

## 美国证交会与外国公司

——平衡相互竞争的利益\*

肯尼斯·B. 戴维斯\*\* 著 杨 懿\*\*\* 译

### 一、介绍

本文研究了外国公司向美国投资者融资或将美国市场作为其证券交易场所的有关规定。相对于这次会议所确定的美国证券交易委员会的“过去、现在与未来”这一宽泛主题,本文的选题在证券法领域可能显得过于冷僻。然而,请不要忘记,这一原本冷僻的课题却在本次金融危机爆发前掀起了一场有关美国证券法律的定位与走向的激烈政策辩论:美国严格的证券监管是否已经损害了美国资本市场的

---

\* 本文的英文原文“The SEC and Foreign Companies—A Balance of Competing Interests”发表于《匹兹堡大学法学评论》(University of Pittsburgh Law Review)。作者提供本刊的英文文稿在原文基础上略作了修改和增补。

\*\* 美国威斯康辛大学法学院院长、美国律师协会(American Bar Association)联邦证券监管委员会成员、公司法委员会成员、美国法学会(American Law Institute)选任会员。

\*\*\* 上海证券交易所法律部高级经理,法学博士。

竞争力。<sup>①</sup>

而本次危机反过来可能助长人们对美国资本市场丧失竞争力的恐惧——因为危机损害了美国证券监管的对外形象。无论本次危机对美国资本市场的竞争力有何影响,几乎可以断定全球化的趋势将继续激励美国投资人将更多的投资头寸分配到世界其他市场,并推动外国资本市场的规模、流动性和开放性不断提高,进而提升当地监管者的地位。其结果是,今后美国证交会在制定政策时会更加重视同世界其他地区的制度保持一致。在未来若干年,本文的观点可能代表了在监管重塑(re-regulatory)的大环境下一种难得听到的放松监管(deregulatory)的声音。

由于对美国证券监管有一般性了解的人面对这一领域的部分法律法规仍会感到陌生,所以本文在第二部分和第三部分分别对外国公司向美国投资人融资(第二部分)和将美国市场作为其证券的交易场所(第三部分)的各种形式和相关监管制度作了背景介绍。联系有关市场竞争力的讨论,本文在上述章节考察了近年来外国公司进入美国资本市场的情况和途径发生了哪些变化。本文第四部分是对未来的展望,分析了美国证交会可能面临的问题和相应的解决方案。这一部分分别考察了受相关政策影响最大的美国国内三类群体——发行人、投资人和金融服务业的(往往是相互竞争的)利益。第五部分是一个简短的结论。

---

① 2006年和2007年在美国财政部部长、纽约市市长、美国资深参议员、美国商会等的资助和倡导下,发布了几项有关美国竞争力下降的研究报告。See Comm'n on the Regulation of U. S. Capital Mkts. in the 21<sup>st</sup> Century, Report and Recommendations (Mar. 2007), available at [http://www.uschamber.com/NR/rdonlyres/eozwwssfrqzdm3hd5siogqhp6h2ngxwdpr77qw2bogptzvi5weu6mmi4plfq6xic7kjonfpg4q2bpks6ryog5wvh5sc/0703capmarkets\\_full.pdf](http://www.uschamber.com/NR/rdonlyres/eozwwssfrqzdm3hd5siogqhp6h2ngxwdpr77qw2bogptzvi5weu6mmi4plfq6xic7kjonfpg4q2bpks6ryog5wvh5sc/0703capmarkets_full.pdf); Comm. on Capital Mkts. Regulation, The Competitive Position of the U. S. Public Equity Market (Dec. 4, 2007) [hereinafter CCMR Competitive Position Report], available at [http://www.capmksreg.org/pdfs/The\\_Competitive\\_Position\\_of\\_the\\_US\\_Public\\_Equity\\_Market.pdf](http://www.capmksreg.org/pdfs/The_Competitive_Position_of_the_US_Public_Equity_Market.pdf); Comm. on Capital Mkts. Regulation, Interim Report (Nov. 30, 2006), available at [http://www.capmksreg.org/pdfs/11.30Committee\\_Interim\\_ReportREV2.pdf](http://www.capmksreg.org/pdfs/11.30Committee_Interim_ReportREV2.pdf); McKinsey & Co., Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership (2007), available at [http://www.ci.nyc.ny.us/html/om/pdf/ny\\_report\\_final.pdf](http://www.ci.nyc.ny.us/html/om/pdf/ny_report_final.pdf).

## 二、向美国投资人融资

外国公司向美国投资人融资有两种基本交易形式——在美国境内融资(包括公募和私募)和在美国境外融资。本部分简要介绍美国证交会对于每种融资形式的监管做法。

### (一) 基于《1933年证券法》的注册公开发行(Registered Public Offerings under the 1933 Act)

《1933年证券法》第5节有关证券发行的注册要求同样适用于美国本土和外国发行人在美国境内的证券发行行为。<sup>②</sup> 尽管该法案的附录B(Schedule B)详细规定了有关外国政府发行证券的特殊披露要求,但在法案颁布之初,法案并未对外国私人公司作类似的特别规定——一种可能的解释是外国私人公司的发行总量还很小,不足以引起立法者的关注。<sup>③</sup> 不仅如此,证交会一直认为《1933年证券法》的立法历史表明立法者的本意是给予外国私人发行人与本国私人发行人同样的待遇。<sup>④</sup> 尽管对本国和外国私人发行人没有作正式的分,证交会的工作人员有时仍会允许外国发行人在基于该法进行注册发行时,采用与美国国内不完全相同的会计和审计做法。<sup>⑤</sup> 然而总体而言,发行环节的披露制度同交易环节的披露制度形成了鲜明的对比,因为在交易环节:(1)针对外国发行人的注册和年报样表所要求的信息大大少于对国内发行人的要求;<sup>⑥</sup>(2)在将《1934年证券交易法》的有关报告要求推广到仅有证券在

---

② 1933 Act § 5, 15 U. S. C. § 77e. “州际商业活动”的司法管辖条件明确包括发生在外国和美国之间以及发生在州与州之间的贸易和商业活动。See *id.* § 2(a)(7), 15 U. S. C. § 77b(a)(7).

③ See 2 Louis Loss et al., Securities Regulation 679 (4<sup>th</sup> ed. 2007).

④ Integrated Disclosure System for Foreign Private Issuers, Securities Act Release No. 6360, Exchange Act Release No. 18274, 46 Fed. Reg. 58511, 58513 & n.19 (Nov. 21, 1981).

⑤ Loss, *supra* note ③, at 681 n.48.

⑥ See Means of Improving Disclosure by Certain Foreign Private Issuers, Exchange Act Release No. 13056, 41 Fed. Reg. 55012, 55013 (Dec. 10, 1976).

场外(OTC)市场交易的公司时,国会明确表示有必要给予至少一部分外国证券披露豁免。<sup>⑦</sup>

从20世纪70年代后期开始,美国对这一基本框架进行了重大调整。首先美国证交会建议缩小《1934年证券交易法》下美国本国和外国报告公司在披露要求方面的差距,以便提高对美国投资人的保护,同时使美国公司在竞争中不再处于不利地位。<sup>⑧</sup>经过调整,那些有证券在美国国内市场活跃交易的外国发行人必须使用现在的20-F表来提交内容更为全面的年报。接着,美国证交会以这一扩展后的年报披露样式为基础,制定了一套同美国国内公司披露制度相平行的针对外国发行人的披露制度,称作“整合披露”(integrated disclosure)。这样一来,《1933年证券法》项下首次出现了一套专门针对外国发行人的披露要求(即现在的F-1表和F-3表)。由于证交会接受了对于其原先提出的20-F表有关建议的批评,并进行了修订,而F-1表和F-3表所涉披露内容随着20-F表的调整而调整,因此现在考虑在美国境内公开发行的外国发行人至少可以部分地受益于这些修订。比如,考虑到披露法规、做法和习惯的国际间差异,外国发行人不再需要每年披露诸如每个独立业务部门的利润、高管的薪酬等信息,<sup>⑨</sup>其中有关高管薪酬的信息在公开发行环节也无须披露。

发行人是否有资格享受上述披露义务减免取决于发行人是否具有“外国私人发行人”资格——根据定义,该项资格的认定不仅与发行人

---

⑦ 1934 Act § 12(g)(3), 15 U. S. C. § 78l(g)(3) (enacted 1964).

⑧ Foreign Private Issuers, Exchange Act Release No. 14128, 42 Fed. Reg. 58684 (Nov. 2, 1977).

⑨ Rules, Registration and Annual Report Form for Foreign Issuers, Exchange Act Release No. 16371, 44 Fed. Reg. 70132, 70134 (Nov. 29, 1979). The accommodation as to segment data was ultimately eliminated in 2008. See Foreign Issuer Reporting Enhancements, Securities Act No. 8959, Exchange Act Release No. 58620, 73 Fed. Reg. 58300 (Sept. 23, 2008).

公司注册地有关,还要求发行人的大多数股东和大部分业务在美国境外。<sup>⑩</sup>

美国证交会认为上述对外国发行人的便利规定是其“平衡两种相互竞争的政策取向的结果。一方面,必须认识到无论发行人是本国的还是外国的,美国公众在进行投资决策时需要同样类型的公司基本信息。基于这一认识,在证交会注册的外国公司应同本国公司遵循完全一样的规定。另一方面,能够投资于多种多样的证券,包括外国证券,符合公众的利益。这一政策取向意味着如果对外国发行人的披露标准要求同本国发行人一样,则可能挫伤在美国境内发行外国证券的积极性,从而剥夺美国投资人投资外国证券的机会。根据这一逻辑,激励外国发行人向美国证交会注册证券可以最好地保护公众的利益”。<sup>⑪</sup>

新的整合后的披露制度在激励外国证券在美国境内发行方面是否有立竿见影的效果尚不清楚,其中部分原因是因为缺乏较长时间的连续数据。1983年,即新规则采纳后的第一年,外国发行人发行的债券和股票总量达到26亿美元,比前一年增加了一倍,但仍与1980年的水平大致相当。也就是说,1983年的大幅增加可能是市场条件变化引起的,而非监管激励的结果。<sup>⑫</sup>1992年证交会的年度报告首次收录了外国发行人依据《1933年证券法》进行报备的统计数据。这一年,外国注册发行

---

<sup>⑩</sup> 1933 Act rule 405, 17 C. F. R. § 230.405: “The term foreign private issuer means any foreign issuer other than a foreign government except an issuer meeting the following conditions as of the last business day of its most recently completed second fiscal quarter: (i) More than 50 percent of the outstanding voting securities of such issuer are directly or indirectly owned of record by residents of the United States; and (ii) Any of the following: (A) The majority of the executive officers or directors are United States citizens or residents; (B) More than 50 percent of the assets of the issuer are located in the United States; or (C) The business of the issuer is administered principally in the United States.”

<sup>⑪</sup> Integrated Disclosure System for Foreign Private Issuers, *supra* note ④, 46 Fed. Reg. at 58513.

