

# IPO注册制改革中的信息披露

侯雨晴, 沈宁, 张怡梦

北方工业大学经济管理学院, 北京

收稿日期: 2023年10月28日; 录用日期: 2023年12月1日; 发布日期: 2023年12月13日

## 摘要

随着资本市场的不断发展,国内实行的核准制股票发行方式逐渐暴露出诸多弊端,极大地影响了我国IPO市场的发展,于是政府在2013年《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中提出进行IPO注册制改革。本文简述了什么是IPO注册制及其改革历程,立足于核准制与注册制在审核上市、监管和信息披露等方面的不同分析了我国IPO发行制度中的一些不足,并提出相应改革建议。文章内容有助于理解什么是注册制改革的重点以及改革的目的和意义。

## 关键词

注册制, IPO, 信息披露, 监管, 制度

# Information Disclosure in the Reform of IPO Registration System

Yuqing Hou, Ning Shen, Yimeng Zhang

School of Economics and Management, Northern University of Technology, Beijing

Received: Oct. 28<sup>th</sup>, 2023; accepted: Dec. 1<sup>st</sup>, 2023; published: Dec. 13<sup>th</sup>, 2023

## Abstract

With the continuous development of the capital market, the stock issuance method of the approval system implemented in China has gradually exposed many drawbacks, which has greatly affected the development of China's IPO market. Therefore, the government proposed the reform of the IPO registration system in "The Decision of the Central Committee of the Communist Party of China on Several Major Issues on Comprehensively Deepening Reform" in 2013. This paper briefly describes what's the IPO registration system and its reform process, analyzes some deficiencies in China's IPO issuance system based on the differences between the approval system and the registration system in the examination and listing, supervision and information disclosure, and puts

**forward corresponding reform suggestions. The content of the article is helpful in understanding what is the focus of the registration system reform and the purpose and significance of the reform.**

## Keywords

Registration System, IPO, Information Disclosure, Supervise, System

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

我国 IPO 市场存在时间不长, 自 1990 年沪、深证券交易所相继成立发展至今 30 多年, 但 IPO 审核制度却经历了数次改革, 从通道制到保荐制、审批制到核准制, 这也侧面说明了政府意识到我国的 IPO 市场存在问题并一直寻求变革。近些年来, IPO 节奏行政化、经常出现暂停, 市场活性不足, 监管部门职能混乱、权力寻租等众多问题都极大地影响了我国资本市场的发展。中国证监会主席肖刚在 2013 年 11 月 19 日的发言, 正式宣布了我国开始 IPO 注册制改革, 用先进的注册制取代落后的核准制。IPO 注册制的核心是信息披露, 同时对发行人信息披露准确全面及时性的审核, 也标志着我国的政府监管体制向市场化改革靠近。

## 2. 国内 IPO 注册制改革历程及现状综述

### 2.1. IPO 注册制及改革概念

IPO 注册制下要求上市公司必须依法将公开的各种资料完全、准确地向证券监管机构申报, 同时证券监管机构只形式性地审查公司所提交文件的合法性与合规性, 不对发行人的获利能力和投资价值进行评判, 把决定公司发行股票质量的权力交给市场[1]。IPO 注册制改革的实质是对股票发行审核、信息披露、退市等一系列相关制度的改革, 重构政府、监管机构、投资者与 IPO 公司之间的利益关系与制约关系, 目的是把股票发行与资本市场中的舞弊、欺诈行为降至最少, 更有利于提高资源配置效率与股票发行效率[2]。

### 2.2. 注册制与核准制在区别

在核准制下, 证监会作为上市公司 IPO 信息披露的主要监管者, 其主要的工作是对上市公司的经营质量进行把控。通过对 IPO 公司持续经营与获利能力、未来发展前景、内部控制与管理制度等方面设置较高的门槛, 只有符合这些条件的公司才能核准上市。目的是挑选一些“优质健康”的企业进入市场, 进而可以维持 IPO 市场乃至国家经济的稳定与发展。当监管机构代替了市场对 IPO 公司进行挑选与判断的作用时, 投资者的参与及激励作用下降, 政府机构与 IPO 公司就会产生利益关系绑定, 极易滋生权力寻租与监管失灵, 无法形成有效的制约与监管, 此时信息披露的质量与作用被忽略[2]。

相比较于核准制, 注册制的定位从一开始就是遵循公开管理原则, 其权利主体不仅包括证监会, 还包括证券行业协会和公众投资者。IPO 注册制之下, 证券发行申请人依法公开与发行证券相关的资料信息, 权利主体通过对 IPO 披露的信息进行严格审查和检验等方式来实现监督和管理, 只确保披露信息的真实性与准确性, 不过多判断证券本身价值[3]。政府监管的工作重点在事中和事后, 主要是处罚 IPO 公

