

科创板招股说明书中存在的问题及改进建议

马志健*

摘要:科创板注册制实施后,招股说明书的规范相应进行了修改,目前招股说明书中仍存在科创属性不典型、核心技术不充分、内部控制不健全、关联交易不完整、公开信息偏差大、风险因素不准确、目录链接形同虚设、重大事项提示不简洁、详略分布不科学、行文风格不友好、文字表述不清晰等问题,未来可通过辅导文书写作、完善奖惩措施、倡导简明风格、重视量化分析及允许适当宣传等作为完善进路,以期提高招股说明书质量。

关键词:招股说明书 问题 改进建议

科创板自2019年6月开板迄今已有百余家公司上市,^①作为注册制先行先试的重要“试验田”,科创板是否达到了《证券法》对信息披露的要求,本文通过招股说明书这一最重要的公开发行信息披露文件作为切入点,分析目前招股说明书中存在的问题,并提出针对性建议。

一、招股说明书规范的更新

目前科创板公司招股说明书的编写依据主要是中国证监会发布的《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》(以下简称

* 华东政法大学经济法学院博士研究生。

① 《上海证券交易所科创板正式开板》,载上海证券交易所网2019年6月13日,http://www.sse.com.cn/star/media/news/c/c_20190613_4838289.shtml。

41号准则),与《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(2015年修订)》(以下简称1号准则)中规定的主板公司招股说明书相比,招股说明书有诸多创新变化之处,如表1所示。

表1 比较1号准则涉及主板招股说明书规范变动信息

法条变动类型	具体条文(篇幅)关键词
未变动或非实质变动法条	18. 书脊字样;21. 扉页内容;23. 目录页码;24. 释义;26. 招股说明书概览声明;29. 联系方式;30. 股权关系;31. 重要日期;35. 风险定量分析;37. 发行人基本情况;39. 披露关联方;42. 披露股本;51. 主要客户;55. 境外生产披露;56. 公司治理;59. 管理层自我评估;60. 违法违规;61. 资金占用;62. 持续经营能力;63. 同业竞争;64. 关联方;65. 关联交易;66. 关联交易程序;72. 非经常性损益明细表;73. 税种税率;74. 主要财务指标;81. 盈利预测提示;84. 列表披露募集资金;89. 股利分配;90. 本次发行滚存利润;95. 对外担保;96. 重大诉讼仲裁;97. 控实重大违法;98~106. 尾页声明
实质修改法条	17. 提示科创风险;19. 扉页载明;20. 扉页声明;27. 招股说明书概览内容;28. 本次发行基本情况;32. 风险因素;33. 风险分类;38. 发行人设立情况;40. 披露子公司;41. 披露大股东;43. 披露董监高核;44. 与董监高核重大协议、诉讼纠纷等;45. 董监高核变动情况;46. 董监高核及亲属对外投资;48. 员工情况;49. 主营业务;50. 行业情况;52. 主要供应商;53. 固定资产和无形资产;54. 主要产品和核心技术;70. 财务报表;71. 会计政策和会计估计等;85. 募集资金运用;83. 独立性与募集资金;84. 战略规划
新增法条	22. 重大事项提示;25. 招股说明书披露要求;34. 风险披露要求;47. 董监高核薪酬;57. 特别表决权;58. 协议控制;67. 关联交易非关联化;68. 披露财会信息;69. 披露产品特点业务模式等;75. 财务和非财务指标;76. 经营成果分析;77. 资产质量分析;78. 偿债能力、流动性与持续经营能力的分析;79. 重大事项;80. 资产负债表日后事项;82. 前瞻信息;86. 与现有业务技术关系;88. 投资者关系;91. 股东投票机制;92. 保护投资者合法权益规定;93. 承诺约束措施;94. 重大合同

与核准制下主板公司的招股说明书相比较,科创板公司招股说明书众多尝试与变化值得肯定,现按照招股说明书体例摘要说明如下:

首先,关注科创公司特殊风险。41号准则仍指示发行人应遵循重要性原则按顺序简明易懂地披露可能直接或间接对发行人及本次发行产生重大不利影响的所有风险因素。风险因素的披露具有三个鲜明特点:(1)发行人应结合科创公司特点,披露由于重大技术、产品、政策、经营模式变化等可能导致的重大风险。(2)发行人披露风险因素时,应针对风险的实际情况,使用恰当的标题概括描述其风险点,不得使用模糊表述。强调尽量对风险因素作定量分析,对导致风险的变动性因素作敏感性分析。