<sup>⑫</sup> 支持市场原因的理由包括在新规则采纳后的四年(1983~1986年)外国公司发行仅占注册发行总量的1.4%,而在此前四年(1978~1981年)却占到2.3%。*Internationalization of the Securities Markets*, SEC Staff Report to Senate Comm. on Banking, Housing & Urban Affairs and House Comm. on Energy & Commerce, at II-105, table II-0 (July 27, 1987).

的总量达到 346 亿美元,<sup>⑬</sup>这一数字在此后十年间持续增长。

在过去十年,美国证交会致力于使本国对外国发行人的披露要求适应于正逐渐形成的国际规范,并取得了长足的进步。1999 年,证交会采用了国际证券监管组织(IOSCO)制定的非财务信息披露要求取代了 20-F 表年报中的相关要求。<sup>⑭</sup>自 2007 年起,证交会允许外国私人发行人依据国际会计报告准则编制财务报告,而无须依据美国一般公认会计准则(GAAP)进行调整。<sup>⑮</sup>美国公众资本市场对外国公司的吸引力,以及监管者为外国发行人提供便利并促进全球监管融合的意愿,大大增强了美国证交会对于形成中的国际规范的影响力。<sup>⑯</sup>

同证交会这种乐于提供便利的态度不同,美国国会在制定《2002 年萨班斯—奥克斯利法案》(《萨奥法案》)时未对本国和外国发行人加以

---

<sup>⑬</sup> SEC, 1992 Annual Report 52. 从 1989 年初开始,美国证交会不再报告依据《1933 年证券法》进行注册的各种情形的分类数据。See Table M - 370, "Gross Proceeds from Primary Public Offerings by Industry: 1985 - 1988", SEC Monthly Statistical Review, 48 #2 (Feb. 1989).

<sup>⑭</sup> International Disclosure Standards, Securities Act Release No. 7745, Exchange Act Release No. 41936, 64 Fed. Reg. 53900 (Sept. 28, 1999).

<sup>⑮</sup> Acceptance from Foreign Private Issuers of Financial Statements Prepared in Accordance with International Financial Reporting Standards without Reconciliation to U. S. GAAP, Securities Act Release No. 8879, Exchange Act Release No. 57026, 73 Fed. Reg. 986 (Dec. 21, 2007).

<sup>⑯</sup> Cf. James D. Cox, *Coping in a Global Marketplace: Survival Strategies for a 75-Year-Old SEC*, 95 Va. L. Rev. 941, 985 - 87 (2009) (evaluating SEC's optimal strategy for dealing with the International Accounting Standards Board).

区别。<sup>⑰</sup> 尽管证交会试图限制《萨奥法案》对外国私人发行人的适用,<sup>⑱</sup> 但碍于证交会在这方面的授权有限,《萨奥法案》仍然是打算在美国发行或上市的外国公司的一大顾虑。

对于期望在美国境内融资的外国发行人而言,注册公开发行是否具有持续可行性依然存在重大疑问。根据证交会的年度报告,外国债券和股票的注册发行总量从1992年的346亿美元逐步攀升到2001财政年度的2670亿美元。<sup>⑲</sup> 此后几年,新增注册发行下降到年均1550亿美元。<sup>⑳</sup> 资本市场监管委员会(the Committee on Capital Markets Regulation,简称CCMR)最近的报告显示,这一数字正在急剧下滑。使用Dealogic数据,该委员会计算了在美国境内交易所上市的“全球IPO”(全球IPO是指外国公司发行并在至少一个本公司驻地以外的交易所上市的IPO)的总量。该数字在2000年达到顶峰,为353亿美元,而此后年均仅为67亿

---

<sup>⑰</sup> Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745. Little in Sarbanes - Oxley's legislative history suggests that Congress ever seriously considered the special status of foreign private issuers. See Michael A. Perino, *American Corporate Reform Abroad: Sarbanes - Oxley and the Foreign Private Issuer*, 4 Eur. Bus. Org. L. Rev. 213, 221-23 (2003). But cf. Roberta S. Karmel, *The Securities And Exchange Commission Goes Abroad To Regulate Corporate Governance*, 33 Stetson L. Rev. 849, 862-63 (2004) (Sarbanes - Oxley's application to foreign issuers consistent with SEC's subtle shift in the direction of greater "unilateralism").

<sup>⑱</sup> See, e.g., Management's Report on Internal Control over Financial Reporting and Certification of Disclosure in Exchange Act Periodic Reports, Securities Act Release No. 8392, Exchange Act Release No. 49313, 69 Fed. Reg. 9722 (Feb. 24, 2004) (extending compliance date); Standards Relating to Listed Company Audit Committees, Securities Act Release No. 8220, Exchange Act Release No. 47654, 68 Fed. Reg. 18788, 18802-04 (Apr. 9, 2003).

<sup>⑲</sup> SEC, 2001 Annual Report 77.

<sup>⑳</sup> 同样,这里有一个数据可比性的问题。1992~2002年间,《年报》报告了备案公开发行的总量。而2004年报告格式变化后,相关描述变为《1933年证券法》和《1934年证券交易法》项下的注册证券金额。尽管这是两个不同的概念,但在两种格式间转换的数据却是一致的。See SEC, 2004 Performance & Accountability Report 62 fig 2.7. 考虑到,后一个数据可能包括了依据《1934年证券交易法》注册而未依据《1933年证券法》注册的证券,注册发行水平的降幅应更为显著。

美元。<sup>②</sup>

尽管外国注册发行数量的剧烈下滑趋势显著,但其背后的原因却并不清楚。一些恐惧美国资本市场正在失去竞争力的人认为,外国发行人被近来的新变化吓走了,因为这些变化增加了发行人的法律成本和风险。一方面,除了《萨奥法案》,他们认为证券集团诉讼(class actions)也是一大威胁,而针对外国公司的此类诉讼呈上升趋势。<sup>③</sup>另一方面,不容置疑的是,外国公司在美国注册发行数量的减少也是海外证券市场深度和流动性不断改善的结果。此外还有一个原因,也是本文即将讨论的下一主题,即作为公开发行的替代模式的私募发行方式。<sup>④</sup>

在进入下一个话题之前,让我们来考察一下中国公司在美上市的数据,及其同其他外国公司在美发行总体情况的异同。2004年以前,赴美上市的中国公司全部都是已经有股票在香港市场交易的H股公司或“红筹公司”。这些公司继而将股票在美国市场二次上市。每年注册上市的公司有一到两家。而2003年后,同其他外国公司在美发行的变化相一致,中国公司的这种二次上市模式停止了。取而代之的是诸如百度等海外注册的大陆公司赴美首次上市,并将美国市场作为其主要交易市场。这类注册上市在2007年达到顶峰,全年共新增28家。鉴于中国政府吸引此类公司在中国国内发行上市的新举措,<sup>⑤</sup>未来会有多少这样的公司赴美注册发行尚不可知。

<sup>②</sup> “Share of Global IPOs (Narrowly Defined) Captured by U. S. Exchanges”, [http://www.campmktreg.org/competitiveness/2009Q2update/\(2A\)Share\\_of\\_Global\\_IPOs\\_Captured\\_by\\_US\\_Exchanges\(narrow\).pdf](http://www.campmktreg.org/competitiveness/2009Q2update/(2A)Share_of_Global_IPOs_Captured_by_US_Exchanges(narrow).pdf). The CCMR data reported throughout this paper are taken from the quarterly updates to the various competitiveness measures originally published in the CCMR Competitive Position Report, *supra* note ①.

<sup>③</sup> 1997年至2009年年中,集团诉讼中针对总部设在美国以外的公司的比例逐年攀升,尽管在美国市场上市的此类公司的总数下降了。See Cornerstone Research, *Securities Class Action Filings - 2009 Mid-Year Assessment* 7 & fig. 6.

<sup>④</sup> See, e. g., Howell E. Jackson & Eric J. Pan, *Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe - Part II*, 3 Va. L. & Bus. Rev. 207, 210 (2008) (finding that, by the late 1990s, European issuers had already begun to turn away from the US public capital markets).

<sup>⑤</sup> David Barboza, *Attention Shifts to China for Private Equity Industry*, N. Y. Times, Nov. 20, 2009.



## (二) 依据 144A 规则向合格机构购买者发售 (Offerings to Qualified Institutional Buyers under Rule 144A)

144A 规则是美国证交会在一部 75 年前制定的法令框架的束缚之下,创造性地适应变化了的金融市场的典型例子。该规则的基本逻辑是,超大型机构投资者应有权选择自身是否需要获得《1933 年证券法》的庇护。由于原有法案并未给予该种发行方式明确的法律依据,证交会对原法案下两项最重要的豁免条款及其衍生而来的若干概念加以融合。这两项豁免条款分别是第 4(1) 节有关未构成发行人、承销商或交易商的证券交易行为的豁免,以及第 4(2) 节有关私募发行的豁免。具体地说,依据 144A 规则进行的发售不被认定为“发行”(distribution),这样一来,依据本条款进行的以转让为目的的向发行人购买证券的行为不会妨碍发行人或进行转售的买受人取得上述两项豁免。<sup>⑤</sup>

依据 144A 规则豁免注册公开发行业务有三个条件。首先,发行与销售行为只能针对那些被合理地认为满足“合格机构购买人”(Qualified Institutional Buyer, QIB) 条件的对象——笼统地说就是具有一亿美元或更多管理资产的传统机构投资者。<sup>⑥</sup> 其次,被出售的证券不能是美国全国性交易所上市或在美国国家证券报价系统中交易的证券的同类证券。<sup>⑦</sup> 这一规定——144A 适用的证券不得同注册发行证券相混同 (non-fungible)——是为了防止出现一个平行的 144A 发行和交易市场,从而降低已经存在的同一发行人证券的公开市场的流动性和效率。<sup>⑧</sup> 不同的是,如有同类证券在外国交易所上市,发行人仍然可以依据 144A 规则进行发售。但是,如果外国发行人将这些证券在美国二次上市,则

---

<sup>⑤</sup> See 1933 Act rule 144A (b), (c), prelim. note 7; 17 C. F. R. § 230.144A.

<sup>⑥</sup> *Id.* 144A (a)(1), (d)(1).

<sup>⑦</sup> *Id.* 144A (d)(3).

<sup>⑧</sup> Resale of Restricted Securities International Series - 104; Changes to Method of Determining Holding Period of Restricted Securities Under Rules 144 and 145, Securities Act Release No. 6839, 54 Fed. Reg. 30076, 30077-78, 30081 (July 18, 1989).

