

IPO 注册制下上市公司信息披露制度优化

封文丽(教授)

(河北经贸大学金融学院, 石家庄 050061)

【摘要】 IPO 注册制改革已渐行渐近,而信息披露制度是注册制的核心。我国应借鉴美国、日本等发达国家注册制成功实施的经验,从信息披露导向转变、核心文件确立及其披露质量提高、证监会监管职责重新定位、规范信息披露主体行为、加大对违规披露的惩处力度等方面优化我国现行信息披露制度,以确保证券发行市场健康稳定发展。

【关键词】 IPO; 注册制; 信息披露制度

党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中提出了“健全多层次资本市场体系,推进股票发行注册制改革”。证监会于2013年11月30日发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》,将逐步推进股票发行由核准制向注册制过渡。证监会主席肖钢在2015年全国证券期货监管工作会议上也指出,推进股票发行注册制改革,是今年中国资本市场的头等大事。

因此,构建以信息充分披露为基础、以审慎形式审查为核心、以严格法律责任追究为后盾的IPO注册制已被提上议事日程。

一、注册制的实质内涵

注册制(Registration System),又称申报制、登记制或公开原则(Full Disclosure Philosophy),是指证券发行人按照法定程序公开披露与证券发行相关的全部信息和资料,并将其制成法律文件,送交证券监管机构进行全面性、准确性、真实性和及时性及发行人是否具备法定的发行基本条件等形式审查,对未提出补充或修订意见或未阻止注册生效者予以注册,发行人即可公开发行证券的审核制度。

由上述定义和表1可见,与核准制不同,注册制的核心是信息披露,精髓和根基是公开原则。作为市场约束基础和透明度保障,监管机构须对所有拟上市公司发布的信息,包括招股说明书、公司章程、经审计的财务报表等在内的IPO涉及的一切有价值的材料进行常态化、制度化的严格审核,以确保信息充分公开,并禁止虚假与错误陈述、重大遗漏及信息滥用行为。证券监管机构对于诸如发行人资质、所发行证券投资价值等实质问题不予评判,而交由投资者依据市场公开信息进行自主决断,买方自负。

表1 注册制与核准制的比较

比较因素 \ 发行制度	注册制	核准制
立法理念	披露哲学	优劣哲学
发行审核	形式审核	实质审核
审核原则	公开披露	准则主义
实质判断主体	中介机构	中介机构、监管机构
监管重点	事后控制	事前与事后并举
交易所上市审查	较严格	较宽松
市场化程度	较高	较低
发行效率	较高	较低
发行人成本	较低	较高
投资者角色	自主抉择	判断依赖
典型国家	美国、日本	英国、中国

注:表格根据相关资料整理而得,下同。

二、美、日等发达国家注册制中信息披露要求

体现了政府干预经济的规范与效率的注册制是市场主导型的发达国家成熟资本市场普遍实施的证券发行审核制度。尽管美、日注册制的具体规定不尽相同,但其成功实施均得益于保护证券投资者利益最为有效的手段之一——精心设计的、严格规范的信息披露制度。

信息披露制度作为上市公司信息公开内容、方式、时间、程序等事项的法律规范,根据不同标准,将信息披露分为发行披露和持续披露、自愿披露与强制披露、财务信息与非财务信息披露、历史信息与预测信息披露等。注册制中的信息披露首先是对拟上市公司招股说明书及有关招股公告等信息进行披露。

(一)美国

起源于英国的注册制在美国具有了规范化的标准。

根据美国各州立证券法统称——20世纪初的《蓝天法》、1933年的《证券法》及1934年的《证券交易法》，美国实行双重注册制(Dual Registration)，除非豁免注册，否则本土公司在美国境内IPO，一般必须在联邦与发行或销售所涉州两个层面同时注册。

