

跨市场收购的信息披露问题研究

——以上市公司收购挂牌公司为视角

林 海*

摘要:近年来,上市公司收购挂牌公司的案例不断出现。在跨市场并购重组活动中,信息披露制度显现出了特别的重要性。首先,上市公司可以通过挂牌公司定期披露的信息迅速筛选标的,研判收购价值。其次,在新三板的挂牌公司唯有较好地履行权益变动披露义务,才能顺利完成收购。最后,跨市场收购在披露的信息内容、时间节点方面,交易所市场和新三板市场应当保持一致与协同。

关键词:上市公司 跨市场收购 挂牌公司
信息披露

当我们提到多层次资本市场时,映入眼帘的是3000余家上市公司,近12000家新三板挂牌公司。在收购与被收购时,它们彼此之间会产生怎样的化学反应?无论新三板市场是建设苗圃,还是培育大树,目前这个市场已成为上市公司收购最好的标的池。进入2017年,上市公司保持着收购新三板挂

* 北京大学法学博士,经济学博士后,现就职于全国中小企业股份转让系统有限责任公司法律部。本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

牌公司的热度。第一季度,在51起新三板挂牌公司被收购的事件中,即有12起收购人为上市公司,占比超过23.53%。^[1]第二季度,在56起被收购事件中,仍有12起收购人为上市公司。^[2]

相对透明的财务数据、比较创新的行业业态、还算规范的公司治理、整体合规的运营管理,以及褒贬不一的做市商机制,使得这个“池子”里的标的具有了不同于其他收购标的的特性。《非上市公众公司收购办法》和全国中小企业股份转让系统(以下简称全国股转系统)有关收购及信息披露的规则,对于收购挂牌公司提出了权益变动披露和中小股东保护的要求。同时,二级市场和投资者适当性要求,也为收购挂牌公司提供了不同于收购其他标的的可行性路径。

另外,证券交易所在对构成重大资产重组的上市公司收购挂牌公司行为进行审查时,也有许多的关注要点。例如,挂牌公司作为标的的价格,如何计算才公允,与其在新三板二级市场的交易价格之间有何关系?以及新三板的信息披露材料与被收购时的资产评估报告不一致,应当如何处理?这些问题涉及了两个市场之间的衔接与联动,更有关多层次资本市场的监管框架。在当前《证券法》修改、相关条例制定的大背景下,如何在法律、法规、规章甚至交易场所规则之间形成有效联系,避免规则冲突与监管真空,或许是当下最为值得研究的问题之一。

一、信息披露:跨市场收购的基础性制度

对于跨市场收购而言,信息披露制度的意义如何强调都不为过。上市公司收购挂牌公司,无论对于标的方还是收购方,都是应当披露的重大事件。因此,挂牌公司应按照《全国中小企业股份转让系统业务规则》《非上市公众公司监督管理办法》《非上市公众公司收购管理办法》《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则(试行)》《关于申请挂牌期间公司信息披露相关问题的通知》《全国中小企业股份

[1] 徐舜、文天宇:《2017新三板Q1并购研究》,载《首席财务官》2017年第10期。

[2] 徐舜、文天宇:《2017新三板Q2并购研究》,载《首席财务官》2017年第16期。

转让系统挂牌公司暂停与恢复转让业务指南(试行)》等规定履行必要程序,并做好信息披露。

上市公司则应按照《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司证券发行管理办法》、《上市公司非公开发行股票实施细则》、上交所《上市公司重大资产重组信息披露及停复牌业务指引》和《上市公司筹划重大事项停复牌业务指引》、深交所《中小企业板信息披露业务备忘录第8号:重大资产重组相关事项(2016年9月修订)》、《创业板信息披露业务备忘录第13号:重大资产重组相关事项(2016年9月修订)》等规定履行必要程序,做好信息披露。此外,对于国有控股上市公司/挂牌企业,还需履行必要的资产评估及国资审核程序。^[3]

但是,本文要讨论的并非挂牌公司与上市公司各自的信息披露,而是一种“跨市场”的披露及监管——当收购发生时,通常需要沪深交易所去考查挂牌公司在新三板的信息披露质量,需要全国股转公司去判断上市公司的权益变动披露;在两个市场的信息披露不一致时,还需要监管机构与监管规则之间进行适当的衔接与协同。具体而言有以下方面:

1. 沪深交易所需要研判挂牌公司在挂牌后的披露合规与否。和场外资产不同,新三板挂牌公司自挂牌之日起,就需要在主办券商的持续督导下进行信息披露。^[4] 如果挂牌公司在信息披露方面存在违规,如年报未及时准确披露,或者披露的信息被证明存在瑕疵,那么会直接影响沪深交易所对收购标的(重组资产)的判断。沪深交易所以问询函的形式,就挂牌公司的信披质量提出问题,本质上是对收购标的的资产

