

## 证券发行实质审查法律制度: 起源·衍变·启示

——围绕美国州“蓝天法”展开\*

李海龙\*\* 刘沛佩\*\*\*

**摘要:**20世纪初期,美国州“蓝天法”确立了证券公开发行的实质审查制度。各州“蓝天法”的内容并非整齐划一,相反,在是否规定实质审查制度、审查范围及执行效果等方面皆存在较大差异。“蓝天法”对证券公开发行登记注册、审查流程、审查标准等做出了相应的规定。美国证券公开发行实行“双重监管”机制是利益博弈的产物。在这一监管框架中,无论是州层面的实质审查制度,还是联邦层面的信息披露制度都存在着严重缺陷。朝向“公司法”的自由化限缩以及“证券法”联邦化的改革

---

\* 本文系教育部人文社科研究青年基金项目《市场化视野下证券发行“注册制”改革研究:基于实质审查的分析视角》(项目编号:14YJC820028)、国家社科基金青年项目《非上市公司治理指引研究》(项目编号:15CFX060)、上海市法学会2015年理论法学研究课题《股票发行监管制度研究》的阶段性研究成果。本文仅代表作者本人学术观点,与所任职机构无关。

\*\* 浙江大学城市学院教师、华东政法大学博士后,法学博士。

\*\*\* 华东政法大学博士后,上海证券交易所法律部员工,法学博士。

路径,已成为克服上述弊病的重要举措。美国证券公开发行的实质审查制度功能的衍变给我国证券法“注册制”改革推行提供了诸多可资借鉴的经验。

**关键词:** 证券发行 实质审查 “蓝天法” 信息披露 登记

2013年11月15日,《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出“推进股票发行注册制改革”,指明了我国《证券法》修改的基本方向。根据上述精神,是年11月30日,中国证监会发布了《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》,迈出了股票发行从“核准制”向“注册制”过渡的重要一步。目前,“注册制”改革不断提速,相关配套法律制度也在积极制定当中。所有制度建设凸显了以信息披露为中心的监管理念,同时,力求审核标准更加透明。可以说,推行“注册制”的核心在于理顺政府和市场间的关系,让市场在资源配置中发挥决定性的作用。

众所周知,保护投资者,尤其是保护中小投资者的合法权益是各国(地区)证券立法的根本原则。<sup>[1]</sup> 同样,作为证券立法的“灵魂”,保护投资者的基本理念也必须贯穿于我国《证券法》修改的始终。在证券发行“注册制”改革这一“牵一发而动全身”的系统化革新工程中,要切实落实保护投资者合法权益的原则,如何全面理解、评估“核准制”的内涵与价

---

[1] Roberta S. Karmel, *Reconciling Federal and State Interests in Securities Regulation in the United States and Europe*, 28 *Brook. J. Int'l L.* 495 (2003), 497; Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 *Baylor L. Rev.* 139 (2006), 194. 2013年10月16日,中国证监会主席肖钢发表《保护中小投资者就是保护资本市场》署名文章。文章指出,保护中小投资者的合法权益,不仅是资本市场健康运行的内在要求,也是维护社会公平正义的有效途径。这一观点充分代表了我国证券监管机构调整资本市场的基本态度。

值；如何深入审视、检讨信息披露制度的功能等问题均具有基础性的意义。<sup>〔2〕</sup> 本文结合美国州“蓝天法”及1933年《证券法》、1934年《证券交易法》对证券公开发行的相关规定，以州确立的实质审查制度为分析重心，全面阐释美国证券发行监管法律机制的历史沿革，深入剖析其现行制度架构存在的弊病，并密切关注学者提出的合理化改革建议。在此基础上，提炼对我国证券发行“注册制”改革具有启示意义的基本经验。

## 一、渊源论：“蓝天法”的诞生与实质审查制度的确立

### （一）“实质审查”的法律内涵及其正当性根据

尽管“实质审查”(merit regulation)在美国存在已逾百年,但学者对其基本内涵的认识并不统一。例如,有学者将其界定为“实质标准的总和”;有学者把它看作“允许管理者对拟向公众发行的证券之投资价值作出评判的自由裁量权”;还有学者将其视为“试图为投资者减少投资风险的手段”等不一而足。<sup>〔3〕</sup> 在美国法学教授萨金特(Mark A. Sargent)看来,实质审查是“授权州证券监管者否决证券发行登记的一种监管制度,除非证券发行和相关交易的实质条款能确保证券发行人与公众投资者间的公平关系,并向公众投资者提供合理的风险回报”。<sup>〔4〕</sup> 本文赞同萨

〔2〕 无论是在中央政策文件还是在证券监管部门政策文件中,所使用的术语为“股票发行”、“新股发行”。“证券”的内涵包括“股票”,但不限于“股票”。廓清其基本概念,是《证券法》修改的基础性问题之一。本文将统一使用“证券公开发行”这一术语,文中如不作特别说明,就是指“证券发行”。另外,在中央有关“注册制”改革的政策公布之后,报纸及网络媒体等对这一问题的探讨可谓“铺天盖地”。事实上,有关“注册制”的很多问题的讨论和思考仍旧停留在非常粗浅的层面,实践中尚有诸多课题需深入思考、研究。

〔3〕 See Ad Hoc Subcommittee on Merit Regulation of the State Regulation of Securities Committee, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 Bus. Law. 785 (1986), 795. 在美国证券公开发行制度中,存在以“实质审查”(merit based)为中心与以“信息披露”(disclosure based)为中心两种不同的监管模式。对于前者,国内学者一般称其为“核准制”,对于后者,则冠以“注册制”的称谓。

〔4〕 See Ad Hoc Subcommittee on Merit Regulation of the State Regulation of Securities Committee, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 Bus. Law. 785 (1986), 829.

金特对实质审查所做的含义界定,并在这一意涵上使用该概念。

实质审查制度的设立及存续有其合理性的根基。概括地讲,“实质审查旨在促进公平、监管投资风险、遏制欺诈行为并增强投资者信心”。〔5〕具体而言,这一制度的确立主要基于如下两个方面的考虑:第一,证券市场有其内在难以克服的缺陷。通常认为,仅靠市场力量及私人激励的方式根本无法确保证券发行人公平地对待公众投资者,而且它也无法保证证券发行价格的合理。针对市场的这一弊病,从保护投资者权益的角度来说,适当的政府干预确有必要。换言之,实质审查制度的首要价值在于它能实现投资者之间利益的公平,这种公平主要体现在证券发行价格的公平、发起人与公众投资者面对风险的公平以及投资者对公司运作的控制权行使平等诸方面。〔6〕第二,信息披露制度不是“万应药”。信息披露有其独特价值,在保证证券市场透明化方面,其功能无可取代。虽如此,但它绝不是公众投资者权益保护的单一手段。〔7〕换句话说,立法者试图单纯依赖信息披露制度提高市场透明度,并依此来实现投资者权益保护的做法值得商榷。

## (二)“蓝天法”与实质审查制度的起源考察及差异阐释〔8〕

在美国,工业革命到来之后,经济发展大大提速,尤其是铁路建设的步伐更是不断加快。与此相伴,企业发展对金融资本的需求量骤增,凭借这一渠道公开发行证券向社会募集资本成为克服资本匮乏难题的不二法门。在证券发行与交易过程中,证券欺诈行为如影随形。为应

---

〔5〕 Ronald J. Colombo, *Merit regulation via the suitability rules* 12 J. Int'l Bus. & L. 1 (2013), 7.

〔6〕 美国州制定的“公司法”更倾向于授权性质而非监管性质,赋予了公司运作较大的自由空间。然而,“公司法”往往对公司控制权问题缺乏必要的限制性规定。基于此,有学者认为州“公司法”无法为公众投资者提供足够的法律保护。从这一角度看,赋予州证券监管者一定的实质审查职权有一定的合理性。Jennings, *The Role of the States in Corporate Regulation and Investor Protection*, 23L. & Contemp. Probs. 193 (1982), 207.

〔7〕 See Ad Hoc Subcommittee on Merit Regulation of the State Regulation of Securities Committee, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 Bus. Law. 785 (1986), 830.

〔8〕 需要说明的是,实质审查制度是“蓝天法”的核心内容。因此,对“蓝天法”起源的历史考察与对实质审查制度起源的历史考察相互关联在一起,难以割裂开进行阐述。

对不断出现的欺诈行为,堪萨斯州于1911年制定了美国历史上第一部“蓝天法”。时任该州银行监管专员的多利(Joseph Dolley)是该法的“始作俑者”,他充分利用其已有的知名度和特有的宣传天赋,强烈建议堪萨斯州出台“蓝天法”以应对证券欺诈行为,他的这一提议得到了该州立法机构的肯认并很快通过了审议,他也因此被赋予了“‘蓝天法’之父”的美誉。<sup>[9]</sup>

当年,证券监管者将那些受骗的投资者比喻成“通过出售蓝天中的建设地块而轻易收取资财”从而被欺骗的不幸“寡妇”或淳朴“农民”,“蓝天法”由此而得名。<sup>[10]</sup> 在此后不久的时间里,美国中西部及南部各州也陆续出台了各自的“蓝天法”。<sup>[11]</sup> 在数量庞大的“蓝天法”中,多数均设立了实质审查制度。<sup>[12]</sup> 这些立法充分反映出立法者对投资者面对猖狂的证券欺诈而表现出的脆弱的担忧和顾虑:“虽然有人说人们根本不需要看护人监管他们的投资,但是我想说的是,他们中的大多数确实需要看护人,尤其涉及这种类型[注:证券]的投资更是如此。”<sup>[13]</sup> 简言之,彼时州立法者持“民粹主义”的情怀呼吁证券市场的公平、公正,试图借助证券立法控制证券市场的主体与大众投资者之间

[9] Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 Tex. L. Rev. 347 (1991), 360; Stefania A; *Di Trolio Public Choice Theory, Federalism, and the Sunny Side to Blue - Sky Laws*, 30 Wm. Mitchell L. Rev. 1279, 1285 (2004).

[10] Mulvey, *Blue Sky Law*, 36 Can. L. T. 37 (1916); Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 Tex. L. Rev. 347 (1991), 348 - 349.

