

试论招股说明书内容 与格式的法律规制*

程茂军**

摘要:招股说明书是首发信息披露的核心文件,也是持续信息披露的基础。在投资者导向理念之下,借鉴境内外相关规定和经验,我国的招股说明书应兼具法律文件属性和销售文件属性。在披露规制模式上,应坚持以监管机构为主导,在完善IPO 财务核查常态化等配套机制的基础上,突出以信息披露为核心的制度设计。在披露规则方面,应立足于披露信息的齐备性、一致性和可理解性,进一步优化披露的结构框架、提高信息披露质量等。

关键词:招股说明书 信息披露 行政监管
法律规制

一、招股说明书披露内容的法律定位

无论从证券法规定还是从监管实践分析,虽然二级市场的交易量远远大于一级市场的募集资金

* 本文仅代表作者个人观点,与所任职机构无关。

** 法学博士,现供职于中国证监会山东监管局。

数量,但世界各国却都普遍重视首发信息披露,它构成了持续披露的基础,因此在全面、详细,深度和广度等方面都对其要求很高。^[1] 首发信息披露的核心文件即招股说明书,是临时性的(一次性),主要目的是在促进资本形成和通过提供一级市场透明度而实现对投资者的保护之间取得平衡。综观成熟市场国家或地区对于招股说明书的界定,大概可将其分为两种方式:一是以美国为代表的行为性质模式。根据《1933年证券法》(以下简称《33年法》)第2(a)(10)条的定义,招股说明书指通过书面、无线广播或电视等方式提供的,用于发售任何待出售证券或确认任何证券销售的招股说明书、通知、通函、广告、信函,或以广播、电视、书面等形式进行的交流活动。这一定义,着重于界定招股说明书的证券销售要约或要约邀请的行为性质,而非其作为信息披露活动的形式性质。换言之,进行证券销售或交易的要约或要约邀请,基本属于披露“招股说明书”的活动。该法对于招股说明书的界定范围十分宽泛,目的在于防止任何证券发行人在规定的时点之前披露信息,从而有效避免信息“抢跑”行为。我国香港招股章程的界定模式亦可归于此类。^[2] 二是以英国为代表的信息披露载体模式。英国《2000年金融服务与市场法》第84条第3款规定“招股说明书”系指上市规则规定形式、包含上市规则规定的信息的招股说明书。这一定义侧重于从信息披露活动的形式及内容角度界定。除英国外,其他国家或地区如德国、日本、我国台湾地区^[3]等亦如此规定。

我国现行《证券法》和《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》并没有规定何谓招股说明书;相反,在《合同法》第15条明确以举例的方式规定招股说明书等的性质是要约邀请。相比于美国等国家的界定,我国对招股说明书没有界定要约这一行为性质,究其原因在于它不具有发行人一经对方承诺即受约束的主观意图。尽管招股说明书不是要约,但并不否定其内容属于发行合同的事实陈述和保证部分,这来源于法律的强制性规定,也就是说对发

[1] Milton H. Cohen, "Truth In Securities" Revisited, Harvard Law Review, May, 1966.

[2] 参见我国香港地区《公司条例》第107条所规定须制备的年申报表。

[3] 参见我国台湾地区“证券交易法”第13条规定:本法所称公开说明书,谓发行人为有价证券之募集或出卖,依本法之规定,向公众提出之说明文书。

行人的拘束力来源于法律的强制性规定。^{〔4〕}从这个角度出发,招股说明书是上市项目中最关键的一个法律文件,是决定发行人和中介机构法律责任的基础和来源。因此,招股说明书的披露内容必须真实、准确和完整,否则发行人和中介机构要负相应的法律责任。为了免除法律责任,发行人还应当充分披露本次发行所蕴含的全部风险。同时,在市场约束比较健全的卖方市场中,公司发行的成功与否主要取决于发行人的主营业务、商业模式、发展前景等能否获得投资者的认可,因此招股说明书也是一个销售文件,需对本次发行吸引投资者踊跃申购的亮点进行深度挖掘,推介营销。现在倡导投资者导向的招股说明书,其实就是进一步突出其作为销售文件的属性,向投资者提供更全面的价值信息。强调其法律文件属性,更多的是关注中介机构核查验证财务信息等硬指标和监管机构对“持续盈利能力”的审核把关;强调其销售文件属性,更多的是关注中介机构能否挖掘出公司的特有价值和监管机构对“投资价值”披露的审核把关。对投资者获取决策信息而言,无论作为法律和会计术语的“持续盈利能力”,还是投资专业的“投资价值”,两者高度契合,内涵一致。^{〔5〕}

