

## 第二章

# 行权小贴士

Rights of Investors and Interests

---



## 第一节 个人投资者常犯错误

### 个人投资者常犯错误之一：处置效应

在股票市场,个人投资者的非理性行为大多具有明显的共性。今天我们要来了解的处置效应就是很典型的一种。

请您回顾自己过往的投资经历,在需要卖掉股票获取资金时,您是卖出亏损股票的次数多,还是卖出盈利股票的次数多呢?如果您的答案是后者,那么您的行为可能就有处置效应的特征。

什么是处置效应?简单来说,就是倾向于卖掉账户里盈利的股票,而保留亏损的股票。研究表明,中国股票市场、基金市场、期货市场的个人投资者普遍存在处置效应。同时,相较机构投资者,个人投资者的处置效应更强。

处置效应有什么危害?也许大家会好奇,持有亏损股票有什么不对呢。如果您经过缜密的分析,认为股票反弹的可能性较大,不卖出亏损股票当然没有什么问题。但是,如果您是感情上对损失有规避情绪,不愿意面对,那么您可能就会是在扶“阿斗”,最终被套牢。许多股票业绩爆雷、大幅下跌甚至临近退市,有投资者还是抱有幻想,甚至卖了别的盈利股票来补仓,最终血本无归。处置效应,会令投资者被个别“黑洞”吸走盈利和本金,丧失投资优质股票的机会。

为什么会有处置效应?学术界认为,“损失厌恶”是产生处置效应重要的原因。“损失厌恶”的来源是人们对盈利和亏损的反应不同。在盈利时,人们是风险回避者,即人们更喜欢确定的收益而卖出盈利的股票;在亏损时,人们是风险厌恶者,即人们不喜欢确定的损失而继续持有亏损的股票。这样的心理与人类的生理构成有关,有心理学家通过核磁共振扫描人的大脑发现,在遭受损失之后,投资者大脑皮层的兴奋

区域和遭受损失之前的兴奋区域完全不同。

如何克服处置效应呢?建议您可以从以下几个方面入手。

一是加强对上市公司基本面的研判。如果上市公司的基本面不错,那您在未来还是会有收获;如果上市公司的基本面很差,那就要好好想想是不是值得持有了。

二是建立自己的投资体系并严格执行。近期一项调查显示,在股票亏损10%至50%时,60%的A股个人投资者会出现焦虑情绪。作为一种感情动物,人的行为会被自己情绪影响。完善的投资体系和有效的执行力,有助于我们减少非理性行为带来的损失。

## 个人投资者常犯错误之二：过度交易

日常生活中,有些个人投资者喜欢博短线、追涨杀跌,想要去追求一些“小确幸”。在这个过程中,往往会犯个人投资者常犯的另一个错误,那就是过度交易。

什么是过度交易?顾名思义,过度交易,是指投资者的交易频率高于合理频率,也就是说投资者的交易过于频繁。

个人投资者喜欢频繁交易,是全球市场都普遍存在的现象,但在 A 股市场表现得更加明显。一份证券公司的报告测算,A 股个人投资者在 2013 ~ 2016 年换手率分别为 868%、1138%、2410%、1157%,2015 年每半个月就要 100% 换手一遍。此外,还有一个有趣的现象,女性投资者的换手率显著低于男性。

过度交易有什么危害?研究发现,个人投资者交易频率和投资业绩间存在明显的负向关系,即交易频率越高的个人投资者投资业绩越差。

有人认为,这种负向关系的“罪魁祸首”是各种交易手续费。确实,过度交易者的交易手续费往往会占其本金一个很显著的比例。那么,是否免除交易手续费,过度交易者的投资业绩就不会那么差呢?答案是否定的。

研究发现,即使不考虑交易费用,交易频率和投资业绩的负向关系依然显著。例如,朱宁在《投资者的敌人》一书中指出,交易越频繁的个人投资者,在扣除交易费用之前的收益水平就相对越低,业绩越差。

是什么原因导致了交易频率和投资业绩间的负向关系呢?

过度交易与过度自信相关。过度自信,会让投资者难以理性、客观地作出投资判断。

过度自信者通常会高估自己的能力和知识。从生理学和心理学的角度来看,过度自信很大程度上是为了保证一个人的生理和心理健康。但在投资过程中,过度自信容易产生不好的影响,使个人投资者形成非理性的交易行为。过度自信者往往过于相信自己的判断能力,很容易依据短时间内作出的草率判断快速买入或卖出,而这种没有经过谨慎思考的决策往往会带来投资损失。

如何避免过度交易?建议可以从以下两个方面入手。

一是客观评估交易业绩。在牛市时,个人投资者盈利的可能性较高,部分个人投资者只把这种交易业绩归因于投资能力,容易产生过度自信的心理。客观评估交易

业绩,有利于全面认识自己的投资能力,并不断进行反思和提升。

二是谨慎进行投资决策。在进行投资决策前,需要避免自身和外部情绪的影响,分析各类市场信息,作出理性判断。否则,凭运气赚来的钱,还会凭实力亏回去。

### 个人投资者常犯错误之三：天真的分散投资

詹姆士·托宾凭借“资产组合选择理论”获得诺贝尔经济学奖,该理论考察家庭和企业以各种不同的实物和金融资产形式持有财富的决策过程。由于股票、债券等资产的预期回报率存在不确定性,因此,该理论可以看作投资者在权衡比较各种资产的预期回报率与风险程度而作出的投资决策理论。“投资组合选择理论”的精髓是分散投资风险,“不要把你所有的鸡蛋放在同一个篮子里”。

在实际操作中,有的投资者将“鸡蛋”放在了不同的篮子里,却装在了同一辆车上。这部分投资者简单地将自己的资产平均分成多份,在每只基金、股票等金融资产投入相同的钱。他们只是简单考虑了资产的个数,而忽略了两种资产类别或者不同资产之间的相关性,从而导致持有的金融资产过于集中或相关性过高,遇到市场调整时损失惨重。

《投资者的敌人》一书中提到,造成投资集中化的原因之一是投资者没有意识到多元化投资的重要性,或者说不想进行多元化投资。一方面,这与投资者的“过度自信”有关。投资者每次决定买入某只股票的时候,认为自己对这家公司非常了解,并坚信自己买入股票后一定会赚钱,从而忽视了通过多元化投资来防范股价下跌的风险。另一方面,受到“处置效应”影响,投资者面对浮亏的股票,往往不情愿卖出,而是盲目地相信浮亏有朝一日必定会扭亏为盈。这种心态导致被遗忘的浮亏股票沉淀了下来,而投资者在新的投资组合中,并没有将这只股票作为一部分考虑,从而弱化了投资组合分散风险的作用。

造成投资集中化的另一个重要原因是投资者对于收益的关注远远高于对风险的关注。中国证券投资者保护基金有限责任公司发布的《全国股票市场投资者状况调查报告》显示,收益率和风险程度是受调查投资者投资金融产品的主要考虑因素,而收益率的关注度显著高于风险程度,说明我国投资者存在盲目追求投资收益而忽视投资风险的倾向。这导致投资者在作投资决策时,更多地考虑单只股票的表现,甚至在业绩表现较好时,加大该标的或相关领域的投资,提升了投资组合的整体风险。

投资者往往倾向于投资自己熟悉的东西也是造成投资集中化的原因之一。股神巴菲特的投资理念之一,就是“只投资那些我看得懂的东西”。然而,对普通投资者来说,往往会因熟悉而产生正面的判断,不能客观考量投资标的的风险。上海交通大学

上海高级金融学院朱宁教授在《投资者的敌人》一书中提到,其在中国和美国两个市场的研究表明,投资熟悉的企业确实可以给投资者带来更高的收益,但研究同时表明,他们的业绩并不能跑赢大盘。

回顾一下过往的投资经验,你是否也有过将鸡蛋放在了不同的篮子里,却装在了同一辆车上的经历?其实在很多时候,投资者所作的决定已经不知不觉地被所处的环境所影响。投资者需要清醒地意识到,自己在作投资决策的过程中,最重要的原则和最需要了解的事实是什么,从而作出理性的投资决策。



### 个人投资者常犯错误之四：熟悉性偏好

您是否有过以下经历？读书期间，面对一道不确定的选择题，您更倾向于选择自己熟悉的那个答案；当您在一个陌生的城市吃饭时，会习惯性选择自己听过的餐饮店；当您需要购买一件衣服时，习惯性地会选择您买过或听过的品牌。相信每个人或多或少都有过这样的经历，可以从心理学角度给出解释。

心理学上有个概念叫作“Familiarity bias”，中文翻译为熟悉性偏好或熟悉度偏见。在面对未知或者迟疑时，普通人更倾向相信自己熟悉的东西，认为自己对更熟悉的事物存在某种信息优势，并持更乐观的态度。

在证券投资市场上，熟悉性偏好也是存在的。比如，普通个人投资者在选择股票时，熟悉性偏好的表现就是，在没有专业外力（证券客户经理、银行客户经理、基金客户经理等专业金融从业人员）帮助的情况下，往往下意识地选择自己耳熟能详的大上市公司、广告做得多的上市公司；在购买基金时，往往下意识地选择自己熟悉的基金公司产品或知名基金经理管理的基金。普通个人投资者的这些下意识选择，往往都不是客观、理性和科学的，有可能让自己既忽略了熟悉领域的风险，又错过了不熟悉领域的投资机会。

为什么会出现这种情况呢？熟悉性偏好的概念起源于心理学，尽管这些年行为金融学研究得比较多，但其产生的原因依旧主要来源于人的心理层面。探求其原因，可能有以下几点：一是普通人对不熟悉的事物天然的恐惧心理；二是信息幻觉，普通人往往会过度相信自己已经获得的信息；三是控制力幻觉，可以说近乎所有人都喜欢在自己比较熟悉的环境下行动。所以说，普通个人投资者对未知的恐惧加上对熟悉性的信息幻觉和控制力幻觉，使自身表现出熟悉性偏好行为。

