

“两非”公司股权流动信息披露探究

<http://www.crifs.org.cn> 2008年1月28日 成都联合产权交易所课题组

“两非”公司在这里特指我国非上市公司中除公众公司以外的其他公司。我国股份公司按照已上市与否的情况分为两类：上市公司和非上市公司，其中非上市公司又分为两类，一类是公开募集设立，股东在200人以上的公司，通称为非上市公众公司。另一类是非上市公司中除公众公司以外的其他公司，通称非上市公司中的非公众公司，简称“两非”公司。

实现“两非”公司股权有序流动是建立多层次资本市场体系的一项重要探索。这项探索能否成功，在很大程度上取决于“两非”公司股权流动信息披露是否及时、公开、透明。

信息披露是指公司各参与者（或潜在的投资者）了解公司生产经营信息的一种制度安排，信息披露制度是现代公司制度的重要组成部分，是公司治理的必要手段，是公司进入资本市场的必然要求。2005年12月以来，伴随着牛市的来临，国内资本信心恢复，中国股市重新迎来牛市，不仅是A股市场，连同中小板和久为沉寂三板也是“涨”声一片。与此同时，非法证券活动也在各地越演越烈，资本活跃的同时也带来了巨大的市场风险，信息披露问题更是重灾区，投资者遭受了巨大的经济损失，但同时也促进了国家对上市和非上市股份公司股权流动的监管力度。目前，各地证监会正在对辖区内的非上市公众公司进行摸底调查，非上市公众公司的监管立法也进入了建章建制阶段。相对于较为成熟的上市公司的信息披露监管技术，非上市公众公司的“公众性”要弱一些，“两非”公司因其自身特点“公众性”显得更弱，所以它的信息披露持续监管难度更大，如何建立适合于“两非”公司的信息披露体制迫在眉睫。

一、“两非”公司股权流动信息披露的现状和问题分析

当前，我国“两非”公司在信息披露方面存在若干问题。集中表现在如下几点：

1. 信息披露随意性。如何披露、披露多少，部门之间各自为政，无统一标准和系统要求。企业在信息披露上缺乏法制意识，往往为达到不同的目的，随意对外披露信息。

2. 信息口径相差悬殊。由于外部对企业信息的要求不同，相当多的“两非”公司对外披露的会计信息编制基础不一样。如报税务部门的信息有报表、账簿、凭证支持；报金融机构的信息有报表、账簿支持；报统计部门的信息仅有报表支持。况且企业对外披露的信息，因为目的不同，数据间出入极大。

3. 信息披露质量不高。主要表现在：企业内部缺少保障信息质量的内控制度；公司管理层对信息披露不重视或干预披露结果；财务核算基础差，账实脱节严重，每年大量的虚开增值税发票案件是其侧面反映；财会人员素质不高且流动频繁。

4. 信息披露外部约束不强。除国有企业、外商投资企业以及有自营进出口权的企业等少数企业的会计报表依据有关法规须经注册会计师审计外，大多数“两非”公司对外披露的信息没有经过审计。

5. 信息披露不共享。有关部门对企业年年进行年检、信用评估、绩效评价、税收检查和会计信息质量检查等，大多数是专项检查，部门之间联动性不高，对检查结果既不共享，也不巩固。

6. 信息披露渠道不畅。在我国的“两非”公司中，几乎都未建立起制度化的信息披露制度和财务公开制度，股东根本无从得知公司募股资金的使用情况、财务状况以及经济效益状况，更谈不上有效的社会监督。

二、完善我国“两非”公司股权流动信息披露体系的建议

（一）建立和完善分级的股权流动市场。

参照发达国家证券市场发展的经验，要解决我国“两非”公司股权流动的信息披露问题，首先要解决的是“两非”公司股权交易的分级问题。只有其股权交易的分级问题得到解决，才能有针对性地对信息披露进行监管并完善其现有制度。而要解决我国“两非”公司的股权交易的分级问题，最重要的就是不能仅仅把希望寄托在到沪深证交所上市，而是要大力发展场外交易，实现股权交易市场的多层次化。初步设想是，按照企业股票上市交易的门槛高低、风险性的大小及股票流动性的强弱，我国股权交易市场可形成四个层次的发展框架，即主板市场、二板市场、三板市场和分散的柜台交易，各个不同层次的市场对应不同的企业，各有一个不同的筛选机制，从而形成一个完整的市场结构体系。