二、招股说明书内容与格式的规制模式和内容

(一) 规制模式

从境外或域外成熟市场看,招股说明书内容与格式的规制权限都会在监管机构与自律组织之间予以大致划分。这一划分的目的并不是剥夺其中一方的规则制定权,而是要解决由谁主导、以谁为主的问题。总体而言,分为三种规制模式:

一是以美国、德国为代表的监管机构主导模式。美国《33年法》以

〔4〕 沈朝晖:《我国的招股意向书为什么不是要约——来自首次公开发行实践的考察》,载北京大学金融法研究中心编:《金融法苑》(2008年总第77辑),中国金融出版社2008年版。

〔5〕 王啸:《试析注册制改革:基于问题导向的思辨与探索》,载《证券市场导报》2013年第12期。

附录形式列示了注册说明书应当包含的项目,美国证监会则通过制定不同表格援引 S-K 条例及 S-X 条例相关条款进行细化。德国根据欧盟层面的招股说明书指令(2003/71/EG,2010 年修订)转化为国家法律即《有价证券招股说明书法》,^[6]具体内容与格式则直接适用欧盟层面的《招股说明书规范》[(EG) Nr. 809/2004 年],着重明确了不同的证券类型和不同的披露者在进行信息披露时应该予以区别对待,^[7]该规范统一且要求了欧盟区域最低程度的信息披露。此种模式下公司的发行和上市相对分离,监管机构对招股说明书内容与格式进行了详细规定,并且对招股说明书的完整性、一致性和可理解性进行审查,一般都会要求发行人提供更多信息以对招股说明书进行补充完善。而证券交易所等自律组织则根据本所的上市条件专司上市环节的审核,符合条件的允许其上市交易。

二是以英国、我国香港地区为代表的自律组织主导模式。英国的招股说明书等同于上市公告书,其披露形式和披露信息由证券交易所上市规则规定。^[8]《2000 年金融服务与市场法》第 80 条对于如何界定“投资者及职业顾问合理要求并合理预期在其中发现的全部信息”,在第 3 款及第 4 款中列示了需要考虑的诸多因素。^[9]实践中,伦敦证券交易所实际上行使着英国证券市场日常监管的职能,是英国股票发行上市的唯一常规性核准机构,监管机构并不直接审核股票发行。我

[6] 德国《有价证券招股说明书法》第 5 条第 1 款规定:提供给有关发行商公开发售或获准在有组织市场交易的有价证券的所有必要说明,使得公众能够对发行商和每个担保人的资产、负债、财务状况、盈利、亏损、前景以及与该有价证券相关的权利作出适当的评估。招股说明书尤其必须涵盖发行商以及公司发售或获准在有组织市场交易的有价证券的相关信息。

[7] 刘慧娟:《国际证券市场信息披露监管制度研究》,对外经济贸易大学博士论文,2014 年 6 月。

[8] 英国《2000 年金融服务与市场法》第 79 条第 2 款、第 84 条第 3 款,对上市公告书和招股说明书均定义为上市规则规定形式、包含上市规则规定的信息的文件载体。

[9] 英国《2000 年金融服务与市场法》第 80 条第 4 款规定:决定上市公告书载有何种信息时,必须(特别)考虑:(a) 证券及其发行人的性质;(b) 可能考虑购买证券的人的性质;(c) 对可能取得证券的人可能合理预期向其进行咨询的职业顾问,合理预期其所知的特定事项;及(d) 由获认可的投资交易所、上市规则或任何其他成文法对证券发行人提出的要求,而使任何投资者或其职业顾问可获得的信息。

国香港地区的《证券与期货条例》简要规定了招股章程的内容,联交所上市规则附录一 A 部分进行了详细完整的规定,而且通过上市决策委员会发出的指引、上市委员会的意见、《简化股本证券新上市申请上市文件编制指引》等具体指导发行人编制招股章程。在双重存档制度之下,联交所是上市申请人的主要联络点,并且负责审批上市文件,对发行人招股说明书披露内容负有主要职责,^[10]证监会则主要保留了在其认为招股说明书涉嫌虚假披露时的否决权。这种框架安排既提高了公信力及强化有关上市事宜的监管架构,又确保香港市场公平、有序、透明。此种模式下公司的发行和上市分离并不明显,主要由证券交易所等自律组织对招股说明书内容进行规制与审核。当然在实际操作中,监管机构与证券交易所会充分沟通协调,绝少出现证监会行使否决权的情况。

