

## 中美证券发行信息披露 制度比较研究\*

李文莉\*\* 王玉婷\*\*\*

**摘要:**信息披露制度乃美国证券发行注册制的核心,而招股说明书是证券发行过程中最重要的文件。我国证券发行实行注册制改革,无疑要将信息披露制度作为改革的关键,本文试图通过中美证券发行信息披露理论基础、制度流程、招股说明书的内容及证券监管机构审核过程的比较,借鉴美国证券发行注册制的信息披露机制,为我国健全信息披露制度体系,促进我国证券发行注册制市场化改革提供思路和路径。

**关键词:**证券发行 信息披露 招股说明书  
中美比较

---

\* 本课题为上海市社科规划项目“证券发行注册制的法理基础与实现路径”研究 2014BFX014 以及 2014 年度国家法治与法学理论研究项目“证券发行注册制的法理内核与审核机制研究”阶段性研究成果。

\*\* 上海对外经贸大学法学院副教授,法学博士,商法专业主任。

\*\*\* 上海对外经贸大学民商法硕士研究生。

## 一、证券发行信息披露理论基础

### (一) 美国证券发行信息披露理论基础:法定披露与自愿披露之争

证券发行注册制是以信息披露为核心的证券发行审查机制,就信息披露要求宜严格或宽松,美国证券法理论界产生两种不同的观点:法定披露与自愿披露。

1. 以路易斯·D. 布兰代斯(Louis D. Brandeis, 1914年)为代表的法学家坚持法定信息披露理论,他认为公开是救治社会的良方,更是解决承销商过度收费的灵丹妙药,而法律和监管不应是试图避免投资者吃亏的生意,更不应代替投行的作用。即证券监管不是代替投资者对发行人做实质判断,而是通过公开,使投资者了解真相后独立判断。威廉·O. 道格拉斯教授之后对法定披露理论进行了进一步的补充,认为“需要投资指引的人,能从招股说明书中披露的资产负债表、合同或其他数据编报获得的安慰并不多。他们要么缺乏消化此等信息即发现其为有用信息的必要培训或智力,要么因过于关注投机利润,乃至不理睬”。<sup>[1]</sup> 因此,仅有公开作为证券法基础是不够的,必须对资本市场的准入设置某些控制。法定信息披露理论在美国《1933年证券法》和《1934年证券交易法》之中都有所体现。<sup>[2]</sup>

2. 以斯蒂格勒、乔治·J. 本斯通(George J. Benston, 1973年)和亨利·曼尼(Henry Manne, 1966年)为代表的法学家支持自愿披露理论,他们认为理论上,法定信息披露制度并非必要,因为公司管理层已被充分激励来自愿披露与发行有关的重要的实质信息。当资本市场上的资金提供者或其他交易者一致认为某一信息对其出资和投资的选择是必要的时候,对资本市场感兴趣的发行人就会自愿提供该项信息,因为不

---

[1] [美] 路易斯·罗思、乔尔·塞里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第27页。

[2] 李文莉:“注册制的法理基础与实现路径剖析”,载《法商研究》2013年第5期。

披露的结果将会是放弃进入资本市场。<sup>[3]</sup> 自愿披露理论低估了证券市场中的证券欺诈、承销商或内幕人过度报酬或公共信心有关证据,该理论因得不到理论与实证的考验,最终未被采纳。<sup>[4]</sup>

## (二) 中国证券发行信息披露理论基础:强制信息披露与实质性审核

我国监管机构对证券发行信息披露的监管理念一直在“强制信息披露”和“实质性审核”之间徘徊。支持“强制信息披露”的观点认为,为了减少市场上的欺诈和利用自身特定优势而形成不公平地位的现象,政府应当强迫那些利用证券进行筹资的人将与自身情况相关的所有信息公之于众,<sup>[5]</sup>从而使公众可以充分利用信息权衡利弊,作出最有利于自己的决定。支持“实质性审核”的观点认为,仅仅要求企业作真实披露无法防止公众投资者上当受骗等不公平情事发生,因此政府应该通过实质性审查制度对利用公开资本市场筹资的渠道加以限制。<sup>[6]</sup>

在证券法领域,存在公开主义与实质主义两种不同的理念。公开主义与实质主义理念之争在信息披露制度上体现为“强制信息披露”与“实质性审核”之争。公开主义强调证监会对证券发行的监管应当以信息披露为核心,在公开主义理念指导下,证监会的任务只是促进和保障信息披露的真实、准确、完整,至于发行人发行的证券是否具有投资价值,公司的运作是否能够满足投资者利益,投资者的投资行为是否合理,证监会都不应作出过多干涉,“公开主义”强调证券监管机关不能越俎代庖地代替市场主体进行决定。<sup>[7]</sup>“实质主义”理念强调对市场主体的行为作直接的、实质性的干预,证监会除了要审查披露的信息是否合乎要求,还须审查发行人在财务状况、盈利能力、治理结构等诸

---

[3] H. Kripke, *The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in Search of a Purpose* 119, 1981.

[4] Report of the Advisory Comm. on Corp. Disclosure to the SEC, House Comm. On Interstate & Foreign Commerce, 95<sup>th</sup> Cong., 1st Sess. XXVII (Comm. Print 95-29 1977).

