

新三板的信息披露需要“四月暖阳”

——晨龙锯床违规披露行政处罚案例评析

白 芸*

摘 要:中国证监会浙江监管局在 2017 年对浙江晨龙锯床股份有限公司未按规定披露关联交易的行为出具了行政处罚决定书,本案被列为当年证监稽查 20 起典型违法案例之一。本文结合案例首先分析了挂牌公司进行关联交易应履行的内部批准和信息披露程序,其次将新三板与证券交易所对(在其挂牌或上市的)公司进行关联交易的信息披露要求做对比,最后立足于新三板大部分挂牌公司公众性不强的现状,认为对挂牌公司关联交易的信息披露程序不宜过于严苛,而应在信息披露的成本、效率和投资者保护之间寻求平衡,在分层次管理的改革思路中谋求创新。

关键词:关联交易 信息披露 适当性 挂牌公司 分层管理

根据证监会案情披露,2014 年 9 月 24 日至 2016 年 4 月浙江晨龙锯床股份有限公司(以下简称晨龙锯床)与实际控制人控制的企业浙江晨龙锯床集团有限公司(以下简称晨龙集团)之间共发生 81 笔关联资金交易,晨龙集团占用晨龙锯床的资金累计发生额为 110,753,036.54 元;2014 年 9 月 24 日至 2015 年 12 月,晨龙锯床与浙江合一机械有限公司(以下简称合一机械)共发生 30 笔关联资金交易,合一机械占用晨龙锯床的资金累计发生额为 14,749,829.00 元。

对于上述关联方资金往来情况,晨龙锯床均未按照《非上市公众公司监督管理办法》与公司章程履行相关的审议程序,也未按照《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则》及时履行信息披露义务,仅在半年度报告和年度报告中进行了相关披露,并且该公司在 2015 年半年度报告对关联方资金占用数额的披露存在不准确、

* 北京大学法学院 2017 级金融法方向硕士研究生。

不完整的情况。

2017年3月16日浙江证监局决定,对晨龙锯床给予警告,并处以30万元罚款,对直接负责人丁泽某和周杰给予警告,并分别处以3万元罚款(行政处罚决定书[2017]2号)。而在浙江证监局进行处罚之前,全国股转公司(以下简称新三板)在2016年11月23日就决定给予浙江晨龙锯床股份有限公司、丁泽某公开谴责,给予周杰通报批评的纪律处分(股转系统发[2016]379号)。

一、对关联交易的规制——内部批准与外部披露程序

本案涉及对挂牌公司未按规定披露关联交易的处罚,本文将从案情出发,论述规制关联交易的必要性,并梳理进行关联交易应当履行的内部批准和外部披露程序。

(一) 案涉关联交易

案涉挂牌公司晨龙锯床(图1)、晨龙集团(图2)以及合一机械(图3)股权结构如图1~3所示:

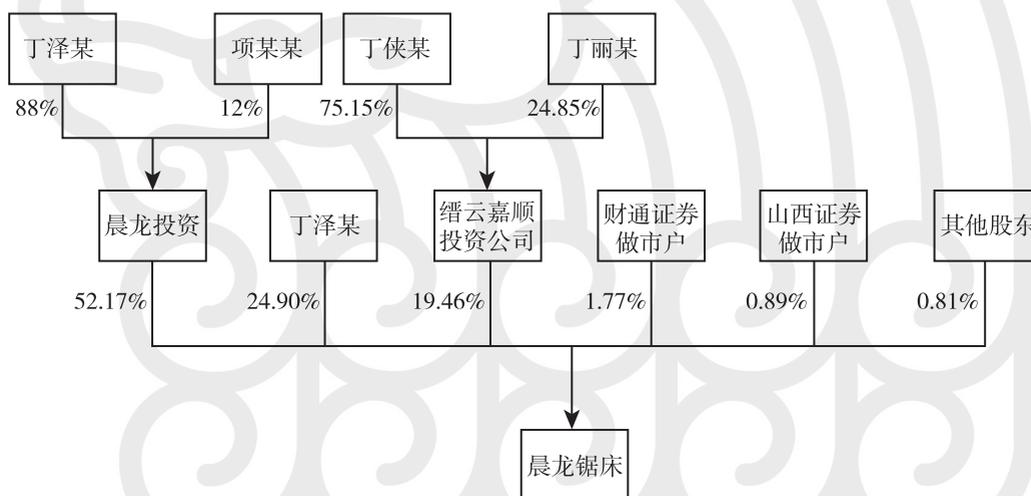


图1 晨龙锯床股权结构^①

^① 浙江晨龙锯床股份有限公司公司资讯,载全国中小企业股份转让系统:<http://www.neeq.com.cn/nq/detailcompany.html?companyCode=831160&typeId=1&typeName=Z>,最后访问日期:2018年2月20日。

