



注册制下美国信息披露的制度设计与我国资本市场的信息披露路径优化

陈华敏

摘要：信息披露是注册制的核心，从核准制向注册制转变过程中，探索优化中国特色的信息披露监管路径，具有重要现实意义。通过考察注册制下美国资本市场信息披露监管的核心特征，可以发现，有效的信息披露监管体系具有合理的体系、简明的形式和明确的主体，针对中小企业和高风险企业，有一定的监管差异性和策略的灵活度。在此分析的基础上，就优化我国资本市场全面注册制下信息披露制度的可能路径进行必要的分析与讨论。

关键词：注册制 美国资本市场 核心特征 优化路径

现有研究认为，一个国家证券市场的发达程度在很大程度上可以用信息披露的完善程度来衡量。根据 Carol et al. (2006) 对世界证券交易所联合会 (WFE) 50 个成员证券交易所的研究，披露系统的强度与市场发展正相关，在较大的活跃市场中，投资者更愿意参与其中，资本的形成也会加强。全面实行股票发行注册制，将更加重视发行注册中的信息披露质量及其对发行定价的作用。我国新《中华人民共和国证券法》也设定专门章节规范信息披露。在我国新一轮资本市场改革发展中，尤其是全面注册制的实施背景下，如何结合国情，分析借鉴美国市场信息披露体系的有效经验，以利于未来信息披露制度的优化设计，是本文分析的主要内容。

一、注册制下美国资本市场信息披露监管的核心特征

美国证券发行制度是以信息披露为中心的“注册制”，规范有效的信息披露体系是它推行注册制的重要基石。美国《1933 年证券法》规定，发行人只要全面真实披露自身情况，就可以进行证券的公开发售，投资者根据披露信息自行进行决策。结合美国市场在 21 世纪以来对信息披露制度的改进和采取的措施，可以将其归纳为以下核心特征。

（一）统一的信息披露规范和监管机构，披露内容明确

美国市场的信息披露监管由美国证券交易委员会 (SEC) 负责，相关规范分两

陈华敏，深圳证券交易所研究所执行经理。本文观点仅反映作者个人的学术思考，不代表所在机构观点，与所在机构无关。



个层次：第一层次是国会颁布的法律，包括《1933年证券法》《1934年证券交易法》等；第二层次是SEC制定的证券市场信息披露规则或规定，主要有S-K、S-X、FRRS、FRP、首会办会计公告和其他相关的规定和表格。SEC规定公司的信息披露差异及豁免规定。纽约证券交易所与纳斯达克交易所对公司上市和存续期间的披露要求不超出SEC规定范围。例如，纳斯达克要求，每个纳斯达克全球市场上市发行人依据联邦证券法律、规则与管制，提交SEC要求的招股说明书或与发行证券相关的其他发行文件。

美国市场披露内容的重点具体明确，重视财务披露。以年报披露为例，包括：经营业务、风险因素、仍未解决的证券交易委员会有关企业定期报告的意见、财产情况、法律诉讼、提交给证券持有者进行表决的事项、注册人的普通股的市场情况、相关股东情况和发行人权益证券发行情况、财务数据摘要、管理层有关财务状况和经营成果的讨论和分析、市场风险的定量和定性披露、财务报表附注、注册会计师的更换及与其在会计政策与财务披露方面的分歧、控制和程序、董事执行官和公司治理、管理人员薪酬、股东与管理层持有证券情况及相关股东事项、关联方关系、关联方交易及董事的独立性、主要会计费用和会计服务等方面。

（二）监管目的、审阅要求和责任主体清晰

SEC监管目的明确，通过全面披露实

现投资者保护。它对披露文件的审阅主要关注三方面：①是否符合法定规则；②是否遵循美国会计准则要求；③是否存在虚假陈述或对投资者的误导性披露。对于这三方面以外的信息，允许公司自行决定是否披露。美国的审阅要求非常明晰。例如SEC认为，发行人将收入下降归因于费用的增加是不充分的。它要求完整的披露(Full Disclosure)，必须精确披露是哪些费用上升和上升原因。发行人还应当解释这样的成本上升合理预期是否还会继续？如果是，那么过去的绩效表现是否还是对未来的一个合理指导。此外，法规中明确规定公司财务报告责任主体和核证责任，首席执行官和首席财务官必须对此负责。

