



董事“反对票”倒逼公司治理进阶

■ 李亚男

近日,常州天晟新材料集团股份有限公司(以下简称“天晟新材”)披露了一则关于董事对定期报告有异议的说明公告,引发市场关注。公告显示,公司董事会在审议《2026年半年度报告》相关议案时,董事韩庆军投出唯一反对票,并表示无法保证该报告内容真实、准确、完整、不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。对此,天晟新材在披露反对理由的同时,也逐一对症下药进行了回应。

天晟新材并不是个例。在2026年半年报披露期间,已有多家上市公司董事对定期报告提出异议。这看似“不和谐”,实则是公司治理机制中不可或缺的一环——董事基于其判断对定期报告说“不”,上市公司对此审慎回应。一来一往,恰是上市公司治理从“形式合规”向“实质合规”进阶的生动注脚。

从2026年半年报披露的相关案例来看,上市公司董事的反对理由主要集中在三个方面。

其一,财务信息的真实性与盈利质量。如华南地区某家上市公司董事在反对理由中直指,公司在2026年半年度报告中对预计负债、相关资产减值计提不足,部分业务收入确认方法

未披露,报告内容存在多处明显差错与勾稽矛盾。同时,公司持续经营能力与相关流动性风险揭示不充分。该董事据此认为,报告存在重大会计处理问题与披露差错,无法保证报告内容的真实、准确、完整。

其二,重大事项的决策程序与信息披露充分性。如天晟新材董事韩庆军在反对理由中提到,其认为,在上市公司连年巨额亏损、濒临退市边缘的背景下,仓促推进控制权变更及大规模员工股权激励,缺乏充分的信息披露与合理的战略规划。韩庆军在董事会审议上述相关事项议案时已投出反对票,而半年报相关议案并未对上述疑虑作出有效回应与澄清。

其三,牵涉股东结构与利益格局的分歧。“反对票”是观察上市公司股权结构稳定性与内部制衡有效性的一个独特窗口。例如,天晟新材的反对票来自股东青岛融海国投资产管理有限公司的提名委派董事,其异议除财务数据外,更指向控制权变更、定增与股权激励对自身持股比例的稀释;华东地区某家上市公司的反对票则来自其创始人。反对票的背后,往往是股东之间在控制权、利益分配和战略方向上的深

层博弈。

面对反对票,越是能以充分信息披露和透明决策过程正面回应异议的上市公司,越能赢得股东与市场的信任;反之,若仅以“形式合规”的方式回应,不仅难以消解质疑,反而可能引发市场对其治理实质的更深层担忧。

长远来看,越来越多的董事投出反对票,也有利于优化资本市场生态。

对监管部门而言,董事对定期报告提出的异议意见,是公司治理中重要的内部监督信号。近年来,证监会持续推动上市公司治理体系建设,修订《上市公司治理准则》、启动上市公司治理专项行动,细化、压实董事及高级管理人员的忠实勤勉义务。监管部门对董事依法行使异议权的关注与重视,是对公司治理基本制度的尊重与维护,也有助于推动上市公司形成规范运作、科学决策的良性治理生态。

对上市公司而言,召开董事会、股东会讨论定期报告等重大事项,本身就会出现不同声音。而董事作为上市公司“内部人”所投出的反对票,是对上市公司持续经营能力、战略决策合理性、信息披露完整度以及决策程序透明度的

一次深度检测。正视这些不同声音,是上市公司提升治理能力的第一步。

对投资者而言,董事对半年报说“不”,不仅是行使自身权利,也有利于让投资者了解上市公司真实情况。更应看到的是,反对票带来的每一次“压力测试”,都是检验上市公司治理结构成熟度的“试金石”。

毫无疑问,这些上市公司董事的“反对票”,让资本市场的环境更加真实透明,也推动上市公司在直面问题、修正偏差的过程中日益成熟。



两份问询函折射上市公司再融资共性关切

■ 李雯珊

日前,深圳证券交易所(以下简称“深交所”)就再融资事项分别向广东中菱环境系统股份有限公司(以下简称“中菱环境”)和深圳莱宝高科技股份有限公司(以下简称“莱宝高科”)发出问询函。