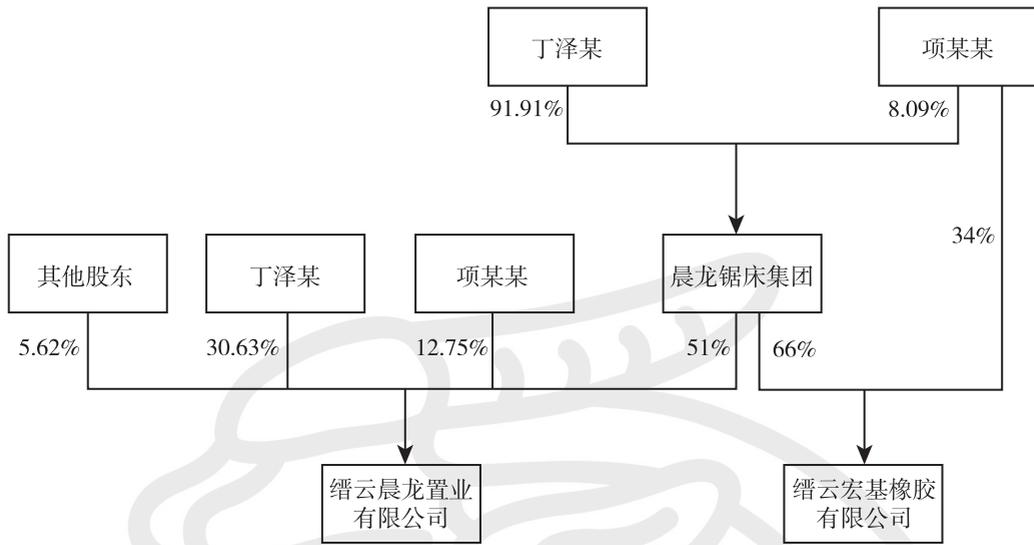


图2 晨龙集团股权结构^①

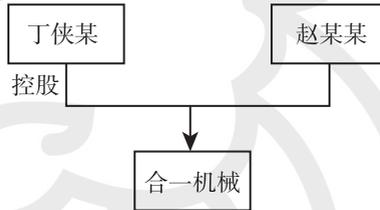


图3 合一机械股权结构^②

其中,丁泽某是晨龙锯床的实际控制人,直接持有晨龙锯床 24.90% 的股份,间接持有晨龙锯床 45.91% 的股份(合计持有晨龙锯床 70.81% 的股份),并且担任该公司的董事长。同时,丁泽某还是晨龙集团的控股股东,直接持有晨龙锯床集团 91.91% 的股份。丁泽某的儿子丁侠某,是合一机械的控股股东和监事。

由此可见,晨龙锯床、晨龙集团、合一机械均为关联公司,具体而言:挂牌公司晨龙锯床与晨龙集团构成《企业会计准则第 36 号——关联方披露》第 4 条第 5 项下的关联企业,晨龙锯床与合一机械构成《企业会计准则第 36 号——关联方披露》第 4 条

^① 资料来源于晨龙锯床《公开转让说明书》以及国家企业信用信息公示系统(浙江)对案涉公司股权结构的公示:<http://zj.gsxt.gov.cn/index.html>,最后访问日期:2018年2月20日。

^② 同上注。

第10项下的关联企业。^①

根据浙江证监局出示的行政处罚决定书(〔2017〕2号):2014年9月24日至2016年4月,晨龙集团占用晨龙锯床的资金累计发生额为110,753,036.54元,占用形成原因系关联方资金周转;^②2014年9月24日至2015年12月,合一机械占用晨龙锯床的资金累计发生额为14,749,829.00元。^③关联企业晨龙集团、合一机械对挂牌公司晨龙锯床的资金占用属于《会计准则》第8条第5项下,提供资金类型的关联交易,即资金占用属于关联交易的一种。^④

