

# 注册制改革背景下我国股票发行信息披露制度的反思与重构

周友苏 杨照鑫

[摘要] 我国股票发行注册制改革已经启动。注册制是以信息披露为中心的证券发行制度，股票发行信息披露的制度建构也成为注册制改革的核心环节。本文通过对核准制和注册制两种制度下的信息披露的比较，反思我国股票发行信息披露存在的问题及原因，认为应当在理念更新的基础上，重构现行信息披露制度，推进《证券法》的修改，为注册制改革提供坚实支撑。

[关键词] 注册制改革；信息披露；制度重构；证券法修改

[中图分类号] F830.91 [文献标识码] A [文章编号] 1006—012X (2015) —01—0146 (05)

[作者] 周友苏，研究员，教授，四川省社会科学院，四川成都 610072

杨照鑫，硕士研究生，四川省社会科学院，四川成都 610072

股票发行的注册制改革是整个资本市场改革的“牛鼻子”，<sup>[1]</sup>牵一发而动全身，必然会涉及到相关制度的衔接与匹配工作。注册制需要严格的信息披露制度、严格的监管制度和完善的退市机制为其重要支撑，其中信息披露制度被认为是最为重要的内容，从某种意义上讲，包括监管理念调整、监管方式创新，监管措施强化在内的监管制度改革都应围绕信息披露制度的完善来进行。纵观世界各实行股票发行注册制的国家，无不设立了严格的信息披露制度来与之相匹配。我国的股票发行注册制改革和《证券法》的相关修改，也需要在确立以信息披露为中心的理念的基础上，建立起一套有“注册制特色”的信息披露制度，为注册制改革的顺利推进和实施提供坚实的保障。

## 一、核准制与注册制两种制度下的信息披露比较

信息披露制度是以信息公开作为规范基础并由一系列原则、规则构成的制度体系，是维护证券市场公平交易、保护投资者利益的基础性制度。为了保证发行公平和有效率，对发行人施加信息披露的义务就成为平衡发行人与投资者双方

信息不对称的重要手段。信息披露制度实际上就是以强制性信息披露的方式，对广大投资者“信息不平衡的救济”。<sup>[2]</sup>在核准制下，发行信息披露作为初次信息公开也占有十分重要的地位，但与注册制比较，二者在制度建构的理念和具体内容上主要存在着如下差异：

### 1. 信息披露的指向和重心有所不同

核准制与注册制的信息披露尽管都是为保护投资者而在“入口”处对发行人设置的程序，但发行人信息披露的指向和重心却有所不同：核准制的制度设计理念是通过政府监管部门的审查来为证券市场把好入口关，通过实质审查排除部分质量不高的公司进入证券市场，政府监管部门在核准制下扮演着“把关者”的角色，由此也决定了发行人信息披露的重心必然指向政府监管部门。同时，由于目前核准制下股市“新股不败”，<sup>①</sup>发行人和相关中介机构并不关注投资者对信息披露内容的要求。而注册制下，由投资者来对股票的价值自行作出判断，市场入口处把关者主要是投资者自身，发行

<sup>①</sup> 有学者考证了2014年初发行的50个新股，发现多数上市后都是涨到44%后又再涨，而且多个涨停板。有3家发行公司坚持不肯降发行价而以高市盈率发行，上市后照样都涨44%后再涨。参见谢百三“注册制近期能实行吗”，载《金融投资报》2014年3月7日。

人的股票是否能够顺利发行,也主要取决于投资者是否购买。因此,发行人及相关中介机构需要“取悦”的对象也是投资者而非政府发行人,信息披露重心需要指向投资者。在这个意义上,核准制是以政府核准为导向来建立的信息披露制度;注册制是以投资者判断为导向来建立的信息披露制度。