普通个人投资者该如何面对熟悉性偏好呢？理论上说，成功的投资有两个要素：一是规避风险；二是发现价值。但对普通个人投资者来说，要跨越思维偏见，获取熟悉领域外的信息，进而规避风险、发现价值，是一件非常困难的事情。同时，行为金融学上所讲的熟悉性偏好，本质上是一种将普通个人投资者群体与专业投资者群体对比而得出的相对化的概念。普通个人投资者在没有外力帮助的情况下，大概率比不过专业投资者是已经被公认的既定事实。

所以，对普通个人投资者来说，在没有专业外力帮助的前提下，不应轻易否定自

已过往的投资方法,因为每个普通个人投资者所作的决策都是依据他可以得到的全部信息作出的最优决策;在有专业外力帮助的情况下,应充分加以利用,尽可能多地获取全面客观的信息并理性面对,力图客观地作出投资决策;最后,如果普通个人投资者因为各类原因无法作出有效决策,那就将投资交由专业人员吧。

### 个人投资者常犯错误之五：跟风交易

跟风交易,学术上被称为“羊群效应”。这一理论最初由心理学家提出,1992年,经济学家班纳吉(Banerjee)首次给出了具体概念,他把股票市场上投资者相互模仿的行为称为“羊群效应”,虽然不同学者给出的定义有所差异,但本质都是投资者在追求利益最大化时导致的非理性从众心理带来的跟随行为。

根据投资者是否故意模仿他人决策,可以将“羊群效应”分为真实和虚假羊群行为。真实羊群行为,是指投资者放弃自己掌握的信息,而单纯的模仿和跟随别人的决策。这种跟风行为是投资者非理性的表现,违反了理性人的假设。而虚假羊群行为则是指投资者在同样获得足够有用信息后,为了自身利益采取行动,其行为结果正好相似。其中,真实羊群行为又分为理性羊群行为和非理性羊群行为。理性羊群行为,是指市场上投资者的羊群行为是基于自身利益最大化的要求。在证券市场上,这类行为的基础是上市公司的基本面发生变化,理性羊群行为能实现资源配置的有效性。非理性羊群行为则是指市场投资者并非从自身利益最大化出发,而仅是一种随机行为,与股票的实际价值无关,会导致市场效率下降。

“羊群效应”产生的原因在不同学科领域中有不同的解释,经济学认为是由信息不对称性引起的。总结起来大概有以下两点:一是从众心理。人是群居性动物,喜欢向群体靠近,一方面,个体获得的信息大多数来自大众,另一方面,自己的想法即使是正确的,但如果和大众的想法不一致也不敢坚持;二是个人投资者专业能力不足。个人投资者研究领域不同,专业金融投资知识水平参差不齐,部分投资者对金融市场理论和实际运行架构方式了解不深,缺乏对市场的判断分析能力,并且投资者之间相互影响,比如,在熊市时整体偏悲观,在牛市时又过于乐观。

为避免跟风交易带来的不利结果,个人投资者应准确看待“羊群效应”,保持头脑清醒,理性投资,不偏信,不盲从。

## 第二节 上市公司退市案例和分析

### 暴风集团退市案例解析

2020年7月8日,因暴风集团股份有限公司(以下简称暴风集团或公司)在股票被暂停上市后的一个月内仍未能披露2019年年度报告,根据《深圳证券交易所创业板股票上市规则(2018年11月修订)》第13.4.1条第9项规定,公司股票自当日起被深圳证券交易所暂停上市。被暂停上市后的一个月内,公司仍未能披露2019年年度报告,深圳证券交易所于2020年8月28日正式作出终止其上市的决定。经过30个交易日的退市整理期,该股于2020年11月18日正式摘牌,转入全国中小企业股份转让系统进行股份转让。这只曾在40天内创造出36个涨停板“神话”并曾达到400亿元市值的股票,在上市仅短短5年内就退市了,给投资者带来了巨大的损失。

#### 一、退市原因分析

##### (一)重大投资决策失误风险控制失效

2016年4月,暴风集团及合伙企业合资募集52.03亿元,通过设立产业并购基金的方式完成对MP&Silva Holding S. A.(以下简称MPS)65%股权的交割。依据关于收购MPS股权的回购协议,如各方未能于初步交割完成后18个月内完成最终收购,暴风集团将向各合伙方承担损失赔偿责任。MPS主要从事媒体传播权管理,在暴风集团交割完成后,MPS的核心管理层相继离职,引发其随之失去各项体育赛事的转播权,经营陷入困难,最终于2018年10月破产,导致暴风集团未能完成收购,并面临巨额损失赔偿责任。同时,暴风集团面临多个重大项目运营失败的损失赔付风险。

短短两三年时间,公司运营基本停滞,并直接引发财务风险。2019年9月30日,

暴风集团公告称,合并财务报表存在经审计后归属于上市公司股东的净资产为负的风险。之后,大华会计师事务所与其终止合作。由于公司在法定年报披露截至日前仍未聘请到审计机构,导致公司的2019年年报无法按期披露,最终触发了退市指标。

## (二) 公司治理存在缺陷信息披露未能充分

根据暴风集团2016年的公司章程,“审议批准金额超过公司最近一年期经审计的净资产50%,且绝对金额超过3000万元的对外投资”需经股东大会审议。由于公司系通过参与设立产业基金的方式开展对MPS公司的收购,初始投资金额仅1.4亿元,因此收购方案仅通过了董事会审议,未经股东大会审议决议。由于未充分考虑收购失败后对各参与方损失全额“兜底”的杠杆效应,这一投资决策以整体重要性降维的形式,规避了股东大会审议这一公司治理的关键环节。

与此同时,公司未充分披露收购协议中承诺的兜底条款及涉及金额等重大风险事项,亦未对MPS股权交割后发生的一系列重大事项进行跟踪披露。尽管上述事项不属于《上市公司信息披露管理办法》所明确列举的重大事项,但就该杠杆性投资所蕴含的高风险来看,信息披露不完整将广大投资者置于信息高度不对称的弱势地位,既无法参与治理决策,又无从进行交易决策。

## 二、投资者行为分析及损失计算

### (一) 投资者舆情热度方面

经统计,自暴风集团2016年收购MPS事件为起点,至公司进入退市程序,投资者围绕MPS事件参与讨论人数和评论量呈现先增后减趋势,于2020年9月21日,即暴风集团发布退市公告这一时点达到峰值;相关文章阅读量和文章转载量在2019年11月21日,即公司公告财报净资产为负时达到峰值。整体而言,投资者群体对暴风集团退市重大事件的关注度及反应具有一定的滞后性。上市公司信息披露的不充分性无疑是主要原因。

### (二) 董监高履职与投资者参与治理指标

为再现公司董事勤勉尽责情况以及投资者在股东大会上的参与度,投服中心基于自公司收购MPS至退市完成期间的公告,董事会成员赞成、反对票数情况,以及股东大会中投资者的分类参与与投票比例情况进行了梳理。遗憾的是,一方面,因上文所分析的原因,投资者未能参与MPS的投资决策;另一方面,公司在相关重要事项的决策公告中均未披露董事会成员的具体审议投票数据,难以从中简单判断董监高具

体履职情况。

### (三)交易整体损失计算

参考投服中心损失计算软件算法逻辑,以公司发布退市整理期公告日至证券累计成交量达到其可流通部分100%之日为评估计算期间,计算持有暴风集团股票的投资者受退市单一事件影响的整体损失程度。经计算,排除同期局部性系统风险2.3%,退市这一事件给暴风集团整体投资者造成的损失近97.7%。

暴风集团一度创造A股二级市场股价走势“神话”,到最后资不抵债黯然退市,有客观原因也有公司管理层的主观失误。作为投资者保护机构,投服中心呼吁上市公司以此为鉴,完善公司治理与信息披露,切实提高决策透明度与公平性;呼吁广大投资者做“专业股东,积极股东”,敢于向损害中小股东权益行为积极发表自身观点、维护自身权益。

## 长生生物退市案例分析

### 一、退市依据

2018年10月16日,长生生物科技股份有限公司(以下简称公司)主要子公司长春长生生物科技有限责任公司(以下简称长春长生)因违法违规生产疫苗,被药品监督管理部门给予吊销药品生产许可证、罚没91亿元等行政处罚。上述违法行为危害公众健康安全,情节恶劣,严重损害国家利益、社会公共利益,属于《深圳证券交易所上市公司重大违法强制退市实施办法》第2条第2项“上市公司存在涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的违法行为,情节恶劣,严重损害国家利益、社会公共利益,或者严重影响上市地位,其股票应当被终止上市的情形”,以及第5条规定的重大违法强制退市情形。据此,深圳证券交易所于2019年1月14日作出对公司股票实施重大违法强制退市的决定,公司股票自2019年10月16日起进入退市整理期,2019年11月27日终止上市并摘牌。

### 二、退市归因分析

#### (一)违法违规,危害社会公共利益

2017年11月6日公司发布公告称,子公司长春长生生产的批号为201605014-01的百白破联合疫苗在中国食品药品检定研究院的药品抽样检验中被检出效价指标不符合标准规定。2018年7月20日,公司收到《吉林省食品药品监督管理局行政处罚决定书》,因长春长生所产的百白破联合疫苗违反了《中华人民共和国药品管理法》第49条第1款“禁止生产、销售劣药”的规定,公司被行政处罚,百白破生产车间被停产。2018年7月16日,公司公告称国家药品监督管理局披露通告指出,经对长春长生的飞行检查,发现其冻干人用狂犬病疫苗生产存在记录造假等严重违反《药品生产质量管理规范》行为,收回《药品GMP证书》并责令停产。

