

## 论资本市场统筹监管的必要<sup>\*</sup>

[美]爱德华·F.格林<sup>\*\*</sup> 埃文·S.加博<sup>\*\*\*</sup>

索尼娅·卡塔兰尼·汗<sup>\*\*\*\*</sup>

雅克琳·米津·康<sup>\*\*\*\*\*</sup>著

乐宇歆 王子康 潘茹君<sup>\*\*\*\*\*</sup>译

摘要:2012年美国通过了《促进创业企业融资

---

\* Edward F. Greene, Evan S. Gabor, Sonia Katharani – Khan & Jacqueline Mijin Kang, *The Need for a Comprehensive Approach to Capital Markets Regulation*, 2021 COLUM. Bus. L. REV. 714 (2021). 本文已获得作者翻译授权。

\*\* 佳利律师事务所 (Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP) 高级法律顾问。哥伦比亚大学法学院的高级研究学者和法学讲师,哥伦比亚大学法学院和哥伦比亚大学商学院资本市场法律和经济学项目的联合主任。于1981年至1982年担任美国证券交易委员会总法律顾问,并于1979年至1981年担任公司融资监管部 (division of corporation finance) 主任。2004年至2008年,担任花旗集团的机构客户集团总法律顾问。

\*\*\* 2020年获得哥伦比亚大学法学院法学博士学位;2012年获得波士顿学院文学学士学位。

\*\*\*\* 2020年获得哥伦比亚大学法学院法学博士学位;2016年获得卡内基梅隆大学理学学士学位。

\*\*\*\*\* 2019年获得哈佛大学法学院法学博士学位;2016年获得加州大学圣地亚哥分校文学学士学位。

\*\*\*\*\* 译者分别为华东政法大学经济法学院博士研究生、华东政法大学国际金融法律学院硕士研究生、华东政法大学法律与金融硕士研究生。

法》。随着私募市场的扩张和上市公司数量的下降,由国会和美国证券交易委员会对市场结构和市场参与度进行全面审视可谓恰逢其时。本文就私募市场发展对公开市场的影响提出了一些关键问题和担忧,并就美国证券交易委员会在扩大投资者进入私募市场方面给予了建议。有必要开展一项专题研究,审视公开市场和私募市场的结构性问题和最新变化。同时,为了既保护公开市场和广大投资者,又确保适当扩大私募市场,需要采取更为全面的监管方式。

**关键词:** 私募市场 公开市场 企业融资 投资者 统筹监管

2012年美国《促进创业企业融资法》(Jumpstart Our Business Startups Act,以下简称《JOBS法》)通过后,美国国会逐渐认识到需要通过增加公开市场准入机会来刺激经济增长。然而,该法的某些部分似乎已为公司更久地维持封闭式的公司形式创造了机会,同时增强了由公司决定是否成为公众公司的选择权。如今,鉴于私募市场的扩张,且上市公司数量从20世纪90年代后期持续稳定下降,由美国国会和美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)对市场结构和市场参与度进行全面审视,可谓恰逢其时。本文介绍了近年来证券法变化的来龙去脉,就私募市场发展对公开市场的影响提出了一些关键问题和担忧,并就SEC如何在扩大投资者进入私募市场资格的尝试中取得进展给予建议。此外,本文呼吁开展一项专题研究,审视公开市场和私募市场这两大市场的结构性问题和最新变化,对监管体制的协调性改革提出建议。我们认为,为了既保护公开市场和广大投资者,又确保适当扩大私募市场,我们需要采取更为全面的监管方式。

## 一、简介

私募证券市场在过去的十年里经历了巨大增长,前所未有的大量资金可以用于私募市场投资。在此期间,私募股权公司的数量翻了一

番,专业机构管理的私募市场资产规模增长了170%(4万亿美元)。<sup>[1]</sup>对中小企业来说,进入公开市场的费用太高,令人望而却步,而快速增长的私募市场则为中小型企业提供了有效的资本来源。但私募资本的日益增加使公司在能够成为公众公司前要进行更多轮融资,从而推迟了大型封闭式公司进入公开市场的时间。尽管私募市场投资交易额有所增加,但由于促进投资者保护的法规出台,非合格中小投资者已被排除在私募市场投资机会之外。因此,这些投资者仅能在公开市场中进行投资。虽然以总市值来衡量,公开市场的总体规模仍然强劲,而且在过去十年中一直在增长,<sup>[2]</sup>但有关数据表明,上市公司的数量在稳步下降——从20世纪90年代后期的峰值7322家下降到2017年的3671家。<sup>[3]</sup>每年的首次公开发行(initial public offering, IPO)数量同样在下降,从1999年的486次降至2017年的176次。<sup>[4]</sup>