[3] 尹飞、邹九零:《新三板并购市场发展机遇与制度选择》,载《清华金融评论》2016年第9期。

[4] 主办券商对披露的信息有审核义务。如果信息披露不实,主办券商要承担连带责任。所谓风险揭示公告,是券商的一项义务,也是一项权利。根据《全国中小企业股份转让系统主办券商持续督导工作指引(试行)》第13~14条的规定,主办券商对于企业披露的信息应当进行审查。如果经过审查,券商认为企业提交披露的信息材料,存在误导性陈述或重大遗漏,且企业不配合改正的,主办券商可以向全国股转公司报告,并向投资者发布风险揭示公告——这就为券商提供了重要的制约手段,同时明确了企业对于信息披露的决定权。企业坚持要披露,券商无论如何要给企业披露;作为自保手段,可以发布风险揭示公告,提醒投资者注意,并向监管机构“自证清白”,从而豁免连带的自律监管责任。

质量提出疑问。如果不能顺利回答,那么重组可能会受到影响。

2. 在收购过程中,作为收购人的上市公司,应当按照新三板的权益变动披露制度要求,及时披露其持股比例的变化情况。在新三板,权益变动披露制度与交易所市场既相似,又有不同。根据《非上市公众公司收购管理办法》等规章,不同之处体现在以下三个方面:(1)首次触发点为收购人持股达到公司总股本的10%而非5%;(2)连同间接持有的权益一同计算,而非仅计算直接持有的股权比例;(3)采用“刻度制”而非“幅度制”:收购人持股超过10%后持股比例变动每超过5%的倍数时(无论增持减持),都应当履行权益披露义务。

3. 无论对于挂牌公司还是上市公司,收购作为重大事项,本身即需要依规进行信息披露,而披露的信息内容、时间节点,在两个市场上应当保持一致与协同。收购协议达成,挂牌公司即应当披露控制权转移的信息,与此同时,上市公司应当披露对外重大投资或者重大资产重组的信息。由于两个市场投资者存在重叠,且均为公开市场,信息均向所有投资者公开,因此,任何一个市场的信息都不得存在错发、晚发的情况,否则对于这个市场的投资者就构成了不公平、有差异的对待,甚至会给有心人进行跨市场套利与市场操纵提供可乘之机。

应当说,上市公司对挂牌公司的收购,对信息披露制度提出了新的挑战:收购人与收购标的均系公众公司,分属于两个不同的公开市场,对于信息披露的标准、尺度和规则有着相似但不同的要求。两个市场均在证监会的统一监管下,受《证券法》的统一调整,两个市场的投资者都应当受到平等的保护。收购过程中,既需要熟悉交易所市场的信息披露规则,又要谙熟新三板的信息披露要求。哪一个环节出了问题都可能使交易停滞,增加巨大的交易成本。

二、挂牌公司的信息披露合规

如前所述,对于打算收购新三板挂牌公司的上市公司而言,上述三个方面的信息披露制度,既是有益的工具,又是需要遵守的规矩。特别是构成上市公司重大资产重组时,情况会更为复杂。很多时候,挂牌公

司资产比较大,构成上市公司的重大资产重组,需要在证监会重组委进行审核,并在沪、深交易所进行重组文件(包括重大资产重组预案及报告书等文件材料)披露。在这样的时候,挂牌公司作为资产,其真实价值如何,信披是否合规等问题就会经常被问及。

问题的表述形式通常如下:

“结合挂牌时点、转让公告等相关信息披露内容,以及上市公司本次重组重要时间节点及相关信息披露内容,补充披露标的资产及上市公司有关本次重组信息披露的合规性,并进一步说明标的资产在新三板挂牌以来信息披露的合规性。”^[5]这个问题回答不好,会直接影响交易所对于资产质量的判断。例如下面这个案例:

(一) 案例:广安爱众收购宣燃股份

这是一个“大鱼吃小鱼,小鱼吃虾米”的故事。上市公司广安爱众(600979)拟收购挂牌公司宣燃股份(836102),而后者曾于挂牌前收购了场外公司上海万事红燃气技术发展有限公司(以下简称“上海万事红”)。有意思的是,宣燃股份未在公开转让说明书中就收购上海万事红的事宜进行及时披露。挂牌后,或许是有了作为公众公司的自觉,打算重新进行这次“小鱼吃虾米”的行动。为此,先是将交易价款还给了上海万事红的原股东,后又向全国股转公司提起申请,希望进行这次重大资产重组,将上海万事红“合法”地装进宣燃股份。但是,这个“吃了吐、吐了又想吃”的举动,不但构成了信息披露违规,还让上交所十分不解。3月10日,上交所发出了针对广安爱众收购标的宣燃股份的问询函,指出:

“宣燃股份于2016年3月成为上海万事红的唯一股东;当年4月又将上海万事红100%股权转让给三位原股东;之后,在11月,宣燃股份再次拟以支付现金方式购买上海万事红100%股权,并已支付交易总价的80%(1.656亿元);2017年2月,宣燃股份决议终止收购,但上述已支付的部分价款还未收回。”对此,上交所要求广安爱众补充说明宣燃股份先后买卖、决议收购、终止收购上海万事红股权的原因及合理

