

## 注册制改革方向与政策效果研究：综述与展望

王玉

(湖南师范大学商学院，湖南省长沙市，410081)

**摘要：**注册制改革作为助力实体经济稳步发展的重要举措之一，对资本市场中的参与主体产生了一定的经济后果。本文首先对股票发行审核模式的演进历程进行回顾，并总结了全面注册制下配套的一揽子综合改革方案的重点方向；其次从理论出发综述了相关文献中关于政策效果以及制度完善方面的研究成果，构建基本的逻辑框架；最后结合已有研究成果中的不足和实践背景，提出未来展望。

**关键词：**注册制改革；资本市场；实体经济

**中图分类号：**F230

**文献标识码：**A

### 一、引言

“十四五”规划和2035年远景目标纲要中提出，要健全多层次资本市场体系，提高直接融资比例，特别是股权融资比重。全面推行股票发行注册制成为助力资本市场良性发展的重要环节。从2013年11月实施股票发行注册制改革，随后科创板、创业板改革试点相继推进，2023年2月1日，中国证监会就全面实行股票发行注册制主要配套规则公开征求意见，注册制正式在资本市场全面拉开帷幕。

将投融资舞台更多地交给市场，带动资源和要素自由流动，能否产生较好的市场反馈，最终能否实现金融供给侧结构性改革要求，增强金融服务实体经济能力，满足经济高质量发展和人民群众的需要？关于注册制改革的发展情况，一方面改革以来，创业板、科创板的融资效率大大提升，平均注册审批周期大幅缩减；但另一方面，市场上的投资者仍然热衷于追捧新股，缺乏理性的投资判断，新股破发依旧处于2014年以来的常态——破发是小概率事件。关于信息披露监管制度、退市标准、投资者保护等一揽子综合配套方案尚且存在诸多漏洞。因此，在新资本市场发展背景下，研究注册制改革的政策效果以及如何去进行制度完善具有非常重要的理论和现实意义。

自2023年2月17日起，全面实行注册制的一系列制度规则正式发布，学者们围绕新一轮股票发行制度改革对政策的执行效果和制度的完善路径展开了丰富的研究。有文献以信息不对称理论为基础，强调注册制改革信息披露制度对资本市场股价表现（区俏婷和林巧龙，2024；孔东民等，2024；彭涛等，2024；何熙琼等，2023）及公司治理（陈松等，2023；高利芳等，2023；宋顺林等，2024）的影响；也有文献利用竞争理论解释当市场准入放松后，在高质量信息披露要求的压制下，作为资本市场的守门人，审计市场集中度将会降低，将引起新一轮竞争热潮，产生替代效应或协同效应（易玄和吴蓉，2023；徐京平等，2023；周冬华和曾庆梅，2024）。

然而现有文献似乎多聚焦于拟上市或已上市企业层面，进行注册制改革下资本市场中参与主体的行为检验，而较少将研究对象拓展到投资者、中介机构、监管机构等其他重要的资本市场参与主体。作为一项推动股票市场搭建“有进有出，优胜劣汰”生态机制的重要举措，伴随着退市新规正式发布，更加科学严格的标准和高效的运转流程将迫使大量企业退出交易舞台，在如此剧烈变化的规则背景下，亟需对如下问题做出更全面的回答：退市新规会产生

怎样的经济后果？还存在哪些退市细则需要改进？在以信息披露为核心的上市审核要求中，如何对企业信息披露质量进行严格把关，既缩短上市审核注册的周期，又能缓解市场化下鱼龙混杂的现象？如何去强化投资者利益保护？针对上述这些问题，文章首先对股票发行审核模式的演进历程进行回顾，并总结了全面注册制下配套的一揽子综合改革方案。接着回顾相关文献中关于政策效果以及制度完善方面的理论成果，构建基本的研究框架。最后结合已有研究成果中的不足和实践背景，为后续研究提出展望。

