布在5万~10万元的中间段,占比高达74.64%;10万~20万元的薪酬占比为15.85%;而低于5万元和高于20万元的薪酬占比均较低,分别为6.92%和2.59%。97.12%的上市公司认为,薪酬给付机制并不会影响独立董事履职的独立性。

关于职能问题,67.44%的上市公司认为独立董事应当对公司所有的生产经营管理财务活动进行监督,当发现董事会需要表决的事项存在问题时,59.94%的上市公司认为独立董事只需要提出建议即可,但14.99%的上市公司认为独立董事需

要自行处理这些问题,另外9.22%的上市公司认为独立董事仅需要监督公司的财务状况和财务报表的真实性。

关于公司财务报告存疑的解决问题,58.21%的上市公司认为应由独立董事提出并交由原会计师重新审核,38.33%的上市公司同意另行聘请会计师并为此付费,3.17%的上市公司认为如果不须另行支付费用就同意此做法,1家上市公司不同意再次审计。

关于高管责任险问题,86.17%的上市公司表示愿意为独立董事购买责任险但是尚未购买,8.07%的上市公司表示不愿意购买,5.76%的上市公司已经为独立董事购买了相关责任险。

关于责任承担问题,70.61%的上市公司表示独立董事与非独立董事承担相同的法律责任是合理的。65.13%的上市公司认为独立董事应当在其年度薪酬相等的范围内承担责任,16.71%的上市公司认为独立董事承担其薪酬的3倍及以上比例的责任,认为在1倍或2倍范围内承担责任的分别为5.76%和12.39%。

4. 两份问卷交叉数据分析

关于独立董事的身份问题,占比最高的回答均为“专业型人才”;占比最低的回答均为“非执行董事”。总体而言,上市公司和独立董事大多都认为独立董事主要是专业型人才的身份,承担着监督上市公司运行管理和提供战略意见的双重职能。

关于独立董事的薪酬支付方式是否会影响独立董事的独立性问题,96.85%的独立董事和97.12%的上市公司均不认为薪酬支付方式会影响独立董事履职的独立性,二者在这方面的回答比较一致。

关于独立董事在上市公司履行哪些职能的,独立董事的最高占比回答为“监督董事会需要表决事项”,而上市公司的最高占比回答为“监督公司所有的生产经营管理财务活动”。

关于独立董事与非独立董事承担同等法律责任是否合理的,大多数的独立董事认为这是不合理的,但大多数的上市公司认为这是合理的,且占比回答高达70.61%。

5. 调查问卷结果分析

(1) 独立董事的独立性

调查问卷显示,目前大部分上市公司的独立董事是由控股股东提名、股东大会

表决通过的,选任标准多出于对独立董事的专业信赖和经营管理需要,薪酬直接由上市公司支付,薪酬区间主要分布在5万~10万元。尽管大部分独立董事和上市公司均认为,现行由上市公司向独立董事支付薪酬的方式并不会影响独立董事履职过程的独立性和客观性,但是大多数的上市公司也同意独立董事由第三方机构指定或委派并由第三方支付薪酬。

(2) 独立董事的履职方式和范围

调查问卷显示,关于独立董事的功能定位,独立董事和上市公司均认为独立董事同时发挥监督和建議的双重职能。独立董事的履职方式主要是参加董事会,频率为每年5次及以上。在完善独立董事的履职方式和范围方面,上市公司和独立董事认为应规定更加多元化的履职方式并对履职范围予以明确。

(3) 独立董事的法律责任

调查问卷显示,大部分独立董事认为自己应当和董事会成员享有同等权利、履行同等义务、承担同等责任,自己和非独立董事承担同等责任不合理。大部分上市公司虽然认为独立董事应当在其薪酬范围内承担责任,却又认为独立董事与非独立董事应承担同等责任是合理的。

(三) 座谈会

为切实了解独立董事的运行现状,获取上市公司和独立董事关于独立董事勤勉尽责的履职方式和责任承担的态度,课题组于2019年11月22日专门组织了关于独立董事的多方座谈会。参与座谈的有久吾高科、埃斯顿、苏垦农发、音飞储存、金智科技、红太阳、凤凰股份、洋河股份等8家上市公司的高管和独立董事。

1. 座谈会主要内容

在独立董事构成上,目前上市公司的独立董事通常是3名,分别来自会计专业、法律专业和行业专家领域。在选任标准上,大部分上市公司高管表示没有明确的选任机制,通常是与公司有过接触,公司比较信任、熟悉的,在相关领域具备丰富经验和专业能力的人,或者由上一届独立董事推荐,经董事会表决通过。整体上缺乏行业硬性标准,处于一种无序的状态。

大部分上市公司和独立董事均认为独立董事与公司内部的执行董事职责范围不同,独立董事多承担监督建议的职责。目前,上市公司独立董事履职的方式主要有参与董事会决策、实地考察上市公司、重大决策前与公司进行沟通交流、审查公

司定期报告、关注公司在资本市场的表现、关注证监会的处罚记录、辅助决策、对公司合规和战略决策发表咨询意见等。

在责任承担上,大部分上市公司均认可,独立董事发挥的功能、享有的薪酬和权利与内部执行董事并不一致,因此责任承担标准和范围也应当有所区分。

为提高独立董事履职的独立性,他们建议在选任机制和薪酬给付方面作出改善:由监管机构如中国证监会、交易所或投服中心设立全国的独立董事名单库,可以先开展试点工作,允许上市公司自由从名单库中抽选抑或自主选择信赖的独立董事。薪酬方面,建议成立公共的基金池统一拨付,切断独立董事与上市公司之间的经济联系,提高其履职的独立性。

在优化独立董事权责统一的方面,首先,需要明确独立董事不应当与内部执行董事承担相同的责任标准和连带责任。其次,对勤勉尽责的认定需要区分程序与实体。最后,在责任标准上,应当以明知的故意为原则。

2. 小结

独立董事多认为自己只应当在专业范围内履行职责,对于非自己专业领域内的部分有权合理信赖第三方,而通过前述案例分析则可发现,监管机构要求独立董事对上市公司所有的信息披露文件、关联交易、担保情况、资金募集情况进行审查并承担相应责任。按照现有规则来解读,监管机构的态度并无不妥,那么问题的根源即在于独立董事自我定位与规则定位存在差别。

(四) 独立董事自我定位与规则定位存在落差

1. 立法对独立董事的功能和职责定位

独立董事的相关规定多集中在《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中,其他行政法规、部门规章也有零散的关于独立董事职权的细化规定。独立董事的立法定位是特殊董事。例如,该指导意见对独立董事的定位是“具有独立地位、享有特别职权的”董事,最终落脚点在“董事”。因此,独立董事并非与董事会、普通董事并列的概念,而是在董事概念下包含的一个子项。在“董事”这个上位概念的基础上进一步细分为执行董事、独立董事等二级概念。

概言之,立法层面是将独立董事看作董事的一种特殊类型进行规定的,并未严格区分独立董事与普通董事,也未就独立董事的责任标准、问责路径进行特殊设计,而是直接适用普通董事的相关规定。

2. 自我定位与规则定位的差异

通过对立法规定以及问卷的分析,可以直观地发现独立董事制度在实践中出现问题的症结在于,立法和监管机构对独立董事的要求与社会认知产生了差异。立法层面均认为,独立董事是具有独立思想、特殊职权的特别董事,本质上属于董事的一种。因此,无论是在职权界定、履职范围、责任承担方面,对独立董事的要求都是以普通董事为基础,增加一些特别规定。由此产生的执法逻辑就是,首先,独立董事的履职要求首先应当符合普通董事的一般要求,其次,还应当符合独立董事独立发表意见等特别要求。而独立董事和上市公司均认为独立董事是以专业型人才的身份参与公司日常管理的完全外部性的角色,董事会成员并不是他们的身份,仅是他们发挥监督、建议职能的方式。因此,独立董事认为自己只应当在其专业领域范围内发表独立意见、发挥监督作用,对专业领域以外的事项不负有监督义务,亦不承担与普通董事相同的法律责任。

3. 小结

独立董事的自我定位与规则定位之间存在落差是导致目前独立董事不服证监会处罚、不愿意承担与普通董事同等信息披露违法责任的症结。面对立法与实践脱节的情况,我们确实需要作出一定的调节。可供选择的方式有两种:一是将美国的独立董事制度完全彻底地引入我国。独立董事制度之所以在我国出现作用有限、定位不清、责任畸重等问题,主要原因是对于美国的借鉴不彻底,只学其一,未学其二。但这种解决方式工作量较大,且对我国目前的独立董事体系会有较大冲击。二是根据我国的国情进行本土化的改造,在立法层面将独立董事从董事会中剥离出来,明确其与内部的执行董事在功能定位、履职方式和责任承担方面的区别。

二、独立董事选任与薪酬

(一) 域外经验

1. 独立董事选任

关于独立董事的提名主体,美国的做法是在董事会下设专门的提名委员会,提名委员会成员大多数或全部由独立董事组成,委员会的主席通常由独立董事担任。

在此种模式下,独立董事在很大程度上是由独立董事选举产生的。

在英国,英格兰银行建立了一个提名非执行董事的推荐机构——非执行董事提名委员会,由其促进非执行董事的提名和任命。除此之外,在英美国家,市场上还有专门的中介组织从事独立董事的遴选和推荐工作。例如,英国有一个名叫促进非执行董事举用委员会(Promoting Non-executive Director Committee)的机构负责独立董事的推荐工作。

2. 独立董事薪酬

从国际经验来看,董事的报酬主要包括两个部分:一部分是“出场费”,这是接受董事任职的报酬,与公司业绩无关,也与董事的工作量无关;另一部分是“出马费”,该笔费用虽然不与公司业绩挂钩,但与董事出席会议的次数有关。^①除以年薪和会议费的形式获得董事会工作的现金报酬以外,独立董事如果在专业委员会任职,还可以获得委员会的成员费和会议费。不仅如此,一些公司还会给独立董事提供股票期权,让其与公司整体利益相捆绑,同时较少的股票份额使其在不影响独立性的基础上和中小股东处于同一阵营,激励独立董事在履职过程中尽到勤勉义务。

(二) 学界观点

学者谭劲松认为,独立董事的独立性是相对的,也是动态的,而且与独立董事的选拔机制、薪酬有关。在选任方面,不应过分关注由谁来选拔独立董事,治本之策在于全力建立一个健全有效开放的独立董事人才市场。在薪酬方面,无论采用何种形式支付报酬,独立董事不能对从公司获得的收入产生依赖。^②李建伟教授认为,在独立董事的产生机制方面,相关立法应坚决采用控股股东表决权回避制,才能从根本上保证独立董事真正独立于大股东,从而完成自己肩负的法定职责。^③学者蔡元庆提出,严格规定独立董事的任职资格,设置提名委员会规范独立董事的提名、选举和更换程序;由公司薪酬与考核委员会确定薪酬政策与方案,并对独立董事的业绩严格审查和考核,同时通过在公司年报中进行披露的方式增加其透明度。^④吴建斌教授认为,应强制推行董事会独立专门委员会制度,为独立董事履行