1933年的《证券法》放弃了蓝天法的“优劣哲学”而采纳了英国的“披露哲学”，又称“证券真实法”，是一部关于信息披露的法律，不设定发行条件，只要全面真实地披露发行人情况，即可进行证券的公开发售。其首要宗旨就是要提供完备、公正、准确披露跨州销售或通过邮件销售所发行证券特征的信息，并防止该类证券销售中的欺诈和不实陈述，而并非创建对某种拟上市商业企业的风险、价值或社会利益的官方评价。该法要求以一种易于理解的形式给予投资者最大量的及时披露，以使其能够正确评估风险，并基于自身的投资策略和风险偏好反映了不同风险溢价的差异化的市场定价中进行选择。美国证券交易委员会(SEC)通过新闻发布稿33-7497号和公告7A号解释“浅白语言”421规则，并专门编撰《浅白语言手册》具体指引使用浅白语言进行披露。

联邦证券发行监管权限受到《证券法》的严格限定，由负责制定信息披露制度规则的SEC以信息披露规范性要求为主进行形式审核；而根据《蓝天法》，各州的证券发行监管为控制风险，阻止其认为不合格的发行者进入本州，普遍实行实质审核。尽管1996年通过的《全国证券市场促进法》(National Securities Markets Improvement Act)规定，“联邦管辖的证券”(Federal Covered Securities)可免于州证券注册，但诸如SEC Regulation D中Rule504与Rule505的发行，仍需在有利害关系的州注册。即使是形式审核，SEC对于主要内容为招股说明书的注册表的审核任务分配给由律师、会计师、分析师及公司所在行业专家组成的审核小组。如果发现有重大缺陷，委员会可颁发停止登记令(Stop Order)，暂缓注册生效。审核小组与发行人律师之间进行书面反馈与电话沟通，要求发行人修改注册表或补充申报材料，直到其纠正了所识别出的全部问题。如果披露不充分或有重大不实、遗漏或误导等严重问题，SEC不再予以审核，发出拒绝命令(Refusal Order)，拒绝注册生效。

1. 注册表。美国有关证券发行的信息披露主要体现在注册表中。注册表从形式到内容均有严格的准则要求，内容涵盖能使投资专家评估证券价值所需的全部信息，厚度达一百多页，涉及五个不同方面，大约包含35个问题。SEC制定的相关表格及主要规定注册信息的S-K条例和规定财务信息的S-X条例对注册表提出了详细的披露要求。

1982年，SEC制定了一套注册制的综合披露体系(Integrated Disclosure System)，将所有内容针对不同发行

人与不同发行情况体现在披露要求依次降低的S-1、S-2和S-3三级框架中。非居民发行人则适用于内容与S系列表格相仿的F-1、F-2、F-3系列。IPO的S-1及年报的10-K披露格式要求则大量援引S-K条例和S-X条例，进而实现了证券发行与上市公司年报规则的统一。这样基于已有的日常披露可简化IPO披露程序，降低发行成本。

2. 招股说明书。只有少数投资者有专业知识、耐心和意愿去研究注册表中陈述的事实细节，大多数投资者需要一份简洁、精准，概述注册表中所蕴含相关事实的总结——招股说明书。

作为投资者研究分析所发证券最基本的信息来源，招股说明书至少要包括以下内容：①发行价格；②新证券的详细描述；③募集资金用途；④最新资产负债表中所列的公司资本化；⑤至少五年的公司收益及前三年详尽的损益表；⑥包括公司拥有和运营的实物资产在内的公司经营情况的详尽描述；⑦公司高管、董事及持股比例10%及以上的人员名单；⑧法律诉讼或其他形式的可能危及公司资产价值的诉讼详情。此外，还包括一般潜在投资者认为不相关或不重要但任何感兴趣投资主体需要轻易获得的其他信息：承销协议细节包括佣金和可能费用；子公司和其他持股公司名单；最近注册和非注册证券的销售情况；经销权、特许权综述；现有的利润分享计划、养老金计划及管理层花红计划细节及对公司财务状况产生直接影响的其他事实。