[5] 高西庆:“证券市场强制性信息披露制度的理论根据”,载《证券市场导报》1996年第10期。

[6] 高西庆:“证券市场强制性信息披露制度的理论根据”,载《证券市场导报》1996年第10期。

[7] 郑彧:“论证券发行监管的改革路径——兼论‘注册制’的争论、困境及制度设计”,载《证券法苑》2011年第5卷。

多方面是否满足了证券法的实质性要求。<sup>〔8〕</sup>

从理论上说,“实质性审核”与证券发行权的商事权利属性相违背;实践中,“实质性审核”也带来了效率低下、监管不力、权力寻租、投资者依赖等一系列的问题,无法有效释放市场活力,同时也无法有效保护投资者、预防证券市场欺诈行为的发生。<sup>〔9〕</sup>因此,我国应随着证券市场的发展,由实质审核理念演化到法定信息披露理念,强调以公开为核心的信息披露,同时加强信息披露的程序控制,以促进资本形成和投资者保护并重的理念,构建注册制下的法定披露制度。

## 二、美国证券首次公开发行的流程

比较中美证券发行信息披露制度的异同,首先我们需要理清美国注册制下证券发行的一般流程,从而为我们进一步对比信息披露制度奠定基础。

根据美国1933年证券法及相关法规,证券首次发行注册程序主要分为以下几步:(1)选择承销商并与其主承销商商议拟发行的证券的类型。应当注意的是,虽然1933年证券法第5条的规定中禁止“利用任何交通、通讯手段或工具或利用邮递,通过使用或借助招股书或以其他方式来出售证券”,或“发售或要约购买任何证券”,<sup>〔10〕</sup>然而,此处所使用的“要约购买”之定义不包括“发行人(或直接或间接控制发行人、被发行人控制或与发行人一起直接或间接受共同控制的任何人)与任何承销商之间的先期谈判或协议,或与发行人(或直接或间接控制发行人、被发行人控制或与发行人一起直接或间接受共同控制的任何人)有合同关系或即将有合同关系的承销商之间的先期谈判或协议”。<sup>〔11〕</sup>因

〔8〕 周珺:“公开主义与实质主义:我国证券法基本理念的选择及运用——以域外相关经验为借鉴”,载《政治与法律》2013年第5期。

〔9〕 李文莉:“注册制的法理基础与实现路径剖析”,载《法商研究》2013年第5期。

〔10〕 张路译:《美国1933年证券法》(中英文对照本),法律出版社2006年版,第33~35页。

〔11〕 [美] 路易斯·罗思、乔尔·塞里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第81页。

此,在提交招股说明书之前与承销商进行先期谈判不属于违反 1933 年证券法的行为。(2)向美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission,SEC)提交注册说明书。注册说明书包括两个部分:第一部分为招股说明书;第二部分为补充信息,补充信息并不要求向每一个投资者提供,它仅仅是置于 SEC 办公室接受公众的检查。(3)发行人提交注册说明书之后,SEC 将会对注册说明书进行审查,确认注册说明书的表述是否达到表格的要求,并通过意见函的形式来向发行人说明注册说明书中可能存在的缺陷。发行人在接到意见函之后补正注册说明书中的相关内容,然后再递交给 SEC。如此反复,直到发行人将注册说明书中的缺陷都修改完毕,SEC 将会发出允许注册说明书生效的决定。(4)等待期,这是指发行人第一次提交注册说明书后至注册说明书生效前的这一段期间。在此期间,禁止发出任何书面销售文件,但口头发售是被允许的,只是发行人需要注意谨慎。(5)生效。SEC 对发行人的注册说明书没有异议时便会签发允许注册说明书生效的决定,并在决定中确定注册说明书生效的时间。

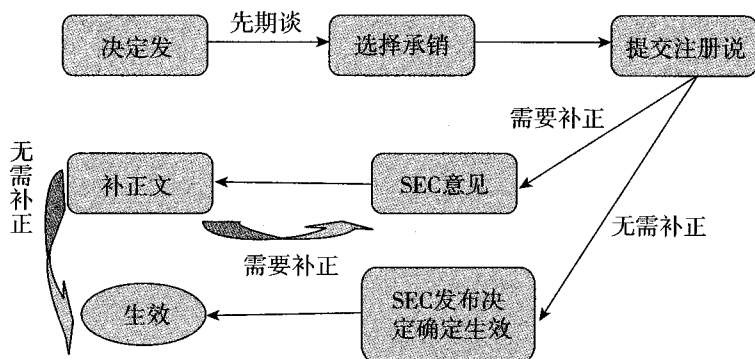


图1 美国证券首次公开发行流程

### 三、中美证券发行信息披露机制比较:以招股说明书为重点

根据美国 1933 年证券法的规定,除了可以获得豁免注册的证券外,所有证券的公开发行都必须向 SEC 提交注册文件,在向 SEC 提交

注册文件之前,发行人不得销售证券,也不得发出要约;在发行人向 SEC 提交注册文件之后、注册生效之前,发行人不得销售证券,但可以发出口头要约;若 SEC 对所提交的登记文件中的信息披露程度没有异议,则 20 天之后注册生效,注册公司可以销售证券。<sup>[12]</sup>

### (一) 美国证券发行信息披露机制:以 Form S-1 为例

美国 1933 年证券法第 7 条对注册说明书中所应包含的内容作出了规定,同时该法第 10(a) 条规定了招股说明书中所应包含的内容,SEC 有权针对注册报告的内容制定具体的格式要求。一般来说,这些格式要求一般包括两方面的内容:第一部分是招股说明书,主要向投资者发布;第二部分包括一些技术性信息(technical information),比如允诺、签名等。<sup>[13]</sup> SEC 制定的披露格式有许多种,其中最常用的表格为针对国内公司的 S-1、S-2、S-3 以及针对国外公司的 F-1、F-2、F-3。其中 Form S-1 的运用最为广泛,要求最为详细,要求记录关于申请人及其交易活动的全部情况。而 Form S-2 针对的是已经连续向 SEC 提交定期报告超过一年的成熟公司;Form S-3 针对的是连续向 SEC 提交定期报告超过一年的成熟的、大型公司。本文将对应用范围最为广泛的 Form S-1 的内容进行分析。