不再具备依据 144A 规则发售同类证券的资格。<sup>⑳</sup> 最后,除非发行人已经具有《1934 年证券交易法》的报告义务或根据 12g3-2(b) (请见本文第三部分第二节)可以豁免上述义务外,否则只要投资人提出要求,该发行人必须向投资人提供有关公司业务的简要介绍和最新财务报告。<sup>㉑</sup>

合格机构购买人依据 144A 规则取得的证券的性质是 144 规则“限售证券”。<sup>㉒</sup> 买受人可以通过两种可能途径立刻转售此类证券,这使得这类限售证券,尤其是外国发行人发售的这类证券,比其他类型的限售证券具有更高的流动性。首先,144 规则限售证券可以被出售给证券交易商,再由证券交易商转售给其他满足 144A 规则的合格机构购买人。或者,144 规则限售证券还可以依据 S 监管条例 (Regulation S) 在外国发行人的本国市场 (或其他美国以外的国际市场) 出售给第三方,或以一种称作 Exxon Capital 的交易形式转换为发行人的可公开销售的证券。<sup>㉓</sup> 本文在下一节还将介绍 S 监管条例。

在制定 144A 规则时,美国证交会显然希望借此为外国公司进入美国资本市场提供一种具有吸引力的模式:

本条款可能对外国发行人产生较大影响。过去因注册公开发行的合规成本和法律责任风险,以及发行限售证券的内在成本,而放弃在美国市场融资的外国发行人会发现,结合所建议的 144A 规则和 S 监管条

<sup>⑳</sup> 尽管在美国上市的证券采用了 ADRs 的模式 (see *infra* Section III. A), 该证券的上市还是会使得公司失去依据 144A 规则发售 ADRs 的存托证券——发行人本土市场上交易的普通证券——的资格。See *Resale of Restricted Securities; Changes to Method of Determining Holding Period of Restricted Securities under Rules 144 And 145*, Securities Act Release No. 6862, 55 Fed. Reg. 17933, 17935 (Apr. 23, 1990).

<sup>㉑</sup> 1933 Act rule 144A (d) (4). In light of the possible duty to update any information furnished under this requirement, one leading authority has suggested that eligible foreign private issuers give serious consideration to voluntarily claiming availing themselves of the rule 12g3-2 (b) exemption, discussed below in Section III. B. Edward F. Greene et al., *U. S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets* § 4.03[d][ii] (9<sup>th</sup> ed. 2008).

<sup>㉒</sup> 1933 Act Rule 144A, *prelim. note* 6.

<sup>㉓</sup> *Exxon Capital Holdings Corp.*, SEC No - Action Letter, 1988 WL 234336 (May 13, 1988). 不同于美国本土发行人,外国发行人不仅可以将这一程序运用于债权类证券,而且可以将它运用于股权类证券。See Robert G. DeLaMater, *Recent Trends in SEC Regulation of Foreign Issuers: How the U. S. Regulatory Regime Is Affecting the United States' Historic Position as the World's Principal Capital Market*, 39 *Cornell Int'l L. J.* 109, 112-13 (2006).

例,私募发行将成为更为可行的一种融资选择。如果外国发行人更多地参与美国资本市场,美国机构投资者投资外国证券的成本也会随之降低,因为目前这些机构投资者不得不到海外市场去购买这些证券。此外,美国中介机构也将获得更多机会参与国际化的投资,而不是将这些只能在海外取得的外国证券的投资业务拱手让给他们的外国同行。<sup>③</sup>

外国私人发行人也确实把握住了144A规则所提供的融资机会。根据CCMR的报告,2007年,即本次金融危机爆发的前一年,在美国市场发行证券的外国公司借助144A规则共融资948亿美元——是其通过IPO发行并在美国境内交易所上市取得的全部融资额的七倍多。<sup>④</sup>美国传统的私募发行市场是一个债券市场,但早在144A规则颁布之前,发行人就已经通过这一市场进行股权融资。<sup>⑤</sup>而对于外国发行人而言,144A规则在股权融资方面显示出了其强大的优势。根据纽约梅隆银行ADR<sup>⑥</sup>发行项目的有关数据,CCMR估计外国公司在2000年至2008年间通过144A规则发行股票每年平均融资38亿美元,其中2006年最多,达到170亿美元。<sup>⑦</sup>

### (三) 离岸证券交易(Offshore Transactions)

如果发行和销售行为发生在美国境外呢?这一领域大部分的法律和经验是针对美国发行人在外国市场出售证券的情形。这恰好同本文所讨论的外国发行人向美国投资人发行证券的情况完全相反。然而与美国发行人境外发行相关的许多概念对于外国发行人同样适用,特别是那些有美国投资人参与发行或可能成为所发行证券的转让对象的情形。

这里最重要的一个问题是美国证券法律对于美国境内投资人的保

---

<sup>③</sup> Resale of Restricted Securities; Changes to Method of Determining Holding Period of Restricted Securities under Rules 144 And 145, Securities Act Release No. 6806, 53 Fed. Reg. 44016, 44022 (Oct. 25, 1988).

<sup>④</sup> "Rule 144A IPOs by Foreign Companies as a Percentage of Total Global IPOs in the U. S.", [http://www.capmksreg.org/competitiveness/2009Q2update/\(4\)Rule\\_144A\\_IPOs\\_by\\_Foreign\\_Companies\\_as\\_a\\_Percentage\\_of\\_Total\\_Global\\_IPOs\\_in\\_the\\_US.pdf](http://www.capmksreg.org/competitiveness/2009Q2update/(4)Rule_144A_IPOs_by_Foreign_Companies_as_a_Percentage_of_Total_Global_IPOs_in_the_US.pdf).

<sup>⑤</sup> Resale of Restricted Securities, *supra* note 33, 53 Fed. Reg. at 44016.

<sup>⑥</sup> ADRs (American Depositary Receipts) are described in Section III. A below.

<sup>⑦</sup> "Equity Raised by Foreign Issuers in the U. S. via Rule 144A ADRs and in the Public Market", [http://www.capmksreg.org/competitiveness/2009Q2update/\(7\)Equity\\_Raised\\_by\\_Foreign\\_Issuers\\_Via\\_Rule\\_144A.pdf](http://www.capmksreg.org/competitiveness/2009Q2update/(7)Equity_Raised_by_Foreign_Issuers_Via_Rule_144A.pdf).

护在多大程度上应介入外国资本市场。当然,如果证券发行并不涉及“州际商业活动”(interstate commerce),则《1933年证券法》第5节关于证券发行注册的要求对此种行为并无法律效力。<sup>38</sup>然而与发行相关的谈判和文书多少会伴随有同美国境内的通讯往来,从而导致《1933年证券法》第5节强制注册要求的适用,因此不难理解外国发行人会放弃让美国投资人参与计划中的海外证券发行。

美国证交会在1964年的第4708号公告(Release 4708)中讨论了这些问题。当时欧洲债券(Eurobond)市场刚刚兴起,跨国公司借此在美国境外市场开展以美元计价的债券融资。证交会在该公告中称,尽管《1933年证券法》第5节从字面上看可能涉及此类证券的发行,但证交会一贯的立场是根据《1933年证券法》进行的注册的主要目的是保护美国投资人,因此当美国公司向外国国民发行未注册的证券时,证交会并未采取行动。但证交会还补充说这一立场的前提假设是“该次发行所采取的形式将导致相关证券停留在美国境外”。<sup>39</sup>第4708号公告发布后,美国证交会的工作人员通过无行动函(no action letters)建立了一个所谓锁定安排(lock-up)的制度——采取适当程序避免起初在海外发行的证券流回美国市场。

20世纪80年代后期,由于国际金融市场的迅猛发展,美国证交会开始重新审视其离岸发行政策,并颁布了S监管条例。<sup>40</sup>这是一套基于“属地原则”(territorial approach)的安全港制度(safe harbor),其依据是《1933年证券法》的证券注册要求目的在于保护美国资本市场和在美国资本市场上购买证券的投资人(包括美国国内投资人和外国投资人)。<sup>41</sup>这一安全港制度的核心前提是发行或销售行为构成离岸交易(offshore transaction),并且在美国境内没有以美国市场为确定目标的销售活动

---

<sup>38</sup> See *supra* note ②.

<sup>39</sup> Registration of Foreign Offerings by Domestic Issuers; Registration of Underwriters of Foreign Offerings as Broker - Dealers, Securities Act Release No. 4708, 29 Fed. Reg. 9828 (July 9, 1964).

<sup>40</sup> 1933 Act rules 901 - 905, 17 C. F. R. § § 230.901 - .905.

<sup>41</sup> Offshore Offers and Sales, Securities Act Release No. 6779, 53 Fed. Reg. 22661, 22665 (June 10, 1988).

(directed selling efforts)。<sup>④②</sup> 条例用了大量文字对“离岸交易”和“有确定目标的销售活动”两个概念进行了界定。其中“离岸交易”对于本文的主旨尤其重要。根据相关定义,离岸交易是指(1)发行行为不发生在美国,并且(2)或者(a)在发出认购指令时,认购人在美国境外,或有理由相信认购人在美国境外,或者(b)该交易在成熟(established)的外国证券交易所或指定的海外市场获得执行。<sup>④③</sup> 为确定认购人所在地,证交会在该项安全港制度颁布实施的公告中对总部设在美国境内的机构投资者(US-based institutional investors)和投资基金附加了重要的限制性条件。公司和合伙制企业(partnerships),包括投资公司,如通过其授权的工作人员在境外下达认购指令,则仍被认为处在美国境外——无论实际的投资决策是在哪里作出的。<sup>④④</sup>

根据S监管条例,是否还适用其他的要求或限制性条件取决于所涉及的证券的类型。外国私人发行人的发行行为可能归入S监管条例下的三个类型中的某一个。由于证交会一直以来担心证券可能流回美国市场,在判断哪个类型适用时的首要问题是美国市场对于所发行的证券是否存在重大投资兴趣(substantial US market interest, SUSMI)。有关美国市场的重大投资兴趣,对于债权和股权类证券有不同的定义。<sup>④⑤</sup> 如果不存在美国市场的重大投资兴趣,则该证券归入类型一,因此不适用其他限制性条件。不仅如此,即使美国市场对于发行人所发行证券具有重大投资兴趣,但如果该发行为“有确定目标的海外发行”(overseas directed offerings),即以美国以外的单一国家市场为发行对象,并依据当地法律、习惯和使用当地货币单位进行的发行,<sup>④⑥</sup>则仍被归入类型一。

相反对于属于类型二和类型三的证券,在规定的时间内,不得将该证券发行或出售给“美国人士”(a US person)。上述时间期限的长短取决于所涉及证券的类型及在美国市场是否可以获得有关发行人的

<sup>④②</sup> 1933 Act rule 903(a).

<sup>④③</sup> *Id.* 902(h)(1).

<sup>④④</sup> Offshore Offers and Sales, Securities Act Release No. 6863, 55 Fed. Reg. 18306, 18310 & n. 39 (Apr. 24, 1990).

<sup>④⑤</sup> 1933 Act rule 902(j).

<sup>④⑥</sup> *Id.* 903(b)(1)(ii).