(二)对关联交易规制的必要性

现实生活中,关联交易大量存在,其带来的好处包括使公司获得额外的收益、降低交易成本、提高公司运营效率、获得规模经济效益等;但是关联交易中蕴含的常常是明显的不公允倾向——具有关联关系的主体不会无缘无故去进行一项交易,其介绍、推动和批准关联交易最直接的动力往往是从该交易中获取自己的利益^⑤——尤其是本案这样的资金占用型关联交易,其具有更强的不公允性倾向。这是因为资金具有流动性,只要关联方占用挂牌公司资金(而不支付合理的利息)就是一种获益。如果任凭控股股东随意挪用挂牌公司资金,会使股东大会、监事会、董事会形同虚设,控股股东则通过关联交易直接占有公司的利益。

(三)对关联交易规制的内部批准与外部披露程序

既然关联交易是把“双刃剑”,法律需要通过对关联交易的内部批准与外部披露制度“趋利避害”。具体而言:第一,关联交易需要经过股东(大)会、董事会的内部批准。一方面,是将要进行的交易及其中可能存在的利益关系公开,让股东全面地了解

^① 《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则》第34条规定,挂牌公司的关联交易,是指挂牌公司与关联方之间发生的转移资源或者义务的事项。第35条规定,挂牌公司的关联方及关联关系包括《企业会计准则第36号——关联方披露》规定的情形,以及挂牌公司、主办券商或全国股转公司根据实质重于形式原则认定的情形。《企业会计准则关联方披露》第4条规定:“下列各方构成企业的关联方……(五)对该企业施加重大影响的投资方。……(十)该企业主要投资者个人、关键管理人员或与其关系密切的家庭成员控制、共同控制或施加重大影响的其他企业。”

^② 根据行政处罚决定书〔2017〕2号披露的内容,2014年9月24日至2016年4月,晨龙锯床与晨龙集团之间共发生81笔关联资金交易;2016年1月至4月,晨龙锯床与晨龙集团之间共发生15笔关联资金交易,晨龙集团占用晨龙锯床的资金累计发生额为110,753,036.54元。

^③ 根据行政处罚决定书〔2017〕2号披露的内容,2014年9月24日至2015年12月,晨龙锯床与合一机械共发生30笔关联资金交易;2015年1月至12月,晨龙锯床与合一机械之间共发生22笔关联资金交易合一机械占用晨龙锯床的资金累计发生额为14,749,829.00元。

^④ 《企业会计准则第36号——关联方披露》第8条规定:“关联方交易的类型通常包括下列各项……(五)提供资金(贷款或股权投资)……”

^⑤ 参见孙爱林:《关联交易的法律规则》,法律出版社2006年版,第10~22页。

信息并据此做出商业决策;另一方面,召开股东(大)会和董事会也是公司意思的形成过程,在该过程中能排除一些不合理的、股东整体上不能接受的关联交易。^① 内部批准程序还需要表决权回避——当控股股东与公司所表决的事项有特别的利害关系时,这些股东无权进行表决。^②

第二,关联交易的外部披露制度,即公司需要将关联交易的价格、交易对手方等信息向中小股东进行披露,以便其做出是否继续投资的判断。晨龙锯床作为挂牌公司,存在一定数量的中小投资者,这些中小投资者可能难以参与公司对于关联交易的批准程序中来,这时就需要通过对关联交易的信息披露,消除中小投资者与公司之间的信息不对称,让他们充分了解公司的资金使用情况。

综上,所有公司在进行关联交易时都需要股东(大)会/董事会的内部批准程序,具有中小投资者(公众性)的公司还需要履行外部披露制度。正所谓“阳光是最好的防腐剂”,对关联交易的外部披露制度就是本文中信息披露的阳光,它实质上是在通过公司对中小投资者的信息披露倒逼具有公众性的公司规范治理。