（三）重视对发行人定期披露的事后审阅

萨班斯法案出台之前，SEC公司金融部对发行人的定期披露进行不定期审阅，但萨班斯法案认为力度与效力不足，财务披露质量仍不够高。因此，增加了法律要求。其第408条要求SEC必须至少每三年一次系统审阅发行人的定期披露，包括审阅发行人财务报表。相关发行人范围包括：依据《1934年证券交易法》第13(a)条进行报告（包括以10-K表形式报备的报告），并拥有在全国性证券交易所上市或在全国性证券协会自动报价设施上交易证券的发行人。

按这一规定，公司金融部需要进行审阅的文件主要包括：符合其非公开的筛选条件和408条要求的公司文件、IPO招股



说明书、其他招股登记表、公司年报、股东委托书、8-K 表中的项目 4.01 和项目 4.02。除这些文件，SEC 职员的审阅范围还包括其他相关的文件（如 10-Q 等）、公司网站、公共媒体网站、公司与投资者会议的文字稿和其他信息。其审阅意见也与披露有关，包括：要求提供进一步的信息、在未来的文件中提供进一步或者不同的披露、修改文件中的财务报表或者披露、审阅完成函等。

（四）监管策略有灵活性，对中小企业实施差异化定制披露，并对高风险企业实施差异化监管

美国市场在采用统一的披露监管规则的基础上，采用了较为灵活的监管策略。既可以避免频繁地更改披露规则体系，又可以针对实际情况，快速进行监管调整。主要包括中小企业差异化定制披露（Scaled Disclosure）和高风险企业差异化监管两个方面，并且这种差异化的策略范围正在扩展。

为促进中小企业登陆资本市场，SEC 从 1979 年开始就尝试进行中小企业差异化定制披露。2007 年，将较小报告公司的定制披露从 S-B 规则下的定制化披露项目移入 S-K 和 S-X 规则，并从 2008 年起允许其逐项选择使用，这一做法渐趋成熟。2012 年实施的乔布斯法案又进一步提出：新兴成长公司可以免除或变更某些在财务状况、内控、高管薪酬等方面的 S-K 规则的披露要求。可以看出，为方便企业融资，促进市场复苏，美国不断扩大对中小企业、

新上市企业等的定制披露范围。值得注意的是，差异化定制披露虽然通常是简化通用标准，包括缩短披露的时间区间要求或减少、豁免某类披露，但不会删减对投资者保护重要的信息，甚至还会有额外要求。对某些已简化要求的内容，在特定情况下仍需要遵循通用标准。

在上述 SEC 的事后审阅采取差异化监管策略，偏重于对高风险企业的审阅。在审阅对象的选取中考虑如下因素：①已签发财务结果重大重述的发行人；②与其他发行人相比，其股价出现重大变动的发行人；③拥有最大市值的发行人；④市盈率存在差异的新兴公司；⑤其经营对经济的重要部门产生重大影响的发行人；⑥证券交易委员会认为相关的任何其他因素。对高风险企业，SEC 可能采用增加审阅次数的方式，并不局限于三年一审阅。

（五）披露形式简明易懂，突出重要信息

美国市场重视披露文件的可理解性对投资者保护的作用。SEC 认为，投资者需要在联邦证券法律的保护下阅读和理解披露文件，发行人必须以一种易于理解的方式来写作和披露，以突出重要信息。因此，它非常重视披露形式的简明易懂，从 1998 年开始，持续发布简明英语（Plain English）规则和相关指南，除了对招股说明书等进行强制规定以外，鼓励公司自觉运用于其他披露文件中。萨班斯法案中，对“发行人的实时披露”，要求发行人应以简明英语快速、及时地向公众披露与其财



