

信息披露的简明性要求

——比照美国简明英语规则经验

程海宁*

摘要:新《证券法》为我国资本市场带来了新鲜血液,其中包括“简明清晰、通俗易懂”的信息披露简明性要求。提高简明性以提高市场整体有效性,是现代资本场所必需的。简明性规则早已出现在我国证券监管中,但现状与简明性标准相去甚远,篇幅、内容和形式对投资者不够友好。SEC的“简明英语规则”,是信息披露简明性改革的开路者。借鉴美国经验并结合我国实际,可以更加全面地理解简明性规则的内涵,提前认识到政策制定和实施中可能遇到的障碍。

关键词:证券信息披露 简明性 简明英语规则 制度建议

一、问题引入:何为信息披露的简明性要求

2019年12月28日,新《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)由第十三届全国人民代

* 北京大学法学院硕士研究生。

表大会常务委员会第十五次会议修订通过。新《证券法》明确了我国证券发行将实施注册制,许多章节内容都有大幅的修订和改进,很多条款也契合了资本市场的改革方向,填补了现行《证券法》中的漏洞和不足,但同时在细节方面仍存在不少问题和缺陷,值得更加深入的讨论分析。本文就将聚焦于《证券法》中新增的对证券信息披露的简明性要求,梳理探索这一法律政策背后的理论和实践问题,并结合国际经验试着给出完善相关规则的思路意见。

对于证券市场信息披露制度,新《证券法》将其独立成章,将原本较为零散的规则要求进行了体系化的整合梳理,并且将近年监管实践中许多成功的规章制度法律化,补充吸收进了新《证券法》。在信息披露章节的开头处,新《证券法》还相应增加对于信息披露制度的一般性规则:

第七十八条 发行人及法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定的其他信息披露义务人,应当及时依法履行信息披露义务。

信息披露义务人披露的信息,应当真实、准确、完整,简明清晰,通俗易懂,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

证券同时在境内境外公开发行、交易的,其信息披露义务人在境外披露的信息,应当在境内同时披露。

这一总括性条文一共有3款,其中前两款中提到的信息披露的及时性、真实性、准确性和完整性要求为2014年《证券法》所固有的。但在第2款中新增的“简明清晰、通俗易懂”这一信息披露简明性要求,则是首次出现在《证券法》条文之中。暂不探其深意,要求信息披露的形式“简明清晰、通俗易懂”,从直观感受来说无疑是非常“政治正确”的:相较于复杂晦涩文本给读者带来的糟糕阅读体验,简明清晰、通俗易懂的文本形式无疑是更加“读者友好”的,它可以帮助我们更加便捷准确地获取文本中的信息,清晰明确的结构逻辑还可以帮助读者抓住文本重点,对文本信息建立系统全面的认识。

如果真的能够简化呈现,对于广大投资者而言无疑是一件值得庆贺的好事,但是和普通的生活文本或文学作品不同,证券信息披露领域本身具有极高专业性、严谨性。一方面,信息披露文本是用来介绍证券发行人具体经营状况的,往往综合了会计、金融、法律等专业知识,对

于从事高科技等行业的发行人,还会涉及专业性极高的自身业务信息等,文本整体具有很高的专业性和复杂性。另一方面,招股书等信息披露文件通常是投资者进行投资判断的最重要依据,法律要求信息披露义务人保证所披露信息的整体质量,并对虚假陈述行为承担严格的法律责任,这决定了信息披露文件的内容必须非常严谨。

简明性这一新增要求在证券信息披露领域到底能否实现,该如何实现,以及需要制度上作何保障?在相关理论基础和配套制度仍未完善的情况下,直接从《证券法》层面增加“简明性”要求,是否可以实现立法者所期待的政策效果,又会引发哪些值得讨论思考的问题呢?本文将结合外国成功经验,围绕信息披露“简明性”要求这一看似当然正确的议题进行讨论,分析这一政策可能带来的各种问题和影响,并试着给出合理的政策思路建议。

二、“简明性”要求概述

证券市场信息披露的简明性要求并非我国首创,实际上,以美国为代表的发达资本市场早在 20 世纪 90 年代就已经开始全面、深入的信息披露简明化改革运动,作为信息披露简明性规则的始创,^[1]美国证券交易委员会(SEC)主导的简明英语运动(plain English movement)影响最为广泛且深远。SEC 为了尝试和推行简明英语运动进行过丰富的试验和讨论,并最终推出了包括简明英语规则^[2]《简明英语手册》等在内的体系完备的制度规则和详细的规范指引,^[3]为简明英语规则在美国的顺利推行提供了全面且坚实的理论 and 制度基础。

[1] 参见武俊桥:《论证券信息披露简明性规则——以网络时代为背景》,载《证券市场导报》2011 年第 11 期。

[2] See Plain English Disclosure, Release, 17 CFR Parts 228, 229, 230, 239 and 274, [Release Nos. 33 - 7497; 34 - 39593; IC - 23011, International Series No. 1113; File No. S7 - 3 - 97] (Jan. 29, 1998).

[3] See the Office of Investor Education Assistance, *A Plain English Handbook: How to create Clear SEC Disclosure Documents*, U. S. Securities and Exchange Commission, <http://www.sec.gov/plainwriting.shtml>, accessed March 20th, 2020.

(一) 我国信息披露简明性的制度现状

在我国资本市场,虽然新《证券法》第一次明确规定了简明性要求,也仍没有配套完善的制度体系和具体规则,但相关说法并非首次被提出。例如,在最新的设立科创板并试点注册制改革中,无论是对于新股首发的招股说明书还是持续信息披露文件,信息披露的“简明性”要求都多次被强调,并且给出了一些较为具体的标准,诸如重点突出、语言浅白、避免使用大量专业术语和外文等。^{〔4〕}在以信息披露为核心的证券发行注册制背景下,这些标准无不是为了提高专业信息披露文件的可读性、易理解性,降低普通市场参与者获取和理解信息的难度,减少市场整体交易成本。^{〔5〕}其实,在更早的创业板信息披露指引中,对于信息披露简明性要求的描述就已经较为具体,甚至比科创板的相关

〔4〕《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》,中国证券监督管理委员会令第153号,2019年3月1日发布。第34条规定:“发行人申请首次公开发行股票并在科创板上市,应当按照中国证监会制定的信息披露规则,编制并披露招股说明书,保证相关信息真实、准确、完整。信息披露内容应当简明易懂,语言应当浅白平实,以便投资者阅读、理解。”《上海证券交易所科创板股票上市规则》,上证发〔2019〕53号,2019年4月30日发布。第3.2.2条规定:“保荐机构、保荐代表人应当持续督促上市公司充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息,并确保信息披露真实、准确、完整、及时、公平。保荐机构、保荐代表人应当对上市公司制作信息披露公告文件提供必要的指导和协助,确保其信息披露内容简明易懂,语言浅白平实,具有可理解性。保荐机构、保荐代表人应当督促上市公司控股股东、实际控制人履行信息披露义务,告知并督促其不得要求或者协助上市公司隐瞒重要信息。”第5.2.5条规定:“上市公司的公告文稿应当重点突出、逻辑清晰、语言浅白、简明易懂,避免使用大量专业术语、过于晦涩的表达方式和外文及其缩写,避免模糊、模板化和冗余重复的信息,不得含有祝贺、宣传、广告、恭维、诋毁等性质的词语。公告文稿应当采用中文文本,同时采用外文文本的,应当保证两种文本内容的一致。两种文本不一致的,以中文文本为准。”

〔5〕参见王青枚:《论上市公司强制退市中公众投资者权益的法律保护》,湖南师范大学2015年硕士学位论文。

规则更加系统、明确。^[6] 除此之外,在之前证监会发布的系列信息披露内容与格式准则文件中,也明确表达了要求信息披露简明通俗的政策指导倾向,只不过多数表述仍较为概括、笼统。^[7] 现在新《证券法》将“简明清晰、通俗易懂”的简明信息披露要求法律化,明文纳入了证券信息披露的要求,是从立法层面认可了之前的监管导向,进一步明确了我国资本市场转型进程中信息披露监管制度的改革方向。

但目前为止,简明信息披露的相关规定仍停留在较为笼统概括的指向性层面,没有配合切实可执行的具体标准。作为一项进阶性信息披露标准,一方面,“简明清晰、通俗易懂”的要求存在较大的主观调整空间,缺少客观确定的评判标准;另一方面,简明性规则本质是给信息披露义务人加以额外的义务,而直接收益主要归广大投资者享有。因此可以预料的是,如果立法机关和监管部门仅仅是提出方向性的指导意见,没有配套制定切实可行的细则标准以及强有力的规范限制措施,简明信

[6] 《公开发行证券的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(2015年修订)》,中国证券监督管理委员会公告[2015]33号,2015年12月30日发布。第12条规定:“招股说明书应便于投资者阅读,做到浅白易懂、简明扼要、逻辑清晰,具有可读性和可理解性。(一)招股说明书应使用事实描述性语言,突出事件实质和披露重点,对投资者需要重点提醒的信息应当突出表示;使用浅白平实、通俗易懂的日常用语,使用直接、客观、简洁、确定的语句,不应使用抽象、模糊、冗长、重复的表述,不应过度依赖释义,尽量避免使用艰深晦涩、生僻难懂的专业术语或公文用语,不得有祝贺性、广告性、恭维性或诋毁性的词句;(二)招股说明书应尽量采用图表、图片或其他较为直观的方式进行披露;(三)招股说明书在不影响信息披露的完整性和不致引起阅读不便的前提下,可采用相互引证的方法,对各相关部分的内容进行适当的技术处理,以避免重复和保持文字简洁;(四)招股说明书对不同章节或段落出现的同一语词、表述、事项的披露应具有一致性。”

[7] 例如,在《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(2003年修订)》(已失效)(证监发行字[2003]26号,2003年3月24日发布)中,就已经提到“招股说明书摘要中要尽量少用投资者不熟悉的专业和技术词汇,尽量采用图表或其他较为直观的方式准确披露公司及其产品、财务等情况,做到简明扼要,通俗易懂”“文字应简洁、通俗、平实和明确”。另外,在《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式(2012年修订)》(已失效)(中国证券监督管理委员会公告[2012]22号,2012年9月19日发布)中,第4条就提道:“在不影响信息披露完整性和不致引起阅读不便的前提下,公司可以采取相互引证的方法,对年度报告相关部分进行适当的技术处理,以避免不必要的重复和保持文字简洁。”

息披露改革将因为信息披露义务人缺少主动改进的动力而举步维艰。

(二) 我国信息披露简明性要求的实施现状

法律、政策的修订改进不是为了让规则体系看起来更加周全、先进,而是要真正实现预期的理想政策效果。从实施效果来看,我国资本市场原有的简明性相关要求显然没有很好地发挥作用,文章的这一部分将从披露文件的篇幅和内容两个方面,举例说明我国信息披露简明性要求的实施现状。