---

[1] See SARA BERNOW ET AL., MCKINSEY & CO., A NEW DECADE FOR PRIVATE MARKETS 2 (2020), <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Private%20Equity%20and%20Principal%20Investors/Our%20Insights/McKinseys%20Private%20Markets%20Annual%20Review/McKinsey-Global-Private-Markets-Review-2020-v4.pdf> [<https://perma.cc/4TVT-RR27>].

[2] See *Total Market Value of U. S. Stock Market*, SIBLIS RSCH., <https://siblisresearch.com/data/us-stock-market-value/> [<https://perma.cc/36M2-USG7>] (last visited Feb. 24, 2021).

[3] See Jason M. Thomas, *Where Have All the Public Companies Gone?*, WALL ST. J. (Nov. 16, 2017, 7:10 PM) (on file with the Columbia Business Law Review), <https://www.wsj.com/articles/where-have-all-the-public-companies-gone-1510869125>.

[4] See *Number of IPOs in the United States from 1999 to 2019*, STATISTA (on file with the Columbia Business Law Review), <https://www.statista.com/statistics/270290/number-of-ipo-in-the-us-since-1999/> (last visited May 10, 2021). 1999年和2000年的IPO数量分别为486家和429家,很可能是异常值,因为这两年恰逢“互联网泡沫”。自上次金融危机以来,美国2010年至2019年的每一年IPO数量,在低至2016年有100家和高至2014年有268家的数字之间徘徊。参见同上。但有证据表明,2020年可能与这一趋势背道而驰,因为该年有超过235家公司成为公众公司。See Corrie Driebusch, *IPO Market Parties Like It's 1999*, WALL ST. J. (Sept. 25, 2020, 12:47 PM) (on file with the Columbia Business Law Review), <https://www.wsj.com/articles/ipo-market-parties-like-its-1999-11601052419>. 这些IPO中,超过80%是由医疗保健公司、技术公司和特殊目的收购公司进行的。参见同上。疫情引起的市场变化(包括关闭后私募市场资金的可用性减少、联邦政府的资金涌入市场、知名公司利用特殊目的收购公司成为公众公司后特殊目的收购公司

私募市场的发展与公开市场的衰落同时出现,令监管陷入两难境地。一方面,私募市场中不断增长的投资机会,有利于将进入私募市场的投资者范围扩大到更为广泛的群体。另一方面,私募市场在没有相关立法和加强监管的情况下,公开市场为投资者所提供的至关重要的利益和保护,在私募市场中是无法复制的。公开市场中健全的强制性信息披露和责任制度,保护了那些可能缺乏投资分析专业知识的中小投资者。与之相反,私募市场更宽松的信息披露和责任制度,给中小投资者带来了更大的风险。监管机构基于这些因素的考量应更倾向于采取措施,通过增加对公司成为公众公司的激励机制来保护公开市场。但美国国会和 SEC 对这一两难境地的监管回应是权宜之计,因为他们采取的监管只是变更了每个市场的准入条件,却没有评估这些变更对另一个市场的影响。通过《JOBS 法》及后续的规则和修订,国会和 SEC 确定了这样一个框架:在理论上,通过允许公司秘密递交申请资料 (confidential filings) 和“试水”,使公司能够在准备和提交注册声明的费用产生之前,衡量市场对其公开发行的兴趣,从而刺激其对公开市场参与度。到目前为止,虽有证据表明《JOBS 法》成功吸引了新投资者对公开市场的某些行业进行投资,但其整体效果尚不明确。<sup>[5]</sup>同时,近期私募市场改革又扩大了发行豁免范围和有资格参与私募发行的投资者群体。<sup>[6]</sup>因此,问题仍然在于,这样的扩大是否能带来对投资者