[11] 1912年,亚利桑那州、佛蒙特州、路易斯安那州通过了“蓝天法”。1913年,包括阿肯色州、爱达荷州、密西根州、蒙大拿州、北达科他州、南达科他州、田纳西州、西弗吉尼亚州在内的州也通过了“蓝天法”。同时,密苏里州、佛罗里达州等州虽然也参照堪萨斯州的做法出台了“蓝天法”,但却做出了较大的修改和调整。当然,也有一些州没有受堪萨斯州“蓝天法”太多影响,如内华达州、马里兰州、特拉华州等“公司法”较发达的州皆属此列。此外,科罗拉多州、伊利诺伊州、宾夕法尼亚州、明尼苏达州有关制定“蓝天法”的提议遭到了否决。Mulvey, *Blue Sky Law*, 36 Can. L. T. 37 (1916). Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 Tex. L. Rev. 347 (1991), 377 - 378.

[12] 当然,美国东部一些州的“蓝天法”仅设立了信息披露制度,而没有确立实质审查制度,因为在它们看来,这样做会阻止那些新型且风险较高的企业自由地进入资本市场融资。Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 Tex. L. Rev. 347 (1991), 349.

[13] J. N. Dolley, *Blue Sky Law*, 77 AM. Banker 1705 (1912), 1705.

地位失衡的事实。<sup>[14]</sup>

进入20世纪70年代末至80年代初,实质审查制度在美国的使用达到了顶峰,无论在条件规定的详尽程度上,还是在其适用范围上皆如此。<sup>[15]</sup>就后者而言,州“蓝天法”所管辖的范围主要涵盖以下领域:证券发行的登记与豁免;证券中介机构的登记与监管;对证券欺诈及其他违法行为的制裁;“蓝天法”的实施与执行。<sup>[16]</sup>

尽管美国各州几乎都有自己的“蓝天法”,但它们规定的内容绝非整齐划一;相反,受各州自身情况等因素的影响,其内容和执行效果“千差万别”。首先,在证券监管方面,尽管有的州赋予了证券监管者广泛的行政执法权,但是如若该监管者缺乏必要的资金支持与人员配备,则“蓝天法”的执行效果将大打折扣。相反,在那些证券执法领域人力、财力皆比较充裕的州,该法往往会得到较好的执行。其次,在证券发行监管领域,是否必然设立实质审查制度,各州的做法也不尽一致。有的州自始就没有设立或者后来废除了对证券发行予以实质审查的法律规定,而仅要求对重要的信息进行披露,伊利诺伊州、路易斯安那州等皆属此列。与此相反,有的州则设立了较为严格的实质审查制度,加利福尼亚州、德克萨斯州就是适例。最后,即便在设立实质审查制度的州中,对证券发行审查的严格程度也存在较大差别。例如,马萨诸塞州、加利福尼亚州、德克萨斯州等对证券发行的实质审查以严格著称,而在纽约为代表的东部地区经济发达的州中,无论在实质审查的范

---

[14] See Ad Hoc Subcommittee on Merit Regulation of the State Regulation of Securities Committee, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 Bus. Law. 785 (1986), 792. 有学者认为,州通过“蓝天法”主要有三个正当理由:第一,遏制证券发行与交易中出现的欺诈行为;第二,克服因信息不对称所引发的市场失灵问题;第三,“家长主义”理念的支撑。Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 Tex. L. Rev. 347 (1991), 390.

[15] Mark A. Sargent, *A Future for Blue Sky Law*, 62 U. CIN. L. REV. 471, (1993) 473.

[16] See Ad Hoc Subcommittee on Merit Regulation of the State Regulation of Securities Committee, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 Bus. Law. 785 (1986), 789.

围,还是在审查的严格程度方面,都不可与前者同日而语。<sup>[17]</sup>

## 二、构造论:实质审查的基本规程与法定标准

美国州“蓝天法”的典型特征体现在其规定的实质审查制度。<sup>[18]</sup>对实质审查规程及法定标准等问题展开详细阐述,这就在很大程度上把握了州“蓝天法”的精髓。需要说明的是,在证券公开发行过程中,对发行人在州层面的实质审查往往与在联邦层面的登记注册(registration,以下简称登记)关联在一起,因此,对州实质审查内容的阐述不能无视美国联邦层面的相关规定,尽管1933年《证券法》和1934年《证券交易法》仅是州“蓝天法”的补充。<sup>[19]</sup>

### (一) 实质审查的基本规程

#### 1. 证券发行的登记方式

证券公开发行之前,通常需要向州证券监管者登记申请。<sup>[20]</sup>申请登记是启动实质审核的前提条件。根据州“蓝天法”的规定,在本州内实施证券发行与销售行为,除依法被豁免(exemption)的情形外,必须进行登记。一般情况下,绝大多数企业“首次公开募集股份行为”(Initial Public Offering, IPO)在“美国证券交易委员会”(Securities and

---

[17] See Ad Hoc Subcommittee on Merit Regulation of the State Regulation of Securities Committee, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 Bus. Law. 785 (1986), 789-791.

[18] Mark A. Sargent, *A Future for Blue Sky Law*, 62 U. CIN. L. REV. 471, (1993) 473.

[19] See Ad Hoc Subcommittee on Merit Regulation of the State Regulation of Securities Committee, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 Bus. Law. 785 (1986), 793; Stefania A. Di Trollo *Public Choice Theory, Federalism, and the Sunny Side to Blue-Sky Laws*, 30 Wm. Mitchell L. Rev. 1279, 1293 (2004).

[20] 这里所称的“公开发行”是指在美国注册成立的公司的公开发行证券的行为,而不包括境外公司在美国境内公开发行证券的行为。对于后者,法律做出了特殊性的豁免规定。

Exchange Commission, SEC) 登记的同时,还需要在州进行登记。<sup>[21]</sup> 当然,在联邦层面予以豁免登记的证券发行行为大多也无须在州再次申请登记。<sup>[22]</sup> 例如,1933年《证券法》豁免了政府、银行、其他金融机构及某些非营利性组织的证券发行行为就属于这一情形。

根据证券发行的不同情形,州“蓝天法”规定了多种登记方式。不同的登记方式在是否需要实质审查及审查程度上皆存在明显的差异。通常情况下,主要的登记方式包括如下三种:

(1) 通知登记(register by notification)

当证券发行人满足比州“蓝天法”对证券发行所规定的条件更加严格的标准时,在其提交登记申请后第二个工作日的下午,登记便自动生效。可以推断,在该登记方式中,不存在州证券监管者对证券发行进行实质审查的可能。由于其规定的条件比较苛刻,尤其是增加了对发行人营利状况的要求,故这一登记方式在现实中使用的几率较低。

(2) 协同登记(register by coordination)

当发行人在 SEC 登记后,同时还须在州进行登记的,通常会使用这一登记方式。当在 SEC 的登记生效时,假如州证券监管者没有向证券发行人发出有效的“停止指令”(stop order),在登记申请提交后的法定期间(至少为 10 个工作日)届满之后,登记将自动生效。在该登记

---

[21] See Ad Hoc Subcommittee on Merit Regulation of the State Regulation of Securities Committee, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 Bus. Law. 785 (1986), 797. 当然,有相当数量符合豁免条件的证券发行行为只需在 SEC 登记,而无须在州再进行登记。例如,在全国性的证券交易所上市的证券发行人的证券发行行为;上市证券特定情况下在二级市场上的买卖行为等皆属此类情形。近年来,有的州开始豁免那些符合“蓝筹”(blue-chip)条件而借助“场外市场”(OTC)发行证券的行为。See Ad Hoc Subcommittee on Merit Regulation of the State Regulation of Securities Committee, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 Bus. Law. 785 (1986), 797.

[22] 事实上,如后文所阐述的那样,随着联邦层面“豁免”条款数量的增加,州对证券发行进行实质审查的情况越来越少。Daniel J. Morrissey, *The Road not Taken: Rethinking Securities Regulation and the Case for Federal Merit Review*, 44 U. Rich. L. Rev. 647, 683 (2010). 有的情况下,尽管 SEC 对证券发行行为予以登记豁免,但是按照州法的规定,仍须进行登记。例如,跨州的证券发行就是适例。在此种情况下,尽管符合了联邦证券法律的豁免条件,但是有的州仍要求对这一类型的证券发行行为进行登记。

方式中，州证券监管者通常会对其登记申请进行严格的实质审查，“事实上，在全国范围内的证券公开发行活动中，律师的主要任务之一就是解决在审查期间出现的各类问题。”<sup>[23]</sup>

### (3) 资格登记(register by qualification)

在该登记方式中，证券发行人向州提交登记申请之后，需要等待证券监管者对证券发行行为展开实质性的审查。审查完毕之后，只有那些符合法定条件且由证券监管发出生效通知的，其登记才能生效。

## 2. 实质审查的基本流程

当证券发行人向州证券监管者提交证券发行登记申请之后，实质审查程序随之而展开。第一步审查可以称之为“技术审查”，主要是对申请登记表格使用是否正确、信息提供是否恰当以及是否已缴纳必要的费用等技术性问题展开审查、核对。这一工作通常由州证券监管机构的职员、秘书及其他工作人员来完成。

完成上述审查之后，接下来进行的则是第二步审查。假如州“蓝天法”中没有规定实质审查制度，则这一步仅须对披露的信息进行审查。也就是说，证券监管者负责对证券发行人的信息披露是否真实、恰当进行核实，在此基础上，有权决定禁止抑或暂停存在欺诈的证券发行与销售行为。如果州“蓝天法”中规定了实质审查制度，则第二步是对证券发行行为的实质审查。此时，州证券监管者将对证券发行与交易的实质条款进行严格、仔细的审查。在这一过程中，尽管各州对实质审查的规定不尽相同，即在审查职权范围、审查交易类别、审查强度及审查目标等方面存在不少差异，但至少有一点是可以肯定的，那就是在实质审查进程中，往往需要“审查者与证券发行人或承销商律师之间展开漫

---

[23] See Ad Hoc Subcommittee on Merit Regulation of the State Regulation of Securities Committee, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 Bus. Law. 785 (1986), 798.