1. 近期首发上市企业信息披露文件篇幅情况统计分析

首先,笔者检索整理了2020年1月13日至2月15日一个多月时间内,A股和科创板市场最新的首次公开发行股票并上市公司的重要信息披露文件,^[8]统计了相关信息披露文件页数、字数等反映篇幅长短的数据,^[9]并进一步估算了投资者阅读相关信息披露文件所需时间(如表1、表2所示)。

表1 A股市场2020年1月13日至2月15日首发上市企业重点信息披露文件相关数据统计

(拟)上市 发行板块	公司简称 (股票代码)	信息披露 文件类型	页数	字数	阅读所需时间 (分钟)	
					按字数 计算	按页数 估算
创业板	艾可蓝 (300816)	招股说明书	419	197,190	911.70	1197.14
	聚杰微纤 (300819)	招股意向书	466	187,764	868.10	1331.43
		法律意见书	56	31,370	145.03	160.00

[8] 因不同上市板块要求披露的文件类型有所差异,重点关注所选定时间段内,能够反映首发上市企业整体情况的招股说明书类披露文件,主要形式包括招股说明书、招股意向书、招股说明书摘要以及部分招股书相关附录等。

[9] 表格中信息披露文件的字数统计均来自“福昕阅读器”的字数统计功能,因不同信息披露义务人所制作的信息披露文件格式有所差异,来自PDF文件的字数统计通常会被低估。文件内图片、表格以及部分格式不规范的文字可能不被计算进总字数,因此,实际字数只可能高于电子统计数据,依据相关数据所估算的阅读所需时间应是充分保守的低估数据。

续表

(拟)上市 发行板块	公司简称 (股票代码)	信息披露 文件类型	页数	字数	阅读所需时间 (分钟)	
					按字数 计算	按页数 估算
创业板	双飞股份 (300817)	招股说明书	476	222,258	1027.50	1360.00
		特别风险提示	7	2915	13.50	20.00
	英杰电气 (300820)	招股说明书	408	80,160	370.60	1165.71
		特别风险提示	7	861	4.00	20.00
	耐普矿机 (300818)	招股说明书	507	224,484	1037.80	1448.57
		特别风险提示	7	2947	13.60	20.00
创业板5家企业招股说明书平均			455	182,371	843.00	1300.60
中小板	博杰股份 (002975)	招股说明书	552	260,468	1204.20	1577.14
		招股书摘要	158	82,107	379.60	451.43
沪市主板	公牛集团 (603195)	招股说明书	662	308,500	1426.30	1891.43
		招股书摘要	112	69,682	322.20	320.00
		特别风险提示	6	2278	10.50	17.14
	建业股份 (603948)	招股意向书	469	82,787	382.70	1340.00
		招股意向书摘要	60	10,900	50.40	171.43
	良品铺子 (603719)	招股说明书	569	262,468	1213.40	1625.71
		招股书摘要	112	50,893	235.30	320.00
	瑞芯微 (603893)	招股说明书	434	192,111	888.20	1240.00
		招股书摘要	101	62,391	288.40	288.57
		特别风险提示	7	2827	13.10	20.00
斯达半島 (603290)	招股说明书	390	183,567	848.70	1114.29	
	招股书摘要	117	56,409	260.80	334.29	

续表

(拟)上市 发行板块	公司简称 (股票代码)	信息披露 文件类型	页数	字数	阅读所需时间 (分钟)	
					按字数 计算	按页数 估算
沪市主板	雪龙集团 (603949)	招股说明书	580	110,599	511.30	1657.14
		招股书摘要	78	14,070	65.00	222.86
		特别风险 提示(一)	8	3362	15.50	22.86
		特别风险 提示(二)	8	3359	15.50	22.86
	中银证券 (601696)	招股说明书	790	442,115	2044.00	2257.14
		招股书摘要	205	128,041	592.00	585.71
		特别风险提示	8	3195	14.80	22.86
沪市主板 7 家企业平均		招股说明书	556	226,021	1045.00	1589.00
		招股书摘要	112	56,055	259.00	320.00

表 2 科创板市场 2020 年 1 月 13 日至 2 月 15 日
首发上市企业重点信息披露文件相关数据统计

公司简称 (股票代码)	信息披露文件类型	页数	字数	阅读所需时间 (分钟)	
				按字数 计算	按页数 估算
百奥泰(688177)	招股意向书	508	374,876	1733.13	1451.43
	招股意向书附录(一)	242	121,265	560.63	691.43
	招股意向书附录(二)	764	114,955	531.46	2182.86
	招股意向书附录(三)	72	—	—	205.71
华润微(688396)	招股书(注册稿)	625	416,050	1923.49	1785.71
广大特材(688186)	招股说明书	440	258,199	1193.71	1257.14
复洁环保(836304)	招股书(申报稿)	347	214,448	991.44	991.43

续表

公司简称 (股票代码)	信息披露文件类型	页数	字数	阅读所需时间 (分钟)	
				按字数 计算	按页数 估算
东方生物(688298)	招股说明书	453	295,497	1366.14	1294.29
道通科技(688208)	招股说明书	423	56,717	262.21	1208.57
瑞晟智能(823884)	招股书(申报稿)	297	183,431	848.04	848.57
仁会生物(830931)	招股书(申报稿)	394	257,070	1188.49	1125.71
南新制药(688189)	招股书(注册稿)	515	340,516	1574.28	1471.43
康希诺(HK6185)	招股书(申报稿)	403	226,551	1047.39	1151.43
洁特生物(688026)	招股说明书	526	324,728	1501.29	1502.86
华峰测控(688200)	招股说明书	436	267,601	1237.18	1245.71
石头科技(688169)	招股意向书	477	294,026	1359.34	1362.86
	招股意向书附录(一)	576	332,103	1535.38	1645.71
	招股意向书附录(二)	378	143,391	662.93	1080.00
神工股份(688233)	招股书(注册稿)	336	207,812	960.76	960.00
赛特新材(688398)	招股说明书	415	272,517	1259.90	1185.71
瑞松科技(688090)	招股说明书	522	340,609	1574.71	1491.43
紫晶存储(688086)	招股书(注册稿)	676	408,148	1886.95	1931.43
泽璟制药(688266)	招股说明书	593	417,271	1929.13	1694.29
有方科技(688159)	招股说明书	504	327,541	1514.29	1440.00
优刻得(688158)	招股说明书	660	412,580	1907.44	1885.71
映翰通(688080)	招股说明书	513	316,180	1461.77	1465.71
科创板 21 家企业招股书平均		479	295,827	1368.00	1369.00

从表 1 和表 2 中的数据可以非常明显地看出,我国证券市场目前的信息披露文件还是以“鸿篇巨制”为主流。企业首发上市的招股说明书等信息披露文本动辄几百页、数十万字,即便是主板企业所披露的招股书“摘要”,平均也有 112 页、超 56,000 字。相比之下,在 20 世纪 90 年

代 SEC 推行简明英语规则之前,美国上市企业招股书摘要平均长度仅有 10~25 页,而彼时 SEC 已经认为这些摘要过于冗长,已经远超投资者可能专心阅读的篇幅。^[10]

在选取的近一个月首发上市的企业样本中,招股书字数最高的超过 44 万,这尚且没有涵盖数目繁多的其他信息披露文件,而我国第一部纪传体通史《史记》的全文也才 56 万多字。按照普通人的对语言平易、内容熟悉的普通中文文本阅读速度 216 字每分钟来估算,^[11] 投资者如果完整阅读上述公司的招股说明书,平均每篇需要花费 1300~1600 分钟,^[12] 即便是阅读“招股书摘要”,平均每篇也需要花费 320 分钟,这还没有考虑信息披露文件的专业性、复杂性,读者理解思考的时间,以及长时间高强度阅读产生的疲劳等因素。可以说招股书已经太长、太复杂,以至于“不鼓励除了知识最渊博且最顽强的人以外的所有人阅读”。^[13]

2. 招股书内容的简明性评价:以“优刻得”为例

信息披露的简明性规则远非只要求削减信息披露文件的篇幅,而是体现在文本整体的方方面面,包括用词用语、句子结构、行文逻辑、版面设计等。那么,除了篇幅因素之外,国内招股说明书在其他方面的简明性程度又表现得如何呢?这一部分将以科创板公司“优刻得”首发上市招股说明书为例,进行简要的分析评价。

[10] See Plain English Disclosure, 17 CFR Parts 228, 229, 230 and 239, [Release Nos. 33 - 7380; 34 - 38164; IC - 22464; File No. S7 - 3 - 97; International Series No. 1044] (Jan. 21, 1997). p. 3163.

[11] 参见廖建桥、张万山:《论中文的阅读速度》,载《人类工效学》1996 年第 1 期。文中作者给出的测算结论为 309 字/分钟,并根据实验条件与现实情况的区别,建议实际引用数据时加上 30% 折扣,经计算 $309 \times 0.7 \approx 216$ 字/分钟。

[12] 这一数字是根据招股书页数估算所得,而非根据软件统计的字数计算。这样做的依据是:网络上可获取的证券信息披露文件多为 PDF 格式,因文件的格式特性,在使用软件统计其字数时存在较大少记、漏记可能。例如,百奥泰(688177)的长达 72 页的《招股意向书附录(三)》一文,使用软件统计的字数为 0,因此,以页数为计算依据相比于软件统计字数可能更接近实际情况。通过对比分析,作者认为可以参考文件格式较为规范科创板文件的统计数据,估算每页招股说明书的实际字数平均约为 620 字,即完整阅读每页招股书需要花费 2.86 分钟。

[13] Kenneth B. Firtel, *Plain English: A Reappraisal of the Intended Audience of Disclosure under the Securities Act of 1933*, Southern California Law Review, Vol. 72, No. 2, 1999, p. 871.