---

的增长、技术和医疗保健行业的增长)促进了 IPO 数量的增长。参见同上。有关特殊目的收购公司的进一步讨论,参见后文第三部分和第四部分。此外,由于 IPO 数量自 2000 年以来一直在下降,有证据表明,除监管变化外,这种下降至少部分是由整合和规模经济驱动的。See, e. g., Xiaohui Gao, Jay R. Ritter & Zhongyan Zhu, *Where Have All the IPOs Gone?*, 48 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 1663, 1667 (2013).

[5] 参见后文第三部分第(二)节。

[6] See Press Release, SEC, SEC Proposes Rule Changes To Harmonize, Simplify, and Improve the Exempt Offering Framework (Mar. 4, 2020), <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-55> [<https://perma.cc/HHN3-MY2P>]; see also Tom Zanki, *SEC Small Biz Panel Wants Limits Eased on Private Offerings*, LAW360 (May 8, 2020, 6:50 PM) (on file with the Columbia Business Law Review), <https://www.law360.com/articles/1271699/seccom-small-biz-panel-wants-limits-eased-on-private-offerings>.

保护力度的相应提高。

公开市场和私募市场是相互联系的。想达到既适当扩大投资者进入私募市场的机会又维护公开市场稳定的双重目标,需要更加协调的监管方法。此外,由于公开市场存在的结构性问题,对于许多中小型企业 and 大型封闭式企业来说,参与公开市场毫无吸引力可言。所以,如果不解决这些结构性问题,就无法增加他们参与公开市场的兴趣。这些问题在很大程度上仍未通过最近的改革措施得到解决,而解决这些问题需要对资本市场进行深入的研究。上一次这样的研究是在 50 多年前进行的,并在此研究基础上进行了重要而有效的监管改革。<sup>[7]</sup> 从那时起,由于技术发展、全球化和监管改革等因素叠加,市场发生了巨大变化。

因此,本文建议国会和 SEC 开展一项全面研究,探讨能够应对如今资本市场已发生实质性变化情形下的监管改革思路。就短期来看,为安全地扩大投资者进入私募市场的机会,本文建议进一步修订 D 条例\*第 501 条中关于合格投资者的定义。<sup>[8]</sup> 从长期来看,本文还呼吁开展一项专题研究,这项研究将审视如何根据最新技术创新来解决公开市场的结构性问题,并确定所需要考虑的变化。考虑到应对新型冠状病毒疫情需要刺激资本增长,开展这一研究的时机已经成熟。除了本文所讨论的问题外,该项研究还应当考虑如何确保受疫情影响最严

---

[7] See *The New Special Study of the Securities Market*, COLUMBIA L. SCH.: THE PROGRAM IN THE L. & ECON. OF CAP. MKTs., <https://capital-markets.law.columbia.edu/content/new-special-study-securities-markets> [<https://perma.cc/3WMB-RLVD>] (last visited Feb. 24, 2021).

\* Regulation D is a SEC regulation governing private placement exemptions, 即 SEC 关于私募豁免的规定。

[8] 直到最近,D 条例中的“合格投资者”定义包括投资公司,封闭式业务开发公司,发行人的董事、执行董事或普通合伙人,以及任何符合明确财富或收入要求的个人。17 C. F. R. § 230.501(a) (2020). 但是,2020 年 8 月,SEC 修改了该定义,允许持有某些专业证书的投资者取得合格投资者资格。Accredited Investor Definition, 85 Fed. Reg. 64,234, 64,237 (Oct. 9, 2020) (to be codified at 17 C. F. R. pts. 230, 240). 该定义还规定董事、高级管理人员和直接参与私募基金投资活动的个人(知识型员工)有资格成为合格投资者。正如下文第四部分所讨论的,我们认为有必要进行进一步的改革,以便在保护投资者的同时,将可进入私募市场的投资者范围扩大到更多的投资者。