美国 Form S-1 对注册说明书内容的规定分为两部分,第一部分是招股说明书中必须包含的信息,第二部分是招股说明书中不需要包含的信息,但是这部分信息仍然需要在注册说明书中进行披露。注册表格虽然名为“表格”,但这并不是指我们通常意义上的表格,实际上,注册公司在招股说明书中仍然是以叙述性的方式来披露 Form S-1 所要求的信息。<sup>[14]</sup> Form S-1 的主要包括以下内容:

1. 注册公司的名称、管辖、主要营业场所、工业分类号、地址、电话、大致发行时间等基本信息。

2. 注册费用的计算。

---

[12] 廖凡:“钢丝上的平衡:美国证券信息披露体系的演变”,载《法学》2003 年第 4 期。

[13] Alan R. Palmiter:《证券法》(注译本),徐颖、周浩、丁猛注,中国方正出版社 2003 年版,第 100 页。

[14] Carl W. Schneider, Joseph M. Manko, *Going Public - practice, Procedure and Consequences*, 15 Villanova Law Review. 283, 290(1970).

3. 注册文件的使用说明。

4. 注册说明书第一部分:招股说明书中应当包含的信息。主要包括以下内容:

(1)注册说明书的前段以及招股说明书的封面、招股说明书的内封和封底所应包含的内容。

(2)信息摘要、风险因素,如果发行的是债券的话还要求披露利率。

(3)利润使用,此部分发行人需要披露在证券发行之后所得的净利润的用途,以及每个用途所占比例。

(4)发行价格的确定,以及证券公开发行之后股票价格的稀释情况。

(5)如果有一部分证券是出售给公司股东的,则需要披露这些股东的姓名及其与公司之间的实质性关系。

(6)证券分销计划。如果是通过承销商销售的话,则需要披露承销商的相关信息以及每个承销商承销的证券的比例。如果是通过其他方式销售的话,则需要披露相关的信息以及所占比例。

(7)专家费用。披露为证券发行出具文书或意见的专家、会计的报酬。

(8)证券相关信息,包括证券的种类以及相关重要信息。

(9)注册人相关信息。此处需要披露注册人的主营业务、财产情况、正在进行中的诉讼、市场信息、证券持有人、股息红利、补偿计划、财务信息、管理层对于公司运营和财务状况的评估、会计财务披露方面的变动、市场风险、董事及管理层组成、所有人和管理层的持股情况、关联交易等信息,并且如果注册人选择合并披露的话,在这些信息有实质性变化时,还需要根据规定进行披露。

(10)SEC 在证券法赔偿责任上的地位。

5. 注册说明书第二部分,招股说明书中不需要披露,但是注册说明书中应当包含的信息,包括保险和分配方面的其他花销、董事和管理层的赔偿责任、最近销售的未注册证券的情况、承销合同等内容。

6. 签名及有关说明。

7. 招股说明书摘要的相关说明。<sup>[15]</sup>

1933 年证券法要求发行人的招股说明书中应当包含两大基本内

---

[15] 参见 SEC Registration statement under the securities act of 1933。

容:(1)发行情况,包括承销和分销安排、承销和销售成本、发行价格决定性因素以及收益使用计划;(2)发行人基本情况,包括发行人的近期历史、控制人及子公司、管理层及其薪酬、重大合同、资产结构、已发行证券以及发行人财务状况和运营情况。<sup>[16]</sup>

招股说明书包含表格所要求的内容仅仅只是开始,实践中,SEC还会对发行人的信息披露提出特殊的要求。它常常要求发行人披露一些表格范围内的,但却没有被表格明确要求的内容。甚至有时,为了更好地说明表格所要求的信息,发行人还必须补充披露一些必要信息来使得说明书不会产生令人误解的效果。通过这些手段,发行人的招股说明书才不会包含一些“一半真实”(half-truth)的信息——字面上真实但却极具误导性的表述。<sup>[17]</sup>同时,如果证券发行过程中存在充足的不利因素的话,证监会都会要求将这些信息在招股说明书的开头详细列出,并归入“概述”或“发行风险”章节下。

**(二)我国证券发行信息披露机制:以《公开发行证券公司的信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》为例**

我国证券发行过程中信息披露的文件主要就是招股说明书。证监会2006年修订的《公开发行证券公司的信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》和2009年公布的《公开发行证券公司的信息披露内容与格式准则第28号——创业板公司招股说明书》分别对在我国境内申请公开发行股票及上市的公司以及在我国境内首次公开发行股票并在创业板上市的公司所提交的招股说明书内容和结构作出了规定。此处以第1号为例,对我国公司招股说明书所应包含的内容和格式作出分析和说明,根据《公开发行证券公司的信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》之规定,在我国境内公开发行证券并上市的公司所编制的招股说明书应当包括如下内容:<sup>[18]</sup>

(1)概览。发行人在该部分需要披露发行人及其控股股东、实际

[16] Milton H. Cohen, "Truth In Securities" Revisited, 79 Harvard Law Review 1340 (1966).

[17] Carl W. Schneider & Joseph M. Manko, *Going Public - practice, Procedure and Consequences*, 15 Villanova Law Review. 283, 291-292 (1970).