“优刻得”全称优刻得科技股份有限公司,于2020年1月20日在科创板上市交易,其上市发行的保荐人(主承销商)为国内较为知名的中国国际金融股份有限公司(以下简称“中金公司”)。“优刻得”本次发行的招股书共660页,软件统计字数为412,580字,包含本次发行概览、发行人声明、重大事项提示以及13节具体披露事项,其中又细分有110项二级标题。

重点关注“优刻得”的招股书正文之前的“重大事项提示”部分,该部分并不算是对招股书的浓缩“摘要”,但内容较为丰富,共分为11个二级标题,包含了对公司投资价值判断相关的一些重要事项的简短介绍和解释。但在这12页重大事项提示中,就已经包含不少可以指摘的典型的违背简明性规则的问题。

(1) 语言文字问题

首先关注语言文字问题,类似的问题在招股书中存在很多,在此仅举几例供参考说明。在介绍发行人相关情况时,招股书使用了大量类似“市场份额”“C端”“产业互联网(‘互联网+’)”等术语,以及“AWS”“IDC”“IaaS”等英文缩写,乍一看高端大气专业,但实则并不能增加表意准确性。例如,“市场份额”既可以指销售额在市场同类产品中所占比重,亦可代表销售量在市场同类产品中所占比重,二者所传达的信息可能完全不同,难以和“表意准确”画等号;而查阅招股书中的专业词汇表可以发现,多数英文缩写的使用也是画蛇添足、故弄玄虚,只会额外增加普通读者的理解障碍,如果用简洁的汉语表述来代替,或是在缩写第一次出现时加上简单清晰的注释,将会极大降低读者的阅读障碍。^[14]

除了不必要的缩写和术语,还有其他语言表述的问题。例如,招股书中“若未来下游消费互联网增速持续下降,产业互联网(‘互联网+’)拓展不及预期,可能导致发行人的收入增速短期内持续放缓,净利润继续下滑的风险”这样的表述更是言之无物,发行人对产业互联网原有预

[14] 招股书的专业词汇表中:“AWS”是指“亚马逊公司旗下云计算服务提供商”,可用“亚马逊云”来替代;“IDC”同时对应了互联网数据中心(Internet Data Center)和国际数据公司(International Data Corporation)两个机构,因此,并无法确定到底指代的哪个机构,其数据的权威性也无从考证;“IaaS”就是Infrastructure as a Service一词的缩写,指“基础设施即服务”的服务模式。

期是什么样的？这一概念如果不明确，那么，发行人日后利润只要持续下滑，就可以简单归咎于无法量化的“产业互联网拓展不及预期”，对于投资者的投资判断并无裨益。

(2) 重复冗杂问题

重复冗杂也是信息披露文件中经常出现的问题，再重要的事情也不用在信息披露文件里说三遍，同一信息重复出现并无助于凸显其重要性，只会让读者产生阅读疲劳，把其他重要信息掩盖在过于拖沓的篇幅之中。

以“优刻得”的招股书为例，由于“优刻得”采用差异化表决权的特别治理结构，因此相关事项的确是其特有的重要风险之一，但仅在12页长的重大事项提示部分，有关特别表决权的相同表述就多次重复出现。在重大事项提示部分的第二项，关于特别表决权结构的介绍中，就已经明确提到相关风险；^[15]然而，紧接着在这一部分的第7项，特别风险提示中，完全相同的风险提示再次被完整复制粘贴了一遍。其实远不止这一重要风险因素，即使仅仅是对公司同业竞争对手的介绍，在短短的重大事项提示部分也多次出现。^[16]

(3) 结构、逻辑问题

作为发行人向投资者介绍、推销自己的最直接材料，如果是以投资者需求为核心理念来撰写，那么，招股书的首要任务就是向广大潜在投资者简单介绍自己的主营业务等基本情况。但在“优刻得”招股书中，发行人开门见山地列明了本次发展概况，包括发行的股数、面值、价格

[15] “优刻得”关于特别表决权结构的表述：“特别表决权机制下，共同控股股东及实际控制人能够决定发行人股东大会的普通决议，对股东大会特别决议也能起到类似的决定性作用，限制了除共同控股股东及实际控制人外的其他股东通过股东大会对发行人重大决策的影响。……在特殊情况下，季昕华、莫显峰及华琨的利益可能与公司其他股东，特别是中小股东利益不一致，存在损害其他股东，特别是中小股东利益的可能。”

[16] 类似的重复表述包括：“我国云计算市场中，阿里云、腾讯云、中国电信及AWS等头部企业已占据大部分市场份额……自IDC对公有云IaaS市场规模有统计的2015年以来，发行人市场份额由2015年的4.9%下降至2018年的3.4%”“自IDC对公有云IaaS市场规模有统计的2015年以来，发行人市场份额由2015年的4.9%下降至2018年的3.4%。相比阿里云、腾讯云等竞争对手，发行人目前业务体量相比行业巨头较小……”

等,但直到第31页才缓不济急地就发行人的基本情况进行了“自我介绍”。招股书的这一结构问题,显然是没有将普通投资者作为招股书的最重要受众来对待,而是根据相关格式指引的要求,按照监管的最低标准不加思考地填充了必需的内容。

除了内容结构的问题,还有许多更为深层的逻辑问题,这些问题往往较为隐蔽,只有真正需要使用招股书进行投资判断的人才可能注意到。例如,在“发行市盈率偏高的相关提示”这一部分中,提到了“优刻得”的特殊估值方式,^[17]但发行人只是泛泛说明公司采用的是收入类估值指标进行估值,与股票市场中传统的利润类估值方法不太一样,如果套用利润类指标(如市盈率)评价则不太合适。但相关披露就仅止于此,并没有进一步论证自己现在使用收入类指标所计算出的估值结果就是合理的。

投资判断是一项复杂专业事务,不是仅了解一家企业的情况就能完成的,证明定价结果的合理性,需要在广泛的市场中进行比较分析。^[18]例如,第一批在科创板发行上市的平板显示检测企业华兴源创(股票代码:688001),在招股书中展示业务构成等主要经营指标,以及成本费用等自身财务数据时,就选取了已经在创业板上市多年的同业可比公司精测电子(股票代码:300567),进行了全方位的对比分析,目的就是帮助投资者更直观地了解公司情况、作出合适的投资决策。

3. 小结

虽然信息披露的简明性要求早已被明文写入我国监管规则中,以信

[17] “公司收入快速增长,处于成长期,适用企业价值倍数(EV/S)、市销率(P/S)等收入类的估值指标。国内外主流研究机构针对同行业中与公司发展阶段类似的云计算企业,大部分采取收入类的估值指标进行估值。而采取收入类指标估值可能导致其估值水平显著高于采取利润类指标(如市盈率)估值的结果。2018年度和2019年上半年公司净利润为7714.80万元和778.44万元,2019年上半年净利润下滑幅度较大。如在发行时针对公司采取收入类指标进行估值,则本次发行存在发行市盈率偏高的可能性,未来可能存在股价下跌给新股投资者带来损失的风险。”

[18] See Kenneth B. Firtel, *Plain English: A Reappraisal of the Intended Audience of Disclosure under the Securities Act of 1933*, *Southern California Law Review*, Vol. 72, No. 2, 1999, p. 867.

息披露为核心也已经被明确为我国注册制的核心理念。^[19]但整体来看,相关政策规定实际上并没有得到有效的执行,其政策效果也并未实现。无论是篇幅还是内容,我国目前的信息披露文件都还很难被认为满足简明性要求,对普通投资者来说可读性仍较低,没有充分发挥应有的作用。这与注册制改革的本质内涵和改革进程不相匹配,相关制度规则亟待进一步改进完善。^[20]

三、信息披露简明性要求的理论基础与利弊分析

(一) 信息披露简明性要求的理论依据

相比于普通商品市场,证券市场包含了更多的风险特性,信息披露制度是用以保障证券市场健康有序运转不可或缺的制度安排,其既是联通各个市场参与主体、消除信息不对称、保障证券市场运转机制得以有效运转的关键所在,也是证券监管的重要抓手和工具。^[21]

1. 信息披露制度的法理基础和价值取向演变

证券市场信息披露制度背后所依据的法理基础并非一成不变的,随着证券市场的日益专业化和复杂化,投资者与被投资公司之间的不对等地位和信息偏在程度逐渐增大,投资者的弱势地位日趋明显。为了削减这种不平等地位,保护投资者利益,法律通过强制性规定赋予了投资者信息获取权,相应地上市公司则负有信息披露义务。

作为证券市场公开原则的法律规则表达形式,信义义务理论和后来发展出的效率理论共同构成了信息披露制度背后所蕴含的深厚法理基础。信义义务侧重解决投资者与公司间的代理问题,而效率理论则侧重

[19] 参见杨毅:《易会满:真正落实以信息披露为核心的证券发行注册制》,载新浪财经网:<http://finance.sina.com.cn/china/2019-06-14/doc-ihvhw8741691.shtml>,2020年2月20日访问。

[20] 参见周友苏、杨照鑫:《注册制改革背景下我国股票发行信息披露制度的反思与重构》,载《经济体制改革》2015年第1期。

[21] 参见南玉梅:《债券交易人卖者责任探析——以信息披露义务与诚信义务为核心》,载《中国政法大学学报》2017年第1期。

从有效市场角度解决公司与投资者之间有效沟通的问题。随着市场不断发展完善,投资者日趋成熟,效率理论的适用范围日趋广泛,理论解释能力不断增强,信息披露的质量、决策有用性和有效性等越发受到重视。^[22]

从规则建设的角度来看,我国 A 股市场的信息披露制度已初步形成并完善,^[23]形式上具备了多层次的信息披露规范,多数上市公司的信息披露也能够满足基本要求。^[24]但总体而言,我国资本市场仍处于改革转型阶段,在新股发行上市核准制下,信息披露规则仍以监管要求导向为主,^[25]所关注的要点也更多集中在其合规、合法性上,在形式和内容方面,其实无须太多顾及市场中普通投资人的感受。

然而,在市场运行过程中监管者只是市场秩序的维护者,投资者才是信息的最终使用者,信息披露的根本价值取向不应是满足监管要求,而应是满足投资者的投资需求。^[26]随着科创板的顺利落地和新《证券法》的修订通过,注册制已经被确定为我国证券市场的发展方向,在注册制下“以信息披露为核心”可以说是各界鲜有争议的共识。^[27]更进一步,由于企业寻求上市融资的成败关键将逐渐从“能否过审”转变为“能否被投资者(持续)认可”。因此,信息披露的核心价值取向也应从满足监管标准转为服务投资者,^[28]这样才能真正保护投资者的合法权益。

总之,信息披露文件数量多、篇幅长、内容过于专业等都将严重影响

[22] 参见程茂军:《上市公司信息披露法律规制研究》,华东政法大学 2017 年博士学位论文。

[23] 参见郑斌:《我国证券市场信息披露制度的法律分析——以法律规范文义解释为基础的研究》,载《证券法苑》(第十三卷),法律出版社 2014 年版,第 352~353 页。

[24] 参见郭建军:《注册制下上市公司信息披露制度的价值取向与实现》,载《河北法学》2015 年第 9 期。

[25] 同上书。

[26] 参见程茂军:《上市公司信息披露法律规制研究》,华东政法大学 2017 年博士学位论文。

[27] 参见杨毅:《易会满:真正落实以信息披露为核心的证券发行注册制》,载新浪财经网:<http://finance.sina.com.cn/china/2019-06-14/doc-ihvhiew8741691.shtml>, 2020 年 2 月 20 日访问。

[28] 参见郭建军:《注册制下上市公司信息披露制度的价值取向与实现》,载《河北法学》2015 年第 9 期。

中小投资者对相关信息的阅读和理解。^[29]而简明性改革正是在效率理论法理基础上,努力提高信息披露的投资判断有效性,推动信息披露从“形式规范”向“实质有效”转变,这将是注册制改革有序推进的重要保障。^[30]