^① 参见赵立新、汤欣、邓炯等:《走出困境:独立董事的角色定位、职责与责任》,法律出版社2010年版,第79页。

^② 参见谭劲松:《独立董事“独立性”研究》,载《中国工业经济》2003年第10期。

^③ 参见李建伟:《论我国独立董事产生机制的重构》,载《法律科学》(西北政法学院学报)2004年第2期。

^④ 参见蔡元庆:《独立董事与上市公司的经营监督机制》,载《当代法学》2003年第2期。

职能、发挥实质性作用搭建有效平台。^① 学者赵金龙、王岗认为,选任程序和报酬是影响和制约我国独立董事独立性的两个因素。对于前者,应由提名委员会进行提名;对于后者,应设立报酬委员会对独立董事的报酬进行统一发放。^② 顾功耘、罗培新教授认为,薪酬制度既要起到激励作用,又不能使独立董事对公司产生依附感,可考虑以下两种思路:第一,采取固定报酬和其他激励措施相结合的方法;第二,采取固定报酬加年终由股东会决定额外报酬的方法。^③ 学者张鸿认为,应改进独立董事的任免方式,增强其独立性。独立董事只能由股东大会选举产生,这样可以防止控股股东通过董事会操纵独立董事的任免。应由以独立董事为主的提名委员会提名,经股东大会选举产生,控股股东不得参加选举。^④ 学者简新华、石华巍认为,从当前的实际出发,仍然要坚持由上市公司董事会、监事会、单独或者合并持有上市公司已发行股份1%以上的股东提名独立董事。对独立董事薪酬方案的设计要避免“内部人”控制。独立董事的报酬既不能由企业的“内部人”决定,也不能由独立董事自己来决定。可以考虑由证监会作为第三方对企业向独立董事支付报酬作出硬性的规定,报酬由固定收入和可变收入组成。^⑤

(三)小结

关于独立董事选任,中国上市公司的股权结构较为集中,因此,独立董事要保证其独立性,很重要的一个方面就是独立于控制股东或大股东。目前,国内尚无立法对大股东就独立董事的提名和选任是否进行限制作出规定,理论界观点主要有三种:一是认为应当排除大股东对独立董事的提名权。二是认为不应排除大股东对独立董事的提名、表决权。如果独立董事不是股东提名的,股权决定控制权的定律就被颠覆了。三是认为大股东享有对独立董事的提名权,但在选举相关董事时要回避表决。学界的相关建议以下三种:一是由监管机构(如证监会、交易所、独立董事自律性社团组织等)建立独立董事人才库及诚信档案。上市公司聘任独立董事必须在人才库中选择,监管机构对独立董事的信息进行维护,任何个人和企业都

① 参见吴建斌、陈林森:《上市公司董事会独立专门委员会实证研究》,载《南大商学评论》2005年第4期。

② 参见赵金龙、王岗:《我国独立董事独立性的两个问题》,载《宁夏社会科学》2008年第6期。

③ 参见顾功耘、罗培新:《论我国建立独立董事制度的几个法律问题》,载《中国法学》2001年第6期。

④ 参见张鸿:《美国和中国香港上市公司的独立董事制度及启示》,载《经济纵横》2001年第1期。

⑤ 参见简新华、石华巍:《独立董事的“独立性悖论”和有效行权的制度设计》,载《中国工业经济》2006年第3期。

可以上网查询。二是建议强制上市公司建立提名委员会,将独立董事候选人的提名权赋予提名委员会。三是由公司公开招聘独立董事候选人,鼓励合格人士参加独立董事竞选。

课题组认为,强制要求上市公司设立提名委员会是可纳入考虑范围内的做法,实践现状为,上市公司一般设立3名独立董事,独立董事也仅拥有监督职能,赋予独立董事占多数的提名委员会提名权利并不会导致股权控制权定律被颠覆这种严重的后果。对于大股东应回避表决的观点,课题组认为,在提名委员会把控独立董事提名权的情况下,独立董事的选任已经在一定程度上具备了独立性,正如学者所说,无论对独立董事的选任程序进行多么严格的规定,独立董事与公司这一特定组织之间的联系是不可能被切断的,^①由股东大会对独立董事选任进行表决是公司治理体系的应有之义,无须过分强调控股股东的回避。当然,也有学者提出由第三方(如证监会、证监会各派出机构、交易所、自律性组织等)建立独立董事人才库,这是另一种可纳入考虑范围内的思路,未来或许可以考虑此种做法,以方便独立董事的遴选和推荐。

在薪酬机制方面,理论观点一般认为应由薪酬委员会或第三方确定独立董事薪酬政策与方案,并进行薪酬发放;在薪酬组成方面,理论观点一般认为应向独立董事提供股票期权,对其进行激励。课题组认为,独立董事有权从上市公司处获得薪酬,而只要独立董事不因从公司处取得薪酬而产生依赖,独立董事就能够保持其独立性。避免前述依赖的解决方法,在于规范薪酬发放的主体及薪酬发放的数额。关于薪酬发放的主体,应由薪酬委员会或第三方承担相关工作;关于薪酬数额,课题组认为,以同行业平均水平作为参考,结合独立董事自身收入水平,使其从上市公司处所获薪酬在其全年总收入中占据合理比例,将在很大程度上避免独立董事对上市公司产生物质依赖情形的产生。要避免独立董事履职动力不足情况的产生,可以在薪酬设计上对独立董事给予适当激励,如规定独立董事薪酬不局限于固定收入,根据其职权范围内事项参与及监督情况的履职评估对其发放相应额外收入,此种由固定收入加可变收入的形式将有效避免独立董事因薪酬产生的消极履职或不独立履职情况。

^① 参见朱慈蕴、金明义:《评我国独立董事之引进》,载《浙江社会科学》2002年第4期。

总的来说,为保障独立董事的履职独立性,在独立董事选任和薪酬方面,可以考虑借鉴强制设立完全由独立董事组成的提名委员会及薪酬委员会承担独立董事选任和薪酬两方面的工作;还可以考虑引入第三方,对独立董事选任及薪酬问题进行把控。结合我国实际情况,改变独立董事的选任机制,由独立的第三方适格机构承担相关功能并承担相应薪酬和工作费用,应能使独立董事在履职方面无后顾之忧。该第三方机构应符合的条件可另行研究,但基于我国上市公司股权的特征,该机构应以“为中小投资者服务”为核心功能。

三、独立董事职权及义务范围

(一)域外经验

1. 独立董事职权

关于独立董事的职权,除了出席董事会并在董事会上行使表决权、报酬和费用请求权、知情权等一般权利,独立董事拥有对与公司利益相冲突的事项作出决定的权利,如重大事项的决策权、报酬和财务监督权等。独立董事的特殊职权主要集中在与关联交易和股东权利行使相关的领域。这些特殊职权的赋予,其基本出发点是确保董事会考虑所有股东的权益,而非某一部分或某一团体的利益,且职权本身多为决定权。

独立董事在参与公司治理时除以一名董事的身份参加董事会以外,更多的参与方式体现为在公司董事会下设的各种专门委员会中充当重要的角色。主要包括审计委员会、薪酬委员会、提名委员会、公司治理委员会。

综上所述,美国独立董事的功能主要定位在于监督,即对公司的财务监督以及对内部董事和高层管理人员职务行为的监督。

2. 独立董事义务

关于董事的注意义务,美国《标准商事公司法》^①第 8.30 条规定,董事在履行董事义务时应:(1)善意,采用有合理的理由相信是符合公司最大利益的方式履行义务;(2)谨慎履行其义务,其谨慎程度就像一个平常人在类似的情形下合理地认为

^① 参见《最新美国标准公司法》(2006 年最新版),沈四宝编译,法律出版社 2006 年版,第 101~102 页。

是适当地履行义务。此外,董事在履职时如果拥有了可靠的信息资料,则有权信赖下列人员提供的信息:(1)公司高级职员或雇员;(2)法律顾问、正式会计或其他公司聘用的具有专长和技能的人;(3)董事会委员会。只要独立董事的行为符合上述标准,即可以认为该董事已履行了相应的注意义务,独立董事可以不对公司或股东承担责任。

(二)理论研讨

1. 独立董事角色定位

学界很少对独立董事职权范围进行具体界定,往往围绕独立董事角色定位进行探讨,关注独立董事角色定位这一问题对于独立董事职权范围的界定显然有很大帮助。

在理论研究上,学者多将独立董事定位为监督者,认为独立董事主要角色为监督者。^① 独立董事是公司事务的兼职参与者,其主要职责在于监督。^② 独立董事属于公司董事会的一员,其扮演监督者角色,代表公司的重要股东督促执行董事在公司经营中忠于公司利益,进而保障股东利益。^③ 独立董事对于公司的发展战略具有表决权,但这种表决权的行使更多体现的还是独立董事的监督职能。与独立董事不同,执行董事需要承担战略决策和执行的职能,除参与决策外,执行董事还负责公司的日常运行和相关战略的执行。^④ 如果在监督职能之外,让独立董事也承担起过多公司战略执行的职能,将在很大程度上分散独立董事的精力,影响监督职能的实现。

2. 独立董事义务

(1) 忠实义务

忠实义务,是指公司负责人为公司执行职务应当竭尽忠诚,必须为公司的最佳利益和适当的目的行事,不得将个人利益放在与该公司利益冲突的位置上。忠实义务包括对董事自我交易的禁止,对利用或篡夺公司机会的禁止和竞业禁止的

^① See Yaron Nili, "Out of Sight Out of Mind, the Case for Improving Director Independence Disclosure", *Journal of Corporation Law*, 2017.

^② See Roberta S. Karmel, "Is the Independent Director Model Broken?", *Seattle University Law Review*, 2014.

