

试论招股书可理解性规则

——以科创板企业信息披露为例

赵育才*

摘要:2019年新《证券法》新增“简明清晰,通俗易懂”的信息披露要求,是可理解性规则的核心法规。以科创板招股书为样本,综合现行法律法规、招股书规则历史沿革及上交所审核实践等,目前可理解性涉及内容广泛,部分属于“可理解性”范畴,其余更多传递了多余、误导、失真的信息。参考美国等域外规则,应尽快通过法律法规及监管规则明确可理解性以投资者为中心的视角,厘清与“真实、准确、完整”的关系,对语言文字、格式体例等方面给出细致合理的要求。

关键词:可理解性 信息披露 招股书 科创板

一、试点注册制改革语境下的可理解性

(一)关于可理解性的法律规则

1. 现行法律法规

“可理解性”一词是设立科创板并试点注册制

* 现任职于中国证监会发行监管部。本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

改革中提出的“充分、一致、可理解”之一,与“真实、准确、完整”(以下简称“老三性”)相对应。^[1]正式“亮相”于《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则(征求意见稿)》中,第33条中明确规定,按照“简明易懂、便于理解、语言浅白”等具体要求,从可理解性的角度进行审核。^[2]不过,之后正式稿将“充分、一致、可理解”的文字删去,仅保留了具体的审核要求。

2019年修订完成的《证券法》中虽未将“可理解性”一词纳入其中,但有两处条文与可理解性相关:

其一,第19条第1款(对应2014年修正的《证券法》第20条)规定:“发行人报送的证券发行申请文件,应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息,内容应当真实、准确、完整。”本条款新增了“应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息”文字,在原有条文基础上,进一步强调信息披露的主要对象是投资者,所有的发行申请文件均以投资者为主要使用者,这在我国当前以散户投资者为主的资本市场中尤其重要。

其二,第78条第2款(对应2014年修正的《证券法》第63条)规定:“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。”本条款新增了“简明清晰,通俗易懂”文字,在“老三性”之外,增加简明披露要求。即信息披露既要“真实、准确、完整”,也要方便投资者阅读并可用于投资决策。

“简明清晰,通俗易懂”八字已然成为新的信息披露要求,与《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则(征求意见稿)》中所称的

[1] “老三性”的称谓参见2019年1月30日《上海证券交易所设立科创板并试点注册制配套业务规则公开征求意见答记者问》,载 http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20190129_4717061.shtml,2020年6月30日访问。

[2] 《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则(征求意见稿)》第33条规定:“本所从可理解性的角度进行审核时,重点关注发行上市申请文件披露的内容是否简明易懂,是否便于一般投资者阅读和理解。包括但不限于是否使用浅白语言,是否简明扼要、重点突出、逻辑清晰,是否结合企业自身特点进行有针对性的信息披露,是否采用直观、准确、易于理解的披露形式等事项。”

“可理解性”的含义基本相同,也可称为“简明信息披露规则”等。^[3]

2.《证券法》修订历程

“可理解性”一词是随着试点注册制改革而产生的。2015年12月27日,全国人大常委会第十八次会议审议通过《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用有关规定的决定(草案)》的议案,明确授权国务院可根据股票发行注册制改革的要求,调整适用证券法关于股票核准制的规定。注册制改革正式启动。

与此同时,上海证券交易所(以下简称“上交所”)尝试通过设立战略新兴板将注册制改革向前推进,开始尝试以“齐备、一致、可理解”来回应“真实、准确、完整”,最终体现在《证券法修订草案》一读稿(2015年4月)中。草案第22条第3款规定,“证券交易所应当对注册文件的齐备性、一致性、可理解性进行审核,并出具审核意见。”同时在“信息披露”一章,以单独条文规定了“依法披露的信息,应当简明清晰,通俗易懂”。

当时,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)相关负责人公开阐释认为,可理解性主要是指信息披露文件的语言表述,要立足于投资者阅读和使用的需要,充分考虑一般投资者的认知水平与专业能力,尽量做到浅显易懂。^[4]交易所相关负责人也持同样的观点,认为可理解性就是让普通投资者能够看懂。^[5]市场人士也认同可理解性是指语言直白,不晦涩难懂。^[6]后续由于种种客观原因,战略新兴板不了了之,证券法修订也停滞不前。直到2年后,《证券法修订草案》二读稿(2017年4月)中恢复了2014年《证券法》中关于证券发行的规定,将一读稿中众多与注册制相关条文删去,包括可理解性审核原则等,仅保留了一读稿中所增加“简明清晰、通俗易懂”的要求,并且与“真实、

[3] 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11月号。

[4] 参见《A股注册制下审什么?信息披露将成重中之重》,载 <http://www.nbd.com.cn/articles/2015-12-30/974403.html>,2020年6月30日访问。

[5] 参见《宋丽萍详解注册制难点在哪?信披质量必须审出来》,载 <https://finance.huanqiu.com/article/9CaKrnJlyPX>,2020年6月30日访问。

[6] 张书怀:《不能笼统规定所有板块都不设盈利指标》,载《上海证券报》2015年5月4日,第007版。

准确、完整”合并在一起,即“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”。此后,2019年4月的三读稿、2019年12月的四读稿及最终公布稿均沿用了此条文。

《证券法》现行“简明清晰、通俗易懂”条文是在二读稿中敲定的,是对一读稿众多要求的概括。因此,证券法修订历经四次审议,可理解性要求从翔实明确的规定到仅仅保留特征要求,所强调的以投资者为对象、文字简明易懂等要求是一以贯之的。这些内容已经实实在在地成为信息披露的新要求。

(二)《招股书准则》对可理解性的引进与完善

“可理解性”一词虽然在法律条文中的出现时间较晚,但监管者在制定下位规则时已经潜意识地将相关要求放在条款之中,最主要体现在《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》(以下简称《招股书准则》)这一重要的文件中。

《招股书准则》最早一版为1993年颁布,以《股票发行与交易管理暂行条例》为上位法基础,对招股书封面、正文、附录、备查文件四部分的内容进行了规定,相较于后期版本,1993年《1号准则》内容较为概括和简略。1997年进一步完善,其中新规定了“不得刊登题字,任何有祝贺性、恭维性或推荐性的词句,以及任何广告、宣传性用语”的要求,并对招股书数字格式、印刷排版等也作出了统一安排。^[7]