2. 简明性规则在我国发展滞后的原因

投资者是证券场所披露信息的最重要使用者,而我国A股市场又一直都是以散户投资者为主流的市场,^[31]按照这一逻辑,A股市场信息披露早该将简明性规则等迎合中小投资者需求的要素作为制度发展的重点。但无论是理论和实践领域,我国对信息披露简明性要求都未能给予充分重视,这其中的原因较为复杂,笔者认为有几个因素较为重要:

一是核准制下A股市场长久以来的市场化程度不高,供求关系失衡,价值投资仍未成为深入人心的主导性投资逻辑,披露文件中的信息很多时候并非投资者关注的重点。与此相对应的,监管和立法部门也并未真正将投资者需求作为信息披露监管工作的导向,使业已存在的简明性要求沦为缺乏实际作用的倡导性条款。二是在网络技术和移动互联网技术没有得到充分普及、利用的时期,普通投资者并不能非常便捷、低成本地得到信息披露义务人所披露的信息,也具有无偏解读相关信息,并挖掘相关内涵的能力,^[32]一般只能依赖简化处理过的二手信息系进行投资判断,如证券分析师或中介机构等给出的盈余预测等建议。^[33]三是随着对证券市场欺诈行为处罚力度的不断加强,信息披露义务人为了规避相关法律风险,越来越倾向于在信息披露时套用标准文本,为了追

[29] 参见李有星、冯泽良:《论重大资产重组信息披露制度的完善》,载《浙江大学学报》(人文社会科学版)2015年第3期。

[30] 参见郭建军:《注册制下上市公司信息披露制度的价值取向与实现》,载《河北法学》2015年第9期。

[31] 参见陈见南、梁谦刚等:《A股人物画像:散户突破1.5亿 近九成股民偏好短线》,载财经网:<http://stock.caijing.com.cn/20200106/4636995.shtml>,2020年2月20日访问。

[32] 参见刘少波、彭绣梅:《公平信息披露与分析师预测精度——来自中国上市公司的经验证据》,载《证券市场导报》2012年第3期。

[33] 参见郭杰、洪洁瑛:《中国证券分析师的盈余预测行为有效性研究》,载《经济研究》2009年第11期。

求所谓的“严谨”而将信息披露文件写得越来越难、越来越长,忽视了对普通投资者造成的阅读和理解障碍。另外,一些中介辅导机构还可能出于增加行业门槛、维持高额中介费用市场等目的,故意将招股书等信息披露文件制作的极为复杂,营造出本不该有的工作难度和专业性。

(二)是否应该要求证券信息披露“简化”

当然,信息披露的简明性规则并非“完美无缺”,对于其是否应当从监管甚至法律层面得到明确仍存争议,^[34]这些质疑往往是聚焦于信息披露简明性规则的实施成本和一些“副作用”,进而质疑将简明性规则纳入监管和法律强制力范围的必要性。以 SEC 的简明英语规则为例,其推行之初也出现过不少反对观点,在此挑选几个进行简单介绍,以帮助读者更加全面地思考简明性规则。

1. “知情门外汉的神话”(Myth of the Informed Layman)理论

所谓的“知情门外汉的神话”理论最早是由荷马·克里普克(Homer Kripke)提出的,此后大多数对 SEC 传统观点抱有怀疑态度的人都同意克里普克的这一观点。简单来说,这一理论认为 SEC 制定信息披露监管规则的逻辑基础:“普通投资者可以理解并有效地使用披露信息来作出‘明智的投资决策’”,是基于错误的“知情门外汉的神话”假设,并进一步认为招股说明书仅应面向市场中的专业人士,而不应针对普通投资者。^[35]

这一观点虽然在当时极具说服力,但在此后的发展过程中并没有能够成为 SEC 和法院所采纳的主流观点,甚至还出现了与其相对的“超级专家神话”(the myth of the “expert” expert)理论,^[36]认为不应假设只有专家才能理解信息披露文件,也不能假设所有专家均有能力理解。总之,此后简明英语的顺利推广并发挥的明显效果,都证明这一观点对现

[34] 参见武俊桥:《论证券信息披露简明性规则——以网络时代为背景》,载《证券市场导报》2011年第11期。

[35] See Kenneth B. Firtel, *Plain English: A Reappraisal of the Intended Audience of Disclosure under the Securities Act of 1933*, *Southern California Law Review*, Vol. 72, No. 2, 1999, pp. 864–866.

[36] See A. A. Sommer, et al., *New Approaches to Disclosure in Registered Security Offerings*, *Business Lawyer*, Vol. 28, No. 2, 1973, p. 527.

实的解释力较为有限。^[37]

2. 过滤理论(The Filtration Theory)

所谓过滤理论,是同前文中的“知情门外汉的神话”理论是相互契合的,这一理论认为:在理想情况下,如果所有的信息披露义务人都能够以尽可能完全客观、准确、公平、公开的方式,尽可能全面地披露更多的事实,同时也保证所有感兴趣的投资者都能以最合适且最容易的方式得到这些信息,当然能够达到信息披露的最佳效果,但实际上这一目标是无法实现的,因为信息总量过于庞大,投资者无力直接使用如此大量的信息。^[38] 因此,资本市场需要寻找一个更加经济、高效的折中披露水平。此时,有效的信息可能被隐藏在大量的信息之中,为了实现更加高效的披露水平,公众投资者最好是“间接获得”信息披露材料,也即披露信息先到达专业人员,经过他们的“过滤”,再交由给外行的公众投资者。^[39]

3. 其他反对声音

除了上述两种理论,早期对于简明英语规则的反对声音还有很多,其中不乏完全反对 SEC 整个强制信息披露制度的理论。以乔治·斯蒂格勒(George Stigler)等芝加哥学派经济学家为代表的一批学者,坚持经济自由主义,认为市场不需要任何强制性信息披露,市场的力量会促使发行人作出符合自身最大利益的选择。^[40] 这些理论在当时极具影响

[37] 例如,康涅狄格大学法学院副教授杰里米·R. 麦克莱恩于2018年发表的一篇简明英语规则实施效果的实证统计研究(Jeremy R. McClane, *Regulating Substance through Form: Lessons from the Sec's Plain English Initiative*, *Harvard Journal on Legislation*, Vol. 55, No. 2, 2018),他在文中分析了2255篇美国市场中的首次公开发行的招股书,认为遵守简明英语规则整体将实实在在地为发行人带来更多收益,其中很重要的一方面是更好地向投资者传递了信息。具体分析在后文中有更为详细的介绍。

[38] See Milton H. Cohen, *Truth in Securities' Revisited*, *Harvard Law Review*, Vol. 79, No. 7, 1966, p. 1367.

[39] See Kenneth B. Firtel, *Plain English: A Reappraisal of the Intended Audience of Disclosure under the Securities Act of 1933*, *Southern California Law Review*, Vol. 72, No. 2, 1999, p. 867.

[40] See Joel Seligman, *The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System*, *Journal of Corporation Law*, Vol. 9, No. 1, 1983, pp. 2-3.

力,但随着经济、社会的不断发展变革,以及资本市场经验教训的不断积累,经济自由主义等学说已经不再是能令资本市场监管者所信服的主流理论,因此不再赘述。

除了理论界,以美国执业律师为代表的反对者也从实务角度表达了对简明英语规则的担忧。^[41]但从事后结果来看,这些质疑都得到了很好的回应。首先,SEC为了推进简明英语规则的稳步实施,实行了包括试点计划、意见征集等前期改革准备,并配合《简明英语手册》等细则指引,保证了简明英语规则的顺利推行。其次,对于实务领域的一些反对意见,SEC在制定最终的简明英语规则时做了必要的吸收采纳,如不再限制摘要部分的篇幅、不再要求发行人对主要风险因素进行评级、排序等。^[42]

总之,信息披露的简明性要求毫无疑问是当前情况下保护普通投资者权益的关键“利器”。^[43]这一规则如果能够按政策预期得到有效推广,对于投资者来说无疑是一个好消息,但其背后仍有非常多理论基础需要补充完善,也有许多细节问题需要进一步讨论,下文中将会逐一梳理。

(三) 证券信息披露能否实现“简明化”

正如前文所说,证券信息披露不同于普通的生活文本或文学作品,其特殊性质决定其需要极高专业性、严谨性。这也是简明英语规则推行

[41] See Andrew T. Serafin, *Kicking the Legalese Habit: The Sec's 'Plain English Disclosure' Proposal*, Loyola University Chicago Law Journal, Vol. 29, No. 3, 1998, pp. 707 - 710.

[42] See Plain English Disclosure, Release, 17 CFR Parts 228, 229, 230, 239 and 274, [Release Nos. 33 - 7497; 34 - 39593; IC - 23011, International Series No. 1113; File No. S7 - 3 - 97] (Jan. 29, 1998), p. 3. 这些担忧大致可以被分为三类:第一类是总体上不反对简明英语规则,但认为SEC并未准备好实施。他们认为,SEC并没有能力来监管如此大规模的信息披露用语的转换,SEC的高级官员几乎不会直接参与注册信息的审核,而初级职员也可能没有能力胜任这一工作。第二类是反对简明英语规则中的某些细则,如简明英语草案中要求发行人对主要风险因素进行评级、排序,反对者认为这需要太多的主观判断和猜测。第三类是认为简明英语过于简单,以至于不够精确,不适合用来披露招股书中包含的复杂信息。

[43] 参见武俊桥:《论证券信息披露简明性规则——以网络时代为背景》,载《证券市场导报》2011年第11期。

之前,许多实务界人士对其可行性提出质疑的重要原因之一:使用“简明性”的语言表述可能无法准确传达其中的信息。

必须要承认的是,的确存在一些极端复杂的情况,会使简明性规则难以发挥作用。例如,在面对一些行业专有名词或是特别复杂的专业交易等事项时,一方面,可能难以用通俗语言将其简明化表达;另一方面,这些极度专业、复杂的事项即使用简明语言进行清晰描述,普通人可能也仍难以理解,此时简明性规则就难以发挥理想的作用,这一困局在安然事件发生之后就已经受到了广泛关注。^[44]但这并不意味着证券信息披露的简明化改革是没有可行性的,这中间存在两个较为隐蔽的误区。

首先,信息的模糊性将会影响投资者的理解能力,但是信息的模糊性并非仅来自其表现形式的复杂性,也可能是源于信息本身的复杂性以及投资者的认知局限性,披露形式简明化能够带来的改变“不足以解决本身就具有复杂性的交易带来的问题”,简明性规则也并不致力于解决这一问题。^[45]其次,简明性规则并不是像字面含义那样,“一刀切”地要求信息披露的所有内容都不能使用法律化、专业化的表达,而是在保证传统信息披露原则性要求的基础之上,灵活地、有选择性地要求信息披露文本在形式上实现最优呈现方案,不仅包括语言文字表达形式,还包括内容形式、行文逻辑、版面设计、字体颜色等一系列要求,目的是尽可能帮助投资者提高信息披露文本形式上的清晰度、友好度,这些因素与信息本身的复杂程度并无太多关系。

