

金融 法苑

2008 总第七十七辑

Financial Law Forum

北京大学金融法研究中心 编

- 浅析新股网下配售制度的优化路径
- 浅析我国金融资产管理公司商业化转型与制度完善
- 人民币汇率“操纵”的法律问题分析
- 香港上市公司被强制退市的退市机制研究
- 台湾地区融资融券担保品的法律性质分析



中国金融出版社

总第七十七辑 2008

金融法苑

Financial Law Forum

北京大学金融法研究中心 编

- 执行主编：洪艳蓉
- 助理编辑：王 炜



中国金融出版社

责任编辑：张 铁

责任校对：李俊英

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

金融法苑 (Jinrong Fayuan). 2008 年. 总第 77 辑/北京大学金融法研究中心编. —北京: 中国金融出版社, 2008. 12

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4976 - 9

I. 金… II. 北… III. 金融法—研究—丛刊

IV. D912. 280. 4 - 55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 020418 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

装订 东兴装订厂

尺寸 148 毫米×210 毫米

印张 6.875

字数 162 千

版次 2008 年 12 月第 1 版

印次 2008 年 12 月第 1 次印刷

定价 18.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4976 - 9/F. 4536

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

金融法苑

Financial
Law Forum

总第七十七辑 2008

目录

Contents

证券发行

- 1 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 沈朝晖

- 16 浅析新股网下配售制度的优化路径 王彦鹏

- 28 太平洋证券上市路径分析 柴兆民

- 39 论非公开发行证券情形下的非公开方式要求 刘子佳

法律与金融

- 49 “法律与金融”交叉研究漫谈（下） 张建伟

公司法

- 69 论公司治理结构的完善——从国有企业改制的
视角 宋焕政

- 84 浅析我国金融资产管理公司商业化转型与
制度完善

王冠宇

专 论

- 96 中小企业公开上市的法律路径研究 朱静敏
- 106 自律、内控与信任——构筑中国券商的
“中国墙” 杨 敏
- 119 注册会计师虚假陈述的法律界定 赵 明
- 135 受益人故意杀害被保险人案件之处理——以对
《保险法》第六十四条和第六十五条之解
读为基础 康文义

WTO 与金融

- 146 人民币汇率“操纵”的法律问题分析 黄 韬
- 157 IMF《对成员国政策双边监督的决定》评述 乔仕彤
- 169 浅析 WTO 框架下中国官方出口信贷的三大法律
隐患 陈儒丹

海外金融法

- 179 香港上市公司被强制退市的退市机制研究 连达鹏
- 198 台湾地区融资融券担保品的法律性质分析 富 琪

【证券发行】

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

沈朝晖*

我国的招股意向书为什么不是要约，看上去这是一个没有多少探讨空间的问题。因为《中华人民共和国合同法》（以下简称《合同法》）第十五条明确以举例的方式规定招股说明书等是要约邀请。既然招股说明书是要约邀请，而招股意向书和招股说明书又具有同等法律效力^①，因此，招股意向书也是要约邀请，不是要约。答案似乎很简单。

但是，这个回答只是形式上的推理，未从根本上把一些道理讲清楚，以至于有的观点认为，招股说明书应当是一份要约，建议修改《合同法》的相关规定。^②但笔者赞同《合同法》的规定，下面

* 北京大学法学院 2007 级博士生。

① 参见中国证监会《证券发行与承销管理办法》第五十四条。

② 刘道远、王晓锦：《招股说明书要约性质研究》，载《时代法学》，2007（6）。

从我国首次公开发行的具体实践过程出发,结合《合同法》的一般规定和理论,来解释为什么招股意向书或者招股说明书不是要约。

一、我国的招股意向书是一份未包含发行价格的招股说明书

股票首次公开发行实际上就是一个合同缔结和履行的过程。如果从合同的角度来理解新股公开发行的话,发行人是在向社会公众销售自身的股票,从而募集资金。这是一个广义上的买卖合同,新股购买者和发行人之间存在一个股票发行合同的法律关系。因此,他们之间发生的一些纠纷可以用合同关系来处理,比如,发行人虚假陈述所引起的纠纷等。

那么,在新股公开发行的合同缔结过程中,哪一个动作或文书在法律性质上是要约呢?追溯整个新股公开发行的实践过程,首先需要回答:为什么作为新股公开发行依据的招股意向书不是要约,而只是要约邀请?