本文的贡献之处在于：第一，注册制改革是当前全面深化资本市场改革承前启后的重要环节，是资本服务实体经济迈向的新台阶，因此，厘清全面注册制改革在实体经济发展及资本市场运转中扮演的角色特点，对于继续深入推进股票发行注册制改革，为金融市场注入创新活力，加大金融支持新兴产业和实体经济的力度，更快形成对外开放新局面具有重要的现实意义；第二，虽然从 2013 年推行股票发行注册制改革已过去约 10 年实践，学者们围绕这一重大决策实施开展了一系列理论和实证研究，但从梳理的成果来看，研究内容的深度和广度还可以进一步挖掘，做出更多实践性拓展。

## 二、中国股票发行制度改革历程与注册制改革的重点方向

### （一）中国股票发行制度改革历程

#### 1. 审批制

我国最早的股票发行于 1984 年，由上海飞乐音响公司发行了 50 万元股票。这一时期股票发行多以中国人民银行各地分行为主要审批机关或后期确认机关。1990 年上海证券交易所和深圳证券交易所相继成立，我国证券交易市场初步形成。

1992 年中国证监会设立，1993 年股票发行与交易管理暂行条例出台，我国正式进入行政主导的审批制时代。审批制是我国首个股票发行注册制度，审批制下用行政和计划的办法分配股票发行的额度和指标，由地方政府或者中央企业主管部门先对申请的企业做出初步遴选，再由证监会进行复审。审批制下，政府和主管部门需要确定发行资格的归属、股票发行的数量、价格和方式，但对发行人信息披露质量的要求不高，具有比较浓厚的计划经济色彩，审批制在我国资本市场建立之初发挥重要作用，但过于行政化的资源配置原则，使得企业更多时候承担着地方行政任务，难以满足投资者的需求，且很容易发生政府部门寻租行为，存在一些买卖发行额度的行为，不利于资本市场发展。

#### 2. 核准制

1999 年 7 月 1 日《证券法》正式实施，确立了更为市场化的核准制。2001 年我国开始实行通道制，该阶段具有主承销商资格的证券公司通过一定数目的通道来推荐企业上市，通道制改变了过去行政机制遴选和推荐发行人的做法，使得主承销商在一定程度上承担起股票发行风险，并且获得了遴选和推荐股票发行的权力。但通道制仍然有计划经济的影子，有限的通道数和过于平均化的分配方式难以真正解决有限的市场资源和庞大的上市需求之间的矛盾，不利于业务向深度和广度发展，且缺乏对主承销商的制度约束。

2004 年我国转而实行保荐制，加强了保荐机构在发行上市督导方面的责任和义务，保荐人制度的引入将上市企业的质量和保荐机构的利益相捆绑，保荐人需要专业科学地去评判申请企业的治理情况，以防损害机构的经济利益。

通道制和保荐制统称为核准制，核准制下发行人在申请发行股票时，不仅要充分公开企业的真实情况，而且需要满足有关法律和证券监管机构规定的必要条件：涉及到组织机构、

持续经营能力、财务报告治理，管理层行为品质等诸多方面。证券监管机构不仅对申报文件作出审查，还对发行人的财务状况经营能力、发展前景等进行实质性审查。与审批制相比，核准制下股票发行的透明度大幅提升，严格的筛选机制有利于提高上市公司的质量，进一步稳定市场秩序。但是核准制一定程度上制约了市场自身机制的运行发展。

### 3. 注册制

2019年7月22日，聚焦于服务硬科技企业的科创板开市，注册制改革试验正式落地。平稳运行一年后，创业板注册制首批18家企业在深交所上市，该板块聚焦于服务三创四新企业，从此注册制改革走出了承上启下的关键一步。2021年11月15日，服务专精特新企业的北交所开市并同步试点注册制。

注册制改革按照先增量后存量、先试点再推开、分板块一揽子实施路线，既保持了制度的连续性、稳定性，又为全面推行注册制积累了经验，至此资本市场股票发行制度开启新篇章。

## （二）中国股票发行注册制改革的重点方向

注册制坚持以信息披露为核心，精简优化发行上市条件；将新股定价权交给市场，让新股在市场中接受重重考验；明晰证券交易所和证监会的职责分工，提高审核注册效率和可预期性。