[18] 参见中国证监会《公开发行证券公司的信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》(证监发行字[2006]5号)。



控制人的简要情况,发行人的主要财务数据及主要财务指标,本次发行情况及募集资金用途等,并且发行人需要在该部分提示投资者在作出投资决策前应阅读招股说明书全文。(2)本次发行概况。主要包括股票基本信息、发行人、保荐人等中介服务机构基本信息及预计发行上市的重要日期等。(3)风险因素。主要包括可能直接或间接对发行人生产经营状况、财务状况和持续盈利能力产生重大不利影响的所有因素。(4)发行人基本情况。主要包括发行人基本信息、改制重组情况、关联人、员工及其社会保障等相关信息。(5)业务和技术。主要包括发行人的主营业务相关情况、其所处行业基本情况、与主营业务相关资产情况及主要产品所处生产阶段等相关信息。(6)同业竞争与关联交易相关情况。(7)董事、监事、高级管理人员与核心技术人员相关信息。(8)公司治理。主要包括公司机构的建立健全及运行情况,3年内是否存在违法违规行为,管理层对公司内部控制的自我评估意见及注册会计师对公司内部控制的鉴证意见。(9)财务会计信息。主要包括发行人最近三年及一期的资产负债表、利润表和现金流量表,会计事务所的审计意见类型,最近一年及一期的收购兼并情况等信息。(10)管理层的讨论与分析。即发行人应当对财务状况、盈利能力进行分析,其中应当包括对公司财务状况和盈利能力的未来趋势的分析。(11)业务发展目标。即发行人发行当年和未来两年的发展计划。(12)募集资金运用。包括募集资金的数额、用途及其对财务状况和经营成果的影响。(13)股利分配政策。主要包括最近三年股利分配政策、实际股利分配情况及发行后股利分配政策等信息。(14)其他重要事项。主要包括重大交易、对外担保、重大诉讼或仲裁事项。(15)董事、监事、高级管理人员及有关中介结构的声明。(16)备查文件。招股说明书结尾应列明备查文件,并在指定网站上进行披露。

### (三)中美证券发行信息披露比较:披露要点差异

从招股说明书的内容上来看,中美信息披露规则对发行人招股说明书的内容的要求并没有太大不同,中美均要求招股说明书须包含概览、发行情况、发行人基本情况、风险因素、业务、管理层讨论与分析、公司股东和管理层、关联交易等内容。除了前后排列顺序稍有不同外,中美招股说明书在披露要点方面主要有以下几个方面的差异。

## 1. 风险因素

关于风险因素的内容,S-K规则是这样表述的:

在“风险因素”一项内容下应当提供使发行具有投机性或风险的最重要的因素。此处的表述应当简明且具有逻辑性。请勿披露一些可以适用于任何发行人或任何证券发行的风险因素。对这些风险因素如何影响发行人或证券的发行进行解释。在每一个风险因素前加上一个可以充分概括风险的标题。对风险因素的披露必须紧跟摘要部分。如果没有摘要部分,则风险因素的部分应当紧跟封面之后。风险信息应当包括但不限于以下几个方面:

- (1)公司运营经验的欠缺;
- (2)最近一个时期利润的减少;
- (3)财务地位;
- (4)公司的业务或打算从事的业务;或
- (5)公司普通股或可转换股票或可执行股票市场的匮乏。<sup>[19]</sup>

我国《公开发行证券公司信息披露内容与格式准则第28号——创业板公司招股说明书》中也对风险信息的范围做出了更加具体详细的规定,要求按顺序披露可能直接或间接对发行人生产经营状况、财务状况和持续盈利能力产生重大不利影响的所有因素,并且要求发行人按顺序披露相关信息。主要包括:

- (1)市场前景及行业经营环境变化等方面因素;
- (2)经营模式、经营业绩等方面因素;
- (3)内部控制有效性、资产周转能力、重大担保、重大诉讼或仲裁等方面的因素;
- (4)技术研发、保护及产业化方面存在的问题;
- (5)投资项目存在的问题;
- (6)法律、法规、政策变化引致的风险;
- (7)其他可能严重影响公司持续经营的因素。<sup>[20]</sup>

[19] 具体内容可参见SEC官网:<http://www.sec.gov/>,2014年10月14日访问。

[20] 参见中国证监会《公开发行证券公司的信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》(证监发行字[2006]5号)。

美国更加注重与公司运营息息相关的实质性风险因素的披露,而中国则更加注重披露体系的完整,要求发行人从宏观到微观完整地披露各方面的风险因素。然而这样的规定可能会导致风险因素的披露太过冗杂,导致招股说明书中真正威胁到发行人生产经营和持续盈利的实质性因素被湮没在各种无关紧要的宏观风险因素之中而无法发挥警示投资者的作用。

## 2. 财务会计信息

美国 S-X 条例和我国《公开发行证券公司的信息披露内容与格式准则第 1 号——招股说明书》都要求提交资产负债表、损益表/利润表和现金流量表。不同的是,美国 SEC 还要求发行人披露与前会计师不一致的财务或会计信息,以防止出现注册人为了获取更有利的会计处理而更换会计师的现象。S-K 条例项目 304 要求注册人提供:其会计主管的任命或罢免,近两年会计主管报告是否有反对意见、不发表意见或保留意见,审计委员会是否建议或批准了更换会计师的决定,近两年和任何中期财务会计准则或做法,财务报表披露或审计范围或程序与前会计师之间是否存在不一致等信息,从而达到增强会计师独立性的目的。<sup>[21]</sup>

我国信息披露体系中未规定相关内容,由此也为注册人通过更换会计师等方法来威胁会计师提供有利于自己的会计报告埋下隐患,近年频发的会计师事务所会计造假事件一定程度上也体现了这一问题。<sup>[22]</sup>

根据《1933 年证券法》第 19A 条之规定,SEC 拥有制定会计标准的权力,虽然 SEC 很少使用这项权力,但美国已有学者认为会计数据应当为投资者的需求服务,SEC 应当从私立会计组织手中收回这项权力,从而进一步保障投资者获得有意义的重大信息的途径。<sup>[23]</sup> 我国证监会没有干涉会计标准和准则的权力,财务会计报表的编制及相关会计

[21] 参见 S-K 条例项目 304(a)。

[22] 案件情况可参见沈玮青:“美证交会起诉四大会计所中国公司涉嫌会计造假”,载腾讯财经, <http://finance.qq.com/a/20121205/001444.htm>, 2014 年 10 月 14 日访问。

[23] Homer Kripke, *The SEC, The Accountants, Some Myths and Some Realities*, 45 *New York University Law Review* 1151 (1970).