综上,资本市场中的确会存在一些难以简化的专业信息,但这些信息给投资者带来的理解障碍源自其本身的复杂性,这并不是简明性规则

[44] 参见[美]斯蒂文·L.施瓦兹:《对复杂交易中信息披露模式的重新思考》,高凌云译,载《南京大学法律评论》2007年第1期。安然事件是指2001年发生在美国的安然(Enron)公司破产案。安然公司曾经是世界上最大的能源、商品和服务公司之一,名列《财富》杂志“美国500强”的第七名。然而,安然公司因为从事的一系列人为的会计行为(极度复杂的结构化融资交易)致使公司最终崩溃。2001年12月2日,安然公司突然向纽约破产法院申请破产保护,该案成为美国历史上企业第二大破产案。斯蒂文指出,在有关安然事件的鲍威尔报告中,仅仅试图描述“交易中最重要实质性内容”就占据了超过200页,交易本身的复杂性会提高信息的模糊性,甚至是最专业的机构也未必可以完全理解相关交易。

[45] 同上。

意图解决的问题。简明性改革目的是纠正发行人大量使用不必要的法律写作方法、专业术语,使信息披露文件充斥着冗杂内容和混乱形式等傲慢、懒惰的行为习惯,尽可能让信息呈现形式进一步优化。在这一维度上,证券信息披露存在巨大的“简明化”空间。

(四) 信息披露简明性规则的利弊分析

正如前文所讨论的,简明性信息披露虽然可以直接有效地降低投资者获取信息的门槛成本,提高信息披露的有效性,但是以强制性的证券法律或监管规则来推行简明性规则却并非没有成本和争议。信息披露的简明性监管规则最早产生于美国,在 20 世纪 90 年代 SEC 尝试推行“简明英语规则”时,美国资本市场相关各界就围绕一些主要矛盾点展开过较为深入的讨论。虽然简明英语规则是基于美国当年市场情况和制度体系设立的,但资本市场的运行和管理逻辑本质都是相似相通的,一些理论、经验在今天也仍极具参考价值。

1. 信息披露简明性规则的成本和收益——参考简明英语规则

信息披露简明性规则的价值和收益在前文中已经进行过论述,概括来说就是降低了投资者获取和理解信息的门槛,进而提高信息披露的有效性和市场效率。但是,使用监管规则或法律的形式强制推行简明性规则并非没有成本,既然这一规则的法理基础包含了效率理论,就需要对这一法律政策的成本和收益进行权衡比较,判断其是否能在整体上提高市场效率水平。

关于这一争议话题,SEC 在推行“简明英语规则”时有过较为详细充分的论述,可以参考借鉴。SEC 在正式推行“简明英语规则”之前做了十分充分的前期准备:为了测试简明英语规则的各种影响,从 1996 年开始,SEC 的公司财务部门就启动了一项试点计划(plain English pilot program),招募愿意根据《1933 年证券法》或《1934 年证券交易法》提交简明英文披露文件的上市公司,共有超过 75 家企业参与了这项测试计划,^[46]这些企业所反馈的意见和数据为之后判断简明英语规则的可行

[46] See Plain English Disclosure, Release, 17 CFR Parts 228, 229, 230, 239 and 274, [Release Nos. 33 - 7497; 34 - 39593; IC - 23011, International Series No. 1113; File No. S7 - 3 - 97] (Jan. 29, 1998), pp. 2 - 3.

性以及成本收益分析提供了坚实可靠的依据。

(1) 简明英语规则的收益

SEC 认为在当时美国的市场状况下,推行简明英语规则有以下具体的好处:使投资者更好地获取信息,以帮助其评估风险的对价和投资机会的价值;减少投资者因无法理解信披文件而作出错误投资决策的可能性;通过减少阅读和理解信息所需的时间来减少投资者的决策成本;通过使投资者可以理解他们所投资的项目,增强投资者的信心,进而增加投资者的投资意愿;减少耗时费力的法律争议的数量,因为投资者更可能很好地理解信息披露文件;降低提供信息披露的成本,因为投资者将会减少向发行人的提问。

这些优势较为直观,也并不会会有太多的理解障碍,这些简明英语规则带来的收益也可以很好地套用在我国信息披露简明性规则上。除此之外,还有一些关于简明英语规则可能带来的好处散见于讨论之中。例如,采用简明英语规则进行披露将会减少信披文件的印刷和寄送费用,从而降低上市公司的信息披露成本等,但这一优势并不适用于我国现今语境。

(2) 简明英语规则可能的成本

在列明优势的同时,SEC 也围绕简明英语规则评论信中的质疑和意见进行了较为详细的讨论:许多评论信都认为,要求上市公司按照简明英语规则书写信息披露文件,非常直接的后果就是会在原有基础上给上市公司带来巨大的额外成本。

对于这一质疑,SEC 基于试点计划中收集的翔实数据和反馈意见,得出了以下结论:首先,简明英语规则所增加的信息披露成本较为有限,对于全部信息披露文件的成本增加幅度仅为约 7%,^[47]而且这一数字显然是被高估的,因为这些测试企业是第一批使用简明英语规则进行披露的人,没有任何经验可供其参考借鉴。其次,使用简明英语规则进行信息披露,短期内可能的确会增加上市公司的成本,但是当上市公司熟悉

[47] 由于美国股票发行上市制度中大量使用了注册表单的形式,SEC 在论述相关成本增加情况时还给出了详细的计算表格,以展示和计算测试过程中每张表单成本的增加情况(测试的第一年里每张表单的成本约增加了 7200 美元)。

并掌握了使用简明英语规则后,这一成本将会逐渐下降,而且在一段时间后,上市公司的后续披露成本也会随之下降,如印刷和邮寄信息披露资料的费用,以及回答投资者问题所花费的时间等。另外,所有提供了反馈的参与者都认为在简明英语规则下的信息披露有利于投资者理解信息,[48]更为重要的是,他们认为这有效地减少投资者误解和失误。

总之,根据当时试点计划中沉淀的数据和经验,SEC相信整体上简明英语规则对于投资者和公开市场带来的收益明显大于所增加的成本。[49]在简明英语规则顺利运转了20年后,最近这一结论也得到了实证数据的支持。杰里米·R. 麦克莱恩(Jeremy R. McClane)^[50]于2018年发表了一篇简明英语规则实施效果的实证统计研究,他在文中分析了2255篇美国市场中的首次公开发行的招股书,认为在法律费用和完成注册交易所需时间方面,遵守简明英语规则不会导致发行公司的成本显著提高。[51]更进一步,数据显示对于发行人来说,遵守简明英语规则的收益其实远大于成本:如果在招股说明书中使用样板化披露语言而非遵守简明英语规则,发行人可能会节省少量律师费用,但同时将因股票定价偏低而损失大量募集资金,并将面临额外的诉讼风险。[52]总之,麦克

[48] SEC随机挑选了9名“简明英语”试点参与者,向他们询问了准备“简明英语”文件的经历9名参与者中有6个作出了回应,其中包括1名使用简明英语规则准备首次公开募股招股说明书的发行人。

[49] Plain English Disclosure, Release, 17 CFR Parts 228, 229, 230, 239 and 274, [Release Nos. 33-7497; 34-39593; IC-23011, International Series No. 1113; File No. S7-3-97] (Jan. 29, 1998), pp. 11-13.

[50] 康涅狄格大学法学院副教授。

[51] See Jeremy R. McClane, *Regulating Substance Through Form: Lessons from the Sec's Plain English Initiative*, Harvard Journal on Legislation, Vol. 55, No. 2, 2018, p. 269. 此处所言“更好地遵照简明英语规则书写披露文件,与股票发行定价偏低的程度是负相关的”并不意味着二者具有因果关系,仅是具有一定的相关性。

[52] See Jeremy R. McClane, *Regulating Substance Through Form: Lessons from the Sec's Plain English Initiative*, Harvard Journal on Legislation, Vol. 55, No. 2, 2018, pp. 306-307. 具体来说,招股书全文中的样板披露每增加10%,发行人平均能节省5.2万美元法律费用;但同时发行人将面临额外的诉讼风险,对应的集体诉讼的和解费金额平均会增加50万美元,如果没能达成和解或未能达成通常预期的和解,相关损失将会更多。另外,如果风险因素部分的样板披露增加10%,发行人还将因股票定价偏低损失510万~610万美元。

莱恩认为根据跨时十余年的大量实证数据,遵守简明英语规则整体上将实实在在地为发行人带来更多收益。

2. 美国经验与中国实际的不同

但是需要注意的是,美国的成功经验并不能完全套用在中国实际上,需要结合中国的具体情况,进一步思考信息披露简明性规则在中国推行可能带来的不同成本和收益。

例如,美国在证券法领域推行简明英语规则之前,就已经经历过了相当充分深入的“简明英语革命”。^[53] 简明英语改革运动在美国既非现代概念,也并非起源于法律领域,这一运动的开始最早可追溯到 1946 年鲁道夫·弗莱施(Rudolph Flesch)的著作 *The Art of Plain Talk*, 其中就提出了“简洁明了”(clear and concise)的简明英文写作标准以及写作用语简明性的基础逻辑;^[54] 19 世纪 60 年代的系列劳工诉钢铁公司的集团诉讼案后,^[55] 语言歧视特别是法律用语的歧视问题就引起了美国各界的广泛关注;随着戴维·梅林科夫(David Mellinkoff)所著的 *The Language of the Law* 在 1963 年出版,^[56] 美国尝试简化法律写作的法务写作简明主义运动正式开始。此后简明英语写作在美国逐渐趋于主流,人们已经普遍认为对于专业性较强的领域,撰写一份能被普通读者理解的读物是作者的责任。^[57]

然而,回到我国发展现状,专业领域的用语简明性仍未受到充分重视,无论是券商、律所还是发行人,都还较为缺乏相关的意识和经验。在此背景下,直接在综合性较强的证券市场信息披露领域入手推行简明性规则,可能会面临更多的困难。相比于 20 世纪 90 年代的美国,我国简

[53] 参见马庆林:《从案例看简明英语法律术语的价值》,载《法律语言学》2009 年第 2 期。

[54] See Michael G. Byers, *Eschew Obfuscation – the Merits of the Sec’s Plain English Doctrine*, University of Memphis Law Review, Vol. 31, No. 1, 2000, pp. 138 – 141.

[55] 其中最为关键的是罗杰斯诉美国钢铁公司案, *Rodgers v. U. S. Steel Corp.*, 536 F. 2d 1001 (3d Cir. 1976).

[56] See David Mellinkoff, *Language of the law*, Boston: Little, Brown and Company Press, 1963.