公司作为医药生产企业,产品质量的安全可靠关系到社会公众的健康安全,却未能严格执行生产规范,导致主要产品接连出现质量问题,影响面广泛,引发社会公共安全危机,最终导致公司发生巨大的经营风险,并使投资者遭受巨大损失。

#### (二)公司治理存在缺陷,信息披露不完整、不充分

根据中国证监会《行政处罚决定书》([2018]117号),公司存在未按规定披露相

关产品抽验不合格、全面停产及召回的信息以及相关产品有关情况的公告存在误导性陈述及重大遗漏;未披露被吉林省食药监局调查的信息;未披露长春长生相关产品 GMP 证书失效和重新获得 GMP 证书以及 2015 ~ 2017 年年报及内部控制自我评价报告存在虚假记载等问题。2017 年 11 月 6 日,公司披露子公司百白破疫苗相关情况时,在该疫苗被检出效价指标不符合标准、全面停产并召回、相关药品监管部门已介入的情况下,仅以不合格批次疫苗(批号 201605014 - 01)销售收入占公司销售收入总额比例较小为由,披露疫苗抽验不合格对公司目前经营无重大影响,而未将公司对该疫苗全面停产、启动召回程序、相关监管部门介入及可能产生的其他影响向投资者完整披露。上述行为以避重就轻的方式淡化市场关注,严重误导投资者,侵害了投资者权益,扰乱了正常的市场秩序。

### 三、投资者行为分析及损失计算

#### (一)投资者行为分析

公司于 2017 年 11 月 6 日发布的《关于子公司产品有关情况的公告》披露了长春长生百白破疫苗效价指标不符合标准规定的情况,投资者对该事项并未引起较高度度的关注。直至 2018 年 7 月 16 日,公司公告称长春长生冻干人用狂犬病疫苗生产存在记录造假等违法违规行为,引发投资者强烈而广泛的关注,股价也从这一时点开始连续跌停,从 24.55 元/股下跌至 3.27 元/股。

#### (二)投资者损失计算

参考投服中心损失计算软件算法逻辑,自公司发布深圳证券交易所退市决定公告日至公司证券累计成交量达到其可流通部分 100% 之日,剔除同期全局性系统风险后,退市这一事件对长生退投资者的损失所产生的影响占比约为 84.7%。



## 千山药机退市案例分析

千山药机(300216)于2011年5月在深圳证券交易所上市,曾是A股医疗器械第一股。然而自2018年起,千山药机陷入债务违约、资金占用、虚假陈述等一系列问题,终因2017~2019年连续3年被出具无法表示意见的审计报告等原因,触及了《创业板股票上市规则》第13.4.1条第2、3、5项规定的股票终止上市情形,于2020年7月14日被深圳证券交易所终止上市。

### 一、退市原因分析

#### (一)内部控制失效,实控人掏空公司资产

千山药机股权较分散,除创始人、董事长刘某华持股约14%以外,其余前十持股股东都不足5%。刘某华、刘某等8位股东结为一致行动人,共持股26.64%,为公司实际控制人。但上述方式并未发挥作用,千山药机“三会一层”缺乏有效的内部制衡机制,刘某华实际控制着公司并经常凌驾于内部控制之上,以资金占用等方式掏空了千山药机。

根据中国证监会出具的《行政处罚决定书》,刘某华及其胞弟刘某山通过直接或间接支付工程款、贷款等名义,将千山药机的资金转移至其实际控制的账户,并将千山药机通过民间借贷所融得的资金直接从出借方账户转至其实际控制的账户。2017~2019年,刘某华、刘某山通过上述方式共占用上市公司资金195,694.47万元,截至2019年年末,尚余92,710.37万元未归还。因还款计划未产生明显效果、收回资金希望渺茫,千山药机对上述金额全额计提了坏账准备。

除此之外,刘某华还越过董事会和股东大会审批机制,以千山药机名义对外提供担保。截至2018年年末,千山药机存在违规对外担保15项,总额约3.50亿元,其中为刘某华和刘某山提供的违规担保8项,约1.73亿元,严重侵害了上市公司及投资者的合法权益。

#### (二)多元化扩张战略冒进,频繁收购致债务危机

作为传统制药装备企业,千山药机从2014年起谋求转型,在基因检测、大健康管理等领域发起了多笔金额庞大的并购。但由于收购资金多数来自银行借款、信托和民间举债,公司债务总额、财务费用增长迅速,而所收购的公司大多经营不达预期甚

至亏损,导致千山药机无力偿还巨额债务而爆发流动性危机,生产经营陷入停滞。

此类并购案中比较典型的是,千山药机于2015年以5.56亿元现金收购了刘某山等持有的乐福地100%股权。但收购后乐福地经营情况远不及预期,除2015年实现业绩承诺外,2016年扣非归母净利润为441.12万元,仅完成业绩承诺的8.82%;2017年扣非归母净利润-2593.04万元,经营亏损。因未实现业绩承诺,乐福地原股东共应支付55,448.72万元补偿款,但截至2019年年末,尚有36,122.19万元补偿款未支付,上市公司对此全额计提了坏账准备。此外,千山药机于2017年对乐福地3.14亿元商誉全额计提减值,导致自2011年上市以来首次出现亏损。

## 二、投资者行为分析

由于刘某华、刘某山系通过资金占用、违规担保方式转移公司资金,均未提交股东大会审议且相关事实披露滞后,无法分析行为发生时投资者的决策行为。而在千山药机实施扩张战略的历次收购中,绝大多数投资者赞成或未参与决策。以收购乐福地为例,除关联股东回避表决外,参加表决的股份总数约2015万股,其中反对仅13.46万股,占比0.668%。

为再现投资者对千山药机重要事件的关注度,投服中心以“东方财富网”和“股吧”数据为样本,对投资者舆情进行了统计。在千山药机收购乐福地事件中,投资者在事前决策阶段并未对收购事项充分关注(公告收购事项时仅70人参与讨论、870条相关评论),而在收购完成给公司造成不良后果时的关注已无济于事(乐福地未完成业绩承诺时1810人参与讨论、3500余条评论)。

千山药机因实控人侵占公司资产、盲目扩张等原因一步步陷入债务危机,最终触发强制退市,究其根本是公司治理不规范、内部控制不健全。投服中心呼吁上市公司完善公司治理,切实提高公司质量。同时,呼吁广大中小投资者密切关注上市公司的资本运作,警惕公司多元化扩张风险,切勿被上市公司追逐市场热点和概念的讲故事式重组迷了眼。

## 龙力生物退市案例分析

2019年5月11日,山东龙力生物科技股份有限公司公告,因2017年、2018年公司连续两个会计年度经审计的净资产为负值,且两个年度财务报告被出具了无法表示意见的审计报告,根据上市规则第14.1.1条、第14.1.3条的规定,公司股票自2019年5月15日起暂停上市。因公司2019年度净资产仍为负值,且年度财务报告再度被出具无法表示意见的审计报告,深圳证券交易所于2020年5月22日正式作出终止其上市的决定。经过30个交易日的退市整理期,该股于2020年7月15日正式摘牌,转入全国中小股份转让系统进行股份转让。这家着眼于技术研发和产品创新的低聚木糖生产企业在上市9年后黯然退市,给投资者带来了巨大损失。投服中心对该公司退市始末进行了分析,供广大投资者借鉴。

### 一、退市原因分析

#### (一) 债务违约暴露资金链问题

2017年12月19日,公司对网络媒体所报道《上市公司龙力生物违约,陆金所大同证券中海信托踩雷》系列新闻作出回应,承认其对大同证券管理的资金集合计划的一笔金额为22,656万元的债务出现违约。此时,公司半年报显示其仍有货币资金9.52亿元,引发各方对其银行资金是否存在冻结的疑问与关注。深圳证券交易所于当日下午关注函,要求公司就已被银行冻结账户的详细情况等事项说明是否出现资金链紧张。2017年12月27日,公司在回复函中表示,其确实存在流动资金暂时性短缺的情况,且前期账务处理及其内部控制可能存在一定错报风险。2018年1月12日,因公司涉嫌存在信息披露违法违规行为,中国证监会决定对公司进行立案调查。2018年1月23日,公司主承销商华英证券出具了专项现场检查报告表示,公司从募集资金专户分次将资金划转至上市公司其他银行账户,未按规定用途使用,亦未履行相应决策程序和信息披露义务。

#### (二) 连续数年虚增利润财务造假

从表面看,龙力生物退市的导火索是被媒体曝光的债务违约事件,但究其根本则是财务造假。2015年,龙力生物结束了连续3年的营业收入负增长,由7.76亿元逐年攀升至2017年的19.66亿元,2014年、2015年、2016年和2017年营收增速分别为

-16.18%、2.54%、13.30%和123.50%。与此同时,长期借款亦由2015年的4000万元膨胀到2017年的10.34亿元。此外,在建工程、其他应收账款等科目亦出现异常增长。

2020年4月24日,证监会发布公告,对龙力生物自2015~2017年上半年通过删改财务核算账套虚增利润等违法事实的核查情况进行了披露。根据中国证监会《行政处罚决定书》,龙力生物实施财务造假主要有以下手段:一是删除、修改、伪造大量会计凭证、相关单据将部分募集资金从募集资金专户转入一般账户,变更募集资金用途虚增银行存款;二是删除短期借款、长期借款、其他应付款、应付票据等科目中与借款相关记账凭证虚减负债;三是删除与借款相关的利息费用、居间服务费等记账凭证虚减财务费用、管理费用以虚增利润。证监会将龙力生物作为系统性造假的典型,对相关人员采取了警告、罚款、市场禁入等处罚措施。