长且深入的商谈”。〔24〕

## (二) 实质审查的法定标准

通常,实质审查标准分为一般标准和具体标准两种类型。一般标准较抽象、弹性,具体标准则相对具体、确定,后者以前者为前提、基础,同时又是对前者的具化。这一分类与哈特教授有关规则分为“首位规则”和“次位规则”的观点不谋而合:“首位规则是行为的标准方式,这种方式强制社会成员为或不为某种行为。同时,一个发达的法律制度还必须有一套‘次位’规则,这些规则为承认和执行首位规则确立了一种法定手段。”〔25〕

### 1. 实质审查权的授予

州证券监管者对证券发行行为展开实质审查,享有立法的授权不可或缺。相对而言,由于一般标准具有极强的抽象性,通常将其视作实质审查权授予的法律根据。依据该法定授权,证券监管者可以制定一系列具体化的审查标准,从而“使监管者可以公平的名义将相关的限制或条件施加到证券发行及交易行为上来”。〔26〕根据授权条款内容是否相对具体、确定,又可将一般标准细分为一般法定授权标准和相对具体法定授权标准两种子类型。就前者而言,实质审查权授予条款极为抽象、宽泛、弹性。例如,根据某些州“蓝天法”的规定,假如证券监管者发现证券发行存在“不公平、不公正、不合理”的情形时,有权采取相

---

〔24〕 See Ad Hoc Subcommittee on Merit Regulation of the State Regulation of Securities Committee, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 Bus. Law. 785 (1986), 802. 在漫长的谈判过程中,有可能出现律师成功说服证券监管者在一定程度上偏离实质标准的情形。也有可能出现监管者固执地坚持其观点的情况,此时,证券发行人通常会有如下几种可能的选择:第一,遵照相关规定重新调整其证券发行与交易规划;第二,撤回申请并试图向其他州申请证券发行;第三,在满足豁免条件的基础上,仅向机构投资者或数量有限的投资者发行证券;第四,放弃该证券发行行为。

〔25〕 [美]E. 博登海默:《法理学:法律哲学与法律方法》,邓正来译,中国政法大学出版社2001年版,第126页。

〔26〕 See Ad Hoc Subcommittee on Merit Regulation of the State Regulation of Securities Committee, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 Bus. Law. 785 (1986), 806.

应措施。<sup>[27]</sup>就后一类型而言,在实质审查法定授权时,不再采用如前者那样模糊、抽象的方式,而是采用了相对具体的授权方式。例如,根据美国“统一法律委员会”(Uniform Law Commission)制定的“统一立法”(Uniform Act)306(a)(2)(F)的规定,假如证券监管者发现“证券发行存在或可能存在承销商获取数量庞大的回扣、佣金及其他补偿的情形;或者存在发起人获取数量巨大的利润或利益共享的情形;或者存在数量庞大的期权情形”时,有权否决、中止、撤销登记或登记申请。同时,该法306(a)(2)(A)规定当“登记申请在重要方面不完整或者在重要事实方面存在错误、误导”时,州证券监管者同样有权对该登记申请予以否决。此外,该法306(a)(2)(E)规定当“证券发行对投资者实施欺诈或试图实施欺诈及其他类似行为”时,州证券监管者亦有权对该申请予以否决。

通过比较可以发现,如上两种实质审查权的授予方式在内容是否具体方面存在一定的差异。在学者罗斯(Louis Loss)看来,前一授权方式存在“缺乏具体性”的流弊,因此,他在美国“统一立法”立法起草中毅然选择了后一授权方式,“行政监管灵活性固然重要,但是在公众利益所允许的最大具体程度范围内,它必须权衡合法商业活动的正当诉求”。<sup>[28]</sup>

## 2. 实质审查的具体标准

无论是如上所述的一般法定授权标准还是相对具体法定授权标准,它仅是证券监管者对证券发行进行实质审查的法律授权。如若缺少这一授权条款,监管者将有缺乏执法权基础之嫌。然而,若要对证券发行展开实质审查,如果缺乏具体、详细的适用条件和标准,贯彻实质审查制度也将变成一句空话。

为了逐步推进各州间实质审查标准的统一化进程,“北美证券监管者协会”(North American Securities Administrators Association,

[27] 在一般法定授权的州中,尽管授权条款的表达方式存在差异,但在实际操作中的效果差异并不大。

[28] See Ad Hoc Subcommittee on Merit Regulation of the State Regulation of Securities Committee, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 Bus. Law. 785 (1986), 807.

NASAA)针对不同的投资领域,制定了详细、全面的规则适用“指南”,涉及公司证券发行(尤其是IPO)、有限合伙及特殊投资工具等诸多领域。在公司发行证券(尤其是IPO)过程中,<sup>[29]</sup>根据其出台的相关细则,主要涵盖如下具体标准及要求:

(1)收益存托条款。在证券发行中,如果没有承销商承销发行人所发行的证券,证券监管者可能会拒绝其证券发行登记的申请,除非发行人将其收益存托,即发行人应把其从证券发行中所获得的收益交由第三方保管。通常情况下,发行人、承销商、存托机构之间应当签订收益存托协议,该协议系证券发行信息披露文件的重要组成部分。<sup>[30]</sup>

(2)债务与重大交易条款。根据“指南”的规定,假如没有满足如下条件,证券监管者则会拒绝证券发行人的登记申请:发行人及其关联机构存在尚未偿还的债务;发行人及其关联机构与证券发起人之间存在重大交易关系;信息披露文件中缺乏相关的陈述或声明。<sup>[31]</sup>

(3)期权与认股权证条款。法律允许公司发行期权和认股权证,但是在行权价格及数量上均有一定的限制。在行权价格方面,发行人发行的期权和认股权证行权的价格不得低于向公众公开发行的证券价格的85%;在数量方面,行生效之后的1年中,期权与认股权证的总量不能超过公司发行的普通股总量的15%。<sup>[32]</sup>

(4)优先股条款。如果证券发行人过去1年或近3年调整后的净收入不足以支付发行人应当支付的固定费用、优先股分红及优先股回

---

[29] 尽管各类“指南”在基本理念等方面类似,但由于各领域的差异,其具体规则不尽相同。囿于本文主题,仅对公司发行证券这一领域展开阐述。在我国,证监会“发审委”对IPO审核的标准主要有:信息披露;独立性;持续盈利能力;主体资格;募集资金运用;规范运作;财务及会计;中介报告。参见沈朝晖:“流行的误解:‘注册制’与‘核准制’辨析”,载《证券市场导报》2011年第9期。

[30] NASAA, *Statement of Policy Regarding the Impoundment of Proceeds*, [http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/29-IMPOUNDMENT\\_OF\\_PROCEEDS.pdf](http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/29-IMPOUNDMENT_OF_PROCEEDS.pdf).

[31] NASAA, *Statement of Policy Regarding Loans and other Material Transactions*, [http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/25-LOANS\\_AND\\_OTHER\\_MATERIAL\\_TRANSACTIONS.pdf](http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/25-LOANS_AND_OTHER_MATERIAL_TRANSACTIONS.pdf).

[32] NASAA, *Statement of Policy Regarding Options and Warrants*, [http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/20-OPTIONS\\_AND\\_WARRANTS.pdf](http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/20-OPTIONS_AND_WARRANTS.pdf).

购费用的，证券监管者可拒绝其发行、销售优先股的申请。当然，如果公司章程约定授权董事会决议发行优先股而无须经股东会表决的，证券监管者同样可以否决其发行优先股的申请。<sup>[33]</sup>

(5) 发起人认购股份条款。如果发起人认购的股份没有达到如下标准，则证券监管者可否决其登记申请：发起人首次认购的股份不低于10万美元；发起人第二次认购的股份不低于3.5万美元；发起人第三次认购的股份不低于2.5万美元；结余时发行人认购的股份不低于5万美元。<sup>[34]</sup>

(6) 发起人股份托管条款。证券监管者要求证券发起人同存托机构签订股份托管协议，并将其持有的份额存入指定的托管账户。<sup>[35]</sup>

(7) 收益使用条款。证券发行人应当披露如下内容：发行人从证券发行中获得的最大与最小收益额；发行人使用收益欲达到的目的；每一目标的实现所须支出的最大与最小资金额；资金使用的顺序及优先性。<sup>[36]</sup>

(8) 费用条款。如果承销费用超过从公众募集资金中所获得总收益的17%；或者证券销售费用超过从公众募集所获得总收益的20%，证券监管者有权拒绝其登记申请。<sup>[37]</sup>

(9) 资产不良条款。假如证券发行人处于资产不良状态，且明显

---

[33] NASAA, *Statement of Policy Regarding Preferred Stock*, [http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/19-PREFERRED\\_STOCK.pdf](http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/19-PREFERRED_STOCK.pdf).

[34] NASAA, *Statement of Policy Regarding Promoters' Equity Investment*, [http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/18-PROMOTERS\\_EQUITY\\_INVESTMENT.pdf](http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/18-PROMOTERS_EQUITY_INVESTMENT.pdf).

[35] NASAA, *Statement of Policy Regarding Promotional Shares*, [http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/17-PROMOTIONAL\\_SHARES.pdf](http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/17-PROMOTIONAL_SHARES.pdf).

[36] NASAA, *Statement of Policy Regarding Specificity in Use of Proceeds*, [http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/11-SPECIFICITY\\_IN\\_USE\\_OF\\_PROCEEDS.pdf](http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/11-SPECIFICITY_IN_USE_OF_PROCEEDS.pdf).

[37] NASAA, *Statement of Policy Regarding Underwriting Expenses, Underwriter's Warrants, Selling Expenses and Selling Security Holders*, [http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/10-UNDERWRITING\\_EXPENSES.pdf](http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/10-UNDERWRITING_EXPENSES.pdf).