务状况或运营重大变化有关的、SEC 通过规则确定对保护投资者和维护公共利益确属必要或有用的附加信息，该信息可能包括趋势、定性信息和图表说明。

（六）持续审阅修订规则，强调把相关研究作为修改依据

美国的 SEC 根据实际情况对披露规则进行不定期的审阅和修改，以删除不合时宜的要求，增补新的要求，保证规则适用性。它在审阅修订中，重视修订的科学性，修订的内容通常都有相关研究作为修改依据。萨班斯、乔布斯等法案，都要求 SEC 对部分规则提交研究报告。SEC 在修订内部规则之前，通常也会发放问卷或委托相关机构研究，发布相关研究报告。规则的主要修订草案会征询主要市场人士或专业人士意见，或公开征询意见。在规则出台或修订的同时，通常也会发布“Q&A”，对修订背景、常见问题、易困惑问题、规则衔接问题等进行解答，利于规则的推行。例如：萨班斯法案要求 SEC 提交《对特殊目的实体的研究与报告》；乔布斯法案要求 SEC 提交对 S-K 规则的审阅报告。在对投资者公平基金等项目要求、对信用评级机构的研究与报告、与违法者和违法行为有关的研究与报告中，也有类似要求。

（七）鼓励运用官方网站及社交媒体，但没有硬性要求

SEC 除了采用 EDGAR 系统发布公司归档文件外，还关注到互联网和电子交流渠道在现代化披露体系和提高交易市场的透明度、流动性和效率中的重要作用，认

为它们能不断增加获取公司信息的渠道，是改进综合披露计划、市场有效性、投资者保护中的重要组成部分。2008 年以来，SEC 先后发布了《关于使用公司网站的指南》等文件，引导公司使用电子渠道改进披露，但没有进行强制要求。各交易所也对电子渠道的运用有一些规定，如纳斯达克交易所要求：当公司的组成部分单独在纳斯达克上市时，公司也应尽信息披露责任；披露应当在公司网站上公示，当公司没有设立网站时，则应将年度报告提供给上市单位的持股股东。

二、注册制下美国资本市场信息披露监管的制度设计

美国注册制下的信息披露要求虽仍在不断改进与发展过程中，但经过几十年运作，已较为成熟。在制度设计上有以下主要经验可供借鉴。

（一）重视信息披露体系的有效性，从规则、内容和机构方面避免重复监管

美国披露的要求不局限于披露内容本身，不但重视披露形式、披露渠道等多方面对披露质量的影响，还重视整个体系的完备性。尤其是萨班斯法案出台后，建立了一套涉及披露内容、防范利益冲突、增加高管与主要股东关联交易披露、内控评价、高管道德、审计委员会财务专家披露、监管机构对发行人定期披露审阅的多方位监管系统。尤其是强调事后审阅，对市场起了巨大威慑力。在具体规则设计，有几方面要点。一是避免规则的重叠。美国市



场由 SEC 统一制定披露规则。二是避免规则内容的重叠。由统一的 S-K、S-X 规则对披露内容进行规范，比较成熟的条款统一归并到这两个规则中，形成一个系统有效的信息披露规则体系。三是避免监管机构的重叠。在信息披露方面主要遵循 SEC 的规则要求，由于美国的交易所是公司制，交易所会进行细化，但通常不再提出单独披露要求。

（二）监管与审阅内容明确具体，可操作性强

美国市场披露规则的内容有两个特点。第一，内容明确具体。如上述美国年报中要求的 14 个大项 18 个细项内容，具体清晰。其中，强调财务披露，围绕摘要、附注、会计师更换与分歧、收费等提出具体财务披露要求。第二，审阅内容明确。只要合规且能避免误导投资者，其余由企业自行决定，投资者导向的披露目的明确。如阿里巴巴的招股说明书中，投资者能明确看出其上市包含雅虎股票回购、公司大股东压力、电商同行竞争压力等原因。此外，SEC 还对披露形式、披露渠道等方面发布相关指南，引导企业提高信息披露的质量，改进与投资者的交流。

（三）问责主体明确，有助于建立来自企业内外的多方监督机制

美国市场信息披露的问责主体是 CEO、CFO，即使是聘请中介机构牵头撰写的信息披露文件，责任主体仍然是发行人和董事，如招股说明书。问责主体明确，便于构筑企业内、外部的监督体系。近年