(3) 风险因素中仍然不得包含风险对策、发行人竞争优势及类似表述。^①

其次,区分关联方重大事项。41 号准则另外一大亮点,是在发行人关联方领域贯彻了重大性标准的应用,具体而言主要有如下几个方面:(1)与主板招股说明书相比,科创板招股说明书缩小了部分非重要关联方披露财务数据的范围,例如,不重要参股公司只需要披露出资金额、持股比例、入股时间、控股方及主营业务情况。(2)发行人控股股东、实际控制人控制企业取消了基本信息的强制披露要求。(3)发行人董事、监事、高级管理人员及核心技术人员在最近 2 年内曾发生变动的情况、原因以及对公司的影响。同时应披露其薪酬组成、确定依据、所履行的程序及报告期内薪酬总额占各期发行人利润总额的比重等。披露报告期内薪酬总额占各期利润比重,系科创板和创业板招股说明书所特有。

最后,重申重要披露标准。(1)41 号准则细化了业务与技术披露标准,强调发行人应清晰、准确、客观地披露主营业务、主要产品或服务的情况以及所处的竞争状况。^②(2)相比较主板公司招股说明书,科创板要求披露全部关联交易的简要汇总表,关联交易非关联化比照关联交易要求披露。^③(3)相比较主板公司招股说明书对于财务报表的披露要求更加科学,主板招股说明书要求披露合并报表和母公司报表的,科创板招股说明书要求披露合并报表,合并财务报表与母公司财务报表存在显著差异的,应披露母公司财务报表。^④

规范变化之处不仅仅限于上述所列,41 号准则将重大性标准融入各个规范各个层面,针对科创企业的特殊性,制定了远远有别于主板的规定,制度层面的创新也带来了深刻的挑战。例如,特别表决权制度项下,招股说明书中应披露可能对公司治理的风险及投资者保护措施。同时,招股说明书应便于投资者阅读,浅显易懂、简明扼要、逻辑清晰,尽量使用图表、图片或其他较直观的披露方式,具有可读性和可理解性。^⑤

① 参见 41 号准则第 32~35 条。

② 参见 41 号准则第 49 条。

③ 参见 41 号准则第 65 条。

④ 参见 41 号准则第 70 条。

⑤ 参见 41 号准则第 10 条。

二、存在的问题

笔者整理了截至2021年6月底注册生效的科创板上市公司招股书,从内容合规及形式美观两个层面进行考量,问题集中体现于如下方面。

(一) 内容合规

招股说明书作为重要的信息披露载体,真实、准确、完整地披露发行人信息是内容合规的本质要求。

1. 科创属性不典型

科创属性是科创板的特色,所有公司均应在招股说明书中论述其科创属性,实践中主要存在科创属性较低的公司通过美化业务实质、强行论证情形,随着《科创属性评价指引(试行)》和《科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定》等规定的落地,科创属性的企业的内涵和外延进一步明确,科创属性有了具体的评价指标体系。科创属性标准实现了量化,这一核查难度变小且可操作性。上海证券交易所通常会结合主营业务、产品、技术等多重要素,按照实质重于形式就公司是否属于科创企业进行重点问询。拟上市公司存在为冲击科创板而在招股说明书中美化业务实质,强行论证具有科创属性的问题。例如,中国证监会要求进一步论证发行人业务实质不为数字营销、广告投放业务,而将公司定位于“大数据服务提供商”不存在误导投资者的原因及合理性。^①

2. 核心技术不充分

核心技术是科创属性公司的重要特征,招股说明书披露要点主要包括:一是发行人能够通过持续的研发投入积累形成核心技术。二是发行人主要的生产经营能够以核心技术为基础,将核心技术进行成果转化,形成基于核心技术的产(服务)。三是核心技术的判断主要结合发行人所处行业的国家科技发展战略和政策、整体技术水平、国内外科技发展水平和趋势等因素,综合判断。四是发行人主要产品或服务的核心技术及技术来源,结合行业技术水平和对行业的贡献,披露发行人的技术先进性及具体表征等。^② 例如,中国证监会要求充分披露发行人现有核心技术中能够衡量发行

^① 本案例来自上海证券交易所官方网站(<http://star.sse.com.cn/>)公开披露的反馈回复信息,若无特别说明,下述申请在科创板上市的公司案例均为相同出处。