3. 红鲱鱼说明书和墓碑广告。如果SEC未发现注册表披露中有任何明显遗漏，也没有明显欺诈投资大众的行为，注册进入为期20天的等待期。此时，承销商可向投资者提供不含发行价、承销折扣等交易细节的初步招股说明书(preliminary Prospectus)，披露公司的一般财务状况。因首页的特别说明(此处的信息可以更完善或加以修订。此证券的注册申请已提交给SEC，但还未生效。在注册正式生效前，不得出售证券，也不能接受书面申请)必须采用红色字体印制，以引起投资者的注意，故俗称为“红鲱鱼(red herring)说明书”。

此外，承销商还可在财经类报刊上刊登“墓碑广告(tombstone advertisement)”，对新股发行予以介绍，但其开头需要声明：“本公布既不是发行公告，也不是促销宣传。具体有关发行的事宜只能参照招股说明书。”SEC颁布的第134号墓碑广告规则列明墓碑广告所包含的12类信息，包括：发行人的名称、证券种类及发行数额、发行人经营范围、估计发行价格及决定价格的方法、主承销商名称、公开销售日期及何处获得招股说明书等。与红鲱鱼说明书相比，其内容较为简洁。因其在发布时四周须罩上形似墓碑的黑框而得名，而罩上黑框的目的也是提醒投资者该股票发行尚处于等待阶段，还未正式注册生效。SEC

完成注册表审查后,对未发现问题的申请予以注册。注册生效后,发行人即可从事证券发行。

(二)日本

除美国外,日本也是实行IPO注册制的典型国家。经美国占领当局批准,参照美国的《证券法》和《证券交易法》,日本1948年制定了《证券交易法》,规定证券发行审核实行注册制,由大藏省下属的证券局负责IPO的注册审查。1998年“Big Bang”式金融改革后,审查权移交金融企划厅,又于2000年7月合并至金融厅(Financial Services Agency, FSA)。此外,证券交易所、证券业协会经授权分别负责对拟在各证券交易所与OTC市场上市的申请进行审查后提请大藏大臣批准。二者构成第一层级的事前控制;而FSA下属的证券交易监视委员会对内幕交易、市场操纵及信息披露中的欺诈舞弊行为的例行检查属于第二层级的事后监督,双管齐下确保了IPO的质量与信息披露的合规。

除《证券交易法》中规定的劝诱代理行使表决权、公开说明书等直接披露,有价证券申报书、半期与年度报告书、定期报告书、临时报告书、股价回购及安定操作等间接披露外,日本证券交易所进一步对信息披露作了更为细致的规定与约束,以更有效地保护投资者利益。与美国相似,招股说明书的编制也是以有价证券申报书为基础。但经大藏大臣批准,申报书中涉及商业秘密的一些信息可以不作记载。

作为日本证券法制的核心,信息披露制度理念与内容的变迁体现在历次证券法制的重大改革之中。自1948年出台的《证券交易法》强调注册申报信息公开原则之后,日本信息披露制度历经数次修订完善。1971年修订中增加半年度报告书和临时报告书的披露要求、发行人及相关会计中介应负的赔偿责任。1988年引入参照方式注册申报,效力发生期间缩短,临时报告书提交事由扩大。1990年修改了公开收购制度,首次提出“5%规则”,即取得上市公司5%以上股票及随后的1%以上的增减,必须在5个营业日内向财务省汇报,并向公众披露。1998年补充了小额募集信息公开制度,连接标准向情报公开倾斜,并要求公示“企业集团”财务信息。

尽管如此,2004年,东京证券交易所仍然相继出现以“西武铁道”为代表的披露文件虚假陈述事件。因此,为了提升信息披露制度的公正与透明,2006年6月,日本将《证券交易法》改为《金融商品交易法》,在季度报告制度、内部治理报告制度及大量持有报告制度及特例报告制度等方面对上市公司信息披露制度的相关内容进行了相当的扩充。该法着重强化了公募中商品风险披露义务、上市公司四半期报告义务、大量持有报告义务以及上市公司内部治理、披露不充分的行政处分和对市场操纵行为征收课征金力度等相关罚则。2008年,日本又对《金融商品交