### 2. 信息披露在两种发行制度中的地位和作用不同

核准制是与发行条件相伴而生的制度,“核准”的本来含义就是审查股票发行是否符合法律规定的条件。因此,在核准制下,政府监管部门除了审查发行人披露的信息是否真实外,更要审查股票发行是否符合法定条件。<sup>①</sup>注册制一般不对股票发行设定条件,是没有准入门槛的“宽进”发行制度,其投资价值由市场来作出评价和判断,判断的依据只能是主要依赖发行人的信息披露。在政府把关作用弱化的情况下,信息披露在注册制中的基础地位和基础作用就显得尤为突出。在这个意义上,注册制是依靠信息披露来支撑的一种制度,其能否正常运行从很大程度上取决于信息披露的质量。正如中国证监会发言人所称“落实信息披露为中心的改革理念是注册制改革的灵魂和纽带。”<sup>[3]</sup>

### 3. 政府对信息披露的监管方式和效果不同

核准制以政府核准为导向的制度设计,决定了政府对发行人公开披露的信息承担着辨识真伪的义务和责任,需要对其进行实质性审查来排除部分质量不高的公司进入证券市场,从发行入口处减少和杜绝发行欺诈行为。但由于受人力物力和专业知识方面的条件限制,加之被媒体曝光核准环节的寻租行为,使核准制受到来自市场各方的诟病。注册制以投资者为导向的制度设计,只要信息披露的方式适当,监管机构不得以股票价格或其他条件不公平或发行者对公司前景预测不尽合理等理由而拒绝注册。只要证券发行人提供的材料不存在虚假、误导或者重大遗漏,即使该股票没有投资价值,政府主管机关也不作干涉。投资者基于自己理性而作出判断,包括对未来风险的承担,“自愿上当”被认为是投资者不可剥夺的权利。当然,政府监管仍然是必要的,只是监管的方式有所调整,由原来的审批监管变成执法监管,即从重事前监管变成重事中监管和事后监管。

## 二、我国发行信息披露存在问题及其原因分析

党的十八届三中全会《决定》公布后,虽然中国证监会也出台文件以注册制理念对现行股票发行制度作了相应的调整和改进,为从核准制向注册制过渡做必要的准备和铺垫。但在《证券法》没有作出相应修改的情况下,其调整幅度是有限的,核准制仍然主导着当前的发行模式,也深刻地影响

着包括信息披露在内的相关制度,核准制存在的一些固有缺陷导致现有信息披露制度在披露方式、披露效率和披露内容等方面依然存在不少问题,需要在注册制改革和《证券法》修法过程中引起高度关注。

### 1. 信息披露质量不高,不能完全反映发行人的真实状况

这主要体现为现行的信息披露制度无法改变高市盈率、高价发行、高超募资金的“三高”现状。“三高”并不与发行人的经营业绩和企业质量必然挂钩,反而从一定程度上反映了发行人的信息披露存在着“水份”。其原因,既有监管部门通过核准制来控制股票市场扩容而产生发行市场供需失衡的影响,也是核准制下信息披露制度设计存在的缺陷所致:政府通过核准制对股票市场的强力干预,一方面助长了投资者对政府把关的依赖心理;另一方面也使发行人和为其服务的中介机构为了达到IPO目的,对其资产和经营状况进行过度包装粉饰。加上核准方式存在的其他技术方面的问题,降低了市场对信息披露真实性的关切度,增加了投资者从繁冗的信息披露格式中获取有效信息的难度。

### 2. 信息披露的立法规制不力

尽管目前已经形成了以《证券法》为核心、以证券监管部门规章和交易所规则等规范性文件为主要内容的发行信息披露的制度体系,但也还存在一些需要深入研究解决的问题:首先,现行立法都是立足于核准制来建构的信息披露制度,没有更多关照到我国投资者的现状和考虑投资者对披露信息的接受能力。其次,信息披露相关规范性文件不少,层级较多,从而存在着相互衔接和协调问题,尤其是行政规章与交易所自律性规则之间。第三,立法位阶较低。目前数量最多为中国证监会出台的规章,其权威性也受到来自各方面的影响。第四,缺少严格的责任制度。一方面,现行立法规定的违反信息披露的法律责任总体偏轻,没能起到相应的震慑作用;另一方面,有关立法的可操作性不强,没能形成良性的问责机制。导致违法成本过低,规制效果不明显。