2001年,《招股书准则》明确提出要适应股票发行核准制的要求,增加了更多的信息披露内容,体例发生了较大变化,正式确立了总则、招股书、摘要、附则四章内容,特别是招股书一章规定了封面、书脊、扉页、目录、释义,业务和技术,公司治理结构等16节内容,后续版本乃至现行有效的《招股书准则》都是由2001年版本演变而来。^[8]这一版本仅是个别条款涉及可理解性要求,未成体系。

[7] 参见《中国证券监督管理委员会关于发布公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第一号〈招股说明书的内容与格式〉的通知》(1997年1月6日,证监[1997]2号)。

[8] 参见《中国证券监督管理委员会关于发布〈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〉的通知》(证监发[2001]41号)。

2003年首次明确提出了可理解性的相关条款。一是要求招股书全文“文字应简洁、通俗、平实和明确”；二是要求招股书摘要“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”。〔9〕

2006年，《招股书准则》将“使用事实描述性语言，保证其内容简明扼要、通俗易懂，突出事件实质”的要求扩大至招股书全文，同时保留了对篇幅、字号、行距、术语、数字、译文、文字格式与结构等具体要求。〔10〕2009年，创业板成立，对应的《创业板招股书准则》，可理解性要求基本没变。〔11〕2014年《创业板招股书准则》正式将“可理解性”一词明确写入条文之中，并具体罗列了使用通俗易懂的日常用语等四项具体要求。〔12〕

2019年，《科创板招股书准则》继承并优化了创业板的可理解性要求。除文字描述、语句结构上的区别，科创板特别增设的内容是要求结合发行人情况具体说明，要符合发行人的个性特点，进行具体准确的信息披露，不可泛泛而谈。2020年6月12日发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第28号——创业板公司招股书（2020年修订）》基本上复制了科创板招股书准则的可理解性有关内容。

〔9〕 参见《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）》（2003年3月24日，证监发行字〔2003〕26号）。

〔10〕 参见《中国证券监督管理委员会关于发布〈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〉的通知》（证监发行字〔2006〕5号）。

〔11〕 参见《关于〈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〉的公告》（证监会公告〔2009〕17号）。

〔12〕 《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）》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，可采用相互引征的方法，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—致性。”

《招股书准则》是对招股书内容和格式最具体、直接、明确的规定。自资本市场诞生之初,这一文件就存在,一直延续至今,连名字都毫无保留地得以流传,在20年资本市场发展历程中展现出超强的生命力。而在2003年首次明确提出了可理解性相关条款,“可理解性”这一词也在2014年被明确列入条文并得以保留。《招股书准则》中规定的可理解性内容,是对现行法律法规的补充和细化。尽管这些内容限于对招股书的要求,但对于其他类型的信息披露文件也有相应的参照意义,具体较广的适用性。

(三) 上交所在科创板审核中所总结的实际问题

除立法层面的相关规定之外,上交所作为设立科创板的执行者,自试点注册制启动以来,前后多次就“可理解性”相关问题进行集中通告。

2019年4月3日,上交所在科创板投教培训会上向中介机构通报了申报中存在的问题,包括对是否符合科创板定位存在夸大问题、信息披露中使用了广告语言或不客观、夸大的语言。^[13]同月,上交所在答记者问中就已受理企业的招股书基本情况进行了公开说明,并就其中存在的问题提出了五个“不够”,其中涉及可理解性的有两个大方面:信息披露语言表述不够友好、文件格式和内容安排不够规范,与其并列的是业务模式、风险揭示等科创企业的核心内容。可见,上交所在对招股书可理解性的相关问题是高度重视的。^[14]

2019年8月1日,上交所发布《关于切实提高招股书(申报稿)质量和问询回复质量相关注意事项的通知》,要求披露业务与技术时使用浅白易懂的语言,客观准确、实事求是地描述发行人的经营模式及盈利模式,不得使用市场推广的宣传用语或夸大其词的描述,避免使用艰深晦涩、生僻难懂的专业术语;使用“领先”“先进”等定性描述的,应提供客观依据;同时也对申请文件的文件格式和文档结构提出要求。

[13] 参见《上交所:科创板招股书存10大共性问题 存在夸大问题明显》,载 https://www.sohu.com/a/305817676_114984,2020年6月30日访问。

[14] 参见《上交所就首轮问询及回复情况答记者问》,载 http://star.sse.com.cn/star/media/news/c/c_20190521_4822287.shtml,2020年6月30日访问。

作为科创板上市审核机构,上交所将可理解性作为重要核标准之一来进行审核。在可理解性内涵上,执法者所指出的具体问题与立法的相关要求是彼此呼应的,从这些方面也可以帮助探寻可理解性在当前环境下包括的内容究竟有哪些。

(四) 小结

总体来看,《证券法》“简明清晰,通俗易懂”八字真言是对可理解性的高度概括,是注册制下全新的信息披露要求。交易所上市审核规则、招股书准则等配套规则围绕“简明清晰,通俗易懂”建立了初步的框架性内容。同时,上交所也在审核实践中事无巨细地总结出了一系列关于可理解性的宝贵经验。虽然就这些内容,我们无法对可理解性作出一项完美准确的定义,然而可以通过立法过程、执法实践,粗略对当前可理解性的要求进行区分,并可以用当前科创板企业为样本逐项考察这些要求的落实情况。具体包括以下几个方面:

1. “可理解性”强调信息披露应当以投资者为中心。《证券法》要求发行人应披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息。发行人及中介机构在撰写招股书时,心中应当预设读者群体的总体特征,充分考虑他们的年龄、投资经验、知识储备等种种因素,确保招股书能够被顺利地阅读及理解。

2. 当前法律法规对可理解性的要求,以及上交所集中指出的相关问题等绝大部分与语言文字、阅读理解方面有关,可以被归纳为纯粹的可理解性问题。此类信披要求的不及格,或多或少会产生阅读障碍,从而导致可理解性问题。具体包括:(1)语言文字准确度、规范性;(2)格式体例;(3)术语的使用;(4)科普语言的使用。