产权交易机构是由政府批准设立的、具有社会公信力的综合性、多功能的公共市场平台，可以通过产权交易机构进行股权托管，并在此基础上建立和完善“两非”公司信息披露制度，此举目前已经过了多年的成功探索。自2001年中国证监会下发文件，将未上市公司股权监管工作委托地方政府以后，各地通过产权交易机构开展了对非上市公司的股权托管工作，通过严格的制度程序，通过强化信息披露，较好地解决了“两非”公司股权流动监管问题，在解决我国“两非”公司股权流动方面进行了有益尝试。目前，现有的法律法规由于工商登记事项不能包括“两非”公司非发起人股，只能是公司自身建立股东名册，进行股权管理，因此非发起人股的确立及变动，无法在工商局办理股份登记及转让等变更登记，无法得到第三方的确认，非发起人股权保障主要取决于公司的信用水平，缺乏公信力。在这种情况下，实行股权托管显得非常突出和重要。把“两非”公司的信息披露固定由产权交易所进行，在股权托管的基础上建立一套完整的信息披露制度，可以解决目前我国“两非”公司信息披露随意、信息口径相差悬殊、信息披露质量不高等问题。

股权登记托管是指股份有限公司（包括：定向募集设立的股份公司、股份合作制企业、内部员工持股或企业经营者持股的有限责任公司），将股份登记的义务委托第三方机构履行的一种行为，这些义务包括企业股东名册以及其他有关企业股东、股份变动、股份权益变更等事项的登记和相关档案管理。

“两非”公司通过股权托管，可以规避股东名册记载错误的风险，更好地履行法定义务，提升该义务的公信力、公示力，全面、系统、有效地实现信息披露最大化，而市场公开的信息披露和信

息辐射作用可以有效降低股权流转活动中的信息不对称，减少市场风险，从而达到进一步规范运作，推动公司股权合理流动，促进资本有序流转，优化资源配置的目的。

（二）规范“两非”公司股权流动信息披露制度。

目前，我国的实际情况是，主板证券市场的信息披露制度相对完善，而低层次的股权流动市场信息披露，在制度建设方面则显得相对薄弱得多，研究表明，低层次的股权流动市场同样应实行严格的信息披露制度。当然，由于其市场层次较低，其信息披露制度相对于主板市场可以宽松一点。

有人认为，“两非”公司规模小，资金流动不大，所以信息披露可有可无。我们认为，这种观点是偏颇的，主要是基于以下几个原因：

1. “两非”公司投资风险较大。比如“两非”公司多为中小企业，业务处于初创时期，资产规模小，有些业务属于新兴行业，缺乏稳定的盈利业绩，有的公司甚至还处于亏损状态。“两非”公司的技术风险、市场风险和管理风险都比较大。所以，对投资者来说，严格的信息披露是对其权益的一种保障。

2. 低级市场信息不对称程度高。人们一般对“两非”公司的历史业绩要求不严，更多关注的是公司的发展前景和成长空间。公司的发展战略计划、关键技术、独特的管理思想和经营模式等是影响其未来发展的关键因素。一般投资者甚至是保荐人或某一领域的专家，对这方面情况的分析和判断有较大的难度，如果不进行严格监管，就会影响市场效率甚至出现市场欺诈行为。

3. 低级市场发生市场操纵的可能性与危害性大。“两非”公司一般初期股本规模普遍偏小，这种股本结构和股份性质易于二级市场并购重组，市场操纵的可能性大，容易造成股价的大幅波动，产生巨大的市场投机风险。

4. 低级市场易于出现内幕交易问题。由于“两非”公司多为中小企业，且发展历史短，公司治理结构通常都很不完善，上市后如果监管不力就容易出现内幕交易问题，使市场秩序遭到破坏，损害投资者利益，影响市场的持续发展。