### 3. 投资者对披露信息的辨识能力较差

我国的股票市场是一个以中小投资者和散户为主的市场。目前股市大约有1.5亿投资者,其中99%以上是投资金额少于50万元的中小投资者。<sup>[4]</sup>由此也决定了我国股市与许多发达国家以机构投资者为主导的市场情况存在较大的差异。散户投资者由于不具有机构投资者的实力,加之在投资意识、风险意识等方面素质的欠缺,对披露的信息辨识能力较差,与发行人相比更处于信息的弱势地位,抗风险能力和自我保

<sup>①</sup> 根据《首次公开发行股票并上市管理办法》的规定,对首次公开发行股票的发行人主体资格、机构和业务的独立性、经营运作的规范程度、财务指标等方面都有具体条件的要求。

护能力较差,合法权益容易受到侵害。

#### 4. 对信息披露质量的监管还缺乏有效性

首先,在“核准监管”的理念下,中国证监会更关注发行人是否符合发行股票的法定条件,自觉或不自觉会将信息披露审查放到较为次要的地位;其次,中国证监会存在着力所不能及的难处,不能及时发现发行信息披露中的违法违规现象,而自律监管则受到政府主导监管的掣肘使其作用很难得到充分发挥;第三,中国证监会在强化执法监管的转型中,法律赋予的职权和能够采取的监管手段还较为有限,不同程度影响对欺诈和造假行为的查处,监管力度不大;第四,立法制度设计上问责归责机制的不完善,使严格监管缺乏必要的法律责任作为保障,软化了执法监管的实际效果。

#### 5. 中介机构对信息披露的市场约束作用没能很好发挥

保荐人、会计事务所、律师事务所等中介机构最有可能发现发行人信息披露存在的问题,对防范虚假信息披露发挥着不可替代的作用。但实践中,由于核准制下只要能通过中国证监会的核准基本不存在发行风险,发行股票对发行人和中介机构都是一块利益可观的“蛋糕”。因此,在通过中国证监会核准的问题上,中介机构与发行人之间的关系很容易由制度设计的监督关系演变成单纯的“利益共同体”关系。本应监督发行人提高信息披露质量、维护大众利益的一些中介机构,没有很好发挥把关作用,屈从或迎合发行人的无理或违法要求,丧失中介机构的独立地位。在当前我国发行市场发展不成熟、制度环境不完善、问责机制不健全的情况下,中介机构违法成本低也为这种行为的滋生提供了环境和土壤。

### 三、重构我国股票发行信息披露制度的思考

重构我国股票发行信息披露制度就是对核准制下的发行制度在深入反思和检讨的基础上进行改革完善。各注册制国家(地区)的相关实践表明,注册制是依靠强制信息披露来支撑的一种制度,信息披露制度构成注册制的核心内容。我国在由核准制向注册制过渡中,要建立与注册制相适应的信息披露制度,必须对包括《证券法》在内的现行制度进行重构。这需要从我国的实际出发,借鉴和参考证券市场成熟国家的做法,逐步形成具有中国特色的注册制信息披露制度。

#### 1. 确立注册制信息披露的基本理念

信息披露的理念是信息披露过程中所应坚持和贯彻的目标和原则,是信息披露模式、内容、方式等选择时必须坚持的指导方针。无论是《证券法》修改还是相关制度的改革,首先都必须涉及到理念的调整。这一理念应当主要包括以下内容:

(1) 发行信息披露的制度设计重心应当着眼于投资者利益保护。保护投资者利益是证券市场和证券法永恒的主题,具体到发行信息披露,包括有助于投资者获取充分的相关信息、方便投资者对相关信息的辨识理解,便捷投资者作出投资判断,有利于投资者对信息披露质量进行监督。

(2) 政府对信息披露的监管只能加强而不能削弱。在政府监管层面,由入口把关的核准监管方式向事中和事后的执法监管方式转变,并要根据这一监管方式的调整,及时通过加大查处违法行为的力度和加重对行为人处罚来弥补注册制在入口环节放松管制可能产生的规制不足。

(3) 市场约束是保证注册制信息披露制度顺利推进的重要手段。市场约束除了加强包括证券交易所在内的自律监管外,更要重视采取各种手段来强化为发行人提供服务的中介机构的作用,不断提高投资者辨识真伪的自我保护意识。

(4) 提高信息披露质量需要完善相关配套措施来保证。要充分利用网络电子等现代科技手段来对信息披露方式进行革新,完善退市等相应的配套制度,共同保障信息披露制度的健康运转。

(5) 完善信息披露制度需要加强发行公司的自我约束,要通过不断完善公司治理结构,强化公司的内部控制来形成良好的自律机制,规范公司的对内对外行为。

#### 2. 改革现行的发行审核方式

注册制必然要对现行核准制进行改革,但仍然要对股票发行过程实行严格的监管,体现以保护投资者为重心的理念,只是从原来的核准为中心转变为以信息披露审查为中心。

(1) 政府监管机构对信息披露的审查更多体现出监督的性质。在注册制下,政府监管机构的监管是以合规性审查为主导的监督,不对发行人进行价值判断,不对发行人优劣做出评价,更不对发行人提供发行担保。发行人只要充分披露了相关信息,就应当让市场和投资者自行对其是否具有投资价值作出判断。笔者认为,这种审查应具有两个方面的特色:一方面,发行能否成功并不完全取决于政府,也取决于发行人自身信息披露展示的企业现状是否为市场所接受;另一方面,审查并非完全由政府一家来完成,市场其他主体也要参与其中。

(2) 政府监管机构对信息披露的审查方式应具有多样性。在注册制下,审查方式并非核准制那样单一。美国证监会(SEC)对发行人信息披露审查主要采取“沟通对话”的方式,SEC对注册说明书的审查通常会提出多轮的评价意见函,发行人及中介机构必须对SEC提出的问题作出真实、准确、完整的回复并相应修改注册说明书及相应文件。美国股票发行注册制的审查实行上就是SEC与发行人就信息披露进行对

话的过程。<sup>[5]</sup> SEC 也会根据公司类别的不同制定不同的登记表格和不同的披露事项为小企业“减负”，又辅之以自愿选择性质的披露规则来避免因披露简化而带来的信息不足问题。另外，美国还通过规定整合披露制度、橱柜式登记和对州“蓝天法”适用的限制等方式来降低信息披露制度给企业造成的负担。<sup>[6]</sup> 我国注册制的推行也要在保障投资者的利益的同时，考虑发行人的承受能力，要针对不同的发行人有多样化的选择标准，避免因信息披露义务过重给企业带来过于沉重的负担。

(3) 政府监管机构应当与证券交易所和中介机构在发行信息披露审查上形成合力，不能相互替代和抵销。注册制意味着政府监管机构在发行入口端把关功能的减弱，基于发行监管只能加强不能弱化的理念，一方面需要通过政府监管机构调整监管方式来弥补；另一方面还需要通过加强市场约束来弥补。政府监管机构与中介机构在发行信息披露审查上的合力包括：政府监管机构对发行人披露信息的审查，应当以保荐人、会计师、律师等的尽职调查和专业意见为前提，强化对发行的市场约束；证券交易所也应当担负起审查的作用。在强化券商、律师、会计等中介机构的把关作用的同时，通过实行与发行人“连坐”等加重责任方式来避免中介机构与发行人“合谋造假”的问题。