三是以日本、我国台湾地区为代表的招股说明书规则由监管机构制定但实质审核却由自律组织予以实施的模式。日本《金融商品交易法》对于一级市场和二级市场统一立法,其在第 3~27 条规定了包括有价证券申报书编制内容在内的企业之信息公开制度。具体而言其第 5 条第 1 款规定了有价证券申报书编制项目,^[11]具体披露内容则通过 1973 年制定并于 2007 年修改的《企业信息等披露内阁府令》予以明确。^[12]公司的有价证券申报书首先由东京证券交易所自律法人进行上市审核(实质审核),然后各地财务局接受金融厅的委托,具体负责对有价证券申报书的形式审核。从保护公共利益或投资者的观点出发,如果东京证券交易所认为必要,其可以要求发行人额外披露相关事项,比如为确认发行人是否与黑社会组织有关系,就要求发行人披露预防反社会势力干预经营活动的体制等。我国台湾地区“证券交易法”

[10] 我国香港地区《主板上市规则》第 11.11 条规定:在个别情况下,本交易所如认为适当,可要求披露附加或其他的有关资料。反之,本交易所或会因应某些特别个案而批准省略或修改原规定的资料。

[11] 中国证券监督管理委员会组织编译:《日本金融商品交易法及金融商品销售等相关法律》,法律出版社 2015 年版,第 43 页。

[12] 庄玉友:《日本金融商品交易法信息披露制度研究》,人民出版社 2010 年版,第 55 页。

第33条第1项、第2项分别规定公司发行有价证券应另行加具公开说明书,其应记载事项,由主管机关以命令定之。据此授权“金融监督管理委员会”制定了“公司募集发行有价证券公开说明书应行记载事项准则”。对于其中的财务信息编制由于“证券交易法”第14条第2款授予其规则制定权,因此,还制定了“证券发行人财务报告编制准则”。此种模式下公司的发行和上市分离亦不明显,但与自律组织主导模式的区别在于,对招股说明书的审核虽然主要是由自律组织主导,但招股说明书的内容与格式的规制权却仍赋予监管机构并由其实际行使。

(二) 规制内容

各国和地区的招股说明书内容大致包括概览、发行情况、发行人基本情况、风险因素、业务财务、管理层讨论与分析、公司治理、关联交易、募集资金使用等内容。由于法律文件传统和书写习惯等方面的原因,这些内容体现在篇章结构上有所不同,同样一个披露项目在不同国家和地区的招股说明书中的位置也不尽相同。比如,管理层讨论与分析在美国单独披露,而在我国香港地区则结合到财务信息部分一并分析。比较而言,大陆法系国家和地区的招股说明书采用章节模式,结构清晰,层次分明。比如,德国单个招股说明书包括摘要、风险因素、发行人情况描述(登记文件)、有价证券综述等4个部分;日本有价证券申报书依完全披露方式,法定记载事项分为证券信息、企业信息、为提交公司之担保公司等的信息、特别信息等四个部分。^[13]而英美法系国家和地区的招股说明书则通过字体差异等方式直接陈述相关部分的内容,有时不太方便阅读。但总体而言,两大法系的招股说明书披露内容或方式共性的成分多一些,表现在:

一是披露内容以规则导向为主,原则导向为辅。鉴于首发上市在促进资本形成和维护市场秩序方面的重要地位,也是由于信息不对称在首发上市环节表现最为突出,各国对于首发上市制度都采取了严格管制态度。就招股说明书内容而言,大都详细规定了需要披露的内容,为发行人及相关中介机构编制招股说明书提供了比较明确的指引,带

[13] 周剑龙:《日本证券发行市场的法律规制——兼论中国证券发行制度的走向》,载王保树主编:《商事法论集》(第18~19合卷),法律出版社2011年版。

有明显的规则导向特征。比如,美国 33 年法附表 A 规定了注册说明书应当披露的 7 大类信息。根据该法授权美国证监会制定的 S-1 表格又增加了大量需要额外披露的信息,涉及企业经营风险、资本市场风险、管理人员意见等主观性较强的“软信息”以及业务种类、财产权益等非财务信息。^[14] 中国证监会专门制定了招股说明书内容与格式指引,并在 139 条中详细规定了需要披露的内容。已如上文所述,在自律监管为主的国家和地区,虽然监管机构没有详细规定招股说明书的内容,但通过自律规则、编制指引等方式也构建了较为完整的披露内容体系。当然在招股说明书的个别章节,如“管理层讨论与分析”中,考虑到公司所处行业千差万别,公司管理层运营公司的方式方法差异较大,因此允许管理层以个性化的视角讨论与分析公司现状及发展前景,既赋予公司较大的自治空间,又体现出明显的原则导向特征。