缺乏偿还能力的,证券监管者可拒绝其登记申请。<sup>[38]</sup>

(10)不平等投票权条款。通常情况下,公司发行表彰不同投票权的证券会被视作无法保护投资者合法权益的行为,除非发行人已对其分红、解散等问题做出优先安排,或者发行人有充分理由说服证券监管者。同时,在信息披露文件中,发行人应进行相应的风险提示。<sup>[39]</sup>

### 三、革新论:美国证券发行监管机制的痼疾剖析及矫正尝试

#### (一)美国证券发行的“双重监管”机制:利益博弈的产物

学者通常认为美国州制定“蓝天法”是应对当时猖獗的证券欺诈行为的“应景之作”,但是,也有学者对此持保留态度,他们认为当时发生的证券欺诈行为并没有想象中的那么严重:“尽管证券欺诈行为在20世纪初的二十年里出现过,但是,认为证券欺诈在‘蓝天法’立法出现前已经蔓延的标准描述却欠缺证实。”<sup>[40]</sup>通过考察,学者发现州“蓝天法”的出台源于背后“推手”的积极鼓动。换言之,同当时火热的证券投资相比,持续的通货膨胀以及过高的“名义利率”已威胁到了小型银行及其他储蓄机构获取并保持消费者存款的能力,同时也限制了它们向当地借贷者的信用供给。<sup>[41]</sup>在如此不利的境遇下,包括小型银行、当地借贷者在内的利益集团就存在充分的激励以维护公众投资者之名,试图限制、压制证券业及证券公司的发展,从而为它们自身发展

---

[38] NASAA, *Statement of Policy Regarding Unsound Financial Condition*, [http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/8-UNSOUND\\_FINANCIAL\\_CONDITION\\_SOP\\_2008.pdf](http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/8-UNSOUND_FINANCIAL_CONDITION_SOP_2008.pdf).

[39] NASAA, *Statement of Policy Regarding Unequal Voting Rights*, [http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/9-UNEQUAL\\_VOTING\\_RIGHTS.pdf](http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/9-UNEQUAL_VOTING_RIGHTS.pdf).

[40] Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 Tex. L. Rev. 347(1991), 350.

[41] Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 Tex. L. Rev. 347(1991), 350.

争取更多可能的存款。<sup>[42]</sup>

在利益博弈中,包括小型银行等在内的利益集团实际上很难与大型投资银行等实力雄厚的集团相抗衡,因此,前者胜出并成功推动严格实质审查制度的出台往往是那些大型投资银行或大型制造企业相对欠缺,而农业较发达的州。与此相反,那些投资银行业发达,有较多大型制造企业或者证券业较发达的州则几乎没有确立严格的实质审查制度。<sup>[43]</sup> 简言之,尽管美国各州“蓝天法”的出台与公众投资者的利益保护不无关涉,但它却不能成为推动州证券立法的核心动因。相反,利益集团博弈中产生的巨大推动力不可小觑,“既存利益在立法的通过中起到了极为关键的作用”。<sup>[44]</sup>

从更大的范围来看,在此过程中,同样不乏相互博弈的利益集团的身影。尽管当时“蓝天法”所宣称的立法宗旨具有相当的正当性,但其本身所折射出的精神以及由此衍生出的诸多做法与美国金融业繁荣的东部地区的做法及发展布局格格不入。于是,双方间的矛盾越来越深,冲突也不断升级,最后“美国投资银行协会组织”(“美国证券行业协会”的前身)以“蓝天法”尤其是其本身所包含的实质审查制度违宪为理由提起诉讼。联邦最高法院的最后判决彰显出州利益集团对国家层

---

[42] 在这场利益博弈中,支持者包括小型银行及其他存储机构、州银行监管机构、农场主、中小企业等,而反对者则包括州大型投资银行、大型证券发行人、大型制造企业、大型银行等。Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 Tex. L. Rev. 347(1991), 351. 在政治学学者看来,具有共同政治利益的公民将会组织起来并进行游说以实现其利益。但在学者奥尔森看来,在大集团中,就不会为集体利益行事。参见[美]曼瑟·奥尔森:《国家的兴衰:经济增长、滞胀和社会僵化》,李增刚译,上海世纪出版集团2009年版,第17~18页。

[43] Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 Tex. L. Rev. 347(1991), 352. 例如,在当时证券业较发达的马萨诸塞州,尽管于1913年通过了“蓝天法”,但它却没有确立实质审查制度。在该州立法委员会看来:“在马萨诸塞州内的证券买卖通常由银行和经纪商完成,并没有出现针对它们运作的抱怨。”Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 Tex. L. Rev. 347(1991), 379.

[44] Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 Tex. L. Rev. 347(1991), 352.

面利益集团的妥协:“蓝天法”豁免对证券交易所上市发行人的实质审查。<sup>[45]</sup>此后不久,1933年《证券法》、1934年《证券交易法》相继出台,在一定程度上,可以将它们看作对上述利益妥协方案的成文法确认。

值得注意的是,这两部联邦层面的法律在证券监管问题上采取了以信息披露为核心的制度构架,与州实质审查制度在基本理念与具体规定方面截然不同。<sup>[46]</sup>可以说,随着美国证券业的不断发展,缺乏联邦层面的协调和统一监管,单靠州“蓝天法”根本无法完成监管证券市场运作重任的观点已获得基本认同。事实上,联邦层面证券立法的完成,标志着联邦与州在证券发行监管领域利益博弈达成最终妥协的同时,也标志着美国证券发行“双重监管”体制的基本确立。

## (二) 金融危机阴霾下的“双重监管”机制:痼疾剖析与矫正尝试

尽管学者认为美国各州法律间竞争氛围的塑成,可提升立法的品质,这一点在“公司法”领域中演绎得淋漓尽致。<sup>[47]</sup>然而,在“证券法”领域却不尽然,从理论上讲,尽管联邦层面的证券立法与州“蓝天法”的分工清晰、明确,但是,“双重监管”的运行机制在实践中却存在诸多不一致性及逻辑上的不周延性。<sup>[48]</sup>如学者所言:“在证券监管方面,联邦与州之间监管职权的配置并不遵循一定的逻辑,也缺乏一致性,因为

---

[45] See Mark A. Sargent, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 Bus. Law. 785 (1986), 793. 美国东部有的州修法走得更远,修改后的“蓝天法”不再调整证券登记事宜,而仅规制证券欺诈行为。

[46] 在信息披露为核心的制度中,政府不对发行设置条件,也不对证券是否具备投资价值进行判断,发行人只须按照 SEC 披露规则全面、真实进行披露,并在 SEC 进行注册后,就可以公开发行证券。但在这一制度中,并不意味着彻底排除了政府的介入。事实上,SEC 将从投资者的角度,仔细审阅发行人注册文件是否符合各种披露规则和会计规则。按照学者的实务经验,SEC 将根据注册文件的内容,从发行人的商业模式、会计处理方式、证券权利和发行承销四个方面展开“追问—回复—再追问—回复”式的多次对话,直至 SEC 认为从“投得明白”(informed investment)的角度看,信息披露已达到要求。相关内容来源于刘君研究员于2014年1月16日上午在上海证券交易所所做的以“美国注册制 SEC 如何审阅注册文件”为主题的讲座。

[47] 参见罗培新:“科学与非政治化:美国公司治理规则研究述评”,载《中国社会科学》2008年第6期。

[48] See Mark A. Sargent, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 Bus. Law. 785 (1986), 791.

它受到政治以及经济历史的影响。”<sup>[49]</sup>而且,这一不利状态将长期存在,因为它们“结构性张力必然的附带性结果”。<sup>[50]</sup>简言之,长期以来,暗藏漏洞的“双重监管”机制在实践运行中积弊重重,其中最严重的当属它无法有效弥补信息披露制度及州实质审查制度存在的严重缺陷。

### 1. 美国证券法中的信息披露制度:源流考察及弊病剖析

众所周知,英国不仅是世界上第一个开始工业化的国家,而且也是第一个构建了完备金融市场的国家,<sup>[51]</sup>其法律制度常成为他国效仿的“蓝本”。在证券信息披露方面,美国1933年《证券法》几乎完全移植了英国的做法。<sup>[52]</sup>值得思考的问题是:在当时条件下,美国缘何移植英国的这一制度?

1933年《证券法》旨在通过“充分披露对作出证券投资判断来说必要的信息保护投资者”。<sup>[53]</sup>基于该立法旨意,SEC要求证券发行与交

[49] Roberta S. Karmel, *Reconciling Federal and State Interests in Securities Regulation in the United States and Europe*, 28 Brook. J. Int'l L. 495 (2003), 546.

[50] See Mark A. Sargent, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 Bus. Law. 785 (1986), 795.

[51] Katharina Pistor, Chenggang Xu, *Incomplete Law*, 35 N. Y. U. J. Int'l L. & Pol. 931 (2003), 966.

[52] Kilbride, *The British Heritage of Securities Legislation in the United States*, 17 Sw. L. J. 258 (1963). Robert L. Knauss, *A Reappraisal of the Role of Disclosure*, 62 MICH. L. REV. 607 (1964) 610. 通过对照可以发现,美国1933年《证券法》第11条对“招股说明书”(prospectus)应当披露的内容进行了详细规定,其要求与1890年英国《公司法》的相应规定极为相似。

[53] SEC v. Ralston Purina Co., 346 U. S. 119, 124 (1953). 同时也可参见 Elaine A. Welle, *Freedom of Contract and the Securities laws: Oping Out of Securities Regulation by Private Agreement*, 56 Wash. & Lee L. Rev. 519, 534 (1999)。该法是罗斯福总统上台100天时出台的规制证券发行与交易的重要法律规范,试图依此来恢复投资者的信心。在立法者看来,如果市场化的证券的相关信息全面、公正地披露之后,投资者完全可以保护自己。换言之,全面的信息披露向投资者提供了评估投资价值并保护他们自身的充足机会。投资者有能力对可提供的投资做出评估,从而避免某些人所坚持的对证券发行进行成本高且浪费时间的政府审查,这可以说是联邦证券立法的基本宗旨。Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 1 U. Ill. L. Rev. 1 (2004) 12.