^③ 参见谢玲丽、张钧:《中国移植独立董事制度反思》,载《中国律师》2010年第8期。

^④ 参见李建伟:《独立董事制度研究:从法学与管理学的双重角度》,中国人民大学出版社2004年版,第210页。

义务。

对于独立董事的忠实义务,学者认为既不能一味要求独立董事像内部董事和经理那样严格履行,也不宜对此不作任何要求。具体来说,独立董事负有不损害公司利益的概括性义务,但不负有其他与公司业务执行有关的具体义务。^①对独立董事竞业禁止和自我交易的限制应当放宽,因为独立董事不能左右公司的经营决策,只要独立董事符合“善意”标准即可认定其履行了忠实义务。^②

(2) 勤勉义务

勤勉义务,是指董监高应当谨慎、认真地行使公司所赋予的权利,在行使权利或履行义务时,以一个合理谨慎的人在相似情形下所应表现的谨慎、勤勉和技能为其所应行为。如果其履行职务没有达到合理的谨慎的程度,则应当对公司承担法律责任。

综观各国司法实践,违反勤勉义务的判断标准大致有主观标准、客观标准、主客观标准相结合三种。主观标准,是指董事在行为时应达到其拥有的知识和经验所应达到的勤勉程度。此种标准强调特定个人所具有的知识 and 经验。客观标准,是指其他董事在同样或类似情形下能够达到的勤勉程度,在此种标准下,董事必须达到客观的专业标准。主客观相结合的标准主要体现在英美法中,该标准是指将客观标准刚性化,使其成为董事履职的最低标准,即作为一名董事必须具有从事这一职位通常的、一般的知识、经验和技能;另外,主观标准在高于客观标准时被适用,且只适用于那些具有某种专业资格的董事,以他们所具有的特定知识和经验来衡量其是否履行了勤勉义务。

在理论学说层面,学者方昀提出了抽象的主客观标准与具体的行为标准相结合的复合标准,其中抽象标准是指,董事应当善意地、合理地相信其行为符合公司的最大利益,客观上,其履行职责时的注意程度应当达到处于类似公司、类似职位上的普通谨慎之人在类似情形下所应当尽到的注意水平;主观上,如果能够证明董事的能力超过前述水平,则应当以其实际拥有的能力进行衡量。^③学者赵树

^① 参见吴建斌:《试论上市公司独立董事的责任及其限制》,载《南京大学学报》(哲学、人文科学、社会科学版)2006年第3期。

^② 参见刘扬鹏:《我国独立董事民事责任法律制度检讨》,载《中国政法大学学报》2011年第3期。

^③ 参见方昀、熊贤忠:《公司治理中董事注意义务之判断标准探析》,载《江西社会科学》2010年第5期。

文也认为应从主客观两个方面加以规制,主观方面应引入经营判断规则作为判断标准,在客观方面应当以普通谨慎的董事在同类公司、同类职务、同类相关情形中所应具有的必要、知识和经验程度作为衡量标准。此外,还需要对客观标准加以专业化与具体化,如决策前是否进行了必要的调查、分析与研究,是否适时出席董事会,是否履行了应有的监督义务,是否及时披露公司经营信息与财务信息等。^①

对于独立董事的勤勉义务,顾功耘教授和罗培新教授认为,鉴于独立董事具有独立性、专业性、利益不相关性和非常勤性等特殊之处,很难要求其与执行董事尽相同的勤勉义务。相对执行董事的专职性,独立董事具备外部性与兼职性,故判断其是否履行勤勉义务的标准相比执行董事应当有所降低。^② 马一德教授也指出,过于严苛的标准对于外部董事而言是不公平的,对于不具有某种专业资格和经验的非执行董事,如“外部董事、挂名董事以及职工董事等”,应尽量适用主观标准,即只要该董事主观上尽了自己最大努力,就被视为履行了合理的注意义务。^③ 学者陈霄认为,应以客观标准为基础,并兼顾经营者个人的专业才能。^④ 与之相似,刘俊海教授认为,应以普通谨慎的独立董事在同类公司、同类职务、同类相关情形中所应具有的必要、知识和经验程度作为独立董事是否履行注意义务的衡量标准;但如果独立董事的知识经验和资格明显高于此种客观标准,则应当以该董事是否诚实地贡献了他实际拥有的全部能力作为衡量标准。^⑤ 而学者王静认为,当独立董事与公司业务背景一致时,应以客观性标准为主,主观性标准为辅。即独立董事应以一个具有同样专业资格、经验、学识的董事,在同种类公司中履行相类似的职务,在相同或相似的情况下所应有的勤勉程度和关注程度作为衡量标准。而当独立董事的专业资格与公司的业务背景不一致时,采用主观性标准。即只有在该独立董事尽了自己最大努力时,才被认为是履行了勤勉义务。^⑥

① 参见赵树文:《董事信义义务的立法与修正》,载《理论探索》2012年第1期。

② 参见顾功耘、罗培新:《论我国建立独立董事制度的几个法律问题》,载《中国法学》2001年第6期。

③ 参见马一德:《公司治理与董事勤勉义务的联结机制》,载《法学评论》2013年第6期。

④ 参见陈霄:《论经营判断规则在我国的引入及相关问题》,载《财经法学》2015年第4期。

⑤ 参见刘俊海:《现代公司法》,法律出版社2011年版,第646页。

⑥ 参见王静、肖尤丹:《论公司董事勤勉义务的判断标准》,载《辽宁大学学报》2007年第5期。

(三) 小结

1. 独立董事职权范围

通过对学界观点的梳理及实证研究发现,独立董事不同于内部董事,所谓内部董事,是指其同时也在公司担任行政职务的董事,而外部董事是指除董事的职务之外不在公司担任任何其他行政职务的董事。在现代公司治理结构中,董事会的功能包括了决策与监督,公司内部董事而言直接参与了公司具体的经营行为,而独立董事作为外部董事,尽管相关立法赋予独立董事享有内部董事所享有的全部权力,甚至还规定了独立董事享有内部董事所未曾享有的一些特殊职权,^①但独立董事的主要职责在于监督而非管理公司事务,这也与现阶段我国独立董事群体的履职现状相吻合。独立董事一般不参与公司的日常经营管理,扮演的是一种独立的监督监控角色。

综上所述,课题组认为,独立董事的角色定位应为专业范围内的监督建议者,其职权范围自然应按照此种角色定位展开。独立董事职权主要通过参加董事会会议对相关议案进行审议的方式对上市公司的重大决策提供独立意见来展开。

2. 独立董事义务范围

在忠实义务方面,实际上,由于独立董事在履职过程中应当保持其独立性,因此,出现独立董事与公司利益冲突的情况并不多见,也就较少存在其违反忠实义务的情况。不过,如果独立董事存在从某交易中获得私人利益的情形,则应根据其是否遵守程序上的有关规定判断其主观状态,进而确认独立董事是否违反忠实义务。独立董事违反忠实义务时,原则上不能通过公司章程或董事责任保险免除其责任。

在勤勉义务方面,对前述关于董事及独立董事勤勉义务的讨论进行类型化分析,可以将独立董事的勤勉义务简单区分为程序性义务和实体性义务,实体性义务包括知情义务、经营判断义务和监督义务。程序性义务不涉及独立董事的专业判断,只要独立董事从事了相应行为,即被认为履行了义务。知情义务履行的判断可以从独立董事是否经常参加公司会议、索取与公司日常运行有关的资料、对公司的基本事务进行询问和讨论等方面进行考察。实际上对此问题的判断,工作时间是一个比较容易衡量的指标,但各国对此并无统一标准。经营判断义务与程序性义

^① 详见《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》第5条、第6条。

务和知情义务相比,无疑处于更为重要的位置。经营判断规则最初由美国判例法确立,在此规则下,其一,在履行职责时,独立董事只要主观上具有促进公司利益最大化的善意,客观上遵循勤勉谨慎的行为准则,即使未能实际达到同行业内部董事所应具有的一般能力水平,亦不构成勤勉义务的违反,专业背景局限所导致的责任风险性由此即可大为降低。其二,对于信息不对称问题,经营判断规则允许独立董事要求董事会及高管提供相关信息及委托中介机构出具独立意见,除非未达到其自身的专业技能标准,否则在善意信赖此等信息基础上所作的决策判断均可以免于问责。监督义务履行的客观判断标准在于,独立董事是否曾对违法或违章的董事会会议决议提出异议。在对他人提供信息的信赖方面,独立董事的信赖必须是合理和善意的,且建立在董事对于相关信息或建议进行独立判断的基础上。^①在专家意见方面,如果独立董事本身就是某方面的专家,则其对于专家意见的合理信赖程度应适当降低。

四、独立董事责任的具体界定

独立董事在违反其应负的忠实义务、勤勉义务的情况下将不可避免地承担相应法律责任。例如,在证券虚假陈述领域,新《证券法》第85条规定董事对虚假陈述导致的损失承担连带赔偿责任,但是能够证明自己都没有过错的除外。董事对虚假陈述行为承担的是过错责任,归责原则适用的是过错推定原则,当董事能够证明对虚假陈述行为无过错时,可以免责。在实践中,如果机械适用新《证券法》第85条、《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》第21条规定于独立董事,无疑会无限增加独立董事的法律风险,造成权利与责任严重不相适应的不公平后果。

因此,在判断独立董事法律责任时,还是应当围绕独立董事的职能定位展开。在通常情况下,对独立董事是否构成“职务懈怠”的判定,就需要考虑实际情况进行合理认定,主要应依赖裁判者进行具体情况具体分析,具体可以考虑以下因素:

^① 参见黄辉:《澳大利亚董事义务制度研究》,载王保树主编:《商事法论集》(第11卷),法律出版社2006年版,第157页。

(1) 信息。经调查表明,独立董事获取信息的最主要渠道还是作为监督对象之一的公司管理层,这就引申出独立董事对管理层提供的信息是否享有合理信赖权问题。对此有两种观点:一种认为在不存在可疑的根据时,独立董事有权依赖和信赖公司管理层等相关人士为他提供的信息和所作的陈述。另一种观点认为,独立董事不应轻信公司管理层所提供的信息和陈述,对信息的真实性应进行主动的调查和核实。课题组更赞同第一种观点,即独立董事应受到合理信赖权的保护。基于对独立董事职能定位、工作时间与信息获取的先天性不足的考虑,期待其对任职公司经营信息作全方位的把握是不现实的,独立董事享有合理的信赖权。(2) 知识。法律对勤勉义务的设定不是统一的,会随主体生理机能、智识水平的不同而存在差异。对独立董事是否尽勤勉义务的审查标准的把握亦应遵循此规律。如果独立董事的履行职责行为明显背离了其所属领域的通常标准,就应当认定为其未尽到调查核实义务,应承担相应的法律责任。(3) 投入的精力和时间。当前,独立董事职业只是一个“副业”,客观上决定了其不可能投入与内部董事同等的时间和精力到公司事务中,对其是否尽到勤勉义务的审查标准亦应当然低于公司内部董事,并与其在兼职状态下可能投入的时间和精力相匹配。

在独立董事具体责任性质和范围界定上,亦应当对新《证券法》第 85 条、《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》第 21 条规定进行反思。上市公司负有责任的董事应对投资者因虚假陈述行为所造成的损失承担连带责任,这种不区分董事类别而统一以连带责任为赔偿范围的规定,诚然为投资者获得更为充分的补偿提供了保障,但从责任承担方角度考量,独立董事对公司的虚假陈述行为承担连带责任并不具有法理上的基础,也与其在虚假陈述行为中的过错程度不匹配。对独立董事而言,因其在公司治理中主要起监督作用,一般不参与公司的日常经营管理,不会主动参与公司的信息造假行为,对其过错的认定一般是未尽到对公司信息的调查核实义务,应按其过错大小承担相应的按份责任。

从域外法规定来看,为打消独立董事的从业顾虑,降低独立董事因害怕承担巨额赔偿不愿就职的压力,不少国家均有对独立董事责任限制保护的立法规定及相关机制设计。在独立董事制度的发源地美国,虽然就独立董事的责任是否不同于其他董事的问题尚未形成统一规则,但根据判例法规则,外部独立董事的责任要小