司的各种违法违规行；行业自律监管是发行人进行信息披露时自我约束，自觉自律遵循行业规章规范；社会公众监管则是公众投资者可以通过举报或诉讼获取赔偿等行为来维护自身利益。注册之下要求监管进行的过程中各个环节都能公开透明、合理公正[4]。

总的来说，二者的区别在于，核准制进入证券市场的要求比较严格，国家干预较多，但审核质量并不高，容易出现舞弊现象，政府监督的效率与效果不符合预期；注册制下进入市场的条件较宽松灵活，国家与政府的干预较少，监督审查质量较高，可以一定程度上保证进入证券市场公司的质量，维护市场的稳定。

### 2.3. IPO 注册制改革的发展历程

党的十八届三中全会会议结果说明了全面深化改革的重点与核心是处理好政府和市场的关系，更好地发挥市场在资源配置过程中的决定性作用。2013 年 12 月全国人大常委会开始了《中华人民共和国证券法》的重新修订，我国开始全面推进 IPO 注册制改革。2018 年 11 月，政府决定首先在新设科创板内进行 IPO 注册制度的试点。2020 年 3 月新《证券法》确定了我国股票发行由核准制向注册制的转变，意味着 IPO 进入了注册制时代，投资者从此比以往拥有了更多判断公司价值的权力。截至 2023 年 3 月，本次全面注册制改革证监会已正式发布 165 部制度规则，并全面实施股票发行注册制的相关法律法规，标志着注册制相关制度安排基本定型，对我国资本市场改革发展进程具有里程碑意义[5]。但此前存在的各种制度对我国 IPO 市场的审核、监管、退市等方面带来的影响不可能立即消除，因此我们也应对 IPO 注册制的配套制度进行加强和细分，如发行审核的方式与程序、信息披露的内容、退市制度的实施等都需制定更加详细的规定。

### 2.4. IPO 注册制中的信息披露

首先，信息披露是注册制的核心，是监管部门、投资者等外部信息使用者了解上市公司财务状况和经营成果的桥梁，信息披露传递的风险信息可能会降低投资者的投资意愿，同时也是降低企业与外部信息使用者信息不对称性的有效途径。其次，在 IPO 注册制中，信息披露是保护投资者权益、维护市场秩序的重要手段之一[6]。信息披露涉及到企业的财务状况、经营状况、风险因素等重要信息，对于投资者进行投资决策具有重要的参考价值。因此，深入研究 IPO 注册制中的信息披露问题，对于提升我国资本市场的透明度和健康发展具有重要意义。最后，IPO 注册制的目的与作用是市场配置资源，高质量的信息披露可以真实、准确、完整地反映公司的盈利能力、投资价值等情况是市场有效配置资源的前提条件，证券市场利用信息披露反映的企业的获利能力与价值等来进行资源配置[1]。所以，企业信息披露质量的高低将决定能否打破信息不对称，进而影响 IPO 市场的有效性及其资源配置效率。

## 3. 我国信息披露存在的问题

### 3.1. 监管的混乱与乏力

我国 IPO 注册制信息披露制度体系刚刚逐步建立，不够健全，IPO 信息披露监管存在两方面的不足：一是监管权力的混乱，二是监管制度存在不足。首先，在 IPO 核准制向 IPO 注册制推进的过程中，我国证券市场依然有着很浓重的政府色彩，证券监管部门干预过多，面对市场变动时，投资者倾向于或习惯性依赖政府出台政策来进行宏观调控。信息披露监管的权力运行程序上效率不高。证监会与证券交易所在监管权限上划分和定位并不清晰，导致证券交易所大多处于被动执行工作的情况中，证监会限于繁琐的日常监管之中，同时自律监管机构无法行使法律赋予的权限，各监管主体无法充分适当地发挥各自在市场中的作用[7]。

其次，由于 IPO 信息披露监管制度的不足，证券市场重视事前监督，忽视事中事后监督，IPO 公司利用制度空缺，在 IPO 申报披露报告书中含糊其词，部分重点披露或较少披露，对相关披露部分在对于上市期间进行造假，过后不断发布补充公告，来纠正前面补充报告中的错误，许多 IPO 公司上市后会大变样，为成功上市而隐藏的问题逐渐出现，公司整体质量下降，严重影响证券市场的稳定与健康。信息披露的内容的完整性与准确性无法得到保证，信息披露质量较低。监管制度的不足引起了监管效果的不充分不到位，造成了广大投资者的巨大损失，使得政府监管权力机构公信力下降[8]。