易法》进行了修订,要求上市公司对与财务报告相关的公司内部治理有效性作出评价,并经注册会计师和监查法人进行审计,还须提交有价证券报告书、四半期报告书及半期报告书记载内容的确认结果。

三、借鉴美、日经验优化我国IPO信息披露制度

我国证券市场经过了二十多年的发展,新股发行制度也历经了审批制到核准制(详见表2)的演变,由多层次规范体系构成的较为系统的信息披露制度也已建立,较为详尽地规定了证券发行信息披露的具体内容,如招股说明书的制作与披露方式,违反信息披露义务应承担的刑事、行政与民事责任等。然而,核准制与注册制成功实施对充分信息披露的要求尚存在较大差距,如披露规则的监管需求导向明显、披露信息碎片化等,有待进一步优化和规范。

表2 我国现行IPO核准制下信息披露制度体系

基本法律	《证券法》、《公司法》及《刑法》的有关规定
行政法规	国务院《股票发行与交易管理暂行条例》等
部门规章	证监会《公开发行股票公司信息披露实施细则》、《公开发行证券公司信息披露的内容和格式准则》等
自律规则	沪深交易所《股票上市规则》、行业协会自律规则

1. 以“投资者”需求为导向,贯彻充分披露规则。披露规则制定应由核准制下“审批者”监管导向转向注册制下“投资者”需求导向,相应地,招股说明书也应由核准制下“审批文件”转变为注册制下“销售和文件”。

一方面,为了成功实现IPO,招股说明书作为销售文件,需对本次发行吸引投资者踊跃申购的亮点进行深度挖掘,推介营销;另一方面,作为法律文件,为了免除法律责任,发行人必须真实、充分披露本次发行所蕴含的全部风险。而作为审批文件的招股说明书则更多地关注审核评分的格式化内容,以便顺利过关。从投资者角度出发制作的招股说明书应强调披露质量的真实性和客观性,披露内容的整体性和差异性,披露信息的相关性和重大性,披露风险的充分性和准确性,披露行文的浅白性和可读性。

2. 确立招股说明书的IPO信息披露核心文件地位。在美、日注册制中,招股说明书的优劣直接决定着IPO的成败,因此招股说明书成为公司发行上市信息披露的核心文件。为了排除市场不当信息,使发行人和中介机构集中精力制作披露文件,监管机构聚焦形式审核重点,SEC严厉禁止在招股说明书等注册文件生效前接受订单发售证券的“抢跑(gun jumping)”行为,刊登红鲱鱼说明书、墓碑广告等推介活动也必须基于招股说明书进行。笔者根据相关资料整理了近年来IPO披露违规典型案例,详见表3。

表 3 IPO 披露违规典型案例

案例简介	股票代码	板块	审核	上市	发行价	融资额	违规手段	处罚结果
造假公司								
万福生科	300268	创业板	2011.7.19	2011.9.27	25元/股	4.25亿元	虚构客户、收入	相关责任人罚款等
胜景山河	002525	中小板	2010.10.27	2010.12.17	34.20/股	5.81亿元	重大遗漏	撤销IPO核准决定
绿大地	002200	中小板	2007.11.27	2007.12.21	16.49/股	3.46亿元	虚构合同、虚增收入近3亿元	相关责任人被判缓刑、公司重组
新大地		创业板	2012.5.18				关联方交易	终止上市罚款警告

3. 提高招股说明书的信息披露质量。

(1) 严厉打击虚假披露。现有的招股说明书披露内容的总体框架与注册制的要求差距较小,最大的不足体现在披露质量低下,虚假披露时有发生(详见表3)。因此,当务之急是增强招股说明书的真实性和客观性,严厉打击虚假披露。

(2) 强化披露信息的整体性、针对性。现有招股说明书信息披露中不同模块间的逻辑主线不够清晰,不能前后连贯、完整全面地反映公司经营面貌。因此,应效仿 Facebook 招股说明书,以经营战略为主线,将财务业绩、核心资源、风险因素、投资项目等贯穿其中,勾勒拟发行公司的前景。此外,披露内容应避免空泛,减少宏观和中观行业层面的信息,而增加个性化的公司特有信息,有些内容如募集资金使用等的披露须更具针对性,更应杜绝报喜不报忧的选择性披露倾向。