## 二、投资者行为分析

经统计,自龙力生物2017年回应媒体所报道的债务违约事件为起点至进入退市程序,投资者参与讨论人数和相关文章阅读量呈现逐步减少的趋势,并于2020年5月22日即龙力生物终止上市并摘牌这一时点小幅反弹后继续减少。可见此类退市在事件发酵初始对投资者的冲击极强,但后续由于公司久病沉疴、积重难返,董监高大幅减持,投资者的信心快速流失,加之缺乏维权手段,对相关事件的关注度同步降低。

投服中心认为,此类上市公司系统性造假事件对投资者造成的损害极具隐蔽性和破坏性。由于投资者处于信息弱势地位,维权能力又极为有限,很难在事件发生过程中及时作出准确的投资决策。但此类事项并非完全无迹可循。对于上市公司财务指标异常变化,特别是营收增速突然由负转正并伴随负债急剧膨胀的事件,投资者应理性分析,尽量避免盲目乐观。同时,投服中心认为,应继续加大会计师事务所提高审计执业专业性与规范度的监管力度,并督促上市公司独董与审计委员会切实发挥内部监督作用,从源头上控制风险,避免系统性造假事件再次发生。

## 神雾环保退市案例分析

神雾环保(300156)因2020年4月24日至2020年5月27日股票连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值,于2020年6月18日被深圳证券交易所终止上市。经梳理,导致公司走向退市的主要原因为公司利润质量差与公司内控失效。

### 一、利润质量差 投资者关注度不高

神雾环保的前身为上市公司天立环保。2014年,神雾科技集团股份有限公司(以下简称神雾集团)通过司法划转获取了上市公司天立环保的控股权,此后天立环保更名为神雾环保。2015年,神雾环保通过发行股份方式收购了神雾集团持有的神雾工业炉100%股权。此后,神雾环保业绩大幅增长,2015年与2016年公司营业收入分别达12.15亿元与31.25亿元,同比增长91%与157%,归母净利润分别达1.81亿元与7.06亿元,同比增长96%与289%。其间,伴随公司业绩高速增长的是公司逐年递增的关联交易,2014年公司关联方销售占营业收入的比重约为25%,而2015年与2016年这一比例增加至约50%与58%。此外,同期公司的应收票据及应收账款大幅增长,同比增加162%与65%(2016年公司近54%的应收账款属于关联方)。值得注意的是,虽然公司营业收入与净利润维持在较高水平,但公司的经营性现金流却并不乐观,2015年与2016年公司经营活动产生的现金流量净额分别为1.09亿元、2.18亿元,虽为正数但远小于同期净利润。总而言之,虽然公司此时业绩十分亮眼,但高比例的关联交易、大额的应收款项、表现不佳的经营现金流已显现出公司利润质量不高的迹象,为公司后来遭遇流动性危机、经营迅速恶化埋下了伏笔。

2017年下半年,由于应收款项回款不及预期以及向供应商、分包商支付了大额款项,公司陷入了流动性紧张,在建重点工程项目进度放缓,经营业绩开始出现下滑,当年营业收入与归母净利润分别下降至28.09亿元与3.61亿元,同比减少10%与49%。然而,在营业收入同比下降、回款不及预期的情况下,公司关联方销售占比却进一步增长至86%,应收票据及应收账款同比增长91%,同期经营活动产生的现金流量净额为-13.58亿元。

2018年3月14日,公司公告称因流动资金较为紧张,未能如期兑付“16环保债”回售本金和利息。此后公司的种种问题全面暴发,主要工程项目施工停滞,大额债务

逾期,诉讼和仲裁案件增多,人员大量流失,经营急速恶化。2018年,公司业绩呈现“断崖式”下跌,全年营业收入与归母净利润仅为0.51亿元与-14.94亿元,同比减少49%与514%。当年,公司共计提资产减值损失10.4亿元,其中应收账款、其他应收款及预付账款的坏账损失约6.74亿元,公司高应收账款、低现金流的风险充分显现。直至退市,公司仍未披露2019年年报,根据2019年业绩预告,公司2019年预计亏损15.92亿元至15.97亿元。

虽然神雾环保利润质量差的问题已在公司财务报告中有所体现,但绝大多数投资者在审议公司年报或审议公司签订重大合同暨关联交易的议案时均投了赞成票。即使在公司业绩暴跌的2018年,也仅有0.1479%的投资者对公司年度报告投出了反对票,投资者参与公司决策的积极度不高。

## 二、公司内控失效 为关联方违规担保

公司内控制度未被有效执行也是导致公司业绩迅速恶化的重要原因。公司虽制定了《对外担保管理制度》以确保有效控制公司及其控股子公司的担保行为,但上述内部控制制度未能被有效执行。根据2019年5月23日北京证监局下发的《关于对神雾环保技术股份有限公司采取出具警示函行政监管措施的决定》([2019]41号),神雾环保2015年、2017年7月至2018年1月,未履行公司用印程序、股东大会审议程序以及信息披露义务,为控股股东神雾集团及其子公司借款提供担保,累计金额约10亿元。由于控股股东神雾集团及其子公司债务违约,公司作为连带责任担保方被债权人起诉,公司分别在2018年年报、2019年季报中计提预计负债8712万元与5.22亿元,这对经营已陷入困境的公司来说无疑是雪上加霜。

神雾环保从昔日风光无限到后来退市,带来的教训不可谓不深刻。投服中心呼吁上市公司完善公司治理,切实提高公司质量。同时,呼吁广大中小投资者密切关注上市公司公告,及时警惕公司经营恶化迹象,保护自身合法权益。

## 中弘股份退市案例分析

### 一、退市依据

2018年9月13日至10月18日,中弘控股股份有限公司(简称中弘股份或公司)股票连续20个交易日的每日收盘价均低于股票面值(1元),上述情形属于《深圳证券交易所股票上市规则(2018年修订)》第14.4.1条规定的股票终止上市情形。根据《深圳证券交易所股票上市规则(2018年修订)》第14.4.1条第18项、第14.4.2条的规定以及深圳证券交易所上市委员会的审核意见,2018年11月8日深圳证券交易所决定公司股票终止上市。中弘控股于2018年11月16日起进入退市整理期,2018年12月28日终止上市并摘牌。投服中心对该公司的退市始末进行了归因分析,供广大中小投资者参考。

### 二、退市归因分析

#### (一)公司财务造假虚增利润,“三会一层”履职不到位

中弘股份2017年三季度报告财务数据显示当期营业收入为28.42亿元,同比增加31.26%。而在2017年3月26日,北京市发布了《关于进一步加强商业、办公类项目管理的公告》,明确要求对北京市的商办类项目进行监管。根据中原地产研究中心统计数据,2017年北京商住房成交仅5409套,同比下跌94.6%,成交均价跌幅超过30%。公司主要产品北京御马坊项目和夏各庄项目均包含大量商住房,在北京加强商办项目调控的背景下,公司2017年前三季度营业收入增长显得极其异常,公司董监高均保证公司的财务数据真实、准确、完整,不存在虚假记载。但安徽证监局出具的《行政处罚决定书》显示,2017年前三季度中弘股份违规扩大12家子公司借款费用资本化范围,少计财务费用,直接导致中弘股份虚增前三季度利润8.58亿元。通过虚构房产销售虚增2017年前三季度营业收入、利润分别为13.58亿元、5.91亿元。

本次财务造假事件反映出公司董事会履职有效性不足,监事会监督不到位,严重打击了投资者的信心。公司公告被立案调查后的4天内,公司股价从1.01元下跌至0.77元,跌幅达23.76%,换手率累计达14.55%。投资者纷纷选择“用脚投票”,公司也面临面值退市的困境。

(二)控股股东连续非经营性占用上市公司资金,损害公司和广大投资者利益

根据安徽证监局出具的《行政处罚决定书》,2016~2017年,公司控股股东中弘卓业及其关联方天津广某存在非经营性占用上市公司资金的情况。2016年中弘股份通过其子公司微某岛旅游向天津广某累计提供资金43.67亿元,2016年年末天津广某归还所有占用资金。2017年微某岛旅游向天津广某累计提供资金162.45亿元,2017年年末天津广某占用公司资金61.38亿元。

中弘股份2017年资产负债率已经达到81.26%(2017年房地产行业平均资产负债率为62.10%),有息负债率达到79.93%(2017年房地产行业平均有息负债率为43.49%),偿债压力极大。而控股股东置公司困境于不顾,2016年至2017年连续非经营性占用上市公司资金,加重了公司的财务费用负担,干扰了公司的正常经营,损害了公司和广大投资者的利益。

三、投资者行为分析

2018年8月14日晚,中弘股份公告因公司涉嫌虚增业绩被安徽证监局立案调查,股价跌停并首次跌破1元,收盘价为0.94元,成交额3.2亿元。随后股价便在0.71元至1元波动,成交量显著放大,当季公司股东户数达到该股历史最高的274,498人,截至公司终止上市时回落至189,655人,居于正常交易时的平均水平,说明投资者在此期间可能更多从公司“保壳”的角度进行博弈,而忽视了公司可能面临的风险。



## 天广中茂退市案例分析

天广中茂股份有限公司(002509,以下简称天广中茂或公司)因2020年4月9日至2020年5月11日连续20个交易日的每日收盘价均低于1元,于2020年5月27日被深圳证券交易所终止上市。投服中心对该公司退市原因进行了分析,供广大投资者借鉴。

### 一、退市归因分析

#### (一)高溢价跨界并购 巨额商誉减值

天广中茂于2015年作价24.69亿元购买中茂园林及中茂生物100%的股权后,跨界进入园林、食用菌行业。收购完成初始,公司的营收及净利润虽出现大幅增长,但同样激增的还有应收账款。同时,公司经营活动现金净流量也自2016年起由正转负并呈现大幅流出态势,埋下了隐患。此后,中茂园林、中茂生物因盈利不达预期,公司于2018年、2019年对其合计计提了12.97亿元商誉减值准备,亦导致公司出现自上市以来的首次亏损。这两家子公司的业绩承诺未实现,而承诺方又无力补偿,给公司利益造成了进一步损害。