标准和准则皆由财政部制定。

### 3. 法律诉讼

SEC 要求发行人对任何重大未决法律诉讼进行简要说明,并将日常业务诉讼排除在外。而对于“重大性”的定义,SEC 从“定性”和“定量”两个方面对其做出区分。如 S-K 条例中项目 103 说明 2 要求披露所涉及的诉讼金额超过注册人及其子公司合并流动资产的 10% 的损害赔偿诉讼。另外,如果案件涉及管理利益冲突或违法情形,即使从定量角度看并不重大,也应当进行披露,因为 SEC 认为这类案件通常涉及管理层诚信或能力问题。

反观我国《公开发行证券公司的信息披露内容与格式准则第 1 号——招股说明书》之规定,其中第 118 条规定发行人应披露对财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生较大影响的诉讼或仲裁事项。第 119 条规定,发行人应披露控股股东或实际控制人、控制子公司,发行人董事、监事、高级管理人员和核心技术人员作为一方当事人的重大诉讼或仲裁事项。<sup>[24]</sup> 但却没有对“较大影响”以及“重大”作出明确的解释,内容过于抽象,不利于发行人进行操作,也不利于投资者对于招股说明书的理解和分析。

### 4. 管理层讨论与分析

美国 SEC 要求管理层对注册人的财务状况和经营成果进行讨论,尤其要突出已为管理层所知且使所报告的财务信息将无法显示未来经营成果或未来财务状况的重大事件的不确定性。<sup>[25]</sup> 这一披露内容的目的在于要求注册人对资产负债表中可能出现的一些重大变动进行评论,从而充分警示投资者。

此处涉及前瞻性说明的问题,出于对投资者保护的考虑,1972 年以前,美国 SEC 禁止发行人在申报材料中作出任何前瞻性说明,<sup>[26]</sup> 主要基于以下三个原因:(1)防止无经验的投资者对各种预测产生不当的依赖或被经理们所操纵;(2)预测并非“事实”,因此存在内在的不可

[24] 参见中国证监会《公开发行证券公司的信息披露内容与格式准则第 1 号——招股说明书》(证监发行字[2006]5 号)。

[25] S-K 条例项目 303(a)说明 3。

[26] 《1933 年证券法》第 27A 条。

靠性；(3)投资者有能力自己作出预测,无须经理代替而为之。<sup>[27]</sup>然而SEC的这一观点却受到了许多学者的反对,克荷马·克里普柯教授认为该项政策是毫无意义的,并认为同公众相比,公司管理层肯定更有能力理解动态公司发生的复杂会计事件的含义、结果和影响。<sup>[28]</sup>之后SEC通过了“安全港”规则,将部分情形排除在证券法禁止范围之外,<sup>[29]</sup>从总体上说美国证券法对前瞻性说明进行了充分的限制,即使之后通过了“安全港”规则,但在美国证券法体系下,在招股说明书中进行前瞻性说明仍是十分危险的,很有可能会引发集团诉讼。

我国《公开发行证券公司的信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》第90条明确规定“发行人应主要依据最近三年及一期的合并财务报表分析披露发行人财务状况、盈利能力及现金流量的报告期内情况及未来趋势。”第十二节要求发行人披露发行当年和未来两年的发展计划,甚至可以对其产品、服务或者业务的发展趋势进行预测。由此可以看出,我国招股说明书中允许发行人作出前瞻性说明,且没有对其发行人的表述进行限制,这为发行人在招股说明书中通过模棱两可的前瞻性说明误导投资者提供了土壤。

### 5. 募集资金运用

我国证监会要求发行人披露所募资金的数额及募集资金的用途、项目可行性的分析等具体信息,<sup>[30]</sup>美国SEC对注册人的招股说明书中相关信息的披露没有硬性要求。

---

[27] [美] 路易斯·罗思、乔尔·塞里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第133页。

[28] Kripke, *The SEC, the Accountants, Some Myths and Some Realities*, 45 N. Y. U. L. Rev. 1151, 1197-1198 (1970).

[29] 具体内容参见《美国1933年证券法》第27A(c)条。

[30] 参见中国证监会《公开发行证券公司的信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》(证监发行字[2006]5号)第十三节。

#### 四、中美证券发行信息披露中的招股说明书比较:以 Facebook 和东方财富网为例

表 1 中美招股说明书披露要点差异比较

	美国	中国
风险因素	注重与发行人具体情况息息相关的风险因素的披露	更注重披露内容的体系,但可能会导致重点不突出
前瞻性说明	禁止进行前瞻性说明,除非符合“避风港”规则	可以进行前瞻性说明
财务报表	资产负债表、损益表、现金流量表	资产负债表、利润表、现金流量表
证监会权限	可直接颁布会计标准	无权干涉会计标准
与前会计师不一致的财务或会计信息	要求披露	没有明确要求
法律诉讼	对任何重大未决法律诉讼进行简要说明,并对“重大性”作出详细说明	对发行人可能产生较大影响的诉讼或仲裁事项,但未对“较大影响”作出解释
募集资金运用	无硬性披露要求	作为单独章节进行披露

