

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 注册制下 IPO 会计信息披露质量研究——
以红星美羚为例

研究生姓名：张钰欣

指导教师姓名、职称：袁有赋 副教授 李宝军 高级会计师

学科、专业名称：会计硕士

研究方向：成本与管理会计

提交日期：2023年6月19日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名：张钰欣 签字日期：2023.6.11

导师签名：袁有斌 签字日期：2023.6.15

导师(校外)签名：李祥 签字日期：2023.6.14

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名：张钰欣 签字日期：2023.6.11

导师签名：袁有斌 签字日期：2023.6.15

导师(校外)签名：李祥 签字日期：2023.6.14

**Research on the Quality of IPO Accounting
Information Disclosure under the
Registration System——Take the Hongxing
Meiling as an example**

Candidate : Zhang Yuxin

Supervisor: Yuan Youfu Li Baojun

摘要

上市公司 IPO 环节会计信息披露表现直接影响资本市场的健康运行,而资本市场只有充分发挥资源配置功能,才能更好的为实体经济服务。注册制作为一项能够提升资本市场资源配置功能的重大改革,以信息披露为核心,通过优化拟上市公司的会计信息披露质量,助力资本市场资源配置功能提升。

自 2019 年沪交所科创板首批 25 家公司上市,截止至 2023 年 2 月 17 日全面实施注册制正式启动,累计有近 2000 家公司顺利完成了上市。注册制设置了多元包容的上市条件,一批具有发展潜力的企业有机会上市融资,但仍然有企业因为信息披露违规受到处罚,所以注册制下如何提升上市公司的会计信息披露质量是关乎这项制度能否顺利实施的关键。

本文选择上市失败的企业红星美羚为研究对象,运用案例研究法和比较分析法,在梳理上市公司信息披露质量演进过程的基础上,以注册制对会计信息披露质量的影响为主线,分析了案例企业信息披露存在的问题及原因。案例公司由于存在会计信息披露不及时、不完整,募资计划不合理等会计信息披露方面的问题,导致上市失败。在此基础上,从监管机构、中介机构、企业三个方面分析了会计信息披露问题的原因,据此提出了提高信息披露质量的建议,以期对案例公司改进公司治理,再次实现上市目标有所帮助。研究主要结论:首先,注册制相比于核准制对会计信息披露质量提出了更高的要求,有利于拟上市公司提升会计信息披露质量;其次,应该从宏观层面进一步细化注册制的相关规定,完善信息披露细则;再次,应该夯实中介机构过程服务内容,加强自身的合法合规建设,保持独立性,建立信息披露质量责任制;最后,企业自身要完善内部控制制度,转变经营理念,组建高质量的管理团队,提升会计信息披露质量。

关键词: 会计信息质量 注册制 红星美羚

Abstract

How to disclose the accounting information in IPO process directly affects the healthy operation of the capital market, and only when it fully plays a role in resource allocation function, will it be able to provide a better service to the actual economy. The registration system is a major reform that can increase the resource allocation function of the capital market, with information disclosure as the core, which can enhance the distribution of resources in the capital market by optimizing the quality of accounting information disclosure of companies to be listed.

Since the first batch of 25 companies listed on the SSE STAR Market in 2019, as of February 17, 2023, the registration system has been fully implemented, nearly 2,000 companies have successfully completed listing. The registration system has set up diversified and inclusive listing conditions. A number of promising enterprises have the opportunity to list for financing, but some enterprises are still punished for illegal information disclosure. Therefore, how to promote the accounting information disclosure quality of listed companies under the registration system is the key to the smooth implementation of it.

This paper selects Hongxing Meiling as the research object, a company that failed to go public, uses the case study and comparative analysis methods, based on sorting out the evolution process of the quality of information disclosure of listed companies and taking the impact of the

registration system on the quality of accounting information disclosure as the main line, it analyzes the issues and causes of information disclosure of the case. Due to the lack of timely and complete accounting information disclosure, unreasonable fund-raising plan and other accounting information disclosure problems, the listing of the case company failed. On this basis, this paper analyzes the reasons for issues of accounting information disclosure from three aspects: regulators, intermediaries and enterprises. It gives some advice on how to enhance the quality of information disclosure so as to help the case company improve corporate governance and achieve the target of listing again. The main conclusions of the study are as follows: Firstly, compared with the approval system, the registration system makes higher demands on the quality of accounting information disclosure, which is good for the improvement of the quality of accounting information disclosure of the companies to be listed; Secondly, we should further refine the relevant provisions of the registration system from the macro level and improve the rules of information disclosure; Thirdly, we should consolidate the process service content of intermediary institutions, strengthen their own legal and compliance construction, maintain independence, and establish the information disclosure quality responsibility system; Finally, the enterprise itself should optimize its internal control system, change its business philosophy, build up a high-quality management team to enhance the

quality of accounting information disclosure.

Keywords: Quality of accounting information; The registration system;
Hongxing Meiling

目录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	2
1.2.1 注册制改革	2
1.2.2 会计信息披露质量研究	4
1.2.3 注册制与会计信息披露质量关系研究	6
1.2.4 文献评述	6
1.3 研究内容及方法	7
1.3.1 研究内容	7
1.3.2 研究方法	9
1.4 可能的创新与不足	10
2 相关概念及理论基础	11
2.1 相关概念	11
2.1.1 核准制	11
2.1.2 注册制	11
2.1.3 创业板	11
2.2 理论基础	12
2.2.1 信息不对称理论	12
2.2.2 有效市场假说	13
2.2.3 利益相关者理论	13
3 信息披露质量要求的演进	15
3.1 创业板核准制信息披露要求	15
3.1.1 发行人信息披露要求	15
3.1.2 中介机构信息披露要求	15
3.1.3 招股说明书信息披露要求	15

3.2 创业板注册制信息披露要求.....	16
3.2.1 发行人信息披露要求.....	16
3.2.2 中介机构信息披露要求.....	17
3.2.3 招股说明书信息披露要求.....	17
3.3 两种制度信息披露要求差异.....	17
4 红星美羚上市失败案例介绍.....	20
4.1 红星美羚简介.....	20
4.2 红星美羚 IPO 历程及结果.....	20
4.3 红星美羚会计信息披露存在的主要问题.....	21
4.3.1 特殊途径融资信息披露不规范.....	21
4.3.2 信息披露不及时.....	24
4.3.3 信息披露不完整.....	24
4.3.4 募资计划不合理.....	25
4.3.5 主要客户交易业务不稳定.....	27
5 会计信息披露问题原因分析及改进建议.....	30
5.1 红星美羚 IPO 会计信息披露问题原因分析.....	30
5.1.1 特殊途径融资用途模糊披露避免追责.....	30
5.1.2 中介机构未能认真履行监督职责.....	32
5.1.3 红星美羚股权高度集中.....	33
5.1.4 红星美羚管理手段落后.....	34
5.1.5 自愿性信息披露制度尚未形成.....	37
5.2 改进建议.....	37
5.2.1 制度与宏观层面.....	37
5.2.2 企业层面.....	38
5.2.3 中介服务层面.....	39
6 研究结论与启示.....	41
6.1 研究结论.....	41
6.2 研究启示.....	41

参考文献	43
后记	47

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

发行股票是企业筹集资金的主要途径之一。股票发行制度一直关系着市场定价、资源配置、融资等功能的发挥。我国的证券市场已经走过了审核制、核准制到注册制的发展历程。核准制是一种证券发行制度，是一种公司在申请上市时必须得到批准，证券监管机构要对申报文件进行实质审查，尤其是考察其真实性、完整性，还需要对拟上市公司的投资价值做出判断。不仅如此，核准制下拟上市公司需具备持续盈利等条件，上市门槛较高，导致一些有发展潜力的公司被拒，出现了各种发行欺诈和财务舞弊事件，弱化了中介机构应承担的职能，让与发行人和机构投资者相比处于劣势的中小投资者依据公开披露的信息难以作出投资决策，投机活动盛行。

《关于进一步规范发行审核权力运行的若干意见》2015 年年末出台，标志着我国股票发行制度向着注册制方向迈出了扎实的一步。注册制是一项以会计信息披露为核心的股票发行制度，此时证券监管部门仅对拟上市公司的申请材料开展形式审查，投资者需自行对拟上市公司的投资价值作出判断。具体来说，除了要求会计信息披露真实、准确、完整外，还需要发行人在披露的信息中突出强调公司业务特点，可能存在的风险因素以及自身的投资价值，使披露信息具有更强的可读性。可见，相比于核准制，注册制对会计信息披露质量的要求更全面。陕西红星美羚乳业股份有限公司创建于 1998 年，于 2019 年 6 月向中国证监会申报创业板上市，2020 年 5 月 6 日红星美羚再次提交创业板 IPO 申报材料，但由于会计信息披露等方面出现问题，深交所上市委没有通过红星美羚的上市申请。所以，红星美羚是一家在创业板核准制、注册制两种发行制度下均公开披露过相关信息并申请上市的企业，本文选择红星美羚为研究对象，旨在通过分析红星美羚 IPO 会计信息披露质量，探究注册制对拟上市公司 IPO 会计信息披露质量产生的影响。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

学者对于注册制以及会计信息披露质量的研究较为成熟,但是对于注册制下会计信息披露质量的研究较少,而且现有对会计信息披露质量的研究大多集中在已经上市的公司,缺乏因会计信息披露存在问题而导致上市失败的案例研究。在全面实施股票发行注册制,进一步完善资本市场基础制度的背景下,需要新的理论指导实践。本文基于之前学者关于注册制与会计信息披露质量关系的研究,结合具体的案例,分析注册制改革对拟上市公司 IPO 会计信息披露质量的影响,以期能够丰富学术界在注册制与会计信息披露质量方面的研究。

(2) 实践意义

创业板拟上市公司因会计信息披露不当导致 IPO 环节出现问题的企业较多,这一定程度上说明发行人和中介机构的会计信息披露质量非常重要。首先,通过对案例企业 IPO 会计信息披露质量的分析,一定程度上为拟上市公司改善会计信息披露质量提供参考。其次,通过本文对 IPO 会计信息披露质量的分析,可以帮助发行人和中介机构梳理申报文件中的一些基础性的信息,提醒发行人和中介机构在报送申报材料前尽可能解决存在的问题,提高 IPO 环节披露的会计信息质量,更高效的获得融资。最后,新《证券法》、刑法修正案(十一)出台后更加注重对投资者利益的保护,所以通过本文对 IPO 会计信息披露质量的分析,一定程度上有助于投资者识别披露信息的质量,保护自身权益。

1.2 文献综述

1.2.1 注册制改革

我国注册制改革先后经历了沪交所科创板、深交所创业板、北交所的试点,已经进入了全面实施阶段。张蓓(2021)在谈及创业板注册制改革的背景时,认为是创业板核准制下较多的行政干预让市场机制无法发挥功能,进而延长了企业发行周期,难解企业融资问题,严苛的上市标准加之责任主体错位,投机盛行等弊端拉开了注册制改革的序幕。注册制改革使各利益相关者面临机遇的同时,

也需迎接挑战。吴秀波（2020）认为科创板注册制的实施为中国高新技术产业和战略性新兴产业的发展扫除了障碍，在企业与资本市场之间搭起桥梁，但是估值过高导致的股东减持压力增大，科创板的流动性问题还亟待解决。

（1）注册制改革对 IPO 定价效率的影响，有学者认为注册制改革能够提升 IPO 定价效率。从科创板试点注册制事件入手，张宗新、吴钊颖（2021）发现相比于未实施注册制时的创业板和主板，科创板询价机制改革促进了中长期理性定价，限制价格改革促进交易定价环节的市场化，共同作用提升了科创板 IPO 定价效率。赖黎、蓝春丹、秦明春（2022）发现科创板新股真实的首日收益率和连续涨停时间均优于非科创板，反映出注册制实施对 IPO 定价效率的积极影响，不仅如此，推行注册制减少了“炒新”、“炒概念”、“炒壳”等积弊，引导投资者的投资决策，使其更趋合理。谢朝华、刘玲杉（2022）选取 2016-2019 年上交所主板、科创板、中小板、深交所创业板共 876 家公司的 IPO 数据，研究发现科创板在 IPO 定价效率上面比其他板块有更优异的表现。