[5] 这一表述参考了多份交易所向上市公司收购挂牌公司构成重组的发出的问询意见,如中科电气收购星城石墨、南洋股份收购天融信、广安爱众收购宣燃股份等。

性,上海万事红与宣燃股份及其实际控制人是否存在关联关系或其他利益输送的协议安排。

同时,问询函还要求广安爱众说明,其此次重组预案所披露的标的资产范围是否包含对上海万事红的长期股权投资。这个问题如果回答得不好,将直接影响广安爱众本次资产重组的安排。而到最后,广安爱众也没能就宣燃股份是否已收购了上海万事红、是否形成资产,给出上交所满意的答卷。^[6]因此,最终,广安爱众在宣燃股份摘牌之后,终止了为期五个多月的重组计划,原因是“标的存在不确定性”(宣燃股份还存在部分土地权属瑕疵无法解决)——信披违规的背后,很可能隐藏着不能说的“秘密”,而这些秘密很可能会引发交易所的问询,并最终令重组不了了之。

(二) 信息披露违规如何影响收购进程

挂牌公司的信息披露问题,往往体现为以下三种类型:一是挂牌时

[6] 对于上海万事红交易的来龙去脉,独立财务顾问中德证券曾有这样的解释:2016年3月,工商变更登记完成,万事红成为宣燃股份全资子公司。但是该收购行为发生在向全国股转公司申报新三板挂牌期间,公司经办人员没有意识到此次收购已经触发非上市公司重大资产重组的标准,没有按照挂牌企业信息披露的要求履行相应的决策和信息披露程序。因此,2016年4月又将万事红股权以原价格退还给了原股东,以弥补履行收购决策过程的相关程序。直到2016年11月,双方才谈妥收购,准备走股转的重大资产重组程序。但是这一程序“由于全国股转公司对本次交易一直没有给出明确的意见”,拖到了2017年1月。因为这一事项对广安爱众收购宣燃股份带来了一定的不确定性,因此经过各方协商,2017年1月,宣燃股份召开董事会、股东大会,决定终止对上海万事红的收购。因为前期已经付出了股权转让款,双方正在协商解决该事项。整个事项安排有特定的背景原因,不存在利益输送。但是经查询可知,上海万事红的工商登记变更早已于2016年3月完成,不存在将交易撤销再重新进行的可能性。“申报挂牌期间,没有意识到构成重大资产重组,因而未予披露”的说法,可能也存在问题。挂牌期间公司并不是非上市公司,不需要履行非上市公司的重大资产重组要求。真正的问题不是没有按重组程序进行“停牌、复牌”,而是公司以这么一大笔现金购买资产的行为,没有及时在公开转让说明书中披露。因为存在这一违规,即使重新走一次程序,信息披露违规也不可能抹去。宣燃股份真正的问题,是挂牌时的信息披露违规。我们猜测,这是因为挂牌后有望为上市公司收购,考虑到收购时上市公司会编制重组预案和报告书,信披违规是瞒不过去了,干脆重新做一次重组程序——同时,为收购上海万事红这件事正名,让上海万事红名正言顺地并入宣燃股份,并一同卖给上市公司,在这次上市公司的重大资产重组中多卖出点价钱。可惜的是,到最后连上市公司也对宣燃股份的资产价值产生了怀疑,最终放弃了收购计划。

的公开转让说明书瑕疵;二是挂牌后的定期信息披露存在问题;三是挂牌后的临时信息披露,对于重大问题,没有说清楚。

前文提及的宣燃股份信息披露违规问题,就发生在提交挂牌材料至完成挂牌的“盲点”时期。尽管全国股转公司针对这段时间的重大事项提出了披露要求,要求“及时报告挂牌业务部,并根据具体情况对公开转让说明书等首次信息披露文件进行更新调整”,但是往往无论主办券商还是企业都对此重视不足。^[7] 宣燃股份就是在这段时间收购上海万事红,并且未合规披露于公开转让说明书,最终给收购埋下隐患。^[8]

除了在申报后、挂牌前的盲点阶段外,股改之前的一些不合规问题,如果未在挂牌时披露,在后续被收购时也可能突然“冒”出来——通常是在收购时,独立财务顾问发现了问题,打算进行“整改”并倒逼挂牌公司补充披露时,构成了信息披露违规,并被全国股转公司处罚——这个环节处理得不好,会将收购战线进一步拉长,造成时间、精力和资金成本的损耗。例如,曾一度成为某上市公司拟收购对象的世博演艺(834191),在有限责任公司阶段,即出现过未经公司决策程

[7] 全国股转公司发布的《关于申请挂牌期间公司信息披露相关问题的通知》第1条规定:“自提交挂牌申请之日起至我司出具同意挂牌函之前,公司在此期间发生的所有重大事件均需及时报告挂牌业务部,对重大事件的判断参照《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则(试行)》第三章的规定。”第2条规定:“在我司出具同意挂牌的函至首次信息披露期间,公司已纳入全国股份转让系统的自律监管,应严格遵守《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则(试行)》等有关规定,履行信息披露义务;如公司发生涉及申请挂牌条件的重大事件,应及时报告挂牌业务部,并根据具体情况对公开转让说明书等首次信息披露文件进行更新调整。”