### 3.2. 相关法律法规的不完备

随着我国证券行业的发展和 IPO 注册制改革的推进，也逐步形成了以《证券法》为主体，相关法律法规为补充的信息披露制度体系框架[3]。但仍缺乏较为健全的法律条文，可以明确信息披露内容、所披露信息详尽程度、IPO 公司性质不同产生的信息披露重点的差异，以及各种类型的投资者需要的信息披露报告的专业程度不同等相关问题；信息披露的内容不够完备、缺乏有效性，使得信息披露质量较低[9]。另一方面，注册之下中介机构是信息披露的主要监管者，同时要对事后出现的问题承担责任，这也使中介机构在信息披露内容的审查方面更加严苛，虽然一定程度上提高了信息披露质量，但过于严苛的要求也会增加企业的上市成本，拉长企业注册上市生效的市场，最后导致企业上市率降低，与注册制改革的目的背道而驰。

### 3.3. 惩罚与保护措施的缺失

在我国的 IPO 市场中，大多投资者是非专业人士，对信息的判断与甄别并不十分准确，且一直处于信息不对称的弱势处境中，因此投资者常常会 IPO 公司信息披露的不完整不准确而受到利益损害，保护投资者的投资端活力才能更好的维持市场的良好运行。而据研究调查所知，我国对信息披露违规、欺诈与造假等行为，处以最多的是行政处罚，处罚力度单一且轻于其他金融犯罪，明显不够合理；在刑事处罚和民事处罚的环节比较薄弱，理应发挥基础性作用的民事法更是三个当中最薄弱的，没有完备的处罚与赔偿方式，投资者遭受的损失往往无法得到较好的赔偿[8]。同时，我国缺少合适需求的诉讼制度，现有的诉讼制度无法满足成本与公正问题，虽然新修订的《证券法》加强了对于投资者保护的关注，如证券集体诉讼制度带动了民事赔偿效率的提高。但是想要更好的保护投资者的利益，必须要推动制度的贯彻实施，将制度的作用切实发挥出来。如果无法形成有效的问责机制，违法成本偏低，将仍有公司借此原因发生违法行为[9]。

## 4. 推进注册制改革的建议

立足于不同主体，提出不同角度的建议。

### 4.1. 优化监管主体权力与职能

第一，政府优化信息披露的监管制度，监管方面加强 IPO 公司信息披露的报告内容审核，保障信息披露的质量。在向 IPO 注册制迈进的过程中，我们不应直接消除或忽视事前监督，可以设置简化的形式审批流程来进行第一步的筛选，提高审批和监管的效率。同时证监会可以适当地下放权力，优化证监会和交易所的职能定位，使监管与审核权力分离，尽可能地减少企业出现权力寻租的机会[9]。

第二，注册之下，中介机构是实质的信息披露审查主体，承担主要的监督职能。可以设置相应门槛，要求券商、会计师事务所、律师事务所等中介机构具有较高的专业技术能力与独立性，遵守职业道德准则，时刻保持职业怀疑态度，可以对发行人的申请书、发行文件等做出客观专业评价，有效减少 IP 公司舞弊行为，充分发挥其“看门人”的第一步审核作用；同时，高水平的专业技术能力可以提高审查效率，减少资源浪费[10]。

第三,中介机构也是信息披露主体的一部分,需要承担相应义务和责任,培养中介机构责任人意识,把IPO公司信息披露报告质量与审计师、会计师等个人职业声誉相联系,使中介机构在审核时不得不谨慎对待,更好的承担起IPO信息披露审查的责任。

#### 4.2. 完善相关法律法规

第一,健全信息披露机制,明确信息披露的内容、层次,促进IPO公司披露信息的信息具有更高的针对性、完整性,有效性与可读性等,从而提高信息披露的内容质量。

第二,可以学习先进国家的经验,合理设置符合我国国情的IPO配套制度,如多样多层次的入市、退市制度,让IPO公司在面临财务亏损、未来发展势头明显不足时可以自主申请退市或政府强制退市,顺应市场规律,优胜劣汰,维护整个市场的平稳运行。