（2）注册制改革要协调好政府和市场的关系，让中介机构“归位尽责”。徐瑜璐（2020）认为注册制这种股票发行制度的实施意味着证券市场治理权能从行政管理迈向市场自主选择，在为证券市场“他治”预留了一定空间的同时，逐步由“他治”转变为“自治”。但这个转变是一个系统的工作，需要将证券发行审核权和公司价值判断权的关系进行有效的调整，才能保障注册制下优化资源配置这一目标的落实。同样，于澜（2020）总结了科创板注册制的经验，认为创业板注册制改革必须要协调好政府和市场的关系，认为政府及监管部门要“因板制宜”制定好创业板注册制的信息披露制度，建立全流程监管体系和退市制度，市场可以自行甄别优劣。沈伟、沈平生（2021）总结了以往资本市场中存在的保荐人责任过重，会计师事务所和律师事务所被忽视的情况，提出要根据不同中介机构的特点，厘清责任，做好责任分配，实现“责任自负”。

（3）注册制改革给企业发展提供了机遇，但不能忽略对中小投资者利益的保护。张盼盼（2021）分析具体案例认为注册制改革对中小企业是难得的机遇，中小企业要创新管理制度，积极培育企业文化和人才，树立激励机制，同时不能忽略企业内部监督机制的建立，利用好这次机遇提升自身核心竞争力。封文丽、温霞（2021）将 2019-2020 年创业板核准制和注册制下的样本公司数据进行对比，

发现注册制下生成的“优胜劣汰”制度，加强了对企业经营的外在制约，使企业经营的生态环境得到了优化。这有利于形成良性竞争的市场环境。张恒、曾生琴、赵心梦（2022）分析发现注册制下我国中小投资者面临着信息披露不完整，而自身信息甄别和分析能力不足，产生损失后维权索赔较难的境地，这需要政府、证券监管机构细化会计信息披露制度，让监管更有效，同时做好中小投资者的风险预防宣传工作，增强中小投资者的风险防范意识。

1.2.2 会计信息披露质量研究

会计信息披露的质量与投资者是否能够做出正确的投资决策有直接的联系，从而对资本市场的良性发展产生重要的作用。影响会计信息披露质量的因素也分为企业外部、企业内部，企业内部是会计信息的主要来源，企业外部不论是政府相关部门、中介机构还是社会公众都要对会计信息披露质量进行监督和评价。

（1）从企业内部入手，切实提高会计信息披露质量。李维、李海奇等（2021）以 2001-2019 年沪深两市 A 股上市公司数据，考察 CEO 职业关注对上市公司会计信息披露质量的影响，得出的结论是当 CEO 职业关注度较高时，企业正向盈余管理的倾向更强，发生盈余粉饰的可能性更高，所以会对会计信息披露质量产生不利影响。蔚思远（2019）从公司治理、内部控制和审计的视角整合了提高我国上市公司会计信息披露质量的方法，在公司的治理过程中，要注意控制好公司的股份集中程度，要发挥监事会、独立董事对会计信息披露质量的监督作用，内部控制方面要完善企业内部控制制度，做好内部审计工作等。李秉祥、祝珊等（2019）利用 2013-2017 年创业板上市公司为实证对象，对控股股东股份质押对其会计数据披露的影响进行了实证分析，结果表明，当控股股东股份被质押时，其会计数据的编报和披露质量会受到一定程度的削弱，并且当股份质押比例提高时，其会计数据的质量将会继续恶化。以上学者的研究表明企业的会计信息披露质量会受到企业特性的影响，所以在制定改进措施时要充分考虑到企业的特性。孙聪、贾晓霞（2021）以深交所 89 家绿色上市公司为样本，建立模型综合考察治理情况不同，风险水平、创新与可持续能力等不同特征的企业会计信息披露质量的差异性，对于绿色企业中资产规模较大的，可以利用营业收入与财务杠杆为企业创新研发提供资金支持。张月玲、周娜（2020）选取 2013-2017 年四年内深市 A 股上

市公司为研究样本，进一步分析内部控制对会计信息披露质量的影响。企业可以发挥外部审计机构的监督作用，改善企业的内部控制，进而提升会计信息披露质量。

(2) 从企业外部入手，改善企业会计信息披露质量。郭锐（2022）为了研究客户集中度对企业会计信息披露质量的作用，把 2008-2019 年中国沪深两市 A 股上市公司的股票作为样本，对客户的集中度和盈余管理水平进行了实证分析，研究发现客户集中度与盈余管理程度成正比，意味着当客户集中度高的时候，盈余管理程度会变高，会计信息披露质量差，尤其是面临外部环境比如经济政策不确定性高、行业竞争激烈时，这种削弱作用更明显。王嘉鑫、汪芸倩等（2020）的研究以 2013 年的大环境下，人民银行完全放开对利率的管制为背景，使用产权性质差异和是否放开利率管制建立 DID 模型，检验发现放开利率管制有助于企业提高会计信息披露质量，进而缓解面临的融资约束。而且作为企业，可以主动优化信息环境来解决自身面临的“融资难”问题。这形成了一个良性循环，既提升了会计信息披露质量，又解决了融资难题。田宇（2020）发现企业议价能力强不利于其披露高质量的会计信息，但是如果其聘用的会计师事务所较为专业，审计师具有行业专长可以改善这一情况。这给我国提升企业会计信息披露质量提供了好的思路，不仅企业要“优胜劣汰”，注册制制度的设计也会帮助中介机构完成“优胜劣汰”的工作，这对于高质量的会计信息披露有很大帮助。谢玉娟（2019）通过对 2012-2016 年国内 A 股上市企业的分析，得出关系型交易会对企业会计信息披露产生不利影响，但是良好的审计质量可以削弱这种不利影响。任海芝、朱梦月（2022）研究了机构投资者对我国企业会计信息披露质量的影响，他们将机构投资者具体分为交易型机构投资者和价值型机构投资者，交易型机构投资者更注重短期投资收益，容易产生投机行为，并不太关注公司披露的信息，价值型机构投资者关注长期投资价值 and 收益，会着重关注公司信息披露方面的表现，价值型机构投资者在监管公司的信息披露中发挥着重要的功能。所以，要优化资本市场的信息披露环境，要提高机构投资者的参与程度，尤其是价值型机构投资者的参与更为重要。

(3) 提升会计信息披露质量不仅会优化市场环境，最终会促进公司的健康发展。杨凌云（2019）的研究表明中小企业提升会计信息披露质量，会释放出企

业信息透明度高的信号，金融机构更愿意给这些中小企业提供信贷支持，而这样间接降低了中小企业用于信贷担保的资产，降低了中小企业的融资成本。汤小芳（2020）的研究表明企业信息披露质量的改善有利于企业价值的提升，企业价值的提升会带动企业资产价格的上涨。所以企业要在信息披露方面做更多的努力。

1.2.3 注册制与会计信息披露质量关系研究

注册制制定了更具体、全面的要求，有利于提升公司的会计信息披露质量。科创板试点注册制后的信息披露情况可以印证注册制起到的积极作用。胡志强、王雅格（2021）使用科创板开市以来直至 2020 年 11 月的企业数据，运用实证分析的手段探究了审核问询这种监管手段对 IPO 表现的影响，他们的调查验证了注册制下采取的审核问询手段确实会提升会计信息披露质量，而且当信息披露水平显著提升后，加强审核问询程度会促使新股市场表现更加良好。曾泉、牟颖等（2022）发现当公司所在地区的法治化水平较高时，肯定了注册制改革对财务报告质量的提高产生了重要的影响，这也为我国证券监管部门更好地完善注册制相关法制建设提供了理论基础。叶小杰、徐可（2020）通过比较科创板和创业板注册制下第一次公开发行股票公司的信息披露，得出在时间以及内容方面，科创板的新股都有很大的改善。郭雳、武鸿儒等（2023）在注册制全面推行的背景下，就进一步提高公司会计信息披露质量提出招股说明书应进一步规范发行人对自身风险因素的披露方式，分类列示相关因素，并对其进行定性判断，借助商业理念清晰化发行人业务与技术的披露逻辑，便于投资者更有效地衡量发行人的价值与风险，完善发行人控制人的认定与披露内容，为投资者完整呈现发行人的治理结构特别是控制人在其中的积极影响等具体建议。

1.2.4 文献评述

综合学者们的研究，本文认为注册制改革带来了机遇的同时，也面临着新的挑战。本文相信注册制改革对于提升 IPO 定价效率有积极作用，但是在注册制实施过程中出现的问题也需要有关部门制定更有针对性的政策来保障注册制的实施效果。具体来说，徐瑜璐（2020）^[37]肯定了注册制改革让我国资本市场由“他治”转为“自治”，但是于澜（2020）^[40]、沈平生（2021）^[26]也指出了我国资本市

场值得注意的较为严重的问题，一个是在对不同板块注册制制度的设计时要充分考虑不同板块特征、上市公司情况，“因板制宜”设计和执行方案，另一个是注册制相关制度要对中介机构的责任进行进一步清晰、明确的划分，不要出现重复履责现象，提高效率。注册制也给中小企业带来了机遇，虽然信息披露质量要求提高了，但是也净化了资本市场的环境，有利于企业间形成良性竞争的关系。

关于会计信息披露质量的研究，虽然有学者从公司外部探究提升会计信息披露质量的方法，但本文认为蔚思远（2019）^[33]提到的公司治理机制是很重要的，只有公司内部治理机制健全，才能更好的约束管理层的决策，减少其对会计信息披露产生的不利影响，才能督促会计和审计人员勤勉尽责，公司披露的信息才能更全面、真实的反映公司情况，也减少了上市公司和中介机构发生利益合谋的概率。在提升会计信息披露质量的措施中，学者们的观点主要是两方面，一个是监管与处罚，一个是激励，本文认为这两方面结合实施的效果会更好。

本文认为注册制与会计信息披露质量的关系是注册制会促进会计信息披露质量的提升，胡志强、王雅格（2021）^[17]，叶小杰、徐可（2020）^[42]的研究印证了本文的观点。相关部门可以根据上市公司出现的问题及时的调整政策规定，更灵活的解决上市公司信息披露方面的问题。当然，不仅是相关部门，中介机构、上市公司、投资者等资本市场利益相关者要共同努力，注册制才能更好的提升上市公司会计信息披露质量，保护利益相关者的合法权益。

1.3 研究内容及方法

1.3.1 研究内容

本文共有六大部分，以下是对各个部分内容的概括：

第一部分是绪论。首先介绍了创业板实施注册制改革的背景，引出本文要研究的内容；其次，通过对国内外的相关文献进行回顾，寻找本文的落脚点，并进一步强调本文的理论和现实意义；最后，对本文的主要研究内容与方法进行了详细阐述。

第二部分是注册制与会计信息披露质量的相关概念界定与理论。首先对核准制、注册制等概念进行界定，其次梳理注册制的相关理论，为后文开展案例分析

奠定理论基础。

第三部分梳理了核准制和注册制下信息披露的要求，总结核准制和注册制在信息披露要求方面的差异。

第四部分是对红星美羚上市失败的案例介绍。介绍红星美羚公司概况，描述 IPO 具体过程及结果，整理发现的会计信息披露问题，对红星美羚的会计信息披露情况有全面的了解，为后文具体分析做好铺垫。