在问询函中,中菱环境可转债事项被要求说明液冷温控项目产能规划合理性,结合行业格局、在手订单论证新增产能消化路径、毛利率下滑原因,核查效益测算谨慎性。莱宝高科被问询的是90亿元微腔电子纸显示器件项目,深交所要求论证其与该公司现有业务的协同性以及是否投向主业,核实投资规模是否匹配资金实力、经营规模与真实需求。

抛开两家公司所属行业差异,从深交所公开提出的问题来看,两家公司被问询的核心方向高度趋同,集中指向募投项目可行性和主业协同性、产能消化压力、经营风险和财务匹配度等关键维度,为市场审视上市公司再融资质量,提供了兼具信息透明度和可比性的重要参考。

通过再融资,二级市场资金转化为实体资本开支。而企业与投资者之间信息天然不对称。穿透式问询,本质在于让上市公司回答“钱花在哪、能不能赚回来、扛不扛得住”三个根本问题。

其一,核查募投项目真实可行性与主业协

同性,触及“投向”本质。募投项目若与现有业务缺乏关联,很容易导致盲目跨界扩张,甚至可能滋生资金挪用隐患。监管要求企业厘清新项目 and 现有业务的联系,区分真正主业升级和无序跨界,核实技术、人员、客户资源是否能够支撑新项目落地。其目的是守住投向边界,避免上市公司募资投向脱离自身能力圈。

其二,审慎质疑产能消化与效益测算合理性,触及“回报”本质。资本开支回报周期长,收益须建立在真实订单与市场承接能力之上。部分企业申报再融资时描绘乐观盈利预期,却缺订单支撑,一旦景气下行,大额固定资产投资便沦为产能包袱,带来折旧亏损风险。赛道热度不等于商业确定性,再热门的题材也替代不了确定性订单。

其三,全面核查融资主体经营质量与财务匹配度,触及“能力”本质。募投项目可行性再充分,也要由企业主体承载兑现。募投项目落地兑现最终取决于融资主体的经营质量与资源禀赋。企业投资规模超出自身实力,可能导致过度举债、财务费用上升,或挤占经营性现金流、分流主力资金。

三者环环相扣、层层递进,共同指向资本配置的效率与安全性,防止风险由二级市场投资者最终承接。

监管穿透式问询倒逼上市公司直面技术储备不足、订单储备薄弱、财务承压等现实难题,压实信息披露主体责任。对市场投资者而言,

不能只看公司给出的乐观解释,更要关注监管问询及公司回复,对“高投资、高预期、订单不足”类再融资项目保持警惕。



打破经营困境不能单靠守渠道

——从内蒙新华财报看出版行业竞争格局之变

■ 马宇薇

2026年上市公司半年报披露收官,传统出版行业普遍经营承压,隐忧浮出水面。内蒙新华便是其中一员。上半年,该公司实现营业收入5.99亿元,同比下降24.18%;归属于上市公司股东的净利润2291.08万元,同比下降81.75%;扣非净利润仅906.45万元,同比下降91.20%。

内蒙新华的“难”,也是行业整体困境的缩影。Wind数据显示,今年上半年,29家上市出版企业(申万行业)营业收入合计约571.74亿元,同比下降10.23%;归母净利润合计约68.61亿元,同比下降18.44%;扣非净利润合计约58.57亿元,同比下降20.91%。三项核心指标同步下滑,表明传统出版企业增长逻辑正在发生变化。

这一变化,并非源于简单的市场波动,而是以往支撑行业增长的商业模式不再“灵光”。

过去,行业处于增量发展阶段,出版企业的竞争优势主要来自渠道覆盖、资源积累和经营惯性。渠道本身本身就是核心资源。拥有完善发行网络的企业,可以凭借规模效应获得稳定现金流,并形成较强的经营护城河。出版企业的经营重点也更多地放在保障渠道体系稳定运行、规范业务流程和防范经营风险上。

如今,随着行业红利减弱,单纯依靠资源积累形成的优势已经难以持续,如何通过渠道连接用户、挖掘需求、延伸服务,成为企业持续创造价值的关键。企业竞争也由“拥有多少资源”转向“如何运营资源”,由守住存量优势转向培育新的增长动能。这背后考验的是公司治理能力。