重的中小型企业能更容易地获得融资,以及非合格投资者如何能够安全地参与后疫情时代有望到来的经济增长。

本文将分以下几个部分展开:首先,介绍美国证券法的背景,以及其在形成公开市场和私募市场中所起到的作用;其次,讨论推动监管改革时应当考虑的政策因素,包括公开市场的好处、可能阻碍公司成为公众公司的结构性问题,以及对私募市场不受限制扩张的担忧;最后,建议修改合格投资者的定义,以解决对进入私募市场的短期担忧,并呼吁开展一项专项研究,重点研究可能阻碍公开市场发展的结构性问题。

## 二、资本市场监管制度概述

现行美国证券法区分了公开发行为和私募发行。股份公开交易的公司必须遵守根据《1933年证券法》(以下简称《证券法》)和《1934年证券交易法》(以下简称《交易法》)所建立的注册和披露制度的法律框架。这一加强的披露和法律责任制度,旨在保护公司在美国交易所交易上市公开发行筹资时的初始投资者,以及公司证券的后续投资者。认识到封闭式公司也需要筹资,《证券法》及之后的立法规定了一些豁免,允许某些个人和实体投资于私募发行。就私募发行而言,其披露和责任制度更为宽松,对象范围较窄,仅限于被认为能够自我保护的成熟投资者(sophisticated investor)。本部分将概述公开市场的监管,解释适用于私募发行并帮助促进私募发行市场发展的豁免规定,以及这些豁免规定的近期改革,并提出对这些豁免规定进行进一步改革的建议。

### (一)对公开市场的监管

《交易法》将SEC确立为一个直属美国联邦的独立机构,该机构负责保护投资者,维护证券市场的公平有序的运作,并促进资本形成。<sup>[9]</sup> SEC通过广泛的信息披露制度进行运作。信息披露制度的建立深受路易斯·布兰代斯(Louis Brandeis)法官提出的监管理念(“阳光是最好

---

[9] 参见《交易法》,Pub. L. No. 73-290, § 4, 48 Stat. 881, 885 [codified as amended at 15 U. S. C. § 78d (2019)]。

的消毒剂”)影响。<sup>[10]</sup> 而《证券法》建立上述规则的前提是,在经历了两次大战之间的滥用职权和猖狂的投机之后,只有“证券中的真相”才能在证券市场上使得投资者建立起信心。<sup>[11]</sup> 信息披露制度是建立在两个基本观念之上的:第一,公司最终将不得不向社会公众募集资金,用于经营和扩大规模;第二,《证券法》和《交易法》所要求的充分披露将为投资者提供足够的信息,使其在没有任何金融专门知识或过往投资经验的情况下,即可作出明智的投资决策。<sup>[12]</sup>

根据《证券法》第5条的规定,对于任何属于“公开发行”的情形,即不符合豁免条件的发行,发行人必须首先向SEC申请注册。<sup>[13]</sup> 其所提交的注册声明以及招股说明书,都旨在向投资者提供关于所发行证券的完整、公平的信息披露。<sup>[14]</sup> 公司在提交其注册声明之前不得要约出售证券,并且在SEC宣布注册声明“生效”之前,不得结束公开发行。<sup>[15]</sup> 根据《证券法》所制定的初始结构化步骤,发行人通常会在拟进

---

[10] See LOUIS D. BRANDEIS, OTHER PEOPLE'S MONEY AND HOW THE BANKERS USE IT 92 (Frederick A. Stokes Co. 1914); see also JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 6 (8th ed. 2017).

[11] See HAROLD S. BLOOMENTHAL & SAMUEL WOLFF, SECURITIES & FEDERAL CORPORATE LAW, Westlaw (database updated Dec. 2020) (preface); see also COX ET AL., 同前注[10], at 6 (internal quotation marks omitted) [quoting H. R. REP. No. 73-85, at 2 (1933)] [“轻易致富的诱人承诺是自由做出的,很少或根本没有试图让投资者注意到那些对估计任何证券价值所必需的事实。在这个最危险的事业中,高压的推销(而不是谨慎的建议),才是规则。”].