上市发行审核方面：包括各主体功能定位转换、交易所上市委咨询委的职能调整、发行信息披露、注册流程改革，等等。对于主板的注册制改革，重点关注再融资、重大资产重组领域的制度建设；发行与承销方面：重点关注可能的发行定价方式市场化改革、中介职能责任转换，等等；交易机制方面：涉及到涨跌幅、融资融券、停牌机制，等等。全面注册制背景下，重点关注其他板块的投资者适当性管理方式；发行监管方面：包括公司治理、股东减持、股权激励、退市机制等等。

## 三、政策效果

在前期的研究中，一些学者主要从实体经济发展和资本市场表现两个角度具体分析全面推行注册制改革的经济后果及作用机制，还有部分学者聚焦探究注册制下某项制度改革产生的政策效果。

### （一）实体经济发展

注册制下，制度环境的变化影响这风险投资收益（Lu et al., 2013; Block et al. 2014），资本市场源源不断的创新活力有利于拓宽融资渠道，促进产业转型升级，形成高质量生产力。以信息披露为核心的改革背景下，企业上市门槛降低，通过提高信息透明度和抑制财务风险能够有效缓解企业融资约束（莫国莉等，2023; Mann et al., 2007），相比于核准制，注册制改革通过加强投资市场竞争强度，加快企业获得融资的步伐（彭涛等，2024），公司获批后能更快完成发行，且新股定价效率越高、发行速度越快时，发行后的经营业绩和市场表现更好（沈红波等，2024），注册制改革对于企业融资的影响在初创科技型企业中将从首轮融资持续传导至后续轮次融资直至企业公开上市（彭涛等，2024），再次证实了资本市场对科技创新的金融支持功能(Yang et al. 2009)：通过拓宽创新资本形成渠道，产生创新激励效应；提升信息披露质量与传递效率来促进资源要素高效率流动；并不断优化投资者结构治理达到支撑产业稳步发展的效果（林春和文小鸥，2024）。但大量社会资金流入市场可能会使得融资企业出现过度投资行为，降低投资效率，加剧股价崩盘风险（孔东民等，2024）。

## （二）资本市场表现

股市是经济的晴雨表，股价则是上市公司的晴雨表 (Inderst, 和 Müller, 2004)。注册制改革深刻影响资本市场效率。信息披露配套制度可以有效抑制由供应链过度集中引发的 IPO 首日破发乏力 (王生年和张楠, 2024)，且特质性信息披露越多，新股发生破发的概率越低 (顾湘和刘昊, 2023)。创业板注册制改革中涨跌幅限制放宽，通过活跃市场交易和抑制股价操纵，来降低股价同步性 (孔东民等, 2024; 李宗燕和孙雅妮, 2024)，提升股价信息含量 (Baum et al., 2004)，并能够达到缓解股票价格扭曲效应 (王宇, 2023; Conti et al., 2013a; Conti et al., 2013b)，从而提高定价效率 (初可佳等, 2024)。改革背景下投资者“捧新”热情仍然高涨，短期会出现新股投机行为，推升股票短期估值 (Hong et al., 2020; Edwards 和 Todtenhaupt, 2020)，加剧 IPO 股票抑价，但长期会出现显著反转 (彭涛等, 2024; 李科等, 2023)，降低存量股票波动性和 IPO 抑价率 (区俏婷和林巧龙, 2024; Sonu, 2022)。还有学者研究发现债券市场全面深化注册制改革下，交易所审核文选会显著增加债券发行价差，影响债券发行成功率 (佟岩和李鑫, 2024)。

企业运营层面，注册制改革下，充足的资金流有助于企业创新和成长 (孔东民等, 2024; Tumasjan et al., 2021)；显著增强了 IPO 公司业绩的稳定性 (Bernstein et al., 2016; Nanda et al., 2013)，包括引导公司减少盈余管理行为 (Bottazzi et al., 2016)、促进提升信息披露质量 (林志伟和肖逸灵, 2024; 高利芳等, 2023) 以及降低 IPO 公司壳价值 (毛杰等, 2024)；同时高质量的信息披露要求提高了 IPO 企业上市前对审计市场质量的需求 (陈松等, 2023)，为了减轻上市前“排队”压力，证监会重启对 IPO 企业的现场检查和督导，研究成果显示，经历 IPO 现场检查的上市公司其会计信息质量更高、财务业绩更好 (Que et al., 2020)，违规行为更少，且股价崩盘风险更低 (宋顺林等, 2024)。