招股意向书是指申请公开发行的公司依照《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)公开发行的条件,向证券监管部门申请发行核准时,向社会公众预先披露与公布的招股说明书。《首次公开发行股票并上市管理办法》第十八条规定,申请文件受理后,发行审核委员会审核前,发行人应当将招股说明书(申报稿)在中国证监会网站预先披露。这个预先披露的招股说明书就是招股意向书。

招股意向书的内容和招股说明书基本是一致的,包括了公司和此次募集资金的主要信息,包括发行人的基本情况、业务和技术、同业竞争与关联交易、管理层与核心技术人员、公司治理、财务会计信息、管理层讨论与分析、业务发展目标、募集资金运用、股利

分配政策、风险因素等影响投资者对公司价值评估和投资决策的事实。^①

但是，招股意向书没有包含一个影响投资者购买决策的重要内容——发行价格，从而也没有包含此次所能公开募集到的筹资金额。事实上，招股意向书也没法披露发行价格以及筹资金额，这是由我国新股公开发行的实务操作决定的。在获得证监会发行监管部门初步审查同意后、提交发行审核委员会讨论之前，也就是获得证监会的发行核准之前，申请公开发行的公司就已经在证监会指定的网站刊登《招股意向书》，这是预披露阶段。此时，还没有启动面向投资者的销售过程。

在通过发审委的会议、获得证监会核准后，发行人会公布《发行方案》，列明此次发行的具体步骤，尤其是关于确定发行价格的程序、步骤和投资者缴纳资金的时日。第一步是进行初步询价。发行人发布《初步询价公告》，邀请询价机构前来报价。有的发行人会面向询价对象，安排一个预路演。这些合格的询价机构填写并向发行人与主承销商提交初步询价单——网下申购报价单。根据初步询价单，发行人和主承销商确定并公布初步询价的结果和本次公开发行的发行价格区间，比如，27.00~30.00元/股。第二步是基于发行价格区间，发布网上、网下的《发行公告》。发行人邀请投资者申购，按照要求提供申购单，并进行网上路演。到此，投资者申请购买新股前的准备工作就完成了，总算到了“申购日”（T日）。第三步就是投资者分网下和网上进行申购和缴款。网上的投资者缴纳资金开始申购，在一天之内完成申购缴款。而网下的询价机构，也就是网下投资者的申购缴款日其实已经提前一天开始，“申购日”已是截止

^① 参见《公开发行证券的公司信息披露内容和格式准则第1号》。

日期了。第四步是确定一个最终的具体发行价格。这就是发行人和网下询价机构之间的累计投标制度：网下投资者在完成作为上述发行过程第三步的申购的同时，会根据不同的申购量，报出相应不同的价格；发行人根据网下投资者的报价情况，与主承销商协商，最终在价格区间内确定一个具体的发行价格。发行人发布包含具体发行价格的《价格公告》，作为招股意向书的补充文件；此时，招股说明书才完备。第五步就是回拨、分配股票（确定各个投资者的具体可购买新股的数量）以及退款。针对网下投资者是按投资者的有效申购数量，进行同比例配售，主承销商没有自主配售新股的权利。针对网上投资者，则是摇号抽签确定申购投资者的最后有效购买数量。此次发行合同中，投资者的具体购买数量到此方能确定下来。

总之，在招股意向书的角色方面，我国的发行过程有两个特点：第一，网上投资者，包括广大的社会公众依据招股意向书作出投资决定，并随后申请购买新股、缴纳资金时，最终的具体发行价格还没有“询”出来；依照规定，网上投资者一律是按照初步询价后得出的发行价格区间的上限，缴纳资金。第二，海外发行市场上所谓的招股说明书，在我国，却是在发行申购日（T日）之后才完全形成的。也就是招股说明书是在投资者申购、缴款、冻结资金后，发行人公布招股意向书的补充文件——《价格公告》后，才最终完成的。也就是说，投资者必须在发行价格确定前作出投资决定。

二、招股意向书没有包含具体的数量内容

依照《合同法》第十四条，一项意思表示是否是“要约”，需要从两个方面来判断：一是内容是否具体确定；二是是否表明经受要约人承诺，要约人即受该意思表示约束。我们首先来看第一个条件。

我国的招股意向书缺乏一个具体明确的价格，但这在合同法上，并不影响它的内容的具体确定性。下面将揭示，在商业上，价格无疑是合同乃至任何交易的核心条款，但是，在合同的成立方面，它却是可有可无的内容，价格是否确定并非合同的基本构成要素，也不是一个意思表示具体确定的必不可少的条件。