二是披露内容的差异化。为提高招股说明书披露的针对性,各国招股说明书采用不同程度的要求进行差异化披露,这种差异化披露或者是明确予以要求,或者是受制于披露相关性的约束。综观招股说明书的内容,其差异化表现在:第一,不同规模的公司披露信息有所差异。为减轻中小企业上市成本,方便其快速融资,在不减损投资者知情决策的前提下,往往豁免一些披露项目或对某些披露项目的披露深度有所减轻。比如,德国招股说明书要求对于中小企业/低市值企业,过去两年的历史财务信息必须公开但无须写进招股说明书,只有当招股说明书中不包含年度报告时,才需要提供经营财务评估(OFR)或管理层讨论与分析(MD&A)。而最为明显的则是美国 JOBS 法案对于新兴成长公司在审计师对公司内部控制的证明报告、高管薪酬披露标准、按照 GAAP 会计准则进行信息披露等方面的豁免或减少难度。^[15] 第二,不同行业的公司披露信息有所差异。公司所处行业千差万别,不同行业

[14] 苗壮:《美国证券法强制披露制度的经济分析》,载《法制与社会发展》(双月刊)2005 年第 2 期。

[15] 鲁公路等:《解析美国 JOBS 法案》,载资本市场研究网,<http://www.bisf.cn/zbscyjw/yjbg/201405/53156ac2542c4efdae868eb04c014072.shtml>,2016 年 8 月 28 日访问;荣浩、顾晨:《美国 JOBS 法案译文》,载未央网,<http://www.weiyangx.com/109909.html>,2016 年 8 月 28 日访问。

的投资决策有用性的信息关键点差异很大。因此,按照行业特点分别设计不同的信息披露细则,既充分展示不同行业之间巨大的差异性,又最大限度地为投资者提供与投资判断有关的信息,提高信息披露的信息含量。部分成熟市场国家的招股说明书就针对特定行业制定了专门的招股说明书披露指引。比如,美国纳斯达克市场与我国香港地区联合交易所分别制定了针对石油与天然气、银行、房地产、保险、矿业等行业的发行披露与持续披露规定,并制定格式指引。^[16] 那些没有制定相关行业专门格式指引的国家和地区,由于受制于卖方证券市场的约束压力,为提高证券承销发行成功率,也是结合公司行业经营特点,尽可能提供有关行业关键业绩指标等在内的价值类信息。第三,不同新股发行方式的公司披露信息有所差异。在对公开发行证券统一进行立法规制的国家和地区,会区分不同新股发行方式要求披露不同内容。比如,我国台湾地区就分为前次现金增资、并购或受让他公司股份发行新股^[17]等三种方式,在发行计划及执行情形一节作出适当的差异化披露要求。

三是披露内容的相关性与重大性。立足于投资者决策需要信息,招股说明书要求披露的信息体现出相关性和重大性特点。相关性即有助于投资者理解公司财务状况、经营业绩的重大趋势、事件、风险等信息,概而言之可以分为体现公司特有价值类的信息和揭示公司特有风险的信息两类。重大性并不是所有信息都予以披露,只有符合定量或定性标准的信息方可披露。相关性和重大性在各国关于招股说明书内容与格式指引中并未作为编制原则予以明确规定,但在披露内容的具体表述中随处可见。比如,我国香港地区交易所指引信 HKEX - GL86 - 16(2016年2月)(《简化股本证券新上市申请上市文件编制指引》)中,在风险因素、业务、董事监事及高级管理层等章节中出现大量该项

[16] 杨淦:《上市公司差异化信息披露的逻辑理路与制度展开》,载《证券市场导报》2016年第1期。

[17] 参见我国台湾地区“公司募集发行有价证券公开说明书应行记载事项准则”第23~26条。

要求。^[18] 我国台湾地区“公司募集发行有价证券公开说明书应行记载事项准则”要求披露的信息带有“重大”表述的多达 17 处。^[19] 我国的《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》则有 39 处之多。至于风险因素,投行及上市公司为了减轻发行后责任,在信息披露时尽可能多地充分、准确地予以披露,且不得有对风险进行化解的描述。例如,Google 和 Facebook 的招股说明书中风险因素数量分别达 60 个和 51 个,每一个风险因素仅清楚地描述一个具体风险。^[20] 阿里巴巴在美国的招股说明书风险因素章节列示了与公司本身紧密相关的四大类^[21] 十一项风险,包括“无法保持我们生态系统的可信任状态会极大地伤害我们的名声和品牌;我们的经营哲学可能会在短期内负面地影响我们的财务业绩;如果支付宝为我们提供的服务被限制或局限,我们的业务将会受到冲击;我们的可变利益实体结构中有一些风险和不确定因素”等。其中,第一项信任风险对一个电商成功运作是至关重要的,招股说明书特别提示如下:“任何对于我们平台的信任的损失都会对我们的品牌价值造成影响,我们交易平台的买卖双方停止交易,以及参与者减少它们在我们交易平台的交易频率,都将会实质性的减少我们的收入和利润。”对于一个电商公司而言,披露的上述风险因素既与投资者决策相关,又是公司重大的特定风险事项。