[12] 有趣的是,当《证券法》最初颁布时,评论家们指出,这一基本的政策决定存在一个逻辑问题。例如,一些人“质疑,许多投资者是否会从《证券法》的信息披露要求中受益。登记中所提供的高技术信息对那些需要投资指导的人来说是一种‘小小的安慰’。普通投资者很难吸收大量的信息,从而作出明智的投资决定”。Elisabeth Keller & Gregory A. Gehlmann, Introductory Comment, *A Historical Introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1943*, 49 OHIO ST. L. J. 329, 342-43 (1988) (footnotes omitted) [quoting William O. Douglas & George E. Bates, *The Federal Securities Act of 1933*, 43 YALE L. J. 171, 172 (1933)]. 然而,随着有效市场假说的发展,很明显,具有金融专业知识的分析者将能够辨别与登记声明和持续信息披露有关的信息,以确保市场交换价格是对公众可获得的信息的公允反映。参见后文第四部分第(一)节。

[13] See 15 U. S. C. § 77e (2019).

[14] COX ET AL., 同前注[10], at 6-7.

[15] 同上, at 7.

行 IPO 的几个月之前,接触并聘请承销商,开始准备证券发行事宜。<sup>[16]</sup> 提供“包销服务”的典型承销商会从发行人处购买相关证券,然后以特定发行价格转售给公众。<sup>[17]</sup> 但是,在注册声明提交之前,发行人和承销商都不得与潜在的投资者会面。<sup>[18]</sup> 从决定发行之日[准备期(pre-filing period)]起到发行人的注册声明被宣布生效[生效后期间(post-effective period)],SEC对发行人和承销商可以进行的沟通时间和类型都施加了许多限制。<sup>[19]</sup> 尽管近期法律进行了修订,被称为“试水”的制度已经允许发行人、承销商和潜在购买者在准备期和申请后/生效前的期间进行更广泛的沟通,但通常情况仍是,除非获得豁免,发行人和承销商在提交注册声明之前,不得作出要约出售证券,亦不得在注册声明被宣布生效前完成发行。<sup>[20]</sup> 其结果是,发行人在不知道发行是否能为投资者所积极接受的情况下,就必须承担制备注册声明相关的巨额费用。

对《证券法》相关限制的严格遵守,是通过私利救济和公力救济来保证的。<sup>[21]</sup> 比如,对于注册声明中的重大虚假陈述,投资者可根据《证券法》第 11 条的规定行使私诉权。<sup>[22]</sup> 根据该条规定,申请注册人对任何故意的虚假记载或遗漏负有绝对责任,且不能对此进行任何抗辩。<sup>[23]</sup> 此外,在没有对披露的准确性进行合理调查的情况下,便在注册声明上签字的任何人(包括董事、首席执行官和首席财务官),都应对注册声明中包含的重大虚假陈述负责。<sup>[24]</sup> 《证券法》第 12 条对“通

[16] 同上, at 108.

[17] 同上, at 106.

[18] 同上, at 139.

[19] See LATHAM & WATKINS LLP, US IPO GUIDE 15 (2020), <https://www.lw.com/thoughtLeadership/lw-us-ipo-guide> [ <https://perma.cc/G3AB-R9UU> ].

[20] 同上, at 15-16.

[21] COX ET AL., 同前注[10], at 7.

[22] 同上。

[23] See 15 U. S. C. § 77k (a) - (c) (2019).

[24] See ADAM E. FLEISHER & SOPHIE GRAIS, CLEARY GOTTLIEB, GOING PUBLIC: A GUIDE TO U. S. IPOS FOR FOUNDERS, OFFICERS, DIRECTORS AND OTHER MARKET PARTICIPANTS 19 (2020), <https://www.clearygottlieb.com/-/media/files/alert-memos-2020/going-public-a-guide-to-us-ijos-for-founders-officers-directors-and-other-market-participants-2020.pdf> [ <https://perma.cc/E4BY-A2NP> ].