二、新三板的信息披露不需要“夏日骄阳”——新三板与证券交易所对关联交易规制的对比

实践中,同被定位为公众公司,新三板和证券交易所对在其内挂牌(或上市)的公司关联交易的规制有所不同。

^① 当然出于效率的考虑,股东(大)会只需要对公司的重大关联交易进行批准,一般的关联交易由董事会批准,一些影响很小的关联交易则不需要批准。

^② 《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)第16条第2款规定,公司为公司股东或者实际控制人提供担保的,必须经股东会或者股东大会决议。第3款规定,前款规定的股东或者受前款规定的实际控制人支配的股东,不得参加前款规定事项的表决。该项表决由出席会议的其他股东所持表决权的过半数通过。这既是对关联股东表决权的限制制度,但只是针对担保事项而未能包括其他关联交易,也未确立表决限制豁免制度。《上市公司章程指引》第79条规定,股东大会审议有关关联交易事项时,关联股东不应参与投票表决,其所代表的有表决权的股份数不计入有效表决总数;股东大会决议的公告应当充分披露非关联股东的表决情况。公司应当根据具体情况,在章程中制订有关关系股东的回避和表决程序。这一规定是涉及关联交易的批准,并设计表决限制的豁免问题,但对需回避的特殊情况并未进一步解释。《上市公司股东大会规范意见》第31条规定,股东与股东大会拟审议事项有关联关系时,应当回避表决,其所持有表决权的股份不计入出席股东会有表决权的股份总数。股东大会审议影响中小投资者利益的重大事项时,对中小投资者的表决应当单独计票。单独计票结果应当及时公开披露。公司持有自己的股份没有表决权,且该部分股份不计入出席股东会有表决权的股份总数。公司董事会、独立董事和符合相关规定条件的股东可以公开征集股东投票权。征集股东投票权应当向被征集人充分披露具体投票意向等信息。禁止以有偿或者变相有偿的方式征集股东投票权。公司不得对征集投票权提出最低持股比例限制。

(一) 新三板与证券交易所对关联交易规制的对比

对于挂牌公司关联交易信息披露的规制主要体现在《非上市公众公司监督管理办法》(以下简称《非公办法》),以及《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则》(以下简称《信披细则》)第三节中。对于上市公司关联交易的规制存在于《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)中,^①事实上,长期以来对上市公司关联交易的规制依赖于证监会颁行的部门规章以及交易所的相关规则。

本文认为两方规制存在以下不同:

首先,从内部批准制度上看,新三板挂牌公司除预计金额内的日常性关联交易需要股东大会审批外,其他的关联交易交由挂牌公司章程自主决定是由董事会还是由股东大会表决(如表1所示)。

表1 挂牌公司关联交易的批准机关

关联交易分类	细分类	审议机关
日常性关联交易	本年度预计金额	股东大会
	超出本年度预计金额	公司章程(股东大会或董事会)
其他关联交易	公司章程规定的	公司章程(股东大会或董事会)
	公司章程未规定的	股东大会

但沪、深交易所的股票上市规则对上市公司的关联交易却明确规定了审议机关。例如《上海证券交易所股票上市规则》(2018年11月修订)、《深圳证券交易所股票上市规则》(2018年11月修订)、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》(2018年11月修订)中对上市公司与不同对象、进行不同额度关联交易的内部批准程序进行了详细规定(如表2所示)。

表2 上市公司关联交易的批准机关

关联交易分类	审议机关
上市公司与关联自然人发生的交易金额在30万元以上的关联交易	经董事会审议后及时披露
上市公司与关联法人发生的交易金额在100万元(创业板)或300万以上(沪深主板、中小板)以上,且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值0.5%以上的关联交易	经董事会审议后及时披露

^① 《证券法》第130条第2款规定,证券公司不得为其股东或者股东的关联人提供融资或者担保。

续表

关联交易分类	审议机关
上市公司与关联人发生的交易(上市公司获赠现金资产、提供担保、单纯减免上市公司义务的债务除外)金额在1000万元以上(创业板)或3000万元以上(沪深主板、中小板),且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值5%以上的关联交易	除应当及时披露外,还应聘请具有从事证券、期货相关业务资格的中介机构,对交易标的进行评估或者审计,并将该交易提交股东大会审议
上市公司为关联人提供担保的,无论数额大小	在董事会审议通过后提交股东大会审议

显然,挂牌公司与上市公司在关联交易的内部批准方面具有更强的自主性。

其次,从表决回避制度上看,对挂牌公司的表决权回避制度规定在《信披细则》中,^①而对上市公司的表决回避制度规定在《公司法》第124条,^②前者系全国股转公司自行制定的业务规则,效力层级低,且规定得更具原则性。从规定的内容而言,证券交易所对上市公司关联交易的规制更加细致,比如在《上海证券交易所股票上市规则》10.2.2中,详细地规定了需要回避的关联股东类型。^③