来，美国股东、董事会、内审委员会、内部员工、会计师事务所、做空机构、对冲基金、证券分析机构等都有发现公司舞弊行为的案例，企业内外已形成多方监督机制。例如：纳斯达克上市公司 Cronos Group Inc. 在多个报告期内，在前首席商务官威廉·希尔森协助和教唆下，不当核算数百万美元的收入，并且存在其他会计不当行为。Cronos 公司在发现这些会计错误后，迅速向 SEC 报告。SEC 认为该公司虽然违反了证券法的反欺诈和内部控制规定，但公司由于迅速主动报告其发现的会计不当行为，并配合调查，并快速采取有效的补救措施，可以不予处罚。但希尔森个人暂停三年董事等资格，并向监管机构支付罚金。

（四）监管制度的灵活性较强，强调规则调整的科学性和适用性

在有统一监管规则的基础上，为适应不同时期市场融资的差异性，SEC 利用灵活的豁免或监管制度，可以对适用企业进行调整。如上文所述的中小企业差异化定制披露调整以及对一些大型、高风险、异常公司，安排或加大进行审查的力度。这在避免对规则进行频繁修改的同时，使监管更具灵活性、针对性与差异性。此外，SEC 对披露规则及适用范围等进行持续的审阅和修订，也是信息披露体系能有效运行的保证。它既能避免规则中的重复，也能及时增补和调整监管中的重点所在，并能有效调整监管策略。在这一过程中，监管机构非常重视相关的专门研究，强调规



则调整的科学性和适用性，从而有助于修订后规则的顺利推行。

三、以信息披露豁免监管为例看美国信息披露制度的设计

以上述的豁免监管设计为例，可以看出美国信息披露监管制度设计中的系统性、可操作性和一定的公司自主性，具体如下。

（一）美国信息披露豁免有明确的法律依据，有助于简略部分监管程序

美国上市公司对商业秘密豁免问题，必须依照三个明确的法律依据：《1933年证券法》第406条、《1934年证券交易法》第24b-2款和《信息自由法》第83条。其中，第83条规定了在其他规则没有规定的情况下，对信息披露豁免的要求，包括指明有九类信息可以申请保密处理：为国防或外交利益而适当列为机密的文件政策；仅与内部人事规则和惯例有关；其他法规特别豁免；从个人获得的商业秘密、特权、机密的商业或财务信息；特许机构间或机构内部的备忘录或信函；如果公开将明显侵犯个人隐私的人事、医疗或类似文件；为执法目的而编制的文件，如果公布，合理预期会有不良后果^①；包含在SEC监管或监督的金融机构的检查、运营或状况报告中的信息或相关信息；包含有关气井或油井的豁免信息的文件。能否

进行保密处理，最终由法院决定。如果对保密信息认定存在争议，SEC会建议公司向美国最高法院求助，获取有效论据支持。

由于有明确的法规，近年，美国取消了对上市公司重要合同的保密处理申请的要求。2019年3月SEC通过了S-K条例修正案，规定如果公司在S-K条例第601(b)(10)项下的重要合同的相关信息不重要，且公开将对竞争有害，可以不提交保密处理申请。这些公司可以直接提交删略后的重要合同，但应进行必要的标注，明确注册人确定提交的证明材料中删减了哪些信息。

（二）申请保密处理的必须是对投资者不重要的信息，不允许对招股说明书进行保密处理，披露的核心在于信息产生的效益

虽然法律规定可以豁免一些商业秘密，但当公司提交注册声明时，实质上已同意公开S-K和S-X条例要求的信息，不能通过声称保密来规避这些要求。美国能进行保密处理的信息必须满足两个条件：对投资者不重要的信息；披露该信息会带来竞争上的危害。SEC认为不可以对重要信息进行保密处理，包括招股说明书的内容，因为它披露的都是对投资者重要的信息，如果公司认为有太多内容不适合公开，可以不成为公众公司。

^① 包括：干扰执法程序、剥夺一个人获得公平审判或公正裁决的权利、构成对个人隐私的无理侵犯、披露机密来源的身份、会披露调查或起诉的技术程序或准则、可能会危及个人的生命或人身安全等，具备其中之一即可。