^② 参见《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第3条、《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》第10条、41号准则第54条。

人核心竞争力或技术实力的关键指标、具体表征及与可比公司的比较情况等。总体来看,核心技术认定标准较高,需要多维度论证,核心技术产品占比较低、核心技术认定依据不足和核心技术来源成疑是普遍存在的问题。此外,招股说明书中经常出现的“国内领先”“国际领先”“文献报道的行业最优水平”等夸大性描述由于缺少量化指标饱受审核部门质疑。

3. 内部控制不健全

发行人内部控制制度健全且被有效执行,与保护中小投资者利益息息相关,首次申报审计截止日后,发行人原则上不能再出现上述内控不规范和不能有效执行情形。^① 审核部门对于内控制度规范性趋于严厉,如中国证监会认为发行人将会计差错更正认定为特殊会计处理事项的理由不充分,不符合会计准则的要求,存在内控缺失的情况。又如,发行人未充分关注发行人内部控制存在的缺陷及风险,相关核查工作不到位,发行人报告期内存在会计基础工作不规范、内部控制制度执行不到位等问题。同时,保荐代表人在首轮问询关于内部控制制度建设、执行情况及有效性等多个问询回复中,发表的核查意见并未结合发行人报告期内上述相关内部控制缺陷及风险,作出的结论性意见依据不充分,导致相关信息披露不准确。从既有案例来看仍在招股说明书中突出存在会计基础不规范,内控制度不健全等重大问题。

4. 关联交易不完整

从过往案例来看,关联方和关联交易属于公司容易造假的地带,核查难度大,需中介寻找蛛丝马迹,抽丝剥茧般发现是否有重大遗漏,如下述案例:发行人报告期内的主要客户及销售情况是投资者作出价值判断和投资决策的重要信息。保荐代表人对发行人主要客户之间存在的疑似关联关系特征、资金往来异常情况及相关销售合同签订、执行情况未能全面地核查验证,核查结论不审慎,履行相关保荐职责不到位。中介机构核查不到位,公司故意隐瞒等诸多原因容易导致招股说明书中关联关系和关联交易披露不完整。

5. 公开信息偏差大

公司公开信息略有三类:一是公司日常经营的公开信息;二是在全国中小股份转让系统挂牌或区域股权市场挂牌企业披露的公开市场信息;三是与境外上市公司存在关联关系的信息。(1)公司自设立以来的工商登记信息、涉诉和公司及关联方失信

^① 参见《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答(二)》第14条。

情况等基本信息可通过公开渠道查询,招股说明书不应与其存在明显差异,此部分核查较简单。(2)针对新三板公司,主要问题通常表现为财务数据差异大,首轮问询反馈特别关注发行人信息披露差异,例如,中国证监会要求发行人结合在全国中小企业股份转让系统披露的年报、半年报等定期报告及其他重要的临时公告,进一步说明发行人申报文件信息披露与其在全国中小企业股份转让系统的信息披露是否存在重大差异。(3)拟上市公司客户供应商为境外上市公司的,招股说明书中存在与境外披露信息相矛盾的问题。

6. 风险因素不准确

风险因素的披露集中于招股说明书重大事项提示部分和第四节专章部分,主要问题在于披露不够准确,主要表现为定量分析比率偏低、前后重复罗列风险、美化风险因素等问题。(1)发行人应遵循重要性原则按顺序简明易懂地披露可能直接或间接对发行人及本次发行产生重大不利影响的所有风险因素。特别需注意的是,发行人应尽量对风险因素作定量分析,对导致风险的变动性因素作敏感性分析。无法进行定量分析的,应有针对性地作出定性描述。截至2021年6月底已经披露招股说明书(定稿版)的科创板公司,定量分析的比率中位值占不足一半,最少仅1/4。风险因素披露总数中位值只有23个,最低仅有12个。且风险提示部分风险因素和第四节风险因素描述完全一致、前后重复罗列的情况比比皆是。(2)招股说明书风险因素中不得包含风险对策、发行人竞争优势及类似表述。该等规定主要基于防止公司过分夸大其实、美化风险,误导投资者,但从实际效果来看,公司有自我美化的原始冲动,绝对禁止可能会导致公司变相表述风险对策、美化风险。