于内部董事。^①日本近年来在推进公司法现代化过程中,针对不同类型的公司,拟定了不同的治理结构,在总体上减轻董事等公司高级管理人员责任的基础上,对独立董事的责任设定了特别的限制。日本《股份有限公司法》规定,董事怠于履行其职责的,对该股份有限公司承担损害赔偿赔偿责任,但假如董事履行职责善意且无重大过失,可经股东大会或董事会决议,以董事从其任职公司获取的一定年度平均薪酬、津贴的总额为限承担责任,超出此数部分可以免责,其中,独立董事承担责任的额度为其2年的总收入。

从我国实践现状来看,如果对独立董事的责任不加以限制,而径行依照新《证券法》第85条等规定追究独立董事的连带责任,会使独立董事承担的风险与从该职务中所获收益之间显著失衡,独立董事自然会选择“用脚投票”不再从事该工作,长此以往,会使我国的独立董事制度建设因缺乏必要的人力资源而越发枯竭。因此,可以借鉴域外做法,对独立董事的责任进行限制保护。

结 语

客观地看,当前独立董事及上市公司相关人士对独立董事独立性及责任承担方式出现了较大范围的争议,独立董事的自我定位乃至社会认知与规则定位、监管定位及法律认知出现了较大的差异,本课题研究建议结合我国实际,考虑以当前社会认知为基础修补现行独立董事制度,厘清独立董事的权利、义务及相应责任的范围并明确履职程序,采用这种模式可能较为便捷;而另一种模式显然是以独立董事完全等同公司董事的理念进行制度修改,比如,建立完全由独立董事组成的审计、提名、薪酬及公司治理委员会,确定其义务内容、责任范围及责任限制,这需要大刀阔斧的改革,但这在我国当前上市公司大股东及控股股东普遍强势的背景下,准确发挥制度效用的难度也许更大。当前的独立董事制度问题重重,如何完善该项制度,使其更有效地发挥独立董事制度在公司治理活动中的作用,需要认真谨慎的抉择。

^① 参见吴建斌:《试论上市公司独立董事的责任及其限制》,载《南京大学学报》(哲学、人文科学、社会科学版)2006年第3期。

重大资产重组中的中小投资者保护研究^①

中国证监会辽宁监管局 辽宁证券业协会课题组

摘要:研究报告发现“三高”屡见、业绩补偿承诺不兑现比例持续扩大、商誉减值冲击上市公司重组后业绩等异象,认为从动机上来看,无论是利益输送驱动、市值管理驱动、盈余驱动,或是非理性驱动,其实质都是对价值创造这一商业逻辑不同形式的偏离,这使上市公司在重组动意形成之初便可能面临较大的重组失败或后续绩效不佳的概率。从行为方式来看,不公允资产定价导致上市公司资产的外流,并可能会对上市公司未来主营收益带来次生损害,而基础资产信息不实和资产评估不规范导致了重组估值泡沫的形成;不合理支付安排危及上市公司流动性,未披露表外融资或误导投资者交易判断;内幕交易与市场操纵等不公平交易对中小投资者的公平交易权构成损害。从环境因素来看,内部治理、中介约束、法律规制这些中小投资者保护机制存在一定程度的失灵,这给重组相关方侵害中小投资者权益提供了可能。

关键词:重大资产重组 中小投资者 权益保护 业绩承诺 商誉减值

回顾我国上市公司重大资产重组的发展历程,两条主线贯穿始终:一是深化改革,二是保护投资者。淡化管制的市场化改革红利释放了上市公司重大资产重组的市场活力,刺激了市场实践的发展和交易规模的快速增长,根据 Wind 数据库的数据,截至 2018 年年底,交易金额和次数相比 2010 年分别增长了 13 倍和 34 倍。

^① 本文为中证中小投资者服务中心 2019 年年度课题成果。课题承接方为中国证监会辽宁监管局、辽宁证券业协会;课题负责人为柳磊、张光荣、王秀英;课题参与者:胡可果、金萍、赵玉、刘爽爽、周聪、李鹏、郝勇博、王玲珑、马强、李龙弟、史璐璐。

重大资产重组领域的改革必须以健康可持续的方式推进,这就要求通过有效规制来解决资本市场的源头性问题,即保护投资者(尤其是中小投资者)的合法权益。

一、上市公司重大资产重组中的中小投资者 保护相关概念界定及必要性分析

(一)重大资产重组的概念界定

上市公司重大资产重组并不是严格意义上的经典法律概念,而更多的是一种资本市场监管领域的概念创造。在我国,《上市公司重大资产重组管理办法》(以下简称《重组办法》)对重大资产重组作出如下描述,即本办法适用于上市公司及其控股或者控制的公司在日常经营活动之外购买、出售资产或者通过其他方式进行资产交易达到规定的比例,导致上市公司的主营业务、资产、收入发生重大变化的资产交易行为(以下简称重大资产重组)。^① 本文将采用《重组办法》中关于“重大资产重组”的这一界定方式。我国上市公司重大资产重组根据交易主体、交易目的、交易对象、支付方式等的不同,在实践中主要分为收购兼并、剥离资产或出售子公司股权、资产置换、重组上市、分拆分立、合并等形式。^②

(二)重大资产重组对中小投资者权益的影响

中小投资者权益,^③是指中小投资者依照法律所应享有的权利及其所带来的收益。其总体上可分为股东的权益和交易者的权益,通常包括知情权、收益权、参与决策权、公平交易权等。上市公司重大资产重组对上述权益的影响主要如下。

1. 知情权

重大资产重组会带来资产、业务、业绩等重大变化,还会涉及重要资产估值和

^① 《重组办法》第12条则规定了交易规模的指标类别及比例,即占公司资产总额、营业收入或净资产达50%及以上,构成重大资产重组。

^② 需要说明的是,重大资产重组一般涉及上市公司业务、资产的重大变化,而收购通常涉及上市公司股东层面的重大变化,如上市公司控股权转让、要约收购等。在实践中,重大资产重组和收购两类行为交织,可能同时触及,应同时遵循收购和重组的监管规则,此外,上市公司再融资如非公开发行股票、增发、配股、发行可转债、发行公司债等单纯融资行为,也可能涉及公司资产或业务的变化,因与重大资产重组存在不同的逻辑,在规制上也有很大的不同,因此,本报告对此也未作深入研究。

^③ 权利属法律概念,权益既是法律概念也是会计概念。权益是权利和利益的结合体,指公民受法律保护的权利和利益。参见刘日创:《中小投资者合法权益的构成与保护实施》,证监会内部报告。

定价。信息披露如不能真实、准确、完整、及时,中小投资者将难以获得参与重组决策和作出交易决定的必要信息基础。在实践中,部分控股股东等内部人存在利用信息优势或通过主导形成和披露虚假信息等方式,侵害中小投资者权益的情况。

2. 参与权

重大资产重组是导致公司资产重新配置的重大资本运作行为,其往往需要通过股东大会表决才能通过。我国上市公司股权比较集中、中小投资者比较分散的现状导致部分控股股东通过滥用股东会“资本多数决定”原则操纵重组议案通过,而中小投资者很难对不利于其利益的重组议案加以制止。

3. 收益权

一些上市公司在重大资产重组中“追热点”“炒概念”“讲故事”等方式影响股价非理性运行。同时,重大资产重组中的“高估值、高商誉、高业绩承诺”可能导致业绩承诺不能兑现,补偿不到位,以及高商誉可能面临持续减值,侵蚀上市公司的资产质量和盈利能力,这些都可能影响中小投资者收益权。

4. 公平交易权

公平交易权,是指投资者作为证券交易的参与者,享有平等的交易机会与交易条件,公平地获取证券信息,平等地受到法律保护。上市公司重大资产重组过程中,内幕交易和市场操纵行为多发,其都是对中小投资者公平交易权的损害。

(三) 重大资产重组中的中小投资者保护的意義

1. 交易特征的必然要求

上市公司重大资产重组具有四重特征,即交易标的的复杂性、交易规模的重大性、股价影响的重大性和交易影响深远性。重大资产重组的上述特征对中小投资者短期和长期权益都将产生重大影响,因此,必须强化重大资产重组过程中对中小投资者的保护。

2. 发展阶段的迫切需要

当前,我国资本市场“四个不”^①阶段性特征尚存,在重大资产重组方面体现为

^① “四个不”系指不成熟的投资者、不完备的基础制度、不完善的市场体系和不适应的监管制度。出自中国证监会副主席阎庆民在第十届财新峰会上的讲话——《全面深化资本市场改革持续推动提高上市公司质量》,载中国证监会官网:http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201911/t20191115_366091.html,最后访问日期:2019年12月15日。

如下特点:股票高估值刺激重组冲动,并易伴生估值虚高情况;股权高度集中会影响中小投资者在重大资产重组议案中的实际参与效果;市场主体不成熟,上市公司内部约束、相关主体间市场约束效果有待提升,中小投资者的投资能力与风险承受力较弱。这些阶段性特征都要求进一步强化对重大资产重组中中小投资者的保护。

3. 市场秩序的基本保障

中小投资者是资本市场的根本。从经济属性来看,投融资双方信息不对称这一资本市场的内生缺陷,决定了只有保护投资者权益方能防止市场机制扭曲。从社会属性来看,市场自身解决不了公平、公正的问题,只有对处于弱势的中小投资者予以保护倾斜,才能维护投融资双方共赢这一市场健康运行基础。从政治属性来看,我国的资本市场必然具有也必须坚持人民性,只有保护中小投资者权益,才能确保市场的正确发展方向。

二、我国上市公司重大资产重组实践与异象:多剖面分析

30年来,我国上市公司重大资产重组市场化、法治化改革成绩斐然,商业逻辑主导、产业逻辑驱动已成为重组实践的主流。与此同时,一些不合法、不合理、不诚信的情况仍在一定程度上存在。本部分将从标的资产、业绩承诺、商誉情况、重组上市等多个维度透析重组实践,坚持问题风险导向,力求锁定重组中需要关注的现象和问题。

(一) 重组标的的剖面分析

1. 部分标的估值过高

Wind数据库的数据显示,2016~2018年的3年,标的市盈率超过100%的重大资产重组分别为49次、20次和15次,无论从绝对值还是从相对值上来看都不可忽视。3年间,每年都不乏市盈过千的重组标的出现,估值合理性问题值得关注。

2. 多元重组成功率低

根据Wind数据库的数据,2016~2018年以多元化战略和业务转型为目的的重大资产重组数量分别为108件、101件和37件,其中失败比例达56.48%、33.66%和48.65%,显著高于非跨行业重大资产重组。

(二) 基于重组相关方业绩承诺的剖面分析

1. 承诺数量规模双升

来自中国证监会网站和交易所网站的相关统计数据显示,自 2010 年以来中国资本市场重大资产重组中的业绩承诺数量和金额持续提升,数量从 16 项增至 2018 年的 307 项,承诺金额由不足 60 亿元增至近 1700 亿元。

2. 高承诺支撑高估值

2010 年以来,重大资产重组附有业绩承诺补偿情况在收益法、基础法和市场法中均有出现,但较为集中出现在收益法。这与收益法以盈利预测作为估值基础有关。从市场实践情况来看,以 2018 年为例,高估值评估项目往往是采取收益法评估且伴有高业绩承诺。