[57] 参见崔潇潇:《金融素养、财务信息可读性与投资者决策》,中央财经大学 2016 年博士学位论文。

明性规则在推行早期可能会给发行人带来更高的成本,后期券商、律所等相关各方转变理念、学习并适应简明性规则也可能需要更多时间,相关成本的下降速度也可能更为缓慢。但同时,我国资本市场中散户投资者的比例相比于美国等其他发达国家也要高出很多,^[58]如果能够通过简明性规则,提高信息披露文件对普通投资者的有效性和可理解性,那么,相比之下,市场总体有效性提高的收益也会更加明显。

3. 小结

整体来看,无论是从理论逻辑还是国际经验来看,信息披露的简明性变革是利大于弊的,在实际操作层面也是可行的。但这一改革仍是一个比较系统复杂的工作,笔者认为其中一个关键问题在于:虽然从长期来看,市场整体效率的提高将会惠及每一个市场参与者,但从短期内这一变革所需的直接成本将主要由信息披露义务人来承担。因此在推行简明性规则的初期,监管和立法部门应借鉴美国经验,制定全面完善、顾及多方利益的体系性改革计划,同时更多地配套适合我国具体需求的说明、指引、讲座、规范手册等培训引导材料和活动,帮助市场尽快理解和适应信息披露的简明性规则,提高信息披露义务人的积极性,降低政策实施可能产生的成本。

四、信息披露简明性规则与其他披露原则的冲突平衡

如前文已经讨论过的,使用简明清晰、通俗易懂的方式书写信息披露文件具有合理性和必要性,但是信息披露制度已经有真实、准确、完整、及时、公平作为基本原则,再在证券法层面加入简明性规则,可能会带来一些额外的困扰:对于专业、复杂的信息披露文件,要完全兼容准确性、完整性和简明性可能具有一定困难。那么,当简明性要求与其他信息披露原则发生矛盾冲突时,该如何平衡呢?这一问题的结论也将决定信息披露的简明性规则会如何影响义务人的相关责任。

[58] 参见吴悠悠:《散户、机构投资者宏微观情绪:互动关系与市场收益》,载《会计研究》2017年第11期。

(一) 简明性与准确性的关系

首先需要明确的是,我们所讨论的“简明性规则”是指以法律或监管制度为表现形式,以某种强制性规则给证券市场信息披露设定的披露形式标准,这与“准确性原则”中原本就应包含的对于语言表述的易于理解的基本要求,是有程度上和本质意义层面的区别的。准确性原则所能引申出来的对语言文字简明性的要求是有限的、非强制的、缺乏明确标准的,因此在满足“准确性”要求的基础上,信息披露义务人可自由选择的弹性空间非常宽广,而且其决策的逻辑起点也不可能是“最大化市场整体效率”,因此,最终所呈现的效果自然是低水平上的参差不齐。而我们现在所讨论的“简明性规则”,是在准确表达信息的原则基础上,对信息披露义务人进阶性地提出了更加严格、具体、明确的简明披露形式要求,本质上是以效率理论为基础,用“看得见的手”干预证券信息披露市场,以期提高市场整体效率水平。

1. 哪个更准确:简明表达或专业术语

在明确了简明性规则的基本定位之后,接下来就以信息披露中专业术语的使用为例,进一步理解讨论“简明规则”和“准确性原则”之间的关系。当义务人需要披露的信息涉及财务、法律、专业技术等相关问题时,使用对应的有特定之义的专业术语,无疑可以更加便捷精确地描述状况,以满足信息披露的准确性要求。^[59] 例如,财务会计领域的“双倍余额递减法”“后进先出法”;法律领域的“特殊普通合伙”“无限连带责任保证”;金融领域里的“敲出期权”“共同海损优先权”等。如果说这些术语还可以尝试用简明的语言进行描述,那么对于一些高科技公司,其必须使用专业语言来将自己的产品或服务与业内其他公司区分开来,此时术语的使用可能就是非常必要的。^[60] 如果要求信息披露义务人必须使用简明通俗的语言表达清楚专业术语所代表的含义,就会存在一定困难。

[59] 虽然简明性规则并不能与“减少术语使用”画等号,但以专业术语的使用为例子,可以更加方便地讨论和理解相关问题。

[60] See Plain English Disclosure, Release, 17 CFR Parts 228, 229, 230, 239 and 274, [Release Nos. 33 - 7497; 34 - 39593; IC - 23011, International Series No. 1113; File No. S7 - 3 - 97] (Jan. 29, 1998), p. 4.

专业术语之所以被创立,很多时候正是因为有特殊且复杂的含义需要其代表,使用非专业的通俗表达方式可能会造成一定的表意偏差或遗漏。但使用通俗语言简明表达并非和准确性原则背道而驰,正如梅林科夫所建立的7个简明法律写作规则的第一条:“法律用语与其说是精确(precise),不如说是独特(peculiar),不要把独特性和精确性相混淆。”^[61]所有的专业术语也都可以套用这一逻辑进行解释。在业内交流时,使用专业术语可能的确会同时增加表意和理解的准确性,但当交流的对方是非业内的普通投资者时,使用专业术语虽然可能增加表意的准确性,却会同时使信息交流的对方产生接受障碍,进而引起理解的偏差,SEC甚至认为,大多数投资者通常根本不会去阅读任何含糊或难以理解的文件。^[62]

因此,从信息最终到达投资者的效果来看,在起草文本时使用复杂的术语并不会比使用简明清晰的语言更精确,^[63]甚至会降低投资者对

[61] See David Mellinkoff, *Legal Writing: Sense & Nonsense*, St. Paul: West Publishing Company, 1982, pp. 1 – 14. Mellinkoff 在书中建立了7个简明法律作者的写作规则。规则1:法律用语与其说是精确,不如说是独特,不要把独特性和精确性相混淆(The language of the law is more peculiar than precise. Don't confuse peculiarity with precision, p. 1)。规则2:即使是有限的精度也不应被忽略,马虎的写作的代价是误解和创造性的误解(Don't ignore even the limited possibilities of precision. The price of sloppy writing is misunderstanding and creative misinterpretation, p. 15)。规则3:法律写作同样要遵循英语文本的一般规则(Follow the rules of English composition, p. 32)。规则4:通常你可以选择如何表达,请选择(最)清晰(的那一种)(Usually you have a choice of how to say it. Choose clarity, p. 61)。规则5:简单书写,不要夸大、碎片化表达或隐瞒重要信息(Write simply. Do not puff, mangle, or hide, p. 100)。规则6:在写之前,做好计划(Before you write, plan, p. 114)。规则7:把它切掉一半!(Cut it in half, p. 126)(此处“Cut it in half”应理解为“去除不必要的部分”——笔者注,因为原文中进一步解释道“Rewrite. Rewrite. Rewrite...until you run out of time... Each time you rewrite you will find something to cut. Do not be disappointed if you also find something to add...unnecessary words increase the opportunities for you and your reader to go wrong.”)。

[62] See Plain English Disclosure, 17 CFR Parts 228, 229, 230 and 239, [Release Nos. 33 – 7380; 34 – 38164; IC – 22464; File No. S7 – 3 – 97; International Series No. 1044] (Jan. 21, 1997). p. 3153.

[63] See David Mellinkoff, *The Myth of Precision and the Law Dictionary*, UCLA Law Review, Vol. 3, No. 2, 1983, pp. 423 – 442.

披露文件的理解。这一观点在 SEC 针对简明英语规则的试点计划的反馈结果可以得到佐证:使用简明英语进行信息披露测试的上市公司发现他们回答投资者提问的时间大幅减少。例如,其中一位参与者表示他们花费在回答投资者提问上的时间减少了 12%,而另一位则减少了 20%。^[64] 投资者提问的减少意味着虽然减少了术语的使用,但投资者对于披露文件的理解程度反而增加,因阅读信息披露文件而产生的疑问减少了。也就是说,信息更准确有效地到达了信息使用人。这一论断在简明英语运行 20 年后,也得到了实证数据的证明。^[65]

因此,通俗表达与准确性原则并非互斥,以二者相互矛盾为由质疑简明性规则的作用,并反对推行简明性规则的观点并不能站得住脚。

2. 准确性原则应优先于简明性规则

虽然通俗表达与准确性原则并非互斥,但需要特别注意的是,这并不意味着当简明性规则和准确性原则发生难以调和的冲突时,仍应固守简明性规则。正如时任 SEC 主席的莱维特在简明英语拟议规则发布前夕所说,“信息披露有两个方面:可供投资者使用的信息,以及实际传达给投资者的信息”。^[66] 在现代资本市场的信息披露问题中,信息的准确传递包含两个非常重要的部分:信息发出人的准确表达和信息使用者的准确接受。只有当信息发出人能够保证信息表达的准确性时,简明性规则才能通过帮助信息使用者提高接受信息的准确性,最终提高整体信息传递的准确性。

SEC 在简明英语规则立法过程中,也同意在一些情况下业务术语的使用是必要的,并不“一刀切”地禁止,而是要求避免使用“只有你的竞争对手或行业专家才能理解的过多的技术术语”,同时在第一次使用它

[64] See Plain English Disclosure, Release, 17 CFR Parts 228, 229, 230, 239 and 274, [Release Nos. 33 - 7497; 34 - 39593; IC - 23011, International Series No. 1113; File No. S7 - 3 - 97] (Jan. 29, 1998), p. 11.

[65] See Jeremy R. McClane, *Regulating Substance Through Form: Lessons from the Sec's Plain English Initiative*, Harvard Journal on Legislation, Vol. 55, No. 2, 2018, pp. 306 - 307.

[66] See Arthur Levitt, *Fulfilling the Promise of Disclosure*, U. S. Securities and Exchange Commission, <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1997/spch171.txt>, accessed March 1th, 2020.

们时尽一切努力解释它们的含义。^[67] 因此,当信息披露义务人遇到无法完全用简明性表达、必须使用专业术语描述事实的情况时,应优先保障的是信息披露的准确性原则,在保证准确性的基础之上,有区别地使用简明表述,并对未能简明披露的部分设置特别的风险提示,或承诺公司管理层在信息披露不足的交易中没有任何实质性利益冲突即可。^[68]

更进一步,这一结论还会对之后相关的监管和司法等环节产生影响:一方面,证券市场中有非常严格的法律制度,信息披露义务人如果发生了证券市场欺诈行为,将要承担民事赔偿责任甚至受到刑事处罚,但相关法律责任无一例外都是以“真实、准确、完整、及时、公平”的信息披露基本原则为依据进行判定。其本质都是关注信息披露义务人在发布信息这一环节客观行为的合法性,法律并未也不应将信息披露事务的管辖范围,延伸至普通投资者对信息的接受这一环节。另一方面,信息披露用语是否“简明清晰,通俗易懂”本身就带有过高的主观因素,将其作为法律责任的认定标准无疑会产生许多争议和分歧。因此,从可执行性角度来看,信息披露的简明性规则应在准确性原则之后考虑。

综上,信息披露的简明性要求应在优先保证准确性原则的基础上,根据所披露信息的特性划定灵活的执行标准。最终效果应是在不折损信息披露准确性的基础之上,尽可能使用简明清晰、通俗易懂的语言,增加投资者接受信息时的可理解性和有效性。

(二) 简明性与完整性的关系

信息披露的完整性是要求信息披露必须全面、充分,不得有重大遗

[67] See Plain English Disclosure, 17 CFR Parts 228, 229, 230 and 239, [Release Nos. 33 - 7380; 34 - 38164; IC - 22464; File No. S7 - 3 - 97; International Series No. 1044] (Jan. 21, 1997), pp. 3152 - 3158.