(二) 形式美观

首先,招股说明书的使用主体是理性投资者,使理性投资者快速获取重大信息,理解公司的真实情况,准确作出价值判断和投资决策是首要目标。其次,招股说明书作为一种法律文书,一方面,应体现其专业性;另一方面,形式的简单可理解也日益受到人们的重视。此外,招股说明书简洁清晰、通俗易懂是商事效率原则的必然要求。

目前我国招股说明书的形式要求主要存在于立法的原则层面,缺少详细指引,理论研究不够系统深入,科创板公司招股说明书形式层面突出表现为惯用大段文字叙述、遣词造句复杂、详略分布不当等问题,特举几例详细叙述。

1. 目录链接形同虚设

目录的主要作用在于方便快速定位,便于阅读。分析目录主要存在如下问题:

(1) 科创板公司招股说明书目录位置劣后于重大事项风险提示。因此,如果重大事项提示页数过多,目录会过于后置,影响阅读体验。投资者最多需翻阅 29 页才能见到目录页,平均也需要翻阅 11 页才能到达目录页,违背了招股说明书简明清晰、通俗易懂的要求,不能有效发挥目录的作用。

(2) 另外一个影响有效阅读的问题即科创板公司招股说明书普遍使用二级目录,导致目录冗长,与我国香港交易所上市公司招股说明书目录不同,二级目录信息冗余,影响阅读体验。

(3) 此外,招股说明书中其他不便于投资者阅读之处体现在:每一节阅读结束后没有返回目录链接;有的目录是文本格式,并无链接作用等。

2. 重大事项提示不简洁

重大事项提示所提示的是重大性程度较高,且与公司特点及生产经营能力息息相关的事项,位列招股说明书前端。考察目前科创板公司招股说明书突出存在如下问题:(1) 重大事项前后重复描述,未以简要语言概括描述。(2) 重大事项不突出,承诺事项(41 号准则第 93 条)放入其中,实无必要照搬或者以索引方式提示投资者,而应被径行放入“投资者保护”一节。(3) 重大事项提示形式差异大,过分简单和过分复杂情况同时存在,最多有 26 页,最少 1 页,侧面反映出不同公司招股书对于重大事项提示的理解差异较大。

3. 详略分布不科学

所谓重者恒重、轻者恒轻,突出重大事项,简化非重大事项,是贯彻重大性标准的题中之义。目前科创板招股说明书尚有进步空间,突出表现在如下方面:(1) 目前招股说明书中仍存在详略分布不科学、“信息过载”的现象,如公司历史沿革、知识产权明细等非重大信息冗长详细,业务、技术、科创相关重大信息不够突出。重大性标准贯彻不足,未做到重要事项详细表述,非重大事项简明扼要,详略得当。(2) 招股说明书中大段描述随处可见,宏观分析为主,缺少量化分析和数据支撑。

4. 行文风格不友好

行文风格是可理解性的一个重要指标,目前招股说明书中主要存在下述问题:披露业务与技术时使用市场推广的宣传用语或夸大其词的描述,使用艰深晦涩、生僻难懂的专业术语。此外,笔者也注意到颇为有趣的现象,香港交易所上市公司招股说明书中行文均为第一人称“我们”(we),相比较科创板招股说明书为第三人称“发行人”而言,除了语气更为亲切友好,we 包括子公司、控股股东、实际控制人等关联方,

而发行人并不包括关联方的概念,因此第一人称的表述更为精确。

5. 文字表述不清晰

前已述及,披露核心技术或市场地位使用“领先”“先进”等夸大的定性描述容易受到上海证券交易所的质疑,语言表述的模糊也会降低文本的可理解性。

相较而言,上海证券交易所注册制审核问询力度更大,审核问询问题更多。^① 尽管如此,招股说明书质量仍然未达到理想状态,^②距离内容合规及形式美观的目的仍有一段距离。笔者认为,原因可能有几个方面:首先,注册制推行时间较短,中介机构和发行人受核准制影响较大,仍存有包装上市的心态。其次,发行人和中介机构对如何按照试点注册制改革理念,在发行上市环节落实以信息披露为中心的监管要求,理解深度不够、重视程度不够、执行力度不够。^③ 最后,从供求关系角度来看,目前上市公司仍是稀缺资源,很多公司不够重视招股说明书,不需要通过招股说明书吸引投资者。