3. 其他部分则不单单属于可理解性问题,如“应客观、全面,使用事实描述性语言,突出事件实质,不得选择性披露,不得使用市场推广的宣传用语”^[15]这一要求。夸大的、具有宣传性的用语本身不会产生语义的阅读困难,其问题根源在于传递了令人困惑甚至失真的信息,会误导投资者,往往已经超越了可理解性,而是违反了“真实、准确、完整”

[15] 参见《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第41号——科创板公司招股说明书》第10条第1项。

要求。现阶段出现的问题集中在两个方面:(1)冗长、重复的表述,即冗余性表述;(2)祝贺性、广告性、恭维性用语、市场推广用语等,即夸张性表述。

二、科创板招股书可理解性的具体实践

“可理解性”强调以投资者为中心,要披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息。截至2020年4月,A股个人投资者账户合计16,397.98万,机构投资者账户合计37.04万,个人投资者账户数量占比99.77%,占据绝对多数。^[16]按照2019年11月的数据,已有447万户个人投资者开通科创板交易权限,数量较为庞大。^[17]2016年,中证中小投资者服务中心曾联合上交所对A股个人投资者进行了一次较为广泛的调研,总共收回了5429份问卷,具有较强的代表性。调研报告显示,一部分投资者是低龄或高龄人员,超过三成投资者仅为高中或以下学历,超过半数的投资者投资经验并不丰富。^[18]

可以看到,在我国“散户为主”生态下,经验丰富、专业的机构投资者仅仅是极少数,更多的一部分是基本知识经验、投资能力都较为缺乏的散户们,投资者的总体特点都对可理解性提出了更加严格的要求。因此,有必要对上文所总结出的可理解性相关方面进行逐一考察,从实践角度评析当前实践中,科创板招股书是否达到了“简明清晰,通俗易懂”的要求。

(一) 科创板招股书概况

自科创板开启受理至2020年3月31日,上交所共受理223家企

[16] 数据来自中证登官网:http://www.chinaclear.cn/zdjs/tjyb2/center_tjbg.shtml,2020年6月30日访问。

[17] 参见《科创板供需平衡可期:447万人已开户,年底百家企业将过会》,载<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1649317806133663294&wfr=spider&for=pc>,2020年6月30日访问。

[18] 中证中小投资者服务中心、上海证券交易所:《投资者权益知识调查报告》《投资者风险认识调查报告》,分别载《上海证券报》2016年8月22日、8月29日。

业,处于审核中、同意注册、终止审核等不同状态阶段。本文选取了全部 223 份招股书,以此作为样本,对最终呈现给投资者的基本语言情况进行分析。^[19] 可以粗略统计招股书基本情况如表 1 所示:

表 1 科创板招股书数据统计^[20]

数据类别	平均数	最高数	最低数	中位数
全部页数(页)	562	1099	271	522
全文字数(字)	330,714	589,412	149,364	311,102
每句平均字数(字)	14.73	18.22	13.19	14.67
普通术语个数(个)	82	182	25	74
专业术语个数(个)	43	140	13	38

从表 1 中我们可以看出,科创板整体招股书篇幅很大,平均达到了 33 万字,假设普通阅读速度是每分钟 180 字,那么阅读一篇完整招股书平均需要花费 30 小时左右,对于投资者来说,需要花费较大精力去阅读。原因可能是科创板企业信息披露更加丰富全面,也有可能是招股书在可理解性方面有进一步简化的空间。

另外一个普遍的共识是文字的可理解性与句子长短成反比,越长的句子理解起来就越有难度。在 223 家企业中,招股书每句平均字数为 15 字,基本上还属于相对友好的阅读材料,比之动辄一段为一句的英文文件要好一些。另外,段落长度较难精确统计,总体观感上,科创板招股书分段较为合理,长篇大论的现象较少。

上交所向发行人及中介机构问询问题,督促信息披露的不断完善,是探查招股书可理解性的另一维度。经过统计可以看到,在第一轮问询中,223 家中除一家未披露问询问题就终止审核外,有 151 家在问询中均提出了与可理解性相关的独立问题,占比 68%,超过一半,可见在监管

[19] 招股书选取当前投资者可以公开获得的最新版本,即选取截至 2020 年 3 月 31 日,发行人最后提交的版本,如已上市的企业则选取注册稿、待上市委会议审议的则选取上会稿、问询中的则选取申报稿等。

[20] 数据统计方法:将招股书的 pdf 版本转化为 txt 格式,通过 linux 统计句子长短、字数、页数、术语个数由人工手动统计。

机构眼中,大部分招股书的可理解性还是存在较大改进空间。

这些问题基本都包括了要求发行人“以通俗易懂的语言再次阐述”核心技术先进性、境内外发展水平、与可比公司的差异等。同时,也有相当一部分是要求发行人提供相应表述的依据,否则应当作夸张性、宣传性用语删除。其余问题围绕可理解性的细节方面提出了相应的要求。

也有少量与金融相关的“可理解性”问题,如复洁环保,仅披露关联方持股的份额和持股情况等,但是并未计算持股比例,被问询函指出“不利于投资者阅读”;再如,九号机器人被要求以直白语言精简披露股份支付部分内容。

值得一提的是,天智航共被提出 80 个问题,其中 9 个指出招股书存在可理解性问题,甚至存在“招股书中存在多处不符合科创板格式准则要求的情况”这样的严厉措辞,属于所有企业之最。^[21]

经过上交所第一轮“灵魂”问询后,绝大部分企业对照“可理解性”要求全面修订了招股书,取得了不错的效果,第二轮及之后的问询中基本不再涉及可理解性问题。极个别企业,如国盛智科在一次问询被指出存在可理解性问题的基础上,二次问询中的第一个问题就是“关于业务与技术相关的信息披露上存在可理解性不足、冗余内容过多的问题”。^[22]

(二) 纯粹的可理解性问题

1. 语言文字准确度、规范性

当前法律法规中“可理解性”要求首先是语言问题,“简明清晰,通俗易懂”在语义上最直接的理解就是对语言风格的要求,相关法律法规中还使用了浅白、事实描述性、直接、确定、客观等形容词,具体体现在句子长短、文字准确性、数字译文统一性等。这些要求是任何书面材料的通用阅读标准,无法达标会导致读者无法从文字中获取信息,俗称“读不懂”,是纯粹的是否便于理解的要求。而其他的如误导性陈述,可能语言文字是完全能够被读懂的,但是所展现的具体内容使读者感到困惑,从