（三）SEC 明确可以豁免和不可以豁免的情形，具有可操作性

总结既往获得 SEC 批准的和现有被 SEC 认可的豁免信息看，包括：定价条款；技术规格；付款条款；关于商业战略或研究、开发和商业化努力的时间安排的敏感信息；尚未公开的知识产权的详细信息，如已提交但未发布的专利；网络安全程序的细节；客户数据库等。但不是所有商业秘密都可以豁免。SEC 认为，私人公司把一些财务信息和关联方交易视为秘密，但是，上市公司必须披露。以下信息不允许保密，包括：销售收入占比 10% 或以上客户的身份；5% 或以上股东的身份；确定积压订单的金额；持有的所有专利、商标、许可证和特许权的期限和效力；关联方交易；高管薪酬。除特殊情况外，重大信贷协议中的利息费用和其他类似条款、“管理层讨论与分析”中涉及财务状况分析时有必要披露的经营成果等信息也不能进行保密处理。

（四）只能对部分单词和短语进行保密处理，保密处理有严格的程序与时间限制

美国公司只能对部分文件内容进行处理，能删改的内容通常限制为单词和短语，而不能是整个文件。保密范围不得过于宽泛，仅涵盖那些确需保密、并有法规支持的词语和短语。公司要提供根据其判断，发布这些信息将导致竞争性伤害的理由。保密处理有期限要求，通常不超过十年。但可以在到期前提交延期申请。在申请保密处理时，必须包括：对信息保密

的理由的声明，包括法律规定；要求保密的具体期限和该期限的理由。还应向 SEC 提供这些协议未经编辑的原始副本，这些副本不可以公开披露，但便于监管机构审核。在完成审查后，将应公司的要求归还或销毁这些材料。实务中，如公司已有意或无意地公开了信息，则这部分信息的保密处理申请或处理无效。

四、未来优化我国全面注册制下信息披露制度的可能路径

立足于注册制三原则，我国对美国资本市场信息披露制度不可一味照搬。借鉴其实施经验，结合我国国情，体现中国特色，优化我国注册制下的信息披露制度，就其可能路径来说，可以考虑以下方式。

（一）整合现有规则，减少法规重复与不一致性，突出披露内容的重点性

第一，可以考虑整合一套统一的信息披露规则，例如将股权激励、并购重组等的披露要求也列入统一的披露规则中，减少规则的重复与重叠。第二，对不同法规，同一业务如果定义不尽相同，应进行统一规范，在具体实施过程中，可以借鉴其规则设定要件，提高可操作性。第三，可以突出披露内容的重点性。对招股说明书、定期报告等重要披露文件的项目，突出披露重点。在强制性披露内容方面，减少企业自由发挥的空间，避免泛泛而谈。

（二）加强中小企业差异化定制披露的可行性研究

中小企业由于其成长及业务特点，在



披露内容上有所区别于大企业。从美国经验看，对中小企业的股权、单一业务的持续性等加强披露，但对它们多数并不复杂的项目，如股权激励、公司治理、市场风险等进行一些简化披露，既能加强监管针对性，又能减轻中小企业的披露成本。我国目前中小企业披露虽然规则略有差异，但在披露方面的操作差异总体不大。针对资本市场上市和拟上市公司的特点，可以结合现有披露监管数据和监管经验，加强对中小企业差异化定制披露的可行性研究。

（三）从“豁免”和“延迟实施”等角度，探讨监管审核差异化的可行性

美国注册制下监管制度的差异化，较少体现在规则上的差异化，而是对监管的力度差异化。即在明确公司责任的前提下，监管层可以根据公司的特点，对不同公司选用不同审阅力度。我国目前监管制度的差异化，较多地体现为规则的差异化，而在监管力度上的差异较少。可以在继续总结现有对高风险公司进行分类的经验基础和强化公司自身问责的前提下，探讨监管审核差异化的可行性，提高监管的灵活性与针对性。差异化监管制度目前可以包括“豁免”与“延迟实施”两个角度。乔布斯法案中差异化的监管制度，除了“豁免”之外，还有“延迟实施”。而尺度除了横向从小企业扩大到将达大型加速申报公司外，还可以纵向从上市时间角度，即对新上市公司延迟实施一些披露要求，这对目前我国新上市公司众多的现实情况，有积