三、科创板公司招股说明书合规完善路径

招股说明书所披露内容普遍存在科创属性不典型、核心技术不充分、内部控制不健全、关联交易不完整、公开信息偏差大、风险因素不准确等诸多不合规之处。同时,形式方面存在目录链接形同虚设、重大事项提示不简洁、详略分布不科学、行文风格不友好、文字表述不精确等不美观现象。笔者建议从如下几点入手,有针对性地改善前述问题。

(一) 辅导文书写作

1. 反馈问询

交易所在审核招股说明书过程中,可通过反馈问题的形式提出更为详尽的修改建议。以中概股企业为例,反馈意见通常结合具体的页码及文字表述提出问题及非常详尽的改进建议,例如:蔚来(NIO)在反馈问题中要求其“界定第 15 页中 JAC 术语含义并简要披露与经营实体关系的性质”。^④ 无论是内容还是形式等方面存在问题均可通过

① 笔者整理了截至 2021 年 6 月底已经注册生效的科创板公司第一轮审核问题数量分布情况,中位值 46 个,最多 76 个反馈问题(天合光能股份有限公司),远高于我国香港证券市场 20~30 个的反馈问题量。

② 如上海证券交易所对江苏艾迪药业股份有限公司上市审核过程中要求其全面修改招股说明书。

③ 《上海证券交易所答记者问:目前披露的招股说明书存在五点突出共性问题》, <http://finance.sina.com.cn/roll/2019-04-23/doc-ihvhiqax4638177.shtml>。

④ 申请在美上市中概股公司披露资料均通过美国证券交易委员会网站(<https://www.sec.gov/edgar/search-and-access>)获取,若无特别说明,下述申请在美证券交易所 IPO 公司均为相同出处。

交易所审核问询方式要求发行人在招股说明书中进行解释并提出明确的修改建议。

2. 辅导培训

交易所可考虑针对发行人招股说明书写作中存在问题进行前期辅导并对中介机构进行定期培训。重大事项提示不简洁、详略分布不科学、行文风格不友好等问题可通过提高中介机构认识、系统性专门训练。如提示目录置于重大事项提示之前。避免二级目录,细化一级目录。引入返回键等利于篇章阅读的工具。

3. 写作指南

科创板招股说明书目前主要根据审核部门的反馈要求以及《关于切实提高招股说明书(申报稿)质量和问询回复质量相关注意事项的通知》等指导意见修改招股说明书,缺少系统的写作指南。笔者建议,可以案例展示方式就招股说明书的语言、表述、修辞、格式等进行专门辅导。未来可进一步打破行业、法律和财务的明确界分,以重大性为标准,重要事项详细表述,非重大事项简明扼要,详略得当。

(二) 完善奖惩措施

1. 奖励措施

完善的奖励措施与招股说明书合规是正向互动的关系:一方面,可对提供符合发行上市条件,且简明清晰、通俗易懂招股说明书的公司,优先审核、快速注册,对质量较高的招股说明书进行表彰、宣传、推介。另一方面,应鼓励外部监督。注册制下,招股说明书的审核时间短、审核要求高,新闻媒体及举报人的外部监督对于弥补审核部门不足有重要意义,其可在一定程度上保证招股说明书内容真实、准确、完整,揭露虚假记载、误导性称述及重大遗漏事项。

2. 惩罚举措

完善惩罚举措是提高招股说明书质量的应有之义,徒法不足以自行,截至2020年5月底,上海证券交易所已作出17份监管措施决定、2份纪律处分决定。主要针对擅自修改招股说明书内容和反馈问题,尽职调查不充分等问题采取了自律监管措施。^①除此之外,发行人及相关责任方于隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容(欺诈发行)情形,得依据《证券法》第181条承担行政责任;情节严重的,得依据《中华人民共和国刑法》第160条承担刑事责任;于披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的情形,得依据《证券法》第197条承担行政责任。

^① 上海证券交易所科创板股票审核监管措施, <http://kcb.sse.com.cn/credibility/supervision/>, 最后访问日期: 2020年6月20日。

(三) 倡导简明风格

1. 简明手册

科创板招股说明书形式方面同样存在目录链接形同虚设、重大事项提示不简洁、详略分布不科学、行文风格不友好、文字表述不精确等诸多问题,可贯彻简明风格。

2. 案例示范

优质案例示范效应大,如对参与简明英语试点(The Pilot Program)的企业美国证券交易委员会将给予审核上的鼓励,优先快速审核其公开发行人文件。贝尔大西洋和纽约尼克斯公司(Bell Atlantic and NYNEX)合并并参与试点的成功案例证明了即使是大型企业集团也可改变其写作习惯,且并未增加其成本。^①交易所可向市场推广优秀案例,发挥其示范带动作用。