从内蒙新华的财报中也能看到,渠道优势

已不能为企业带来高利润空间。今年上半年,该公司主營教材业务毛利率同比下降11.95个百分点。

可喜的是,面对行业变化,部分出版企业已经开始探索新的增长路径。“AI+教育”、内容电商、研学业务、省外教辅拓展等成为上市出版企业半年报中的高频关键词。虽然这些新业务目前体量仍然较小,尚不足以替代传统业务,但其背后体现的是上市公司正在调整资源配置方式,从依赖存量资源转向培育新的增长曲线。

出版企业转型的关键并不只是寻找新业务,而是推动经营逻辑适配新的竞争环境。相关公司需要从被动守稳存量,转向主动培育增量,建立更加灵活的战略响应机制。在传统业务盈利承压时,及时调整资源配置方向,向数字

化、知识服务、用户运营等领域倾斜。同时优化组织模式,打破传统业务路径依赖,完善创新激励机制,让企业具备适应市场变化的能力。

从更深层次看,推动业绩提升的重心是重构商业模式。传统出版以产品销售为核心,追求发行规模和交易效率。未来,企业需要从“卖产品”转向“经营用户价值”,依托内容资源和渠道基础,延伸至内容服务、文化运营、场景服务等多元业态,将传统发行网络转化为连接用户、创造价值的平台。

内蒙新华中报所释放出的信号,提醒行业重新审视增长模式。出版行业的竞争,不只是内容之争、渠道之争,更是公司治理能力之争。破局之道,不在于固守过去形成的渠道优势,而在于增强创造新优势的能力。

IPO 申请可以撤回 责任不容“撤回”

■ 孟珂

主动撤回IPO申请一年多后,东莞市朗泰通科技股份有限公司(以下简称“朗泰通科技”)被追责。

回看申报历程,时间线并不复杂:2023年6月27日,深交所受理朗泰通科技首次公开发行股票并在创业板上市的申请;2025年5月份,公司与保荐人主动撤回申请;今年8月28日,深交所集中发布四份监管文件,对朗泰通科技实控人兼董事长邓志荣、总经理吴应强、财务总监陈卫东予以处分并记入证券期货市场诚信档案数据库,对参与项目的发行人董事、保荐代表人、签字注册会计师分别采取书面警示。时隔一年多的追责,把“申报即担责”落到了实处:上市申

请可以撤回,但应承担的责任不容撤回。

细看深交所查明的问题,条条指向公司治理的软肋:一是财务内控失守,公司借实控人控制的个人账户收付货款、发放工资奖金,2020年通过上述账户收取货款1179.07万元、支付费用1164.66万元且未披露;二是隐瞒股权代持,钟某所持控股股东股权中一半系代邓志荣持有,历史沿革未如实披露,未有效配合中介机构开展尽职调查工作;三是关联交易“借道”入账,将部分实际销售给关联方的商品以销售给某非关联方客户的名义实施,报告期各期末披露关联交易合计逾千万元;四是实控人未完整提供资金流水,未有效配合中介机构开展尽职调查

工作。

从公司治理的角度看,这更像一份“病理报告”。实控人个人账户与公司资金混同、股权代持隐而不报、关联交易改头换面、资金流水未完整提供,每一条都意味着公司治理的失职。

被追责的还有中介机构。两名保荐代表人、四名签字注册会计师因资金流水、收入、预付款项核查不到位及存货监盘不规范被书面警示。中介机构是资本市场的“看门人”,注册制下勤勉尽责不是“选择题”,而是“必答题”。保荐机构、会计师事务所只有把基调做深做透,才能守住执业底线,否则即便项目撤回,警示同样会记入执业档案。

全面注册制以信息披露为核心。发行人及实控人“带病”申报、隐瞒不报,损害的不仅是审核的严肃性,更是市场诚信的基石。若人人都可先“闯关”、闯不过就撤、撤了便相安无事,注册制的公信力便无从谈起。此次对撤回一年多的项目追责到底,正是对侥幸心理的当头棒喝,也再次印证:申请可以撤回,责任追究不会撤回。

从发行人、实控人到董监高,从中介机构到签字人员,朗泰通科技案是“全链条问责”的生动样本,也是“严把入口关”的实践案例。随着监管对“带病闯关”“一撤了之”等行为保持高压,资本市场生态将进一步优化。