最后,从外部披露程序上看,新三板挂牌公司的信息披露与上市公司的信息披露,都包括挂牌或上市前的信息披露及挂牌或上市后的持续信息披露,其中持续信息披露包括定期报告和临时报告,定期报告包括季度报告、半年报告和年度报告,但是季度报告不是新三板基础层的强制披露内容。

通过对比发现,上市公司对关联交易的信息披露要求显然比新三板挂牌公司严格。

(二)对上市公司关联交易的规制历程

回首过去,挂牌公司的资金占用乱象也曾出现在A股市场。在21世纪初,大股东及其关联方占用上市公司资金进行利益输送,导致了整个市场的诚信丧失,严重损害了中小投资者的利益。鉴于资金占用这种关联交易已经严重影响了中国证券市场的发展,监管层采取了一系列措施对其进行严格的治理。

^① 《披露细则》第36条规定,挂牌公司董事会、股东大会审议关联交易事项时,应当执行公司章程规定的表决权回避制度。

^② 《公司法》第124条规定,上市公司董事与董事会会议决议事项所涉及的企业有关联关系的,不得对该项决议行使表决权,也不得代理其他董事行使表决权。该董事会会议由过半数的无关联关系董事出席即可举行,董事会会议所作决议须经无关联关系董事过半数通过。出席董事会的无关联关系董事人数不足三人的,应将该事项提交上市公司股东大会审议。

^③ 《上海证券交易所股票上市规则》(2018年修订)10.2.2规定:“(一)为交易对方;(二)为交易对方的直接或者间接控制人;(三)被交易对方直接或者间接控制;(四)与交易对方受同一法人或其他组织或者自然人直接或间接控制;(五)因与交易对方或者其关联人存在尚未履行完毕的股权转让协议或者其他协议而使其表决权受到限制和影响的股东;(六)中国证监会或者本所认定的可能造成上市公司利益对其倾斜的股东。”

2003年证监会、国资委发布《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》(证监发[2003]56号),提出在上市公司控股股东及其他关联方与上市公司发生的经营性资金往来中,应当严格限制占用上市公司资金,并要求上市公司不得通过该通知列举的方式将资金直接或间接地提供给控股股东及其他关联方使用。

2005年国务院批转证监会《关于提高上市公司质量意见的通知》(国发[2005]34号)表示严禁侵占上市公司资金。控股股东或实际控制人不得以向上市公司借款、由上市公司提供担保、代偿债务、代垫款项等各种名目侵占上市公司资金。对已经侵占的资金,控股股东尤其是国有控股股东或实际控制人要针对不同情况,采取现金清偿、红利抵债、以股抵债、以资抵债等方式,加快偿还速度,务必在2006年底前偿还完毕。

2006年证监会、公安部等《关于进一步做好清理大股东占用上市公司资金工作的通知》(证监发[2006]128号)中提到上市公司是证券市场的基石,大量存在的大股东占用上市公司资金的行为,严重阻碍了上市公司的健康、持续发展,侵犯了上市公司法人财产权的完整性,影响了资本市场诚信建设和健康发展,是导致部分上市公司连续亏损直至退市的主要原因,是严重损害公司和广大中小股东权益的违法犯罪行为。清理大股东对上市公司资金占用,有利于维护社会主义市场经济秩序,有利于维护基本的产权制度,有利于促进资本市场乃至整个社会诚信文化的建设,是当前提高上市公司质量首要而紧急的任务。

经过重点治理,2007年年初上市公司资金占用治理工作取得阶段性成果,对于尚未完成清欠工作的公司,证监会表示要暂缓或者限制其融资、恢复上市等方面的资本运作。可以说历时四年有余的资金占用清退战使大股东资金占用的现象得以改善,维护了资本市场的公平透明。^①

(三) 对新三板关联交易信息披露规则的反思

2016年5月下旬,证监会对数千家新三板公司启动了资金占用专项检查,对包括页游科技、伽力森、蓝天园林、银奕达、山水股份、皆悦传媒、中泰传媒、金侨教育、港龙股份、大成科创等在内的挂牌公司采取了自律监管措施,一些公司甚至被证监会立案调查,可以看出新三板对治理关联交易不规范现象的决心。那么,是否有必要全盘借

^① 《新三板违规占资乱象丛生,监管层下决心整治“顽疾”!》,载公众号“新三板第一榜”:https://mp.weixin.qq.com/s/51YQtK0Y17rWpm3_c_dHjg,最后访问日期:2018年9月12日。

鉴 10 年前对上市公司关联交易规制的历程,对挂牌公司关联交易进行治理呢?