易登记时应披露相关的核心信息。<sup>[54]</sup>与早先州“蓝天法”所确立的实质审查制度不同,信息披露制度仅要求证券发行人将信息披露于众人,从而方便投资者做出正确的投资决定。<sup>[55]</sup>换言之,“信息披露方法是让投资者和市场决定某一特定证券发行是公平还是存在严重风险,然而在实质审查中,则是由政府官员做出该决定”。<sup>[56]</sup>

相关资料显示,尽管1933年《证券法》的最初草案建议采取如同州“蓝天法”那样的实质审查制度。<sup>[57]</sup>然而,不久之后,总统、议会等都转而支持信息披露的做法。该法之所以采纳以信息披露制度为核心的立法理念,主要受以下因素的综合影响:

第一,美国联邦法院大法官布兰代斯(Louis D. Brandeis)极力倡导信息披露精神。在他看来,“阳光是最好的消毒剂,灯光是最称职的警察”。<sup>[58]</sup>在诸因素合力推动下,备受尊敬的他的这一思想在联邦层面的证券立法中得到了比较彻底的贯彻。

第二,美国《证券法》引入信息披露制度借鉴了英国已有的成熟经验。<sup>[59]</sup>在联邦证券立法过程中,美国议会试图设计一种既保护投资者

---

[54] 根据SEC的相关规定,“招股说明书”中应包括的内容有:有关公司财产与营业的阐述;对拟发行或买卖证券的阐述;有关公司管理的相关信息;由独立会计师提供的会计报表等。

[55] Mark A. Sargent, *A Future for Blue Sky Law*, 62 U. CIN. L. REV. 471, (1993)486.

[56] Ronald J. Colombo, *Merit regulation via the suitability rules*12 J. Int'l Bus. & L. 1 (2013), 7.

[57] Daniel J. Morrissey, *The Road not Taken: Rethinking Securities Regulation and the Case for Federal Merit Review*, 44 U. Rich. L. Rev. 647, 679(2010).

[58] Louis D. Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use it*, 92(1914). 莫利教授(Raymond S. Moley)是罗斯福总统智囊团的首脑,他曾请求哈佛大学教授富兰克林(Felix Frankfurter)起草一份对证券法立法草案初稿的修改建议,而富兰克林教授是时任美国联邦最高法院法官布兰代斯(Brandeis)的得意门生。布兰代斯因极力主张公共利益保护而备受尊重,同时也因其极力呼吁推行信息披露制度而名声大噪。而后,富兰克林教授召集的由一批年轻法律学者所组成的团队匆匆完成了这一任务。据团队成员兰迪斯(James M. Landis)所言,草案采纳了信息披露制度。几经议会讨论,该草案很快通过了议会两院的审议,并于1933年经总统签署而正式生效。Daniel J. Morrissey, *The Road not Taken: Rethinking Securities Regulation and the Case for Federal Merit Review*, 44 U. Rich. L. Rev. 647, 680(2010).

[59] Charles H. B. Braisted, *State Registration of Securities: An Anachronism No Longer Viable*, 78 Wash. U. L. Q. 401(2000)405.

合法权益,同时又尽量不干涉公司自由进入资本市场的法律制度,以信息披露为中心的制度设计很自然地就进入了立法者的视野。<sup>[60]</sup> 据史料记载,当时美国证券立法者充分借鉴了英国的做法,尤其是吸收了其证券发行“全面信息披露”的思想。<sup>[61]</sup>

第三,信息披露制度自身所独有的特性与功能对立法者也产生了较大吸引力。<sup>[62]</sup> 自治一直以来是美国传统文化所倡导的核心价值之一。证券领域亦不能外,“在民主化的社会里,政府不应过度‘家长主义’而强制规定或禁止某些公司行为,也不应告诉人们哪些可以投资,哪些不可以投资。”<sup>[63]</sup> 信息披露的内在理念恰与上述精神相契合。<sup>[64]</sup> 从信息披露的功能来讲,它确能大大提升“证券市场的透明度和效

[60] Charles H. B. Braisted, *State Registration of Securities: An Anachronism No Longer Viable*, 78 Wash. U. L. Q. 401 (2000) 405.

[61] Kilbride, *The British Heritage of Securities Legislation in the United States*, 17 Sw. L. J. 258 (1963) 258; Daniel J. Morrissey, *The Road not Taken: Rethinking Securities Regulation and the Case for Federal Merit Review*, 44 U. Rich. L. Rev. 647, 677 (2010). 在英国,从1844年开始,意欲向公众发行证券的公司已开始被要求公布“招股说明书”,这通常被视为英国最早的证券发行监管方面的法律规定。作为英国享有“现代公司法之父”之称的格兰斯登(William Gladstone)对“信息披露”理念在英国公司立法中的最终确立功不可没。他曾说道:“定期公布真实、公正审计的账目,能激起人们对事件真实情况的关注;借助不断改善的救济途径,管理不善的当事人也会对欺诈及不法行为承担更多可能的责任。包括招股说明书、公告在内的登记内容的发布,对于其一开始所做承诺的兑现不无助益。” Kilbride, *The British Heritage of Securities Legislation in the United States*, 17 Sw. L. J. 258 (1963) 263. 此后的多年间,针对信息披露制度一次次的补充和完善,最终确立了英国全面、详细的信息披露制度。对此,学者的概括非常精当:“英国证券监管的历史可以总结为强化法律规定信息披露有效性的反复努力。” Robert L. Knauss, *A Reappraisal of the Role of Disclosure*, 62 MICH. L. REV. 607 (1964) 612.

[62] 在有的学者看来,信息披露制度的价值主要体现在:第一,信息披露制度能够引导公司管理层更加谨慎、诚实地履行其职责;第二,信息披露制度可以让投资者在买卖证券之前作出明智的投资决断;第三,信息披露制度可以增强证券市场投资者的信心;第四,信息披露制度通过尽量阻却政府干预,可达到保护公众利益的目的。Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 Baylor L. Rev. 139 (2006), 151 - 155.

[63] Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 Baylor L. Rev. 139 (2006), 196.

[64] Bruce J. Winick, *On Autonomy: Legal and Psychological Perspectives*, 37 Vill. L. Rev. 1705, 1707 - 1708 (1992); Paula J. Dalley, *The Use and Misuse of Disclosure as a Regulatory System*, 34 Fla. St. U. L. Rev. 1089, 1090 (2007).

率”,进而增强“证券价格的稳定性以防止证券市场的暴涨暴跌”〔65〕也就是说,“证券法的主旨是向投资者披露足够的信息,从而使他们在买卖证券时做出正确的决定”〔66〕正是基于它的这一独特功能,时至今日,信息披露制度仍是美国证券市场监管的主要手段。〔67〕

然而,肇始于美国并迅速波及全球的2008年金融危机猛烈地冲击并动摇了人们对信息披露制度原有的价值认知。〔68〕在学者看来,危机造成美国金融体系的垮塌在很大程度上应归因于“不透明、奇异的衍生品工具主宰了资本市场”〔69〕可以说,越发复杂的金融产品对信息披露制度的功能发挥提出了全新挑战。事实上,早在20世纪30年代联邦证券立法之时,后来成为联邦最高法院大法官的道格拉斯(William O. Douglas)就曾强烈表达过对信息披露制度的担忧:“信息

---

〔65〕 Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 *Baylor L. Rev.* 139(2006), 154.

〔66〕 Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 *Baylor L. Rev.* 139(2006), 144. 事实上,美国议会在后来的与证券相关立法中一直延续了这一理念,例如2002年制定的《萨班斯—奥克斯利法案》(Sarbanes - Oxley Act)、2010年的《多德—弗兰克法案》(Dodd - Frank Act)皆如此。其中,2002年的《萨班斯—奥克斯利法案》被视作自罗斯福政府以来最具深远意义的立法改革。该法旨在通过强化证券市场的统一性,提高其透明度,依此来保护投资者权益并提振其信心。Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 *Baylor L. Rev.* 139(2006), 141.

〔67〕 Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 *Baylor L. Rev.* 139(2006), 有关信息披露制度正当性的论证,还可参见151. Paula J. Dalley, *The Use and Misuse of Disclosure as a Regulatory System*, 34 *Fla. St. U. L. Rev.* 1089, 1090(2007)。

〔68〕 Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 *Baylor L. Rev.* 139(2006), 139 - 148.

〔69〕 Daniel J. Morrissey, *The Road not Taken: Rethinking Securities Regulation and the Case for Federal Merit Review*, 44 *U. Rich. L. Rev.* 647, 683(2010). 沃伦·巴菲特(Warren Buffett)曾将信用衍生品比喻成“巨大杀伤力的金融武器”。Credit Derivatives, *The Great Untangling*, *Economist*, Nov. 6, 2008, 12. 我国较早对金融衍生品相关法律问题展开全面研究的系列成果,参见顾功耘:“金融衍生品工具与法律规制的创新”,载《法学》2006年第3期。

披露太过简单，根本无法应对复杂的现代金融世界。”鉴于此，他提出了“行业自律与政府监管相结合的管控是必要”的基本看法。<sup>[70]</sup>

经过 80 余年的实践，信息披露制度在美国证券发行监管中的积弊逐渐显现。总括起来，学者对信息披露制度的批判主要从投资者保护和系统风险两个维度展开。<sup>[71]</sup>就第一个维度而言，当初证券立法引入信息披露制度是建立在“个人投资者自愿并能正确处理信息理性的自我管理者”假定之上。<sup>[72]</sup>然而，立法者对投资者是否有能力理解日趋复杂、繁多的信息并没有给予太多的关注和思考。<sup>[73]</sup>换句话说，要让信息披露制度发挥其应有效果，不仅需要信息披露的全面、准确、清晰，同时还必须让投资者能够读懂、理解这些信息，这才是问题的全部。<sup>[74]</sup>当然，事实并非立法者善良假设的那般，投资者自身存在的认知偏见和决策局限导致他们彻底偏离了理性化的决策选择模式。<sup>[75]</sup>可以说，来自心理学的“有限理性”（bounded rationality）理论为人们重新检讨信息披露制度在现实中的作用提供了全新的视角。<sup>[76]</sup>

当下，“信息爆炸”以及金融市场和其产品日趋复杂也进一步削弱

[70] Ronald J. Colombo, *Merit Regulation via the Suitability Rules* 12 J. Int'l Bus. & L. 1 (2013), 5.

[71] Ronald J. Colombo, *Merit Regulation via the Suitability Rules* 12 J. Int'l Bus. & L. 1 (2013), 6.

