

基于注册制的互联网企业 IPO 招股说明书优化

封文丽, 张 姗

(河北经贸大学 金融学院 河北 石家庄 050061)

摘要: 目前我国股票注册制改革备受关注。注册制的核心是信息披露,而信息披露的核心是招股说明书。随着间接融资渠道向传统行业的倾斜,互联网企业上市融资需求越来越大。在注册制改革背景下,以在美国与中国上市的互联网企业,从披露内容、披露形式、披露质量三方面进行对比分析后提出,互联网企业招股书应侧重披露能充分体现其成长性的信息,突出行业特点,体现差异性;在将风险说清说透的前提下,完善非财务信息披露;同时政府应构建电子化信息披露平台,降低企业信息披露的成本,使投资者快速获取信息,提高信息披露的效率。

关键词: 股票发行注册制; 互联网企业; 信息披露制度; 招股说明书

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2017)02-0042-05

一、引言

2015年12月27日,全国人大常委会审议通过了股票发行注册制改革授权决定,标志着我国股票注册制改革已经提上了日程。随着注册制改革的不断推进,如何将IPO的核准制转变为注册制备受大家关注。招股说明书作为证券发行注册制的核心披露文件,对招股说明书的研究也已成为注册制改革的重点与难点。

注册制作为充分市场化的产物,其成功应用体现在了美国的证券市场上。从美国证券市场的架构上看,注册制的实施需要严格的信息披露制度为基础、严格的监管制度保驾护航、完善的退市制度为后盾,其中严格的信息披露制度就是注册制的核心。招股说明书作为证券发行的首要信息披露文件,在信息披露中处于核心地位。此外招股书是申报材料中唯一一份由发行人、保荐机构、承销商、律师、会计师、评估师、董事、监事、高级管理人员等专业人员共同承诺其内容具有真实、准确、完整等特点的文件,增加了信息的真实性与权威性,所以招股书在信息披露中的重要性不言而喻。由此可见注册制的核心是信息披露,信息披露的核心是招股说明书。

二、互联网企业招股说明书的特点

招股说明书作为连接投资者与融资者的主要桥梁,是投资者了解企业的重要渠道,通过招股书,投资者可以了解公司的基本情况,为投资决策提供支持。互联网行业不同于传统行业,其行业的特殊性往往决定了招股说明书存在以下几个特点。第一,风险因素众多。首先互联网行业仍旧处于发展初创期,发展的不确定性很强;其次同行激烈竞争以及技术更新速度会影响企业未来发展的可持续性。这些因素决定了互联网行业与传统行业相比风险要大,因此互联网企业招股说明书的风险揭示往往也比一般企业要多并且更加详细。第二,企业文化披露占比重。企业文化是互联网企业赖以生存的精神支柱,是员工价值观、人生观的共同体现,同时也反映了企业未来的发展方向,这就决定了互联网企业在招股说明书中更注重企业文化的披露。第三,无形资产披露为主。互联网企业与传统行业相比,其核心价值不是机器设备、生产线等有形资产,而是核

收稿日期: 2017-01-10

作者简介: 封文丽(1967-),女,河北平山人,教授,管理学博士,研究方向为资本市场与上市公司治理;
张 姗(1992-),女,河北石家庄人,硕士研究生,研究方向为资本市场。

心技术、富有创新意识的从业人员等无形资产,这些无形资产才是激发企业生命力、创造价值的根本动力,因此互联网企业招股书必然以无形资产披露为主。

基于互联网招股书的上述特点,互联网企业要想快速上市,在明确招股书核心地位的前提下,要重点关注风险、企业文化、无形资产等方面。

三、中美上市互联网企业招股说明书对比分析

随着间接融资渠道向传统行业的倾斜,互联网企业上市融资需求越来越大,在注册制改革背景下,对比分析中美上市互联网企业 IPO 招股说明书,有利于提高招股说明书的披露质量,加快上市进程。本文选取两家分别在美国与中国上市的互联网企业,从披露内容、披露形式、披露质量三方面进行分析。

(一) 披露内容对比分析

表1 中美上市互联网企业招股说明书披露内容对比

中美上市互联网企业招股说明书披露内容对比		
具体内容	阿里巴巴	快乐购
招股说明书摘要	主要介绍企业的发展思想、未来规划、业务增长模式、核心技术等,充分体现互联网行业关注成长性的特点	招股说明书摘要模板化,内容章节固定,无法体现互联网行业的新特点
公司基本情况	披露内容简洁主要包括企业发展历史与公司结构,突出重点且表现形式为表格与图表更加形象明了	披露内容详细,信息量大内容繁杂、难以成为价值判断的依据
财务信息	在财务经营数据披露的基础上着重讨论与分析形成该种财务状况的盈利模式以及业绩推动力量	财务信息占全文的四分之一且主要解释财务指标增减变动的原因,没有深层次解读财务信息背后的内容
风险因素	风险揭示全面,包含业务与行业、公司结构、发行风险等方面共涉及81项风险提示	风险因素21项,主要集中在宏观层面。风险产生原因及可能给公司带来的影响叙述不清
管理层讨论与分析	以公司管理层的角度将财务信息与非财务信息结合起来,进行未来财务状况与经营能力的预测	将管理层分析与财务会计信息合并,以财务信息分析为主,基本没有预测性信息
企业文化	详细披露了湖畔合伙人制度	没有明确披露企业文化