[8] 尽管宣燃股份签订了收购协议,支付了收购对价,并且完成了工商注册的变更,但未在公开转让说明书予以披露。这就为后来的广安爱众收购埋下了隐患。最终,广安爱众于2017年4月12日发布《广安爱众:关于终止重大资产重组事项的说明》,对终止本次重大资产重组的原因表述为:“现由于标的公司某些问题在短时间内解决存在不确定性(主要是爱众水务股东出资及股权转让至今未获得有权部门批准,以及宣燃股份部分土地的权属瑕疵,部分对外担保解除等问题),导致本次重组的完成时间目前不能预计,继续推进本次重大资产重组的条件不够成熟。”参见《上海证券报》2017年4月12日。

序,以闲余资金 800 万元用于投资股票的行为。^[9]

世博演艺的这一违规问题在挂牌时始终未予披露,直到 2016 年 4 月 28 日披露的年报中才首次对外说明。这就要求上市公司在对挂牌公司进行收购时,应当充分核查其在挂牌前后的信息披露状况,存在披露违规的,应当及时要求其处理。如果待沪深交易所问询才处理,可能流程会更长,会更为被动。通常的情况是,全国股转公司将对其实施自律监管措施,并且要求其更正此前披露的信息。例如,对世博演艺的违规行为,全国股转公司即认定,其违反了《全国中小企业股份转让系统业务规则(试行)》第 1.5 条、《全国中小企业股份转让系统挂牌公开转让说明书内容与格式指引(试行)》第 35 条的规定,并给予挂牌公司及其信息披露负责人相应的自律监管措施。^[10]但这一流程确实也拖得比较长,以至于潜在的收购者失去了兴趣。

三、跨市场收购的权益变动披露

如果说挂牌公司的信息披露合规性问题,是沪深证券交易所“跨市场”地对挂牌公司进行监管,那么上市公司在收购挂牌公司时,其持股比例的变化达到权益变动披露与收购披露标准时,是否合规披露的问题,就是全国股转公司对于作为投资者的上市公司进行监管的过程。现实中,尚未出现上市公司未履行权益变动披露规则而被采取自律监管措施的案例。但是,由于新三板市场的权益变动披露规则不完全相

[9] 从世博演艺披露的年报和自律监管决定书中可以看到,其投资股票的行为确实发生于有限责任公司阶段,虽然没有形成“书面文件”,但也符合“公司章程”。这一事项属于在挂牌申报材料中,应当披露并专门说明的事项。但是,在公开转让说明书中,世博演艺的说法却是:“报告期内,公司无对外担保、委托理财、对外重大投资……”直到挂牌后券商进行走访才有所揭示——更大的可能是相关账目“对不上”,不得不披露。于是,只得在年报中进行“迟到的”披露。

[10] 《全国中小企业股份转让系统挂牌公开转让说明书内容与格式指引(试行)》第 35 条规定:“申请挂牌公司应扼要披露会计报表附注中的资产负债表日后事项,或有事项及其他重要事项,包括对持续经营可能产生较大影响的诉讼或仲裁、担保等事项。”

同于交易所市场,一些谙熟交易所市场“举牌”规则、经历过“大风大浪”的机构投资者,在进行挂牌公司收购时往往也会“阴沟翻船”。例如下面这个收购案例:

(一) 案例:ST展唐收购权益变动披露违规

2017年7月10日,新三板公司ST展唐(430635)收到5封自律监管,控股股东浙江福特资产管理股份有限公司、实际控制人陈永亮及被收购前的原前三大股东悉数受罚。ST展唐2014年登陆新三板,主要提供手机等移动通讯终端的相关服务。随后,持续经营能力存疑的ST展唐频繁被曝拖欠物业费、员工工资问题,被定义为“停产第一股”。压力之下,ST展唐被以处置不良资产为业务的浙江福特资产管理股份有限公司收购,实际控制人易主。

2016年7月25日,ST展唐原前三大股东CGmobile Holdings Limited(以下简称CGmobile),Smart Target Management Ltd.,Sunrasia Investment Limited与浙江福特资产管理股份有限公司(以下简称“福特资产”)签订《股权转让协议》。当日,双方通过全国股转系统交易平台完成交易,福特资产向原前三大股东累计买入ST展唐46,337,813股,占总股本57.92%,成为ST展唐控股股东。

收购完成后,2016年9月13日,福特资产、ST展唐等方才披露收购报告书、财务顾问报告书及律师意见书。但是,全国股转公司仍然对于收购人福特资产和原前三大股东均给予了自律监管措施(出具警示函)。原因是,福特资产在向前三大股东买入股份的每一次交易,都触发了权益变动披露义务。福特资产没有遵守《非上市公众公司收购管理办法》等规定,反而继续进行交易。对此,全国股转公司向福特资产和福特资产的实际控制人(后成为ST展唐实际控制人)陈永亮出具警示函,并且暂停解除其股票限售——在福特资产作为收购人所持有的ST展唐股票限售期满后,暂停解除限售12个月,即实际延长其限售期一年。