[72] Anne C. Dailey, *Striving for Rationality*, 86 Va. L. Rev. 349, 351 (2000).

[73] Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 1 U. Ill. L. Rev. 1 (2004) 7.

[74] Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 Baylor L. Rev. 139 (2006), 146.

[75] Christine Jolls et al., *A Behavioral Approach to Law and Economics*, 50 Stan. L. Rev. 1471, 1477 (1998).

[76] 第一，在心理学中，人们通常具有过于自信的特征，这往往导致过度估计自己准确预判结果的能力。同样，在证券领域中，投资者有效消化、理解所披露信息的能力也会因此而被削弱。第二，心理学学者发现人们通常会产生对未来和其生活不切实际的乐观主义态度。在证券投资领域，过度的乐观主义同样会对投资者在投资风险的认识上造成不利影响。第三，心理学中所称的“证实性偏见”和“锚定启发”会使得人们在形成对某一事物的观点后很难再轻易改变。Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 Baylor L. Rev. 139 (2006), 163 - 173.

了信息披露制度的功能。信息本身具有重要的价值,这一点无可厚非,然“过犹不及”,过量的信息供给往往会产生适得其反的效果。<sup>[77]</sup> 相关研究表明:“当人们在短时间里面对过量的信息将会引发混淆、认知局限,从而导致做出拙劣的决策。”<sup>[78]</sup> 在很大程度上,信息披露内容的日益繁多、晦涩与金融市场及产品设计日趋复杂化不无关涉。换句话说,要想用简洁、明了的语言阐述清楚越发复杂化的金融市场及其产品犹如天方夜谭。举例来说,美国“安然”事件就充分彰显了资产证券化、金融衍生品交易以及其他结构性金融交易中存在的信息披露复杂化问题。<sup>[79]</sup> 即是说,“安然”公司在“东窗事发”之前,对“关联交易”等关键信息依法也进行了详尽披露,然而在向投资者披露复杂、迂回的交易结构时,会因太过细致使包括机构投资者在内的投资者根本无法理解、消化这些信息,或者因太过表面化而使他们无法获得交易及其衍生后果之精要。<sup>[80]</sup> 更为甚者,随着公司发展趋向国际化,其盘根错节的组织结构也使得信息披露制度发挥其应有功效变得极为困难。<sup>[81]</sup>

---

[77] 美国通用电气公司(GE)董事会主席伊曼尔特(Immelt)曾言:“公司年报或季度报告如同‘纽约黄页’一样,这毫不夸张。”Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 *Baylor L. Rev.* 139(2006), 161. 对“安然”公司进行调查的委员会所出具的报告中曾提到,仅对安然“特殊目的实体”(SPE)交易进行披露的文件就长达二百多页。Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 1U. Ill. L. Rev. 1(2004)12.

[78] Naresh K. Malhotra, *Reflections on the Information Overload Paradigm in Consumer Decision Making*, 10 *J. Consumer Res.* 436, 437-438(1984).

[79] Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 1U. Ill. L. Rev. 1(2004)2.

[80] Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 1U. Ill. L. Rev. 1(2004)5. 有学者将“结构化交易”比喻成一架飞机,它囊括了众人的思想和理念,因此很难被某个人所全面理解,相反,只有通过合作才能达到全面理解的目的。另外,要理解复杂化的金融产品,即使专业化人员有时也望尘莫及。例如,有人就曾提到:“华尔街分析师都称结构化交易设计精妙。”此时,他们同样会面临理解上的障碍和困难。

[81] Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 1U. Ill. L. Rev. 1(2004)13; Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 *Baylor L. Rev.* 139(2006), 185-186.

就第二个维度而言,尽管人性存在如上所说的诸种局限,但是在有的学者看来,基于“有效市场假说”(Efficient Capital Market Hypothesis),上述弊病及其所产生的不利影响是完全可以克服、消除的。该理论认为,非专业投资者的投资行为对证券市场价格的影响甚微,<sup>[82]</sup>相反,诸如机构投资者、分析师、专业化的中介结构等将会“为大众过滤信息并保障市场价格的有效调整”,由此证券市场价格能准确地反映其应有价值。<sup>[83]</sup>然而,事实并非如理论假设所愿,“有效市场假说”的前提存在严重的缺陷,因而遭到学者的猛烈攻击。实际上,它并没有反映证券市场的真实情况,其所预想的包括中介机构发挥对价值予以矫正在内的诸种功能被严重遮蔽了。<sup>[84]</sup>

一言以蔽之,美国的实践充分表明,将信息披露制度作为规制证券市场的手段有其不明智之处,至少它不能成为核心或唯一的手段。<sup>[85]</sup>

## 2. 州实质审查制度:趋于式微的影响力

在美国,自州“蓝天法”实施百年来,对该法尤其是实质审查制度正当性、实用性、可行性及政治合法性等问题的争论从未停止过。<sup>[86]</sup>在这些争鸣中,有支持实质审查做法的观点,亦有极力反对的观点。<sup>[87]</sup>还有学者利用实证分析等研究方法,得出实质审查制度是否能发挥其效用的结论等。<sup>[88]</sup>针对实质审查制度的各种观点,尽管褒贬不一,但

[82] Louis Lowenstein, *Efficient Market Theory: Let the Punishment Fit the Crime*, 51 Wash. & Lee. L. Rev. 925, 926 (1994).

[83] Louis Lowenstein, *Efficient Market Theory: Let the Punishment Fit the Crime*, 51 Wash. & Lee. L. Rev. 925, 926 (1994).

[84] Lawrence A. Cunningham, *Capital Market Theory, Mandatory Disclosure, and Price Discovery*, 51 Wash. & Lee L. Rev. 843, 843 (1994).

[85] Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 Baylor L. Rev. 139 (2006), 184.

[86] Mark A. Sargent, *A Future for Blue Sky Law*, 62 U. CIN. L. REV. 471, (1993)472.

[87] See Ad Hoc Subcommittee on Merit Regulation of the State Regulation of Securities Committee, *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*, 41 Bus. Law. 785 (1986), 785. 1969年, Wayne law Review 刊登了对该问题探讨的论文集,可参见 15 Wayne L. Rev. 1401 - 1535 (1969); Rutheford B Campbell, *An Open Attack on the Nonsense of Blue Sky Regulation*, 10 J. CORP. L. 553 (1985)563.

[88] Mark A. Sargent, *A Future for Blue Sky Law*, 62 U. CIN. L. REV. 471, (1993)473.

有一个基本事实不容忽视:“过去的二十年里,‘蓝天法’监管体系的法律框架已发生了重大变化,这大大削弱了实质审查的影响力,其重要性正趋于式微。”〔89〕

概括起来说,实质审查制度的式微,主要源于以下几个原因:第一,证券交易场所对证券资源的争夺日益激烈。要促进全国性证券交易所规模的不断壮大,则必须提供具有足够诱惑力的优惠措施。其中,豁免证券发行州层面的登记与实质审查就是其中能吸引发行人前来上市交易颇为优厚的条件。第二,对数量有限的证券发行行为及私募的豁免充分体现了立法对美国中小经济实体发展需求的关注和回应。按照美国联邦层面证券立法的相关要求,企业融资需巨大的成本支出。正因如此,在过去的几十年中,SEC 出台的登记制度遭到了学者和业界的猛烈批判,在他们看来,现有的登记制度给证券发行人增加了太多的成本和负担,在很大程度上抑制了企业融资和发展的积极性。作为回应,SEC 逐步豁免了中小企业发行证券的登记要求。〔90〕 第三,证券业利益

---

〔89〕 Mark A. Sargent, *A Future for Blue Sky Law*, 62 U. CIN. L. REV. 471, (1993)474. 州“蓝天法”实质审查制度日益遭受侵蚀,主要体现在:第一,在美国,全国性的证券交易所数量的膨胀在极大程度上豁免了州“蓝天法”在证券发行与交易方面的管辖权。也就是说,凡是在美国“纽约证券交易所”等全国性的证券交易所上市的发行人,其发行证券无须再在州进行登记。经审查并同意其在全国性的证券交易所上市交易的发行人,其 IPO 同样无须再在州进行登记。这一做法也使得数量众多的大型发行人的证券发行与交易摆脱了州的实质审查。第二,对规模有限的证券发行行为及私募行为的豁免。根据 1933 年《证券法》的规定,规模有限的证券发行行为及私募行为无须在 SEC 登记,而且,绝大多数州也出台了上述情况免于州实质审查的相关规定。第三,州层面诸多原有做法的改变或革新。进入 20 世纪 80 年代以来,有的州(伊利诺伊州、路易斯安那)修正了其原有的“蓝天法”,剥夺了州证券监管者基于实质性要件否决证券发行登记申请的权力。按照修改后的新规定,证券监管者仅有权审查信息披露是否完备,即只能基于信息披露的完整与充分程度决定是否否决其登记申请,而不再享有认为该证券发行“不具有价值”而否决其登记的权力。同时,有的州的修法尽管没有上面提及的州那样的革新力度,但也在很大程度上排除了抽象化、弹性化的审查条件,努力将监管者审查限定在具体、确定的少数实质性审查标准范围之内。简言之,尽管部分州立法的变化所产生的影响力有限,无法与前两种做法在全美范围内所产生的影响相比,但也在很大程度上削弱了实质审查制度的影响力。

〔90〕 Daniel J. Morrissey, *The Road not Taken: Rethinking Securities Regulation and the Case for Federal Merit Review*, 44 U. Rich. L. Rev. 647, 652-653 (2010).