[21] 参见《关于北京天智航医疗科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的审核问询函的回复》。

[22] 参见《关于南通国盛智能科技集团股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件审核问询函的回复》。

而影响“可理解性”，所披露的信息甚至已经失真，这是另外一个维度的问题。

如上文所述，总体上科创板招股书能够避免使用长句、长段。除外，语言文字准确无误，不存在错别字、语病也是基本要求。绝大部分招股书在这边是达标的，个别的如贝斯达，被指出文本中存在缺失主语的语病；^[23]甚者如利元亨，被指出招股书中存在多处语言错误，包括文字错误、数据不一致、段落不完整等。^[24]这些低级错误直接影响了招股书的可理解性，同时也容易让投资者对企业本身质量及中介机构的执业水平产生怀疑。

另外，交易所审核规则和招股书准则中提到了外文译本、数字格式等要求，也属于语言问题的范畴。例如，创造了多项历史的“红筹第一股”华润微，被要求明确进行风险披露：虽然发行人在境内市场发布的信息披露文件须使用中文，但公司注册文件、其他法律文件可能使用其他语言，投资者可能面临阅读和理解困难。^[25]再如，赛赫智能、松井新材等也被要求尽量避免使用生僻的专业词汇英语简称等。

2. 格式体例

招股书的格式体例也是与“可理解性”深度相关的因素。招股书准则规定了每一节应披露信息的内容以及对应的顺序，对格式体例的要求比较严格且详尽。例如，目录应标明各章、节的标题及相应的页码，内容编排也应符合通行的惯例。而所谓的内容编排上的“通行的惯例”，在A股市场被以“荣大快印”为主的商业印刷机构所掌握，他们所提供的撰写模板被绝大多数保荐机构所采用，并获得了监管机构的认可，长期以来形成了一套较为完备的行业惯例。这些模板被精心设计，对标题分级、行间距、字体、字号都进行了详细的规定，为招股书提供了整齐、简洁的整体观感。科创板企业在这方面做得都不错，只有长阳科技1家，被

[23] 参见《深圳市贝斯达医疗股份有限公司与东兴证券股份有限公司关于首次公开发行股票并在科创板上市申请文件审核问询函的回复》。

[24] 参见《关于广东利元亨智能装备股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的审核问询函的回复》。

[25] 参见《关于华润微电子有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的审核问询函之回复》。

指出招股书文档结构图层次过少、不便于阅读。^[26]

当前“可理解性”要求中有一项是尽量使用图表、图片或其他较为直观的披露方式,本质上也是格式体例的问题。同样容量的信息,以层次分明、条款清楚的图表进行展示远比长篇堆砌的文字要好很多。图片同样能起到同样的作用,是最直观、形象的表达方式。总体来看,每篇招股书对图表、图片的使用是非常普遍的,尤其在股权机构、业务技术等关键内容的披露上。少数做得不好的企业都被指出了存在的问题并要求改进,例如,三友医疗被要求以列表或其他简明易懂的形式说明销售变动情况;^[27]再如,先临三维被要求对部分表格进行必要的文字说明、铂力特被要求更正主要产品的工艺流程图,确保流程图绘制的逻辑一致性等。^[28]

3. 术语的使用

当前“可理解性”对术语的使用要求是尽量避免使用艰深晦涩、生僻难懂的专业术语或公文用语。术语具有科学性和知识表述的严谨性。^[29]术语以高度凝练的方式覆盖了巨大的信息量,在精简文字的同时,术语使用也会增加文字的复杂度。当前科创板招股书一般在开篇单设“释义”一节,将全篇招股书所用的术语分为普通术语和专业术语进行专门罗列。普通术语一少部分是各种金融、法律、会计专业词汇,还包括了大量的简称、代称等,科创板企业平均使用82个普通术语,数量是比较多的。

专业术语则是与业务技术相关的行业称谓、技术名词等。不同于金融、法律、会计等普通术语,专业术语即使对于浸润资本市场多年的职业经理人来说,也是完全陌生的。招股书在使用专业术语方面必须慎重。从样本企业来看,每篇招股书平均使用专业术语43个,最高的甚至达到

[26] 参见《关于宁波长阳科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的审核问询函回复》。

[27] 参见《关于上海三友医疗器械股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件审核问询函的回复》。

[28] 参见《关于先临三维科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的审核问询函之回复》《关于西安铂力特增材技术股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件审核问询函的回复》。

[29] 张和友、宋慧曼:《关于金融术语的几个问题》,载《中国科技术语》2019年第6期。

了140个。这反映了科创板企业的科创属性还是相当有含量的,也反映出对于行业技术的信息披露是极其不容易的,使用专业术语来精简篇幅,却无形中增加了投资者的阅读成本,属实无奈。对于投资者来说,生僻难懂的专业术语反复出现,同时还需要不停地去翻查招股书前部的术语汇总表进行参照阅读,是非常痛苦的。当然,如果出现的相关专业术语缺少了先前的索引更是有悖于可理解性的,如安集科技、普元信息等,被指出招股书多处用到先进封装、技术节点等专业术语,被要求将这些专业术语在释义部分以浅白易懂的语言作出明确定义。^[30]

为了进一步提升术语的简明性,可以对大量的术语作进一步的分类。只有个别企业能够做到这一点,如诺康达非常克制地使用了较少的普通术语,同时也将术语按照与发行人的关系进行了分类说明。^[31]仁会生物则按照行业概念、药品概念、工艺概念等对专业术语进行了分类。^[32]

4. 科普语言的使用

科创板提供了5套上市标准,摒弃了对盈利的苛刻要求,同时也要求企业必须要符合科创板定位。因此,对业务与技术的信息披露尤其重要。而绝大部分投资者乃至作为招股书撰写者的中介机构,对相关业务技术是相对陌生的,这就对这一部分的“可理解性”提出了更高的要求。有的招股书选择将企业的宣传手册略作改变甚至照搬,就变成了招股书的信息披露,可能作者本人都对业务一知半解,这样的材料如何能让投资者能读懂?又何谈信息披露的“真实、准确、完整”?