仔细观察,不难发现两家子公司存在较大的经营风险及估值不合理处。例如,中茂园林在工程建设期间会占用大量资金且部分项目还需垫资,而运营资金本就不充裕的天广中茂,无疑将面临较大的流动性风险。事实表明,中茂园林因回款缓慢使公司运营资金极度紧张,以致诸多项目延期或停工,公司经营环境进一步恶化。对中茂生物,根据历史经营数据显示,其市占率虽较低但毛利率却远高于同业可比公司,公司解释称主要系销售价格高和平均成本低所致。实际上,中茂生物所在的食用菌行业企业众多,竞争十分激烈,且自2012年起国内食用菌产品价格已呈现下跌趋势,而公司关于高毛利率的理由显然与行业状况不符。

#### (二)股东违规担保频发 公司内控存重大缺陷

根据公司公告,2016年11月至2017年1月,公司股东邱某国违规占用中茂园林资金合计1.8亿元,虽然其占用资金后续已全部归还,但公司内控缺陷的问题却仍然存在。根据2020年4月24日深圳证券交易所下发的纪律处分决定,2017年3月至2018年11月,公司股东邱某国通过时任董事长邱某期及中茂园林、中茂生物的有关

人员,在未经公司内部审批的情况下,使用中茂园林及中茂生物公章为其相关债务提供担保,担保金额合计约3.93亿元,直至公司退市时上述违规担保仍未能解除。

### (三)债务违约战投离场 公司流动性枯竭

2019年12月10日,天广中茂发布《关于公司债券违约的公告》称,公司不能支付于2016年发行的12亿元公司债券本金及利息,导致实质性违约。公司亦因此被债权人起诉并提请破产重整。由于经营情况恶化、工程复工无望,天广中茂在2019年引入的战略投资东方某来也在短时间内选择离开,使其解决债务的压力进一步加大。值得一提的是,天广中茂的创始人陈某玉、陈某团姐弟自公司跨界并购推高股价以来,就不断减持公司股票。

## 二、投资者行为分析

根据“东方财富网”数据,投服中心发现在收购中茂园林和中茂生物预案发布当日及后3天,“股吧”内参与讨论该事项的人数、评论数及相关文章的阅读量均较预案披露前有大幅增长。其中,有投资者认为公司跨界收购有利于短期内提升股价;还有部分投资者觉得两家标的公司质量太差,对此次并购事项非常失望。尽管投资者反对和质疑的声浪很高,但在召开股东大会审议该事项当日,现场参会及参与网络投票的中小股东却只有30人,且仅有8000股投了反对票,占出席会议中小股东的持股比例不到0.03%。

作为A股市场曾经的“消防第一股”天广中茂因盲目跨界收购、违规担保等原因导致业绩巨亏,并一步步陷入债务危机,最终失去市场认可,触发强制退市。究其原因,既有公司投资决策的不审慎,也有董事履职不充分、股东参与不积极的问题。投服中心呼吁中小投资者做积极股东、参与公司重大决策,也同时呼吁上市公司完善公司治理、提高公司质量,切实维护中小投资者的合法权益。

## 上市公司退市后的投资者保护

退市,是指上市公司股票在证券交易所终止上市交易,包括强制终止上市和主动终止上市两种方式。2021年年初,新一轮退市制度改革正式落地,常态化退市机制加速形成。作为我国资本市场的主要参与群体,中小投资者在信息、资金、专业等方面处于弱势,在退市过程中自身权益容易受到侵害。作为投资者,有必要了解退市新规下投资者权益保护的相关安排,知权行权,有效维护自身的合法权利。

### 一、退市过程中投资者的知情权

被实施退市风险警示的公司股票,股票简称前均被冠以“\*ST”字样。公司应就此及时发布公告,内容包括:实施退市风险警示的原因;董事会关于争取撤销退市风险警示的意见及具体措施;实施退市风险警示期间公司接受投资者咨询的主要方式。

之后,公司股票被交易所作出终止上市决定进入退市整理期的,公司应披露股票终止上市公告及进入退市整理期交易的相关情况,包括终止上市后公司股票登记、转让和管理事宜,公司股票退市整理期交易期限及预计最后交易日期等。

退市整理期届满当日,公司应披露股票进入全国中小企业股份转让系统等证券交易场所的具体事宜,包括拟进入的市场名称、进入日期、股份重新确认、登记、托管等。

终止上市情形(不包括交易类终止上市情形)消除且符合特定条件的,公司可向证券交易所申请重新上市。退市公司拟申请重新上市的,应当召开股东大会并经出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过。需要注意的是,《深圳证券交易所退市公司重新上市实施办法(2020年修订)》删除了创业板不接受公司股票重新上市的规定。投资者应密切关注上市公司信息披露,增强风险意识,谨慎介入\*ST股票和高风险股票的交易。

### 二、退市后投资者的交易权

股票进入退市整理期后代码不变。上海证券交易所在退市整理股票的简称前冠以“退市”标识,深圳证券交易所在股票简称后冠以“退”标识。本次退市新规放开了退市整理期股票首日涨跌幅限制,将退市整理期交易时限从30个交易日缩短为15

个交易日,避免震荡时间过长而出现投机炒作。风险警示股票和退市整理股票整体呈现市值水平偏低、股价波动频繁等特点。为强化风险揭示效果,证券交易所设立包含风险警示股票和退市整理股票在内的风险警示板。同时,为防止部分风险承受能力低的投资者参与退市公司股票交易,优化了风险警示股票的适当性管理和交易机制安排。投资者应了解退市整理期制度和终止上市后的股份转让安排,保障自身的交易权。

### 三、退市后投资者如何维权

退市并非一退了之,尤其是存在财务造假等重大违法违规行为的,其控股股东、实际控制人、董监高和中介机构,应承担相应的法律责任。随着2019年修订的《证券法》及2020年《刑法修正案(十一)》的发布实施,以及证券纠纷代表人诉讼制度规则的落地,证券投资者保护体系和民事赔偿机制进一步健全。涉及欺诈发行、财务造假等重大违法违规行为的上市公司退市的,投资者可通过先行赔付、责令回购或者通过单独诉讼、共同诉讼、申请适用示范判决机制、普通代表人诉讼及特别代表人诉讼等司法途径维护自身合法权益。投服中心也可适时依法启动证券纠纷特别代表人诉讼,并提供其他相应法律服务。

近年来,退市常态化趋势明显,截至2021年3月31日,A股市场共有132家公司完成退市。以康得新为例,自2019年1月23日公司披露证监会《调查通知书》起至2019年7月8日公司停牌,公司6次提示退市风险,但仍有大量投资者无视“警示”买入、投机氛围浓厚。康得新退市后,这些试图炒作的投资者损失惨重。在此,投服中心呼吁中小投资者抱持理性态度,以“买者自负”作为投资基本理念,充分关注公司发布的“退市风险警示”等公告,不能抱着赌博心态炒作\*ST和退市公司。请广大中小投资者增强风险意识和自我保护意识,充分了解退市制度等相关规则,通过合法途径维护自身权益。

## 四类退市指标的优化

退市制度是资本市场的基础性制度,是全面深化资本市场改革的重要安排,形成“有进有出、优胜劣汰”的市场化、常态化退出机制,对进一步优化资源配置、提高上市公司质量、保护投资者合法权益等具有重要意义。此次退市制度的最大亮点就是优化了全部四类退市指标,有效提升了指标的针对性与实用性。

### 一、优化交易类指标,发挥市场资源配置功能

一是明确“一元退市”标准,将“连续二十个交易日的每日股票收盘价均低于股票面值”修改为“连续二十个交易日的每日股票收盘价均低于1元”,提升规则适用的公平性和统一性,避免“股票面值”可能存在的理解歧义。

二是明确“市值退市”标准,新增“连续二十个交易日在交易所的股票收盘市值均低于3亿元”的退市指标,充分发挥市场资源配置功能。

根据 Wind 数据,截至 2021 年 4 月 13 日,沪深证券交易所共有 5 家公司因“一元退市”标准退市。

### 二、优化财务类指标,推动僵尸空壳、造假企业出清

一是新增“扣非前后净利润孰低者为负值且营业收入低于1亿元”的组合型退市指标,取消“单一净利润为负值”和“营业收入低于1000万元”的指标,从主营业务盈利能力、营收规模等方面对上市公司持续经营能力进行多维度考察,推动僵尸空壳企业出清。

二是修订财务类退市指标,并明确组合适用,净利润加营业收入的组合指标、净资产和审计意见类型等,因出现上述任一情形被实施退市风险警示的上市公司,如在次年年度报告披露后再次触及上述任一情形的,公司股票终止上市。

三是新增行政处罚决定书认定的财务造假退市风险警示指标。证监会行政处罚决定书表明,公司已披露的最近一个会计年度经审计财务报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,导致相关财务指标触及退市风险警示情形的,公司股票将于披露处罚决定书后被实施退市风险警示,并根据实际触及退市风险警示指标相应年度的次一年度的年度报告情况,对公司股票交易撤销退市风险警示或者予以“退市”处理。

### 三、优化规范类指标,增强上市公司法治、诚信意识

一是新增信息披露或者规范运作等方面的退市指标。具体包括:(1)交易所失去公司有效信息来源或者公司失去信息披露联络渠道;(2)公司拒不披露应当披露的重大信息;(3)公司严重扰乱信息披露秩序,并造成恶劣影响;(4)交易所认为公司存在信息披露或者规范运作重大缺陷的其他情形。上市公司如触及上述相关情形被交易所要求限期改正但未在规定期限内改正的,交易所对公司股票予以停牌,在停牌2个月内仍未改正的,交易所对其实施退市风险警示;此后2个月内仍未改正的,交易所对公司股票予以终止上市。