3. 不履行率逐年上升

2010 年以来,业绩承诺未完成的数量与比例持续攀升。2018 年未实现盈利承诺的为 125 宗,占比约 41%。此外,随着年份的增长,业绩承诺的完成情况逐年下降,在 2018 年存续的业绩承诺中,涉及的 1 年、2 年、3 年、4 年及以上的业绩承诺完成率分别为 96.1%、58.3%、53.8% 及 31.7%。

(三) 基于重组商誉的剖面分析

1. 商誉规模持续上升

随着第三方重组的增加,确认商誉的上市公司数量和商誉规模不断增加。2019 年上半年,拥有商誉的上市公司数量达到 2102 家,占上市公司总数比重达到 56.93%,这一比重在 2010 年仅为 36.84%。在这一期间,商誉总额由近 0.1 万亿元增长至近 1.37 万亿元(见表 2-1)。

表 2-1 2010~2019 年上半年 A 股上市公司商誉情况

时间	拥有商誉上市公司数量(家)	上市公司数量(家)	拥有商誉上市公司占比(%)	商誉总额(亿元)	净资产总额(亿元)	商誉占净资产比重(%)
2010 年	752	2041	36.84	992.59	129,803.83	0.76
2011 年	923	2320	39.78	1415.99	154,721.60	0.92
2012 年	1088	2472	44.01	1690.50	177,954.19	0.95
2013 年	1222	2468	49.51	2153.72	199,680.74	1.08
2014 年	1368	2592	52.78	3343.69	234,470.92	1.43

续表

时间	拥有商誉上市公司数量(家)	上市公司数量(家)	拥有商誉上市公司占比(%)	商誉总额(亿元)	净资产总额(亿元)	商誉占净资产比重(%)
2015年	1591	2808	56.66	6551.95	279,304.38	2.35
2016年	1769	3034	58.31	10,545.60	323,089.04	3.26
2017年	1904	3464	54.97	13,053.41	364,974.12	3.58
2018年	2043	3568	57.26	13,098.44	401,278.11	3.26
2019年上半年	2102	3692	56.93	13,665.03	419,458.23	3.26

资料来源:根据 Wind 数据整理而成。

2. 商誉分布差异明显

从板块分布来看,中小板、创业板中拥有商誉上市公司的数量占比都已超过60%,显著高于主板(见表2-2)。从行业来看,制造业、信息传输、软件和信息技术服务业等行业中拥有商誉上市公司数量及商誉规模位居前列(见表2-3)。

表 2-2 2018 年 A 股上市公司商誉板块分布

板块	拥有商誉上市公司数量(家)	占板块上市公司总数比重(%)	占拥有商誉上市公司总数比重(%)	商誉总额(亿元)	占商誉总额比重(%)
主板	970	50.87	47.48	7586.30	57.92
中小板	585	63.45	28.63	3218.24	24.57
创业板	488	66.04	23.89	2293.90	17.51

资料来源:根据 Wind 数据整理而成。

表 2-3 2018 年 A 股上市公司商誉行业分布

排序	行业	拥有商誉上市公司数量(家)	占拥有商誉上市公司数量比重(%)	商誉总额(亿元)	占商誉总额比重(%)
1	制造业	1217	59.39	6217.83	47.45
2	信息传输、软件和信息技术服务业	206	10.05	1581.50	12.07
3	批发和零售业	97	4.73	1015.00	7.75
4	房地产业	62	3.03	265.15	2.02
5	电力、热力、燃气及水生产和供应业	61	2.98	309.99	2.37
6	建筑业	61	2.98	243.70	1.86

资料来源:根据 Wind 数据整理而成。

3. 商誉减值逐年上升

2010年商誉减值金额不到13亿元,2018年减值金额达到了2010年的130倍。其间,商誉减值占商誉总额的比重从1.29%上升到12.71%,占净利润比重从0.07%上升到4.44%(见表2-4)。在确认商誉减值的公司中,绝大多数公司的减值对当期净利润的影响低于50%,但少数公司集中大额计提商誉减值严重影响当期利润,甚至造成了亏损。

表2-4 2010~2019年上半年A股上市公司商誉减值和抗风险能力

时间	商誉总额 (亿元)	商誉减值 总额(亿元)	商誉减值占 商誉总额比重(%)	净利润总额 (亿元)	商誉减值占 净利润比重(%)
2010年	992.59	12.77	1.29	18,950.33	0.07
2011年	1415.99	13.22	0.93	21,921.96	0.06
2012年	1690.50	10.48	0.62	22,429.50	0.05
2013年	2153.72	16.82	0.78	25,803.67	0.07
2014年	3343.69	26.33	0.79	28,001.27	0.09
2015年	6551.95	87.85	1.34	29,097.11	0.30
2016年	10,545.60	149.18	1.41	31,510.20	0.47
2017年	13,053.41	368.20	2.82	37,438.42	0.98
2018年	13,098.44	1665.42	12.71	37,482.96	4.44
2019年 上半年	13,665.03	14.95	0.11	23,327.21	0.06

资料来源:根据Wind数据整理而成。

(四) 基于重组上市的剖面分析

1. 年均交易规模不断增大

2010~2018年,除2010年的巨额借壳个案大幅拉高该年交易金额均值外,其间年均重组上市交易金额呈不断上升之势(见图2-1)。2011~2019年上半年已完成的重组上市中,借壳方属于新兴产业的公司占比逐年提升,2011年只有7.14%的借壳方公司属于新兴产业,而2019年上半年时,这一比重已达到75.00%(见图2-2)。

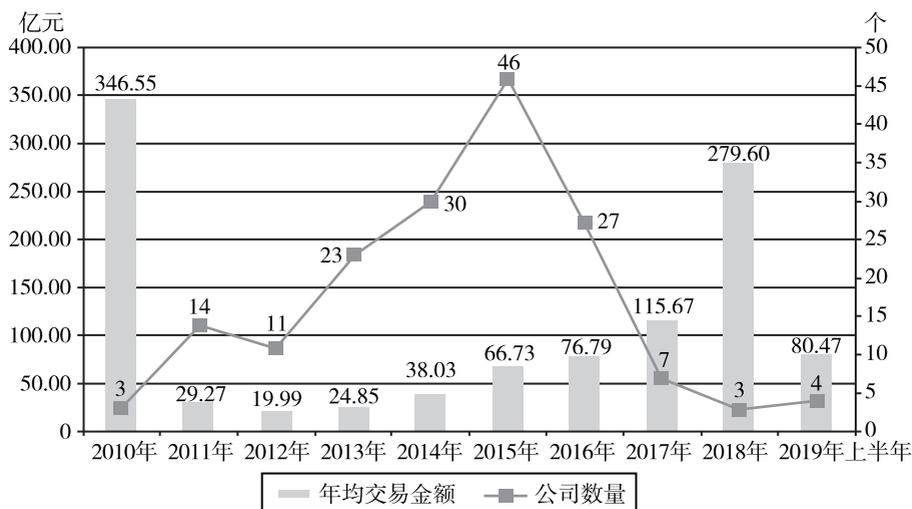


图 2-1 2010 ~ 2019 年上半年重组上市规模情况

资料来源:根据 Wind 数据整理而成。

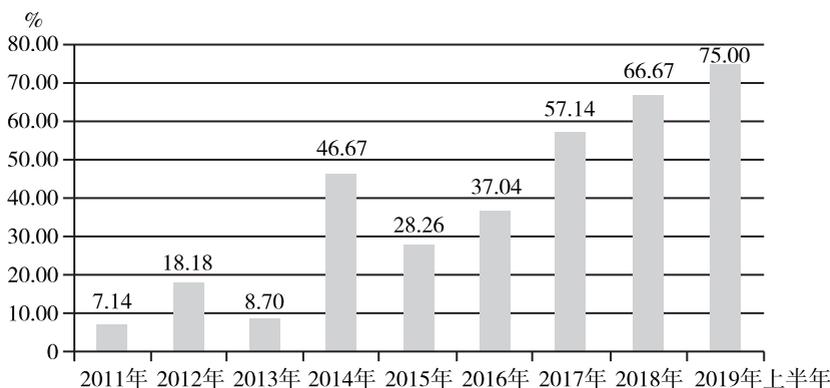


图 2-2 2011 ~ 2019 年上半年重组上市公司新兴产业占比情况

资料来源:根据 Wind 数据整理而成。

2. 杠杆与壳费用蕴藏风险

一是杠杆融资可能会给上市公司带来重组后股权结构稳定性风险和流动性风险。二是原控股股东及其实际控制人为变现壳费用可能存在放松对置入资产把关的道德风险。三是重组双方私下约定壳费用可能会导致交易不透明和违规风险。四是高昂壳费用和融资成本可能会诱发新控股股东重组后掏空风险。

3. 题材效应诱发违规交易

借壳通常被中小投资者认为是利好题材,这种预期会推高这些上市公司股

价,根据 Wind 数据库的统计数据,2011 ~ 2018 年上市公司首次披露借壳信息后的 1 年间股价相对上证综指涨幅均值为 11.76%。借壳周期较长,通常超过 8 个月。估值高企的预期和较长的操作周期给违规交易行为提供了“温床”。赤峰黄金借壳 ST 宝龙中的内幕交易、奔腾集团虚假借壳中的市场操纵就是典型的例子。

(五) 基于重组双方关联关系的剖面分析

1. 利用重组操纵利润

一些绩差的上市公司,出于保壳需求,把与控股股东及其关联方的重大资产重组作为操纵利润、扭亏为盈的重要手段。通过高价卖出质量不佳资产和低价买入优质资产等非公允关联交易,实现公司虚假的业绩繁荣的绩优形象。

2. 利用重组实施掏空

较高的股权集中度使部分上市公司控股股东及实际控制人更便于通过向关联方高买低卖资产方式,将属于上市公司全体股东的经济利益违规转至上市公司体外。这种“隧道效应”对中小投资者权益造成了较大的损害。

3. 信息披露较不规范

部分上市公司对关联方信息披露不完整、不准确,对关联交易所涉及的资产评估信息的披露不规范,或通过关联关系非关联化等方式掩藏真实交易情况,从而误导投资者决策。

(六) 基于重组方案终止的剖面分析

1. 重组终止数量可观

2011 ~ 2018 年,每年终止的重大资产重组数量与同年完成的重大资产重组数量之比约为 0.4(见图 2-3)。终止的重大资产重组在标的规模上总体小于同期完成的重大资产重组,约为后者的 0.78;而估值水平则总体高于同期完成的重大资产重组,观察期间市盈率和市净率均值超过后者 50% 以上(见图 2-4 至图 2-6)。