第五部分是依据红星美羚披露的招股说明书等相关材料，分析红星美羚会计信息披露问题存在的原因并针对性的提出改进建议，以便下文得出客观、完整的结论。

第六部分是结论与启示。结合前文的分析，得出本文研究的中心结论，总结评价红星美羚 IPO 会计信息披露质量，给其他企业申请上市提供建议。

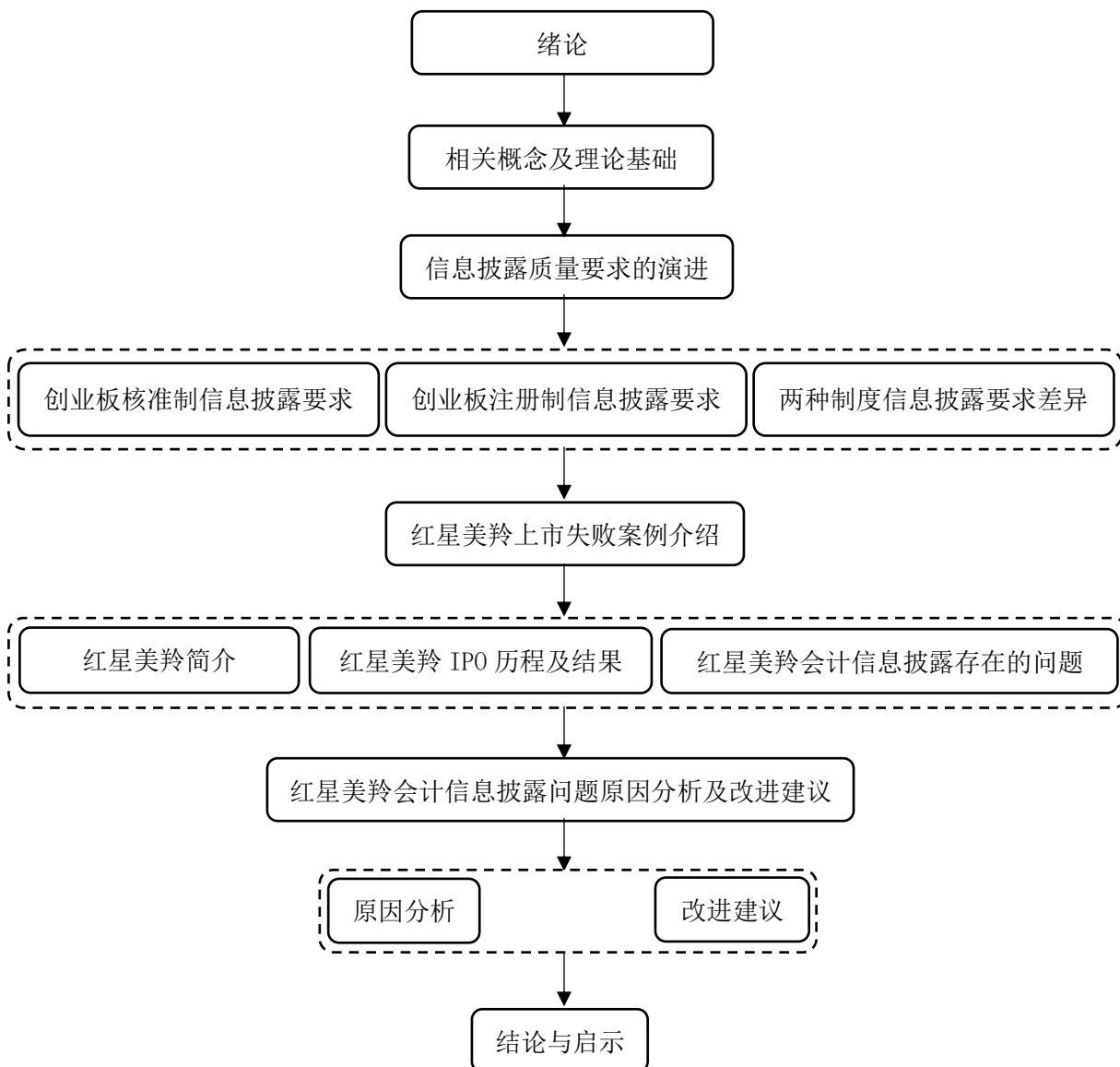


图 1.1 技术路线图

1.3.2 研究方法

文章主要运用案例研究法和比较分析法,为了解决注册制下我国拟上市公司如何提升 IPO 会计信息披露质量这一问题,文章以红星美羚为研究案例,首先,梳理其申请上市的过程;其次,对比分析创业板从核准制到注册制改革过程中会计信息披露质量要求的演进;再次,对注册制下红星美羚依然存在的会计信息披露问题进行分析;最后对注册制实施给红星美羚会计信息披露质量带来的影响进

行总结，继而实现从个别到一般，为其他企业申请上市提供一些建议。

1.4 可能的创新与不足

当下我国资本市场已经进入全面实施股票发行注册制，进一步完善资本市场基础制度的阶段，本文选择红星美羚为研究对象，红星美羚作为一家在创业板核准制和注册制下均披露过招股说明书等材料并且因为信息披露出现问题进而导致 IPO 失败的企业，对其会计信息披露质量以及会计信息披露方面存在的问题进行分析，总结出注册制下 IPO 会计信息披露需要着重关注的方面，可以给其他拟上市公司申请上市提供参考。

本文有以下不足：第一，因为条件限制，无法到红星美羚乳业股份有限公司开展实地走访和调研，无法获得原始资料，本文所使用的数据和资料来源于中国证监会官网、创业板发审信息公开网站、红星美羚公司官网，因此问题及原因分析、结论部分可能存在片面的地方；第二，本文的研究对象红星美羚因为信息披露出现问题导致上市失败，本文的原因分析和结论启示可能无法涵盖所有的信息披露违规现象，要解决信息披露违规的问题仍需政府监管部门、发行人及中介机构共同努力。

2 相关概念及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 核准制

根据《证券法》的规定，核准制下发行人在接受主承销商一年的辅导后，将申请文件要求由上市公司的主承销商负责向中国证监会报送，中国证监会及其发审委会对上市公司报送的申请材料进行审核，必要时开展现场检查，从申报企业名单中选出符合上市条件的公司，核准其上市申请。证监会于 2000 年颁布了《中国证监会股票发行核准程序》，这标志着我国证券市场从审批制过渡到了核准制。

2.1.2 注册制

注册制是以信息披露为核心，由证券交易所对企业的申请材料进行审核并开展问询工作，经上市委会议形成审议意见后，报中国证监会注册生效。投资者需要自主判断发行人的投资价值和风险，监管部门重点关注发行人和中介机构信息披露的完整性和可理解性等。注册制完成在沪交所科创板、深交所创业板、北交所的试点后，2023 年 2 月 17 日，中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，标志着股票发行注册制的全面实施。

2.1.3 创业板

创业板设立于 2009 年 10 月，设定的目的是为了为国家创新驱动的发展战略提供一个良好的环境，为创新型、成长型企业提供良好的发展土壤，曾被认为是全世界成长速度最快的创业创新服务市场。2020 年 8 月 24 日，股票发行制度已经从核准制转变成了注册制，创业板实行注册制后更加注重创新、创造、创意的潮流，加强对新技术、新业态的扶持，培养更多的高新技术和成长性创新创业公司。

截止 2023 年 2 月 23 日，创业板上市公司总数为 1238 家，总市值为 124084.28 亿元。从行业分布来看，70%为制造业企业，14%为信息技术企业。从上市公司所

属地区来看，大多集中在上海，深圳，浙江等省。

2.2 理论基础

2.2.1 信息不对称理论

美国的三位经济学家，约瑟夫斯蒂格利茨、乔治阿克洛夫和迈克尔斯彭斯，提出现实经济生活中存在着非对称的信息，指的是各当事人收集掌握的信息彼此之间是不完全、非对称的。在现代资本市场中，主要有两种表现形式：（1）不同投资者之间存在信息不对称现象；（2）企业管理人员与投资人间也存在有不对称的信息。

由于投资者间存在的信息不对称性，导致了一些掌握信息较多的投资人具有很强的买卖动力，他们基于自己所具有的信息优势来实现盈利，这些信息优势会驱使他们持续地收集私有信息，但是，这些收集活动是要付出一定的成本的。只要各投资人达成一致，都不开展信息采集活动，这样就可以提高投资人的整体利益，但同时这样的合约的实施费用也是很高的，签订方有很大的可能性会私自违反协议。

除了投资者凭借信息来源获利以外，投资者素质上的差异有可能会加重投资人间信息的不对称水平。机构投资者比个人投资者在信息搜集、信息分析和研判能力上更具优势，除了引导更多的机构投资者参与以外，也需要加强对个人投资者的教育与宣传，使之具有理性客观的判断能力，作出正确的投资决策。

由于企业管理者与投资人间信息的不对称性，使得企业面临着“逆向选择”与“道德风险”的双重困境。逆向选择是企业的管理者更了解企业的现状和发展预期，其在信息上的优势使得企业管理者有动力侵害企业投资者的利益。道德风险来源于公司所有权和经营权的分离，公司管理层相比于公司所有者更清楚公司经营现状和投资风险，公司管理层利用两权分离把自身未尽尽职尽责而导致未履行好受托责任，公司状况恶化等归咎于他们不可控的因素。

上市融资可以为企业的发展提供资金支持，缓解部分企业面临的融资约束，促使企业实现自身价值最大化。但是企业价值的追求不应该以牺牲投资者利益为代价，否则应该受到严厉的惩罚。应鼓励拟上市公司进行自愿性信息披露，有利

于缓解公司管理层与投资者之间的信息不对称程度，保护投资者合法权益，也释放出企业信息透明度高的信号，更有利于吸引优质资本。

2.2.2 有效市场假说

尤金·法玛（1970）定义的有效市场是当一项资产的定价充分地体现了可用的全部信息时，它就被视为是一个有效的市场^[7]。詹森（1978）把有效市场定义为对于一组信息 θ_t ，如果根据这组信息进行交易而无法获得经济利润，那么就可以认为市场是有效的^[5]。

对于信息可以划分为四个层次，首先是历史信息，除了历史信息外，其次还有可公开获得的信息，其中包括为社会大众提供的一切信息，再次还有可用的信息，最后还有内幕信息。

相应地，有效市场也可以分为三种类型：（1）弱势有效，此时的价格只是对过去价格变动的历史信息的反应，过去的价格不可能用于成功预测未来的价格，这时技术分析被认为是无效的，投资者无法简单通过对股票价格等历史信息进行分析获得超额利润；（2）半强式有效，现行价格反映了所有可公开获得的信息，一切财务信息都能及时准确地以股票的价值反应出来；（3）强式有效，即当前的价格代表了全部的信息，其中也包含了内幕信息，这时投资人对所得到的的一切信息都会有很强的反应，而投资人对这些信息的全面反映也会表现在股价上，市场价格可以根据投资者们的综合反映及时、准确进行调整，内部信息持有者也不能得到额外收益，但强式有效市场属于一种理想的市场状况，目前没有哪一个国家的资本市场是强式有效市场，但是强式有效市场是我国资本市场努力的目标和方向。

2.2.3 利益相关者理论

美国学者弗里曼被公认为是第一个建立了利益相关者理论的人，他给利益相关者做出了这样的界定，他相信他们可以对一个组织的目标的实现有影响，也可以被一个组织目标的实现进程所影响。

创立和发展利益相关者理论初期，主要的目的是帮助组织和管理人员了解内外部环境的变化，采取适当的措施来提升组织战略可行性和管理有效性。

20 世纪 70 年代中期，有学者认为利益相关者不仅会作为外部因素影响到企业的战略和管理决策，还要将其纳入组织内部程序中，这也将利益相关者理论研究向前推进了一大步。

20 世纪 90 年代初期，一些学者陆续开始研究利益相关者合作的问题，并最终形成和发展了利益相关者共同治理观。共同治理观认为应该让利益相关者参与到公司治理中，共同治理并且相互制衡，而且组织在作出战略和管理决策时，不仅要考虑股东权益，也要关注和保护利益相关者的权益。

近年来，有学者结合我国国情，认为我国企业的股东、员工、客户，社会，还有政府都是企业的利益相关者，利益相关者理论发展要协调好各利益相关者之间的关系，能够指导企业完善价值创造和分配的过程，才能促进企业可持续发展。

3 信息披露质量要求的演进

3.1 创业板核准制信息披露要求

3.1.1 发行人信息披露要求

首先，披露的招股说明书要按照中国证监会的规定编制，内容和格式要符合基本要求，对于发行监管方面要求公司坚持独立性的问题，在招股说明书中要做出对应的解释，并且当发行人觉得是会对投资者做出投资决定产生重要影响的内容，也要进行披露。

其次，发审委进行审核前，发行人将提交审核的招股说明书（申报稿）预先在证监会官网上披露，也可以在企业网站上披露，但内容要与证监会官网披露的内容一致，且时间上不能早于在证监会官网披露的时间，要求所有信息中不能含有价格信息，并且在显著位置说明其发行申请尚未通过中国证监会核准，未有据以发行股票的法律效力等。

最后，发行人在上市前要在一种中国证券监督管理委员会规定的报纸上发布提示性通知，告诉投资人其在网络上发布的关于其上市申请和其他相关资料的网站，并在其住所、拟上市的交易所和保荐人、承销机构的住所公布其上市申请和其他相关资料的全部内容，供大众参考。在招股说明书（申报稿）中，发行人及其全体董监高要签字盖章。