目前，我国还没有法规明确规定“两非”公司的股权交易由何机构监管，在何场所交易。从严格要求、规范管理的发达国家资本市场建设成功经验中，我们深刻体会到，我国应当建立一套科学、规范、系统的信息披露制度，并建立自愿披露和强制披露的相关项目制度，采取得力措施在全国范围内强制执行，通过制度的建立和严格地执行来防范风险。

有关“两非”公司股权流动的监管问题，可以参照上市公司的信息披露模式建立相对于上市公司宽松一些的“两非”公司的信息披露制度。比如：上市公司规定应当披露的定期报告包括年度报告、中期报告和季度报告，而“两非”公司的信息披露可以只设年度报告；上市公司规定披露所有年度主要会计数据和财务指标，而“两非”公司则可以规定只需披露近两年的主要会计数据和财务指标；上市公司规定披露持股5%以上股东、控股股东及实际控制人情况，而“两非”公司则只需要披露董事、监事、高级管理人员的情况等等。目前，在产权交易机构进行的托管业务在全国各地发展迅速，各地也都相继建立了自己的信息披露制度。这些制度建设各有千秋，但并不统一，我们建议，针对目前情况，各地可以通过产权创新联盟设立一个全国统一性的“两非”公司股权流动信息披露制度，统一的制度有利于规范操作，从而实现股权的快速有序流动，为推动国家建立统一的

法规制度出台创造和提供经验，奠定良好的基础。

（三）完善信息披露的形式。

通过产权交易机构对“两非”公司进行信息披露的形式多样，渠道众多，大约有如下几种可供考虑：

1. 机构网站。主要是产权交易机构的网站。这里有个网站的覆盖面大小和浏览率高低的问题，要通过科学设计和有效推广，提高网站披露信息的有效性。
2. 综合网站。除了机构网站，国内一些投资类专业网站或综合性网站也可以作为信息披露的一种途径。如新浪网开辟的产权频道，还有当地政府网站中的投资专栏等。
3. 合作机构。目前各省的产权机构与国内一些比较大的产权机构都在建立战略合作关系或双边业务关系，成为股权交易业务中的一种紧密型合作方式。在这种合作中，一般都有信息同步披露的合作内容。
4. 共同市场。目前国内形成了长江、北方、黄河、西部四大产（股）权交易市场，各自都形成了一定的信息共享内容，这是一种比较好的信息披露方式。
5. 投资机构。作为产权机构基础建设的重要组成部分，各交易所都发展了一批优质的投资机构，与其建立一定的业务联系，交易所征集到项目后，可以根据投资机构的投资意向，向其定向发布一些项目信息。
6. 场内发布。主要是产权机构用于实时发布信息的显示大屏或给进场用户专门设置的实时动态行情显示器等。
7. 会员单位。会员制是目前产权交易机构项目运作的主要形式。向自营会员、经纪会员、中介会员和信息会员实时发布项目信息，可以发挥会员的作用，更好地实现项目的有效推介。
8. 专题推介。对重点项目或同类项目，可以由交易所组织专题推介会，邀请潜在的投资机构参加，由项目方对项目进行详细介绍，是一种更具体、更生动、更有效的信息披露方式。
9. 投资展会。全国各地的投资类展会，吸引着成千上万的投资机构参加，利用展会设置产权交易展位，对股权项目信息进行充分披露，也是目前各地产权机构推介项目的一种有效方式。
10. 财金报刊。选择时应当注意选择那些发行量大、覆盖面广、刊载及时、费用适宜的报刊。

（四）发挥中介作用，强化鉴证约束。

其一，对需经审计的“两非”公司应逐年扩大比例；其二，有关部门应加强对审计报告利用，对出具否定意见、拒绝表示意见报告的企业，应采取相应措施；其三，社会审计机构应承担更多的社会责任，向有关部门提供符合其部门管理需要的各种补充信息。发挥中介作用，强化鉴证约束可以解决目前我国“两非”公司股权流动信息披露外部约束不强的问题。

(五) 树立诚信意识，倡导公共道德。

市场经济是契约经济，而信用是契约的基础。企业只有树立“以义取利，以德经商”的诚信意识，才能立足于社会，立足于市场。企业对外披露的信息，只有在市场法治和公共道德的共同作用下，才会有质的提高。

文章来源：国有资产管理 （责任编辑： ZFY）