本文认为,证监会进行大规模的调查和治理需要动用大量的公共资金,这些资源应该用来保护实际存在的公众投资者,基于目前新三板大部分挂牌公司股权集中,公众投资者人数较少的现状,证监会的治理要“适度”,不可矫枉过正,否则会造成公共资源的浪费。

那么是否可以依照对上市公司的信息披露标准来严格要求挂牌公司呢?本文认为,答案是否定的。上市公司承担更多的信息披露义务的原因在于:第一,上市公司具有较强的市场融资功能,这使一些控股股东和实际控制人倾向于与公司进行关联交易,以此来侵占上市公司的资金并攫取上市公司的权益,信息披露作为一种有效的监督措施可以尽量减少这种“代理成本”;第二,上市公司股权较为分散,中小投资者众多且大多不参与公司的具体经营管理,所以需要通过对公司对外信息披露掌握公司关联交易的情况,从而“用脚投票”做出是否继续持有股权的决定;第三,上市公司关联交易的影响大、波及面广,作为预防非公允性交易的一种措施,信息披露应当比一般非上市公司严格。

因此公司关联交易信息披露的“阳光强度”要遵循比例原则。换言之,信息披露的频次、成本应与公司的规模成比例。^① 如果超过公司的承受能力而让其披露过多的信息,会使公司入不敷出、不堪重负,甚至会迫使公司退出证券市场。而挂牌公司的普遍特征是处于行业初期的中小微企业,这些公司一般规模较小、组织机构较为简单、抗风险能力弱,对信息披露的成本也更为敏感。在面对繁重的信息披露义务时,小公司会表现得“更不情愿”,而上市公司发行规模较大,如果信息披露能够增加投资者的信心,那么与小公司相比大公司可以享受更多因信息披露带来的融资收益,使们更愿意披露。

综上所述,总体上看,挂牌公司的信息披露义务应当低于上市公司,要求像上市公司那样履行严格的信息披露程序是不必要的,也是低效的。上市公司信息披露的阳光强度之于挂牌公司是“夏日骄阳”,会让初生的嫩芽迅速枯萎。

^① 参见[美]欧姆拉·本·沙哈尔、卡尔·E.施耐德:《过犹不及:强制披露的失败》,陈晓芳译,法律出版社2015年版,第196页。

三、新三板的信息披露需要“四月暖阳”

(一) 新三板挂牌公司的现状

要知道新三板需要怎样强度的“阳光”，需要解挂牌公司的现状。根据《全国中小企业股份转让系统 2018 年市场统计快报》，挂牌公司中股东人数在 50 人以下的公司在 2017 年年末占比 83.62%，这一比例在 2018 年年末是 81.9%（如表 3 所示）。根据 Wind 数据库，截至 2019 年 1 月 7 日，新三板共挂牌 10,684 家公司（见表 4）。从股东数量上看，股东人数在 50 人以下的公司占比为 81.88%（如表 3 所示）。^① 虽然这一比例在稍有下降，但是总体上看股东人数不足 50 人的公司所占比例仍然较大。同时，Wind 数据库显示，2018 年挂牌公司有发行行为的公司共有 1215 家（见表 5），仅占 11.37%（如表 3 所示）。

表 3 2018 年年末与 2017 年年末挂牌公司股东人数分布情况^②

股东人数(人)	2018 年年末		2017 年年末	
	挂牌公司数(家)	占比	挂牌公司数(家)	占比
2	661	6.18%	742	6.38%
3 ~ <10	3957	37.01%	4454	38.30%
10 ~ <50	4138	38.71%	4529	38.94%
50 ~ <100	1037	9.70%	953	8.19%
100 ~ <200	532	4.98%	551	4.74%
≥200	366	3.42%	401	3.45%
合计	10,691	100.00%	11,630	100.00%