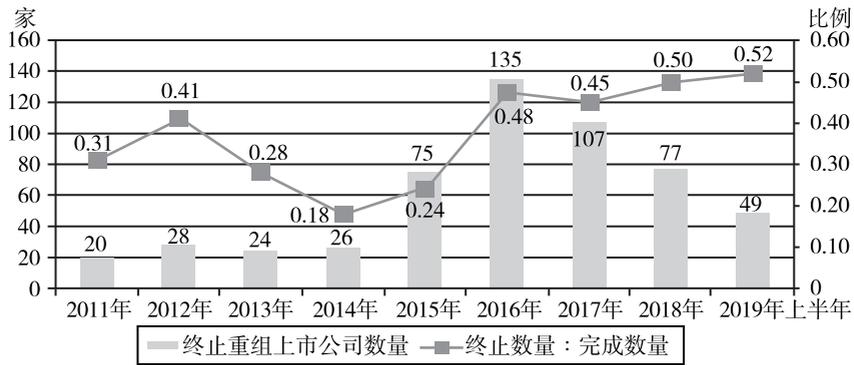


图 2-3 2011~2019 年上半年重大资产重组终止情况

资料来源:根据 Wind 数据整理而成。

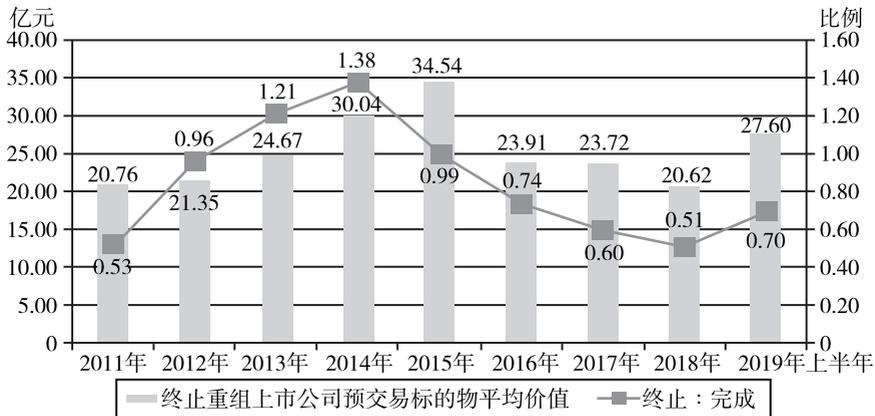


图 2-4 2011~2019 年上半年终止重大资产重组上市公司估值情况

资料来源:根据 Wind 数据整理而成。

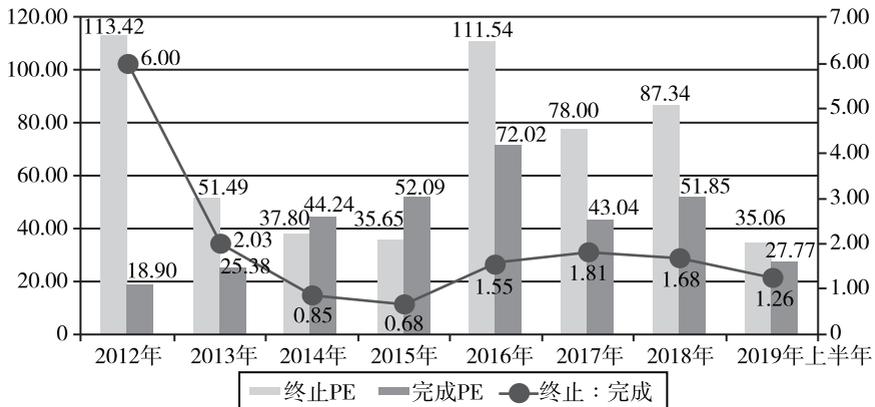


图 2-5 2012~2019 年上半年终止与完成重大资产重组公司的市盈率比较

资料来源:根据 Wind 数据整理而成。

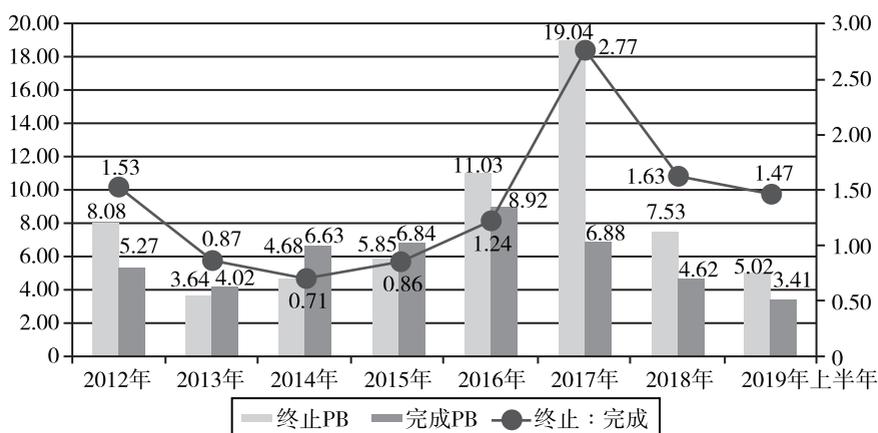


图 2-6 2012 ~ 2019 年上半年终止与完成重大资产重组公司的市净率比较

资料来源：根据 Wind 数据整理而成。

2. 停牌用作管理市值

一些上市公司通过发布不实或不准确重组信息，或控制信息发布节奏等方式影响股价走势。2015 年 5 月随着 A 股股指急速下跌，随后出现了上市公司大面积股票停牌现象，2015 年 6 月末及 12 月末，两市因重大资产重组为由停牌的公司数量分别占到全部停牌公司数量的 30% 和 70%。随着大股东及董监高人员减持规制趋严，重大资产重组还被用作护航董监高减持的工具。以徐甲案为例，2010 ~ 2015 年，徐甲单独或伙同他人，与部分上市公司董事长或实际控制人合谋，择机发布重大资产重组等利好消息配合二级市场操纵，以掩护部分股东减持。^①

三、重大资产重组中侵害中小投资者权益的主要方式及机理分析

价值创造的商业逻辑、追求协同效应的产业逻辑是重大资产重组的内驱动力。商业逻辑构成资本市场资源有效配置的微观基础，其外化为充分博弈的交易行为，而对于这一基本逻辑的偏离则构成了重大资产重组中各类异象产生的非常重要的原因。如图 2-7 所示，本部分将从动机、行为、损害、环境四个维度，对上市公司重

^① 参见《纪律处分决定书[上海泽熙投资管理有限公司、上海泽熙资产管理中心(普通合伙)、徐甲、郑某某、徐乙]》，载中国证券投资基金业协会官网：<http://www.amac.org.cn/xxgs/jlcf/392044.shtml>，最后访问日期：2019 年 12 月 15 日。

大资产重组损害投资者权益的主要形式及其机理进行剖析。

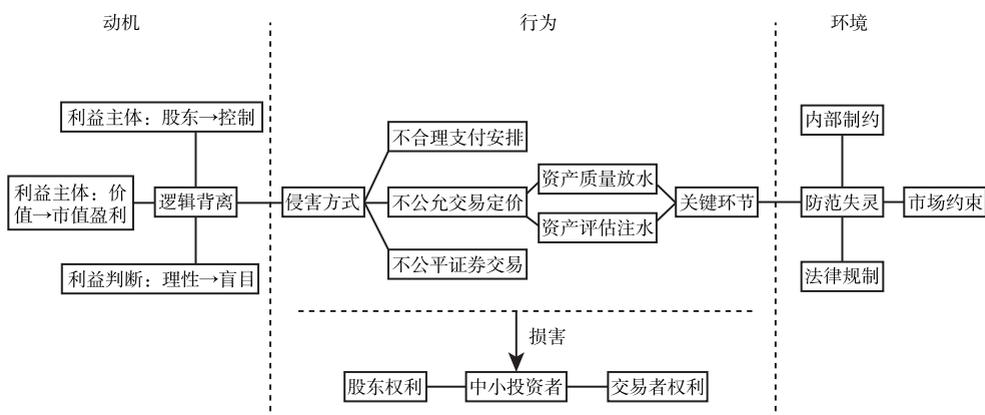


图 2-7 重大资产重组中侵害中小投资者的主要方式及机理分析框架

(一) 侵害动机：商业逻辑的背离

1. 利益主体的偷换：从股东利益到控制人利益

一方面,控股股东,与上市公司具有利益趋同效应;另一方面,则具有利益侵占效应。上市公司重大资产重组的动机本应是为全体股东的价值创造,而在一些情形下重大资产重组的受益主体却由全体股东窄化为控股股东及其关联方,即控股股东通过关联交易或与资产提供方合谋,借助重大资产重组将原本属于上市公司的利益输送到上市公司体外。重大资产重组中最常见的利益输送方式就是对于资产的“高买低卖”。其高发领域主要是构成关联交易的重大资产重组,2014年中安科发行股份购买其控股股东旗下中安消技术股权就是典型的案例。近年来,重大资产重组中的利益输送呈现如下新特点:一是隐蔽化,在重大资产重组中通过第三方过桥、体外培育等方式隐藏关联关系;通过化整为零规避重大资产重组标准,以逃避监管。二是共谋化,非关联的标的资产提供方也参与利益输送。三是复合化,利益输送与违法违规交易等行为交织。

2. 利益标准的演变：从价值创造到市值和盈余管理

遵循商业和产业逻辑的上市公司重大资产重组,是为了实现“1+1>2”的价值创造。然而,市场上出现了一些追求短期投机获利甚至违规的重大资产重组行为,主要体现在以下几个方面。

一是“市值管理”驱动。一些上市公司或其控股股东过度关注上市公司股价、

市值,将重大资产重组作为市值管理手段,以实现提高公司股票或资产的担保能力,避免因触及市值退市的规定,^①或是利用重组信息谋取违规交易获利目的。很多所谓的市值管理手段容易越过合规底线,演变为信息披露违规、内幕交易和操纵股价行为。

二是“盈余管理”驱动。一些上市公司将重大资产重组用作短效美化财务报表的手段。通过高价卖出资产或买入当年盈利丰厚资产等方式实现扭亏,以防止因连续亏损而被强制退市,或赢得融资资格或更佳融资条件。此类重组往往解决不了公司长期“造血”能力问题,本质是资源转移,而非价值创造。

3. 利益判断的偏差:从理性决策到盲从跟风

重大资产重组涉及企业命运,决策须理性审慎。而一些公司在重组决策中,或是盲目追逐热门行业热点资产,忽视未来产能过剩的可能性和行业波峰期过高的收购成本;或是忽视交易相关风险,未对标的资产进行充分尽调;或是轻视重组后续整合,由于专业性欠缺、管理和文化上的冲突,或高额业绩承诺下标的重组双方在公司经营方面的矛盾等问题,导致重组后整合失败。

(二) 侵害方式:交易蕴藏的陷阱

1. 不公允资产定价对中小投资者权益的损害

不公允资产定价,是重大资产重组领域损害中小投资者权益的最主要形式。其包括直接损害和间接损害。直接损害发生在资产交易环节,高买低卖导致资产从上市公司的实际净流出。仅就置入资产而言,在非同一控制下,高溢价重组导致商誉泡沫形成,但在计提减值之前,其损害是隐性的;在同一控制下,高溢价重组导致资本公积、盈余公积这些归属于全体股东的权益被冲减。^② 次生损害,是指在重组完成后,因标的资产真实业绩未达到业绩预测带来的上市公司资产或收益减损以及其他相关损害。在非同一控制下,置入资产定价过高的次生损害有三重:商誉减值导致上市公司净资产和营业利润的减少;业绩承诺不兑现导致或有对价落空;商誉减值被用作利润操纵手段。在同一控制下,业绩未达到预测水平的损害包括