与此同时,全国股转公司还认定,CGmobile等原前三大股东在卖出股份时,多次交易也触发权益变动披露义务。例如,CGmobile以19笔交易的方式,将持股比例从22.79%降为0%。其中第三次交易完成后,持股比例从20.285%降至19.04%,即触发权益变动披露义务。根

据《非上市公司收购管理办法》等规定,应当在该事实发生之日起2日内编制并披露权益变动报告书,报送全国股转系统,同时通知该公众公司。在披露权益变动报告书后的两个交易日内不得再进行交易。而CGmobile非但没有进行权益变动披露,也没有停止交易,反而在此后继续进行了16笔交易,将持股比例降到了0。对此,全国股转公司对其亦出具了警示函。^[11]

(二)相似的披露原则,不同的规则细节

和上市公司收购时的权益变动披露制度相似,新三板挂牌公司在被收购时的权益变动披露,也采取“首次触发”、“持续触发”、触发后披露前不得再交易的整体原则。但是,在一些规则细节方面,存在以下不同:

一是对于“持股比例”,采取了较为严格的表述。在《非上市公司收购管理办法》中,没有采取持股比例的表述,而是使用了“拥有权益的股份占该公众公司已发行股份的比例”,从而将直接持股和间接持股、自己持股及控制他人持股的形态都包含在内。^[12]

二是对首次触发条件的规定不同于上市公司收购规则的规定。《非上市公司收购管理办法》规定,通过全国股份转让系统的做市方式、竞价方式进行证券转让,投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到公众公司已发行股份的10%,或者通过协议方式,投资者及其一致行动人在公众公司中拥有权益的股份拟达到或者超过公众公司已发行股份的10%的,触发首次权益变动披露的义务。^[13]

三是持续触发条件采取“刻度制”而非“幅度制”,即拥有权益的比例达到10%后,其拥有权益的股份占该公众公司已发行股份的比例每

[11] 详细报道参见ST展唐2017年7月10日披露的公告《展唐通讯科技(上海)股份有限公司关于公司实际控制人陈永亮先生收到全国中小企业股份转让系统有限责任公司采取自律监管措施决定的公告》等五则公告。

[12] 邢会强:《新三板市场建设法律问题研究》,中国法制出版社2015年版,第130~131页。

[13] 之所以采取10%的触发要件,而非采取上市公司的持股比例5%的安排,可能是与新三板挂牌公司体量较小有关的。如果以持股比例达到5%为标准,触发权益变动披露义务,可能会“误伤”无收购意图的日常交易行为,给交易行为增加不必要的成本。

增加或者减少5%（其拥有权益的股份每达到5%的整数倍时），应当编制并披露权益变动报告书。^[14] 在前述案例中，CGmobile的违规行为即发生在持股比例自20.285%降至19.04%的这次交易。

四是违反权益变动披露义务规则的后果。《证券法》修改过程中，曾有意见提出，对于上市公司收购中，违反权益变动披露义务规定，未及时进行权益变动披露而继续增持的份额，或是采取强制卖出的安排，或是采取限制表决权的安排。但是目前在实践中，无论是强制卖出还是限制表决权，都暂时于法无据。对于挂牌公司收购中的违规增持，一般无法限制其违规增持股份的表决权，也无法强制其卖出股份。但是，存在如前文ST展唐收购案中对于福特资产所采取的自律监管措施，可以对违规增持的股份采取延长其限售期的做法，增加对收购人在下一步减持中的限制安排。

综上，上市公司收购挂牌公司过程中，无论是直接收购还是借基金之手间接收购，都应当遵守前述规则，否则当触发权益变动披露义务而未及时履行时，不但会收到全国股转公司的“罚单”，还可能被延长持股限售的周期，从而影响后续的战略安排。

四、跨市场信息披露的一致性

除了前述信息披露问题外，上市公司在收购挂牌公司时，监管机构也经常会问到这样的问题：

“本次重组披露信息与挂牌期间披露信息是否存在差异。如存在，补充披露差异的具体内容、性质及出现原因，是否已在全国股转系统更正披露，并逐个列明受影响的报表项目及更正金额，标的资产董事会、管理层对更正事项原因、性质等的说明。”

这个问题的言下之意是，重组披露的信息与挂牌期间披露的信息

[14] 此外，还有以下两种特殊情况，也需要履行披露义务：一是通过行政划转或者变更、执行法院裁定、继承、赠与等方式导致触发权益变动的情况。二是投资者虽不是公众公司的股东，但通过投资关系、协议、其他安排等方式进行收购触发权益变动的情况。详细规定参见《非上市公众公司收购管理办法》。

存在差异,请说明哪个才是对的,并且处理那个“错的”。这就是跨市场收购的信息披露一致性问题。近来,在上市公司收购挂牌公司的重组审核中,这个问题经常会被问及。例如下面这个案例:

(一)案例:天山生物收购大象股份

2017年8月31日,大象股份(833738)发布公告称,公司因对赌协议、未决诉讼未披露,公司、时任董事长陈德宏、董事会秘书陈万科均遭全国股转公司采取要求提交书面承诺的监管措施。^[15]在全国股转公司出具的自律监管措施决定书中这样写道:“报告期内,泰德鑫起诉大象股份及其董事长、法定代表人、实际控制人陈德宏,要求判令陈德宏向其支付现金补偿款人民币2783.61万元,要求判令陈德宏以人民币5556.16万元的款项现金回购其持有的大象股份的6.23%的股权,并要求判令大象股份承担连带责任。诉讼金额合计占最近一期(申报报告期末)经审计净资产超过20%。以上事项未在公开转让说明书中披露,存在信息披露不完整。”^[16]

实际上,大象股份倒也不是从未披露这一信息。2017年4月28

[15] 大象股份自2011年8月至2015年10月16日挂牌之前,先后进行的四次增资,均涉及对赌条款。而且,因为触发了现金补偿条款和股份回购条款,光大资本投资有限公司(以下简称“光大资本”)、上海锦麟投资中心(有限合伙)、武汉泰德鑫创业投资中心(有限合伙)(以下简称“泰德鑫”)、广东宏业广电产业投资有限公司(以下简称“宏业广电”)等投资人,先后提出了履行对赌协议的要求。详见大象广告股份有限公司:《大象广告股份有限公司关于公司及相关信息披露责任人收到全国中小企业股份转让系统有限责任公司采取自律监管措施的公告》,载全国中小企业股份转让系统有限责任公司网站,<http://www.neeq.com.cn/disclosure/announcement.html>,2017年9月30日访问。

[16] 大象广告股份有限公司:《大象广告股份有限公司关于公司及相关信息披露责任人收到全国中小企业股份转让系统有限责任公司采取自律监管措施的公告》,载全国中小企业股份转让系统有限责任公司网站,<http://www.neeq.com.cn/disclosure/announcement.html>,2017年9月30日访问。

日,大象股份在发布的年报中披露了上述对赌协议和诉讼事宜。^[17] 有意思的是,挂牌审核时藏着不披,为什么在年报中突然披露了呢?或许,这与上市公司天山生物拟收购大象股份,并遭到深交所严格询问的情况有关。8月14日,面临暂停上市风险的天山生物(300313)抛出一份并购方案,称拟以24亿元跨界并购新三板户外广告公司大象股份。值得一提的是,目前天山生物市值仅25.85亿元且连年亏损。此时“吃进”过去两年利润为7400万和1.1亿元的大象股份,无异于捡到了会下金蛋的母鸡,能够救其于强制退市之水火。

不过,这一并购案刚一抛出,就广受“多层次”关注。深交所以前问函的方式连发十五问。问题中有关于收购资金来源、是否构成同业竞争等常规问题,也有关于大象股份财务数据与年报披露不一致、实际控制人陈德宏与其存在关联交易、存在业绩补偿承诺(对赌条款)及相关诉讼等非常规问题。问函指出,大象股份在此前的收购预案中披露的最近两个会计年度主要财务数据,与其在全国中小企业股份转让系统披露的相关数据存在不一致。这就涉及本文要讨论的第一个问题:上市公司收购挂牌公司,交易所发现收购预案与收购标的披露的年报不一致,怎么办?

(二) 信息披露不一致的实质原因

之所以存在披露的不一致,恰恰是因为新三板公司作为公众公司,

[17] 大象股份在2017年4月28日披露的年报中,以第四节“管理层分析与讨论”的第七项“自愿披露”的项目披露了2011年以来的增资及对赌事项。在披露过去6年以来未披露的对赌协议后,大象股份作出这一说明:“1. 上述对赌条款约定的现金补偿及回购条款,约定由公司实际控制人承担补偿和回购义务,未损害本公司及其他股东利益;上述对赌条款涉及的股权反稀释、最优惠条款及价格保障条款、共同出售权、优先购买权等特殊条款,均未实际执行,亦未损害本公司及其他股东利益。2. 截至本说明出具日,2011年8月、2012年12月和2012年9月入股的前三批投资者签署的对赌条款中,与光大资本的对赌条款已经履行完毕且不存在任何争议;与秦德鑫、上海锦麟以及宏业广电的对赌条款除保留由实际控制人陈德宏继续履行现金补偿与股份回购条款之外,其他特殊条款均已解除;与其他投资者签署的对赌条款均已解除或终止。因此,上述对赌协议均已得到妥善解决,不涉及与公司利益相关的特殊条款,不存在不符合《全国中小企业股份转让系统业务规则(试行)》、《全国中小企业股份转让系统股票挂牌条件适用基本标准指引(试行)》及《挂牌公司股票发行常见问题解答(三)——募集资金管理、认购协议中特殊条款、特殊类型挂牌公司融资》等相关规定的情形。”