[18] 比如要求相关风险因素应归纳在一起,并加上适当及有意义的标题及副标题。作为指引,标题可包括与申请人相关的风险、与申请人业务相关的风险、与申请人行业相关的风险及其他相关风险。新颁布的法例在执行初期或会出现若干不明朗情况及风险,但实施若干年后有关的不明朗情况或已不再存在,此时还以有关法例的不明朗情况作为风险因素,恐怕已不再相关,故此不应载入此节。披露的内容可包括行业成熟程度及规模,以及主要的客户及供应商,及他们与申请人业务的相关度。创办人的相关行业经验等资料。

[19] 参见我国台湾地区“公司募集发行有价证券公开说明书应行记载事项准则”第 8 条、9 条、19 条、24 条、26 条、27 条、29 条、30 条、31 条、36 条中关于重大变化、重大影响、重大环保资本支出、重大资本支出、重大诉讼、重大缺失等表述。

[20] 封文丽:《IPO 注册制下上市公司信息披露制度优化》,载《财会月刊》2015 年第 16 期。

[21] 四类风险包括:业务和行业相关风险、公司结构的风险、与在中华人民共和国经营业务有关的风险、美国存托股票及本次股票发行的相关风险。

四是披露内容的逻辑性和整体性。致力于勾勒出公司完整的图像,描述内容从宏观到微观,从目前现状到未来趋势,从突出价值所在到充分提示风险,招股说明书叙述内容环环相扣,呈现在投资者面前的是一个篇章结构清晰,内容层次分明的完整体系,感觉更像是一篇说理严密的论文而不是一本面面俱到的教科书。这一普遍特征,在一些成熟市场国家和地区,由于撰写习惯和技巧等方面原因,体现得就尤为明显。以阿里巴巴在美招股说明书为例,在整体结构方面分为公司使命、商业模式、主要绩效指标、阿里巴巴商业平台的网络效应、公司机遇、公司优势、公司战略、阿里巴巴合作伙伴计划、公司面对的挑战、公司历史和架构、适用于本招股书的公约(术语)、关于本次发行(关于经营业绩)、风险因素、管理层对财务状况及经营业绩的讨论与分析。其中管理层讨论与分析部分,依次介绍主要业务、活跃买家等关键业绩指标、结合主营业务逐项分析利润产生模式、“我们众多的业务当作一个统一的盈亏账目来管理,而不是分别设定每项业务单元的盈亏目标”的经营哲学、影响公司经营成果的因素(又分为买家和卖家的数量和参与程度以及我们市场上的交易总额、完成和加深货币化进程的能力两类)、经营成果要素、最近的投资、收购和战略联盟的活动等内容。^[22]

五是披露内容表述简明易懂。第一,使用日常用语、短句,避免使用界定词或专门术语。美国证券交易委员会投资者教育援助办公室于1998年8月发布了421(d)号规则,也称为《简明英语规则》,对于发行人及相关人士如何编制明晰的披露文件,包括披露文件的用语,都提出了全面的建议。除此之外,同时制定的421(b)号规则还要求招股说明书的表述要清楚、简洁、容易理解。以阿里巴巴在美招股说明书为例,其第一版有“包括云 OS”的表述,根据第一次反馈意见,第二版将其修改为“包括云 OS——一种移动和娱乐平台上的操作系统”,对云 OS 是什么进行了通俗解释。再如,在其第一次反馈意见后,招股说明书将“to a voting trust to be voted at the direction of Jack and Joe”改为“to Jack and Joe by proxy”(“软银”将同意通过代理授予其持有任何超过 30%

[22] 参见阿里巴巴招股说明书 2014 年 7 月 11 号第四次修改版本中文翻译版(部分章节)招股说明书摘要,上海证券交易所综合研究所内部资料。

的股权部分的投票权给马先生和蔡先生),原因是这样修改能够做到语言简短、易懂以及规范化,在随后的“软银”利益与股东利益潜在冲突中也有同类修改。^[23] 第二,采用定量与定性分析、文字与图表相结合的表述方式将信息呈现在投资者面前,便于投资者直观快速的理解披露信息,在减少投资者获取信息时间成本的同时,也提高了获取信息的效率。比如香港《简化股本证券新上市申请上市文件编制指引》即要求公司就风险可能构成的影响提供数据上的披露,以便投资者评估风险影响申请人业务营运及财务状况的程度。如未能确定风险可能构成的影响,则尽可能披露最高的定量影响。^[24] 第三,表述内容尽量准确清晰。比如阿里巴巴在美招股说明书第二版中有表述“由于我们的资金实力雄厚,我们预计对于新业务的投资将会减少我们的利润,但是对我们长远的发展有利”,而在首次申请的文件中则只陈述了利润会减少的事实,根据第一次反馈修改后补充说明了由于公司资金基础好,短期利润的降低不会影响公司的长远发展。再如,其第一版有“为我们的批发市场创造新的货币化机遇”的表述,根据第一次反馈意见增加了例示来进行具体说明:“比如,以后我们可能会通过交易平台上的活动的货币化来获得 1688.com 的收益,虽然我们还没有决定将用什么方法来货币化这些交易服务。”