^① 参见《关于修改〈关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见〉的决定》(2018)第3条第八项关于“公司股票连续20个交易日(不含停牌交易日)每日收盘价均低于股票面值的,证券交易所应当终止其上市交易”的规定。

^② 参见曹晓风:《同一控制下企业合并会计处理方法之探析》,载《新会计》2013年第7期。

当期损益被冲减,以及业绩承诺不兑现导致或有对价落空。

2. 不合理支付安排对中小投资者权益的损害

部分上市公司出于海外并购、规避行政许可等考虑,选择采取贷款、债性私募产品等杠杆融资方式。高杠杆加大流动性风险,有必要关注利息负担能力和期限结构安排。此外,表外融资问题值得关注。在一些海外并购中,由母公司或关联公司过桥重组,一些上市公司则通过认购为上述重组设立的私募等产品的劣后级,或为上述融资提供担保等方式,承担重组失败风险。个别上市公司对于表外债务披露不规范。2019年暴风集团的海外重组暴雷就是这类典型案例。

3. 不公平股票交易对中小投资者权益的损害

股票交易存在一定的零和博弈特征,交易的达成只是利益从一个交易方转移到另一个交易方。重大资产重组往往被认为对股价具有显著影响,成为违规交易行为的高发领域。就内幕交易而言,内幕信息知情人违反了保守内幕信息且不得运用内幕信息进行交易的法律和契约责任,使利益从“外部人”向“内部人”转移。2017年和2018年被处罚的内幕交易案件中有70%左右与重大资产重组相关。就市场操纵而言,无论是传统型操纵还是近年来重大资产重组中多发的信息型操纵,都是对价格信号的扭曲,误导投资者的投资决策。

(三)关键环节:资产定价的魔术

评估是重大资产重组交易价格形成的最关键环节,而审计机构和法律服务机构的工作结果则为评估的开展提供了基础。^①考虑上市公司在绝大多数情况下的角色是资产购买方,因此,本部分主要是针对上市公司购买资产情况展开分析的。

1. 资产质量注水

在重大资产重组过程中,重组双方以及审计、法律服务等机构未能真实、准确、完整地反映标的资产质量,这埋下了资产高估值隐患。一是夸大标的资产盈利能力。体现为盈利情况不稳定,报告期净利润主要依赖非经常性损益等;盈利真实性存疑,报告期盈利与之前年度相比增幅过快,主营业务和税金与收入和利润不匹配,标的资产毛利率与同行业相比存在异常等;盈利可控性差,报告期标的资产主要收益并非来自主业经营收益而是来自投资收益等。二是掩饰标的资产风险瑕

^① 参见胡晓明:《资产评估与审计关系的综述及思考》,载《中国资产评估》2011年第1期。

疵。体现为掩盖其资产蕴藏的负债;未揭露合规及法律问题;淡化标的资产权属瑕疵;或未发现或披露权属存在争议或限制等。三是未关注资产独立性问题。体现为标的资产收入严重依赖关联交易;存在大额关联方占用或关联方担保;未就重组上市后与资产提供方的同业竞争问题作出合理安排。

2. 资产评估放水

资产评估是上市公司并购重组定价的主要依据。中国证监会网站相关数据显示,置入资产的评估中收益法评估增值水平最高,2018年是基础资产法和市场法的4倍和3倍,且考虑置入资产是重大资产重组的多数情况,本部分主要探讨置入资产情况下收益法评估中的问题。一是评估假设不合实际。体现为假设与标的资产当前和未来可预期情况不符,与标的行业实际情况和发展环境不相符,用假设替代一些对企业未来经营有显著影响参数等。二是评估模型有缺陷。对于电信、媒体和科技(Telecommunication Media & Technology, TMT)等行业结构呈寡头特征、前期投入高且企业存活率低的行业,预测期业绩稳步增长和永续期假设可能缺乏依据。三是参数操纵有空间。业绩预测过于乐观且无合理解释,或业绩预测未考虑行业周期变化和 product 技术经济使用寿命的影响,又或者对于成本增长情况作过低估算等;^①折现率确认粗放,确认海外资产的市场风险和行业风险时未考虑国别因素;确认企业经营风险和财务风险缺少统一的标准和方法,基本依靠粗放判断。四是评估结果不合理。历史评估结果或不同评估方法取得的评估结果差异显著,且未能说明其合理性;评估报告与审计报告以及管理层讨论等文件在重要事项表述上缺乏逻辑一致性。五是评估机构执业不规范。评估程序执行有瑕疵,底稿不扎实,存在错算、漏算错误等。

此外,还有必要关注以下几点:一是在采取成本法情况下,存在重置成本的确定不规范,成新率的计算不符合实际,寿命期的确认较为粗糙等问题。二是在采取市场法情况下,存在可比对象可比性不高,没有考虑标的资产与可比对象之间在负债率、产品结构等方面的差异等问题。三是《重组办法》中允许重大资产重组中不聘请评估机构,而采取估值机构提供的估值报告情况,从实际情况来看,估值机构

^① 参见2013年证券资产评估分析,载中国证监会网站:http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/kjb/gzdt/201505/t20150513_276780.html,最后访问日期:2019年12月15日。

出具估值报告缺乏制度规制,程序执行规范性和底稿完善性问题值得关注。

(四) 内外部环境:侵害防范的失灵

随着公司内部约束、市场约束、法律约束机制的不断夯实,其在重大资产重组领域对中小投资者权益保护的功能日益凸显。与此同时,有必要关注这一侵害防范体系还存在的如下局限。

1. 内部制衡失效

由于我国上市公司股权高度集中,控股股东较易形成对股东会的压倒性优势和对董事会的绝对控制,这使很难在此两会层面阻止不利易于中小投资者的重大资产重组方案通过。在董事会层面,独立董事在选任上多受控股股东控制,也因此会在履职中受其影响,即便关联董事回避表决,重组议案也很少被否决。在股东会层面,由于控股股东会前拉票或向部分股东作出利益承诺,机构投资者对参与公司管理和议案研究投入精力较少,中小投资者网络投票参与度不高,即便在关联股东回避表决的情况下,也很少有重组议案被否决。

2. 市场约束落空

一是重组双方博弈不充分。非市场化重组还在一定程度上存在,在借壳上市和整体上市中上市公司成为资产证券化通道,董事会、股东会缺乏担当全体股东“守门人”的动力;在市值管理式重组、盈余管理式重组中,上市公司则因无视标的资产价值,未能与资产提供方进行充分博弈。二是中介机构独立性不强。还是有个别中介机构根据目标交易价格倒推确定估值评估结果情况。^①这与中介机构的收费机制和薪酬机制设计相关,也可能与行业“金字塔”结构下大量底部机构的过度竞争相关。三是投资人偏好价差套利,而非追求长期价值投资,未能通过“用脚投票”使上市公司无法通过配套融资为不明智的重组募集重组资金。

3. 法律规制欠缺

在制度方面,部分标的资产评估规则还相对原则,专业判断空间过大,滞后于实践;涉及上市公司重大资产重组的特殊评估和披露要求多属于软法,约束力有限。在监管方面,放松管制带来的工作任务的激增和监管方法的转换考验着监管

^① 参见潘妙丽、张玮婷、程娅昊:《上市公司并购重组资产评估相关问题研究》,载上海证券交易所网站:<http://www.sse.com.cn/aboutus/research/report/c/4306276.pdf>,最后访问日期:2019年12月15日。

部门的监管适应能力。在司法方面,民事损害赔偿路径不通畅,证券违法行为民事责任的追究以行政处罚为前提;虽然当前针对证券行为的民事诉讼的证明标准有所降低,但中小投资者的取证能力较差。

四、加强重大资产重组中中小投资者保护的对策建议

在市场化改革加速推进、市场主体交易行为自由空间进一步扩大的背景下,为加强我国上市公司重大资产重组中的中小投资者保护,有必要秉持有利于实现“要建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”的长期目标,解决当前重大资产重组中的痛点、难点和堵点。

(一) 治理重大资产重组中侵害中小投资者权益的突出问题

1. 加强对资产定价虚高的约束

秉持差异化监管理念,原则上将资产重组定价虚高列为监管的重点,通过提高违规行为查处概率加大违规成本期待值,从而引导重组相关方公允定价。一方面,强化高估值重组的信息披露监管。要求信息披露义务人充分披露估值参数选取情况、可比企业选取、估值计算过程等情况。^①另一方面,对高估值重组项目实施多渠道、高密度监管。重组审核部门从严审查“三高”方案;交易所通过问询提高信息披露充分性;监管部门强化对“三高”重组的现场检查覆盖;投服中心等投保专门机构充分利用新修订《证券法》赋予的法定权利,履行好诉讼代表人和持股行权职责,加大对评估等中介机构不当行为的曝光力度,共同引导标的估值回归合理水平。

2. 加大对业绩补偿承诺的规制

一是健全承诺履行保障。考虑引导承诺方提供履行担保,以保障如果无法兑现补偿所带给中小投资者带来的损失。对补偿存在争议的,探索建立基于担保物的业绩补偿先行支付制度,后期可通过诉讼方式解决争议处理。完善承诺期内承诺方股份质押制约机制,以防承诺方通过股份质押丧失补偿能力。二是完善业绩补偿承诺信息披露。完善重组承诺披露指引,对相关承诺应明确时间节点、责任主体、违约责任等重要内容;后期业绩承诺出现重大变化的,要及时发布提示公告;定

^① 参见方重、武鹏:《商誉减值——上市公司的隐忧》,载《清华金融评论》2018年第8期。

期报告中要真实、准确、完整披露承诺履行进度、方式,对不能履行承诺的要及时披露原因、解决方案及问责情况。三是发挥内生机制作用。进一步探索分类表决、回避表决、网络投票制度在重大承诺相关事项中的运用。对不履行承诺的,鼓励独立董事征集投票权,提请召开股东大会要求相关主体履行承诺,投服中心等机构向上市公司董事会、监事会及高级管理人员发函,督促治理层和管理层采取包括诉讼保全等有效措施督促承诺方履行补偿义务。四是加强业绩承诺履行监管,对“精准达标”完成业绩承诺的,尤其是承诺方为上市公司控股股东及其关联方的,要分析潜在的财务舞弊风险,对业绩真实性进行检查。五是加强承诺不履行法律责任和联合惩戒。用好用足新《证券法》关于不履行公开承诺的民事赔偿责任追究机制,促使相关方审慎作出承诺;将重组承诺不履行情况纳入并购重组分道制、再融资、信用评级、现场检查等行政许可、评级和日常监管中予以分类对待。对不履行补偿义务的,依法依规从严处理。