^① 资料来源:Wind 数据库,数据总结于全国股转公司 2017 年年报,如果公司是 2018 年 4 月以后挂牌的,其数据未纳入统计。

^② 资料来源:《全国中小企业股份转让系统 2018 年市场统计快报》。

表4 2019年1月新三板公司股东人数^①

股东数量(人)	公司数量(家)
<5	2111
5 ~ <10	2502
10 ~ <20	2057
20 ~ <35	1366
35 ~ <50	713
50 ~ <100	1037
100 ~ <200	532
200 ~ <300	169
300 ~ <400	80
400 ~ <500	39
500 ~ <1000	57
≥1000	21

表5 2018年挂牌公司发行次数统计^②

发行次数(次)	公司数量(家)
=0	9470
=1	1151
=2	59
>2	5

以案涉晨龙锯床为例,项某某、丁侠某和丁丽某分别为实际控制人丁泽某的妻子、儿子和女儿(如图1所示),所以仅仅丁氏家族就占股96.53%;另外,该公司前十大股东所占股权比例高达99.88%,其从未对外募集资金,不存在外部股东——这也正是大部分挂牌公司的现状,股权集中,中小投资者人数少,公司没有那么强的公众性。

有观点认为,对于那些没有发生过融资行为,没有外部股东的挂牌公司(如晨龙锯床),不必对其关联交易予以信息披露的要求。本文对这种观点持反对态度:第一,从新三板的定位和功能上看,国务院49号文将新三板定位为“全国性的证券交易场所”,2012年证监会颁布的《非上市公众公司监督管理办法》将新三板挂牌公司定位

① 资料来源:Wind数据库。

② 资料来源:Wind数据库。

为“非上市公众公司”，故相关规则都认为新三板是在一个公开市场的前提下建立起来的。第二，公司挂牌是被市场“认识”的过程，公司挂牌后可以获得投资者更多的关注，具有增信的效果。实践中公司挂牌后更容易申请到银行贷款，还可以获得地方政府对挂牌费用的补贴，作为代价，挂牌公司的大股东就需要具备公众公司的意识，依照规定进行信息披露，不能把个人意志凌驾于公司管理之上。第三，从挂牌公司的潜在投资者角度看，虽然现在多数挂牌公司中小投资者的人数较少、股权分散度不高，但是毕竟许多“盘子大”的公司存在做市商，比如晨龙锯床的第四和第五大股东就是由财通证券和山西证券承担的做市户，如此挂牌公司股权存在分散的可能性，而在未来转板制度建立后，新三板的股权有可能进行公开交易。换言之，挂牌公司存在中小投资者变多的可能性，所以其进行信息披露实有必要的，本文认为这也是证监会将“晨龙锯床违规披露案”列为证监会典型案例的重要原因。

（二）挂牌公司进行信息披露的成本

实然层面，“不以规矩，不能成方圆”，但是在应然层面，本文认为不加区分地对挂牌公司苛以严格的信息披露要求会产生较大的成本：

首先，是信息披露的审计成本。挂牌公司的信息披露的基本框架与上市公司基本一致，分为定期报告与临时报告，^①挂牌公司每年因履行信息披露义务产生的审计费用是基础层公司约 20 万元，创新层公司约 30 万元。另外，由于挂牌公司施行主办券商的持续督导制度，所以挂牌公司要先将信息披露内容发给主办券商（信息披露接口只有主办券商有权限），再由券商上传系统，而券商每年持续督导费用的市价是 10 万～30 万元。

其次，是审计资源与挂牌公司数量的不匹配。因为会计师事务所的数量有限，原则上挂牌公司应该在披露季（每年的 1 月 1 日至 4 月 30 日）均衡披露，只能变更一次预约时间。但是实践中公司数量众多，会计师事务所资源有限，审计时间不及时，常发生多次更改预约时间的现象。并且经常是越有风险的公司披露得越晚，这在后期给新三板带来了很大的监管压力。

^① 初始挂牌有公开转让说明书，有格式指引。持续性定期报告，年报和半年报所有公司都要披露，年报要求有证券期货资格的会计师事务所审计；季报只有创新层公司、部分金融行业[银证保、公募基金公司、非持牌类金融属性的公司如小贷、融资租赁、融资担保、保理、典当（暂停）、私募基金管理人（暂停）]必须披露；临时报告（重大事项：对投资者决策有重大影响、对交易价格有重大影响）2 天之内及时披露。必须披露的类型：三会（董事会、股东会、监事会）的决议、重大交易行为（对外投资、担保、资产购买和出售）、对公司有重大影响的外部事件（“董监高”离职或无法正常履职）。