信息。具体而言,对于属于类型二的证券,外国私人发行人发行的债权类证券或股权类证券(其中股权类证券仅适用于发行人是《1934年证券交易法》报告公司的情况)适用的合规时间期限( compliance period)为40天。<sup>④⑦</sup>而对于非《1934年证券交易法》报告公司的外国私人发行人发行的股权类证券,也即属于类型三的证券,适用的合规时间期限为一年。<sup>④⑧</sup>

然而通过不同的途径,即使在上述合规限制期限内,美国投资人仍能参与类型二和类型三证券的发行。总体而言,是否构成“美国人士”主要是看投资决策由谁作出,而不是经济利益归谁所有。<sup>④⑨</sup>因此,由外国受托人( fiduciary)持有的全权委托账户( discretionary account)不在此列,即使这样的账户是代表美国人士开立的。<sup>⑤①</sup>而且至少对于一些美国投资人来说,“美国人士”的定义具有一定的灵活性,即使该投资人保留了投资决策权( investment authority),仍不被视为美国人士。如美国的银行、保险公司的海外分支机构,只要具备合法的商业经营目的,即被明确排除在美国人士的定义之外。<sup>⑤②</sup>该定义还表明,就投资于未注册证券而言,由美国人士组织成立( organized by a US person)的外国合伙制企业或公司本身不被看做是美国人士,但该合伙制企业或公司的组织者( organizer)和所有者( owner)必须是经认可的投资人( accredited investor),并且不是自然人、遗产( estate)或信托( trust)的形式。<sup>⑤③</sup>最后,为避免美国基金经理处于不利的竞争地位,该定义偏离其一般性原则,认定所有美国专业受托人( professional fiduciary)所持有的全权委托账户(非遗产或信托类的)不构成美国人士,但受益人( beneficiary)本人不得是美国人士。<sup>⑤④</sup>

美国投资人在依据S监管条例进行的发行中所取得的外国证券在转售时又有哪些限制呢?属于类型二和类型三的证券在向美国投资人

<sup>④⑦</sup> *Id.* 903(b)(2).

<sup>④⑧</sup> *Id.* 903(b)(3).

<sup>④⑨</sup> See *Offshore Offers and Sales*, *supra* note 44, 55 Fed. Reg. at 18316-17.

<sup>⑤①</sup> See 1933 Act rule 902(k)(1)(vii) (by implication).

<sup>⑤②</sup> *Id.* 902(k)(2)(v).

<sup>⑤③</sup> *Id.* 902(k)(1)(viii).

<sup>⑤④</sup> *Id.* 902(k)(2)(i).

发行或出售时有 40 天或一年的限制期。但该项限制仅适用于发行人,“分销商”(承销商、交易商和其他发行参与者),他们的关联方(affiliates)以及代表上述各方的行动人。此外,1998 年 S 监管条例中新增加的 905 规则规定适用上述限制条件的美国国内发行人发行的股票具有 144 规则“限售股票”(restricted securities)的属性,但不同于起初的建议,证交会选择对外国证券不适用同样的限制。<sup>⑤</sup>

因此美国投资人应认识到 S 监管条例本身已包含了关于转售的安全港条款。同时 S 监管条例的一般性规定也适用,即证券的发行和出售必须是在美国境外,并且没有发生在美国境内的有确定目标的销售活动。值得一提的是,该安全港条款不只适用于 S 监管条例相关交易所获得的证券。<sup>⑥</sup>在依据 D 监管条例(Regulation D)所进行的发行或其他私募发行以及依据 144A 规则所进行的发售中所获得的证券也可以按照该安全港条款进行转售。

#### (四)关于合并计算(Integration)

当然,外国私人发行人的证券通常可以依据其他适用美国发行人证券的豁免条款出售给美国投资人。除 144A 规则外,依据第 4(2)节进行的私募发行和依据 D 监管条例进行的有限发行(limited offerings)是两个常见的例子。同时使用几项豁免条款出售相似的证券本来可能导致相互独立的若干发行被认定为一次发行而合并计算,从而使得发行人丧失其中的一项或几项豁免。但对于 S 监管条例下的海外发行却有所不同。证交会的立场是依据 S 监管条例进行的发行不应同在美国境内注册或豁免注册的相同证券的发行合并计算,即使海外发行同境内发行同时进行。<sup>⑦</sup>因此,外国公司所进行的全球发行常常包括了独立的依据 S 监管条例和 144A 规则进行的发行。

---

<sup>⑤</sup> Offshore Offers and Sales, Securities Act Release No. 7505, 63 Fed. Reg. 9632, 9633 - 34 (Feb 17, 1998).

<sup>⑥</sup> 1933 Act rule 904(a).

<sup>⑦</sup> See, e. g., Regulation D, prelim. note 7, 17 C. F. R. § § 230.501 - 506; Offshore Offers and Sales, *supra* note 44, 55 Fed. Reg. at 18320.

### 三、美国交易市场

#### (一) ADR 项目

美国存托凭证(ADRs)是外国公司证券在美国境内市场交易的主要形式。即外国股票被存管于美国的银行,该银行既而发出 ADRs,每张凭证对应固定数量的基础股票。ADRs 以美元交易和结算,ADR 项目可以是公司担保的(sponsored)——由外国发行人自己组织的——也可以是无发行人参与的(unsponsored)。以 1998 年戴姆勒克莱斯勒的发行项目为标志,美国市场出现了作为 ADRs 的替代方案的所谓“全球股票”(global shares)的安排。全球股票在发行人本土和美国市场以同样的形式交易。

ADR 项目常常被分作几个“级别”(Levels)。在一级项目中,ADRs 在 OTC 市场上交易。因此一级项目可以是有发行人参与或无发行人参与的。相反,二级和三级项目要求有发行人参与。二级项目要求 ADRs 在一家美国境内交易所上市,因而该凭证需依据《1934 年证券交易法》注册。本文将在下一节详细介绍有关的注册要求。三级项目是通过公开发行融资而后 ADRs 在一家交易所上市。因此三级项目要求依据《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》进行注册。<sup>⑤</sup>

#### (二)《1934 年证券交易法》规定的注册与报告

《1934 年证券交易法》要求在美国境内市场有活跃交易的证券均需进行注册。而一旦进行注册,将触发持续披露和报告义务,并激活包括代理投票、要约收购和短线交易等与公司股东事务相关的规则。具体而言,注册要求在两种情况下适用。其中之一是当公司所发行的证券在一家美国境内全国性证券交易所(a US national securities exchange)交易。<sup>⑥</sup>

<sup>⑤</sup> ADRs 也被运用于依据 144A 规则或 S 监管条例发行的外国证券(有时被称作四级项目),并因此在转售时受到限制。

<sup>⑥</sup> 1934 Act § 12(a), (b), 15 U. S. C. § 781(a), (b). In addition, issuers that conduct a 1933 Act registered offering are required to file 1934 Act periodic reports, even if they are not required to register under section 12. 1934 Act § 15(d), 15 U. S. C. § 78o(d).



而对于外国私人发行人而言,这是导致注册义务的主要原因。截至2008年12月31日,证监会确认共有1,024家公司具有《1934年证券交易法》项下的注册和报告义务。其中,458家在纽约或美国证券交易所上市,248家在纳斯达克全球市场或资本市场(NASDAQ Global or Capital Markets)上市。<sup>⑤</sup>

另一种要求注册的情形是当公司具有1,000万美元以上资产并且公司发行的一种股权类证券具有500人或更多记录持有人(held of record)。<sup>⑥</sup>正是这第二种情形可能给外国发行人造成不必要的困难。因为即使外国发行人自身没有进入美国资本市场的尝试或意愿,但随着时间的推移,其所发行的证券仍有可能被逐渐转让到美国投资人手中。更令人生畏的是,这里所说的500人,从规则条文来看,不只限于美国投资人。为了解决这样的难题,国会在1964年立法将《1934年证券交易法》的注册要求推广至非上市证券的同时,给予证监会广泛的授权豁免外国发行人的证券。<sup>⑦</sup>

依据这一授权,证监会对于有股票在美国OTC市场交易的外国私人发行人制定了两项重要豁免。根据第一项,若美国居民中持有该类型证券的人数不足300人,则豁免注册义务。<sup>⑧</sup>而第二项,即12g3-2(b)规则,规定即使外国公司发行的该证券的持有人数超过500人,且美国居民持有人数超过300人,但如果该公司在2008年之前向证监会提出申请,并向证监会提交备案该公司在其本土市场备案或公开披露的财务或其他投资相关信息,则这些公司仍可享受豁免。<sup>⑨</sup>截至2005年6月,根据证监会最新数据,有672家外国私人发行人申报了此项豁免。<sup>⑩</sup>

证监会认识到证券市场正逐步走向全球化,于是在2008年大幅度地修订了12g3-2(b)规则的相关豁免。其结果是,该项豁免目前仅适

<sup>⑤</sup> <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/internatl/foreignmarketsumm2008.pdf>.

<sup>⑥</sup> *Id.* § 12(g)(1)(B), 15 U.S.C. § 781(g)(1)(B); 1934 Act rule 12g-1, 17 C.F.R. § 240.12g-1.

<sup>⑦</sup> 1934 Act § 12(g)(3), 15 U.S.C. § 781(g)(3).

<sup>⑧</sup> 1934 Act rule 12g3-2(a), 17 C.F.R. § 240.12g3-2(a).

<sup>⑨</sup> *Id.* rule 12g3-2(b), 17 C.F.R. § 240.12g3-2(b).

<sup>⑩</sup> List of Foreign Issuers That Have Submitted Information under the Exemption Relating to Certain Foreign Securities (June 21, 2005), <http://sec.gov/rules/other/34-51893.pdf>.

用于在一家或多家外国交易所上市,并将该上市交易所作为其证券主要交易场所的公司,但公司不再需要向证交会提出申请。不同的是,公司如要持续取得此项豁免,则必须提供其主要披露文件(如年报和财务报告)的英文译本,并在公司自己的网站上予以披露。<sup>65</sup>

在取消了上述申请要求之后,无发行人参与的 ADR 项目数目出现爆炸式增长,因为存托银行不再需要有发行人参与即可发行 ADRs。存托银行仅被要求在完成了尽职调查后,有合理理由并诚实地相信(good faith belief)发行人满足了该豁免条款关于英语语言信息的要求。<sup>66</sup>因此,根据纽约梅隆银行的一份名录,无公司参与的 ADR 项目发行总数从 2008 年 9 月的 217 家猛增至 1044 家。<sup>67</sup>对于中国公司而言,增长尤为迅猛——在 2008 年,相关规定修订前无一家中国公司发行了无公司参与的 ADR 项目,而目前已有 88 家。

最后,外国私人发行人即使根据《1934 年证券交易法》必须进行注册,但同美国国内公司相比,仍然被豁免了许多义务。如无季报披露要求,而且《1934 年证券交易法》有关征集代理投票权和短线交易获利的规定也不适用。<sup>68</sup>由于长期以来,外国私人发行人一直被豁免遵循《1934 年证券交易法》项下众多有关公司治理的要求,因而 2002 年国会制定《萨奥法案》时,决定将外国私人发行人也作为该法案的规范对象,就显得格外出人意料。

### (三) 终止上市和撤销注册

如果外国公司想要退出美国交易市场又该怎么办?由于外国发行人可能被要求遵守《萨奥法案》的众多规定,一下子凸显了这一问题的重要性。

在历史上,证交会对于公司进入或退出美国市场采取了不对称的监

<sup>65</sup> Exemption from Registration under Section 12 (g) of the Securities Exchange Act of 1934 for Foreign Private Issuers, Exchange Act Release No. 58465, 73 Fed. Reg. 52752 (Sept. 5, 2008).