二是明确董监高人员在定期报告编制及披露工作中的履职义务。考虑到实践中个别公司出现半数以上董事不保证年报真实、准确、完整的情形,为严肃半年度报告或年度报告编制及披露工作,新增半数以上董事无法保证公司所披露半年度报告或年度报告的真实、准确和完整的退市指标。若上市公司出现上述情形且在公司股票停牌2个月内仍未改正的,将被实施退市风险警示;此后2个月内仍未改正的,交易所对公司股票予以终止上市。

### 四、完善重大违法强制退市类指标,加大违法违规行为惩戒力度

在保留原有重大违法强制退市指标的基础上,针对造假情形严重、影响恶劣但未触及现有重大违法指标的情况,新增量化可执行的财务造假强制退市指标,进一步提升了重大违法退市标准的完整性。根据中国证监会行政处罚决定认定的事实,具体指标包括:(1)上市公司披露的营业收入连续两年均存在虚假记载,虚假记载的营业收入金额合计达到5亿元以上,且超过该两年披露的年度营业收入合计金额的50%;(2)公司披露的净利润连续两年均存在虚假记载,虚假记载的净利润金额合计达到5亿元以上,且超过该两年披露的年度净利润合计金额的50%;(3)公司披露的利润总额连续两年均存在虚假记载,虚假记载的利润总额金额合计达到5亿元以上,且超过该两年披露的年度利润总额合计金额的50%;(4)公司披露的资产负债表连续两年均存在虚假记载,资产负债表虚假记载金额合计达到5亿元以上,且超过该两年披露的年度期末净资产合计金额的50%。

## 第三节 财务小知识

### 重组上市中商誉的特殊处理

**冯大伯:**小钟老师,我最近在思考一个问题,按照之前你介绍的商誉的定义,商誉源于公司对非同一控制下资产的收购,如果购买方的合并成本大于取得的标的资产可辨认净资产公允价值份额就会产生商誉,那么在重组上市的情况下,公司岂不是在完成重组上市时就会产生很多商誉,存在巨额商誉减值的风险?

**小钟老师:**冯大伯,您这个问题问得很好,但解释起来可能比较复杂,我用一个例子来说明。假设 A 公司是一个规模不大的上市公司, B 公司是一个规模较大的非上市公司, A 公司和 B 公司的实际控制人不相同, B 公司希望通过与 A 公司重组达到上市目的,交易是通过 A 公司向 B 公司原股东发行普通股来换取 B 公司原股东持有的 B 公司股权来实现的。假设这次交易之后, B 公司的原股东持有 A 公司 50% 以上股权,可以控制 A 公司,而 A 公司持有 B 公司 100% 的股权。在这个交易中,由于 A 公司和 B 公司的实际控制人不相同,所以交易是非同一控制下的企业合并。在非同一控制下的企业合并中,如果以发行股份的方式来购买资产,通常情况下发行股份的一方也就是 A 公司会是购买方,但在这个例子中, A 公司在发行股份购买 B 公司之后, B 公司的原股东持有了 A 公司 50% 以上股权, A 公司自身的生产经营决策会被 B 公司原股东控制。这时,虽然 A 公司是法律上的母公司, B 公司是法律上的子公司,但从会计角度来看, A 公司却是被购买方, B 公司则是购买方。这种情况在会计上被称为反向购买。反向购买的合并财务报表是以法律上的子公司,也就是会计上的购买方 B 公司为主体来编制的。

**冯大伯:**我明白了,那重组上市作为一种反向购买会产生商誉吗?

**小钟老师:**这个还是要分情况,还是拿刚刚 A 公司和 B 公司的例子来说,如果交易发生时,上市公司 A 公司没有持有任何资产、负债或仅持有现金、金融资产等不构成业务的资产或负债,那么交易完成后 A 公司在编制合并财务报表的时候,就不能确认商誉,后续当然也就不会有商誉减值。这种情况在重组上市中是比较普遍的。

**冯大伯:**那有没有例外的情况呢?

**小钟老师:**有的。另一种情况就是,如果交易发生时,A 公司把自己的业务保留了下来,那么就需要计算商誉金额,但这时要把 A 公司作为被购买方,B 公司作为购买方来计算。具体的商誉数值在重组上市完成时会有专业的中介机构来计算,您只需要理解含义就可以了。简单总结,重组上市是不是会产生商誉,要看上市公司留下的资产和负债是否构成业务,若不构成业务就不会产生商誉,但在构成业务的情况下,在计算商誉时要把法律中的子公司作为会计上的购买方,法律中的母公司作为会计上的被购买方来进行。

**冯大伯:**我知道了,那构成业务又是指什么呢?

**小钟老师:**业务,是指企业内部某些生产经营活动或资产负债的组合,这个组合需要具有投入、加工处理过程和产出能力,能够独立计算成本费用或所产生的收入等。重组上市时上市公司保留的资产和负债是否构成业务,要结合实际情况进行判断。

**冯大伯:**原来是这样,我总算明白了!重组上市时一般不会产生不合理的巨额商誉,也不会导致上市公司后续存在巨额商誉减值的风险。



## “五力模型”知多少

**冯大伯:**小钟老师,我最近在复习之前几期关于年报解读的内容,还专门下载了年报来看。可是看着看着,又有了新的疑问,好多公司的年报都提到“竞争环境”这个词,有的更是把业绩不好都归因于竞争环境。对投资者来说,这个竞争环境究竟该怎么分析?我们投资者又怎么知道,这个竞争环境是不是真的不好了呢?

**小钟老师:**冯大伯,您这个问题问得很好。“竞争环境”这个词,字面上看似简单,但背后的分析实际上也是一门学问。不过,我可以给您提供一个框架,在您看年报的时候,给您分析具体公司的竞争环境提供一个视角。

**冯大伯:**好啊,是什么框架呀?

**小钟老师:**这个框架的名字叫作“五力模型”,是20世纪80年代由迈克尔·波特发明的,由现有行业内公司竞争、新进入者的威胁、替代品的威胁、下游购买者以及上游提供商五个维度构成,可以有效分析公司所处的竞争环境。

**冯大伯:**听起来有点复杂,小钟老师可以给我们投资者讲讲这五个维度具体是怎么回事吗?

**小钟老师:**没问题。现有行业内公司竞争指的就是公司所处行业的一个竞争环境,如果一个行业高速增长,这个时候没有被开发的市场还有很多,那么就不需要从别的公司夺取市场份额来实现自己的增长,这个时候,竞争环境还是很温和的;反之,如果这个行业整体增速下滑了,相关公司就只能在有限的市场中相互竞争,竞争环境也就变恶劣了。

**冯大伯:**我明白了。这就相当于,如果一个池子里只有几条鱼,它们不缺吃的,但如果鱼多了,大家就只能互相抢食了。

**小钟老师:**就是这个意思。新进入者的威胁一般出现在有超额利润的行业,这也意味着行业的重新定价。

**冯大伯:**也就是说,鱼儿少的水池里再放进去一条,会直接影响其他鱼能吃到多少。那个替代品的威胁,是不是就代表两条差不多的鱼,如果一条更得主人喜欢,另外一条可能会被替代掉?

**小钟老师:**这个比喻很生动简明。具体来说,替代品的威胁是指,如果某种产品的替代品能在品质相近但价格更优的基础上执行类似的功能,那么该产品的地位也

就不那么稳固了。剩下的两个概念,下游购买者和上游提供商都需要结合产业链来分析。在产业链中,公司处于一个怎样的地位,对竞争环境也是很重要的因素。一个对上下游都十分强势的公司,竞争环境总好过弱势公司的。

**冯大伯:**我明白了,其实就是讨价还价的能力。一个公司实力雄厚,就可以跟客户和供应商讨价还价,如果业务都是依附别人的,当然就没有话语权啦。

**小钟老师:**简单来说是这样的,不过“五力模型”涉及的方面还是比较多的,需要我们在实践中多多积累学习。

**冯大伯:**我明白了。谢谢小钟老师!

## 资产减值损失知多少

**冯大伯:**小钟老师,前段日子听您讲商誉减值以后,我回去研究了一下,发现好像除了商誉会发生减值,企业好多其他类型的资产也会发生减值。您可以向我具体讲一讲吗?

**小钟老师:**是的。您见过哪些资产减值损失的项目呢?

**冯大伯:**我记得有什么坏账损失、存货跌价损失、无形资产减值损失……

**小钟老师:**对,这些都可以理解为资产减值。其实像应收款项、存货、无形资产,还有您之前了解到的商誉,都是企业所拥有的资产。企业资产和我们口语中常提到的资产不太一样,它有严格的定义,一般是指企业过去的交易或者事项形成的、由企业拥有或者控制的、预期会给企业带来经济利益的资源。什么是预期会给企业带来经济利益呢?举个例子,对于应收账款,未来企业很可能会收到货款;对于存货,未来企业把存货卖出就可以实现收入。

**冯大伯:**一项资产发生减值,是不是就说明未来它不能带来原先预期的收益了?

**小钟老师:**可以这么理解。准确地说,资产减值,是指一项资产的可回收金额低于了它的账面价值。所以,如果一项资产未来给企业带来的收益比目前其在企业账面上的价值更低,为了更真实、准确地反映这项资产的价值,我们就会对它计提减值。

**冯大伯:**我好像有点明白了,可不可以举个例子呢?

**小钟老师:**那就用我们经常看到的应收账款坏账准备给您举例吧!企业在销售商品时常常会采用赊销的形式,也就是企业先发货、客户后付款,账面上就会形成应收账款。期末企业会估计账上应收账款的可回收性,来相应地计提坏账准备。一般来说,存在时间比较久的应收账款,它的可回收性会差一点,那么计提坏账准备的比例就会高一点;或者由于客户破产等一些原因,其中几笔应收账款收回的可能性比较小,这个时候也会单独对它们计提坏账准备。