市场监管层面，注册制改革依托市场筛选优质企业，监管机构主要对上市资料进行审查，上市后的经营业绩和投资价值则有市场来决定。新《证券法》颁布后，第三方审计准入门槛放松，可以降低审计市场集中度，提高审计质量 (易玄和吴蓉, 2023; DeAngelo, 1981; Gunn 等, 2019)，一定条件下，注册制改革与内部控制审计在上市监管中将发挥协同效应，以应对上市前置与后置风险 (徐京平等, 2023)。改革中重启的 IPO 随机现场检查制度增强了审计师的风险感知和执业能力 (Chan 和 Wu, 2011; Causholli et al., 2012)，并且会产生审计质量的溢出效应，提高被联结企业上市成功率 (周冬华和曾庆梅, 2024)。

## （三）综合改革制度效果

注册制下证券纠纷特别代表人诉讼制度的落地实施起到提振投资者信心、切实保护投资者利益的效果 (王金凤等, 2023)，另一项跟投制度通过降低市场信息不对称程度和扩大投资者意见分歧可以明显降低 IPO 抑价率 (黄顺武和刘绍坤, 2023)。注册制新股发行定价改革能够提升优质创新企业 IPO 估值，增加高质量上市公司数量 (祝文达等, 2023)，配套的价格笼子交易制度既能改善交易流动性，也带来了价格发现效率降低的成本，按照股票特征实施差异化的交易规则能更好发挥其价格稳定的作用 (李松楠等, 2023)。

## 四、制度完善

针对注册制下一揽子综合改革方案，相关文献从整体综合制度架构设计开展研究，但更多的学者则从具体制度思考完善路径，主要包括上市发行审核、发行与承销、交易机制、持续监管四个领域。

徐明（2024）指出以“市场化”为理论基础的混合主义注册制是形式主义和实质主义的有效结合，兼顾效率与公平，并厘清了注册制下作为审核者的政府与市场、发行人、中介机构、投资者的四对关系。具体领域研究：上市发行审核方面，虽然实践中采用发行与上市一体化”的审核体制，但“发行审核”与“上市审核”仍应存在的不同内涵，两种方式下终止工作具有不同的行政可诉性（周学文和郑彧，2023）；有学者强调应对信息披露义务人概念内涵扩充解释，并进一步明晰责任认定（武鸿儒和郭雳，2024）；在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（郭雳等，2023）。持续监管方面，退市制度与破产重整管理中的职权配置：建议通过推进上市公司并购重组、强化公司治理能力、优化投资者关系管理等措施，推动多层次资本市场平衡发展，优化双向转板制度，健全中小投资者保护机制，从而降低退市风险（杨丰强等，2023；李东方，李耕坤，2023），还可以按照投资者投资水平进行细化分类，根据其专业度、市场地位和议价获取信息能力进行差异化的信息披露供给，从而减少市场摩擦成本（任泽宇，2023）；破产重整期间宜将公司重整中的管理职权加以区分，构建职权配置的基本模式（杨鹿君和丁鹃文，2023）。虚假陈述防范：以公私结合的回应性监管提倡引导监管对象自我规制以构建预防违法行为的内生机制，与注册制资本市场的虚假陈述监管有着天然的契合性，由证监会劝服引导、交易所自律监管、民刑责任威慑相配合实现提高公司透明度的效果。

## 五、未来展望

通过梳理全面注册制改革实施后相关的研究成果，发现缺乏对投资者、中介机构这些资本市场参与主体理念与行为的影响研究。还可以从健全信息披露标准，规范风险要点披露来完善制度，重点关注如何再融资、重大资产重组领域的制度建设进一步强化投资者保护，如何加大对虚假披露及欺诈发行赔偿等违法行为的打击力度。