资料来源:根据企业招股说明书整理

由表1我们看到中国上市互联网企业招股说明书存在以下几个不足:

1. 章节内容模板化,行业特点不突出。中国除金融、保险外的所有行业,其披露的招股书具体内容格式基本上都遵守证监会2006年颁布实施的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》的要求,虽然以法律的形式规定了招股说明书必须披露的内容,但由于章节内容过于模板化,忽略了不同行业的特点。相反美国SEC不具体规定招股说明书的内容,除必须披露的章节外其余章节可由企业自行披露,给美国上市公司更大的自主权。例如阿里巴巴招股说明书的亮点在于其企业文化“湖畔合伙人制度”^[1],Facebook的招股说明书中披露了CEO扎克伯格有关公司独特文化和管理风格即“黑客方式”的一封公开信等^[2]。与中国上市互联网公司招股说明书相比,美国招股说明书章节更灵活内容更贴合行业实际。

2. 无用信息所占篇幅较大。据表1,阿里巴巴的招股说明书在披露基本情况时,更注重企业发展的来龙去脉,以及支撑企业发展的精神力量,并且在表现形式上多采用图表、表格等,使投资者更加明了。而我国招股说明书在公司的设立变更、历史沿革等方面花费大量的笔墨来叙述,且主要是以文字来体现,枯燥无味。此外这些基本情况基本不能为投资者的价值判断提供有用信息,投资者阅读花费了大量的时间,但是却无法获取有价值的信息,得不偿失。

3. 过于看重财务信息,忽略企业未来成长性。我国证监会审核的重点在于实质性审核,企业上市招股说明书不仅要披露证监会规定的信息还要保证发行人的经营状况符合证监会的硬性要求,一般以财务信息为主。2016年1月至9月,IPO在发审会候审的企业共有73家终止审查,其中6月至9月有56家首发终止审查企业,占总体的76.7%。在这56家终止审查IPO企业中由于财务问题终止审查的,例如报告期业绩大幅度下滑、报表项目变动异常、财务资料过期等占总体的80.36%。其中报告期内经营业绩大幅下滑占到总体

的 42.86%。由此可见中国 IPO 审核的重点一直是对财务的核查。所以中国上市企业招股说明书更侧重于企业财务、经营情况等财务信息。例如快乐购的招股说明书中财务信息占比达四分之一;光线传媒风险揭示只用了 12 页,但对财务会计信息的披露就长达 123 页,占总篇幅的 27.3%。

中国硬性的法律规定将一些未来发展潜力大,但现阶段不盈利的成长性企业拒之门外。而美国证监会认为,企业上市是一种市场化的行为,企业能否融资依赖于市场投资者对企业股票进行的价值判断,与目前企业的盈利能力无关,投资者更关注的是未来股票给其带来的分红与收益。所以美国的投资者不太看重目前企业的盈利能力、财务状况,即使考虑财务因素也主要是看对企业财务状况的深层次分析,例如企业盈利的原因、业绩发展的推动力等财务数据背后的信息。例如阿里巴巴招股说明书中的财务部分不仅披露了财务运营数据,而且分析了支撑财务数据的盈利模式、销售网络、平台支持等因素。如果投资者看中企业未来的发展即使目前是财务亏损的状态,投资者也会购买该股票。从上述对比分析看,我国招股说明书还存在重财务、轻发展的现象。

4. 风险揭示不全面、原因解释不明晰。阿里巴巴招股说明书中的风险披露是其最重要的部分,首先是风险揭示广泛、全面。阿里巴巴招股书披露多达 81 项风险因素,占了近 10% 的篇幅,包括业务与行业、公司结构、发行风险等方面涵盖范围非常广泛。其次对重要风险进行深度剖析^[3]。例如在提到“无法维持和改善生态系统的网络效应”这一风险时,阿里巴巴从平台安全、网络营销服务等 10 个方面,全面剖析了可能产生风险的原因。而我国快乐购招股说明书风险披露的 21 项因素中,一方面市场风险、政策风险等主要宏观层面占主体,对微观因素即企业的经营模式、技术支持等方面存在的风险披露较少。另一方面风险产生原因及可能给公司带来的影响叙述模糊不清,一带而过。