极借鉴意义。

（四）强化事后审查和信息披露配套制度的有效性

美国市场推进信息披露建设的一个重要手段是加大事后审查，特别是针对“高风险”事项和企业的审查与问责，例如：股价明显异动；操纵并购重组、股权激励事项；重大会计差错或异常会计估计变更；财务报表附注与操作不一；内控报告不符实际；管理层讨论与分析内容空泛等。另一个手段是加强信息披露责任主体等信息披露配套制度的落实。以董秘为例，在美国等多数境外市场，董秘是公司秘书，是一个专业职业，并不一定是公司高管，对信息披露业务专业化程度较高，能避免少数董秘作为高管，更热心于完成资本运作、股权激励、并购重组、投资等运作，信息披露专业化不足，不利于提高企业信息披露质量等现象。在注册制下，可以考虑加大信息披露的事后审查力度、加强问责，探讨提高信息披露的专业性等。

（五）加强科技监管，关注 AI 智能、文本挖掘等技术在信息披露监管中的运用

信息披露是证券监管的重要抓手，境外市场 XBRL 数据分析和文本挖掘方法等技术的运用和 AI 智能的使用，能提高财务报告可比性、降低投资者信息处理成本，帮助企业削减资本成本、提高分析师预测效率等，对加强信息披露分析和违规行为查处都取得了积极效果。2018 年 8 月，美国注册会计师协会（AICPA）调查结果显示，自 2014 年以来，小型企业 XBRL 格式的



报告成本下降了 45%。结合全球数字化监管和我国数字化交易所建设的趋势,提升科技监管手段,充分开发和运用 XBRL 数据和文本挖掘技术,关注 AI 智能等手段

在信息披露监管中的作用,加强敏感信息的监管,既有助于发掘有用监管信息,也有助于及时发现违规行为。[N](#)

学术编辑: 卢超群

参考文献

- [1] 陈华敏,等.上市公司信息披露——发展实践与制度建设[M].北京:中国财政经济出版社,2022.
- [2] 郭雳.注册制下我国上市公司信息披露制度的重构与完善[J].商业经济与管理,2020(09):92-101.
- [3] 郭文旭.我国 IPO 注册制的法律构建——以美国 IPO 注册制为鉴[J].北京政法职业学院学报,2020(02):85-91.
- [4] 路易斯·罗思,乔尔·塞里格曼.美国证券监管法基础[M].张路,等译.北京:法律出版社,2008.
- [5] 乔尔·塞里格曼.华尔街的变迁:证券交易委员会及现代公司融资制度演进[M].徐雅萍,译.北京:中国财政经济出版社,2009.
- [6] 王嫻.注册制核心监管原则再辨析[J].清华金融评论,2020(11):71-74.
- [7] Carol A Frost,Elizabeth A Gordon,Andrew F Hayes.Stock Exchange Disclosure and Market Development: An Analysis of 50 International Exchanges[J].Journal of Accounting Research,2006(3).
- [8] Comission Guidance On The Use Of Company Web Sites[S].17 CFR Parts 241 and 271 [Release Nos. 34-58288, IC-28351; File No. S7-23-08].<https://www.sec.gov/rules/interp/2008/34-58288.pdf>.
- [9] Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act[S].<https://www.sec.gov/about/about-securities-laws#df2010>.
- [10] Jumpstart Our Business Startups Act of 2012[S].<https://www.govinfo.gov/content/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>.
- [11] Sarbanes-Oxley Act of 2002[S].<https://www.sec.gov/about/about-securities-laws#sox2002>.

Information Disclosure under the U.S. Registration System And the Optimizing Path Ahead for China's Capital Market

CHEN Huamin

(Shenzhen Stock Exchange)

Abstract Information disclosure is the core of the capital market registration system. In the process of shifting from the approval system to the registration system, information disclosure is of great practical significance in the optimization of a regulatory framework with Chinese characteristics. By examining the central characteristics of information disclosure regulation under the registration system in the US capital market, this paper finds that an effective information disclosure regulation system is reasonable in structure, concise in form and clear in subject. It also offers strategic flexibility for small and medium-sized enterprises and high-risk enterprises. On the basis of this analysis, the paper assesses the possible path for optimizing information disclosure under the full implementation of the registration-based IPO system of China's capital market.

Keywords Registration-Based IPO System, US Capital Market, Core Characteristics, Optimization Path

JEL Classification G15 G18 G32