3.1.2 中介机构信息披露要求

保荐人要开展实质性核查工作，主要针对招股说明书（申报稿）中内容是否真实、准确、完整进行查验，完成核查工作后在专业核查意见上签字、盖章。而保荐人出具的相关材料应当是招股说明书（申报稿）的备查材料，在招股说明书（申报稿）最后要写明查阅网址，并且在证监会指定网站上披露这些文件。

3.1.3 招股说明书信息披露要求

招股说明书（申报稿）的有效期从中国证监会批准发行前最后一次签字起算，

期限为 6 个月。公司的会计报告和有关的会计信息在 6 个月之内都是有效的，但在特定的情形下，公司还可以提出延期的要求，但不允许延长超过 3 个月。

3.2 创业板注册制信息披露要求

3.2.1 发行人信息披露要求

首先，披露的招股说明书（申报稿）要按照中国证监会的信息披露规则编制，其内容要做到真实、完整、简要清晰、容易理解，不存在失实记载、误导性陈述或遗漏，为投资人提供必要的信息，以供其进行投资之用，必要信息要进行完整披露。

内容上，第一，发行人要理解招股说明书（申报稿）披露的目的是满足投资者的需求，所以对于公司自身的创新特征、经营和治理方案及执行情况、选取的经营和会计政策、科技或业态融合情况所起到的积极作用要进行针对性的披露；

第二，发行人要对涉及自身经营业绩、核心竞争力、业务稳定性以及对未来经营可能产生重大不利影响的各种风险进行披露；

第三，如果申请上市时尚未盈利，需充分说明未盈利原因以及有可能对公司现金流、业务发展、持续生产经营带来的影响；

第四，要披露此次 IPO 募集到的全部资金的投向、分配比例和管理制度，对其主营业务、战略规划和业务创新产生的支持作用；

第五，要披露企业是否存在行使特别表决权的股份，要特别提示差异化表决的主要内容，会对治理和经营风险等产生的影响；

第六，需要披露已经发行股份的锁定期安排，尤其是未盈利情况下企业股东、实际控制人以及董监高股份的锁定期安排。

当交易所受理了该公司的上市申请之后，公司要将其招股说明书（申报稿）、保荐书、法律意见书等文件在交易所和符合中国证券监督管理委员会规定的网站进行事先披露，其中不能含有任何价格信息并且要在显要位置作出声明其上市还需要通过深圳证券交易所和证监会履程序，没有据以发行股票的法律效力等，投资者应根据正式公告的招股说明书来做出投资决策。以此为基础，进行公开的证券交易。这些资料可以在其它网站上公布，但是必须与交易所等网站上披露的

内容一致，并且不得在交易所等网站上公布的日期之前公布。要在符合中国证监会规定的报刊上刊登提示性信息，告知投资者文件获取途径。

公司及其控股股东、实际控制人、董监高应确保公司招股书（申报稿）的完整性，不存在失实记载，误导性陈述或遗漏，能够履行承诺，签字盖章并声明承担相应法律责任。

3.2.2 中介机构信息披露要求

保荐人要确保披露的招股说明书（申报稿）内容上不存在失实记载、误导性陈述或遗漏，要做到真实完整的披露信息，保荐人确认无误后需要签字盖章，声明承担应承担的法律责任。

保荐人和律师要对特别表决权的持有人资格、股份和普通股份相应的表决权数量和比例、特别表决权可以参与表决的股东大会事项，已发行股份的锁定期安排，尤其是公司未盈利时公司股东、实际控制人、董监高股份的锁定期安排等是否符合相关制度规定发表专业意见。

发行人聘请的中介机构应当在招股说明书（申报稿）上签字盖章并声明承担相应法律责任。

3.2.3 招股说明书信息披露要求

招股说明书（申报稿）自公开发行前最后一次签字之日起算，有效期为六个月。在这份报告中，所包含的财务报告和有关的财务资料，有效期是最后一期到期日的 6 个月，在特定的情形下，发行人可以要求将这些资料的有效期进行延期，但不得超过 3 个月。

3.3 两种制度信息披露要求差异

通过 3.1 和 3.2，可以看出注册制比核准制在信息披露方面提出了更全面、细致的要求。一方面要求发行人保证披露信息的真实、完整、简明易懂，无误导性陈述；另一方面督促发行人依法配合交易所和中介机构开展实质性审核工作，向其提供真实、完整的材料，中介机构要勤勉尽责，强化了中介机构、发行人的

法律责任。具体有以下几点：

(1) 要求发行人在披露真实、完整信息的基础上，避免冗杂的表述，简洁清晰突出重点内容，通俗易懂，降低了对投资者素质的要求；

(2) 要求发行人披露业务经营情况、治理机构、未盈利原因以及行业竞争状况、市场地位，本次募集资金用途等与投资者投资决策相关的信息，以便投资者可以对公司的投资价值和投资风险作出初步判断；

(3) 明确了不同中介机构的责任，督促各中介机构归位尽责，会计师事务所、律师事务所要提出专业的指导意见，保荐人要保有谨慎的态度开展核查和必要的复核工作，必要时可以开展实地走访等程序进行印证，有利于拟上市公司提高信息披露质量；

(4) 强化责任追究，如果披露文件中出现失实记载、有错误的陈述或有疏漏的，有关单位和个人要负法律责任，从制度层面加大了对投资者的保护力度。

结合红星美羚披露的两份招股说明书内容可以看出，第一，在两份招股说明书的第四节中都列示了税收优惠政策变化可能给红星美羚带来的风险，对红星美羚享受西部企业所得税税率减按至 15%，奶山羊良种繁育收入免征增值税以及上述两者在报告期内对当期利润总额的影响进行了披露。但是由于注册制要求企业清晰突出重点内容，所以注册制申报的招股说明书中，红星美羚将这些内容在重大事项列示里面再次做了说明，不仅如此，新冠肺炎疫情给红星美羚带来的影响也在重大事项列示里面进行了披露。

第二，上市公司风险因素关系到投资者面临的投资风险。在对红星美羚两份招股说明书中的风险因素进行比对时，发现注册制申报时红星美羚披露的经营风险项数更多，除房屋租赁风险外，还披露了红星美羚一直存在的主营业务收入季节性波动的风险，结合财务数据来看，其二季度和四季度主营业务收入明显高于同年一、三季度，这对红星美羚业务稳定性会产生较大影响，但其在核准制申报的招股说明书中没有提及。

第三，对比业务与技术部分的内容，红星美羚在注册制申报的招股说明书中披露了公司的盈利模式，详尽列示了公司外部专业合作社的基本情况，经销、直销模式中线上、线下销售金额及占比，销售模式与同行业可比公司的比较情况，报告期内经销商新增与退出情况，环境保护情况，主要客户及新增客户数量、收

入金额和占比，前十大客户基本情况等，这说明红星美羚在注册制申报时披露的信息更完整，便于投资者更全面细致的了解公司的业务经营情况。

第四，在内部控制方面，核准制申报的招股说明书中，只有公司的管理人员对公司的内部控制进行了评估，以及注册会计师对公司的内控进行了审计，而注册制申报的招股说明书中，除上述两者外，红星美羚还将自身存在的财务内控不规范及整改情况进行了披露，详细说明了转贷、未用于经营业务上的资金往来、红星美羚作为第三方代收的货款、第三方给红星美羚回款的具体情况、整改措施及合法合规性，有助于投资者理性的评价公司的内部管理水平及其投资价值。

第五，在财务会计信息与管理层讨论部分，注册制申报时招股说明书中披露了电商收入明细、每一种主要产品的成本，比较了不同客户的毛利率水平，说明了红星美羚销售费用率远低于行业均值的原因，具体解释了管理费用中职工薪酬与营业收入的配比关系、折旧及摊销费用的变动与非流动资产波动的配比关系，列示了报告期内租赁费用变化、现金及预付款明细，说明了长期股权投资减值计提方法以及未进行减值测试的原因，与同行业可比公司关于固定资产折旧计提政策的对比。

第六，在其他重要事项中，注册制申报的招股说明书中进一步补充了投资协议的签订原因、主要事项、履行情况以及对红星美羚的影响。

综上所述，红星美羚注册制申报的招股说明书按照注册制信息披露要求突出了重点内容，对与投资者投资决策相关的信息进行了补充和完善。但是这并不能说明红星美羚 IPO 信息披露质量较高，具体还要针对披露内容是否合理，前后披露的内容是否一致等进行分析。

4 红星美羚上市失败案例介绍

4.1 红星美羚简介

红星美羚全称是陕西红星美羚乳业股份有限公司，创建于 1998 年，是最早进入羊奶行业的一家公司。2019 年 12 月，被评为“农业产业化国家重点龙头企业”。公司利用地处“奶山羊之乡”的优势，引进生产线，采用先进的生产加工工艺和产品检测技术，并通过纵向资源整合，组建了从奶源基地、专业化生产流程、遍布线上线下的营销网络的产业链。目前公司的主要业务是以羊乳粉为主的羊乳制品研产销，主要的产品有针对婴幼儿、儿童的配方乳粉以及成人乳粉等。截止 2021 年 12 月 31 日，公司资产总额为 6.57 亿元，其中营业收入为 3.78 亿元。

4.2 红星美羚 IPO 历程及结果

红星美羚从 2013 年起开始按照 IPO 的各项要求改善自身的管理运营情况。2015 年 8 月公司在“新三板”成功上市，2018 年 4 月从“新三板”退市，第二年 6 月向中国证监会递交有关创业板上市的申请材料，因为创业板实施注册制，红星美羚的上市审核从证监会转移至深交所。2020 年 7 月 1 日深交所受理了红星美羚的上市申请及相关材料，并先后开展了三轮问询工作。2022 年 5 月 6 日，深交所上市委决定终止对红星美羚的上市审核。

对于红星美羚没有通过上市审核的原因，深交所创业板上市委认为红星美羚通过特殊途径融资 1400 万，曾经的第一大客户舍得生物等方面存在问题，认为其不符合发行条件、上市条件和信息披露要求，决定终止其上市申请。

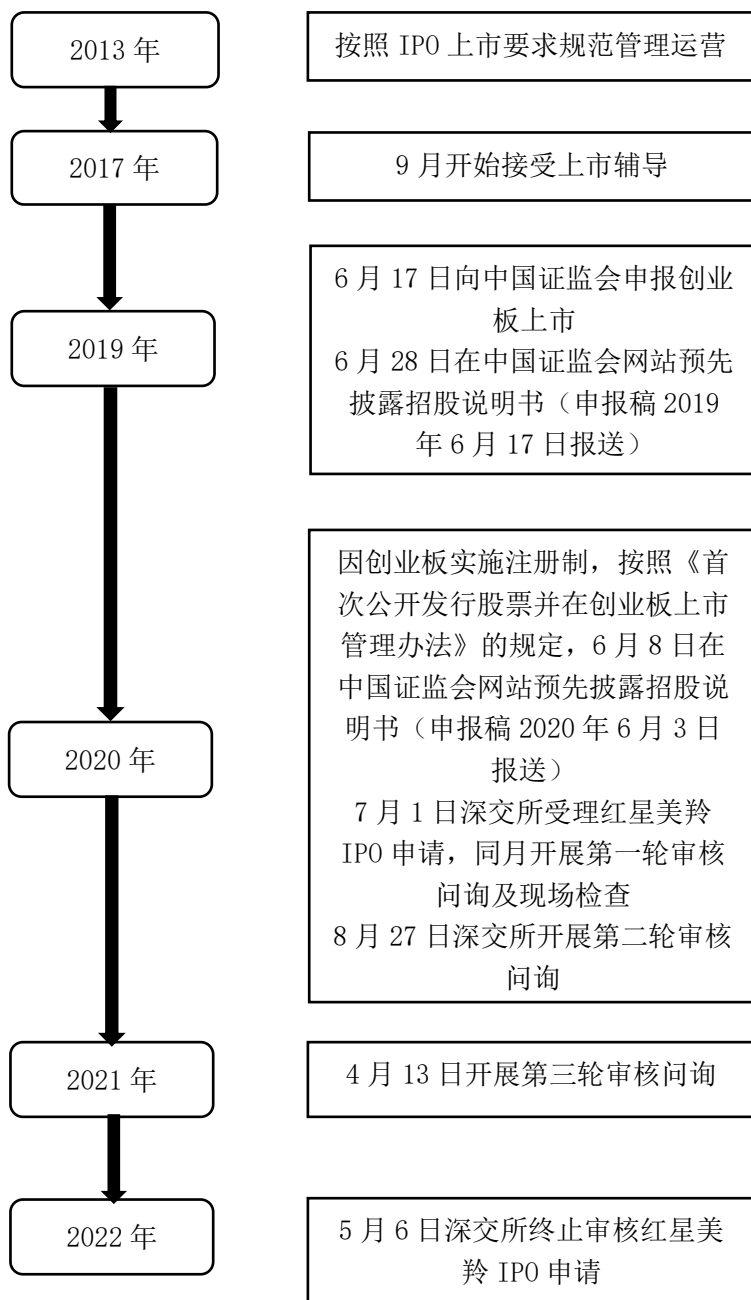


图 4.1 红星美羚 IPO 历程图

4.3 红星美羚会计信息披露存在的主要问题

4.3.1 特殊途径融资信息披露不规范

2018 年 12 月末，作为红星美羚的实际控制人，王宝印以个人名义从公司羊

奶供应商黄忠元等七人处借了 1400 万，并将这些钱转给了殷书义等八位公司的经销商，经销商得到这笔钱后用于向红星美羚采购。2019 年 1 月-2019 年 11 月经销商通过终端市场的销售回款将 1400 万元还入居间账户，居间账户也向上游供应商还款 1400 万元，形成了资金闭环。具体资金流向如图 4.2 所示：