Facebook 在纳斯达克上市,东方财富网在深市创业板上市,两家公司所上市的版块类似,且都为网络服务公司,在某些方面具有相似之处,因此本文选择两家的招股说明书进行比较,以达到更充分地比较中美证券发行信息披露机制的目的。

##### (一)中美公司招股说明书特点比较

表 2 中美公司招股说明书总体特点比较

	Facebook	东方财富网
页数	171 页	316 页
披露重点(前 4 项)	管理层讨论与分析、业务、风险因素、管理层薪酬	业务和技术、财务会计信息与管理层分析、募集资金运用、发行人基本情况

续表

	Facebook	东方财富网
与本公司经营特点联系程度	强,与本公司特点密切联系	多按照披露规则要求确定披露内容,结合本公司具体情况较少
语言	精确具体,简明易懂使用警示性语言	模棱两可,晦涩难懂,基本没有警示性语言
定量分析	处处有定量分析	除了财务相关内容,定量分析较少
逻辑性	强,宏观分析与微观分析相结合,叙述内容环环相扣、自成体系	多从宏观角度进行分析,各部分之间的逻辑关系较弱
整体性	强,可以勾勒出公司完整的图像	各个部分之间的联系较弱,多为分散的片段
生动性	生动具体,通过各种图片、表格为投资者描述	缺乏生动性
警示性	强,在充分描述风险因素的同时不谈应对措施	字里行间会有意无意地透露出一些公司已作出应对措施

表3 中美公司招股说明书“风险因素”内容比较

		Facebook	东方财富网
内容	所占篇幅	23/171(约占14%)	9/316(约占2.8%)
	风险因素数目	50项	19项
	定量分析	21处	5处
	图表分析	1处	无
	应对风险之措施	无	10处
	警示性词语	“严重损害”、“负面影响”、“实质性负面影响”、“重大伤害”	“一定的不利影响”、“可能支付一定成本”、“一定程度上影响”

比较 Facebook 和东方财富网的招股说明书可以发现虽然中美两国对招股说明书内容的规定大体一致,但是最后案例中呈现出的招股说明书却有很大的差别。

1. 从总体上来说,Facebook 的招股说明书详略得当,总篇幅为 171 页,披露的侧重点在于管理层讨论与分析、业务、风险因素、管理层薪酬;而东方财富网的招股说明书冗长,总共 316 页,侧重点除了业务和管理

层分析外还包括募集资金运用、发行人基本情况。同时,Facebook 的招股说明书所披露的内容紧密围绕本公司的特点,既有定性分析又有定量分析,结合图片、表格等多种形式,生动完整地描绘出本公司的轮廓。相比较而言,我国国内公司的招股说明书除了财务信息方面必要的表格外,很少使用表格等文字以外的形式进行解释说明,并且多为概括式分析,较少与本公司具体情形结合描绘出本公司的特色。

2. 以招股说明书中“风险因素”一章的内容为例,Facebook 注册文件中风险因素一章所占篇幅为 14%,而东方财富网招股说明书中风险因素所占篇幅为 2.8%;Facebook 所披露的风险多达 50 项,且其中运用数据进行分析的风险因素达到将近一半,而东方财富网所披露的风险为 19 项,其中涉及数据分析的因素占 1/4。从所披露的内容来看,Facebook 所披露的风险涉及用户流失的风险、广告商流失的风险、技术革新的风险、声誉损害风险、知识产权保护不利风险、内部人控制风险等方面的实质性风险。我国国内公司披露的风险多为市场景气程度风险、市场竞争风险、行业风险、政策风险、互联网应用推广速度放慢风险、人才流失风险、自然灾害风险等普遍存在的风险,很少涉及实质性的风险。再从对风险的说明分析方面来看,Facebook 对每一项风险都进行了详尽的解释和说明。比如第一项风险因素:如果我们不能留住现有的用户或增加用户,或者我们的用户减少他们使用 Facebook 的次数和时间,我们的收入、财务状况和业务都将受到严重的打击。<sup>[31]</sup> 针对这一风险因素,Facebook 又运用具体数据并从 12 个方面对该项风险因素进行说明,抽丝剥茧;<sup>[32]</sup> 并且会运用一些强调风险严重的语言,从而起到足够的警示作用。而我国国内公司对风险因素的分析往往只是泛泛而谈,没有深入、细致的分析和说明,所使用的警示性语言的警示性不够,有时甚至会转为介绍公司的战略和措施,背离了招股说明书披露风险因素的初衷。

---

[31] 参见 SEC 网站:[http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512235588/d287954ds1a.htm#toc287954\\_2](http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512235588/d287954ds1a.htm#toc287954_2),2014 年 10 月 14 日访问。

[32] 陈政:“Facebook 招股说明书信息披露分析及反思”,载《证券市场导报》2012 年 11 月号。



## (二) 中美证券监管机构招股说明书审查反馈意见比较

表 4 Facebook 招股说明书审核情况<sup>[33]</sup>

时间	事件	审核意见
2012年2月1日	提交 S-1 文件	
2012年2月8日	提交 S-1 修改文件第 1 号	
2012年3月7日	提交 S-1 修改文件第 2 号	
2012年3月22日	SEC 针对 2 月 1 日 S-1 文件上传修改意见	92 条修改意见, 共 18 页
2012年3月23日	SEC 针对 3 月 7 日 S-1 文件上传修改意见	23 条修改意见, 共 6 页
2012年3月27日	提交 S-1 修改文件第 3 号	
2012年4月10日	SEC 针对 3 月 27 日 S-1 文件上传修改意见	5 条修改意见, 共 3 页
2012年4月23日	提交 S-1 修改文件第 4 号	
2012年5月1日	SEC 针对 4 月 23 日 S-1 文件上传修改意见	4 条修改意见, 共 2 页
2012年5月3日	提交 S-1 修改文件第 5 号	
2012年5月9日	提交 S-1 修改文件第 6 号	
2012年5月11日	SEC 电话沟通	2 个问题
2012年5月15日	提交 S-1 修改文件第 7 号	
2012年5月15日	申请 S-1 文件生效	
2012年5月16日	提交 S-1 修改文件第 8 号	
2012年5月17日 16:01	SEC 宣布注册文件生效	
历时 3 个月 18 天	共修正 8 次	共 126 个问题