<sup>66</sup> *Id.* at 52762; see also Shearman & Sterling LLP, Understanding and Dealing with Un-sponsored ADR Programs (Nov. 2008), available at [http://www.shearman.com/files/upload/Client\\_Publication\\_Un-sponsored\\_ADR\\_Programs.pdf](http://www.shearman.com/files/upload/Client_Publication_Un-sponsored_ADR_Programs.pdf).

<sup>67</sup> [http://www.adrbnymellon.com/dr\\_directory.jsp](http://www.adrbnymellon.com/dr_directory.jsp).

<sup>68</sup> 1934 Act rule 3a12-3(b), 17 C. F. R. § 240.3a12-3(b).

管。即使发行人终止了其证券在一家美国境内交易所上市,只要这一类型的证券的美国居民持有人数达到 300 人,则该发行人仍然需要遵循《1934 年证券交易法》的报告要求。因此,即使外国私人发行人本来有资格取得前面提到的 12g3-2(b) 规则的豁免,但基于其曾经有证券上市,该公司仍有义务根据《1934 年证券交易法》的要求继续向证交会报告。不仅如此,如果该证券是依据《1933 年证券法》注册发行的,该发行人的报告义务也只是被“暂停”,即发行人不得不持续跟踪美国居民中的持有人数。通过提高退出门槛,证交会确保了该发行人证券的潜在购买者能够持续地受益于法定强制披露。<sup>⑨</sup>

2005 年,证交会认识到这些退出障碍可能会打击外国发行人进入美国资本市场的积极性,于是第一次提出大幅度放松退出管制。新的监管办法不再使用美国持有人人数作为标尺,而是主要考察美国市场对于该外国公司证券的投资兴趣。核心问题是美国市场的日均交易量是否超过该证券在全球市场的交易总量的 5%。如果不超过 5%,并达到新规则的其他要求,则发行人可以终止其《1934 年证券交易法》项下的报告义务,并享受 12g3-2(b) 规则的豁免。<sup>⑩</sup> 外国公司普遍欢迎上述规则修订所给予的退出美国交易市场的便利。据 CCMR 的有关数据,1997~2006 年间,纽约证券交易所每年平均有 22.7 件退市,而在 2007 年,也就是新规则实施当年,猛增至 72 件。但此后退市数量恢复到历史水平。<sup>⑪</sup> 但总体趋势还是明显的。《1934 年证券交易法》下注册的外国公司数在整个 20 世纪 90 年代平稳和显著地增长,2001 年达到顶峰,即 1,344 家。而到了 2008 年,该数字为 1,024 家,减少了大约 1/4。<sup>⑫</sup>

---

<sup>⑨</sup> See generally Edward Rock, *Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure*, 23 *Cardozo L. Rev.* 675 (2002).

<sup>⑩</sup> 1934 Act rule 12h-6, 17 C. F. R. § 240.12h-6.

<sup>⑪</sup> [http://www.capmktreg.org/competitiveness/2009Q2update/\(9A\)Delistings\\_by\\_Foreign\\_Companies\\_from\\_the\\_New\\_York\\_Stock\\_Exchange.pdf](http://www.capmktreg.org/competitiveness/2009Q2update/(9A)Delistings_by_Foreign_Companies_from_the_New_York_Stock_Exchange.pdf).

<sup>⑫</sup> The data in the text are derived from the SEC's *Annual Reports* for the years before 2000, and for 2000-2008, from the SEC's annual compilation of "International Registered and Reporting Companies", <http://www.sec.gov/divisions/corpfm/internatl/companies.shtml>.

#### 四、展望未来

全球化对美国证交会的监管权威提出了严峻的挑战。而在此前的大部分时间,美国的证券法律和监管哲学在相对孤立的状态下自由发展。由于美国公众资本市场(尤其是股权资本市场)投资人参与之深之广非其他任何市场可以比拟,这使得美国证交会面临独一无二的挑战,同时又赋予了它应对这些挑战的权力,并使我们有理相信美国的证券市场为监管对象提供了其他市场所未能提供的机会。其结果是扩张性的投资者保护,《1933年证券法》尤其如此。比如,美国证交会长期以来一直禁止任何可能对即将进行的发行具有造势(condition the market)效应的宣传或提供资讯的行为(包括广告、新闻发布、演讲等),即使这种宣传或提供资讯的行为独立于正式的证券发行程序。<sup>③</sup>当然,今天网络大大增加了对信息传播进行全面监管的难度,尤其是当信息来自美国境外的時候。

与此同时,全球化也创造了前所未有的竞争手段。由于有了信息和通讯技术,资本和资讯——这两项证券业务的根本——如今可以迅捷地从世界的一端传递到另一端。不仅美国证交会的监管有效性受到了挑战,受美国证券监管影响的各类行为人也同样面临挑战。总部设在美国的发行人、金融服务商、基金经理们越来越多地在全球范围内开展业务,市场也日益习惯以全球化的指标来衡量它们的业绩。是否美国证券监管之严苛已使得它们在同外国同行的竞争中处于不利的地位了呢?

这样一对相互矛盾的作用力在过去30年决定了美国证交会有关外国私人发行人的监管政策,而且在可以预见的未来无疑还将继续塑造美国证交会的监管政策。一方面,证交会必须时刻警惕借助全球化市场逃避和破坏其业已确立的监管目标的新情况。另一方面,在打击这些违规行为的同时,证交会还要格外小心不能过度损害美国机构参与人的竞争利益。

---

<sup>③</sup> See generally 1 Loss, supra note ③, at 652-663 (4<sup>th</sup> ed. 2006).

本文的第二部分和第三部分提供了迄今为止解决上述矛盾的几个例子。在实践中往往是照顾到美国参与人的这些利益,却又损害了那些利益。本文的题目是“平衡相互竞争的利益”。也许更形象的说法是将相互交织的不同利益比作“网”或“结”。但“网”或“结”会让人觉得相关利益是静止和一成不变的。所以采用“平衡”一词,就是为了强调,这一均衡状态是随着全球化的步伐而不断调整的。

在今后较长一段时期,把握这种动态的平衡将是美国证交会工作的核心。下面让我们分别从几个美国国内群体的不同视角来考察一下这一动态平衡的内涵。这几个群体分别是发行人、投资人和金融服务行业,它们均在外国证券发行这项业务中有具有重大利益。<sup>⑭</sup>

### (一) 美国发行人

考虑一下国际舞台上可供美国证交会选择的监管管辖权与监管哲学有哪些。如果让美国发行人来选择的话,他们大概会青睐严格依据属地原则(territorial approach)的监管模式——无论行为人的国籍,美国证交会应监管发生在美国境内的证券活动,而对发生在境外的证券活动听之任之。这些发行人的公司总部所在的国家目前仍具有全球最具深度的资本市场和最严格的证券监管。既然他们自己不得不依据美国法律进行各种披露,这些美国公司很可能希望同他们在美国市场上竞争资本的那些外国公司也被要求进行同样的披露。相应的,如果是在美国境外融资,这些美国公司难道不应当适用同当地公司同样的条件吗?从政策制定的角度来说,这样一种纯粹的属地原则将给予发行人和投资人更大的自由度选择适用其发行行为的法律,从而加剧国际间监管机构的竞争。有关其利弊的学术争论不绝于耳。<sup>⑮</sup>

这一理论观点同迄今为止美国证券监管的实践是否合拍呢?可以

---

<sup>⑭</sup> For an alternative survey of the various group with interests in the global securities marketplace, see Steven M. Davidoff, *Regulating Listings in a Global Market*, 86 N. C. L. Rev. 89, 114-29 (2007).

<sup>⑮</sup> See generally Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, *Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation*, 71 S. Cal. L. Rev. 903 (1998); Merritt B. Fox, *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment*, 85 Va. L. Rev. 1335 (1999); Roberta Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107 Yale L. J. 2359 (1998).

说属地原则是美国证券监管的初始起点,但正如本文第二部分和第三部分所列举的,也存在大量依据属人(nationality-based)原则而进行的调整。所有这些调整都是为了方便外国发行人进入美国市场。这可以在以下四种我们已考察的证券活动中观察到:在注册公开发行中,外国发行人适用特殊的披露要求。又如依据 144A 规则进行的私募发售,综合法律和实际的考虑,由于外国发行人具有美国本土发行人所不具备的条件,因此这一融资方式对外国发行人更显优越。这里所说的法律和实际的考虑包括:将所谓混同(fungibility)的概念限制为与美国境内市场交易的证券相混同,依据 12g3-2(b) 条款豁免《1934 年证券交易法》规定的注册义务,以及依据 S 监管条例在发行人本国市场再行转让所发行证券的可能。而对于美国发行人,当他们在境外市场融资时,由于存在较大的证券回流风险,因此在发行股权和可转债时,他们总是要遵循有关发行限制和发售合规限制期的规定,<sup>⑥</sup>即使是发行不可转换的债券,这些限制往往也适用。<sup>⑦</sup> 1998 年对 S 监管条例的修订直接证明了美国证交会在防范滥用规则以及发行证券回流的风险和同等对待国内和外国发行人(包括那些证券的主要市场是美国境内市场的外国发行人)此二者之间,优先考虑前者。<sup>⑧</sup> 最后,有证券在美国市场交易的外国发行人免于提交财务季报,也无须遵循美国国内关于征集代理投票权和短线交易获利的规定。此外,美国境内交易所通常也豁免外国发行人遵守其上市标准中有关公司治理的规定。<sup>⑨</sup>

回到本文的主题,人们往往将三方利益平衡中的另外两方——美国投资人和金融服务业——的利益作为为什么要为外国发行人提供便利的理由。<sup>⑩</sup> 但之所以做这样的平衡其实还有更广泛的国际政策取向支持其合理性。所谓相互认可(mutual recognition)和制度兼容

<sup>⑥</sup> Rule 903(b)(2), (3), 17 CFR § 230.903(b)(2), (3).

<sup>⑦</sup> *Id.* 903(b)(1)(ii)(B).

<sup>⑧</sup> See Offshore Offers and Sales, *supra* note 54, 63 Fed. Reg. at 9633.

<sup>⑨</sup> See, e. g., John C. Coffee, Jr., *Racing towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*, 102 Colum. L. Rev. 1757, 1821-24 (2002).

<sup>⑩</sup> See, for example, the two passages from SEC releases quoted *supra* at notes ⑪ and ⑬.