（一）价格不是合同的基本要素，不影响意思表示的内容具体确定性

在法律上，价格条款的确是一个基本条款，也是意思表示、要约或合同中的实质性条款。比如，《合同法》第十二条在说明一份合同一般包括哪些条款时，列明价格等条款是合同的一般性条款。当然，这只是一个建议性条款。《合同法》第三十条又规定，对合同标的、数量、质量、价款或者报酬、履行期限、履行地点和方式、违约责任和解决争议方法等的变更，是对要约内容的实质性变更。这些都表明了价格条款在合同中的重要地位。

但是，价格和价格条款并不是合同成立的必要条件，也不是“要约”具体明确所必不可少的内容。这从《合同法》的第六十一条就可以看出。该条规定，“合同生效后，当事人就质量、价款或者报酬、履行地点等内容没有约定或者约定不明确的，可以协议补充；不能达成补充协议的，按照合同有关条款或者交易习惯确定”。可见，价款等内容是可以在合同成立后，再由当事人补充的。

从法制史和比较法的角度来看，价格条款在合同成立方面也是可有可无的。当然，历史上也曾经有过两派观点。一派认为，意思表示必须确定了价格，或者至少规定了价格确定的方法，才可以说是明确的，才可能构成要约，合同才可能成立。另一派则认为，价格在合同成立中没有这么重要的作用。从立法例的比较来看，主张价格在要约中可有可无的观点占了绝对优势。《法国民法典》持传统

的观点,其第1583条规定:“买卖契约中,当事人双方就标的物及价金相互同意时……买卖契约即告成立。”但是,到了大约一百年后的《德国民法典》,情况发生了变化。《德国民法典》第315条规定,如果一方指定的价金不公平或指定迟延,则由法院作判决进行指定。这是一个历史发展的认识深化过程。

英美法系也有一个变化的过程。^①在英国,最初是严格要求“合意”必须具备明确的价格条款,否则,合同不成立。比如,在1934年的May and Butcher Ltd. v. R [1934] 2 KB 17 n, H. L. 案例中,双方约定买卖葡萄酒,但是,价格要以后才能确定,英国上议院因此认为协议不能视为正式缔结的合同。^②1979年,《英国货物买卖法》修订后,对价格条款放开了,其第8(2)节规定,如果价金未按前款加以确定时,买方应该支付合理的价金。这同我国的《合同法》的思想一致,也是由事后来补充。对比而言,《美国统一商法典》以发达的资本主义商事实践为基础,对价格条款的地位,规定得更明确和直接了。它规定,“如果当事人确有订立合同的意图,即使价格未定,合同也可以成立。这种情况下,合同价格为交货时的合理价格。”^③

(二) 数量条款才是意思表示内容具体确定性的必要条件

那么,哪些条款或内容才是意思表示具备具体确定性的不可缺少的条件呢?

① 缺乏价格条款对合同成立的影响,这样的争议在国际货物买卖合同中也发生过,可参考潘长河:《论国际货物贸易中价格条款空缺对合同成立的影响》,载《国际经济法》第12卷第2期,北京,北京大学出版社,2005。

② 潘长河:《论国际货物贸易中价格条款空缺对合同成立的影响》,载《国际经济法》第12卷第2期,北京,北京大学出版社,2005。

③ 《美国统一商法典》第2-305条。

有意思的是,《合同法》第六十二条的规定在这个问题上可以给我们以启发。该条规定:质量要求不明确的,按照国家标准、行业标准履行;没有国家标准、行业标准的,按照通常标准或者符合合同目的的特定标准履行。价款或者报酬不明确的,按照订立合同时履行地的市场价格履行;依法应当执行政府定价或者政府指导价的,按照规定履行。履行地点不明确,给付货币的,在接受货币一方所在地履行;交付不动产的,在不动产所在地履行;其他标的,在履行义务一方所在地履行。履行期限不明确的,债务人可以随时履行,债权人也可以随时要求履行,但应当给对方必要的准备时间。履行方式不明确的,按照有利于实现合同目的的方式履行。履行费用的负担不明确的,由履行义务一方负担。可见,交易的标的质量、价款、履行地点、履行期限、履行方式或费用负担等都不是要约具体确定性的不可缺少的条件;但是,该条唯独没有说当交易的数量不明确时该如何补充协议。

