

注册制下 信披质量如何保证

注册制的核心是信息披露，而信息披露质量的强化需要差异性监管，需要中介机构发挥好看门人的角色，需要企业真正做到以投资者为中心。

文 | 王汀汀 林山

4月2日晚在美上市的瑞幸咖啡自曝财务造假，随后股价大跌；4月7日传出消息，曾是瑞幸上市联席主承销商之一的瑞信（Credit Suisse）将不再担任互联网医疗平台微医集团赴港上市的联系保荐人。瑞幸事件暴露出注册制下上市公司信息披露不足可能导致的严重后果。

而中国的A股市场，注册制试点正从增量市场拓展到存量市场：2019年6月13日，科创板正式宣布开板，7月22日首批25家企业按照注册制规则获批上市；2020年3月1日，修订后的《中华人民共和国证券法》正式实施，4月27日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。

A股市场注册制试点范围不断扩大，各方要如何强化信息披露质量？

目的：保护投资者

保护投资者是资本市场发展的目标，同时也是资本市场健康发展的重要条件。1998年，四位学者拉波塔（La Porta）、洛佩兹·西拉内斯（Lopez-de-silanes）、安德烈·施莱弗（Andrei Shleifer）和罗伯特·维什尼（Robert W. Vishny）在法学和金融学方面的奠基性研究“Law and Finance”中指出：对外部投资者的法律保护程度会决定一国证券市场的强弱，而信息披露正是达成投资者保护这一目标的重要手段。

注册制要求发行人充分、客观地把发行人及发行证券的资料向证券主管机关提示并申请发行，经证券主管机关实施形式要件审查并合格后予以注册，即可公开发行证券融资。在发行注册制度下，证券监管机构不对股票发行申请人及拟上市公司做价值判断，其对公开材料的审查仅是形式审查，只负责审查股票发行申请人是否严格履行相关的信息披露义务，而不涉及任何发行实质条件的审查。只要发行申请

人依规定将有关信息完整、及时、真实、准确地予以披露，主管监管机构不得以申请人财务状况未达到一定标准为由而拒绝其发行。

从核准制过渡到注册制的过程，也是从行政力量回归到市场力量的过程，注册制下监管部门仅对发行人进行形式审查，不再充当把关者的角色对其进行价值判断，上市公司证券价值的高低将完全交给市场来判断，在这一过程中，信息披露的质量决定着证券市场的发展，所以注册制的核心是“以信息披露为中心”。

监管：差异化

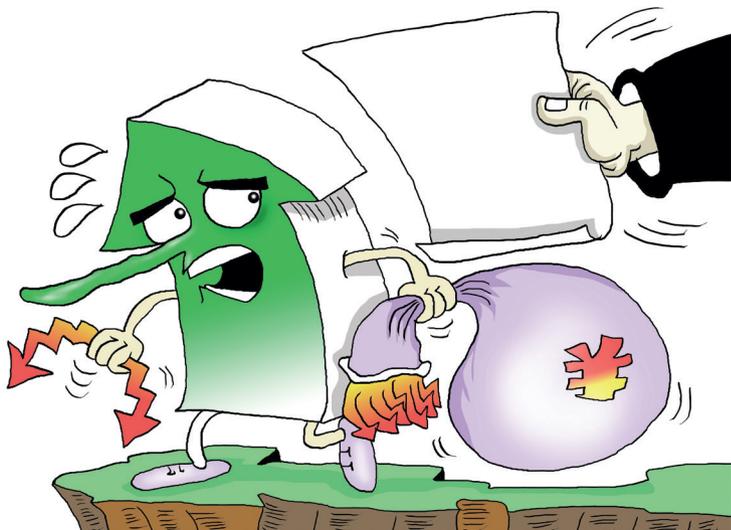
金融要为实体经济服务，为了更好地满足实体经济的需求，资本市场需要多层次化，金融服务和金融产品要多元化。从资本市场改革发展全局来看，要更好地服务实体经济，需要坚持各层次市场错位发展，实现多层次资本市场间的协同效应，促进形成制度多元、功能互补的多层次资本市场体系。在新证券法中，将证券交易场所划分为证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所（主要指新三板市场）、按照国务院规定设立的区域性股权市场等三个层次，并规定证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所可以依法设立不同的市场层次。自2014年起，随着新三板市场和区域性股权市场的发展，中国的多层次资本市场逐渐形成了正三角的格局（以挂牌企业数来衡量）。

目前的多层次市场中，各个市场的定位存在较为明显的差异化。主板主要为实力雄厚、高市值的成熟大型企业提供融资和股票流通的场所，科创板重点对科创企业提供支持，中小板和创业板定位于服务高成长性、流通股本相对较小的企业；股转系统和区域性股权交易中心为未能在交易所上市的、处于成长阶段的中小微企业提供融资平台。各个板块互为补充，

信息披露的质量决定着证券市场的发展，所以注册制的核心是“以信息披露为中心”。

满足资本市场上不同企业的多样化融资需求。随着上市（挂牌）企业进一步多样化，多层次市场还将继续深化发展。因此在信息披露方面，还需要考虑市场的现实，根据投资者需求的不同，区分不同市场、不同行业、不同风险的上市公司，对其信息披露的标准也应当区别对待，以适应灵活多变的资本市场交易，适应注册制改革和司法实践的要求。