(harmonization)的思想在有关证券法律改革的国际间对话中已占有一席之地。<sup>①</sup>当美国证交会受到美国发行人和其他人质疑为何其对不同国籍的发行人采取不同的投资人保护适当水平时,这些思想也为证交会提供了一种务实的回应:根据他国本土(home-country)监管水平给予美国资本市场的有条件准入可以促进外国市场修改法律,从而有利于保护直接参与那些市场的美国投资人。

至于在美国境外发生的那些融资行为,有一套不同的理由解释为什么美国证交会对美国本土发行人施以较外国发行人更严格的监管。在第4708号公告(Release 4708)和S监管条例中可以看到,美国证交会对于参与海外证券投资活动的美国投资人仍持保护态度,而从实际来看,这些投资人更可能经常性地买卖本国公司的证券。此外,根据国际法和礼让(comity)原则,当离岸交易的双方均为美国行为人(US persons)时,适用美国法律的治外法权无疑有了更有力的依据。

鉴于区别对待本土和外国发行人的做法普遍存在于美国证券监管中,令人惊讶的是美国发行人并没有对其所处的不利竞争地位发出太多抱怨。而当我们放眼未来时,在资本争夺日益频繁的全球市场,是否可以期待美国公司继续保持其乐于接受的态度呢?

对上述问题很难作一个简单的回答,因为虽然美国本土发行人可能会不时地批评美国证券监管体系中这些或那些方面令他们不堪重负(最常听到的指责莫过于集团诉讼和《萨奥法案》),但作为一个整体,美国证券监管体系通过降低融资成本改善了这些美国本土发行人的竞争地位。一些人认为由于美国施行较其他市场更为严格的证券监管,这恰好为那些将美国作为其上市地之一从而接受美国证交会监管的外国公司提供了一个保证其公司治理水平的机会。<sup>②</sup>这一观点得到实证研究的

---

<sup>①</sup> See, e.g., Margaret E. Tahyar et al., Securities, in Report of the Task Force on Extraterritorial Jurisdiction 266, 279-85 (Legal Practice Div. of the Int'l Bar Ass'n 2008), available at <http://ssrn.com/abstract=1109061>.

<sup>②</sup> John C. Coffee, Jr., *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*, 93 Nw. U. L. Rev. 641 (1999); René M. Stulz, *Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital*, J. Applied Corp. Fin., Fall 1999, at 8.

验证,即外国公司通过将美国境内交易所作为其上市地之一,获得了显著的估值改善。<sup>⑤</sup> 如果这一逻辑是正确的,那么证交会为外国私人发行人制定的众多便利条款可能事实上不利于这些发行人,因为他们不能让投资人放心地认为他们已达到美国发行人所达到的高标准。

对发行人究竟是有利还是有弊,未来又会怎样? 美国证交会最近的相关规则制定似乎显露出这样一种动向:至少在披露方面,正缩小本土和外国发行人的区别待遇。<sup>⑥</sup> 但不要忘记任何动态平衡的共同特点,即有所得必有所失。随着外国证券市场的日益成熟,全球金融环境日趋一体化,以及外国证券监管者的经验日渐丰富,一种反方向的趋势正在形成,即对国外证券市场当地监管的信赖增加,而对于偏离国际惯例的容忍减低。总的来说,如现有的国际氛围不发生大的变化,长期的趋势几乎可以肯定会向着统一的发行人标准发展,<sup>⑦</sup>随之而来,也就不再需要不同市场间的相互认可或其他形式的认同发行人本土市场法律的做法。

统一标准无疑将导致国家主权的重大问题。我们不禁要问这是否会降低国会通过修订联邦证券法律整治国内丑闻的政治意愿,正如国会当年制定《1977年外国反贪法案》(Foreign Corrupt Practices Act of 1977)<sup>⑧</sup>和《萨奥法案》那样? 立法者认识到市场正日益全球化,而面临两难选择(Hobson's choice):背弃国际合作的精神而将外国公司置于独一无二的美国政策之下,抑或豁免外国公司而可能损害开展全球业务的美国公司的竞争利益。

<sup>⑤</sup> See, e. g., Craig Doidge et al., *Has New York Become Less Competitive than London in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices over Time*, 91 J. Fin. Econ. 253, 268-74 (2009); Luzi Hail & Christian Leuz, *Cost of Capital Effects and Changes in Growth Expectations around U. S. Cross-Listings*, 93 J. Fin. Econ. 428 (2009).

<sup>⑥</sup> Foreign Issuer Reporting Enhancements, Securities Act Release No. 8959, Exchange Act Release No. 58620, 73 Fed. Reg. 58300, 58301 (Sept. 23, 2008) (“some of the disclosure accommodations that we provided to foreign private issuers almost 30 years ago may no longer be appropriate or necessary in light of global market developments and advancements in technology”).

<sup>⑦</sup> See *id.* (“[T]here has been a movement toward greater international agreement on the accounting and other non-financial statement disclosures that should be provided by issuers. The Commission has undertaken a number of initiatives that recognize this”).

<sup>⑧</sup> Pub. L. 95-213, 91 Stat. 1494.



## (二)美国投资人

正如美国发行人可能偏好纯粹的属地原则所提供的灵活性和多种选择,期待获得最大范围的投资机会的投资人则会向往诸如市场间相互认可的做法,即让发行人所来自的国家和市场承担监管职责,甚至包括对跨境证券活动的监管。当然美国投资人是否真会支持这种做法还取决于他们对美国监管保护的需求程度。

迄今,证交会对于全球化背景下投资人应具有多大选择自由这一问题的回应是明确区分机构和散户投资人。虽然这一划分并不仅限于与外国发行人证券相关的交易活动,<sup>⑧</sup>但用它来解决全球化投资的问题却特别合适。依据传统的“自我保护”(fend for themselves)的逻辑,<sup>⑨</sup>美国证交会可以给予美国机构本质上同其外国竞争对手同等的机会参与世界各地的发行活动,并提供其客户(大多数情况下为美国客户)充分的、在全球范围多元化资产配置的可能。在本文第二部分可以找到这种有选择地给予机构不同待遇的例子,这不仅包括 144A 规则,还包括更为隐蔽的 S 监管条例。根据 S 监管条例的有关规定,机构可以通过其外国代理和分支机构参与离岸证券活动。

本文第二部分描述了上述规定如何使得新发行市场的构成发生了巨大变化,即从依据《1933 年证券法》进行的注册公开发行向依据 144A 规则进行的私募发售的转移。这一规定同时还影响了二级市场上的证券持有情况,即普通投资人不再能够便利地投资于大部分在美国市场上交易的外国公司证券,或获得美国证交会强制要求的披露信息。Doidge、Karolyi 和 Stulz 在一篇新作中报告了 1990~2005 年间美国各交易所上市的外国股票及在 OTC 市场和 144A 市场交易的外国股票的数字。<sup>⑩</sup>其中在交易所上市的发行人的数目占总数的比例由 68% 下降至 42%。

完全有理由相信这种摆脱 1933 年和 1934 年法案证券注册制度的趋势还将继续。从法律的角度而言,144A 规则对于外国发行人正发挥

<sup>⑧</sup> See *infra* note 93 and accompanying text.

<sup>⑨</sup> SEC v. Ralston Purina Co., 346 U. S. 119, 125 (1953).

<sup>⑩</sup> Doidge et al., *supra* note 83, at 258 table 1.

了美国证交所预期的作用。尽管合格机构购买人的定义仍有调整的余地,但该条款的其他构成要件(特别是那些对于外国股票发行人最有价值的要件——混同的定义,以及同 S 监管条例转售条款、12g3-2(b)豁免条款的联系)却是相对固定和明确的。因此,同本文前一部分所讨论的披露方面的要求不同,在这一领域尚无需求推动,也无现成的机制帮助实现监管制度的调整。从经济学的角度而言,越来越多的学者认为,寻求融资和在外国市场交易其股票的发行人如今不再像过去那样倾向于通过在美国某交易所上市来实现这一目标。我们将在下一节考察针对这一变化产生的原因有哪些争论。这里,我想指出的是,我们所讨论的并不仅限于《萨奥法案》的影响或 144A 规则的后果,还应意识到那些寻求多地上市的发行人的类型已经发生了变化。

如果这一趋势得以继续,一种可能的结果是美国证交会作为全球范围内披露内容和披露格式的标准制定者的地位将会下降。由于依据 1933 年和 1934 年法案向美国证交会报备的外国公司的数量减少了,而且即使那些仍然履行报备义务的公司也更多地遵循统一的国际标准,其直接后果不可避免将导致美国证交会上述地位的削弱。然而这一变化的间接后果可能更重要。从技术角度来说,在豁免注册的发行活动中发行人和承销商不再需要提供美国证交会强制要求的披露信息,而是可以在不违反反欺诈条款(antifraud rules)的前提下自由决定提供给投资人更多或是更少的信息。然而在实践中并非如此。在依据 144A 规则发行证券时,发行人仍会提供与注册发行强制披露要求极为相似的披露及支持文件。<sup>⑨</sup> 这其实并不意外,因为专业投资人(professional investors)习惯于获得和评估固定类型的信息,而且相同的披露格式有利于对不同的公司进行比较。因此由美国证交会制定的针对注册发行人和证券的披露

---

<sup>⑨</sup> See John C. Cocchiarella & Robert S. Risoleo, *Private Placements, Resales and Rule 144A and Regulation S Offerings*, in *Securities Offerings 2009: What Counsel Need to Know to Get Deals Done in Challenging Markets* 921, 925, 1017 (PLI 2009); Robert P. Bartlett III, *Commentary*, 51 *Ariz. L. Rev.* 47, 52 n. 15 (2009). Jackson and Pan document this practice in the case of European offerings. See Jackson & Pan, *supra* note 23, at 255-57. But see Hal S. Scott, *Internationalization of Primary Public Securities Markets*, *Law & Contemp. Probs.*, Summer 2000, at 71, 73 & n. 5 (use of "international" documentation rather than SEC disclosure).

标准被移植到了豁免注册发行的市场,并无疑大大促进了全球披露水平和透明度的提高。然而未来如果对于外国发行人而言,依据 1933 年法案进行的注册发行不是常规的发行模式,而只是一种例外,那么披露领域有新问题出现时,我们还能期待美国证交会的有关披露要求仍具有同样的向心力吗?