表 5 中美招股说明书审核情况比较

	Facebook	东方财富网
修改次数	8 次修正	3 次(包括预披露)
审核意见	公开	不公开
历时	3 个月 18 天	2 个月

[33] 具体文件可参见 SEC 网站: [http://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?action=getcompany & CIK=0001326801 & type = & dateb = & owner = exclude & start = 40 & count = 40](http://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?action=getcompany&CIK=0001326801&type=&dateb=&owner=exclude&start=40&count=40), 2014 年 10 月 14 日访问。

从以上表格可以看出,美国 SEC 对 Facebook 注册文件的审查历时 3 个月零 18 天,共提出了 126 个问题,并将相关审核意见在 SEC 网站上公开,Facebook 对其注册文件共进行了 8 次修正,最终得以生效。期间 SEC 提出的问题主要集中在风险因素、管理层讨论分析、普通股估值、业务等方面,从投资者的角度出发,对投资者可能感兴趣的问题进行重点审查并连续发问,要求注册人必须把相关问题在招股说明书中说清说透。<sup>[34]</sup> 并且 SEC 在审核方面的自由裁量权较大,提问方式可以是书面,也可以是电话或其他方式。而在我国证券发行审查体制下,东方财富网共提交了 3 次文件,分别为预披露程序中的申报稿以及之后的招股意向书和招股说明书,从提交申报稿到最后上市历时 2 个月,并且证监会的审核意见并不公开,仅仅在证监会网站公告最后通过审核的决定。

## 五、我国证券发行信息披露机制之完善

信息披露是证券发行注册制的灵魂,我国要实行证券发行注册制改革,必须完善我国信息披露制度以及相关配套制度,在以全面完善的信息披露制度的基础上稳步推进其他各方面制度的改革,才能使我国证券发行制度平稳地过渡到注册制。

### (一) 发行审核与上市审核分离

美国实施证券发行与上市相分离的制度,证券发行的审核交由 SEC 进行,主要进行形式审查,而上市的审核则交由交易所进行,由交易所对发行人是否具有上市资格进行实质审查。因此我国实施证券发行注册制改革,可以此为参考,将公开发行并上市制度拆分为公开发行制度与上市制度。<sup>[35]</sup> 将证券上市的审核权交给交易所掌握,证监会可以发布一些指导性意见。

---

[34] 参见 SEC 网站 Facebook 披露文件,载 <http://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?action=getcompany&CIK=0001326801&type=&dateb=&owner=exclude&start=40&count=40>,2014 年 10 月 14 日访问。

[35] 刘俊海:“落实十八届三中全会精神扎实推进我国 IPO 注册制改革”,载《法律适用》2014 年第 1 期。

## (二)完善信息披露规则体系

美国 SEC 制定的信息披露规则体系的特征在于其制定了统一的 S-K 规则,之后再针对不同情况制定 Form S-1、Form S-2、Form S-3 等信息披露格式,但是这些具体文件中真正涉及内容的具体描述并不多,大多数情况下都会注明“披露 S-K 规则中第……条所要求的信息”,真正对披露信息的具体内容进行描述的 S-K 规则又会对信息的披露要求进行十分详细的解释说明,并且常常会要求注册人针对公司的特点进行表述,而不是披露一些任何公司都可以适用的普遍性的内容。通过这样一种信息披露体系,SEC 实现了信息披露规则结构清楚、要求明确、详略得当的效果,同时也节省了制定规则的成本。

反观我国证券发行信息披露准则体系,证监会针对不同情况制定出许多不同的规范性文件。比如,《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 28 号》是专门针对创业板公司招股说明书的内容而制定的规则,但是其与《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 1 号》的内容却有许多重复之处。建议证监会可以借鉴美国 S-X 条例和 S-K 条例,制定相应的信息披露格式指导性文件,并针对其内容制定具体的解释性文件,从而使整个信息披露规则自成体系,形成内在的统一。另外可以针对实践中出现的问题编制问答形式的解释性文件并公布在证监会网站上。

## (三)改革证监会审核部门

从前面的表格和分析可以看出,美国 SEC 对注册文件的审阅与中国证监会的审查相比,更为专业和细致。这其中有关观念方面的原因,一方面,主要在于中国证监会更加注重实质审查,即注重对企业是否有公开发行证券的能力进行实质考察,因而相对分配在形式审查上的精力较少。另一方面也是因为美国 SEC 的机构设置及其组成人员都更为专业,在美国 SEC 中负责证券发行审核的部门是企业融资部,注册人注册文件的审查主要由 12 个审阅办公室完成,且 12 个审阅办公室按照行业划分,每个办公室的审阅人员主要由具有执业经验的律师和会计师组成,且审阅人员的工作方向相对固定和集中,因此,各个办公室的审阅人

员都有相对丰富的相关行业知识。<sup>[36]</sup>

我国实行证券发行注册制改革,不是削弱审核力量,而是需进一步增强对信息披露的审核能力,可借鉴美国 SEC 机构设置的经验,进一步充实法律、会计及相关行业的专家进入发行审核委员会,并且人员配备相对固定,在发行审核委员会中进一步根据行业细化不同的审核小组,专门负责该行业的发行文件审核,从而进一步提高我国证券发行信息披露审核的专业性,为建立以信息披露为中心的注册制奠定基础。