首先，在金融供给侧结构性改革的框架内，结合多层次资本市场的定位，在系统性地梳理相关法律法规的基础上，进一步明确信息披露理念的差异化，给予交易所等自律监管主体更多的信息披露政策空间。在注册制下，多层次资本市场的差异化信息披露容易导致相关制度的碎片化，需要监管部门梳理、整合相关规则，进一步将其体系化。交易所制定的规范性文件也应当结合注册制改革的背景，与时俱进地进行相关制度的修订。考虑到注册制对交易所带来的压力，还要大力扩充专业人才队伍，提升问询人员专业技能。



其次，差异化的信息披露监管应更加注重实质和有效性。在注册制下监管者的重要职责就是要保持市场的透明度，监管重心是信息披露的质量和有效性。对信息披露的要求从真实、准确、全面、完整向更注重实效性转变；由强制性信息披露向自愿性信息披露转变；从满足监管者审核需求向满足投资者需求转变。

再次，进一步提高信息披露监管的针对性和效率。虽然在注册制下构建差异化信息披露可能会在初期增加立法和监管的成本，但长久来看能够使信息披露的监管更具针对性。监管机构可以专注于那些特定行业或者特定类型的上市（挂牌）公司与市场行为，对于市场上的公司制订有针对性的信息披露要求，提高监管效率。以小规模企业为例，可以通过定制型信息披露，降低信息披露和审计成本。2008年的金融危机使美国中小企业受到重创，IPO数量大幅减少，面临严峻的融资困境，为了保护 and 振兴中小企业，2012年美国推出了《创业企业融资法案》（即JOBS法案），明确“新兴成长型企业（Emerging growth company）”享受发行和合规便利，降低在IPO发行注册中披露历史财务数据的要求。该法案产生了显著的效果，伴随着中小企业的信息披露成本降低，更多中小企业利用资本市场融资，促进就业振兴经济。

中介：当好“看门人”

虽然我国股票市场上，机构投资者的数量和市场占比在逐步提高，但总体上依然以散户为主。注册制下监管部门对信息披露只做形式审查，完全依靠投资者自身能力去理解信息的含义，对公司价值做出较为准确的判断，并不现实。因此，需要强化会计师事务所、律师事务所、承销商、主办券商、评级机构、分析师等证券服务机构与专业人士的尽职调查义务和

信息把关责任，督促第三方独立机构扮演好信息披露“看门人”的角色。

不管是在 A 股市场上市即被实名举报的万福生科和因信息欺诈而一退到底的欣泰电气，还是在海外市场近期爆雷的瑞幸咖啡、好未来，我们很难相信在这些公司的信息披露问题背后没有中介机构的默许甚至是参与。而在注册制下，缺少了证券主管部门的实质审查，更需要强化第三方机构“看门人”的职责。

要进一步强化中介机构在信息披露中的责任，规范中介机构的行为。

首先，通过政府相关部门和自身管理协会的努力，不断严格行业自律和行业规范，做好中介机构的自我引导和自我发展。同时，要完善中介机构信息披露相关的法规条例及实施细则，以法律条文的形式进一步明确保荐机构以及其他中介机构的连带责任和各方责任的具体划分，还要建立严格的惩罚措施，加大相关人员的违法成本，通过对不尽职行为与违法违规行为的严格处罚，倒逼中介机构恪守职责，注重自身的行为，严把信息披露质量关。

其次，由于中介机构在注册制下具有更重要的市场地位，对市场有更大影响力，也应该赋予其更大的业务空间和灵活性。

企业：以投资者为中心

信息披露是上市公司与投资者间沟通的重要桥梁，也是投资者投资决策的重要依据。新《证券法》在披露内容和披露义务人等方面进一步明确了上市（挂牌）企业的信息披露要求。

在新《证券法》中，扩大了信息披露义务人的范围，明确了上市公司董事、监事、高级管理人员等在信息披露工作中的权利责任划分。大股东和董监高为代表的上市公司内部人士在公司治理和信息结构中处于优势地位，有

能力且有动机借公司之手实现个人利益，例如发布虚假或者模糊信息配合炒作，实现高位套现。在公司治理中有一条基本原则：基于坏人假设制定的制度往往更有可能是一个好制度。新《证券法》强化内部人对上市公司信息披露的连带责任，确立了发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员公开承诺的信息披露制度，这能在一定程度约束董事、监事、高级管理人员行为，降低内幕信息交易，减少违法违规事件发生，有利于维护市场三公原则，实现对中小投资者利益的更好保护。

在披露内容方面，新《证券法》强调应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息。发行人应该根据公司所处行业的特色，有针对性地披露行业特点、行业规模、行业规则、自身业务模式、公司治理情况、未来发展战略、经营政策、会计政策。以科创板为例，由于科创板服务对象是尚未进入成熟期但具有成长潜力且满足有关规范性及科技型、创新型特征的中小企业，这些企业的股权结构、内控体系尚不完善，控股股东和实际控制人是公司治理中的“关键少数”，对公司未来发展起到重要的甚至是决定性的作用。为了强化公司治理、保护投资者权益，科创板对于公司治理中的“关键少数”纳入重点监管领域，强调“发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员应依法履行信息披露义务，保证信息披露的真实、准确、完整”。

注册制并不仅仅是发行管理制度，而是一整套制度的集合。在注册制下，需要配合严格的信息披露制度以更好地保护投资者，配合更灵活的退市制度以实现资本市场的优胜劣汰，唯其如此，资本市场才能更好地实现资源配置的功能，成为更精准、灵活的经济晴雨表。☐

（王汀汀系中央财经大学金融学院副教授、证券期货研究所副所长；林山供职于英大证券有限责任公司）

信息披露是上市公司与投资者间沟通的重要桥梁，也是投资者投资决策的重要依据。