另一重要的后果是普通投资人通过美国交易市场可以获取的外国投资机会将会减少。从政治或公共关系的角度而言,这个问题早几年可能还不突出,因为那时投资于外国公司具有猎奇的色彩,并且许多外国市场的外来参与也很有限。但这一情况已明显改变,并且这一变化的进程还将加快。<sup>④</sup> 散户投资人对于本次金融危机的两条经验教训应记忆犹新——那就是多元化投资的重要性,以及今后几年持续的投资高回报将明显地向发展中市场倾斜。具有讽刺意味的是,美国的主街(Main Street)刚刚感受到全球化投资的诱惑时,却发现开展全球化投资的机会正在收缩。

有的人可能会为这一变化喝彩,认为没有专业知识和丰富经验(unsophisticated)的投资人本来就不应该尝试自己去选股。<sup>⑤</sup> 只对机构投资人和有限的几种《1933 年证券法》豁免发行类型开放的投资模式(如对冲基金、私募基金、风险基金)早已为市场所熟悉。<sup>⑥</sup> 但外国股票

---

<sup>④</sup> 正如“本土偏好”(home bias)的相关论述所显示的,全球化并没有消灭投资人在投资组合中给予本地股票更大权重的趋势。但是,我们可以期待随着外国资本市场治理质量的改善,内部人控制的收益会下降,本土偏好会减弱。See Bong - Chan Kho et al., *Financial Globalization, Governance, and the Evolution of the Home Bias*, 47 J. Acct. Res. 597 (2009).

<sup>⑤</sup> The leading example of this view in the scholarly literature is Stephen Choi, *Regulating Investors Not Issuers: A Market - Based Proposal*, 88 Cal. L. Rev. 279, 300 - 02, 309 (2000) (advocating investor licensing through which unsophisticated investors would be limited to passive index funds). For a contrary view, see Davidoff, *supra* note 74 (advocating a “demand - side” approach that better takes into account the interests of US retail investors).

<sup>⑥</sup> 近来人们对于投资市场的“去散户化”及其对证券监管和政策的影响高度关注。See, e. g., Brian G. Cartwright, *The Future of Securities Regulation*, Speech at the University of Pennsylvania Law School Institute for Law and Economics (Oct. 24, 2007), <http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch102407bgc.htm>; Donald C. Langevoort, *The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets*, 95 Va. L. Rev. 1025 (2009).

却有本质的不同。因为它们已具有散户交易市场,有价格可供美国投资人跟踪,有依据外国监管标准并用英文披露的全面的公司经营和财务信息。这进而导致了政策取向上的重大问题:尽管这些外国股票在美国没有交易市场,美国投资人仍然可以日益方便地买到它们,或者通过美国股票经纪人(投资人下达指令后,这些经纪人可能直接在美国 ADR 一级市场上买入,也可能通过外国的分支机构或外国经纪人买入),或者直接在一家外国股票经纪人那里开户。<sup>④</sup> 诚然这还不能完全取代在美国境内交易。况且不是所有的外国市场都已对外开放,而且还有额外的收费和成本。此外,因为可能面临非法吸引订单 (illegally soliciting orders) 的指控,跟踪当地市场股票的外国经纪人也不乐意向美国市场提供其研究报告。<sup>⑤</sup> 这样一来,美国市场的现状至多只能说是以投资人的不便利换取投资人保护。

在前一节我们讨论了有关发行人的选择的不同观点。但全球化和互联网对于投资人的选择影响恐怕更为深远。事实上,美国证交会将第一次被迫从监管哲学的高度审视投资人选择这一问题。美国证交会的一种对策是保持现有做法。随着美国散户对外国证券的需求不断增长,美国经纪一交易商自然会发现扩大这项服务是有利可图的,从而在这一业务领域会更积极地展开竞争。<sup>⑥</sup> 然而这是否能给美国投资人带来与发行人本土市场同样水平的证券研究分析资讯就值得怀疑了。<sup>⑦</sup> 美国

---

<sup>④</sup> 《华尔街日报》的一位专栏作家撰写了一本向散户投资者介绍这方面经验的书籍。Jeff D. Opdyke, *Indulging a Yen for Global Investing*, Wall St. J., Apr. 3, 2008, at B11. There no doubt are or will be others.

<sup>⑤</sup> 1934 Act rule 15a-6(a)(1), 17 C. F. R. § 240.15a-6(a)(1); see Registration Requirements for Foreign Broker-Dealers, Exchange Act Release No. 27017, 54 Fed. Reg. 30013, 30021-23 (July 11, 1989).

<sup>⑥</sup> 在本次会议召开一周后, Fidelity 宣布增加 12 个外国市场的网上交易服务。Jane J. Kim, *Fidelity Pumps Up Foreign Trading*, Wall St. J., Oct. 22, 2009, at D2. That same week, the firm also issued a newsletter for its clients entitled "Why Foreign Stocks are Important", emphasizing the importance of international diversification. See Fidelity Viewpoints (Oct. 21, 2009).

<sup>⑦</sup> 只要美国经纪商明确表示对内容承担责任,则美国证交会允许美国经纪商分发由外国经纪商提供的研究报告。See Registration Requirements for Foreign Broker-Dealers, *supra* note 95, 54 Fed. Reg. at 30023.

证交会的另一个选择是放松现行法律的约束,允许美国投资人更直接地获得外国经纪商的服务和进入外国市场。正是在这里投资人的选择将发挥至关重要的作用。该不该让未注册的外国经纪商更自由地向美国投资人推销其服务?既然美国投资人已经可以选择放弃美国证交会的庇护,在没有经纪商向其推销的情况下(unsolicited),主动在外国市场下达买卖指令,那么在哪些情况下,美国证交会应该允许外国经纪商在美国境内吸引这类买卖指令呢?

迄今为止,针对上述问题所提出的两种解答均不能满足大部分普通投资人频繁买卖外国股票的需求。其中之一是修订 15a-6 规则,扩大可以与未在美国证交会注册的外国经纪商开展业务的投资人群体。<sup>98</sup>其中包括个人投资人,但前提条件是其个人投资(personal investment)至少需达到2,500万美元。<sup>99</sup>这里对投资人进行划分(segmentation of investors)再次成为美国证交会有关外国私人发行人政策的重要组成部分。尽管随着全球化的发展,划分的标准在变化。对上述问题的另一种回答是相互认可政策的一种演化。美国证交会的工作人员因有感于寻求更便捷地参与全球市场的美国投资人的困境而率先提出了这个称作“替代合规”(substituted compliance)的解决方案。<sup>100</sup>根据这一方案,如外国股票交易所、经纪—交易商“遵循与美国市场大体相当的外国证券监管和法律,并接受监管权力、监管和执法理念同美国证交会基本接近的外国证券监管者的监管”,则允许他们在美国境内提供服务。<sup>101</sup>这一方案提出后,美国证交会宣布了一系列旨在实现与“国外高质量监管体系”相互认可的动议。<sup>102</sup>尽管这些动议将带来更多英、澳、加、日和西欧

---

<sup>98</sup> Exemption of Certain Foreign Brokers or Dealers, Exchange Act Release No. 58047, 73 Fed. Reg. 39182 (June 27, 2008).

<sup>99</sup> *Id.* at 39185-86; see 1934 Act § 3(a)(54)(A)(xii), 15 U.S.C. § 78c(a)(54)(A)(xii) (definition of “qualified investor”).

<sup>100</sup> Ethiopia Tafara & Robert J. Peterson, *A Blueprint for Cross-Border Access to U.S. Investors: A New International Framework*, 48 Harv. Int'l L. J. 31, 41-42 (2007).

<sup>101</sup> *Id.* at 32.

<sup>102</sup> Press Release, SEC Announces Next Steps for Implementation of Mutual Recognition Concept (Mar. 24, 2008), available at <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-49.htm>.

地区的投资机会,但它们在寻求多元化投资和成长性的美国散户投资人最为关注的领域却少有作为——未能带来发展中国家和新近加入发达国家行列的国家和地区的投资机会。

有关增加投资人进入新兴市场机会的政策的具体细节不在本文的讨论范围之内,但让我们考虑一下该政策的三个可能的组成要件。首先,新增的投资机会应仅限于那些总市值及流通量达到规定门槛的——有关这些发行人的公开信息往往最为丰富——并且满足其他公司治理标准的发行人的证券。其次,该项政策应有利于发行人本土的知名银行和经纪公司所提供的相关研究报告的传播和获取。最后,特别是在较小的市场,该政策可以鼓励并借助于地区性监管者和交易所的联合来建立一个世界级(也是外国投资人最感兴趣的)发人类别的标准。<sup>⑨</sup>这一标准将不局限于单个成员国的上市标准。上述要件作为一个整体,有利于克服目前已提出的各种相互认可方案的重大缺陷。由于将不同市场交易所和监管者层面的基本相似性作为前提条件,以往提出的这些方案必然将少数在市场深度不足的国家交易的知名发行人排除在外,从而诱使这些公司在同美国证交会更接近的监管环境寻求再次上市,结果分流了其本土市场的交易量而有害于该公司的长远发展。

### (三) 美国金融服务业

本节讨论的利益关系在本次金融危机爆发前被视作美国资本市场竞争力的核心。但比起美国发行人及投资人,美国金融服务业的这些利益更难转化为放在美国证交会面前的具体的政策选择。当然,造成这一不确定性的一个重要原因是当前的政治气候。在可以预见的未来,难以想象美国证交会或国会会积极响应金融服务业企业的需求,因为它们贪婪和自私被众人指责为本次危机的重要原因,它们自身也成为救助措施的主要受益者。更不用说在本文所讨论的与竞争力最紧密相关的这

---

<sup>⑨</sup> 如近来成立的东南亚地区的东盟共同交易所门户联盟(ASEAN Common Exchange Gateway alliance)。See Kevin Brown, *Boost for Asean Bulletin Board Scheme as Vietnam Signs Up*, *Fin. Times*, Sept. 16, 2009, at 25. For a more general recognition of the role that regional oversight might play, see Howell E. Jackson, *Toward a New Regulatory Paradigm for the Trans - Atlantic Financial Market and Beyond: Legal and Economic Perspectives*, [Sec. V] *Eur. Bus. Org. L. Rev.* (forthcoming).

一时期——《萨奥法案》颁布以来——金融行业的整体利润达到史无前例的水平。<sup>⑩</sup>

先将公众舆论放到一边,让我们来考察一个基本问题,即我们所考虑的各种监管问题同本行业总体竞争力之间的因果关系。所有主要的以美国为总部的资本和服务提供商(投资和商业银行、律师和会计师事务所等)现今都在全球范围内争夺业务。即使美国的监管制度将未来的外国证券发行与上市驱赶到了美国境外,这些美国公司的外国分支机构不同样有条件竞争这些业务吗?<sup>⑪</sup>的确,这也是美国金融业在本文之前讨论的若干改革建议中最显而易见的具体利益之所在——外国市场之准入。这也解释了在依据当地市场监管水平准许外国证券公司进入美国资本市场时实行互惠政策的重要性。<sup>⑫</sup>随着上述改革建议的有关争论不断深入,争论将围绕这样一项有趣的交换——以更趋灵活的美国投资人保护政策换取更为开放的外国市场。<sup>⑬</sup>

最后,切入因果关系探究之核心还有这样一个问题:美国的监管制度在事实上是否削弱了其资本市场的竞争力呢?近年来的学术著作对

---

<sup>⑩</sup> 根据商务部的国家账户数据(National Accounts data),1929年至1988年间,金融行业的利润平均为国内生产总值的1.2%,从未超过1.7%。但在2005年,该数字达到3.3%。See Floyd Norris, *To Rein In Pay, Rein In Wall St.*, NY Times, Oct. 30, 2009, at B1. In the four years preceding SOX, those profits averaged \$203 billion annually (2.1% of GDP), compared to \$384 billion (3.1% of GDP) in the four years following enactment. See Table 6.16D - Corporate Profits by Industry, available at the Bureau of Economic Analysis web site, <http://www.bea.gov/national/nipaweb/index.asp>.