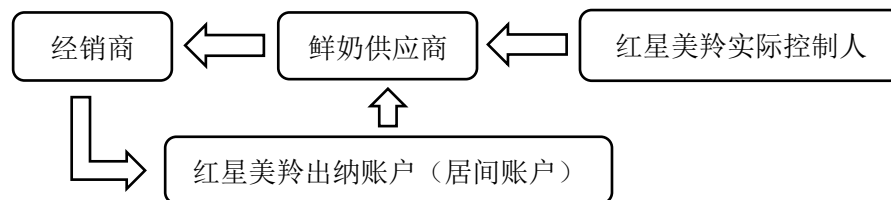


图 4.2 资金流向图

(1) 针对红星美羚居间协调借款的原因，深交所在首轮问询和第三轮问询中都要求发行人补充解释，但红星美羚方面在回复深交所的首轮和第三轮问询时对于这笔借款缘由的表述不一致。首轮回复函中，红星美羚解释因为经销商采购量较大，希望公司能够采取赊销政策，但管理层没有同意，后续经销商一再要求，公司管理层以居间协调的方式帮助经销商从公司上游羊乳供应商处取得 1400 万资金，缓解了经销商的资金压力，变相达到其想要赊销的目的。而在第三轮回复时，红星美羚答复为了统筹安排“双清零活动”，减少终端市场出现的生产日期较长的商品，缓解经销商因年底资金紧张而导致进货资金不足，才帮助其获得 1400 万元资金支持。

(2) 信息披露真实性存在疑问。在谈及这笔居间借款对红星美羚收入的影响时，红星美羚认为上述居间借款没有影响营业收入，只是增加了 1400 万的应收账款，期末货币资金减少 1400 万，虽然对总资产没有影响，但是会导致红星美羚应收账款增加 1400 万，而且经销商是用销售回款来偿还这笔债务的，这个过程中会导致红星美羚现金流量表中“销售商品、提供劳务收到的现金”的金额发生变动，如果红星美羚利用这笔资金循环虚构交易，那么也会有虚构现金流的问题。

(3) 上述经销商借款事项形成的销售收入对应的产品价格与向其他经销商（剔除借款经销商）销售同类产品的价格差异较大。如表 4.1 所示，2018 年红星美羚向所有经销商销售的 23 款商品中，上述借款形成的销售收入对应的销售

均价与当年红星美羚向其他经销商（剔除借款经销商）销售的均价相比，除三款产品外，其余 20 种产品红星美羚向借款经销商销售的均价都高于红星美羚当年向其他经销商（剔除借款经销商）销售的均价，影响金额为 112.78 万。

表 4.1 产品销售均价差异情况

序号	借款事项形成的 销售收入（元）	借款经销商 销售均价 （元/kg）	当年其他经销商 （剔除借款经销商） 销售均价（元 /kg）	以当年其他经销商（剔除 借款经销商）均价为基数 的影响金额（元）
1	2594548.67	106.19	95.49	261536.99
2	41033.63	92.92	89.87	1347.04
3	101946.90	95.19	97.42	8423.70
4	45876.11	106.19	95.61	4572.59
5	5097.35	106.19	97.67	409.19
6	2711277.88	106.19	98.92	185731.57
7	45876.11	106.19	101.85	1876.91
8	34407.08	119.47	108.84	3061.16
9	12615.92	119.47	102.69	1771.86
10	14336.28	119.47	105.39	1689.48
11	745192.97	132.74	118.86	77938.24
12	1220814.15	122.27	112.69	95692.14
13	1417132.69	114.79	107.81	86143.44
14	367150.43	159.35	143.91	35582.82
15	555592.91	167.75	142.44	83833.68
16	1794.69	186.95	134.44	504.07
17	618557.52	206.19	177.82	85097.52
18	79646.02	138.27	161.25	-13233.98
19	99115.04	129.05	154.83	-19797.11
20	25486.73	106.19	108.97	-666.07
21	255419.47	140.58	116.23	44247.57
22	164070.80	214.30	122.45	70321.91
23	260920.38	257.62	147.36	111672.24
合计	11417909.73			1127756.97

注：1141.79 万元系不含税销售收入，且无法将 12 月份订单完全与借款一一对应，所以该数字略小于 1400 万元。资料来源：创业板发行上市审核信息公开网站

4.3.2 信息披露不及时

按照《深圳证券交易所创业板股票发行上市审核规则》的要求，第一对于发行人聘请的保荐代表人或者其他证券中介和工作人员，由于刚上市或者已上市公司发行证券、并购重组相关业务出现违法或违规问题，或者自身从事的其他业务可能存在违法或违规问题而对资本市场产生重大不利影响的，且处于证监会立案调查或司法机关侦查阶段，尚未结案的，第二因为申请上市文件中的财务资料或财务数据已过有效期，后续需要补充提交的，当出现上述任意一种或两种问题时，深交所所有权中止相关发行人的上市审核进程，并通知相关发行人及保荐人。

红星美羚曾于 2020 年 9 月 22 日和 2021 年 9 月 30 日、2021 年 11 月 17 日三次因财务资料更新或已过有效期而被深交所中止审核，进而影响了对深交所问询函的回复，这反映出红星美羚的内部治理结构可能存在问题，出现了内部凭证传递不及时，会计核算不健全，或者是会计师事务所没有按时完成审计工作的情况。不仅如此红星美羚还因其聘用的开元资产评估有限公司正处于被证监会立案调查阶段导致其上市申请被深交所中止，体现出注册制强化了对中介机构的监管，也进一步约束了拟上市公司的行为。

4.3.3 信息披露不完整

通过梳理红星美羚三轮问询的回复函，经过手工整理发现红星美羚在 2020 年 6 月 3 日预先披露的招股说明书（申报稿）中对于自身是否具有经营资质、产品质量问题、经销商变动情况、销售收入等方面的信息披露存在不完整的问题，具体情况详见表 4.2。表中列示的问题及补充披露的内容反映出红星美羚的经营业绩、现金流、盈利能力，业务稳定性以及经营可持续性，投资者可以根据这些信息对红星美羚的持续经营能力，盈利能力，内部治理结构等作出分析和评价，这些补充披露内容也属于注册制信息披露要求中要求披露的内容，因此，本文认为红星美羚存在信息披露不完整的问题。

表 4.2 红星美羚补充披露信息情况

问题	补充披露内容	补充披露字数
经营资质与产品质量	经销商、供应商的经营资质；食品安全情况及产品质量控制机制；发行人有无产品质量问题及食品安全事故；食品安全事件应对机制	9479
经销商借款	经销商借款原因；对发行人经营业绩的影响；借款资金流向；采购货物终端销售情况；借款归还方式及渠道；借款形成的销售订单未纳入销售员业绩的原因及依据；通过员工账户向上游包装公司借款的原因；发行人向供应商付款情况；相关内控制度及整改情况	7054
销售收入	电商平台销售收入；同行业可比公司终端产品销售价格；发行人销售价格变动情况；经销商河北萌宝向完达山乳业销售大包粉情况及完达山乳业产品介绍；发行人销售收入季节性变动原因；向南宁澳丽源销售金额大幅增长原因；南宁澳丽源经营状态及变化原因	6281
关于客户舍得生物	发行人与舍得生物情况；股权问题；舍得生物销售情况及业务规模；与舍得生物合作及终止合作的原因；舍得生物历史股东与公司关系；舍得生物经营状态及变化原因；舍得生物注销原因及合理性	9055
促销和返利	促销政策；返利情况；与同行业公司返利政策的对比	4076
存货	存货大幅增长的原因；存货库龄情况；存货减值测试情况；发行人原材料采购及存货的影响因素	2113
回购权会计处理	回购条款主要内容及回购价格的确定；会计处理是否符合《企业会计准则》的规定	884
合计	—	38942

资料来源：创业板发行上市审核信息公开网站

4.3.4 募资计划不合理

从表 4.3 中可以看出，红星美羚 2017-2019 年设计产能都为 4320，但是产能利用率逐年下降，产量和销量之间也存在一定的差距，说明红星美羚已经存在

产能过剩的问题。红星美羚在招股说明书中披露自身存在期末存货数量较大但存货周转率较低的风险，如果后续不采取存货管理措施，会对红星美羚的资金周转和经营活动现金流量等产生较大影响。进一步对红星美羚存货的结构进行分析，发现其存货中原材料及半成品占比较多，且有临近保质期的半成品及产成品。尽管受到疫情和羊乳价格波动的影响，红星美羚需要储存一定的原材料以满足下一步生产和销售的需要，但是也应根据自身的销售情况以及库存情况合理配置，否则有可能面临产成品无法销售，原材料积压的局面。

在红星美羚招股说明书中可以看出，本次 IPO 募集资金大部分将用于奶山羊项目的建设。红星美羚认为建设奶山羊项目可以扩大自身的生产能力，满足持续增长的市场需求，红星美羚应该及时调整产品结构，加强库存管理，否则不但不能带来转机，还会加重红星美羚产能过剩的程度。

表 4.3 红星美羚产能

	2017 年	2018 年	2019 年
设计产能	4320	4320	4320
产能利用率 (%)	91.99	78.68	74.07
产量 (kg)	3973.81	3399.09	3199.70
销量 (kg)	3717.11	3348.36	3091.03
存货周转率 (次)	2.63	2.32	1.38

资料来源：红星美羚招股说明书

表 4.4 红星美羚募集资金用途

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金使用额 (万元)	占总投资额比例 (%)	占募集资金使用额比例 (%)
奶山羊产业化二期建设项目	18000	16037.93	53.89	51.01
奶山羊养殖园区建设项目	3500	3500	10.48	11.13
营销网络建设项目	7000	7000	20.96	22.27

续表 4.4

项目名称	投资总额（万元）	募集资金使用额（万元）	占总投资额比例（%）	占募集资金使用额比例（%）
补充流动资金	4900	4900	14.67	15.59
合计	33400	31437.93	100	100

资料来源：红星美羚招股说明书

4.3.5 主要客户交易业务不稳定

近年来红星美羚一直在拓展直销渠道，直销收入占主营业务收入的比重有所上升，但是红星美羚的主要销售方式还是经销，所以说经销商的变动将直接关系到红星美羚业务稳定性和盈利能力。

表 4.5 红星美羚不同渠道销售收入

渠道	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额（万元）	占比（%）	金额（万元）	占比（%）	金额（万元）	占比（%）
经销	30699.02	91.34	31349.86	86.62	30949.07	82.23
直销	2912.15	8.66	4842.47	13.38	6689.35	17.77
合计	33611.17	100	36192.33	100	37638.42	100

资料来源：红星美羚招股说明书

从表 4.6 中可以看出，红星美羚前五大客户变动频繁，而且前五大客户的销售金额占比从 2017 年的 35.86%，2018 年的 44.36%降低到 2020 年的 22.93%，2021 年有小幅上升，但是占比仅为 26.42%，结合客户变动情况来看，红星美羚的客户集中度比较高，不利于其经营和盈利的稳定性。