(3) 体现信息的相关性与重大性。简化或取消与投资决策相关性较小的如公司的历史沿革等审核信息和合规要求,而风险揭示、财务信息、公司治理、投资者保护等内容则应详尽披露。尤其要强化风险揭示的充分性和准确性,对本次 IPO 可能蕴含的风险必须充分、准确披露,且不得有对风险进行化解的描述。美国注册制突出特点之一就是,投行及上市公司为了减轻发行后责任,进行 IPO 信息披露时尽可能多地强调风险因素。如 Facebook 和 Google 的招股说明书中风险因素分别达 51 个和 60 个,每一风险因素仅描述一项具体风险。

(4) 提升披露信息的可读性。招股说明书应重点突出,语言浅白,不过度依赖释义,尽量避免使用艰深晦涩的专业术语或公文用语,以便于普通投资者阅读理解。如 Facebook 招股说明书中对关键绩效指标给出了定义和计算方法;通过图片提高披露内容的直观可视性;借助图表、清单简化对复杂材料的文字说明等,这都值得借鉴。

4. 证监会监管职责的重新定位。作为一项涉及市场参与主体的“牵一发而动全局”的系统工程,IPO 注册制改革也是推进证监会监管职能转型的重要突破口。由核准制到注册制转变首先要做到监审分离,证监会应逐步将包括配售、新股申购细则、实质审核等部分的监管职能下移至证券业协会和沪深交易所等自律组织,工作重点也

相应地由事前审核转变为以风险导向为主的事中监管和以行为导向为主的事后监管,且须均衡配置三个环节的监管资源。自身实施的审慎形式审查以信息披露为核心,重点关注申请文件的真实性、准确性、完整性、合法性、关联性与充分性等,还须设定关联方交易、同业竞争的合规要求和风险底线门槛。

5. 规范信息披露主体行为。应适时修订《证券法》中有关 IPO 审核机制的规定,强化和细化相关当事人的行为边界,落实发行人和中介机构作为信息披露主体应承担的诚信义务和法律责任。首例创业板万福生科欺诈发行及相关中介机构违法违规案例反映了相关发行人和中介机构诚信意识缺失、职业操守低下的现状。此类行为不仅违反信息披露基本要求和证券市场“三公”原则,而且侵害二级市场投资者利益。因此,作为中介机构的保荐人、会计师事务所、律师事务所等必须严格遵守《保荐人尽职调查工作准则》、《企业会计准则》、《招股说明书准则》等相关规定,充分实施尽职调查,严防利润操纵,杜绝欺诈发行。

6. 加大对违规披露的惩处力度。由表 4 可以看出,与美、日成熟证券市场相比,我国对违规披露的惩处力度过小,并且缺少民事赔偿责任,进而导致投资者损失无法弥补,披露主体违规成本太低,中小板、创业板 IPO 造假乱象。而美国鲜有投行等中介机构涉险造假上市等欺诈行为,无疑归因于 SEC 起诉、长期监禁、巨额罚款等事后究责的震慑力。因此,为顺利推进和实施 IPO 注册制,急需在新一轮《证券法》修订中加大对相关当事人违规披露的惩处力度,并引入证券欺诈民事损害赔偿责任和代表人诉讼制度,使公众投资者的损失能够得到切实补偿。同时,须强化事后监管执法,实行证监会、证券交易所、地方监管局三管齐下合力监管,加强对中介机构和发行人违规行为的执法检查,以确保发行市场健康稳定发展。

下面是笔者根据相关资料整理的美国、日本及我国对违规披露的惩处措施。美国对违规披露的惩处措施为:根据 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》,如果证券发行人在证券发行时故意遗漏有关信息,或者对投资者构成欺诈,或者作出错误披露,证券交易委员会和因信息

信息化环境下管理会计应用探讨

吴花平¹(博士), 周 蕾¹, 范群林²(副教授)