## 参考文献

- [1] 易玄,吴蓉.市场准入放松、审计市场竞争强度与审计质量[J].审计研究,2023,(05):120-133.
- [2] 徐京平,张育瑄,樊越.公司透明度、内部控制审计与股价同步性[J].科研管理,2023,44(10):110-118.
- [3] 周冬华,曾庆梅.IPO 随机现场检查的审计质量溢出效应——基于审计联结的视角[J/OL].当代财经,1-12[2024-05-24]
- [4] 区俏婷,林巧龙.注册制改革与股票市场波动性——来自创业板的证据[J].证券市场导报,2024,(01):64-79.
- [5] 孔东民,季绵绵,刘晨等.注册制改革下我国上市公司结构与质量研究[J/OL].证券市场导报,1-15[2024-03-18]
- [6] 彭涛,朱冠平,王俊等.股票发行制度与初创科技型企业估值:基于准自然实验的证据[J/OL].南开管理评论,1-23[2024-03-18].
- [7] 何熙琼,顾湘,刘昊.注册制背景下风险信息披露对新股破发的影响研究[J].南开管理评论,2023,26(03):86-100.
- [8] 陈松,张科,王红建.科创板 IPO、企业审计师选择与首发抑价[J].审计研究,2023,(05):107-119.
- [9] 高利芳,林梦春,翟胜宝.可视化年报与会计信息质量：“表里如一”还是“表里不一”?[J].会计研究,2023,(06):31-46.

- [10] 宋顺林,刘翔宇,李继峰,等.IPO 现场检查与新股质量提升[J].管理世界,2024,40(02):212-231.
- [11] 沈红波,李逸君,尹健茹.注册制改革如何提升上市公司融资效率[J].社会科学,2024,(02):135-146.DOI:10.13644/j.cnki.cn31-1112.2024.02.012.
- [12] 莫国莉,刘振伟,张卫国等.注册制改革缓解中小企业融资约束了吗?——来自改革试点准自然实验的证据[J].南方金融,2023,(05):55-69.
- [13] 彭涛,李志刚,王俊等.注册制改革的溢出效应——基于初创科技型企业融资的证据[J].国际金融研究,2024,(02):85-96.DOI:10.16475/j.cnki.1006-1029.2024.02.004.
- [14] 林春,文小鸥.资本市场赋能新质生产力形成:理论逻辑、现实问题与升级路径[J].深圳大学学报(人文社会科学版),2024,41(02):66-75.
- [15] 王生年,张楠.注册制改革、供应链关系与 IPO 定价效率 [J/OL].当代财经,1-15[2024-05-24].<https://doi.org/10.13676/j.cnki.cn36-1030/f.20240408.002>.
- [16] 顾湘,刘昊.注册制背景下风险信息披露对新股破发的影响研究[J].南开管理评论,2023,26(03):86-100.
- [17] 王宇.股市涨停限制的价格扭曲效应研究[J].金融监管研究,2023,(12):62-81.DOI:10.13490/j.cnki.frr.2023.12.004.
- [18] 初可佳,薛田雨,谢观霞.注册制改革对创业板 IPO 定价效率的影响[J/OL].金融经济学研究,1-17[2024-05-24].<http://kns.cnki.net/kcms/detail/44.1696.F.20240326.1342.002.html>.
- [19] 区俏婷,林巧龙.注册制改革与股票市场波动性——来自创业板的证据[J].证券市场导报,2024,(01):64-79.
- [20] 李宗燕,孙雅妮.注册制改革与股价崩盘风险[J/OL].海南大学学报(人文社会科学版),1-11[2024-03-18].<https://doi.org/10.15886/j.cnki.hnus.202304.0440>.
- [21] 李科,林雅嘉,祁宝.股票发行注册制改革、投资者情绪和 IPO 抑价 [J].当代财经,2023,(10):58-71.DOI:10.13676/j.cnki.cn36-1030/f.20230915.004.
- [22] 毛杰,吴含秋,许宇鹏.注册制改革对 IPO 公司“业绩变脸”的影响:一个准自然实验[J/OL].外国经济与管理,1-15[2024-03-18].<https://doi.org/10.16538/j.cnki.fem.20240120.202>.
- [23] 林志伟,肖逸灵.注册制与会计稳健性——基于注册制试点的经验证据[J/OL].证券市场导报,1-11[2024-03-18].<http://kns.cnki.net/kcms/detail/44.1343.F.20240131.0856.002.html>.
- [24] 宋顺林,刘翔宇,李继峰,等.IPO 现场检查与新股质量提升[J].管理世界,2024,40(02):212-231.DOI:10.19744/j.cnki.11-1235/f.2024.0022.
- [25] 易玄,吴蓉.市场准入放松、审计市场竞争强度与审计质量[J].审计研究,2023,(05):120-133.
- [26] 徐京平,张育瑄,樊越.公司透明度、内部控制审计与股价同步性[J].科研管理,2023,44(10):110-118.DOI:10.19571/j.cnki.1000-2995.2023.10.012.
- [27] 周冬华,曾庆梅.IPO 随机现场检查的审计质量溢出效应——基于审计联结的视角[J/OL].当代财经,1-12[2024-05-24].<https://doi.org/10.13676/j.cnki.cn36-1030/f.20240412.001>.
- [28] 佟岩,李鑫.公司债券发行上市审核与发行定价——基于证券交易所审核反馈意见函的文本分析[J].管理世界,2024,40(01):180-201.DOI:10.19744/j.cnki.11-1235/f.2024.0006.
- [29] 王金凤,祝冉,杨金凤.特别代表人诉讼制度落地实施能提升投资者保护有效性吗——基于康美药业特别代表人诉讼案的事件研究[J].会计研究,2023,(04):118-131.