各国和地区招股说明书在具有上述共同特点的同时,也表现出一些差异化特点,体现在:一是披露项目范围不同。尽管各国和地区的招股说明书主要内容并无实质性差异,但由于法律传统、市场环境和公司特点不同,导致具体披露项目略有差异。比如,德国招股说明书对于主要股东的披露只需涉及发行人,^[25]而我国台湾地区则规定发行人的法人股东亦须披露其主要股东,^[26]日本还规定需要披露较为详细的母公

[23] 同注[22]。

[24] 参见我国香港地区交易所指引信 HKEX - GL86 - 16(2016年2月)(《简化股本证券新上市申请上市文件编制指引》)。

[25] 参见德国联邦金融监管局2014年3月在证监会介绍《招股说明书的核准流程》的课件。

[26] 参见“公司募集发行有价证券公开说明书应行记载事项准则”第10条第1项第4款。

司相关情况。二是相同项目的披露详略程度不同。相同项目披露深度不同,除了上述因差异化披露提高披露效果外,有些可能是因为本国市场结构、披露传统等不同而导致的。比如,为防范利益冲突,纠正董监高与发行人之间的不当利益输送,美国和我国香港地区都要求对于他们之间曾经或现在的交易是否存在关联关系予以全面披露。香港《主板上市规则》^[27]要求披露有关任何董事等在公司披露的供应商或客户中是否有所占权益,如无此等权益,则作出相应的说明。而 A 股市场对此就没有如此要求。相反,对于同业竞争和关联交易的披露,A 股招股说明书需要做出详细披露,而美国的披露准则对此则不太关注。三是由于证券法律本身发展程度或者特殊市场环境的原因,有些披露要求为本国所独有。比如,美国 S1 表格要求披露的“今后可以出售的股票”;又如,A 股招股说明书不要求披露承销的安排、日本要求披露提交公司之担保公司的信息等。

三、我国招股说明书内容与格式的规制建议

东方证券是在上海证券交易所与香港联交所同时挂牌交易的证券公司,分别于 2015 年 3 月 10 日、2016 年 6 月 17 日发布了招股说明书。下文以该公司为例对比分析两地招股说明书的具体差异,并对我国招股说明书的内容与格式提出完善建议。

(一) 披露内容具体差异

一是披露篇幅冗长。2014 年 A 股共 125 家企业上市,招股说明书平均篇幅达 387 页(主板 392 页,中小板 417 页,创业板 354 页)^[28]。相对而言,境外成熟市场招股说明书篇幅较少,为 200~300 页。东方证券 A 股招股说明书正文共计 643 页,比 H 股招股章程正文多 70%,主要原因在于:首先,未结合公司实际情况的宏观中观信息过多。比

[27] 参见我国香港地区《主板上市规则》附录一 A 部分第 26 条第 1 款第 2 项。

[28] 孙亮:《注册制下降低 IPO 信息披露成本的建议——以郑煤机 IPO 招股文件为例》,载《上海证券交易所研究报告》,上海证券交易所 2015 年 4 月。

如,业务和技术章节中仅公司所处行业的基本情况即达 15 页,分为证券市场发展前景概况、证券行业监管、证券行业基本情况等三项内容,这一内容完全没有必要。而 H 股招股章程中虽然亦有宏观中观类型信息,但数量相对较少且是在陈述具体业务时介绍的,能够直接说明宏观形势对具体业务的影响。又如,公司治理结构章节中股东大会等制度的建立健全及运作情况多达 22 页,多是公司章程的规定,虽然有“三会”召开的具体情况但更多证明的是合规性信息,亦无多少价值。而 H 股招股章程并无此单独章节,近三年违法违规行及受处罚情况被吸收到其业务章节。其次,重复性信息过多。如正文之间的重复,东方证券 A 股招股说明书中发行人基本情况、业务和技术、管理层讨论与分析等章节中,此问题最为突出,有关发行人简要情况、股权结构、报告期各项业务收入等内容前后多次重复。再如,正文和备查文件之间的完全重合,关联交易与关联方、财务会计章节的很多内容几乎完全从备查文件中的审计报告及财务报表(含附注)复制,而 H 股招股章程及附件没有整段重复,需要时以参考援引方式相互引证。最后,章节安排不合理。主板招股说明书正文有 17 个章节、128 项内容,创业板为 13 章、101 项内容。或许是基于形式合理性的考虑,相关内容独立成节,但这更容易引起空泛且重复的表述。相反,相关内容融入其他章节可能会更加简洁且逻辑清晰。比如,东方证券 A 股招股说明书将“风险管理 with 内部控制”单设为第十节,却不如 H 股招股章程中将其纳入业务一节中与细化业务结合起来表述更具有针对性。H 股招股章程一般分为 10 节予以披露。^[29]