集团的奔走呼号。<sup>[91]</sup> 按照哈佛大学法学教授克拉克 (Robert C. Clark) 提出的“资本发展阶段论”，美国证券发展已然进入“组合经理时代”，在这一发展阶段，“最主要的机构是机构投资者或金融中介机构”。<sup>[92]</sup> 随着金融中介结构的不断壮大，它将成为导致实质审查制度弱化的关键推手。<sup>[93]</sup> 第四，证券行业的国际化发展。随着科技的不断进步，证券的国际化发展趋势凸显。促进国家之间在证券领域的合作，除了协调相互间的法律规范之外，从国家的角度看，消除国内各地区间因法律差异所造成的无形障碍也是一个极为重要的方面。正如美国 SEC 前主席布雷登 (Richard Breeden) 说的那样：“应当建立一个统一的美国市场，在这里没有因缺乏正当根据而减少证券流动性并增加成本的内在壁垒。”<sup>[94]</sup> 在这一进程中，州“蓝天法”对实质审查规定各异的做法显得不合时宜。

除了受到外在因素的影响之外，实质审查制度适用上的不统一性也是加速其功能弱化的重要因子。自实质审查制度正式确立开始，对其公正性的质疑也便开始，而且随着时间的推移，质疑声越来越多。如上所述，在美国，绝大多数规模较大的证券发行可以借助证券交易所这一平台豁免州有关实质审查的规定；同时，中小型的证券发行也依法得以豁免，然而，介于二者间的证券发行则很难绕开州的实质审查。这一分门别类的做法尽管有其合理成分，但立法上的差异化处理方式却很难经得住如下考问：“当只有相对较少的证券发行需要经州严格的实质审查，而其他大部分类似特征的证券发行无须审查时，该如何为这一局面辩护呢？”<sup>[95]</sup> 这一质问直逼实质审查正当性基础的“命脉”，“尽管这些证据从理论的观点看具有正当性，但它可能过分强调了那些能豁免审查和不能豁免实质审查的证券发行的差异。诚然，它们之间存在

---

[91] Mark A. Sargent, *A Future for Blue Sky Law*, 62 U. CIN. L. REV. 471, (1993)482 - 484.

[92] Robert C. Clark, *The Four Stages of Capitalism; Reflections on Investment Management Treatises*, 94 Harv. L. Rev. 561 (1981)564.

[93] Mark A. Sargent, *A Future for Blue Sky Law*, 62 U. CIN. L. REV. 471, (1993)488 - 489.

[94] Mark A. Sargent, *A Future for Blue Sky Law*, 62 U. CIN. L. REV. 471, (1993)490.

[95] Mark A. Sargent, *A Future for Blue Sky Law*, 62 U. CIN. L. REV. 471, (1993)484.

不同,但是这些差异却没有大到足以证明一种类型证券发行需要实质审查,而其他尤其是符合证券交易所豁免条件的整个证券发行则无须审查的正当性基础。”<sup>[96]</sup>可见,差异化对待的立法模式的法理根基并不牢固。

### (三) 机制革新:“公司法”自由化的限缩与“证券法”联邦化的朝向

2008年金融危机发生以来,诸多学者开始深刻反思美国现有的金融法律体系,尤其是其对风险审查制度合理性的审视。<sup>[97]</sup>就证券发行而言,在美国现行的“双重监管”框架下,无论是联邦层面的信息披露制度,还是州层面的实质审查制度,都存在不可忽略的严重缺陷。这些存在“硬伤”的制度,即便是将其“叠加”起来使用,其内在弊病所造成的破坏力使现行监管机制本身应有的阻止投资风险并保护投资者权益的功能根本无法有效发挥。

信息披露制度内涵的自由理念无疑应当予以充分尊重,但如前所述,金融产品复杂性等因素已经在很大程度上弱化了其功能,采取适当的对策予以补救确有必要。正如法学教授科菲(John C. Coffee)说的那样:“尽管信息披露是一种良好的消毒剂,但是它却不是能治百病的灵丹妙药,有的时候手术也是必不可少的。”<sup>[98]</sup>那么,何谓科菲所言的“手术”呢?除了那些偏激的建议外,<sup>[99]</sup>学者提出应当充分尊重并发挥“实质性规则”(substantive rules)重要功能的观点。“诚然,我们珍视

---

[96] Mark A. Sargent, *A Future for Blue Sky Law*, 62 U. CIN. L. REV. 471, (1993)485.

[97] Daniel J. Morrissey, *The Road not Taken: Rethinking Securities Regulation and the Case for Federal Merit Review*, 44 U. Rich. L. Rev. 647, 684(2010).

[98] John C. Coffee, Jr., *Beyond the Shut-Eyed Sentry: Toward a Theoretical View of Corporate Misconduct and an Effective Legal Response*, 63 Va. L. Rev. 1099, 1115 (1977).

[99] 有学者建议在联邦层面的证券立法中也引入实质审查制度,从而赋予SEC筛查、阻却证券发行中可能发生风险的职权,即立法应当赋予SEC对证券发行的实质审查权。当某一证券发行行为将会给整个经济体系带来不正当风险时,SEC应当果断禁止其发行证券。Joan MacLeod Henminway, *The Best of Times, the Worst of Times: Securities Regulation Scholarship and Teaching in the Global Financial Crisis*, 5J. Bus. & Tech. L. 59, (2010)67. 针对这一观点,有反对者认为在联邦层面设置实质审查制度不仅会造成审查制度的重叠,而且还会戕害市场的自由基础,因而不值得提倡。Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 1U. Ill. L. Rev. 1(2004)28.

私人安排和契约自由的价值,但是必须承认的是,市场运作还有诸多超越私人经济交易的公共与社会结果。调整证券市场旨在为市场自由化提供便利,但是同时也必须保护坚信自由市场以一种公平、有序的方式运作的公众投资者权益。”<sup>[100]</sup>根据这一观点,在立法中应当明确规定不公平、不合理的公司行为(如严重的利益冲突行为),借助公司不为或应为行为法定化的处理方式对风险进行事前预防,将证券欺诈及其他非法行为扼杀在萌芽状态,尽量避免信息披露制度倚重披露而忽视审查的弊病。<sup>[101]</sup>无独有偶,也有学者建议 SEC 引入“适当性规则”(the suitability rules),以立法的形式清晰地界定哪些类型的证券发行行为属于“适当”的类别,哪些属于“不适当”的情形。<sup>[102]</sup>这些做法,在尽量发现并阻止存在风险的证券发行行为的同时,也可以避开实质审查本身所具有的致命弱点。<sup>[103]</sup>

同时,针对信息披露难以应对复杂化金融产品的难题,有学者在充

---

[100] Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 *Baylor L. Rev.* 139 (2006), 199.

[101] Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 *Baylor L. Rev.* 139 (2006), 200. 在学者看来,“实质性规则”与实质审查制度存在重要区别,前者注重通过规范公司行为,即禁止那些为法律所不允许的行为,同时要求公司实施那些对公司而言合理化的行为,借此达到弥补信息披露制度缺陷的目的。

[102] “适当性规则”同实质审查制度间存在明显的区别,前者只是通过立法的方式清晰地界定投资类型及其相关条件,后者对投资进行个案实质审查的做法不可相提并论。Ronald J. Colombo, *Merit regulation via the suitability rules* 12 *J. Int'l Bus. & L.* 1 (2013), 15.

[103] 在美国,“适当性规则”并没有在联邦证券立法中出现,相反,它仅是证券交易所提出的要求。“适当性规则”要求证券经纪商在向投资者推荐某一证券时,应当基于该交易对投资者而言具有适当性的正确看法基础之上。推荐证券发行人在证券交易所上市交易时,证券经纪商负有判断、衡量职责。Ronald J. Colombo, *Merit regulation via the suitability rules* 12 *J. Int'l Bus. & L.* 1 (2013), 9 - 11.

分评估可能的应对方法的基础上,<sup>[104]</sup>主张在证券发行,尤其是复杂的结构化交易中,应当通过立法的方式减少、排除发行人与投资者间出现严重利益冲突的可能。<sup>[105]</sup>也就是说,在拟发行证券的公司中,应保证管理层处于不受利益冲突影响的中立状态,在此基础上方可做出公正、合理的经营与投资决策。<sup>[106]</sup>

就实质审查制度而言,证券业发展环境早已“旧貌换新颜”,在此背景下,其原有功能已受到极大限缩。有学者一针见血地指出:“州实质审查的影响力具有偶发性、随机性。尽管不能否认其作用与功能,因为它仍旧在有的州发挥适用,但是它最终成为残垣断壁,从而沦为历史奇闻趣谈。”<sup>[107]</sup>基于此,学者预测,日益实现证券发行标准和监管联邦层面的统一已是大势所趋。<sup>[108]</sup>当然,在短期还无法看到实质审查制度“寿终正寝”的前提下,实现其与联邦层面的证券监管者、SEC以及自律组织间的配合与分工,是规范美国证券发行行为的一剂“良方”。在多方合作过程中,州监管者应找准自己的定位,聚焦于机构投资者、中介机构以及联邦法律、证券监管者所忽视或力所不能及的证券欺诈行为规制上。<sup>[109]</sup>只有这样,它方能发现自身与SEC及包括证券交

---

[104] 美国杜克大学施瓦茨(Schwarcz)教授试图用经济学家乔治·阿克洛夫夫(George A. Akerlof)提出的“柠檬市场”理论尝试解决证券市场中存在的“劣势选择”问题。在他看来,在证券领域,有两种方法可以帮助投资者选择那些优良的证券品种:第一,直接或间接担保其价值;第二,由政府或私立机构提供证书以证明其价值。在第一种方法里的直接担保中,证券的特性决定了这一方法不可行,而间接担保方式则系事后救济,存在滞后性的弊病。在第二种方法中,作者认为政府提供相关证书的行为实际上就是实质审查。如前所述,州实质审查制度存在诸多缺陷。另外,由私立机构提供证书同样会受到利益冲突问题的影响而很难做出公正、独立的判断。Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigmin a World of Complexity*, 1U. Ill. L. Rev. 1(2004)26-29.

[105] Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigmin a World of Complexity*, 1U. Ill. L. Rev. 1(2004)29.

[106] Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigmin a World of Complexity*, 1U. Ill. L. Rev. 1(2004)37.

[107] Mark A. Sargent, *A Future for Blue Sky Law*, 62 U. CIN. L. REV. 471, (1993)485.

[108] Roberta S. Karmel, *Blue-sky Merit Regulation: Benefit to Investors or Burden on Commerce?* 53 BROOK. L. REV. 105,106 (1987).

[109] Mark A. Sargent, *A Future for Blue Sky Law*, 62 U. CIN. L. REV. 471, (1993)509-510.