其中变动较为异常的是舍得生物，2017 年和 2018 年它是红星美羚的第一大客户，2013 年它与红星美羚建立了合作关系，2019 年之后舍得生物因为涉足羊乳制品上游，有可能成为发行人的竞争对手，发行人调整产品结构，为追求更大利益，终止了两方的合作，从表 4.6 中可以看出 2014-2018 年这期间红星美羚向

舍得生物销售商品的金额呈现逐年递增态势，在 2018 年销售金额一度增加了 3810 万，变动比率为 78.91%，而且红星美羚对于经销商都是采取先款后货的结算方式，2018 年给予舍得生物 3 个月的信用期，说明红星美羚认为其与舍得生物能够长期合作，而 2019 年红星美羚向其销售货物金额急剧减少，仅有 671.28 万，2020 年舍得生物注销。

表 4.6 红星美羚前五大客户情况

2020 年			
序号	客户	销售金额（万元）	占比（%）
1	南宁澳丽源商贸有限公司	2091.11	5.76
2	天猫商城	1876.16	5.16
3	陕西爱贝睿商贸有限公司	1592.11	4.38
4	赣州超挚母婴用品有限公司	1412.25	3.89
5	吉林市昌邑区美羚羊奶粉店	1359.34	3.74
合计		8330.98	22.93
2019 年			
序号	客户	销售金额（万元）	占比（%）
1	南宁澳丽源商贸有限公司	2255.39	6.60
2	河北萌宝婴童用品有限公司	1794.84	5.25
3	天猫商城	1669.20	4.89
4	陕西爱贝睿商贸有限公司	1524.62	4.46
5	无锡智和兴医药科技有限公司	1331.14	3.90
合计		8575.19	25.11
2018 年			
序号	客户	销售金额（万元）	占比（%）
1	无锡舍得生物科技有限公司	8638.52	27.48
2	天猫商城	1712.94	5.45
3	南宁澳丽源商贸有限公司	1448.30	4.61
4	西安市新城区美羚羊奶粉经销部	1177.17	3.74

续表 4.6

序号	客户	销售金额（万元）	占比（%）
5	驻马店市东尚商贸有限公司郑州市 金水区分公司	965.91	3.07
合计		13942.84	44.36
2017 年			
序号	客户	销售金额（万元）	占比（%）
1	无锡舍得生物科技有限公司	4828.34	18.47
2	郑州初膳商贸有限公司	1345.31	5.15
3	山东华康福寿养老产业有限公司	1207.31	4.62
4	湖南馨叶商贸有限公司	1029.10	3.94
5	天猫商城	961.81	3.68
合计		9371.87	35.86

资料来源：红星美羚招股说明书

5 会计信息披露问题原因分析及改进建议

5.1 红星美羚 IPO 会计信息披露问题原因分析

5.1.1 特殊途径融资用途模糊披露避免追责

由于红星美羚没有上市成功，可以不考虑其模糊披露可能会造成被 ST 或退市的问题。

(1) 红星美羚面临着较高的经营风险，这笔特殊途径融资可能存在虚构交易和现金流的问题，如果按照相关规定进行披露会加重投资者对红星美羚经营稳定性的怀疑。首先红星美羚的产品结构中对生鲜羊乳这种原材料的依赖较为严重，如果当地奶山羊出现疫病或者当地的畜牧养殖政策改变而造成生鲜羊奶产量的下降，公司会面临着原料供给短缺的问题，而且生鲜羊乳价格波动较大，如果价格大幅提升，会影响公司产品的毛利率，进而对公司的营业收入和利润产生不利影响；其次，红星美羚所处的羊乳制品行业行业集中度低，羊乳品牌较多但是企业的知名度不高，所以哪家企业能够研发出受消费者欢迎的产品，抢先占有市场份额，树立口碑，就有可能成为行业内领军企业，反映出市场不确定性强的特征；最后，从表 5.1 红星美羚部分财务指标中可以看出，红星美羚的应收账款周转率在经历了一个大幅的上涨之后，在 2018 年出现了下降，2018 年年底应收账款净额比 2017 年年底增加了 620.63 万元，表明 2018 年红星美羚的财务回款速度降低，应收账款金额增加后公司发展需要的自有资金比例就会上升，资金风险上升。红星美羚有可能将这 1400 万元特殊融资通过销售回款的方式转回到公司账户上，达到避免应收账款长期挂账的目的。资产负债率和股东权益比率的变动，反映出红星美羚适当降低了所有者投入的资本，通过债务融资方式来获得企业发展所需的资金，资本负债率从 2017 年 34.45%变为 2018 年的 51.24%，说明红星美羚的偿债能力有所下降，但是长期负债率从 2017 年的 0.21 降低至 2018 年的 0.15，说明红星美羚主要面临着短期偿债压力大的问题。

(2) 中介机构未勤勉尽责。作为为红星美羚提供服务的中介机构，或者没有及时关注这笔特殊途径融资的情况并及时开展实质性审核程序，或者为了帮助

红星美羚上市成功，隐瞒这笔特殊途径融资的真实情况，与红星美羚利益合谋，中介机构未勤勉尽责也会造成红星美羚特殊途径融资信息披露不规范。

表 5.1 红星美羚财务指标

	2018 年	2017 年	2016 年
应收账款净额（万元）	1369.46	748.83	756.29
应收账款周转率（次）	25.69	31.24	10.60
资产负债率（%）	33.88	25.62	46.57
股东权益比率（%）	66.12	74.38	53.43
资本负债率（%）	51.24	34.45	87.15
长期负债率（%）	0.15	0.21	0.22

资料来源：红星美羚招股说明书

（3）红星美羚盈利能力不足，通过特殊途径融资来获得资金支持。

表 5.2 红星美羚盈利能力指标

	2018 年	2017 年	2016 年
营业利润率（%）	15.10	16.78	19.06
销售净利率（%）	13.17	15.33	17.52
成本费用利润率 （%）	17.95	22.18	26.40
盈余现金保障倍数	-1.46	1.83	2.46
总资产报酬率（%）	12.03	14.16	-
净资产收益率（%）	14.50	17.66	-
资本收益率（%）	22.19	26.24	-

资料来源：红星美羚招股说明书

从表 5.2 中可以看出，从 2016 年到 2018 年，红星美羚的各项盈利能力指标均在下降，2017 年的下降程度更明显，总体盈利能力较差。结合营业利润率和销

售净利率来看，红星美羚的产品没有较强的市场竞争力和获利能力，这也提醒红星美羚优化提升产品的生产和检验技术只是一方面，更重要的是如何让消费者了解到企业的产品，生产出更符合消费者多元化需求的产品，另一方面红星美羚在成本费用的控制上做的较为欠缺，成本费用的投入较高，但是没有给企业带来较为可观的利润，下一步红星美羚在内部成本管理上还存在较大的提升空间。盈余现金的保障倍数从 2016 年到 2018 年一直在下降，2018 年为-1.46，考虑是因为红星美羚在采购生产所需的原材料上花费较多，对经销商采取的赊销政策导致货款无法及时收到，已经影响到了红星美羚的正常营运，红星美羚应该和当地的乳品供应商和经销商建立稳定的合作关系，降低原材料价格波动对自身利润的不利影响。从资产报酬率上来看，红星美羚对企业总体资产的利用效率较低，不仅自有资本获利能力不强，投资者投入资本后可能也无法获得较好的利益保障。在这种情况下，红星美羚如果不提升自身的盈利能力，不管是从金融机构还是外部投资者处都较难获得资金支持。

5.1.2 中介机构未能认真履行监督职责

中介机构未起到监督作用或自身存在不合规问题。作为资本市场的“看门人”，中介机构需要履行好监督职责，一方面很多投资者因为信息不对称现象的存在，无法判断股票价值，进而无法作出准确的投资判断，出现了投机现象，使得股票价格偏离其市场价值，这就需要中介机构作为第三方来对拟上市公司的信息进行鉴别，保障资本市场的信息流通和信息披露质量。

首先，在深交所对红星美羚开展的三轮问询中，除了对发行人提出问题要求其解释或补充之外，还要求保荐人或者会计师事务所等说明其是否执行了核查程序以及核查结果，值得注意的是在经历了深交所三轮审核问询后，红星美羚还存在会计信息披露问题，说明中介机构工作执行不到位，没有认真对待深交所指出的问题，没有及时督促红星美羚完善信息披露内容、纠正不合规的会计处理，更有可能成为了红星美羚利益输送的工具，失去了独立性。

其次，红星美羚曾三次因财务资料未更新或已过有效期而被深交所终止审核，除了公司内部存在的部门信息沟通不及时、会计凭证传递不及时等原因，红星美羚聘用的中介机构是否及时的关注其公司经营情况，是否及时对红星美羚的财务

信息进行审计或开展审核工作等都存在疑问。同时，红星美羚聘用的资产评估机构因被证监会立案调查导致红星美羚上市审核终止，选用一家被立案调查的资产评估机构为其提供服务，很难保证其出具的报告质量。

最后，不仅是红星美羚与中介机构，中介机构之间可能也存在着独立性的问题，不同中介机构出具的报告可能存在互相抄袭的现象，实际核查工作可能并没有开展，只是为了完成 IPO 上市工作而出具了一份形式上的专业意见书。

5.1.3 红星美羚股权高度集中

首先，通过分析红星美羚的股权结构，发现红星美羚的股权集中度较高，具有家族企业的特征。公司股东中王宝印作为发行人控股股东，持有股份比例为 70.30%，王立君、王惠茹、王保安分别持有占比 4.67%、4.55%、0.28%的股份，四人合计持有股份比例达到 79.80%。在这样一种股权结构下，红星美羚的其他股东在公司未来的战略决策和日常经营管理活动中无法发挥作用，而一旦上述四位股东的经营管理行为出现不当之处，也没有股东能够有效制衡其不当行为，进而造成红星美羚的内部治理水平无法保证，公司中成立的审计委员会很难独立发挥作用，那么红星美羚作为发行人，其披露的会计信息质量也难以得到保证。

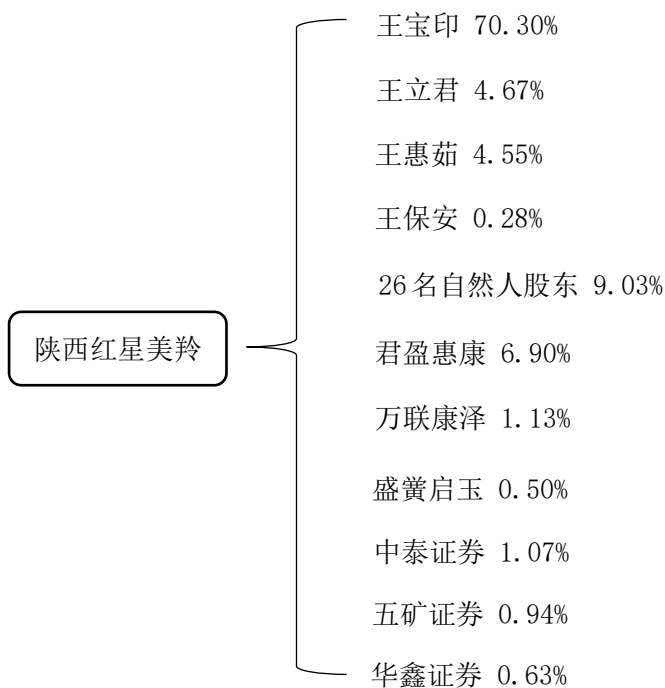


图 5.1 红星美羚股权结构图

5.1.4 红星美羚管理手段落后

(1) 红星美羚存货积压较为严重, 存货管理存在缺陷。从表 5.3 中可以看出红星美羚截止 2019 年 12 月 31 日, 产成品配方乳粉中库龄超过 180 天的占比达到 19.68%, 截止 2018 年 12 月 31 日, 产成品乳粉中库龄超过 180 天的占比达到 11.52%。虽然未超过相关产品的保质期, 但是反映出红星美羚在存货管理上可能存在的一些问题。

第一, 红星美羚的存货变动是否有及时进行追踪和记录。一方面, 在市场不确定性较强的境况下, 如果红星美羚的存货账面信息缺乏对客户需求的及时反馈, 有可能导致红星美羚生产出不适时的产品, 加大存货对营运资金的占用程度, 导致库存成本的增加, 当期利润的减少, 另一方面, 如果客户需求量较大, 红星美羚未进行库存的补充, 有可能会造成停工待料情况的发生, 带来经营管理上的损失。