因此,在首轮问询中,监管机构花很大精力让发行人中介机构用通俗易懂的语言描述企业的业务与技术,尤其是科创属性方面。

所以,在这一方面,招股书撰写者必须自身做到充分理解,重新以个

[30] 参见《安集微电子科技(上海)股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的审核问询函的回复》《关于普元信息技术股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件审核问询函的回复》。

[31] 参见《〈关于北京诺康达医药科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的审核问询函〉的回复》。

[32] 参见《关于上海仁会生物制药股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件审核问询函的回复报告》。

人语言进行描述,脱离对企业原有业务介绍材料的依赖。整个过程就相当于,从企业处学习了一整套的科学知识,吸收消化后,再以通俗浅显的方式将这些知识呈现给投资者,实际上这是一个学习科普的过程。对于有着高科技属性门槛的科创板招股书,和大众科普文章在道理上是十分相通的,在提升业务技术信息披露的可理解性方面,可以借鉴科普语言的写作经验风格,使其具备科普文的基本特征。例如,科隆新能被要求要说明每种锂电池正极材料技术发展历程、主要性能特点与优劣势、目前主要应用情况、技术发展趋势等。整个询问过程就要求招股书对业务技术做一篇标准的命题说明文,写成一篇文章具备相当质量的说明文。

科普作家曾经总结过科普文章的相关技巧:多讲故事、尽量举例、恰当比喻、图解以及口诀。^[33] 此类技巧多为从侧面角度解释说明相关概念,目前并未被当前的招股书所采用,但未尝不是一种合适的做法。正如关于公式的经典桥段:每多一个公式都会吓跑一半读者。例如,金达莱在二次问询答复中运用了非常复杂的数学公式来计算污泥泥龄、测量污泥稳定性,事实上,有多少人能通过公式读明白发行人想要表达的内容需要打上一个问题。^[34]

招股书在业务与技术方面需要借助通俗的语言、形象化的图表等内容作细致准确的解释,必要时可以通过举例、类比等方式作解释说明。例如,微创网络被要求使用具体的图片和产品名称、并用投资者可理解的语言说明产品功能等。^[35]

(三) 冗余性表述

目前“可理解性”有不得使用冗长、重复表述的要求。上交所在总结审核中出现的问题时也指出部分招股书大篇幅披露与发行人相关度不大的行业等信息,对自身直接相关的业务与技术披露较少,信息披露冗余的同时,有效性不足、针对性不强,可以将此类内容归纳为冗余信息

[33] 参见叶李华:《科普创作经验谈——技巧、原则与怀疑精神》,载《科普创作》2019年第4期。

[34] 参见《〈关于江西金达莱环保股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的第二轮审核问询函〉之回复报告》。

[35] 参见《关于微创(上海)网络技术股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件审核问询函的回复》。

范畴。

与之相对的是应客观、全面突出事件实质,不得选择性披露,属于缺失信息范畴。例如,瑞联新材被要求对其所获得的技术奖项的颁发时间、是否合作获得等内容进行进一步披露。^[36]对于科创板企业,科创属性极其重要,奖项是代表技术含量的重要数据,可以认为对这方面信息的缺失,不仅仅是可理解性的要求,实际上,这是违反了信息披露的“完整”要求。

如果是纯粹“多余”的信息,冗余信息不对应披露信息产生影响,那就仅影响文章的可理解性,如在招股书中披露说“太阳从东边升起”这句举世皆知、绝对正确的话语。如果这些冗余信息是刻意为之,客观上存在误导投资者的倾向,则超越了可理解性要求,可能违反了“真实、准确”的要求。

1. 纯粹的冗余性表述

可理解性有关规定所称的“重复、不相关”信息应该指向与企业不相关但不影响信息披露“真实、准确、完整”的相关内容,这些内容可以直接删除而对信息披露的具体内容不产生影响。例如,恒安嘉新被指出招股书主营业务情况、市场地位、未来发展战略等 10 余处重复公司经营理念;再如容百科技被指出问询回复存在误黏贴其他答复等情形。^[37]

在招股书准则中与“重复内容”有关另一方面的要求是同一语词、表述、事项的披露应具有一致性。这个要求与冗余信息并不是矛盾的,冗余信息是指没有必要的重复信息;而有必要强调或不同角度对同一内容的信息披露,则应该相互保持一致,不能出现偏差甚至矛盾的情况,以免造成理解上的困难。至于是否为必要的判断,要就具体的情形而论,难以作出统一规定。

2. 误导性冗余性表述

(1) 如果冗余信息本身为虚假的,则违反了真实性要求。如精英数

[36] 参见《关于西安瑞联新材料股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件审核问询函的回复》。

[37] 参见《关于恒安嘉新(北京)科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件审核问询函的回复》。

智,被要求删除所列示的未获授权专利以增加可理解性。实际上这就并不单是可理解性问题了,而是试图将未获授权专利作为有权专利进行披露,本质上披露了虚假的信息。^[38]

(2) 误导性陈述,虽本身为真,但属于刻意误导投资者,就会违反准确性要求。例如,奕瑞科技、迈得医疗等公司,引用了大量下游产业的产业政策、行业发展情况等,与自身无关。^[39] 这表面上是冗余信息,本质上属于典型的“偷梁换柱”,试图用下游产业的优势来为自身添彩,是典型的误导性陈述,已经违反了信息披露的“准确”要求。

(四) 夸张性表述

审核规则和招股书准则中有不得使用市场推广的宣传用语的要求。上交所也披露招股书中存在而使用市场推广的宣传用语、广告语言,明显美化甚至夸大的情形。^[40] 这些内容可以归纳为夸张性表述。夸张信息和真实信息的区别在于是否具有真实的依据。一项论述,尤其是定性词语,如果没有客观数据支持,就属于夸张信息。夸张信息往往介于可理解性和真实性要求之间。夸张信息不同于完全虚假的信息,可能会让投资者产生误导作用,难以分辨“行业领先”“国内先进”这些描述是否为真,所以会在理解上产生困难。无论是否会违背真实性要求,夸张信息总是违背可理解性要求的。本文总结了常见的夸张性表述如下:

遥遥领先、明显突破、实现进口替代、丰富经验、广泛认可、优势明显、极速体验、巨大机会、行业龙头、行业领先、深刻理解、唯一、打破垄断、强大创新能力、名列前茅、第一梯队、口碑极佳、引领者。

在众多企业中,国盛智科是一个特别有趣的案例,在问询压力下,将招股书全文的“高端装备部件”修改为“装备部件”。科创板对于夸张信

[38] 参见《关于精英数智科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件审核问询函的回复》。

[39] 参见《关于上海奕瑞光电子科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的审核问询函的回复》《关于迈得医疗工业设备股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的审核问询函的回复》。

[40] 参见《上交所:科创板招股书存 10 大共性问题 存在夸大问题明显》,载 https://www.sohu.com/a/305817676_114984,2020 年 6 月 30 日访问。

息的要求之严格可见一斑。^[41]

另外,由于科创板对于科创属性要求较高,所以企业都绞尽脑汁为自己身上添加科创标签。一种常见的办法是利用下游客户来为自己贴金,将“大牛”企业列为自己的企业,实际上缺乏合同和收入数据的支持。例如,建龙微纳泛泛地说自己与众多牛人客户具有长期合作,远销多个国家和地区,然而,前五大客户中全完全看不到这些企业的踪影。^[42]类似的还有安博通,被怀疑是否将下游客户获奖项目作为公司自身荣誉进行披露。^[43]这些实际上都是夸张信息,存在误导投资者的倾向,比较接近违反“真实、准确”的要求。

三、境外可理解性相关规则

细数各国家、地区对招股书内容与格式的规制方式,大致可以分为三种:监管机构主导、自律组织主导、监管机构指定规则及自律组织实施实质审核的方式。其中或多或少都对披露内容表述简明易懂方面进行了规制。^[44]

(一) 境外可理解性规则概述

美国最早设立可理解性规则,1998年8月,SEC发布Rule 421(d)以及Rule 421(b),即所谓“简明英语规则”(Plain English rule),对在美申请注册上市的招股书的语言提出了要求,于当年10月1日正式实施。^[45]Rule 421(d)要求撰写招募说明书前部(front portion)——包括

[41] 参见《关于南通国盛智能科技集团股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件审核问询函的回复》。

[42] 参见《〈关于洛阳建龙微纳新材料股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的审核问询函〉之回复报告》。

[43] 参见《关于北京安博通科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件审核问询函的回复》。

[44] 程茂军:《加强投资者教育以推动实现信息披露简明性规则》,载《证券法苑》(第22卷),法律出版社2017年版,第139~155页。

[45] 17 CFR Parts 228, 229, 230, available at 239 and 274, <https://www.sec.gov/rules/final/33-7497.txt>, accessed June 30th, 2020.

封面、封底、摘要和风险因素部分时,必须在组织、语言、设计方面遵守简明英语规则。Rule 421(b)则要求整个招股书具备清晰(clear)、简洁(concise)、可理解(understandable)的特点。

SEC公司融资部(Division of Corporation Finance)同步发布了《职员法律公告第7号文》(Updated Staff Legal Bulletin No. 7),大致相当于一项立法说明,对简明英语规则进行了总结:公司递交的招股书须满足:(1)前部应用简明英语撰写;(2)其余部分要用清晰(clear)、可理解(understandable)的文风撰写;(3)设计应该从外观上具备吸引力且容易阅读。^[46] SEC投资者教育与援助办公室发布了《简明英语手册》(A Plain English Handbook)。手册是对Rule 421(d)/(b)下的指导倡议文件,不具备法律效力,正如扉页上所写的仅供参考(for your general information)。^[47] 简明英语手册的内容作为对简明英语规则的具体解释,在实际中对招股书撰写产生了一定的约束力。

其他国家、地区陆续效仿美国,通过制定监管指引(Guide),建立起当地的可理解性规则。

2016年2月2日,我国香港联交所(以下简称“联交所”)发布《简化股本证券新上市申请上市文件编制指引》(The Listing Document Simplification Guide,以下简称香港指引),^[48]明确了联交所《主板规则》第2.03(2)条、《创业板规则》第2.06(2)条所明确的“使投资者可获得足够资料来对发行人进行全面评估”的原则,指出较多上市文件没有满足这样的原则,存在过于冗长复杂、适用法律及专业术语、解释业务模式不清晰等问题。香港指引致力于:(1)协助发行人及中介机构撰写符合上述原则的上市文件;(2)对上市文件中不同章节所应包含的资料提供指引;(3)提供投资者在上市文件中搜寻及理解资料的能力。

[46] See Division of Corporation Finance: Updated Staff Legal Bulletin No. 7, available at <https://www.sec.gov/interprets/legal/cfs1b7a.htm>, accessed June 30th, 2020.

[47] A Plain English Handbook: How to Create Clear SEC Disclosure Documents, available at <https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/newsextrahandbookhtml>, accessed June 30th, 2020.

[48] Listing Document Simplification Guide, available at https://www.hkex.com.hk/listing/rules-and-guidance/other-resources/new-applicants/listing-document-simplification-guide?sc_lang=en, accessed June 30th, 2020.

澳大利亚证券投资委员会在2011年11月发布监管指引《招股书:对散户投资者的有效披露》(Regulatory Guide 228 – Prospectuses: Effective disclosure for retail investors,以下简称澳洲指引)。^[49]后于2016年、2019年两次修订。澳洲指引引用了澳大利亚《公司法》(Corporations Act)第715A节“招股书应该使用‘清晰、简洁、有效’的文风撰写”等相关要求。宗旨与美国、我国香港地区相同,也是致力于让发行人及中介机构撰写的招股书能帮助散户投资者获得信息并作出有根据的投资决策。澳洲指引比美国、我国香港地区的相关规定内容更加广泛,包括了概览、业务模型、风险提示、金融信息、管理层信息等众多内容,更接近于中国的招股书准则。

新加坡金融监管局2015年7月发布了《招股书良好起草实践指引》(Guidelines on Good Drafting Practices for Prospectuses,以下简称新加坡指引),旨在为发行人及中介机构在招股书良好起草实践上提供指引,以提高招股书的可理解性及促进投资者对招股书所披露的核心。^[50]

(二) 境外可理解性规则内容解析

1. 可理解性规则的法律效力

大致处理原则是将可理解性规则作为基础信息披露要求之外的补充,是对发行上市审核中的重要参考因素,但不会仅因可理解性问题而否决注册申请。

如SEC将上述规则作为对招股书的补充要求,通过“职员监控”机制(Monitors),视情况选择部分招股书对其是否符合简明英语规则进行审查,也通过问询函(comment letter)方式向发行人进行反馈。^[51]

联交所会在上市审核的问询中提及与香港指引中规定的简明披露

[49] Available at <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-228-prospectuses-effective-disclosure-for-retail-investors/>, accessed June 30th, 2020.