#### 4.3. 加重惩罚与增强保护

第一,加大对违反信息披露制度行为的惩罚力度,加重刑事处罚与民事处罚力度,增加罚款赔偿金额等,削弱企业的投机侥幸心理,从源头上减少执法不严给投资者带来损失的机会。

第二,提高对参与IPO公司进行信息披露造假或欺诈行为的中介机构的惩罚力度,“一次犯错,终身失信”;同时可以设立相关部门,专门负责对中介机构进行监督与奖惩[11]。

第三,可以促进新的集体诉讼制度的产生,提高诉讼效率,为利益受损的投资者提供维护自身权益的通道;制定民事赔偿规制,约定中介机构、证券发行人等及时足额地对投资者的损失承担责任并进行赔偿,健全的投资者权益保护机制,可以促进投资者的投资活力,促进证券市场的正向循环[12]。

#### 4.4. 企业完善自身实力应对挑战

企业信息披露质量最主要的把控者就是IPO公司,提升企业自身实力,可以在很大程度上减少企业进行造假的意图与机率。第一,提升企业内部监督管理机制,强化权力制衡,促使股权的分散化,避免一股独大,可以有效遏制管理层为了自身利益操纵公司利润、粉饰财务报表,利用职权之便提交假冒伪造的财务信息、招股书等不实信息披露[13]。第二,培养企业管理者和员工的专业技术水平与创新能力,保证企业自身经营发展的顺利与高效,面对新的机遇和挑战时能顺利化解难关,提升企业在市场中的核心竞争力,有利于企业与市场的稳定发展,企业稳定高质量的发展会很大程度上降低IPO公司上市难度和进行不实信息披露的可能。

### 5. 结论

通过本文研究内容可知,注册制下减少了IPO上市所需的许多限制性条件,更注重企业的自身实力、核心竞争力及未来可持续发展的能力,与核准制相比,企业披露信息真实、有效就有可能被允许上市。注册制改革的推进与实施给更多的企业提供了上市机会,鼓励科创型企业积极顺利上市;帮助了优质企业的快速低成本上市,同时也降低了“有问题”的、质量不达标企业的上市机率,有助于市场的良性循环,达成IPO市场化的改革目标,最终促进我国资本市场的健康发展。但现存的问题也不可忽视,基于国情考虑,在推进资本市场建设和完善注册制的过程中,资本市场基础环境设施、监管能力、政策环境等多方面都需要进行准备和调整,这就要求我们要时刻关注、总结问题,调整政策、方法以保持改革的有效性与可持续性,促使注册制成为最适合新股发行的政策。

### 基金项目

北京市大学生创新创业训练项目计划(X202310009115);教育部人文社会科学研究青年基金项目(23YJCZH166)。

## 参考文献

- [1] 余欣悦. 探析 IPO 注册制对商业银行信息披露的影响[J]. 现代经济信息, 2018(3): 343.
- [2] 朱泽钢, 刘薇, 刘慧杏. 注册制下 IPO 公司信息披露的协同治理——以华兴源创为例[J]. 财会月刊, 2022(7): 125-132.
- [3] 覃晓玲. 论 IPO 注册制改革中的信息披露制度[J]. 北方金融, 2018(3): 43-47.
- [4] 王红妹. 论注册制下 IPO 信息披露监管制度[J]. 湖北经济学院学报, 2018, 15(7): 53-55.
- [5] 陈运森, 王林, 姜彤, 曹馨洁. 全面注册制: 制度背景、典型特征与研究机会[J]. 财务研究, 2023(3): 38-49.
- [6] 宋雪莉. 上市公司风险信息披露质量评价研究——基于科创板注册制 25 家首批上市企业[J]. 新会计, 2022(6): 17-21.
- [7] 赵小敏. 浅析注册制改革下的 IPO 信息披露的政府规制[J]. 现代商业, 2014(29): 69-70.
- [8] 吕悦. 基于信息披露视角的 IPO 注册制解析[J]. 管理观察, 2017(1): 98-101.
- [9] 赵诗琦. 我国注册制改革下 IPO 信息披露相关问题探析[J]. 经贸实践, 2016(18): 45.
- [10] 徐峥, 李爱华, 李明建. 科创板企业 IPO 信息披露市场化监管模式优化思考[J]. 市场周刊, 2020(4): 71-72.
- [11] 王晓亮, 彭永芳. 注册制下新上市公司信息披露监管制度研究[J]. 社会科学家, 2016(3): 55-60.
- [12] 何振. 注册制下的我国 IPO 信息披露的路径探析[J]. 会计师, 2014(15): 76-77.
- [13] 曹雯静. 注册制下我国 IPO 信息披露质量研究: 一个文献综述[J]. 湖北经济学院学报(人文社会科学版), 2022, 19(1): 54-57.