- [30] 黄顺武,刘绍坤.跟投制度提高新股定价效率了吗[J].金融监管研究,2023,(02):42-60.DOI:10.13490/j.cnki.frr.2023.02.003.
- [31] 李松楠,刘玉珍,胡聪慧.价格笼子、流动性与价格发现效率——基于创业板注册制改革的证据[J].管理世界,2023,39(03):49-62.DOI:10.19744/j.cnki.11-1235/f.2023.0042.
- [32] 祝文达,胡洁,董银红.注册制新股发行定价改革与 IPO 质量——基于技术创新的视角[J].管理评论,2023,35(02):70-78.DOI:10.14120/j.cnki.cn11-5057/f.2023.02.026.
- [33] 武鸿儒,郭雳.证券信息披露义务人的范围与法律责任承担[J/OL].证券市场导报,1-9[2024-03-18].<http://kns.cnki.net/kcms/detail/44.1343.F.20240125.1012.002.html>.
- [34] 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.
- [35] 周学文,郑彧.“全面注册制”下交易所发行上市审核权限的行政法审视[J].中国法律评论,2023,(05):20-33.
- [36] 杨丰强,刘雨薇,张莉莹.全面注册制下 A 股退市格局、风险评估与防范对策[J].经济纵横,2023,(10):98-107.DOI:10.16528/j.cnki.22-1054/f.202310098.
- [37] 杨鹿君,丁鵠文.上市公司破产重整自行管理中职权配置的实践困境与优化建议[J].证券市场导报,2023,(10):39-51.
- [38] 李东方,李耕坤.全面注册制背景下股票发行制度的完善与风险防范[J].新疆师范大学学报(哲学社会科学版),2023,44(06):59-69.DOI:10.14100/j.cnki.65-1039/g4.20230410.001.
- [39] 朱翘楚.回应性监管视域下虚假陈述的自我规制路径建构[J].北方法学,2023,17(02):62-77.DOI:10.13893/j.cnki.bffx.2023.02.006.
- [40] 任泽宇.美国证券发行中的监管权力分配与演进——兼论我国证券注册发行监管的制度优化[J].中国政法大学学报,2023,(02):208-224.
- [41] DeAngelo L E.1981.Auditor Size and Audit Quality[J].Journal of Accounting and Economics,3(3):183-199
- [42] Chan K.H.,Wu D.2011.Aggregate Quasi Rents and Auditor Independence:Evidence from Audit Firm Mergers in China[J].Contemporary Accounting Research,28(1):175-213.
- [43] Causholli M,Knechel W R,2012.An Examination of the Credence Attributes of An Audit[J].Accounting Horizons,26(4):631-656.
- [44] Gunn J L,Kawada B S,Michas P N,2019.Audit Market Concentration,Audit Fees, and Audit Quality:A Cross-country Analysis of Complex Audit Clients[J].Journal of Accounting and Public Policy,38(6):106693.1-106693.21.
- [45] Edwards, A., Todtenhaupt, M.. Capital Gains Taxation and Funding for Start-ups. Journal of Financial Economics, 2020,138( 2): 549-571.
- [46] Hong, S. T, Serfes, K., Thiele, V.. Competition in the Venture Capital Market and the Success of Start-up Companies: Theory and Evidence, 2020, (4):741-791.
- [47] Inderst, R., Müller, H. M.. The Effect of Capital Market Characteristics on the Value of Start-up Firms. Journal of Financial Economics, 2004, 72(2):319-356.
- [48] Tumasjan, A., Braun, R., Stolz, B.. Twitter Sentiment as a Weak Signal in Venture Capital Financing. Journal of Business Venturing, 2021, 36:106062.