5. 非财务信息披露不到位。非财务信息主要包括前瞻性信息、媒体形象、社会责任与核心竞争力等^[4]。在阿里巴巴招股说明书中我们可以发现,大部分的非财务信息都覆盖到了。比如阿里巴巴披露了核心技术、生态系统规模、发展战略等非财务信息,且粗略估计占比达 20.7%。由此可见,美国上市公司对非财务信息、预测性信息的看重。相反我国招股说明书披露主要集中在董事、高管的介绍以及内部公司治理等方面,对一些外部的公司治理、前瞻性信息、媒体形象、社会责任等非财务信息的披露不到位。

(二) 披露形式对比分析

表 2 显示,目前我国招股说明书披露采取“平面媒体+网站”的形式,其中以平面媒体披露为主,例如证监会指定的一些专业报刊《中国证券报》、《上海证券报》等;网站一般为交易所网站、巨潮网等。平面媒体由于受到版面限制,不能全面的进行信息披露,且报刊的流通往往受到地域限制,受众群体少,在时间上信息的传播也不及时。而美国招股说明书的披露采用电子披露系统—EDGAR 系统,一方面在较短的时间里可以将各种信息汇集在一起,只要有网络,投资者就可以随时随地的查阅,另一方面降低公司信息披露的成本。

表 2 招股说明书披露形式对比

披露形式		特点	受众群体
美国	电子信息披露平台(EDGAR)	信息量大、范围广、成本低	机构投资者
中国	报刊为主,网站为补充	信息量小、范围小、成本高	中小投资者、散户

(三) 披露质量对比分析

表 3 中美上市企业招股说明书披露质量对比

美国上市企业		中国上市企业
真实性	严厉的事后追责以及违法违规的巨额风险大大降低财务欺诈的可能性	注重财务数据,为了符合上市标准可能出现财务造假
完整性	信息基本完整	偏重于好的方面
相关性	相关性强,信息多与企业经营相关	相关性弱,宏观层面的信息占比重大
可理解性	易于理解,文字叙述与图表相结合	专业性强,以文字叙述为主

表 3 显示,我国招股说明书披露质量远低于美国,其中真实性差距较大,而信息披露的真实性决定着招

股书的披露质量,如果信息披露的真实性不能保证,即使信息披露再完整、可理解性再强也无济于事。

表4 欺诈发行典型案例

造假公司	板块	违规手段
通海高科	主板	公开募集文件含有重大虚假记载
山东巨力	主板	编造虚假的会计材料,在配股说明书中编造虚假内容,骗取配股资格
红光实业	主板	编造虚假利润、隐瞒重大事项骗取上市资格,上市后少报亏损、挪用资金违规入市、未履行重大时间披露义务
苏州恒久	创业板	专利问题造假
景胜山河	中小板	销量造假,涉嫌虚增收入
绿大地	主板	固定资产、主营收入、净利润等财务造假
欣泰电气	创业板	IPO 申请文件财务数据虚假记载,上市后披露的定期报告中存在虚假记载和重大遗漏
龙宝参茸	未上市	涉嫌在招股说明书中虚假陈述,包括隐瞒重大担保事项、不实披露公司治理及内控情况
辽宁振隆	未上市	IPO 申请文件财务数据虚假记载

资料来源:东方财富网

表4反映我国近几年来欺诈发行的典型案例,大多数企业为了上市的巨大利益,不惜财务造假、欺诈发行,大大降低了我国招股说明书的真实性。由于我国互联网行业处于发展初期,在净利润、主营收入等方面处于亏损的企业有很多,但这时企业往往融资需求很大,在上市巨大利益驱动下,互联网行业比一般传统行业造假上市的可能性要大,所以提高我国招股说明书的质量迫在眉睫。

四、互联网企业招股说明书优化建议

(一) 突出互联网行业特点

对于我国互联网企业来说,企业文化、管理人才、专利技术等无形资产是其发展的支柱与动力^[5]。从阿里巴巴招股说明书中也可以看出,专业技术、无形资产是其强调的重点。因此,互联网企业在IPO时一定要突出行业特点与公司个性,减少宏观经济等信息。证监会在制定政策时要给予企业更大的自主性,不能用通用规则来限制所有行业。此外对于投资者来说,像互联网这种新兴产业,更多关注的是企业成长性。所以互联网企业招股书应侧重披露能充分体现其成长性的指标,突出行业特点,体现差异性。