其实,数量内容才是意思表示具体确定性的唯一不可缺少的条款,是意思表示成为要约的必要条款,也是合同的基本构成要素。意思表示包含了数量内容,那么,对方才能大体了解交易的内容,对方才知道自己承诺了什么或将换回什么,预测交易的风险和收益^①，“合意”的轮廓才具备。而且,数量一旦明确,也就意味着交易的标的也明确了。因为数量不可能是凭空的,数量必须是具体指向一个具体的标的。有观点也认为,只要具备当事人条款、标的条款和数量条款这三个基本条款,就可以认定具备了合同成立的基本

^① 迈克尔·贝勒斯著,张文显等译:《法律的原则——一个规范的分析》,194页,北京,中国大百科全书出版社,1996。转引自李永军:《合同法》(第二版),92页,北京,法律出版社,2005。

要素。^①可见,合意的存在和数量是合同成立的基本要素。

更进一步探究,为什么价格内容可有可无,而数量才是意思表示具体确定性不可缺少的内容?原因可能有两个。第一,价格是变动的,不好确定。市场上的价格是变动的,当事人在达成合同的时候可能没法确定。如果法律强行规定当事人缔结合同前必须确定价格,那么,对当事人造成的损失可能是让当事人失去了交易的机会,不利于交易的发达和经济的发展。而交易的具体数量,相对而言更容易在缔结合同前就确定。比如,《德国民法典》和《法国民法典》的一个差异就在于,前者不认为价格是合同成立必不可少的,变化的原因之一是,《法国民法典》立法的时候,是19世纪,那时是农业社会,交易简单。近一百年后,《德国民法典》立法的时候,德国已经完成了工业革命和实现工业化,商业和经济实践更发达,价格变动更多了,法律规定必须回应经济基础的变化。

是数量而不是价格因素,对合同的成立起决定性作用的第二个原因是,方便法院提供救济。试想,如果当事人诉诸法院,请求法院为他们之间的所谓“合意”提供救济(或者是实际履行,或者是损害赔偿),如果没有价格条款,并不影响法院提供救济。因为市场上会存在一个替代性的公共价格。但是,如果缺乏数量条款,那么法院将很为难,因为没有有一个替代性的、公共适用的数量,法院将没法提供救济。

最后再回到招股意向书是否具有具体确定这个问题上。招股意向书中写明的发行新股的数量是确定的,而且是经过证券监管部门核准后确定的发行数量。因此,招股意向书是具体明确的,符合要约的第一个条件。

① 李永军:《合同法》(第二版),91页,北京,法律出版社,2005。

三、不符合功能解释和要约构成的第二个条件

招股意向书不是要约，不是因为它缺乏发行价格而导致它的内容不具体明确；招股意向书不是要约，也不是因为它是向社会公众等不特定对象发布的，毕竟，对象的特定与否已经不是要约构成的法律要件了。

招股意向书不是要约，是因为它不符合要约的第二个条件——“表明经受要约人承诺，要约人即受该意思表示约束”。正如它的名称“意向书”所揭示的，发行人公布招股意向书不具有受拘束的意思。准确地说，招股意向书是要约邀请。

（一）招股意向书不含有发行人受拘束的意思，它是一份要约邀请

意思表示必须是“表明经受要约人承诺，要约人即受该意思表示约束”，才可能是要约。要约是希望与他人订立合同的意思表示，在性质上这是一个允诺（promise），是一个对作出者自身有约束力的允诺。一旦作出，则意味着订立合同的主动权转移到对方手上，是否成立契约的最后决定权留给了对方而不是自己了。^① 这是一个主观上的判断标准。

发行人发布招股意向书的目的是引诱社会公众向自身发出购买意愿，调动和征集潜在的购买意愿。而且，招股意向书不含有发行人受拘束的意思，这是法定的，而不仅仅是主观意定的。按照证监会规定，招股意向书，都会在其显要位置声明，“本公司的发行申请尚未得到中国证监会核准。本招股说明书（申报稿）不具有据以发

^① 李永军：《合同法》（第二版），92页，北京，法律出版社，2005。

行股票的法律效力, 仅供预先披露之用……”^①

因此, 招股意向书是一份要约邀请, 是引诱潜在的投资者向发行人发出含有交易数量的购买要约, 再由发行人根据众多投资者购买要约的情况, 依照一定的规则, 分配先前确定的新股发行的数量, 达成合同。

(二) 为什么招股意向书中不包含发行人受拘束的意思

招股意向书/说明书在首次公开发行中的法律性质界定为要约邀请, 只有这样, 才能适应新股发行中可能出现的各种情形, 保证首次公开发行的顺利推进或者有序撤退, 让发行人可进可退。