今年以来,上市公司投保董事、监事和高级管理人员责任保险(行业统称“董责险”)的热情不减。据笔者统计,前8个月已有超过400家A股上市公司发布了相关投保计划。

上市公司密集投保,折射出其利用保险工具管理董事、监事和高级管理人员(以下简称“董监高”)履职风险的意识不断增强。但数量增长只是第一步。从公司治理角度看,董责险在精准承保、投资者赔偿保障、持续风险管理等方面仍有较大拓展空间。要让一张保单释放更多公司治理价值,需要进一步把保险机制嵌入董监高履职、投资者保护和公司风险管理全过程。

首先,提升承保精准度,更好保障董监高勤勉履职。

目前,董责险在风险识别和差异化定价方面仍有提升空间。如果保险机构不能充分识别不同上市公司的治理水平、内控质量以及董监高履职风险,并将这些差异充分反映在承保条件中,就难以精准管控董监高正常履职风险,也无法形成有效的激励约束。

保险机构应进一步提高核保能力,把董事会运作、内部控制、信息披露、关联交易等纳入风险评估,并据此差异化确定保费、免赔额和承保条件。同时,应进一步厘清可保风险与除外责任,覆盖董监高勤勉履职过程中符合保险责任的风险,对欺诈、故意违法、谋取非法利益等行为划清保障边界。

承保越精准,保险参与公司治理的作用越清晰。一方面,可以减少勤勉尽责者正常履职的后顾之忧,增强其独立判断、主动履职的意愿;另一方面,可以防止董责险成为失责者的“保护伞”。推动风险保障与履职责任更好地匹配,也有助于提升董事会决策和监督的有效性。

其次,提升赔付有效性,更好衔接投资者保护。

当前,部分董责险产品在责任范围、赔偿限额、免赔安排和理赔机制等方面,与证券民事责任的匹配度仍有提升空间。重大证券民事索赔发生后,哪些损失可以赔、能够赔多少、理赔是否顺畅,直接关系保单能否真正发挥作用。

对此,保险机构应根据证券民事责任风险变化,进一步优化保险责任、赔偿限额、法律抗辩费用和理赔流程,明确责任认定、损失分摊等环节的规则,提高理赔效率。同时必须明确,保险补偿不能替代上市公司及相关责任主体依法承担相应责任,更不能弱化违法违规成本。

对上市公司而言,有效的保险补偿有助于增强其对重大责任风险的承受能力,降低突发索赔对正常经营的冲击;对投资者而言,则增加了一种市场化的损失分担来源。法律机制厘清责任,保险机制分散符合条件的风险,二者有效衔接,有助于增强投资者权益保护的实效,也使公司治理中的责任机制更加完整。

最后,强化持续风险管理,让保险更深度嵌入公司治理。

如果董责险的作用主要停留在承保和赔付环节,其对公司治理的促进作用仍然有限。当前,保险机构承保后对上市公司的持续风险监控、风险提示和治理反馈仍有较大提升空间。让董责险真正成为治理工具,关键是把保险的专业风控能力进一步延伸。

保险机构应把风险管理贯穿保单存续期,对资金占用、违规担保、关联交易等重点风险进行持续跟踪,对苗头性问题及时预警,并通过风险评估、风险提示、续保审核等方式推动相关问题整改。上市公司也应建立相应机制,把保险机构发现的问题纳入内部治理和整改流程,而不是把购买董责险简单视为一项财务安排。

由此,董责险可以形成“风险识别—风险提示—治理整改—持续评估”的闭环。对上市公司而言,可以借助保险机构的专业视角更早发现治理漏洞、降低风险发生概率;对资本市场而言,则增加了一种市场化的外部治理力量,与监管约束、公司自律形成有效互补。

公司治理重在防患于未然,贵在形成长效机制。让董责险真正做到精准承保、有效赔付、持续风控,本质上是借助市场化保险机制,把风险防范关口进一步前移,把外部约束更深度地嵌入企业内部治理。唯有如此,董责险才能从单纯的风险转移工具转变为有效的公司治理工具,为提升上市公司治理效能、提高上市公司质量和资本市场运行质效发挥更大作用。

让董责险释放多重治理价值

■ 苏向泉