<sup>⑪</sup> CCMR所提供的唯一有关美国市场竞争力下降的行业影响数据是依据客户国籍细分的承销和并购咨询业务收入。1996年至2009年第二季度,此项业务中,代表美国客户开展的业务占比从52%降至39%。“M&A Advisory and Equity/Debt Capital Market Underwriting Revenue by Client-Parent Nationality”, [http://www.capmktreg.org/competitiveness/2009Q2update/\(13\)MA\\_Advisory\\_and\\_Equity\\_Debt%20Capital\\_Market\\_Underwriting\\_Revenue\\_by\\_Client\\_Nationality.pdf](http://www.capmktreg.org/competitiveness/2009Q2update/(13)MA_Advisory_and_Equity_Debt%20Capital_Market_Underwriting_Revenue_by_Client_Nationality.pdf). The CCMR acknowledges, however, that this has no direct impact on the US competitive position, but has likely contributed to a shift of investment bank personnel from the US to abroad. CCMR Competitive Position Report, *supra* note ①, at 29.

<sup>⑫</sup> See Tafara & Peterson, *supra* note 100, at 61-62.

<sup>⑬</sup> Cf. Howell E. Jackson et al., *Foreign Trading Screens in the United States*, 1 Cap. Mkts. L. J. 54, 56-69 (2006) (describing the difference between US and European views on this trade-off, as applied to foreign trading screens).

这一问题多有探讨。其中主流的两派观点指向不同的方向。其中之一考察了股票市场对于《萨奥法案》颁布的反应,并发现在美国上市并接受美国证监会监管的外国公司股票的价格与同类公司相比有所下降。<sup>⑩</sup>这一发现说明这些美国上市外国公司的投资人认为《萨奥法案》弊大于利。尤其是对于那些总部所在地当地投资者保护水平较高的公司,市场的负面反应往往更强。而与上述结论相左,其他若干研究则发现在美国境内交易所上市的估值溢价效应依然明显,并没有受到《萨奥法案》的显著影响。<sup>⑪</sup>更有研究分析了市场对于外国公司终止上市和撤销登记的反应,其中《萨奥法案》的正反面影响兼有。<sup>⑫</sup>

所有这些研究的一个共同难点是,必须排除其他众多伴生的影响因素,从而提炼出特定评估事件(如《萨奥法案》的颁布、上市、退市等)的影响。因此,我们还会看到层出不穷的新的研究,采取不同的切入点并得出不同的替代性解释。一些最新研究尝试将上市溢价现象分割到多个可能的成因,并发现溢价中至少有一部分可以归因于美国监管制度提

---

<sup>⑩</sup> Xi Li, *The Sarbanes - Oxley Act and Cross - Listed Foreign Private Issuers* (Jan. 18, 2007), available at <http://ssrn.com/abstract=952433>; Kate Litvak, *The Effect of the Sarbanes-Oxley Act on Non - US Companies Cross - Listed in the US*, 13 J. Corp. Fin. 195 (2007); Kate Litvak, *Sarbanes-Oxley and the Cross - Listing Premium*, 105 Mich. L. Rev. 1857 (2007); Geoffrey Peter Smith, *What Are the Effects of Sarbanes-Oxley on Cross - Listed Companies?* (May 23, 2008), available at <http://ssrn.com/abstract=931051>.

<sup>⑪</sup> Doidge et al., *supra* note 83, at 269 - 72 (insignificant decrease in premium); Jefferson Duarte et al., *The Impact of the Sarbanes - Oxley Act on Shareholders and Managers* 24 (Aug. 10, 2009) (significant positive post - SOX effect), available at <http://ssrn.com/abstract=1062641>; Hail & Leuz, *supra* note 83, at 439 - 40 (cost of capital reductions not attenuated after SOX). *But see* Luigi Zingales, *Is the U. S. Capital Market Losing its Competitive Edge?*, ECGI - Finance Working Paper No. 192/2007, at 11 - 14 (Nov. 2007) (reinterpreting Doidge et al. data), available at <http://ssrn.com/abstract=1028701>.

<sup>⑫</sup> Compare Peter Hostak et al., *An Examination of the Impact of the Sarbanes - Oxley Act on the Attractiveness of US Capital Markets for Foreign Firms*, at 29 (Oct. 11, 2009) (significant negative reaction post - SOX), available at <http://ssrn.com/abstract=956020>, with Li, *supra* note 108, at 24 - 27; Andras Marosi & Nadia Massoud, "You Can Enter but You Cannot Leave...": *U. S. Securities Markets and Foreign Firms*, 63 J. Fin. 2477, 2496 - 99 (2008) (reduced negative reaction after SOX).



供了更高的投资人保护水平。<sup>⑩</sup>

既然在美国上市有上述好处继续存在,为什么近来会出现上市数量减少,并伴随有退市情形增加呢?目前有两种可能的解释。一是上市决策是由管理层或控股股东作出的。而他们的利益不一定同小股东一致。<sup>⑪</sup>最近一项全面研究显示,控制安排有利于内部人自利行为(insider self-enrichment)的外国公司中选择在美国境内交易所二次上市的可能性往往较小。<sup>⑫</sup>因此,那些来自公司治理水平较低,内部人控制更为集中的国家的公司,虽然其股东可能是《萨奥法案》最大的受益者,恰恰因为这一点更不乐意取得该法案给予的加倍的保护。<sup>⑬</sup>这让我们看到了第二种可能的解释,即乐于在本土以外的市场上市的外国公司的性质正在发生变化。关于市场竞争力有两项最新的研究考察了外国公司在美国和美国之外唯一——一个吸引大量外国公司上市的市场伦敦之间的取舍。通过分析《萨奥法案》颁布前选择到纽约而不是伦敦上市的公司特点,两项研究均显示《萨奥法案》颁布后,上市公司的面貌变化本身已经

---

<sup>⑩</sup> Arturo Bris et al., *A Breakdown of the Valuation Effects of International Cross-Listing*, 13 Eur. Fin. Mgmt. 498, 518-21 (2007); Hail & Leuz, *supra* note 83, at 447-48.

<sup>⑪</sup> See, e.g., John C. Coffee, Jr., *Law and the Market: The Impact Of Enforcement*, 156 U. Pa. L. Rev. 229, 286-88 (2007).

<sup>⑫</sup> Craig Doidge et al., *Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-Listing Decision*, 69 J. Fin. 425 (2009).

<sup>⑬</sup> 在有关竞争力的争论中,几乎所有的实证研究均支持这一论断。This is the one aspect of the competitiveness debate that appears to find universal support in the empirical work. See, e.g., Doidge et al., *supra* note 83, at 262-66 (firms from less-developed countries and greater inside ownership more likely to use alternatives to US exchange listing); Duarte et al., *supra* note 109, at 17, 22-26 (firms from countries with weaker governance less likely to list, but those that do generate greater post-SOX listing premiums); Hail & Leuz, *supra* note 83, at 445-47 (listing reduces cost of capital more for issuers from countries with weaker investor protection); Hostak et al., *supra* note 110, at 24 (post-SOX deregistering firms characterized by more concentrated ownership); Marosi & Massoud, *supra* note 110, at 2493 (stronger shareholder protection reduces probability of deregistration; greater insider control increases it); Joseph D. Piotroski & Suraj Srinivasan, *Regulation and Bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings*, 46 J. Acct. Res. 383, 404-06 (2008) (firms with weaker governance less likely to list on US versus UK exchange); Zingales, *supra* note 109, at 11-14 (companies from countries with weaker protection incurred less decrease in listing premiums due to SOX).

解释了美国境内交易所上市数量锐减的原因。<sup>⑩</sup>

纽约与伦敦的对比还显示吸引大量原本可能在美国上市的公司的市场是伦敦的创业板市场(AiMi)。而这些上市公司往往规模较小,利润较少,也因此较小可能聘请五大会计师事务所之一为其审计。<sup>⑪</sup>他们对AIM市场的青睐印证了常常听到的所谓《萨奥法案》对于小公司的合规成本尤显高昂的观点。在美国证交会最近的一项调查中,46%的受访小型外国公司表示《萨奥法案》的404规则使得他们开始认真考虑终止其在美国境内市场的上市。<sup>⑫</sup>此项调查,佐以AIM市场的戏剧性成功,使得美国国会和证交会在是否只允许愿意并且能够完全遵循包括404规则在内的《萨奥法案》的外国公司在美国上市,还是给予小公司豁免以吸引它们来美上市这一问题上举棋不定。而此前美国证交会一直延迟对外国公司适用相关法律。[近来美众议院的Adler修订案(House Adler amendment)显示倾向给予小公司豁免]

## 五、结论

本文前半部分追述了美国证交会对于外国私人发行人监管政策的演变,分析了过去30多年伴随各国资本市场从本地市场向全球市场的发展,美国证交会的监管政策如何应对并推动了融资模式的转变。本文后半部分展望了未来全球化对美国证交会的主要挑战。其中包括随着《1933年证券法》和《1934年证券交易法》项下注册制度的衰落,美国证交会对今后全球范围内披露内容与格式的影响力的变化,以及如何满足普通投资人不断增长的对新兴市场进行投资的渴望。

<sup>⑩</sup> 但这两项研究对于实际上市数与估计上市数的差距有不同的结论。Doidge et al., *supra* note 83, at 264-68 (US exchange listings exceeded predicted levels); Piotroski & Srinivasan, *supra* note 114, at 414 (US exchange listings lower than expected).

<sup>⑪</sup> Piotroski & Srinivasan, *supra* note 114, at 414-16.

<sup>⑫</sup> SEC Office of Econ. Analysis, Study of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 Section 404 Internal Control over Financial Reporting Requirements 66-67 (Sept. 2009), available at [http://www.sec.gov/news/studies/2009/sox-404\\_study.pdf](http://www.sec.gov/news/studies/2009/sox-404_study.pdf).

人们在对未来进行预测时往往使用“有保留地”这样的字眼,但在证券法领域这样的表述尤为恰当。在美国证券监管顺应全球资本市场的演变而演变的过程中,法律工作者以及本文第四部分所分析的各种利益的其他代言人往往扮演了倡导者的角色,并担任了改进现有制度的任务。相反,重大的证券监管变革却常常是丑闻或危机所引起的公愤的产物。可以想象,下一个安然或世通是依据《1933年证券法》和《1934年证券交易法》注册的(美国国内的或外国的)发行人,还是想尽办法规避美国证交会监管的外国发行人,将导致美国的证券监管面临截然不同的未来。