(二) 完善非财务信息披露

核准制下对财务信息的披露已经比较完善,但是财务信息不能成为衡量企业上市与否的单一标准,要改变以经营状况论英雄的局面。由于财务状况只能反映企业的历史状态,不能反映未来的发展,投资者在进行投资时看重的是企业的未来成长性,一个企业未来成长性依靠的是公司治理、研发能力、企业家才能等非财务信息。即便企业现在处于亏损状态,只要未来企业发展潜力巨大,就会有投资者持股。但是目前我国互联网企业对非财务信息的披露远远不够,在企业治理结构、公司媒体形象等方面仍然存在不足,所以我国互联网企业招股说明书要完善非财务信息披露。

(三) 全面揭示风险

互联网其特点之一就是不确定性强,这也就意味着投资互联网企业的风险高。随着我国信息化进程的加快,在今后较长时期内,国家对移动互联网产业的发展将继续加以扶持,移动互联网企业竞争浪潮会愈发汹涌。因此互联网行业面临较大的市场竞争风险。所以互联网企业招股说明书必然要全面揭示风险,但我国互联网企业常常基于自身形象的考虑,经常会避重就轻隐瞒一些不利影响。投资者在进行价值判断时就会出现偏差,因此企业应秉承完整性原则,充分揭示风险因素即不论消息好坏,均应予以披露而不得选择性过滤。其次在进行风险分析时要充分揭示风险产生的原因,要多方面考虑不能拘泥于某一方面的原因,要将风险解释清楚明白,不能含糊其辞^[6]。再次风险披露类型要宏观微观相结合,不能只披露外部因素宏观政

策、经济发展等带来的风险,还要同时对企业自身经营模式、内部管理存在的风险进行披露。总的来说企业招股说明书要将风险说清说透。

(四) 披露格式灵活多样化

美国成熟的证券市场中,机构投资者占比重大,而我国多层次资本市场投资者各不相同。主板以中小投资者、散户为主,机构投资者为辅。不同投资者的专业知识不同。所以就目前现状看,首先必须根据发行人与投资者的不同专业素养与信息接收分析能力,构建多层次的招股说明书披露格式,让企业的招股说明书以投资者需求为导向;其次要加强企业与投资者的交流互动,在此基础上可以考虑构建投融资交流平台,让企业与投资者进行网上面对面交流。另外由于我国投资者专业知识不高,相关信息披露要做到简洁明了,增加招股说明书的可理解性,多采用流程图、图表等形式,避免使用纯文字叙述,同时避免使用太过专业的词语。

(五) 构建电子信息披露平台

目前我国招股说明书披露以报刊为主,但随着电子信息的快速普及,纸媒已不再适应现在的发展,且纸媒会增加企业披露的成本,最终这些成本都会转嫁到投资者的身上。因此,构建电子化信息披露平台一方面可以降低企业信息披露的成本,另一方面电子化的披露方式传播速度快,投资者信息获取速度明显提高,信息披露效率明显增强,更加方便公众查阅。

参考文献:

- [1]孙棋琳. 互联网企业海外上市的制度成因探析——以阿里巴巴美国上市为例[J]. 天津法学, 2015(3): 68-78.
- [2]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): 45-48.
- [3]詹雷, 吴柠杉. 招股说明书风险信息披露分析——以电商企业为例[J]. 财会通讯, 2016(17): 77-80.
- [4]谌鹏, 郑伟一, 浦槟岩. 非财务指标对 IPO 估值影响分析——以 TMT 和互联网企业为例[J]. 中南财经政法大学学报, 2013(3): 115-120.
- [5]兰邦华. 移动互联网企业境内上市问题探讨[J]. 证券市场导报, 2015(2): 8-14.
- [6]孙从吾. 新股发行招股说明书风险信息披露的多案例研究[D]. 济南: 山东财经大学, 2014.

The Optimization of IPO Prospectus for Internet Companies Based on the Registration System

FENG Wenli, ZHANG Shan

(Financial School, Hebei University of Economics and Business, Shijiazhuang, Hebei 050061, China)

Abstract: At present, the reform of the stock registration system in our country is concerned. The core of the registration system is information disclosure, and the core of information disclosure is the prospectus. With the indirect financing channels tilting to the traditional industries, the internet companies need more and more financing. Under the background of the reform of the registration system, the paper selected two listed internet companies respectively in the United States and China; analyzed the difference from three aspects: the disclosure content, disclosure form and the disclosure quality. The results suggest that Internet companies should focus on the disclosure of the prospectus which can fully reflect the growth of the company and the characteristic of the industry. Besides, under the premise of risk, the company should improve non financial information disclosure. At the same time, the government should construct electronic information disclosure platform so as to reduce the cost of enterprise information disclosure, enable investors to obtain the information quickly and improve the efficiency of information disclosure.

Key words: stock issuance registration system; internet companies; information disclosure system; prospectus

(责任编辑: 黎芳)