第二, 红星美羚的部分存货库龄较长, 但是没有计提减值准备。对于未计提减值准备的原因, 红星美羚认为其产品的可变现净值高于账面成本, 而不可忽视的是红星美羚所处的羊乳制品市场不确定性强, 原材料价格不稳定, 红星美羚可能存在高估存货成本的问题, 这会使得红星美羚失去行业内的竞争优势, 但也有可能是企业管理层希望通过提高存货成本达到提升短期利润的目的。

表 5.3 红星美羚存货库龄情况

库龄	半成品		产成品			
	乳粉基粉		乳粉		配方乳粉	
	数量 (kg)	占比 (%)	数量 (kg)	占比 (%)	数量 (kg)	占比 (%)
2019 年 12 月 31 日						
180-269 天	11.45	2.92	2.13	1.64	1.54	6.97
270 天以上	10.45	2.67	3.20	2.46	2.80	12.71
合计	21.90	5.59	5.33	4.10	4.34	19.68

续表 5.3

库龄	半成品		产成品			
	乳粉基粉		乳粉		配方乳粉	
	数量 (kg)	占比 (%)	数量 (kg)	占比 (%)	数量 (kg)	占比 (%)
2018 年 12 月 31 日						
180-269 天	17.64	4.27	4.15	2.46	0.00	0
270 天以上	6.73	1.63	15.27	9.06	0.53	1.77
合计	24.37	5.90	19.42	11.52	0.53	1.77
2017 年 12 月 31 日						
180-269 天	0.33	0.22	-	-	7.11	8.24
270 天以上	3.68	2.50	19.65	5.97	1.11	1.28
合计	4.01	2.72	19.65	5.97	8.22	9.52

资料来源：创业板发行上市审核信息公开网站

(2) 红星美羚募资计划不合理，反映出红星美羚资金管理能力不足。从表 5.4 中可以看出，红星美羚 2018 年和 2019 年内部产生的现金流净额均为负值，其中 2018 年红星美羚的经营活动不仅没有给企业带来资金的流入，反而造成了 6026.38 万的资金缺口，这一情况在得到 5093.48 万的外部筹资后得到了一定的缓解。2019 年红星美羚的经营活动虽然给企业带来了 5607.46 万元的现金流入，但是因为支付利息和购建固定资产等方面的支出，红星美羚内部产生的现金流量依然为负值。这些反映出红星美羚在申请上市时自身经营活动带来的现金流量无法满足企业的战略需求，需要依靠外部资金流来维持企业资金链的稳定。

表 5.4 红星美羚现金流分析

	2019 年	2018 年	2017 年
内部现金流			
经营活动产生的现金流量净额 (万元)	5607.46	(6026.38)	7339.27

续表 5.4

	2019 年	2018 年	2017 年
内部现金流			
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（万元）	6142.10	4717.90	3890.49
股息（万元）	2987	5	(16)
内部产生的现金流净额（万元）	(3521.64)	(10749.28)	3464.78
外部现金流			
筹资活动现金流入小计（万元）	8160	5093.48	8257.20
内外部现金流净额（万元）	4638.36	(5655.80)	11721.98

资料来源：红星美羚招股说明书

结合前面的分析，红星美羚具有较高的经营风险，这会影响到包括金融机构在内的利益相关者对红星美羚的信用评价和供给，而红星美羚自身通过经营活动带来的现金流不稳定且无法满足企业的战略发展需要，所以面临着较大的短期偿债压力以及企业想要扩大产能提升竞争力的需求，红星美羚才会如此想要通过股权融资的方式获取资金支持。

（3）管理团队的业务水平有待提高

红星美羚存在着客户集中度高的风险，不仅如此，前五大客户变动频繁，这对红星美羚的业务稳定性和持续经营能力会产生不利影响。首先，企业在与客户签订合同的过程中需要搜集目标客户的信息，进行多轮谈判，并根据合同的内容作出相适应的生产计划，如果客户稳定性差且集中度高，会增加红星美羚与目标客户签订合同过程中付出的时间和成本；其次，较为稳定的客户关系预期会给企业带来持续稳定的收入来源，向金融机构等利益相关者释放出积极的信号，减少红星美羚面临的资金链压力，同时减少管理层会计信息操纵的动机。所以，红星美羚要组建高水平的管理团队，提升企业的业务水平，做好客户管理工作。

（4）内部控制制度执行不到位

根据红星美羚披露的招股说明书，红星美羚建立了内部控制制度，但是依然出现了问题，原因可能出在红星美羚内部控制的执行环节上。案例中，红星美羚的居间协调借款事项的资金流转全部是通过公司出纳个人账户进行的，而且在信

息披露上未清晰披露借款原因以及资金流转情况,被深交所质疑其销售收入的真实性和内控的有效性。同时红星美羚内部控制执行不到位有可能是因为员工对内部控制制度的理解不深入,对内部监督审查和评价机制存在的漏洞无法进一步完善,对资金、采购、收付款等关键控制点的防范意识不够强,影响到红星美羚经营活动的合法有序进行。

5.1.5 自愿性信息披露制度尚未形成

会计信息披露制度不完善,尚未形成自愿性信息披露。在红星美羚的案例中可以看到,红星美羚在经历过深交所三轮上市问询后,对第一版招股说明书(申报稿)的内容作出了大量的补充。一方面说明深交所的问询机制确实起到了很好的监督作用,但同时也反映出我国会计信息披露制度不完善,不同板块、不同经营范围的企业并非都适用于同样的信息披露标准和规则,企业对自身经营风险的感知和反应程度也各不相同,而创业板大多企业呈现成立时间不长,资金规模较沪深两市主板上市公司小,创新科技型企业较多的特点,对于这样的企业,政府及证券监管机构应该进一步细化信息披露标准,制定更具差异化的信息披露规则,减少信息披露不规范情况的发生。

证券监管机构和交易所应采取措施鼓励将要申请上市的公司进行自愿性信息披露,但应该对自愿性信息披露内容制定相关标准。一方面有利于投资者全面、细致的了解拟上市公司的情况,另一方面,红星美羚招股说明书中披露了自身面临的较多风险,这些风险经过分析与红星美羚自身的情况有出入,但是因为缺乏相关的规定,所以这些信息经过披露后有可能会对投资者产生误导,而红星美羚如果上市成功,还会对其股票价格产生较大影响,不利于我国资本市场的稳定发展。

5.2 改进建议

5.2.1 制度与宏观层面

(1) 完善上市公司会计信息披露制度,注册制进一步具体化。要进一步完善会计信息披露制度,从制度上来约束红星美羚的会计信息披露行为,有利于其

提升披露信息的客观性和真实性,尽可能减少红星美羚在会计政策和会计方法上的选项,同时红星美羚选取的会计计量方法也应符合自身的实际情况,减少信息披露失实和违规的可能。同时,还要考虑到不同板块,不同类型企业的生产经营特点,适当给予会计人员业务处理和判断的空间,减少不必要的偏误,如果一味的追求一致性,有可能会導致红星美羚为了达到上市要求而操纵信息披露,对资本市场的信息披露质量产生不利影响。

(2) 监督机构要变管制为引导。鼓励拟上市公司进行自愿性信息披露的初心是为了维护投资者利益,但是实施的效果没有达到预期。作为证券监管部门来说,应该制定详细的自愿性信息披露的制度,在执行过程中更多的是要监督,而不是管制,利用法律手段对红星美羚信息披露行为加以引导,使之披露对投资者来说更有价值的信息。可以通过建立信息披露评价体系,对在保证信息披露质量的基础上能够主动自愿披露信息的拟上市公司可以视情况给予更高等级的评级,除了证券监管部门之外,还可以邀请机构投资者、媒体参与对拟上市公司信息披露的评价工作。

5.2.2 企业层面

(1) 疏通上下游供应链。加强对自身经营风险的控制,提升自身的核心竞争力,才能吸引优质资本,才能改进特殊途径融资可能带来的虚构交易和现金流的问题。红星美羚面临着较高的经营风险,首先原材料价格的波动给红星美羚盈利水平带来了极大的不确定性,红星美羚可以通过加强管理团队建设,积极和生鲜羊乳供应商沟通,建立长期稳定的合作关系,可以缓解原料供给给红星美羚生产经营带来的压力。同时红星美羚如果无法通过外部供应商,也可以利用资金建立自己的奶源基地,保证生产经营环节的供给充足。

其次,要加强产品的研发和销售宣传工作。红星美羚面临着行业集中度低的问题,如果红星美羚能够研发出受消费者欢迎的产品,迎合消费者的消费需求,占有市场份额,红星美羚的核心竞争力将得到提升,同时要加强品牌的宣传推广工作,让更多的消费者了解到红星美羚的产品特点,才会有更多的消费者愿意选购红星美羚的产品。

(2) 优化股权结构。充分发挥审计委员会的作用。红星美羚的实际控制人

占股比例为 70.30%，这种情况下会造成公司大股东和其他股东对于公司未来发展的规划不同，间接对公司内部治理结构的制衡关系造成影响，通过股权结构的完善，可以让股东大会、董事会、审计委员会等公司内部机构之间形成制约关系，再进一步设立激励机制，才会改善红星美羚的会计信息披露质量。

具体来说，要保障公司的审计委员会能够独立行使职能，建立和完善独立董事制度，这样能够客观公正的对内部管理活动进行监督，有效地减少信息披露违规行为发生的可能性。从红星美羚上市失败这件事上可以看出，红星美羚的内部审计委员会如果能够发挥监督审查作用，红星美羚不会在将申报资料报送交易所后依然存在信息披露问题。

(3) 减少存货积压。针对存货积压问题，要及时反思存货管理过程。第一可以通过专业人员与客户对接，及时了解客户需求，减少库存成本和压力，第二要保证企业内部信息的流通，及时对库存产成品，尤其是半成品的生产计划进行调整，第三加大产品创新研发的力度，利用现有半成品研发新品，提升企业竞争力的同时还可以缓解存货积压的程度。对于红星美羚来说，募集资金只能缓解短期的资金压力，更重要的是对企业内部现金流进行合理的分析和分配，提高资金利用效率。

(4) 重视团队建设。红星美羚内部要加强诚信教育，内部控制制度设计制定只是第一步，更重要的是要贯彻落实到企业生产管理活动中。红星美羚要帮助会计人员和高层管理者树立良好的职业道德观念，在公司内部形成诚信的文化环境，树立诚信的经营理念，才能保证制定的内部控制制度更好的实施。

红星美羚具有显著的家族企业特征，培养组建高素质的管理团队非常重要。这次 IPO 失败可以帮助红星美羚发现自身的不足，有助于企业自身查缺补漏，提高治理能力。同时红星美羚可以调整人员分工，外聘专业经理人组建管理团队，选聘服务质量高的中介机构，积极开展各种风险的预警评价，以便制定出真正符合红星美羚经营情况的战略规划。

5.2.3 中介服务层面

(1) 提高中介机构服务质量。建立中介服务机构信息披露质量责任制，夯实中介机构过程服务内容。不仅红星美羚经历了由核准制到注册制的转换，其聘

用的中介机构也在经历着职能转换。在这个过程中，中介机构所在行业协会可以通过行业培训，帮助中介机构转变观念，认识到自身在保护投资者利益方面的责任和影响，运用专业知识对红星美羚要披露的信息进行甄别。

消除中介机构和红星美羚利益合谋的动机，把对红星美羚开展辅导、审核的过程细化，做好每一步应该做的工作，同时及时关注红星美羚的情况，针对证监会审核问询环节指出的问题要引起重视，及时督促和指导红星美羚对存在的问题进行纠正和改进，避免出现向交易所申报时依然还存在信息披露问题的情况，中介机构对自身的工作要及时进行评价和反思。

(2) 落实中介服务机构法律责任。红星美羚所聘用的中介机构自身要加强合法合规建设，遵守法律法规，加强对员工的培训工作，强化员工法律意识，及时纠正自身在为红星美羚或者其他拟上市公司服务过程中的不合规行为，不要因为自身出现问题导致红星美羚的上市受到影响。

红星美羚聘用的中介机构之间不要开展重复性的工作，切实按照自身的职责，对红星美羚的情况开展实质性审查，撰写相关文件。注册制改革的过程中完善了上市公司的退市制度，对于中介机构同样可以建立一套退出机制，中介机构要认识到如果红星美羚的信息披露出现违规，根据新《证券法》和注册制的相关规定，其聘用的中介机构有可能失去从业资格，终身禁入资本市场。