#### (四) 转变审核侧重点

##### 1. 注重对持续盈利能力及相关风险因素的信息披露审核

持续盈利能力是判断企业投资价值的核心要素,我国在实行证券发行核准制时,持续盈利能力被作为主要考量因素,持续盈利能力欠缺使不少企业无缘证券公开发行。<sup>[37]</sup>我国实行证券发行注册制改革,也应当实现持续盈利能力与注册制下的信息披露制度有机结合,将持续盈利能力及相关风险因素的披露作为信息披露审查的重中之重,从而保障投资者可以在决策之前获得所有与决策相关的信息,<sup>[38]</sup>与以往的不同之处在于证监会不应再基于企业持续盈利能力不足的标准将企业排除在证券公开发行市场之外。

##### 2. 注重对发行人个性化信息披露的审核

我国发行人在招股说明书中披露的信息多为宏观的信息。比如,在“风险因素”一章中我国发行人多倾向于披露一些行业风险、政策风险,真正与发行人自身特点密切相关的致命风险的披露却少之又少。因此,在注册制背景下,证监会应当从投资者的角度考虑,要求发行人披露出投资者真正关心的、与发行人本身特点密切联系、对投资者作出决定有重大影响的信息,从而真正实现信息披露制度的核心价值。

---

[36] 参见美国 SEC 网站, <http://www.sec.gov/corpfin#VEGQmrJDZ5k>, 2014年10月15日访问;徐洋:“美国‘注册制’管窥”,载 [http://www.sse.com.cn/researchpublications/research/c/c\\_20141013\\_3847263.pdf](http://www.sse.com.cn/researchpublications/research/c/c_20141013_3847263.pdf), 2014年10月15日访问。

[37] 徐志凤:“持续盈利能力不足是最重要因素”,载 <http://news.163.com/10/0709/14/6B5H4PI800014AED.html>, 2014年10月15日访问。

[38] 王啸:“‘持续盈利能力’何去何从——证券法修改思考笔记(五)”,载财新网, <http://opinion.caixin.com/2014-09-24/100732530.html>, 2014年10月15日访问。

### 3. 注重所披露信息的可读性

招股说明书具有双重属性:一方面,它是一种销售文件;另一方面,它也是一份信息披露文件。<sup>[39]</sup>注册人为避免承担责任,往往会倾向于将所有信息不经过滤全部披露,然而,这却会为投资者理解招股说明书和获得信息造成障碍。美国证券市场早期也出现了这一问题,投资者往往并不阅读招股说明书,而是阅读中介机构提供的加工后版本。<sup>[40]</sup>为了解决这一问题,美国 SEC 要求公司在编制招股说明书封面、封底、概要和风险事实章节中应当适用简明语言(plain English),同时修改了招股说明书有关高度技术性的要求和编制招股说明书的规则,并为公司提供相关的与简洁有关的详细指引。另外,为了使招股说明书更易于理解,SEC 还允许注册人适用照片、图形、图标或其他设计特征。

我国并未对招股说明书的语言作出特别规定,这就造成招股说明书中专业性语言太多、不易理解,且十分冗长的现象。许多投资者在作出投资决策前并未认真阅读招股说明书,或者根本无法理解招股说明书所提供的信息。因此,我国可以借鉴美国这一经验,对信息披露文件的词语、句式提出要求,从而防止出现发行人利用模棱两可、晦涩难懂的语言误导投资者,同时,也可在防止招股说明书冗长复杂的同时提高信息披露的质量。

#### (五) 完善民事责任制度以及团体诉讼制度

美国《1933 年证券法》第 11 条对注册说明书存在重大误导或缺陷时的责任承担作出了规定。根据第 11 条的规定,任何在分销过程中或在公开市场购买了根据美国《1933 年证券法》注册的证券的人都可以提起民事诉讼,任何在注册说明书上签字的人都可能成为被告,并且发行人的责任是绝对的,除非发行人能够证明原告在购买该证券时已经知道该不实或漏报情况。<sup>[41]</sup>其他被告则可以利用“合理注意”来进行抗辩,比如,承销商可以“其经过合理调查之后,有合理的依据相信且确实相信

[39] Carl W. Schneider, Joseph M. Manko, *Going Public - practice, Procedure and Consequences*, 15 *Villanova Law Review*. 283, 292 - 293 (1970).

[40] Troy A. Paredes, *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, 81 *Wash. U. L. Q.* 417 (2003).

[41] 参见《1933 年证券法》第 11(a) 条。

在注册说明书中的该责任部分生效时,其中的陈述是真实、完整的”来进行抗辩。<sup>[42]</sup>也有学者认为,承销商虽然在注册文件上签名,但是承销商招股说明书制定仍然是处于发行人的掌控之下,承销商对注册文件不真实的责任应当是第二位的和补充性的,<sup>[43]</sup>承销商在招股说明书中的只要合理履行了其尽职调查的责任就可以抗辩原告的赔偿诉求。

我国可以借鉴美国宽严有度的民事责任制度,并完善相关的团体诉讼制度。只有完善了相关的团体诉讼制度,赋予了普通投资者通过诉讼救济自身受损权益的手段,才能真正保护投资者的利益。另外,发行人也会基于对大规模团体诉讼的忌惮而善意从事发行行为,从而从源头上杜绝了在信息披露过程中弄虚作假的可能性。

---

[42] 参见《1933年证券法》第11(b)(3)条。

[43] Milton H. Cohen, *The Integrated Disclosure System - Unfinished Business*, 40 *The Business Lawyer* 987(1985).