**冯大伯:**我还是有点不明白,计提坏账准备对企业的财务数据有什么影响呢?企业还有可能收回这笔钱吗?

**小钟老师:**计提应收账款坏账准备对利润表和资产负债表都会有影响。利润表方面,这是企业当期的一笔损失,因此会减少利润;资产负债表方面,这会导致应收账款账面价值的降低,从而减少企业资产的价值。如果仅在会计上计提坏账准备,一般

是表示企业觉得计提坏账准备的部分收回的可能性较小,但不代表企业就没有权利再追讨这笔资金,所以还是有可能收回的。

**冯大伯:**那其他一些资产减值损失的项目呢?

**小钟老师:**其他一些资产减值损失的项目可能在会计的估计和账务处理上与应收账款坏账准备有所差别,但大部分情况下您可以类比我刚刚和您讲的思路去理解。比如,您之前提到的存货跌价准备。企业的存货最初在账上是以成本计量的,但是它们可能因为损毁、陈旧过时等原因,在市场上的价格持续下跌,甚至比它的成本还低。那这时候再用成本计量就不合适了,因此,企业就会计提存货跌价准备,以准确反映这类存货目前的价值。像无形资产一旦发生减值,也往往代表着它未来能给企业带来的收益减少了。资产减值一般都会减少企业当期的利润,同时也会降低相应资产的账面价值。

**冯大伯:**如果我在看企业财务数据的时候,发现它资产减值的金额比较大,在哪里可以看到更详细的信息呢?

**小钟老师:**如果您发现企业当期资产减值金额比较大,可以去看看企业年报中财务报表的附注,一般附注里都会列出企业当期的资产减值损失涵盖了哪些科目,各科目相应的附注也会对减值的情况做更详细的说明。另外,在新企业会计准则下,对企业应收款项等项目发生信用减值核算时由原来的“资产减值损失”账户改为“信用减值损失”账户了,您看的时候可以留意一下。

## 收益法估值知多少

**王大叔:**小钟老师,我平时看公司重组公告的时候,经常会遇到标的公司用收益法评估的情况,但我没有相关的背景知识,读起来很费劲。您能从头给我介绍一下收益法吗?

**小钟老师:**没问题。资产估值的基本方法有三种,分别是收益法、市场法和资产基础法。其中收益法是评估中最常用的方法。收益法主要通过估测被评估资产未来预期收益的现值来评估资产的价值。您可以这样理解:资产的卖家希望自己的资产卖得越贵越好,而买家只愿意付一定的金额来购买这个资产。为了不亏,买家付出的钱最多不会超过这个资产未来能带来的回报。因此,买卖双方都能接受的一个交易价格就是把资产未来各期产生的预期收益全部折现到评估日的金额,这个金额也就是我们通过收益法评估出来的资产的价值。

**王大叔:**这么一讲我就明白了。那折现是什么意思呢?为什么不直接把资产未来收益直接相加,还需要折现呢?

**小钟老师:**折现就是把未来的钱换算成现在的钱的过程,折现是因为货币有时间价值。我举个例子,假如您现在手里有100元,而现在市场上只有银行存款一种投资方式,存款利率为10%。如果您将这100元存入银行,那么一年后连本带利可以收到110元。从这个角度来说,一年后的110元可以等于现在的100元,我们将一年后的110元换算成现在的100元的这个过程就是折现的过程。书本上所说的“货币有时间价值”,其实说的就是现在的100元比一年后的100元更加值钱这个道理。

**王大叔:**原来是这样,今天的钱比明天的钱值钱,难怪未来收益不能直接相加。小钟老师,您接着说。

**小钟老师:**顺着刚才的思路,资产未来各期产生的预期收益全部折现到评估日就能得到资产收益法下的估值。在这当中涉及3个基本要素,分别是被评估资产的预期收益、折现率与收益期限。预期收益简单来说就是资产未来能产生的回报,一般来说可以选择净利润、净现金流量和利润总额来衡量。折现率是指把未来的钱转换成现在的钱的转换率。收益期限就是资产未来产生收益的时间,通常以年为时间单位。在进行收益法估值的时候,这3个基本要素都需要能被合理地预测和衡量。

**王大叔:**预期收益和收益期限都好理解,一个资产未来产生的收益越大、未来产

生收益的时间越长,那么这个资产就越值钱。那折现率是如何影响收益法评估结果的呢?

**小钟老师:**折现率是把未来的钱转换成现在的钱的转换率,也是投资者在投资风险一定的情形下对投资所期望的回报率。对投资者来说,投资风险大,要求的回报率就高,折现率就大;投资风险小,则要求的回报率也可以相应降低,折现率就小。在预期未来产生收益和收益期限都不变的情况下,折现率小意味着取得同等收益的风险越小,因此资产越值钱,估值越大。

## 第四节 行权热点话题

### “短线交易”知多少

**小费阿姨:**小钟老师,我最近听财经类的新闻广播,听到一则新闻说某上市公司董事长涉嫌“短线交易”,您能为我讲讲吗?

**小钟老师:**没问题!这里的短线交易是指有关责任主体,在法定期间内,对公司上市股票买入后再行卖出或卖出后再行买入,以谋取不正当利益的行为。

**小费阿姨:**短线交易的“短”,指的是时间上的“短”,是这个意思吗?

**小钟老师:**您理解得很到位!根据我国法律规定,这个法定期间为6个月。

**小费阿姨:**《证券法》有关于短线交易的相关规定吗?

**小钟老师:**2019年修订的《证券法》有短线交易的相关规定,并在原《证券法》基础上作出了修订。我得慢慢跟您讲解清楚。

**小费阿姨:**好的,等我拿本子记一记!

**小钟老师:**原《证券法》中,短线交易的适用主体限于上市公司的董监高、持股5%以上的股东。2019年修订的《证券法》将短线交易的监管主体作了扩大:一是将新三板挂牌公司相关主体纳入监管范围;二是将监管对象扩大到董监高、持股5%以上股东的近亲属。

**小费阿姨:**这么说,他们的近亲属也算是短线交易的适用对象吗?

**小钟老师:**对!因此,上市公司董监高、持股5%以上的股东应该向其配偶、父母及子女做好新规普及,避免违规。

**小费阿姨:**还有别的修订吗?

**小钟老师:**当然,利用他人账户进行交易也纳入短线交易监管。实践中,在2019

年修订的《证券法》未出台前,这种利用、控制他人证券账号进行短线交易的行为也会受到证券监管部门监管。

**小费阿姨:**也就是说,2019年修订的《证券法》用法律的形式明确了这种行为属于短线交易,是这个意思吗?

**小钟老师:**是的。最后,原《证券法》对短线交易的规定只限于“股票”交易,2019年修订的《证券法》将其扩大至“股票或者其他具有股权性质的证券”,即如果相关主体买卖具有股权性质的证券,也应当受短线交易规制。

**小费阿姨:**谢谢老师,回家后要好好消化这些知识。

**小钟老师:**不用客气!在此也提醒广大中小投资者,要树立长期投资、价值投资、理性投资的理念。关注我们的微信公众号和“中国投资者网”( <https://www.investor.org.cn/> ),可以了解更多新闻和权益知识。

#### 孟博士解读

《证券法》第44条规定,上市公司、股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司持有5%以上股份的股东、董事、监事、高级管理人员,将其持有的该公司的股票或者其他具有股权性质的证券在买入后6个月内卖出,或者在卖出后6个月内又买入,由此所得收益归该公司所有,公司董事会应当收回其所得收益。但是,证券公司因购入包销售后剩余股票而持有5%以上股份,以及有国务院证券监督管理机构规定的其他情形的除外。

前款所称董事、监事、高级管理人员、自然人股东持有的股票或者其他具有股权性质的证券,包括其配偶、父母、子女持有的及利用他人账户持有的股票或者其他具有股权性质的证券。

公司董事会不按照第1款规定执行的,股东有权要求董事会在30日内执行。公司董事会未在上述期限内执行的,股东有权为了公司的利益以自己的名义直接向人民法院提起诉讼。

公司董事会不按照第1款的规定执行的,负有责任的董事依法承担连带责任。



### 重大资产重组交易方案重大调整知多少

**小费阿姨:**小钟老师,上市公司股东大会审议通过重大资产重组方案后,若后续再进行重组方案调整,中小股东如何参与行权?

**小钟老师:**根据《上市公司重大资产重组管理办法(2020年修订)》第28条的规定,股东大会作出重大资产重组决议后,上市公司拟对交易对象、交易标的、交易价格等作出变更,构成对原交易方案重大调整的,应当在董事会表决通过后重新提交股东大会审议,并及时公告相关文件。也就是说,如果交易方案的调整属于重大调整,则需由上市公司董事会表决通过后再次提交股东大会审议,投资者就可以通过参加股东大会投票的方式对新方案表决。但是,如果仅是对原交易方案的小修小补,不属于重大调整,上市公司无须再次召开股东大会审议新方案。