易所在内的自律组织间相互配合的机会和空间。<sup>[110]</sup>

综上,在美国证券发行“双重监管”的框架下,信息披露制度倚重市场透明化的做法过分估计了投资者理性判断风险的能力,在结构复杂的金融产品中尤其如此。同时过分依赖实质审查隔离风险因损害经济自由而被讥为“历史的倒退”。我们认为,作为规范公司运作的基本法律,通过设计针对公司行为的强制性规定,不仅能防止利益冲突行为的出现,而且也确保了摆脱利益冲突影响的董事会决策的客观、公正,从而实现对公司证券发行行为的前端控制。<sup>[111]</sup>另外,随着证券发行与交易空间的拓展,“碎片化”的州实质审查制度在某种程度上却成了推动交易发展的“绊脚石”,证券交易监管规制的“联邦化”已成为消弭期间产生的阻力的必由之路。

#### 四、结论及启示

美国证券法发行实质审查制度肇始于州“蓝天法”,立法者希冀凭借这一制度扭转证券市场主体与大众投资者之间权益失衡的残酷现实。同时,在确立实质审查制度的州“蓝天法”中明确规定了实质审查的基本规程与具体标准。随着联邦层面规制证券发行权力的增大,州“蓝天法”所规定的实质审查制度趋于式微。通过对美国州“蓝天法”实质审查制度历史沿革的考察,结合我国目前积极推行的证券发行“注册制”改革,可得出如下几点结论与启示:

[110] 有关证券发行采取州与联邦两个层面监管的正当性论证,参见 Stefania A. Di Trolio, *Public Choice Theory, Federalism, and the Sunny Side to Blue-Sky Laws*, 30 Wm. Mitchell L. Rev. 1280 (2004), 1283。

[111] 在主张“公司法”强制特性的学者戈登(Gordon)看来,市场本身的缺陷足以使“公司法”中的强制性规则获得正当基础。参见罗培新:“公司法强制性与任意性边界之厘定:一个法理分析框架”,载《中国法学》2007年第4期。在信息披露制度无法完全发挥其功能时,必须找到弥补其缺陷的方法。正如本文所阐述的那样,借助必要的“公司法”强制性规范可以做到这一点。如何确定“公司法”中的强制性规定则属于另一问题,限于主题和篇幅,本文无法展开。参见罗培新:“公司法强制性与任意性边界之厘定:一个法理分析框架”,载《中国法学》2007年第4期。

1. 在美国,并非所有州的“蓝天法”都规定了实质审查制度。换言之,根据州“蓝天法”的规定,发行证券须进行实质审查的,称其为“核准制”并无不当;而在那些没有实质审查要求的州,注册登记之后依法披露相关信息,称其为“注册制”也无不妥。<sup>[112]</sup> 而且,由于各州情况各异,因此,“蓝天法”的执行效果也不尽相同,即使是那些设置了实质审查制度的“蓝天法”,无论在审查范围,还是在审查程度上也都存在不少差异。事实上,这些“形态各异”的“蓝天法”便为后来证券监管立法的“联邦化”埋下了伏笔。尤其是随着证券业的发展,证券发行与交易越出一州的空间范围已成常态,这一局面使州“蓝天法”力所不逮,证券发行监管的“联邦化”已成为一种无法逆转的趋势。2008年金融危机之后,更是坚定了这一基本发展趋向。相反,在新形势下,“碎片化”的“蓝天法”似乎已到了穷途末路。

2. 美国证券发行实行“双重监管”的机制与其联邦制的国家宪政体制息息相关。在这一体制下,“州”与“州”、“联邦”与“州”之间权力的持续博弈是其特点的真实写照。从证券发行监管这一视角同样可以窥其一斑:联邦证券立法出台前,州“蓝天法”早已存在,然其基本精神与东部金融业较发达的州所倡导的发展理念相龃龉,遂遭遇诉讼,而后,州“蓝天法”的管辖范围逐渐受到限缩。1933年《证券法》、1934年《证券交易法》的出台可以说是联邦与州权力博弈的产物,自此开始,

---

[112] 在有的学者看来,美国本土公司在美国境内发行证券,一般必须在联邦与州两个层面同时注册,这一表述没有问题。然而,认为“各州的证券发行监管一百多年来普遍实行实质审核”,则有失偏颇。正如本文所阐述的那样,美国州“蓝天法”中没有设置实质审核制度的不在少数。因此,从严格意义上讲,“注册制”与“核准制”在美国都能找到原型,这一分类并不存在所谓的“流行的误解”。参见沈朝晖:“流行的误解:‘注册制’与‘核准制’辨析”,载《证券市场导报》2011年第9期。按照学者的考察,日本现行《金融商品交易法》对证券发行也采用“注册制”。“所谓申报注册制的基本内涵就是发行人可以根据自己需要自由地发行有价证券,政府不对有价证券发行通过实质性审查的方式进行干预。”参见周剑龙:“日本证券发行市场的法律规制”,载王保树主编:《商事法论集》,法律出版社2010年版。按照另一学者的观点,韩国、新加坡等是采用“注册制”。Robin Hui Huang, *The Regulation of Securities Offerings in China: Reconsidering the Merit Review Element in Light of the Global Financial Crisis*, 41 *Hong Kong Law Journal* 261 (2011), 278. 此外,我国台湾地区于2006年也改采“注册制”。参见曾宛如:《证券交易法原理》,台湾元照出版有限公司2006年版,第59页。

美国证券发行“双重监管”的机制得以初步确立。当然,尽管我国不存在如美国那样的立法职权配置制度,但其权力博弈推动下的证券监管框架的路径值得我们予以关注和思考。从州“蓝天法”的实质审查制度向联邦层面以信息披露为核心的审查制度的变迁表明了美国证券发行削弱行政权干预,并尊重市场规律的基本事实。毫无疑问,这一点也是我国证券发行审核制度义无反顾朝向“注册制”改革的核心原因。

3. 美国联邦证券立法移植了英国的信息披露制度。无论是在英国,还是在美国,证券立法在采纳信息披露制度时,都不乏德高望重学者的大力倡导和积极推动(英国为格兰斯登;美国为布兰代斯)。尽管这一制度有其独特的功能,但其缺陷亦十分明显:不仅其赖以存在的理论基础存在严重问题,而且金融产品的复杂化特征也进一步削弱了其功能。美国证券市场中接连爆出的诸如“安然”公司、“世通”公司、“雷曼兄弟”等欺诈丑闻以铁的事实证明借助信息披露对证券发行行为进行前端控制以达到遏制证券欺诈的功能不能寄予太多希望。这给我们的启示是,在我国推行“注册制”改革过程中,将信息披露制度奉为保护投资者权益之圭臬的做法颇值商榷,至少不能作为保护投资者权益的不二法门。

4. 在如何克服信息披露缺陷这一问题上,没有“终南捷径”。<sup>[113]</sup> 有学者称:“制定合理化的规则如同在滑雪过程中将手指插入雪中一样,从而能够保证合理的滑行速度不至于失去控制。”<sup>[114]</sup> 我们认为,在充分尊重企业进入金融资本市场自由权的前提下,通过在“公司法”中植入合理化的强制性规定,就如同铺设了一条合理的监管意志进入公司运作领域的“管道”。借助“公司法”中的这些强制性规定,不仅可以遏制利益冲突行为的发生,而且能保证董事会决策的独立、公正,最终实现证券发行的“公司法”式的前端控制。这启示我们,实质审查制度并不是弥补信息披露制度缺陷的唯一途径,通过厘定发行主体——公司——应为及不为行为的范围,可以为后续的证券发行行为“把好第

[113] Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 1U. Ill. L. Rev. 1(2004)17.

[114] Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 1U. Ill. L. Rev. 1(2004)37.

一道关”,既剔除那些影响董事会公正决议的利益冲突行为,又隔离了公司发行证券可能带来的风险。再引申一步,从证券发行的角度,在推行“注册制”的形势下,进一步审视、思考“公司法”与“证券法”关系也有其独特的价值,证券发行“注册制”改革需要公司法的积极配合。

5. 州实质审查制度设计的初衷是保护个人投资者免受不正当侵害,然而,该制度对个人投资者“无微不至”关怀的“家长主义”做派已越发显得陈旧、落伍。实质审查制度在当今美国证券发行领域使用的范围已变得极为有限这一事实就很可能说明问题。我国《证券法》修改趋向“注册制”的改革方向也充分彰显了这一点。在“后实质审查”时代,当发现信息披露制度功能“捉襟见肘”缺陷基础上,制定合理的配套措施让其发挥其应有功能,同时谨慎避免其可能存在的弊病才是合理、科学的应对之道。需要提及的是,我国实现“核准制”向“注册制”的转向绝非一蹴而就的事情。<sup>[115]</sup> 我们认为,在防止彻底废除实质审查后发生“釜底抽薪”的不利后果,进而造成监管真空的不利局面,在我国证券发行监管制度改革初期,在“核准制”与“注册制”之间架起过渡的桥梁——可称其为“折中制”——不失为一个审慎而可靠的办法。<sup>[116]</sup>

---

[115] 中国证监会副主席庄心一认为:“注册制改革需要务实地、周密地部署,推出也会有一个过程。在实践中不断磨合与完善,改革的效果也是逐步体现的,所以注册制改革不是一蹴而就,也不会是一劳永逸的改革。”参见庄心一:“注册制改革不是一劳永逸的改革”,载《证券时报》2015年3月9日版。

[116] 在这一问题上,香港特区的做法值得学习和借鉴。按照其法律的规定,香港证券发行监管制度在很大程度上与美国相似,但不同的是,政府的实质审核色彩依旧存在。例如香港“证监会”(SFC)需确认该发行人的经营状况等。当然,有的国家证券发行监管制度的转型过于急速,不仅没有提振投资者信息,相反还导致了严重的问题。例如,孟加拉国1999年采用“注册制”就是一个典型的反面例子。该国达卡证券交易所(Dhaka Stock Exchange)还将“注册制”看成复兴该国证券市场的最大障碍之一。See S M Solaiman, *Adoption of the Disclosure - Based Regulation for Investor Protection in the Primary Share Market in Bangladesh: Putting the Cart Before the Horse*. The Corporate Governance Law Review, 116(2005)115 - 116.