[50] Available at <https://www.mas.gov.sg/regulation/guidelines/guidelines-on-good-drafting-practices-for-prospectuses>, accessed June 30th, 2020.

[51] See Division of Corporation Finance: Updated Staff Legal Bulletin No. 7, available at <https://www.sec.gov/interps/legal/cfs1b7a.htm>, accessed June 30th, 2020.

相问题,但是不会仅因为这个问题而否决上市申请。^[52] 同样地,澳洲指引在效力上也非强制的,不作为审核点来使用(checklist),仅作为审查招股书的一般性规定,如果存在违反此类规定,则会通过发出停止令(stop order)来进行暂停审核并对申请人反馈,并要求对招股书进行整改,待整改完毕后再行恢复审核。^[53]

2. 具体规则内容归纳

由于其他国家地区是效仿美国而制定的可理解性规则,因此在内容上有较高的相似度,同时也各具地方特色,这些内容对中国建立自己的可理解性规则有着较高的借鉴意义,值得注意的有以下几点:

(1) 简明英语不等于简化信息。

美国《简明英语手册》中解释认为,简明英语并非简化信息,而是要确保信息披露的信息应用明确、清晰的方式呈现,以便投资者顺利理解,所以在推敲词句之前,首先要分析判断哪些是投资者作出明智决策所必需的信息。因此,了解读者是最重要的步骤,需要得到投资者的一些基本信息,包括年龄、收入、教育程度以及工作经历、对投资和金融术语的熟悉程度、所能读懂的投资理念、对信息披露文件的阅读习惯等。

同样地,澳洲指引认为,《公司法》所规定的“清晰、简洁、有效”原则是固定不可分的完整词组,聚焦其中一个忽略其他内容是不正确的。例如,将招股书的复杂信息删去,可能满足了清晰简洁的要求,但是违反了有效要求。

因此,可以明确的是当提到可理解性规则时,并不能追求简化、易于理解的效果,而忽略信息披露本身的内容,不可以损害信息的“真实、准确、完整”来换取信息披露的可理解性。

[52] Listing Document Simplification Guide, available at https://www.hkex.com.hk/listing/rules-and-guidance/other-resources/new-applicants/listing-document-simplification-guide?sc_lang=en, accessed June 30th, 2020.

[53] Available at <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-228-prospectuses-effective-disclosure-for-retail-investors/>, accessed June 30th, 2020.

(2)应使用简明、浅显的语言。

境外可理解性规则都对语言风格进行了规定,其中部分属于专门针对英语语言的规则,如美国简明英语规则、澳洲指引、新加坡指引所列出的标准:使用主动语态和实意动词,避免使用隐藏动词,不使用双重否定句,主动宾紧密相连,等等。

另外一部分内容则属于中英文均可通用的标准,如使用短句、使用确定具体的日常语言,通过举例抽象概念具体化,减少修饰性形容词的使用,避免简单的复制粘贴,等等。

(3)减少使用复杂、晦涩的专业术语。

美国 Rule 421(b)、Rule 421(d)都要求不使用法律专业术语或高度技术性的商业用语,避免频繁依赖术语或者自定义词汇作为解释招股书信息的主要方式。香港指引则指出如必须使用界定词或专业术语,应尽量适用贴切解释相关意思的浅白语言,尽量避免新创词汇,且定义词要前后一致,等等。

(4)版面设计应当简明,多使用图表等直观的方式。

美国 Rule 421(d)中要求使用图表方式说明复杂内容,使用描述性的标题和副标题,字体、大小要容易阅读,宏观整体安排应合理,利用图表和点列方式协助表达等。《简明英语手册》对招股书文件设计进行了专章规定,对字体、行距、对齐方式、页面布局、图标等事项进行了事无巨细的说明。

澳洲指引对格式体例的规定也非常详细,包括了编辑或删除标准文本、在概述中凸显关键信息、设立阅读导航、信息按照逻辑顺序排列、设计页面布局、使用图表、使用案例研究、设立术语索引等众多内容。

3. 简明英语实施效果评估

以美国为例,尽管简明英语规则将适用范围限定在招股书,但是 SEC 一直在鼓励将这个规则适用于全部的信息披露文件中。时任 SEC 主席的 Arthur Levitt 在《简明英语手册》中倡议,不管篇幅大小,所有的文件都用投资者可以理解的语言撰写。对于简明英语规则的实施效果,不少学者进行了定量分析。

其中最具有代表性的是 Tim Loughran、Bill McDonald 二人的研究。他们将简明英语规则的内容转化为一个可衡量的综合性指标,包括句子平

均长度、平均词汇长度、被动语态、法律术语、人称代词等内容。以 1998 年简明英语规则实施为分界点,将样本分成 1994~1998 年、1998~2009 年两个时期进行对比研究,除单词的平均长度有所上升,其余指标都显著变好,说明实施后的程度远好于实施前。他们得出结论认为,简明英语规则给公司管理行为产生了实质性影响,公司更有可能改善发行文件的写作风格,以寻求更多的股权融资。^[54]

另有一个比较重要的学者是 Jeremy R. McClane,他在 2018 年选取了股票首日收益率、发行前价格调整的概率、诉讼率等指标进行测算,对简明英语规则的实施影响进行分析,发现此规则使信息披露对投资者更有适用性。不过如果缺乏强力执行或有说服力的理由的话,对规则的遵守度将会削弱。^[55] 2019 年,他通过招股书的迷雾指数(gunning fog)等专门分析了招股书标准文本,认为标准文本在招股书中并非全是坏事,如果利用投资者的偏好来更好地定制标注文本,也是可以满足信息披露简明规则的改革方向的。^[56]