6 研究结论与启示

6.1 研究结论

本文基于注册制下会计信息披露的现状以及学者关于注册制与会计信息披露质量的研究，以红星美羚作为研究对象，梳理了红星美羚 IPO 过程及结果，并就红星美羚注册制下存在的会计信息披露方面的问题进行了分析，研究得出红星美羚存在会计信息披露不及时、不完整，披露的会计信息反映出其客户集中度高，主要客户变动频繁，募资计划不合理等问题。具体表现为：红星美羚三次因信息披露不及时而被深交所终止上市审核，经历过深交所三轮问询，对其招股说明书的内容进行了大量的补充，在产能过剩，存货周转较差的情况下依然募资扩建。针对红星美羚存在的会计信息披露问题，文章提出从宏观层面可以进一步细化注册制的相关规定，完善信息披露细则，中介机构方面应建立中介服务机构信息披露质量责任制，夯实中介机构过程服务内容，加强中介机构自身的合法合规建设，保持独立性。企业自身也应坚持诚信经营理念，组建高质量的管理团队，补齐内部控制方面的漏洞，本文的建议以期能够有助于红星美羚改善会计信息披露质量，再次实现上市目标。同时，红星美羚存在的会计信息披露问题也应引起其他拟上市公司的关注。

6.2 研究启示

通过笔者的研究，可以看到注册制下的会计信息披露要求更全面，突出了对投资者利益的保护，降低了对投资者素质的要求，鼓励拟上市公司进行自愿性的信息披露，而且从红星美羚的案例中可以看到，红星美羚的会计信息披露在经历过深交所的问询之后有了较大的改善，但是依然存在许多问题。要想更好的解决这些问题，第一，监管机构的信息披露要求应具体化。需要监管部门的努力，细化拟上市公司的信息披露规则，可以针对不同类型的企业制定更灵活的信息披露方案。而对于红星美羚，也需要从这次 IPO 失败中吸取教训。第二，案例企业要优化供应链和股权结构。首先通过与供货商的长期、稳定合作，减少自身的经营风险。同时，完善公司的股权结构，保障公司内部审计委员会能够独立的行使监

督审查职能。第三，重视团队建设。要组建高水平的管理团队，改进存货管理水平，提高资金管理和利用能力。会计信息披露质量只是表象，如果想要提升会计信息披露质量，要从公司内部作出努力，不能只看重结果，忽略过程，根子是缺乏高水平的管理团队。第四，落实中介机构责任制。作为中介机构，也需要勤勉尽责，在发现红星美羚存在的问题时，要积极同企业沟通，协助企业改善自身的经营状况，夯实服务过程，而不是只为了 IPO 申请成功努力，只有这样，才能有效提升我国拟上市公司的会计信息披露质量，推动注册制全面深入实施。

参考文献

- [1] Alhadab M, Clacher I, Keasey K. Real and accrual earnings management and IPO failure risk[J]. Accounting and Business Research, 2015, 45(1): 55-92.
- [2] Brown V, Tian X, Tucker W. The spillover effect of SEC comment letters on qualitative corporate disclosure: Evidence from the risk factor disclosure [J]. Contemporary Accounting Research, 2018, 35(2): 57-78.
- [3] Chen Ang. Current Problems in Accounting Information Disclosure Quality and the Causes Analysis[J]. Financial Engineering and Risk Management, 2022, 5(1): 16-21.
- [4] Hanley K W, Hoberg G. Litigation Risk, Strategic Disclosure and the Underpricing of Initial Public Offerings[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 103(02): 235-254.
- [5] Jensen Michael C. Some anomalous evidence regarding market efficiency[J]. Journal of Financial Economics, 1978, 6(2-3): 383-417.
- [6] Kumar P, Langberg N, Sivarama Krishnan K. Voluntary Disclosure with Informed Trading in the IPO Market[J]. Social Science Electronic Publishing, 2016, 54(4): 1365-1394.
- [7] Malkiel Burton G, Fama Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work[J]. The Journal of Finance, 1970, 25(2): 95-102.
- [8] 陈邑早, 陈艳, 王圣媛. 以科创板注册制为起点建设高质量信息披露制度[J]. 学习与实践, 2019(04): 35-42.
- [9] 陈文强, 周荣真. 创业板注册制改革对股权激励契约设计的影响[J]. 财会月刊, 2023, 44(02): 58-64.
- [10] 陈洁. 科创板注册制的实施机制与风险防范[J]. 法学, 2019(01): 148-161.
- [11] 东北证券-复旦大学课题组, 董晨, 张宗新. 注册制新股发行市场化改革成效及其优化研究[J]. 证券市场导报, 2022(02): 2-13.
- [12] 陈津津, 赵巍, 李海燕. 内部控制缺陷对企业存货管理业绩的影响研究[J]. 财会通讯, 2019(05): 26-30.
- [13] 董秀良, 刘佳宁, 徐世莹. 中国科创板 IPO 定价效率及影响因素研究[J]. 数理统计与管理, 2021, 40(03): 526-543.

- [14] 封文丽, 温霞. 全面推进注册制与上市公司质量提升 [J]. 财会通讯, 2021 (24) : 8-12.
- [15] 郭锐. 客户集中度对会计信息披露质量影响研究——基于外部压力差异的视角 [J]. 财会通讯, 2022 (09) : 56-59+71.
- [16] 郭雳, 武鸿儒, 李胡兴. 注册制改革下招股说明书信息披露质量提升建议 [J]. 证券市场导报, 2023 (01) : 11-20.
- [17] 胡慧娟. 注册制改革下 IPO 企业关键审计事项披露研究——基于创业板实施首年数据 [J]. 财会月刊, 2022 (S1) : 13-17.
- [18] 胡志强, 王雅格. 审核问询、信息披露更新与 IPO 市场表现——科创板企业招股说明书的文本分析 [J]. 经济管理, 2021, 43 (04) : 155-172.
- [19] 赖黎, 蓝春丹, 秦明春. 市场化改革提升了定价效率吗? ——来自注册制的证据 [J]. 管理世界, 2022, 38 (04) : 172-184+199+185-190.
- [20] 鲁桂华. 从科创板看中国资本市场改革的路径选择 [J]. 财会月刊, 2019 (04) : 3-8+178.
- [21] 李维, 李海奇, 黄宇漩, 何恭政. CEO 职业关注与企业会计信息披露质量 [J]. 财经理论与实践, 2021, 42 (06) : 96-102.
- [22] 李秉祥, 祝珊, 张涛涛, 陶瑞. 控股股东股权质押与企业会计信息质量 [J]. 财会月刊, 2019 (22) : 77-84.
- [23] 齐宝鑫, 武亚军. 战略管理视角下利益相关者理论的回顾与发展前瞻 [J]. 工业技术经济, 2018, 37 (02) : 3-12.
- [24] 邱保印, 程博. “手中有粮心不慌” ——客户稳定性影响企业会计信息质量吗? [J]. 外国经济与管理, 2022, 44 (04) : 81-94.
- [25] 任海芝, 朱梦月, 张晗薇. 投资主体异质性对上市公司会计信息披露质量的影响 [J]. 辽宁工程技术大学学报 (社会科学版), 2022, 24 (06) : 401-409.
- [26] 宋顺林. IPO 市场化改革: 共识与分歧 [J]. 管理评论, 2021, 33 (06) : 270-279.
- [27] 沈伟, 沈平生. 注册制改革背景下中介机构勤勉尽责责任研究——“看门人”理论的中国版本和不足 [J]. 洛阳理工学院学报 (社会科学版), 2021, 36 (03) : 33-47.
- [28] 孙聪, 贾晓霞. 绿色企业会计信息披露质量内部影响因素的条件组态研究 [J].

- 财会月刊, 2021(12):91-100.
- [29] 汤小芳. 信息披露质量对资产价格波动的影响研究——基于会计稳健性视角的分析[J]. 价格理论与实践, 2020(09):115-118.
- [30] 田宇. 审计师行业专长、议价能力与企业会计信息披露质量[J]. 财会通讯, 2020(11):43-48.
- [31] 吴秀波. 科创板试点注册制改革的成效与挑战——写于科创板开市一周年之际[J]. 价格理论与实践, 2020(07):27-31+47.
- [32] 吴秀波. A 股市场全面推行注册制的机遇与挑战[J]. 国际融资, 2020(02):33-40.
- [33] 蔚思远. 关于提高上市公司会计信息披露质量的思考——基于公司治理、内部控制与内部审计的视角[J]. 财会学习, 2019(33):134+136.
- [34] 王嘉鑫, 汪芸倩, 张龙平. 利率管制松绑、企业会计信息披露质量与融资约束[J]. 经济管理, 2020, 42(04):139-157.
- [35] 王身余. 从“影响”、“参与”到“共同治理”——利益相关者理论发展的历史跨越及其启示[J]. 湘潭大学学报(哲学社会科学版), 2008, 32(06):28-35.
- [36] 王贞洁, 王竹泉. 基于供应商关系的营运资金管理——“锦上添花”抑或“雪中送炭”[J]. 南开管理评论, 2017, 20(02):32-44.
- [37] 王竹泉, 王贞洁, 李静. 经营风险与营运资金融资决策[J]. 会计研究, 2017(05):60-67+97.
- [38] 谢朝华, 刘玲杉. 中国科创板 IPO 定价效率及其比较研究[J]. 价格理论与实践, 2020(11):98-101+183.
- [39] 徐瑜璐. 论注册制下的证券市场治理权能转向[J]. 河北法学, 2020, 38(12):163-175.
- [40] 谢玉娟. 审计质量、关系型交易与会计信息披露质量[J]. 财会通讯, 2019(03):28-32.
- [41] 颜恩点, 王昕悦. 创业板注册制改革对股价波动性的影响研究[J]. 湖北经济学院学报, 2022, 20(01):59-78+127.
- [42] 于澜. 论政府与市场关系视阈下创业板注册制改革的制度构建[J]. 北方金

- 融, 2020(02):26-31.
- [43]杨凌云. 会计信息披露质量、资产担保价值与中小企业信贷融资[J]. 财会通讯, 2019(03):33-37.
- [44]叶小杰, 徐可. 科创板与创业板 IPO 信息披露差异研究——基于首批上市公司的比较分析[J]. 管理现代化, 2020, 40(04):7-10.
- [45]张恒, 曾生琴, 赵心梦. 我国股票发行制度全面注册制下中小投资者面临的风险及保护策略[J]. 财会研究, 2022(12):74-80.
- [46]张盼盼. 财务管理审核制下注册制改革对中小企业的发展[J]. 财会学习, 2021(15):43-44.
- [47]张宗新, 吴钊颖. 科创板基础性制度改革能否提升市场定价效率? [J]. 证券市场导报, 2021(04):33-46.
- [48]张蓓. 创业板注册制解读与思考[J]. 财会通讯, 2021(02):19-23+100.
- [49]张宗新, 滕俊樑. 注册制询价改革能否提高 IPO 定价效率? ——基于科创板试点注册制改革的研究视角[J]. 上海金融, 2020(08):24-30.
- [50]张月玲, 周娜. 内部控制、审计监督与会计信息披露质量[J]. 财会通讯, 2020(09):11-16.
- [51]朱鹏, 张亚澜. 科创板企业招股说明书的文本信息披露质量分析与评价[J]. 财会月刊, 2022(06):76-82.
- [52]曾泉, 牟颖, 杜兴强. 股票发行注册制改革与财务报告质量——基于盈余管理和会计稳健性的视角[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2022, 37(04):113-126.

后记

三年的研究生生活即将结束,回顾研究生生活,想说的最多的一个词就是感谢。

首先要感谢我的导师,在论文的题目选择和写作过程中,老师给予了很多修改意见,老师知识渊博、经验丰富,向老师请教论文的过程中老师很尊重我的想法,也会及时指出我存在的问题,耐心给予指导。老师三年来对我学习上的关心和引导,让我可以成为一名合格的硕士毕业生。在这里,也要感谢教导过我的每一位老师。

其次要感谢家人,感谢父母对我学业上的支持和理解,特别是妈妈一直以来的陪伴和鼓励;小姨和姨父对我学业上的指导和帮助。

最后,要感谢我的朋友们,遇见你们很幸运,谢谢你们在我遇到困难和压力的时候愿意鼓励我,支持我。

未来我会带着所有老师、家人和朋友们给予我的力量继续努力,在此祝福老师、家人、朋友们都能健康平安,万事顺意!