(四) 重视量化分析

1. 定量分析

定量分析已受到广泛重视,从实际效果看招股说明书该项指标仍不尽如人意,前已述及,披露核心技术或市场地位使用“领先”“先进”等夸大的定性描述容易受到上海证券交易所的质疑,语言表述的模糊也会降低文本的可理解性。可进一步明确风险因素以定量分析为主要求,如公司仍以定性分析为主的原因及必要性。倡导减少宏观分析,鼓励言之有据,论点拥有翔实的量化分析和客观、权威并具有时效的数据支撑。

2. 通俗易懂

招股说明书中对于公司业务描述的部分容易产生艰深晦涩、生僻难懂的专业术语。以我国香港交易所上市公司招股说明书为例,通常很难见到晦涩难懂的大段描述。如开拓药业(SEHK:09939)在业务部分简明扼要地指出“我们的在研药物组合用于治疗市场潜力大的主要癌症类型及其他AR相关疾病。我们已开发出五种在研药物”,并以彩色图表形式列出在研药物的机制、适应证及开发进展。通俗易懂、一目了然,非行业专业人士也能快速准确理解。除前述语言简明,善用数据的方法可资借鉴,大量运用使用图表且尽量不用过于艰深晦涩专业术语的做法值得大力推广。鉴于简明通俗的标准如此难以清晰界定,可借鉴“迷雾指数”(gunning frog)方法评估文件的可读性。^②

^① See Fromson, supra note 119, at H4. Ordinarily, SEC examiners can stall a security offering into the market if it is either inaccurate or poorly written.

^② [美]杰勒米·麦克莱恩:《标准文本及其对证券市场信息披露的影响》,韩励豪、翟玉涛、吴紫君、邹莹译,载卢文道主编:《证券法苑》第27卷,法律出版社2019年版。

(五) 允许适度宣传

1. 自我宣传

招股说明书作为要约邀请^①具有招徕投资者的用途：一方面，要求其披露内容事实真实、准确、完整；另一方面，招股说明书也是有效的市场营销工具，通过积极适当宣传能够提高投资者的购买欲望。^② 如 Facebook (FB) 招股说明书中在其“招股说明书概要”部分简要介绍其使命、目的，以及如何为客户创造价值等。^③ 再如网易 (SEHK:09999) 在招股说明书目录后附有“来自创始人兼首席执行官的公开信”，^④ 具有很好的宣传作用，能够提高投资者对公司的认知度。

2. 风险对策

招股说明书风险因素中规定不得包含风险对策、发行人竞争优势及类似表述。但基于发行人自我美化的原始冲动，有必要允许发行人有针对性地表述风险对策及其优势，并以提示投资者为限。如我国新三板公司在挂牌时披露的公开转让说明书中允许表述风险因素的对策及竞争优势，取得了良好的效果，值得参考借鉴。^⑤

四、结 语

注册制代表了市场主导力量的回归，科创板肩负着注册制发展进化的重要使命，招股说明书的信息披露要求已被拔高到了前所未有的高度，体现了未来发展趋势，也是资本市场法治化的必由之路。考察其他繁荣证券市场的案例，招股说明书水平的提升均经历了一个漫长发展的过程。我国注册制尚处于起步阶段，招股说明书的质量仍有诸多有待完善之处。法律规范层面的革新仅仅是迈向未来的第一步，注册制和科创板的发展呼唤高质量的招股说明书，未来围绕其内容合规及形式美观的具体标准有赖于判例、学说和立法的良性互动及深入展开。

① 《民法典》第 473 条第 1 款的关于招股说明书为要约邀请的规定应作合目的性限缩解释，发行承销前招股意向书以前版本可认其为要约邀请，要约邀请中已明确事项将作为合同内容，违反发生合同法上违约责任。

② Andras Kecskes & Vendel Halasz, *The Role of Prospectus Documentation and Prospectus Liability*, 31 *Pravni Vjesnik* 167, 2015.

③ <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512101422/0001193125-12-101422-index.htm>。

④ <https://www1.hkexnews.hk/search/titlesearch.xhtml>。

⑤ 参见《全国中小企业股份转让系统公开转让说明书内容与格式指引(试行)》第 21 条。