总体上看,大多数学者的观点认为,简明英语规则实施后,后续的招股书在感官上有较大的变化,确实在简明可读上有不小的改进,对投资者理解信息并决策起到了正面促进作用。

四、总结与建议

综合以科创板为代表的 A 股招股书“可理解性”现状,结合域外的经验,可以对当前的可理解性规则提出一些具体建议。

(一) 强化“可理解性”以投资者为中心的视角

新《证券法》中规定“充分披露投资者作出价值判断和投资决策所

[54] See Tim Loughran & Bill McDonald, *Regulation and Financial Disclosure: The Impact of Plain English*, *The Journal of Regulatory Economics*, No. 45, 2014.

[55] See Jeremy R. McClane, *Regulating Substance through Form: Lessons from the SEC's Plain English Initiative*, *Harvard Journal on Legislation*, Vol. 55, No. 2, Summer 2018.

[56] See Jeremy R. McClane, *Boilerplate and the Impact of Disclosure in Securities Dealmaking*, *Vanderbilt Law Review*, Vol. 72, No. 1, 2019.

必需的信息”，如果相关信息无法被投资者阅读理解，那么其内容的真实与否就无从谈起，信息披露从来都不能是“不明觉厉”的。试点注册制改革中所强调的市场化改革，实际上就是将决策权赋予市场，即广大投资者们，通过市场化手段充分博弈。那么，投资者决策所需的信息，只能通过发行人信息披露的方式获得。

“可理解性”最终目的是让投资者充分理解信息并用于投资决策。在以投资者为中心的视角下，“简明清晰，通俗易懂”所指向的目的是让投资者能够读懂、理解所披露的信息，这一点可以从2015年证监会、交易所相关负责人的讲话中得到佐证。域外注册制的审核理念也有此发展趋势，部分境外注册审核并不关心信息披露的真实性、准确性、完整性，而是旨在让投资者有效地阅读招股书，认为重点应该放在可理解性上。^[57]

因此，以投资者为中心，代表发行人和中介机构在撰写招股书时，时刻谨记要将投资者作为主要读者，充分考虑投资者的总体特点，有针对性提升可理解性。就像美国简明英语规则中所说，“首先了解你的读者”。投资者保护相关机构也应该就投资者总体特点、招股书的理解性等内容定期展开调研，为市场提供投资者的全貌概览。

同样，监管机构作为执法者，也要从投资者的角度去审核、问询，将自己放入与投资者同等的地位，去思考所审核的招股书是否有利于投资者理解、是否会造成阅读的不友好等。对于不存在主观误导倾向的，应该通过问询问题提醒改正；对于存在明显误导性的，则应当深入追究其是否存在造假倾向，乃至采取对应的监管手段。

（二）厘清“可理解性”与“真实、准确、完整”的关系

待披露的信息如同食材，“真实、准确、完整”的有关要求如同食材要新鲜齐全，“可理解性”的有关要求如同指烹饪方式。一道菜肴既不可缺少必要食材，还要使食材美味可接受，能够吸引食客细细品味其中的内容。从域外监管机构的态度可以看出，不会因为违背了可理解性规

[57] 参见《法经闻道|注册制：那么近，又那么远——美式“注册制”下的IPO“否决”浅析》，载 <https://mp.weixin.qq.com/s/o8OVp7c97f9BmhMwD-oLgw>，2020年6月30日访问。

则而退回申请或拒绝注册,而是会在问询问题中要求做进一步改进。因此,可理解性与“真实、准确、完整”并不是平级关系。这一点在我国相关规则的演进过程中也得到了印证。

在信息披露要求中,可理解性是“真实、准确、完整”的前提,属于方式和目的、手段和结果的关系。^[58] 假设一篇信息披露完全是“真实、准确、完整”的,但文字极其晦涩难懂,投资者难以阅读,那实际上再多再准确的信息也相当于没有披露。正如专业人士在介绍域外相关监管经验中所说,如果招股书不具备可理解性,那么内容大概率也是误导性或欺诈性的。^[59]

由于新《证券法》仅仅把“简明清晰,通俗易懂”与“真实、准确、完整”简单并列,而对二者关系进行阐述的文件又夭折在征求意见环节上,导致现行法律体系没有进行明确的说明。所以未来仍有必要从一较高法律层级的规则,如证监会规范性文件,对二者关系进行明确。

(三) 建立监管指引明确“可理解性”的具体内容

通过上文分析,可以将可理解性要求大致分为两类:一种是纯粹的可理解性问题,与域外简明英语规则类似,只对语言阅读方面进行规制,具体包括:(1)语言问题;(2)结构体例安排及图表的使用;(3)术语的使用;(4)科普语言的使用等。另一种是超出了语言阅读层面的内容,可能与“真实、准确、完整”相互交叉的问题,具体包括:(1)冗余性表述,包括重复表述、表达的一致性等;(2)夸张性表述,包括夸张性语言、缺乏根据的表述等。

可以效仿域外经验,由交易所建立可理解性指引,就上述6个方面内容作出明确的规定,具体内容上可以充分参考域外的监管经验,将语言、格式等都事无巨细地列明。

[58] 《〈上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则(征求意见稿)〉起草说明》规定:充分性、一致性和可理解性与真实性、准确性、完整性,不是对立的,二者是方式和目的、手段和结果的关系。

[59] 参见 Meredith Paynter:《草拟招股章程的指引——澳洲的经验》,载 https://www.hkex.com.hk/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/New-Applicants/Listing-Document-Simplification-Guide/Seminars/Prospectus-Simplification-and-Plain-Language-Seminar-201203?sc_lang=zh-HK,2020年6月30日访问。

同时,也要明确这些指引的效力,不可仅因违反了可理解性指引而否决企业申请;但同时,也会将这方面的问题作为问询问题重点提醒,可以要求反复修改,直到信息披露符合“可理解性”的有关要求。

(编辑:吴紫君)