**小费阿姨:**重组方案的调整是否构成重大调整还挺关键的,决定了公司后续是否会再次召开股东大会审议新方案,那什么情况下可能会被认定为对重组方案的重大调整呢?

**小钟老师:**2020年7月31日,中国证监会发布了《〈上市公司重大资产重组管理办法〉第28条、第45条的适用意见——证券期货法律适用意见第15号》,对《上市公司重大资产重组管理办法》第28条提出的重组方案“重大调整”进行了解释。具体要点如下:(1)拟对交易对象进行变更的,原则上视为构成对重组方案重大调整,但是有以下两种情况的,可以视为不构成对重组方案重大调整:(i)拟减少交易对象的,如交易各方同意将该交易对象及其持有的标的资产份额剔除出重组方案,且剔除相关标的资产后按照下述有关交易标的变更的规定不构成对重组方案重大调整的;(ii)拟调整交易对象所持标的资产份额的,如交易各方同意交易对象之间转让标的资产份额,且转让份额不超过交易作价20%的。(2)拟对标的资产进行变更的,原则上视为构成对重组方案重大调整,但是同时满足以下条件的,可以视为不构成对重组方案重大调整:(i)拟增加或减少的交易标的的交易作价、资产总额、资产净额及营业收入占原标的资产相应指标总量的比例均不超过20%;(ii)变更标的资产对交易标的的生产经营不构成实质性影响,包括不影响标的资产及业务完整性等。(3)新增或调增配套募集资金,应当视为构成对重组方案重大调整。调减或取消配套募集资金不构成重组方案的重大调整。

**小费阿姨:**内容还是有些复杂,对投资者来说,如何看待重组方案的重大调整呢?

**小钟老师:**其实,上述认定标准主要是为了进一步明确重大调整的认定,稍作了解即可。投资者更需要关注的是交易方案调整本身。不论交易方案的调整是否构成重大调整,重大资产重组事项均会影响上市公司的业务经营情况,进而改变投资者的回报预期,投资者都需要对方案中的交易对象、交易标的和交易价格进行认真研究并进行投资决策。对方案调整存在疑问的也可以积极与公司沟通交流,如属于交易方案重大调整,可及时关注公司披露的股东大会召开提示公告按期参会行权。

## 资金占用手法知多少

控股股东、实控人及关联方占用上市公司资金(以下简称资金占用)屡禁不止,已成为上市公司治理的顽疾,对上市公司及广大投资者合法权益造成极大损害,投资者维权之路任重道远。为强化对上市公司资金占用的会计监管,规范上市公司相关内部控制,督促会计师事务所勤勉尽责执业,防范化解金融风险,提升资本市场会计信息披露质量,保护投资者合法权益,证监会于2019年12月23日发布了《会计监管风险提示第9号——上市公司控股股东资金占用及其审计》(以下简称《第9号文》)。

《第9号文》总结了资金占用的主要形式及其形成背景,并对审计常见问题及会计监管关注事项作出了相关规定。虽然《第9号文》中大量的篇幅围绕会计监管以及审计展开,但对股东来说,学习《第9号文》有助于了解资金占用的手法。

《第9号文》将资金占用手法主要分为了余额模式与发生额模式。其中,发生额模式是指控股股东及其关联方利用上市公司直接或间接(如通过关联方、第三方、员工设立的公司等)的资金拆借、无商业实质的购销业务或票据交换、对外投资、支付工程款等形式占用其资金。资金占用具体体现在上市公司财务报表的往来款项、应收应付票据、长期股权投资、在建工程、长短期借款等项目中,货币资金项目通常不存在直接虚假。接下来,我们将以具体的案例对发生额模式下的部分资金占用手法进行说明,希望对广大中小投资者有所帮助。

### 资金占用手法一:

利用无商业实质的购销业务,直接或间接向控股股东支付采购资金或者开具汇票供其贴现、背书等

案例1:2018年至2019年5月,经A公司原控股股东刘某安排,A公司在无实质业务支撑的情况下向3家供应商支付多笔预付款项,共计2.25亿元。此后,3家供应商将部分预付款项划转至刘某控制的账户中,最终导致1.39亿元被刘某占用,剩余8647.9万元被3家供应商占用,转为财务资助。

案例2:2016年至2019年,B公司全资子公司按照采购合同向13家供应商预付采购款共计10.46亿元。此后,上述13家供应商违反采购合同未向公司发货,且未经公司授权或同意,将10.46亿元采购款直接划转至B公司控股股东的银行账户。最终,10.46亿元预付采购款全部被控股股东占用。

案例3:2017年至2018年,C公司与3家供应商签署虚假合同并支付了9681万元预付款项。此后,上述预付款项被划转至C公司实控人指定账户,最终构成资金占用。

资金占用手法二:

控股股东以上市公司的名义对外借款

案例1:2017年5月至2018年3月,在未经D公司内部审批流程及决策程序的情况下,D公司控股股东、实控人以D公司的名义与债权人签订了10笔借款合同,金额合计4.1亿元。上述资金均未划入D公司账户,而是直接转向了实控人控制的企业,构成资金占用。

案例2:由于E公司控股股东资金周转困难,无力偿还民间贷款,2018年4月至6月,E公司实控人、董事长未经内部流程私用公司公章,以E公司名义对外签订借款协议。此后,E公司将对外借款直接打入控股股东指定账户,构成资金占用1.92亿元。

## 天马股份资金占用案例解析

控股股东、实际控制人及关联方占用上市公司资金屡禁不止,已成为上市公司治理的顽疾,对上市公司及广大投资者合法权益造成极大损害,投资者的维权之路任重道远。投服中心选取了天马股份资金占用案例,解析其实际控制人侵占上市公司资金的路径,希望对广大中小投资者维护自身权益有所帮助。

### 一、天马股份资金占用案例

2016年11月底,喀什星河支付29.37亿元现金受让了天马股份(002122)29.97%股权,成为天马股份的控股股东,徐某栋成为天马股份实际控制人。自此,2017年5月至2018年3月,喀什星河、徐某栋及其关联方通过违规借款、无商业实质的交易、违规担保等方式,非经营性占用上市公司资金约30亿元,约占天马股份2018年末净资产的85%,导致上市公司成为“空壳”。

#### (一)资金占用主要手段

##### 1. 以上市公司名义违规借款

在未经天马股份内部审批流程及决策程序的情况下,控股股东、实际控制人以公司的名义与债权人签订了借款合同,共计10笔4.1亿元。上述资金均未划入上市公司账户,而是直接转向了徐某栋控制的企业。例如,2017年10月,天马股份与德清中小企业服务中心签订了1亿元借款合同。

##### 2. 无商业实质的交易

通过预付采购款、支付投资款等形式,天马股份向徐某栋控制的企业转款20多亿元,这些交易均无商业实质,或未经决策审批流程、或在未提供完整真实信息情况下签署。例如,2017年12月,按照徐某栋的指示,天马股份、徐某栋实控公司及关联公司的多个财务负责人,经过东方博裕(资金拆借平台,无实际业务)等多家公司多道划转,将天马股份5.66亿元转入星河互联等徐某栋实控企业账户,用于归还徐某栋及其实控企业的借款。2018年1月,天马股份又将1亿元划转给东方博裕,用于归还徐某栋实控企业的借款及其个人的相关费用。2018年2月至3月,为应付审计,天马股份与东方博裕签订了钢材采购合同,并伪造了东方博裕对外采购钢材合同。

### 3. 为徐某栋的实控企业违规担保

未经天马股份的审议程序,控股股东、实际控制人及其关联方为自身债务以天马股份名义违规提供担保,共计5笔3.6亿元。在债务人不归还借款时,天马股份作为担保人可能承担赔偿责任,造成控股股东、实际控制人及关联方对上市公司的资金占用。

#### (二)资金占用掏空天马股份

控制天马股份后,徐某栋将上市公司变成了自己的提款机,内部控制在其面前形同虚设。不足一年时间,巨额资金占用导致天马股份债务缠身、诉讼连连,严重干扰了正常生产经营。天马股份2018年、2019年归属于上市公司股东的净利润分别为-6.35亿元、-16.54亿元,被实施退市风险警示,若2020年度经审计的净利润继续为负,则公司股票将面临暂停上市交易的风险。因股票质押式回购交易业务违约事项,控股股东喀什星河所持天马股份股票被司法拍卖,2020年1月徐州乾顺承科技发展有限公司取得拍卖股权,成为上市公司新的控股股东,目前仍在收拾徐某栋留下的“残局”。

## 二、中小投资者应积极维护股东权益

非经营性资金占用是指上市公司为控股股东、实际控制人及其关联方支付下列资金:(1)垫付工资、福利、保险、广告费用和其他支出;(2)代偿债务;(3)有偿或无偿、直接或间接拆借资金;(4)承担担保责任而形成的债权;(5)在没有商品和劳务提供情况下提供资金。现有法律法规严禁非经营性占用上市公司资金。

非经营性资金占用屡禁不止的根本原因是占用上市公司资金几乎零成本,且缺乏有效的法律惩处手段。控股股东、实际控制人占用上市公司资金后,视自身情况决定是否归还,若其资金充裕,其则归还;若其资金紧张,其则不还。而对这种无赖行为,证监会一般仅能给予行政处罚,鲜有直接因该罪名由公安部门对其立案调查。在这种巨大的利益诱惑面前,有的控股股东、实际控制人无视上市公司的内部控制,肆意占用上市公司资金,对资本市场缺乏最基本的敬畏之心。

投资者应对上市公司控股股东、实际控制人及关联方的资金占用情况予以特别关注,并积极主动行使股东权利以维护自身权益。一是关注资金占用发生的时间、金额、用途,是否严格履行了关联交易审批程序和信息披露义务,如涉及未经公司正常审批流程的情况,投资者应建议上市公司追究相关人员的责任、完善内部控制;二是

关注资金占用的还款时间、还款方式,是否对上市公司的经营业绩造成不利影响,如上市公司未公告还款安排,投资者应督促上市公司采取有效措施回收占用款并及时披露相关信息,建议控股股东、实际控制人对占用资金的偿还作出承诺并切实履行;三是资金占用给上市公司造成损失或可能造成损失的,投资者应建议上市公司董事会采取诉讼、财产保全等保护性措施避免或者减少损失;四是投资者应主动向公安部门举报控股股东、实际控制人非法占用上市公司资金的线索,以追究其刑事责任。