从客观现实来看, 股票的发行数量都是一定的; 这是一个客观的约束条件, 在发行数量在交易前已经设定了的前提下, 不论调动起来的意愿购买的新股数量总和是大于还是小于经核准的发行数量, 都能保证发行交易的有序进行, 更好地适应发行市场的多变性。具体来说, 如果公众认购的数量正好就是发行人拟发行的数量, 那么, 招股意向书/说明书是要约还是要约邀请, 对其进行区分与辨析可能并没有多少实益。但是, 实践中, 发行市场经常出现的是下面两种情况: 超额认购或新股认购不足。

第一种情形是, 公众认购的新股数量大于发行人拟发行的股票数量, 此时, 发行人不可能满足每一个潜在投资者的购买意愿。如果招股意向书是要约的话, 那么, 发行人必须满足投资者的每一个申购数量。这在客观上无法实现。发行人必须将承诺权, 也就是最后合同成立的决定权留给自己。一个例证是, 在英国的《公司法》中, 如果公司不是公开发行, 而是向公司的现有股东发行股票, 那

^① 《首次公开发行股票并上市管理办法》第六十条。实际上, 正式的招股说明书完成的时候, 投资决策已经必须作出了。

么,公司的通知书就是要约了。^①

除了超额认购的情形之外,第二种在发行市场中可能出现的情况是,如果调动起来的意愿购买的数量小于发行新股的数量,也就是发生了所谓的新股认购不足。遇到这种情形,就说明发行人向不特定对象作出的邀请和试探基本失败了。由于没有征集到足够的新股需求,难以通过供求关系的对比来发现新股的真正发行价格。此时,并不是强迫发行人按照招股书中的条款向这些认购者发售新股,而是根据具体情形,制度上给发行人提供了多种选择,一是让承销商包销余额;二是在经监管部门同意后,修改发行方案,修改招股说明书的相应条款,或者减少发行数量,或者维持发行数量调整发行价格,重新再来一遍,以期能发现真正的价格;或者是认定此次发行失败,发行人将钱款返还认购人。^②

更进一步讲,将招股意向书/说明书界定为要约邀请,这既有利于公开发行的顺利推进,又不会减损对公众投资者的法律保护水平,具有实质性意义。尽管招股意向书不是要约,但并不否定招股意向书成为发行合同内容的一部分。招股意向书的内容属于发行合同的事实陈述和保证部分。招股意向书是发行合同的一部分,这来源于法律的强制性规定,也就是说,招股意向书对发行人的拘束力来源于法律的强制性规定。^③

① 岳彩申:《合同法比较研究》,52页,成都,西南财经大学出版社,1995。转引自李永军:《合同法》(第二版),103页,北京,法律出版社,2005。

② 参见《证券法》第三十五条。

③ 参见《证券法》第二十条;《首次公开发行股票并上市管理办法》第五十三条至第五十五条。

四、什么是首次公开发行中的要约？

既然招股意向书/说明书不是首次公开发行实践中的要约，那么，哪个文书或者行为是要约？我国新股公开发行中，投资者的申购分为网下申购和网上申购。这两个申购过程的要约行为略有差异。先看针对询价机构的网下申购新股。

（一）网下发行新股的过程中，申购报价单的法律性质是要约

总的来说，询价机构填写并向发行人提交的“申购报价表”是要约，理由在于，这份文件中既表达了申购人一经发行人承诺即受拘束的意思，又具备了购买新股的数量，内容具体确定。

第一，申购单上表示了申购者受拘束的意思。由询价对象填写的公司首次公开发行 A 股网下申购报价表，清楚地写着，“本表一经完整填写、由其法定代表人（或授权代表）签字/章及加盖单位公章并传真至申购传真号码后，即构成申购人发出的要约，具有法律效力”。

第二，内容具体确定。尽管填写申购报价单时，发行价格还没有确定，但是，各个投资者在申购报价单中都写明了各自具体意愿购买新股的数量，而且发行人会依据一套既已公开的规则，来分配各个投资者最后有效的申购数量，也就是发行人和网下投资者的发行合同中所成交的新股数量。

询价对象填写的申购报价单中的认购新股数量并不是最后发行合同中成交的实际股票数量，因为总的新股发行的数量是有限的。这就需要有分配新股的规则。这套规则是事前公开和发行市场通用的。一般来说，实践中，询价对象申购的数量要大于此次发行的新股数量。在我国的累计投标询价制度下，各个询价对象，依次在申购报价单中，在价格区间内填报三个价格，由大到小，对应的申购