- [49] Yang, Y., Narayanan, V. K., Zahra, S.. Developing the Selection and Valuation Capabilities through Learning: The Case of Corporate Venture Capital. *Journal of Business Venturing*, 2009, 24(3):261-273.
- [50] Baum, J. A. C., Silverman, B. S.. Picking Winners or Building Them? Alliance, Intellectual, and Human Capital as Selection Criteria in Venture Financing and Performance of Biotechnology Startups. *Journal of Business Venturing*, 2004, 19(3):411-436.
- [51] Conti, A., Thursby, J., Thursby, M.. Patents as Signals for Startup Financing. *The Journal of Industrial Economics*, 2013, 61(3):592-622.
- [52] Conti, A., Thursby, M., Rothaermel, F. T.. Show me the Right Stuff: Signals for High-tech Startups. *Journal of Economics & Management Strategy*, 2013, 22(2): 341-364.
- [53] Mann, R. J., Sager, T. W.. Patents, Venture Capital, and Software Start-ups. *Research Policy*, 2007, 36(2):193-208.
- [54] Lu, H. T., Tan, Y., Huang, H.. Why do Venture Capital Firms Exist: An Institution-based Rent-seeking Perspective and Chinese Evidence. *Asia Pacific Journal of Management*, 2013, 30:921-936.
- [55] Que, J. J., Zhang, X. Y.. The Role of Foreign and Domestic Venture Capital in Innovation: Evidence from China. *Accounting & Finance*, 2020, 60: 1077-1110.
- [56] Bernstein, S., Giroud, X., Townsend, R. R.. The Impact of Venture Capital Monitoring. *Journal of Finance*, 2016, 71(4): 1591-1621.
- [57] Bottazzi, L., Da Rin, M., Hellmann, F.. The Importance of Trust for Investment: evidence from Venture Capital. *The Review of Financial Studies* , 2016, (29) 9: 2283-2318.
- [58] Nanda, R., Rhodes-Kropf, M.. Investment Cycles and Startup Innovation. *Journal of Financial Economics*, 2013, 110(2):403-418.
- [59] Block, J. H., Vriesc, G. D., Schumann, J. H., Sandner, P.. Trademarks and Venture Capital Valuation. *Journal of Business Venturing*, 2014, 29(4): 525-542.
- [60] Sonu C H.Information quality and IPO underpricing:the role of underwriter pricing and allocation powers[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*.2022.75.101853

## **Research on the Direction and Policy Effects of the Registration System Reform: Review and Outlook**

Wang Yu

(School of Business, Hunan Normal University, Changsha, Hunan Province, 410081)

**Abstract:** As one of the significant measures to support the steady development of the real economy, the registration-based reform has brought certain economic consequences to the participants in the capital market. This paper first reviews the evolution of the stock issuance review model and summarizes the key directions of the comprehensive reform package under the full registration-based system. Then, it reviews the research results in the literature on policy effects and institutional improvements from a theoretical perspective and constructs a basic logical framework. Finally, based on the deficiencies in existing research and the practical background, it presents future prospects.

**Keywords:** Registration-based reform; Capital market; Real economy