常规性地披露着重要的财务数据信息。^[18] 这些信息虽然经会计师事务所审计,且经主办券商审核,但很可能达不到证券交易所的标准,需要在被收购时进行适当“调整”。挂牌公司披露的经营信息,既是新三板投资者关心的重要财务数据和非财务情况,又是作为收购人的上市公司在编制重组预案时,需要向沪深交易所及其投资者交代的“资产状况”问题。因此,“不一致”的根本原因,或许可以概括为一句话:披露项目的一致性与内在监管要求的不一致,二者之间产生的冲突与矛盾。

这或许揭示了当前《证券法》修改和相关条例制定过程中的一个难题:新三板市场与传统交易所市场,既有形式上的相似性,又有实质上的差异性。相似的制度框架内,装载的却可能是完全不同的监管要求。而二者又在一部证券法调整框架下,同一个证监会监管之下,如何进行跨市场的协调呢?体现在收购领域内,具体就表现为,两个市场在信息披露监管时,可能存在的适用规则的衔接不畅,监管协调缺乏长效机制等问题,使得跨市场收购的信息披露一致性问题,成为一些收购案的“拦路虎”。

与此相似的,是所谓的“转板”过程中的信息披露一致性问题。挂牌公司申请公开发行并上市的,出现了大量的 IPO 审核材料与挂牌期间信息披露事项不一致的情况。对此,全国股转公司进行了明确的规定:拟从新三板摘牌赴沪深 IPO 的企业,如果存在招股说明书与挂牌时的信息披露之间的差异,应当对挂牌时的信息披露进行更正。而且,“申请首次公开发行股票并上市的申报文件与在全国股份转让系统指

[18] 《非上市公众公司监督管理办法》第三章规定,新三板挂牌公司应当履行信息披露义务,披露公开转让说明书、年度报告和半年度报告和临时公告。信息披露应当真实、准确、完整、及时。根据《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则(试行)》的规定,挂牌公司应当按照年度报告和半年度报告的披露指引,披露以下事项:(1)公司概况。包括公司基本信息、联系人、运营概况和自愿披露内容。(2)主要会计数据和关键财务指标。包括盈利能力、偿债能力、劳动情况、成长情况等方面。主要财务信息还应当经会计师审计。(3)非财务信息,包括股东变动及高管情况,利润分配情况、定向发行情况。(4)应当说明的其他重大事项,包括重大诉讼与仲裁、对外担保、关联交易、收购、出售资产、对外投资、企业合并、资产权利受限情况、股权激励、承诺履行等。

定信息披露平台披露的定期报告内容不一致,应当及时进行更正……且更正时间不得晚于招股说明书的披露时间”^[19]

(三) 跨市场披露不一致问题的处理原则

对于重组报告书与年报信息披露不一致的问题,如何进行解决,是否参照“申请首次公开发行股票并上市的申报文件”进行处理,尽管全国股转公司未对此进行明确规定,但根据全国股转公司现行信息披露规则(《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则(试行)》第8条第2款)的要求,我们大致可以得出以下结论:

涉及挂牌公司需要进行披露的信息,首次进行披露时应当在全国股转系统官网进行披露。在全国股转系统官网进行披露后,方可在其他媒体披露,但披露的内容范围不得超过在全国股转系统披露的内容范围,信息也不得与全国股转系统披露的信息不一致(因其本质构成了新的信息披露)。沪深交易所经审核后披露的重组文件,尽管披露于《证券法》第70条规定的“国务院证券监督管理机构指定的媒体”,但仍然也属于“其他媒体”^[20]因而,如果存在重组披露文件与挂牌公司年报、半年报或临时报告不一致的,比较合规的办法是,先在全国股转系统进行更正,再披露重组文件。且重组文件的披露日期,也不能早于更正公告发布日期。

信息披露的一致性,除了在时间上需要注意之外,更重要的问题在于内容方面。前面提到的案例中,天山生物收购大象股份时,交易所的问询函指出,大象股份在此前的收购预案中披露的最近两个会计年度主要财务数据,与其在全国股份转让系统披露的相关数据存在不一致。例如,在8月14日的天山生物收购预案中,大象股份2015年的净利润为7405.82万元;而大象股份在全国股转系统披露的数据为7370.72万元,二者差距35.1万元。对此,天山生物在回复中作了这一表述:“预案披露的标的公司2015年主要财务数据与其在全国中小企业股份

[19] 参见全国中小企业股份转让系统挂牌公司:《挂牌公司信息披露及会计业务问答(三)》,载全国中小企业股份转让系统挂牌公司网站,<http://www.neeq.com.cn/notice/3391.html>,2017年9月31日访问。

[20] 《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则(试行)》第8条第2款规定:“挂牌公司在其他媒体披露信息的时间不得早于指定披露平台的披露时间。”