### 3. 保证并不断提高发行信息披露的质量

注册制以信息披露为中心的性質和特点，决定其应当比核准制更强调信息披露的质量，只有在保证质量的前提下，投资者利益才能得到有效的保护，注册制的预期目的才能实现。因此，我国股票发行向注册制转变过程中，应当将保证并不断提高信息披露质量作为制度设计的重点，具体可考虑以下路径：

(1) 改良信息披露的形式和程序。除了强制性信息披露外，还应当鼓励发行人自愿披露与投资决策有关的信息。考虑到我国发行人的不同情况和投资者多为散户的这一现实情况，可以针对发行人和投资者提供多种选择，应根据我国投资者的素质现状和对信息披露接受能力，信息披露的格式上也应当灵活处理，逐步建立起对中小投资者决策有用的差异化信息披露机制，相关信息应当做到语言浅显、清晰、易懂，便于投资者阅读理解。如安徽辖区 7 家创业板公司通过互动平台、机构投资者调研来访和年报分析说明会等各种渠道，积极开展投资者沟通交流活动，并取得显著效果。<sup>[7]</sup> 互动式信息披露完全可以考虑在发行环节适用，能够有效地防止理论性太强的信息披露，让投资者有针对性地各取所需。

(2) 完善公司治理结构，加强信息披露的内部约束。提高信息披露质量的动力来自外部和内部，外部是一种强制约

束包括法律规定的强制义务，政府的强力监管，内部则是发行人自觉行为，主要依靠完善公司治理结构，加强内控来实现。完善公司治理结构有助于提高发行人信息披露的主动性，并能有效的从源头提高信息披露的质量。对比美国一些治理结构相对完善的公司的招股说明书，可以发现其在信息披露的完整性、文字语言的使用、披露内容的有效性上都明显优于中国公司。<sup>[8]</sup> 国内一些企业通过披露虚假信息吸引投资者的情况时有发生，一方面反映出我国证券市场信用体系的不完善；另一方面也说明公司自身治理结构的重要性。需要不断推进公司治理结构完善，从根本上保障信息披露质量的提升。

(3) 充分运用现代技术手段，提高信息披露效率。随着时代发展，信息披露制度在不断变化创新，披露方式和手段也日新月异。网络已成为股票市场信息传播的首要途径，电子化信息披露系统也成为信息披露有效性的基础保障，电子化信息披露会降低企业信息披露的成本。笔者注意到，日本信息披露制度随着金融立法的改革而出现一些引人注目的变化，在不断完善信息披露的保障措施的同时，对披露技术进行革新，为了方便公众查阅相关文献资料，法律还要求了信息披露文件在电子信息披露系统通过电子形式提交的义务化，<sup>[9]</sup> 这对我国有着参考借鉴意义。

### 4. 推进证券法的修改与完善

注册制的实施必须以现行《证券法》的修改为前提。在核准制改注册制已成必然的前提下，需要讨论《证券法》如何构建与注册制相适应的信息披露制度框架和具体内容，本文限于篇幅，在此只涉及其中的一些主要问题。

(1) 设立信息披露专章。现行证券法关于信息披露的规定是散见于各章，体现了核准制下信息披露并不显要的地位和作用。要构建与注册制相适应的信息披露制度，贯彻以信息披露为中心的理念，需要对证券法现有内容作出较大的调整，其中就包括设立信息披露专章，不仅提升和突出信息披露的重要地位，而且需要对包括发行信息披露和持续信息披露的基本原则和基本方式等内容作出专门的规定。

(2) 为政府监管机构从核准监管向执法监管转变提供法律支撑。突出信息披露的地位和提高信息披露的质量，都需要配合注册制对监管体制进行必要的改革，从事前的监管向重事中和事后的监管转变，在发行环节也要由原来的核准监管为重心改为执法监管。根据注册制下监管只能加强不能弱化的理念，应当通过修法从立法层面来解决一些在核准制下现存的问题，通过执法能力的加强，提高查处信息披露违法行为的效率，为信息披露制度的正常运行提供保障。