最后,回到对资金占用的监管效果看,许多挂牌公司耗费巨大的人力、财力成本履行信息披露义务,股东却只有少数几个“自家人”,分散了监管重点,也并未起到规范资金占用的根本目的——保护实际存在的公众投资者的效果。

所以,根据信息披露的比例原则,本文认为,对目前公众性不强的挂牌公司,在其与特定公司之间进行关联交易时,或许可以予以信息披露义务的豁免。在新三板分层管理改革中,本文看到了这样的可能性。

(三) 新三板的分层管理改革

2017年12月22日,新三板为了应对挂牌公司多元化特点和不同需求,改进市场信息质量、减少投资者信息搜寻的成本,颁布了《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法》,实施市场分层制度改革。此次改革是按照一定的标准,将挂牌公司分为创新层与基础层,并给予不同的信息披露义务。^①

具体而言,进入创新层挂牌公司的股权分散度和交易需求均高于基础层公司,基于两个层次公司公众化程度的不同,新三板对公司信息披露的标准作以下差异化规定:第一,要求创新层挂牌公司适度增加披露内容,在定期报告中披露详细的营业收入构成、行业状况和监管政策变化情况等;第二,要求创新层挂牌公司实行分行业信息披露,在定期报告中增加反映行业特点的披露内容;第三,鼓励创新层挂牌公司提高披露频次,增加业绩预告和业绩快报的披露要求;第四,增加创新层挂牌公司临时公告类型,临时公告的事项由目前的19项增加至27项;第五,要求创新层挂牌公司设置符合任职资格的董事会秘书,专职负责信息披露工作。而对于基础层,新三板要求其继续执行现有信息披露规则,并且允许其自愿执行创新层公司的披露标准,但监管部门不做强制要求。

具体到对关联交易的信息披露而言,基础层挂牌公司的披露要求当然也较创新层更低,如在《全国中小企业股份转让系统基础层挂牌公司年度报告内容与格式指引》中,第25条规定:“如果上述担保的累计金额不超过本年度末净资产(经审计)绝对值10%的,可以免于披露。”第26条规定:“如果上述对外提供借款的累计金额不超过本年度末净资产(经审计)绝对值10%的,可以免于披露。”

^① 具体而言,基础层和创新层的分层标准的是以下三者择其一:第一,盈利性标准,即净利润+净资产收益率+股本;第二,成长性标准,即营业收入复合增长率+营业收入+股本;第三,市场认可度标准,即市值+股东权益+做市商家数+股本。另外,挂牌公司若想进入创新层还须满足并维持合格投资者不少于50人的条件。分层给公司带来股权流动性的差异——进入创新层的公司股权流动性更高,做市商每天撮合5次,而基础层每天只能撮合1次。

(四) 基于新三板分层管理改革对关联交易信息披露规则的反思

这次分层改革体现了新三板“差别对待”的改革思路,即根据挂牌公司公众性的不同予以不同的信息披露标准,使新三板信息披露的“阳光强度”遵循比例原则,与公司的公众性相互匹配。

或许在未来,新三板可以延续这个思路,对案涉这样目前中小投资者不是很多、公众性尚不强的挂牌公司,与其特定关联公司之间的资金往来或某些特定的关联交易,在通过合规的内部批准程序后,进行(外部)信息披露的豁免。另外,强制性信息披露未必能获得想要的信息,相反,转换思路,在一定范围内或一定程度上实施自愿性信息披露制度(如同此次分层改革中,允许基础层公司自愿依照创新层的标准进行信息披露),反而能激励挂牌公司资源向市场提供更多的信息。

“阳光是最好的防腐剂”,监管部门越来越重视挂牌公司信息披露的阳光,对晨龙锯床违规披露的处罚便是体现。但是,在新三板多数挂牌公司公众性不足的现状下,新三板真的需要这些阳光吗?如果需要,其光线需要与上市公司一样强吗?这些问题都需要结合新三板的土壤来看,结合挂牌公司的真实成长状况而决定。本文认为,如果新三板信息披露的阳光的强度和证券交易所一样,那对挂牌公司无意于三伏天的骄阳炙烤大地;夏日可畏,或许只有适合挂牌公司现实状况的分层信息披露规则,才是四月天的暖阳,才终能使新三板迎来真正明媚的春天。