3. 健全对商誉减值的规范体系

一是规范减值信息披露。通过交易所问询等方式,要求上市公司充分披露商誉减值测试方法、计算过程等信息。二是加大商誉减值的监管。在年报监管中重点关注商誉减值计提及披露情况。加大对上市公司高商誉减值的检查力度,加大会计师事务所对商誉减值测试的审计力度,重点关注计提减值不充分、利用商誉减值“洗大澡”等盈余管理甚至财务造假问题。三是发挥内外部监督力量。当发生减值金额较大或对当期业绩造成重大影响时,可以要求独立董事发表意见或者注册会计师出具专项审计报告,以保证商誉减值的合理性和合规性,杜绝滥用会计估计甚至违反《企业会计准则》的情况发生。^①四是完善商誉会计处理。鉴于目前商誉减值和业绩补偿分别通过资产减值和营业收入科目影响当期损益,导致商誉减值金额大于上市公司实际损失,建议结合业绩承诺补充机制,研究商誉减值和业绩补偿的会计处理制度。同时,结合我国国情,可考虑将商誉减值方式改为“分期摊销+减值测试”相结合的可行性。

4. 强化对重组上市的督导力度

一是增加重组上市实际控制人的质量要求。目前,对重组上市及其控股股东、

^① 参见魏星宇:《加强我国上市公司商誉减值管理的建议》,载《财务与会计》2019年第8期。

实际控制人并没有限制条件,故建议完善相关规则,限制或者不支持不具备实力、规范意识差的企业、个人成为上市公司的实控人,从源头上杜绝重组上市后公司质量的下降。二是明确原控股股东及实际控制人的法律责任。可以借鉴国外做法,明确规定原控股股东、实际控制人在发现重组方所提供资产的质量不实、不具备管理能力、有掠夺公司财产企图迹象情况下不得开展重组,并规定原控股股东未尽调查义务而造成上市公司损失的应负有赔偿损害的连带责任。三是完善重组上市信息披露制度并强化执行力度。充分有效披露重组方资金来源及合规性、股权质押安排、主营业务调整、重组方及实际控制人等信息。健全重组上市分阶段信息披露制度,保障中小投资者的知情权。四是严厉打击重组上市违法违规行为,尤其是严查附生效条件协议、保底投资收益、额外支付壳费等安排,以保护投资者知情权等权益。

5. 完善关联方重组的监督方式

一是完善关联交易相关规制体系。结合我国资本市场关联关系复杂、交易频繁、时间持久等特点,完善与关联交易相关的《企业会计准则》及信息披露规则体系,使我国上市公司重组关联交易更加规范化、透明化。二是强化关联交易监管。充分发挥交易所信息披露审阅作用,重点问询构成关联交易的重置资产估值、定价、业绩预测以及交易的商业逻辑;加大对不公允定价、决策程序瑕疵、关联关系非关联化等问题的监管力度,严惩通过重组关联交易操纵利润和侵害中小投资者利益。三是充分发挥注册会计师的作用。对关联交易采用严格的审计标准,以防止不当关联交易的出现。^①四是推进符合条件的上市公司整体上市,以实质重组、市场化重组为导向,以提高上市公司质量和维护全体股东特别是中小投资者利益为目标,力求解决同业竞争,减少关联交易。

(二) 完善重大资产重组中中小投资者权益的综合保障体系

1. 促进内部治理作用的发挥

一是加强对上市公司重组相关关键人的约束。建立健全对控股股东、实际控制人的有效约束机制,制定上市公司控股股东、实际控制人及上市公司董事、监事、高级管理人员等行为规范指引。建立健全重组标的相关主体及其责任人的约束制

^① 参见孟宪慧:《关联方资产重组存在的问题及对策探讨》,载《现代商贸工业》2007年第4期。

度。二是发挥机构投资者参与治理。出台机构投资者参与上市公司重大资产重组等重要行为治理的规则体系,鼓励支持机构投资者等专业机构参与上市公司治理,促进上市公司治理水平的提高。三是引导中小投资者参与治理。探索建立完善征集投票制度,研究针对中小投资者行使参与表决的分类表决机制,进一步增强中小投资者的话语权作用。^①四是加大中小投资者教育力度。加强对证券市场风险意识的宣传,引导中小投资者树立正确的投资理念,强化证券市场风险意识,增强自我保护能力。^②

2. 强化中介机构的市場约束

一是完善中介机构执业规则。在财务顾问领域,《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》是2008年制定的,规定内容较为原则,建议以保荐制度为参考,强化财务顾问规则,尤其是在涉及重组上市、发行股票、关联交易方面强化执业要求,在标的资产业绩预测、交易定价和督导期内重组后的商誉减值等方面细化执业规定。在资产评估领域,《资产评估法》的出台和《评估执业准则》等的制定和完善在很大程度上解决了评估领域制度缺失的问题。但相关规定也较为原则,有待进一步通过自律规则等形式进行细化补充,使其执行标准更为清晰。与此同时,建议监管部门与相关行业协会共同促进评估等中介机构底稿的电子化和规范化。二是强化信息披露要求。虽然现行法规对中介机构信息披露提出了较为原则的要求,但较为笼统。建议由证券交易所通过自律规则形式细化中介机构信息披露要求,相关规则可考虑采取全程化信息披露规制思路,覆盖事前、事中、事后的披露要求;发挥自律规则的灵活性特点,及时根据实践中出现的问题进行更新和调整。三是发挥好持续督导作用。细化相关执业与信息披露要求,防止持续督导程序化、形式化。四是加大中介机构违法违规惩戒力度。加大对估值虚高、业绩承诺不履行和关联交易不公允等项目评估及审计机构的检查力度。建议加大中介机构重大资产重组执业质量现场检查制度,建立健全“黑名单”制度,实行机构人员“双罚制”,对严重违法违规的中介机构和从业人员坚决实行“资格罚”。

^① 参见安徽证监局:《提高非财报信息质量保障中小投资者知情权》,载人民网:[http://finance. people. com. cn/stock/n/2014/0106/c67815-24030273. html](http://finance.people.com.cn/stock/n/2014/0106/c67815-24030273.html),最后访问日期:2019年12月15日。

^② 参见孙真珍:《上市公司重大资产重组中小投资者权益保护研究》,安徽大学法学院2018年硕士学位论文,第31页。

3. 提升监管体系的执法效能

当前,在重大资产重组规制中,监管(包括行政监管和自律监管)实际担当了主力角色。为顺应重大资产重组市场化趋势和注册制下监管任务、方法的转变,建议如下:一是强化重组停牌监管,进一步完善停牌制度,加强相关信息披露要求,强化相关问询和检查。二是加强重组后整合的监管。监管链条向重组后延伸,加强对重大资产重组整合进程和效果的披露,并强化中介机构在重大资产重组整合中的持续督导职责。三是强化内幕交易防控。持续关注上市公司内幕知情人制度实际执行情况的监督检查。四是进一步提高监管执法效率。进一步强化日常监管与稽查执法衔接、稽查执法与行政处罚的衔接、行政监管与司法审查的衔接,做到以稽查标准规范日常监管程序与证据标准,公安部门从快查处重大违法案件,推广行政和解机制落地生效,提升监管执法效率。

4. 强化证券侵权的多元救济

司法是保护投资者的最后一道屏障。其中,证券侵权求偿民事诉讼也是确保重组参与方违法成本真正实现的重要渠道。当前,我国司法资源短缺情况突出,证券侵权案件的审理专业性要求高、历时长,这就要求在强化证券侵权求偿诉讼的同时拓宽民事纠纷解决渠道。一是畅通司法救济渠道。改革当前我国证券违法行为民事责任的追究以行政处罚为受理或裁决前提的规定和实践惯例。在证券侵权损害赔偿领域用好代表人诉讼制度。提高证券领域纠纷解决的司法专业度,通过设立专门法庭、推广金融法院等方式提高审理效率。二是发挥专业调解作用。建议最高人民法院、监管部门和行业自律协会、投资者保护机构等联合推进上市公司与投资者之间纠纷调解,形成并不断完善各类纠纷的调解指引,推进专业调解的制度化进程,确保专业调解的规范性与严肃性。继续完善示范判决机制,在涉及重大资产重组等专业性强的证券民事纠纷处置中,可以在司法判决基础上,继续探索以专业调解补充现行民事司法救济。三是充分发挥专门保护机构作用。充分发挥投服中心等投资者保护机构代表人诉讼作用,在现有公益律师的基础上,充分发挥证监会系统公职律师的作用,进一步推行“追首恶”的诉讼理念,明确上市公司责任、股东责任和个人责任,防止上市公司受到“二次伤害”。投保专门机构要发挥新《证券法》赋予的职责,加大对重大资产重组中涉及的大股东侵害上市公司利益行为的追责力度,依法追究上市公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高

级管理人员等“关键少数”的责任,实行“精准打击”、有效追责。进一步加大投资者保护机构与监管部门、专业调解机构、法院等信息共享、线索和诉求移送等方面协作机制。

5. 完善投资者保护相关法律法规

建议尽快制定资本市场投资者保护条例。加快完善新《证券法》规定的代表人诉讼等相关配套规则。完善重大资产重组方案异议股东的选择权机制。修订虚假陈述民事赔偿方面的司法解释,提高虚假陈述投资者赔偿的可操作性;制定内幕交易、操纵市场民事赔偿相关的司法解释,尽快解决内幕交易和操纵市场中小投资者民事赔偿的法律供给不足问题。探索将行政和解金优先用于投资者赔偿制度,设立投资者救济基金。推动修改相关法律,探索在证券领域将行政罚没款优先用于投资者赔偿和救济的制度。建立健全欺诈发行股票责令购回制度,为欺诈发行受损的中小投资者赔偿提供法律保障。

(三) 围绕中小投资者保护构建重大资产重组风险识别体系

为准确识别、有效防范重大资产重组中的相关风险,保护中小投资者合法权益,本部分尝试建立一套风险因素识别体系。

1. 风险识别设计的原则

风险识别体系的设计坚持从维护中小投资者权益出发,秉持底线思维,尝试建立从动机到重组后续整合的全链条风险监控。运用财务与非财务指标,重点关注重组相关违法违规、异常、重大的情形与表现,从不同阶段和侧面捕捉风险因素及其变化。

2. 风险识别体系的构成

一是筛查疑似非商业逻辑重组。从行为动机入手,对利益输送、市值管理、盈余管理、盲目重组的动机及表现进行排查。二是识别重组构成及各环节风险。监测范围覆盖资产和支付两个方面,尤为关注重组上市等特殊重组情形。三是风险监测延续到重组完成之后,从资产整合、业绩及经营稳健性、商誉减值三个方面及时监测重组给上市公司带来的实际影响,结合前期风险因素综合判断重组是否存在不合法、不合理情形,并识别重大资产重组后续次生风险。四是充分收集并关注来自监管部门、自律组织等的有关重要信息,以及时、高效地发现风险。

3. 风险识别体系的运用

一是为中小投资者参与重大资产重组议案决策等权利行使提供参考。二是为监管部门和投服中心等投保机构精准识别重大资产重组风险提供系统化的风险研判参考。三是为研究者提供观察重大资产重组质量的一种视角和指标体系。