二是合规信息披露过多过细。发行人基本状况的历史沿革披露中,涵盖主体上除了发行人,还包括实际控制人、子公司、5% 以上的股东,内容上需披露公司设立以来的历次股权变更情况、验资及资产评估情况。此外社保及公积金等也被要求披露。东方证券的上述内容在 A 股招股说明书达 61 页,占比 10%,而 H 股招股章程中仅占 7 页,占比 2%。在业务和技术章节,主要固定资产、无形资产和业务许可文件达 29 页,占比 5%,在 H 股招股章程中仅 3 页,占比 1%。又如,发行人董监高和相关中

[29] 同注[24]。

介机构的声明达7页,占比1%,而H股招股章程中则没有该部分内容。

三是投资决策型信息的披露质量不高。A股招股说明书根据内容与格式的指引注重披露体系的完整性,但是总体而言呈现出模板化披露的特征,并未充分揭示出公司特有的投资风险和价值,尤其在风险因素、财务会计信息(含管理层讨论与分析)方面体现最为明显。东方证券A股招股说明书中上述部分篇幅达193页,占比30%,虽然比H股招股章程的93页占比25%都要高,但披露质量却较低。首先,风险披露格式化,未揭示出公司特有风险。东方证券A股招股说明书从市场风险、流动性风险、行业竞争风险、募集资金运用风险等14个方面进行了列举,虽然面面俱到,但大部分风险都阐述不透彻,而且很多都是该行业公司面临的共同风险,比如管理与合规风险、净资产收益率可能下降风险等,很难说是东方证券本身所特有的风险,对于投资者作出分析判断几乎没有提供增量信息。H股招股章程则分为有关业务及行业的风险、有关中国的风险等两个大的方面,在每一个方面之下紧紧围绕公司特点进行详细描述,如其也描述一般的市场风险但紧随其后的是通过定量分析的方式描述该种市场风险对具体业务有何影响。而这个特点在两者都有所描述的流动性风险中表述最为明显。^[30]其次,行业分析空泛化明显,分为证券市场发展概况、证券行业监管、证券行业基本情况等三项进行描述,多是介绍法规和政策,并未通过数据等定量方式说明相应的发展状况。对于公司的每一项具体业务,还要描述业务过往的发展历史,而且对于业务的描述也不细致完整。H股招股章程则通过定量分析的方式对中国的资本市场和证券市场发展状况进行描

[30] 东方证券H股招股章程描述为:“我们需要大量现金继续拓展股票质押回购、投资管理以及其他业务活动,故维持充足的流动资金对我们的业务管理而言至关重要……此外,我们将满足各种流动性资金需求以维护或拓展我们的业务范围,尤其是创新型产品及服务。倘我们日后未能遵守强制性流动性规定或针对特定业务的更高要求,可能会导致中国证券业协会采取自律惩戒措施……可能对我们的流动性状况产生不利影响的因素包括监管资本需求增加、巨额投资、市场或客户信心流失或其他监管变动等。该等情况或会因我们无法控制的状况而出现……当经营活动所得现金不足以应付流动资金或监管资本要求时,我们必须寻求外部融资……受不利市况与信贷及资本市场干扰因素所影响,我们未必能按可接受的条款获得有关融资,甚至可能不能获得融资。”

述,而且还针对每一项具体业务比如股票市场、基金市场等再具体介绍。在描述公司业务时,先是提纲挈领的概览,然后介绍竞争优势和业务战略,最后再具体介绍每项业务,逻辑主线清晰,信息整合度较高。最后,财务会计信息和管理层讨论与分析分开,结构框架上虽然较为完整,但也造成了财务报表及审计报告(含附注)部分内容重复。H股招股章程的财务资料则主要围绕收入、利润、流动性资金来源等方面,通过敏感度分析等方式进行介绍,简明扼要,重点突出,而且还单设有关市场风险的定性及定量披露部分,从信贷风险、利率风险等角度详细阐述对财务业绩的影响程度。