(3) 建立与信息披露义务相适应的法律责任体系，强化法律责任的惩罚力度，有效防止和遏制信息披露违法行为的

上升态势,以增强投资者对股市投资的信心。日本近年来在金融改革中出台的《金融商品交易法》就加大了对虚假陈述等市场违法行为的惩戒力度,通过行政处分、刑事责任和民事责任相结合的方式来保证信息披露的真实性、完整性和有效性。<sup>[10]</sup>这些做法也需要我国在《证券法》修法时结合我国国情认真加以思考并借鉴吸收。

(4) 建立严格的退市制度。退市制度是注册制推进非常重要的配套措施,也是完善信息披露制度的重要举措。注册制在放宽“入口”的同时,“出口”也应当畅通,否则大量公司的进入,难免泥沙俱下,鱼龙混杂,必须按照市场规律优胜劣汰。美国每年上市几百家公司,但退市也多达几百家。而我国股市发展至今沪深两交易所的退市公司只有 88 家<sup>①</sup>显然不能适应发展需要。随着注册制的推进,严格的信息披露必然会增大发行环节和公司的透明度,那些依靠包装或造假发行的公司就可能被市场淘汰,退市也就成为其应当承受的后果。

#### 参考文献:

- [1] 肖 钢. 资本市场的改革方向 [N]. 证券时报, 2013-11-20.
- [2] 周友苏. 新证券法论 [M]. 北京: 法律出版社,

2007. 365.

[3] 中国证券监督管理委员会网站: 2013 年 11 月 22 日的新闻发布会 [EB/OL]. (2013-11-22) [2014-4-12] [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201311/t20131122\\_238702.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201311/t20131122_238702.htm).

[4] 祁 斌. 经济转型下的资本市场使命 [EB/OL]. 新浪财经, <http://finance.sina.com.cn/stock/t/20130724/093016224905.shtml>, 2013-07-24.

[5] 刘 君. 美国证券公开发行如何做到“注册制” [N]. 中国证券报, 2013-11-18.

[6] 廖 凡. 钢丝上的平衡——美国证券信息披露体系的演变 [J]. 法学, 2003, (04).

[7] 安徽证监局. 提高非财报信息质量保障中小投资者知情权 [N]. 证券日报, 2014-01-06.

[8] 陈 政. Facebook 招股说明书信息披露分析及反思 [N]. 证券市场导报, 2012, (11): 45-48.

[9] 马太广, 祝丽娟. 信息披露制度的完善——以日本《金融商品交易法》为中心 [EB/OL]. (2010-3-27) [2014-4-12] <http://www.financialservicelaw.com.cn/article/default.asp?id=121>.

[10] 庄玉友. 日本金融商品交易法信息披露制度研究 [M]. 北京: 人民出版社, 2010.

## The Reflection and Reconstruction of the Issuing Information Disclosure System in China under the Background of Registration System Reform

ZHOU You-su YANG Zhao-xin

(Sichuan Academy of Social Sciences, Chengdu 610072, China)

**Abstract:** Chinese stock issue registration system reform has been launched. Registration system is based on stock issuing information disclosure system; the construction of issuing information disclosure system has become the core of registration system reform. By comparing the differences of the two information disclosure system under the background of authorization system and registration system, this article intend to reflect the problem of issuing information disclosure in our country and find the reason of it, which is on the basis of the idea renewal, and finally reconstruct the current information disclosure system to promote the modification of “the Securities Law” and provide a strong support for registration system reform.

**Key Words:** registration system reform; information disclosure; reconstruction of the system; modification of the securities law

责任编辑: 曹羽茂

<sup>①</sup> 退市公司的具体名称可参见上海证券交易所和深圳证券交易所两个网站上关于终止上市公司的统计数据。