[68] 参见[美]斯蒂文·L.施瓦兹在《对复杂交易中信息披露模式的重新思考》中指出,对于类似安然事件这样极度复杂交易,有三种方式可以用来解决其导致的信息披露不足的问题:(1)容忍信息披露的不足;(2)禁止信息披露不足的交易;(3)要求补充保护措施。斯蒂文进而认为最恰当的方式应为第三种,在信息披露的时候增加额外的补充保护措施,具体就是要求公司管理层在信息披露不足的交易中没有任何实质性的利益冲突。参见[美]斯蒂文·L.施瓦兹:《对复杂交易中信息披露模式的重新思考》,高凌云译,载《南京大学法律评论》2007年第1期。

漏。^[69] 但如果为了确保所有重要事实都被披露,将过多的信息“过载”(information overload)给读者,同样可能会导致重要信息被掩埋在大量无用信息之下,^[70]增加了投资者的搜索成本,影响投资决策的质量。^[71]例如在财务报告相关的信息披露文件中,一些具有较高决策相关性的表外信息,就可能被隐藏在“冗长的散文般的文本或是无用的财务和历史数据”中,^[72]难以引起投资者的注意和重视,这也降低了披露文件实质上的完整性。^[73]

而简明性规则的一个重要部分,就是要求缩减某些信息披露文本的篇幅,减少非重要信息,提炼并重点披露与证券价格和投资者投资判断密切相关的“重大”信息。^[74]以简明英语规则为例,SEC要求发行人必须知道需要披露哪些信息,应在撰写招股说明书之前研究并了解要披露的信息,以投资者易于掌握的方式来确定信息的优先顺序和组织方式,减少不增加信息质量的重复披露等。^[75]这一政策原理是基于人们的阅读和认知规律,要求将重大信息浓缩在投资者能够保持充分阅读注意力的有效篇幅之内,以增加信息披露的有效性。

但简明性规则也并非一味要削减信息披露的篇幅,其本质目的是删减无效冗杂信息、凸显强化重要信息,在削减篇幅和保证充分信息披露之间寻求最佳平衡,最终增强信息披露对投资者的可用性和有效性。例如,SEC在最终版的简明性规则中,就调整了自己的观点,决定不再对摘

[69] 同前注[68]。

[70] See Carl Felsenfeld, *The Plain English Movement*, *Canadian Business Law Journal*, Vol. 6, No. 4, 1981, pp. 411 - 412.

[71] 参见邢会强:《金融法上信息披露制度的缺陷及其改革——行为经济学视角的反思》,载《证券市场导报》2018年第3期。

[72] *Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp.*, 332 F. Supp. 544 (E. D. N. Y. 1971), p. 565.

[73] 参见李婕琼:《表外披露信息过载问题探讨》,载《中国注册会计师》2007年第2期。

[74] 参见武俊桥:《论证券信息披露简明性规则——以网络时代为背景》,载《证券市场导报》2011年第11期。

[75] See the Office of Investor Education Assistance, *A Plain English Handbook: How to create Clear SEC Disclosure Documents*, U. S. Securities and Exchange Commission, <http://www.sec.gov/plainwriting.shtml>, accessed March 3th, 2020.

要部分长度、风险因素数量、风险因素排序等作出限制。^[76]并且在允许(permit)上市公司在信息披露文件中概述重要合同内容的同时,要求(require)其同时提供详细的合同原文或是证券权利的证明材料等,对于无法概述的语句,还要求上市公司必须提供原文。另外,SEC还拒绝了一些评论信关于对信息披露文件中使用简明英语书写的部分设置“安全港”(safe harbor)的建议,因为简明英语规则并不意味着省略重要的信息,只是要求必须使用投资者能够理解的文字和便于他们阅读的格式进行信息披露。^[77]

可以看出,在立法思路,信息披露的简明性要求还是为完整性原则服务,简明性改进完全是在保证有效信息得到充分、完整披露的前提下,通过删减无效冗杂信息、凸显强化重要信息,最终增强信息披露对投资者的可用性和有效性。^[78]简明性规则的实施并不会使原本偏好完整、非简化信息披露的投资者受损,可以将其理解为是一种能够使“鱼与熊掌可以兼得”的“非对称父爱主义”(asymmetric paternalism)式的政策,能够在总量上提高经济效率。^[79]但立法和监管机关还需要根据自己国家资本市场的具体情况,平衡好信息披露简明性和充分性之间的关系,制定具体可行、客观合理的政策。

综上,简明性规则在效力层级上应劣后于信息披露基本原则,只有在保证所披露信息符合“真实、准确、完整、及时、公平”的原则性要求的基础之上,才能够谨慎、适度地尝试进行信息披露的简明性改革,简明性

[76] See Plain English Disclosure, Release, 17 CFR Parts 228, 229, 230, 239 and 274, [Release Nos. 33 - 7497; 34 - 39593; IC - 23011, International Series No. 1113; File No. S7 - 3 - 97] (Jan. 29, 1998), p. 2.

[77] Id.

[78] 参见刘晓:《我国上市公司股价同步性研究:理论模型、实证检验与信息披露制度安排》,山东大学2016年博士学位论文。

[79] [美]科林·凯莫勒、[美]尔·伊萨查罗夫、[美]乔治·罗文斯坦、[美]特德·奥多诺霍、[美]马修·拉宾:《偏好与理性选择:保守主义人士也能接受的规制——行为经济学与“非对称父爱主义”的案例》,郭春镇译,载《北大法律评论》2008年第1辑。文中对于“非对称父爱主义”的定义包括:“如果一项政策对于那些有限理性的人们所产生的收益非常大,同时没有或几乎没有对那些完全理性的人们造成损害,那么这项政策就是非对称父爱主义式的。”“非对称父爱主义式政策必须在总量上提高经济效率。”

规则的加入不会削减对原有信息披露原则的要求。这一基础逻辑的讨论和明确,将有助于思考我国现有信息披露简明性要求的问题和瑕疵,更有助于帮助我们厘清制定简明信息披露细化规则的思路和逻辑,取长补短、少走弯路。

五、对我国证券信息披露简明性制度的完善建议

简要总结前文可以看到,制定科学的规则体系提高信息披露的简明性,帮助普通投资者投资获得更加简明、清晰的信息,毫无疑问是提高市场整体效率的必选项。但由于缺乏有效的执行,我国原有的简明性相关要求事实上沦为了空洞的倡导性指令,信息披露文件依然极为冗长繁杂,对于普通投资者来说可用性极为有限。这一状况可以被概括为:市场迫切需要,现实仍很落后,未来亟待完善。因此,本部分将结合前文的结论,给我国信息披露的简明性规则提出一些完善建议,供参考讨论。

(一) 信息披露简明性规则的立法建议

在2019年最新修订的《证券法》中,直接加入了“简明清晰、通俗易懂”的信息披露简明性要求,“简明清晰、通俗易懂”的要求被直接和“真实、准确、完整”这一信息披露最核心原则相并列,而同为信息披露基本原则的“及时、公平”甚至都没能被专门列示于此,而是散见于其他条款之中。这可能是为了体现立法部门对信息披露简明性要求的高度重视,但笔者认为新《证券法》的这一条款安排可能有些欠妥,简明性规则不应与信息披露的核心原则并列,也不应无差别地要求所有信息披露文件均符合简明性要求。

1. 简明性规则不应与信息披露的核心原则并列

作为投资者保护利器的简明性规则,信息披露的简明性规则固然重要,也亟须完善,但这并不等于要把它的地位过度提高。反过来,也并不是说相关规则所陈列的法律效力层级越高,它就能得到越好的实施效果。如前文结论,信息披露的简明性规则在效力层级上应劣后于信息披露基本原则,只有在保证信息披露义务人所披露信息符合“真实、准确、完整、及时、公平”的原则性要求的基础之上,才能够谨慎、适度地尝试进

行信息披露的简明性改革。

这其实非常容易理解,观察新《证券法》第78条第2款可以发现,在这一信息披露的一般性规定条文里,除了简明性要求外的其他要素“真实、准确、完整”“不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”都是信息披露制度的基本红线。任何信息披露义务人,一旦违反这几项要求就将构成虚假陈述,将可能承担包括行政、民事、刑事在内的严重法律责任。

而“简明清晰、通俗易懂”的信息披露简明性要求显然不具有这一性质。例如,法院不可能仅仅因为书写信息披露文本时用了倒装句而非普通语序,表述不够简明清晰就判定信息披露义务人构成虚假陈述。更进一步,包括“简明清晰、通俗易懂”在内的简明性要求,本身就不可能是一个客观标准,具有过高的主观性,不同知识文化背景的个体对信息披露文本是否“简明清晰、通俗易懂”都可能有不同的认识。因此,信息披露的简明性甚至不太适合像其他信息披露要求那样,用来作为判定是否违法违规的标准。

综上,作为信息披露的进阶性要求,简明性规则不应与信息披露的核心原则并列,这样安排既不符合法理逻辑,也无助于简明性规则得到有效执行,简明性规则应该以其他更为灵活、可变通的形式列入证券信息披露规范体系。

2. 简明性规则需要有针对性地实施

除了不应与信息披露原则性要求并列之外,笔者认为也不应“一刀切”地对所有信息披露文件都施加简明性要求。

首先,信息披露包含强制信息披露和自愿信息披露,其中自愿性披露则是上市公司与其他利益主体之间基于市场作用进行的自利性信息沟通。^[80]既然自愿信息披露是上市公司基于市场作用的自利性行为,那么这一行为就应更多地交给市场机制去引导,如果不加区分地要求所有信息披露内容都应符合简明性要求,部分企业可能会为了避免麻烦、减少违规风险,干脆不进行可有可无的自愿性信息披露,那么投资者将

[80] 参见何卫东:《上市公司自愿性信息披露研究(深证综研字第0070号)》,载巨潮网:<http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?orgId=cninfo9988c0&announcementId=10539081>,2020年3月20日访问。

反而因此失去进一步了解上市企业的机会。因此,对信息披露文件简明性的强制要求不应被盲目扩展到所有信息披露文件。

其次,即便对是强制性信息披露的文本,也不应“一刀切”地要求其全文使用简明性语言进行披露。一方面,上市公司的经营范围繁杂多样,相关核心业务可能会涉及复杂的交易或是专业的高科技技术,如果不加区别地要求使用简明性语言进行描述,可能造成过高的成本,甚至创造新的理解困难。如此一来,不仅外行的公众投资者难以理解信息披露内容,就连内行的专业人员面对相关文本可能也会一头雾水。另一方面,上市公司的投资者中并非只有厌恶详细信息披露文本的普通投资者,还会有专业的机构投资者,以及有专业知识、对交易细节感兴趣的普通投资者。他们可能并不满足简明性书写的摘要等部分,也不愿意阅读被二次加工后的信息,而是想要亲自阅读专业的信息细节。如果“一刀切”地要求披露文件的所有部分都适用简明性规则,可能会破坏这部分投资者的投研计划。