(二)披露规制模式选择

在上海证券交易所和香港联交所挂牌交易的东方证券,其招股说明书具体内容差异较大,表面上看是由不同制定机构的不同披露规则所致:A股招股说明书按照证监会制定的规则编制,而H股招股说明书按照香港联交所的规则编制。实际上,同样是充分体现投资者导向信息披露理念的招股说明书,在成熟市场国家也有三种不同的规制模式。可见,对招股说明书具体内容起决定作用的不是披露规则由谁制定,而是招股说明书由谁来审以及审什么。监管机构和自律组织在信息披露规则制定权上的职责划分、地位作用,与该市场证券监管的发展历史、现有体制紧密相关。就我国IPO规则制定权而言,应当坚持由证券监管部门行使,具体原因在于:一是有利于与执法权安排相配套。证监会监管职责主要是通过行政处罚等执法活动,防范与打击欺诈发行、虚假陈述等违法行为。如果将信息披露规则制定权转交给交易所,会造成对欺诈发行等违法行为行政处罚时的法定依据不足,动摇监管执法的根基。二是能够与交易所监管相配套。由监管机构制定规则能够最大程度减少不同交易所之间的差异性,保持相互间的协调性与审查政策前后连贯性。在此前提下,交易所可以根据最新市场发展变化情况,在上位法未能及时变更时,制定相应的信息披露规则,如解释性、指导性、不具强制约束力的规则等。^[31]当然,在证监会行使规则制定权

[31] 顾军锋:《信息披露规则制定权研究》,载证监会内部刊物《证券法制参考》2015年第5期。

和审核权的前提下,在完善 IPO 财务核查常态化等配套机制的基础上,^[32]无论最终颁布的《证券法》对股票发行采取何种模式和何种称谓,其招股说明书内容必然蕴含越来越多的市场化和法治化的注册制精神,与境外招股说明书的内容差异也会越来越小。

(三) 披露规则完善建议

针对招股说明书的以上缺点,我国应当大幅简化披露项目,以投资者信息需求为导向,准确界定外部披露信息与内部审核信息的边界,提高披露文件的齐备性、一致性和可理解性。^[33]

首先,优化结构框架。根据相关性和重要性原则,将“业务发展目标”并入“业务和技术”,“股利分配政策”并入“其他重要事项”,“公司治理”并入“董事、监事、高级管理人员与核心技术人员”,“管理层讨论与分析”并入“财务会计信息”。将原 17 个章节调整优化为 10 个章节,分别是:概览、本次发行概况、风险因素、发行人基本情况、业务和技术、董监高与公司治理、同业竞争与关联交易、财务会计信息和管理层讨论与分析、募集资金运用、其他重要事项。

其次,减少合规信息披露。缩减招股说明书包括删除、精简两个方面。一方面,删除同一章节内部、不同章节、正文与备查文件之间的重复内容。比如关联交易与同业竞争、财务会计信息与备查文件之间存在的大量复制粘贴性内容,应当予以删除。另一方面,精简发行人基本情况、募集资金运用等章节中关于发行人历史沿革、固定资产、募投项目等信息的披露要求。上述涉及的合规性信息由于其真实性由中介机构核查验证,所以在备查文件中体现即可。

再次,提高风险、财务信息披露质量。风险披露应当去格式化和模板化,结合公司自身业务特点披露特有风险。财务信息与管理层讨论分析部分应当站在管理层的视角从财务经营业绩、现金流量等角度概述出公司发展的前景和整体轮廓,不必过多过细的对财务数据进行分

[32] 2013 年的财务核查有 268 家公司撤回上市申请,占比近 1/3。通过现行检查的提前介入督促中介机构提高执业质量,增强信息披露的真实性,不失为一种有效的制度安排。参见杨璐:《IPO 财务核查落幕 268 家企业申请终止》,载财新网, <http://finance.caixin.com/2013-10-11/100590620.html>, 2017 年 2 月 1 日访问。

[33] 同注[28]。

析,防止出现“只见树木不见森林”的情形。同时,描述上述内容时应当采取定性与定量分析相结合的方式,尤其鼓励引入压力测试、敏感性分析等方法对风险和财务等指标进行测算,为投资者提供更加感性和直观的信息。

最后,提高行业披露质量,健全分行业披露指引。一方面,将对经营模式、技术特点、发展有利和不利因素的披露着眼点从行业调整为发行人,目的是督促公司结合自身实际情况予以细化,提高风险披露的针对性。同时,加大行业关键指标的应用力度,使投资者能够真正理解投资行业独特的价值和风险所在。另一方面,在总结证监会和沪深交易所制定并实施特定行业信息披露指引经验的基础上,根据相应行业的公司数量、KPI 指标是否已经取得共识等因素,及时增订有关行业信息披露指引,在提升招股说明书有效性的同时,也能够实现与上市公司日常监管的对接,增加一级市场和二级市场信息披露的可比性和有效性。