转让系统披露的……财务数据存在不一致,主要因为会计政策变更追溯调整及武汉二号线经营权提前终止的影响,其余为对规则理解差异或疏漏引起的不一致。”〔21〕

有趣的是,大象股份并未就相关财务数据的调整,在2015年年报中作出更正。而是做了以下两件事:第一,向全国股转公司提交了终止挂牌的申请。第二,在9月11日发布了一份由大华会计师事务所编制的《大象广告股份有限公司审计报告及财务报表(2015年1月1日至2017年6月30日止)》。这份审计报告调整了此前年报中与重组预案中不一致的数据。这两个动作结合起来传递的信号可能是:大象股份打算从新三板离场,现在,为了和重组披露的数据一致,披露一份全新的审计报告。言下之意是,年报与这份审计报告不一致的,请以审计报告的数据为准。〔22〕

这个案例说明,跨市场的信息披露的一致性,对于重组的完成而言具有重要意义。我们希望,下一步能在证监会的协调下,两个市场的自律监管组织形成规则与标准上的衔接。同时,进一步提升挂牌公司的信息披露质量,利用主办券商外部与投行部之间的沟通互动,提升主办券商在持续督导时的服务质量和把关能力,避免年报半年报不但无

〔21〕 天山生物就所谓的会计政策变更,在9月5日的问询函回复中进行了如下说明:“2016年前,大象股份将签订金额重大的广告经营权合同作为取得的重要经营资产确认无形资产,无形资产摊销采用收入趋势占比方法在经营权期限内进行分摊。2017年4月起,标的公司对广告媒体资源经营权按照《企业会计准则第21号——租赁》中经营租赁的相关规定进行会计核算,并采用追溯调整法处理对前期的比较报表予以调整,其中,因会计政策变更致使2015年营业成本增加12,838.70万元,2015年财务费用减少8049.52万元。”参见《新疆天山畜牧生物工程股份有限公司关于重组问询函的书面回复》。

〔22〕 我们理解,在全国股转公司还未出具明确的规则,要求先更正既有的重组报告、后披露重组预案或报告书时,大象股份的做法是尚无碍的。因为其遵守了《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则(试行)》第8条第2款的要求,以一个新的披露覆盖了旧的披露,之后再在“其他媒体”从重组角度披露相关数据信息。但是,发布一份与旧年报不一致的新的审计报告,且不对旧年报进行更正,这样的动作本身是不是违规呢?从全国股转系统现有的规定中尚不能得到定论。加上大象股份已经“萌生退意”,提交了终止挂牌转让的申请,这一信息披露瑕疵可能就会不再追究。当然,在全国股转公司最终就终止挂牌申请作出同意回复之前,一切都可能还存在变数。

助于上市公司进行投资价值研判,反而为后续重组环节设置不必要环节,增加不必要成本。

五、结语

如前所述,挂牌公司之所以越来越多地成为上市公司收购的对象,与其信息披露的质量密切相关。上市公司之所以能够从浩如烟海的标的中锁定收购对象,很大程度上也借助于新三板提供的筛选工具。业界有人就提出“创新层+指数内”或者“机构投资者占比超过30%”等标的筛选方法。^[23]收购时也可以通过挂牌公司的信息披露合规与否,判断标的资产的真实质量到底如何。而且,信息披露的问题背后,往往是公司治理与内部分权的问题。信息披露经常违规的公司,即使“便宜”但也可能在未来整合时存在难度。当上市公司采取协议、做市等方式,收购挂牌公司股份时,应当注意遵守全国股转系统的权益变动披露规则。特别是采取并购基金方式进行收购时,要分外注意新三板采取的权益计算方式,并不是仅计算持股比例,而是要计算直接及间接拥有的权益。当挂牌公司的信息披露与重组预案及报告书披露的内容不一致时,要做好一致性的处理,否则会影响收购进程。

有关上市公司收购挂牌公司的问题还有很多。例如,上市公司收购挂牌公司构成“借壳”时,如何进行两个市场在信息披露与监管方面的衔接(如九鼎投资借壳中江地产)。又如,上市公司发行股份购买资产,以上市公司股权直接向挂牌公司的控股股东购买股份时,股转系统应当提供怎样的线下交易方式,价格如何折算并披露?再如,上市公司收购挂牌公司后,后者并未终止挂牌转让,上市公司成为挂牌公司的控股股东后,母子公司在同业竞争、关联交易和公司治理方面,如何做好两个市场不同监管尺度的衔接?最后,如在中科电气收购星城石墨案

[23] “指数内”指,挂牌公司属于新三板成分指数或做市指数的成分股。指数内的挂牌公司贡献了整个市场流动性的85%,数量却仅占挂牌公司总数的15%。因此,可谓流动性最好的挂牌公司。

中所揭示的,由于挂牌公司的发行和交易价格可能波动较大(甚至存在1分钱交易),在收购中如何从过往发行与交易价格中,确定资产的公允价格?

这些问题的出现,既体现了多层次资本市场不同层次之间的差异,也体现了不同层次主体之间的主动互动。在这一背景下,制度设计、法律规则与自律监管或许应当有所作为,及时回应市场主体的制度需求,促成跨市场交易与联动,防范跨市场套利与监管真空,打击跨市场的价格操纵和违规行为。从并购重组出发,逐步实现多层次资本市场法律体系的有机统一。