综上,即便是对于强制性披露的信息,简明性要求也不应无差别适用。当然,将现有新《证券法》中“简明清晰,通俗易懂”的要求仅视为一种倡导性要求,鼓励所有信息披露文本都以此为努力方向倒也无厚非。

3. 信息披露简明性规则的立法形式建议

首先,从体系性角度来看,“简明清晰、通俗易懂”的简明性要求应从新《证券法》第78条第2款中移出。即便是要保留其作为针对所有信息披露文件的倡导性条款,也不应该和其他原则性要求并列,这不符合法律规范的分类标准。笔者认为,较为合适的方式是在《证券法》“信息披露”章节中单列一条,规定信息披露简明性的基本理念或要求,并授权国务院证券监管部门制定具体规则,此后简明性规则具体的要求细则以部门规章等形式更加合适。一方面,简明性规则具有很强的主观性,想要明确其执行标准需要更多的细节规范,用较低层级的法律规范予以明确更加合适,也便于采用一些可以灵活变通的非正式方式引导其实施;另一方面,简明规则随着上市制度、信息披露的演变,可能需要不断完善跟进,以部门规章等形式规范方便及时修改,也不会影响《证券法》的稳定性。

其次,有强制约束力的简明性规则应限缩适用范围。倡导性条款的表述可以笼统模糊一些,但用作监管执行标准的简明性披露规则应更为谨慎、具体。参考 SEC 简明英语规则的经验,简明性要求强制适用的范围仅包括封面、封底、摘要和风险揭示部分。我国可以根据具体情况,制定符合我国制度体系和需求的简明性规则,如对招股说明书摘要、年报半年报摘要、法律意见书首页、风险提示等部分强制适用简明性细则要求,而对招股书正文仅作倡导性要求,在保证普通投资者理解重要信息的同时,为其他投资者保留充分完整的原始信息。但需要明确的一点是,目前我国科创板和创业板的上市规则,仍未要求发行人提供招股说明书摘要,长达几百页的招股书原文、法律意见书等根本不适合普通投资者阅读,这与信息披露为核心的注册制理念实则背道而驰。

(二) 简明性规则的细化完善建议

首先,在制定相关细则时还需要注意,对于信息披露简明性的理解不应仅局限于“简明清晰、通俗易懂”等字面含义上。简明性规则绝不仅仅是对语言文字的改写简化,而是要从服务投资者角度出发,对信息披露文本的全方位优化。除了语言文字的优化之外,简明性还包括但不限于:根据投资者需求优化逻辑结构,使用友好坦率、有吸引力的语气,删减反复出现的冗杂信息,使用读者友好的可视化呈现方式,使用分级标题帮助读者整理思路,使用优美且整洁的外观设计等。总结来说,信息披露的简明性规则应顾及信息披露文件的方方面面,每一个可能增加读者阅读体验和获取效果的细节都应被关注。

其次,信息披露的简明性规则有其独特之处,相关标准天然具有较高的主观性和模糊性。因此,有必要给出较为详细、统一的指导标准,为改革初期探索者提供参考素材,这会极大地减少改革的阻力和成本,提高政策的可执行性。而《简明英语手册》无疑是现成的满分参考资料,监管部门可以学习借鉴其核心理念,结合汉语言特性和我国实际情况加以简单修改,形成一份翔实有效的指导材料。

最后,证券监管机构还应在政策推行早期配套更多的意见反馈和咨询指导渠道,帮助早期缺乏经验的信息披露义务人学习领悟简明性披露的规则,同时吸收反馈意见,及时改进细则要求。另外还可以借助文章、讲座、保代培训、董秘培训等形式,加强关于信息披露简明性规则的教育

指导,尽快普及简明性披露的理念和规则等,多渠道同步推进。

(三) 简明性规则的进阶建议

近年来,随着计算机技术的迅猛发展,智能投资顾问、机器学习、语言文字处理等算法技术已经得到广泛使用,在技术支持下,未来的信息披露文件使用方式可能会发生本质变化。投资者无须再阅读信息披露原文,而只是在自动分析软件中勾选自己想要了解的内容,就可以借助计算机算法迅速准确地获取所有重要信息,这在实务领域已经可以实现。也有学者注意到了这一变化,并且进一步提出,对于计算机技术支持下的信息处理算法,传统的模板式披露可能反而会变得更易处理。^[81]因此,在设计我国简明性规则的具体制度时,就可以针对这一技术变革进行有前瞻性的优化调整。例如,对于招股书中那些数据分析时通常要重点关注的部分,可以要求其按照统一的规范化表格填写数据和信息,为之后的计算机数据抓取提供便利。这可以理解为是面向计算机技术的“简明性”改进,同样可以提高投资者获取信息的有效性,而且避免了简明性规则在技术变革中迅速过时。

(四) 信息披露简明性规则的执行

研究清楚相关理论并修订完善规则文本并没有太多技术障碍,信息披露的简明性规则关键难题在于如何恰当、有智慧地实施。简明性本身的主观性和模糊性的特点,使普通的监管执行方式不仅可能给信息披露义务人带来过多责任负担,甚至可能给监管机构、司法机关带来不必要的麻烦。

借鉴美国经验可以发现,虽然根据《1933年证券法》,SEC可以通过多种正式程序审查发行人的披露材料是否符合简明英语规则,但SEC通常并不会使用,而是运用自己的酌情处理权,单纯以“信息披露不完整或不充分”为由拒绝发行人加速生效的申请,通过影响注册进程向发行人施压,形成约束。这使SEC能够非常灵活自如地对每个注册声明文件进行判断,避免可能引发的各种争议和诉累,实际上帮助SEC获得了

[81] See Jeremy R. McClane, *Regulating Substance Through Form: Lessons from the Sec's Plain English Initiative*, Harvard Journal on Legislation, Vol. 55, No. 2, 2018, pp. 309 - 310.

信息披露简明性监管领域的绝对话语权。^[82]

我国目前并没有类似美国的“加速”注册制度,但从证监会受理发行人的注册申请到作出进一步决定,也有 20 个工作日的时效限制,^[83]证监会如果对注册申请文件有异议,同样可以要求发行人进一步补充、修改。因此,类似 SEC 不同意“加速”申请的非正式监管方式也完全有适用的可能性。例如,证监会可以以“招股说明书不够简明清晰”为由向发行人反馈修改意见,并进行窗口指导,延缓同意申请人注册申请。

更进一步来讲,我国在推行信息披露简明性规则方面其实具有独特优势。不同于美国的交易所,我国的证券交易所实质上是政府主导下的准政府职能部门,行政力量的指导使交易所的运行本质上服从于政府特定时期的经济运行要求。^[84]因此,我国如果在注册制下推行信息披露的简明性规则,完全可以将审核程序前置化,交易所在审核发行人股票公开发行并上市的申请时,就可以对信息披露是否符合简明性要求进行审查,对不符合要求的发行人,可以延迟或不同意其发行申请。另外,交易所还可以将上市企业日常披露的简明性程度纳入其信息披露质量的评级体系中去,类似关注函、监管函等交易所常用的监管方式都可能适用空间。

六、结论

2019 年年底修订通过的新《证券法》填补了许多现行制度规则的漏

[82] See Michael G. Byers, *Eschew Obfuscation – the Merits of the Sec’s Plain English Doctrine*, University of Memphis Law Review, Vol. 31, No. 1, 2000, pp. 138 – 141, 165 – 168.

[83] 《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》,中国证券监督管理委员会令第 153 号,2019 年 3 月 1 日发布。第 24 条规定:“中国证监会在 20 个工作日内对发行人的注册申请作出同意注册或者不予注册的决定。发行人根据要求补充、修改注册申请文件,中国证监会要求交易所进一步问询,以及中国证监会要求保荐人、证券服务机构等对有关事项进行核查的时间不计算在内。”

[84] 参见郑彧:《我国证券交易所法律性质之重塑——兼论证券交易所互助化与非互助化的取舍》,载《法商研究》2008 年第 6 期。

洞,也为我国资本市场带来了不少新鲜血液,包括“简明清晰、通俗易懂”的信息披露简明性要求。在市场机制发挥主导作用的资本市场中,信息披露文件是沟通发行人和投资者的最重要途径,一份简明清晰、通俗易懂、重点突出、设计友好的招股书无疑可以帮助投资者最为有效地阅读理解,进而获得充分、准确的信息,作出合适的投资决策,这将极大地提高市场整体的有效性。以投资者需求为核心理念的信息披露简明性规则如果能够很好地发挥效果,无疑将会是保护投资者权益的一大政策利器,对于广大普通投资者来说也是个值得庆贺的好消息。

为此,本文从信息披露简明性规则背后的法理依据和逻辑基础出发,论证了简明性规则的合理性,分析了简明性规则此前在我国发展滞后的原因,并认为我国目前已经具备全面推行信息披露简明性改革的时机和条件。为了进一步增进对简明性规则的理解,本文全面结合美国简明英语规则的成功经验,在考虑我国市场特征的基础上,详细讨论了推行简明性规则可能的成本收益、政策利弊等问题。认为推行简明性规则可以给投资者和市场整体带来可观的收益,整体上是利远大于弊的,并进一步论证了简明性规则与其他信息披露原则的可兼容性,同时提出简明性规则在效力层级上应劣后于信息披露基本原则。

需要特别注意的是,信息披露的简明性规则在写入《证券法》之前,实际已经以格式准则等形式在我国证券监管规则中存在多年,但从现实效果来看,此前的简明性规则并没有发挥应有的效果。因此,本文又参照美国简明英语规则在制度体系建设、执行和后续救济等方面的经验,结合我国实际情况,有建设性地为我国简明性规则的立法方式、配套措施以及执行方式提出了较为完整的建议。指出我国目前新《证券法》中信息披露简明性规则立法形式的不合理之处,创造性地为我国简明性规则的立法路径和有效执行提供了可能的思路,建议依托我国的证券监管特点,通过非正式但有约束力的方式和渠道推行信息披露的简明性规则,以保障其可以得到顺利有效的实施,真正使政策效果惠及广大投资者。

新《证券法》明确我国证券发行将实施注册制,目前注册制改革已形成了从科创板到创业板,再到全市场的“三步走”改革布局,开启了全面深化资本市场改革的新局面。证券市场的全面注册制未来指日可待,

在发行注册由核准制向注册制全面转换之前,证券市场整体制度体系必将有一次较为彻底的调整和更新。因此,在注册制改革全面推行之前,监管部门还有一定时间去思考、完善相关制度规则。信息披露的简明性规则作为注册制下的投资者保护利器,最好能在规则体系形成的早期就被充分考虑,这样才能与整个发行注册、信息披露制度有机结合,发挥最大的作用。

(编辑:吴紫君)