(1.重庆理工大学财会研究与开发中心, 重庆 400054; 2.重庆理工大学管理学院, 重庆 400054)

【摘要】在企业管理中,作为科学管理手段的管理会计对企业提高经济效益、增强核心竞争力具有重要的作用。本文通过回顾管理会计的发展历史,分析在信息化大环境下管理会计在我国企业中的应用现状以及所面临的挑战,探讨了相应措施。

【关键词】管理会计; 信息化; 管理会计软件; 信息共享

一、管理会计概述

20世纪初,管理会计作为一门新兴学科,在泰勒科学管理理论发展的基础上,随世界经济的发展而不断发展,并且广泛应用于国外企业中。管理会计是会计学与管理学的结合,它是一门综合性极强的学科。它以现代管理理论为基础,通过一系列方法的运用,确认、计量、整理、对比和分析会计信息,使企业管理层能够更好地预测、决策、规划、控制和评价企业经济活动,更合理地配置资源。

20世纪30年代,西方“管理会计”出现在美国。其实务发展由60年代以前的侧重于内部成本管理与财务控制,

选用全面预算管理和实施成本会计系统的方法;到60~80年代青睐于安东尼的管理控制框架,重视企业的会计信息系统;再到80~90年代有侧重点的实施全面质量管理、作业成本管理、流程分析与战略成本管理;最后到90年代以后的更加重视价值创造,出现了平衡计分卡、经济增加值以及战略管理会计的信息系统。

直到20世纪70年代末80年代初,国内学者在吸收了西方管理会计的研究成果后,结合国内经济现状,才将管理会计的研究本土化。李天民教授认为,管理会计主要是通过一系列专门方法,利用财务会计、统计及其他有关资

披露文件中对“重大事实(material facts)”的虚假陈述、误导或遗漏造成损害的任何一名投资者均可向其提出民事赔偿和罚款的诉讼。一旦罪名成立,被告人将被处以不超过1万美元罚金,或判处5年以下徒刑,或两者并处;2002年SOX法案规定,对故意进行证券欺诈的犯罪者最高可判处25年入狱;对犯有欺诈罪的个人和公司的罚金最高分别可达500万美元和2500万美元。日本对违规披露的惩处措施为:《证券交易法》第16条、第17条及第18条分别规定,公开说明书、注册申报文件中“重要事项”虚假记载、重大遗漏及违反交付义务募集或销售证券者,应对取得该有价证券受损者承担赔偿责任。1971年法规修订中增加了第24条第4款,有价证券信息公开文件中虚假、重大遗漏责任适用该法第22条规定,即IPO公司的高级职员或发起人、相关会计师事务所或注册会计师应对据不实或不完备信息买进证券的受损者负赔偿责任。2004年日本《证券交易法》修改时引入课征金制度;2005年再次修改时将持续信息披露文书的虚假记载也纳入课征金的征收对象范围。2008年修改后的《金融商品交易法》第172条中规定:发行信息披露文书的虚伪记载,课征金金额由原法中规定的募集、卖出总额的1%上调到2.25%,股票等

由2%上调到4.5%。持续信息披露文书的虚伪记载,课征金金额由原法规定的时价总额的十万分之三或300万日元上调到时价总额的十万分之六或600万日元。我国对违规披露的惩处措施为:我国《证券法》第193条规定,发行人、上市公司或其他信息披露义务人未按规定披露信息,或所披露信息有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的,责令改正,给予警告,并处以三十万元以上六十万元以下罚款。对直接负责主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下罚款。

主要参考文献

- 张建文.证券市场信息披露制度比较研究[D].南昌:江西财经大学,2003.
- 陈晓.中日证券信息披露制度比较研究[D].上海:华东政法大学,2013.
- 陈政.Facebook招股说明书信息披露分析及反思[J].证券市场导报,2012(11).
- 凌希.中美上市公司信息披露制度比较研究[D].上海:复旦大学,2012.
- 张蓉,孟小迪.中国证券发行注册制改革的思考[J].生产力研究,2014(2).