过提供包含重大虚假记载或遗漏的资料,或口头信息来发行或出售证券的任何主体”规定了相应的民事责任。<sup>[25]</sup> 也可以根据《交易法》的一般反欺诈规定[第 10(b)条和 10b-5 规则],就误导性或不准确的陈述追究所有参与发行个人的责任,只要有证据表明“被告的行为是鲁莽的或故意的,而原告依赖”该陈述作出了投资。<sup>[26]</sup>

与《证券法》只要求发行人在证券发行时进行信息披露不同,《交易法》要求报告公司进行某些持续性的信息披露。<sup>[27]</sup> 一家公司在符合以下任一情形时,属于《交易法》所称的“报告公司”:(1)有证券在全国性的交易所上市;(2)有超过 1000 万美元的资产,并且至少有 2000 名权益性证券的登记持有人或 500 名非合格投资者(accredited investors)的登记持有人;(3)已根据《证券法》的规定提交注册声明,并且注册声明已经生效。<sup>[28]</sup> 报告公司必须遵守持续性的财务披露要求,包括年度报告(10-K 表格)、季度报告(10-Q 表格)和定期报告(8-K 表格)。<sup>[29]</sup> 由于这些持续性的财务披露通常被包含在随后提交的注册声明中,董事和管理人员存在就这些定期报告中的任何虚假陈述承担《证券法》下潜在责任的风险。<sup>[30]</sup> 除了要求相关主体承担《证券法》规定的报送文件中的陈述负责,以及根据第 10(b)条的一般反欺诈规

---

[25] 同上。根据《证券法》第 11 条或第 12 条负有主要责任的当事人个人可能根据《证券法》第 15 条或《交易法》第 20 条的规定被认定为对重大虚假记载负有次要责任。参见同上。

[26] 同上。

[27] See 3 BLOOMENTHAL & WOLFF, 同前注[11], § 1:60.

[28] COX ET AL., 同前注[10], at 10.

[29] See Syed Haq, Comment, *Revisiting the Accredited Investor Standard*, 59 MICH. BUS. & ENTREPRENEURIAL L. REV. 59, 64 (2015). 虽然所有报告公司通常都需要提交这些表格,但 SEC 将发行人分为四类:大型加速申报人(large accelerated filers)、加速申报人、非加速申报人和小型报告公司(smaller reporting companies)。根据公司属于哪个类别,《交易法》规定的报送文件和报送截止日期会有所不同。MORRISON & FOERSTER LLP, FREQUENTLY ASKED QUESTIONS ABOUT PERIOD REPORTING REQUIREMENTS FOR U. S. ISSUERS OVERVIEW 2-3 (last visited May 25, 2021), <https://media2.mofo.com/documents/faq-periodic-reporting-requirements-for-us-issuers-overview.pdf> [ <https://perma.cc/TWJ3-PUJY> ].

[30] See MORRISON & FOERSTER LLP, 同前注[29], at 12-13.

定承担责任外,《交易法》第 18(a) 条还允许依赖向 SEC 报送的报告中的虚假记载或误导性陈述的投资者行使针对公司和高级管理人员的私诉权。<sup>[31]</sup>

尽管在评估证券发行价值和二级市场交易价值时,投资者会寻求类似信息,但在《证券法》和《交易法》颁布后 50 年的大部分时间内,依据《证券法》和《交易法》颁布的关于证券发行和二级市场交易时信息披露要求的规定是独立发展的。<sup>[32]</sup> 然而,在 SEC 实施了《证券市场专题研究》(Special Study of the Securities Markets)所提出的建议后,这种趋势开始有所改变。《证券市场专题研究》是一份综合性报告,由国会资助,并由弥尔顿·科恩(Milton Cohen)带领<sup>[33]</sup>由经济学家、律师、统计学家和金融分析师组成的团队共同完成。<sup>[34]</sup> 这一专题研究独立于 SEC 的领导,不对 SEC 负责。此项研究通过反映和评估自上述制定法颁布以来资本市场所发生的变化,审视监管体系的结构,并质疑整体的

---

[31] 同上, at 13. 根据《交易法》第 18(a) 条,如果一个人依赖向 SEC 提交的报告中的虚假记载或误导性陈述而买卖证券,并且证券价格受到该等陈述的影响,则该个人明确享有针对作出该陈述的主体的私诉权。15 U. S. C. § 78r(a) (2019). 这意味着,向 SEC 提交的定期报告中的任何不充分披露[8-K 表格中的经营成果和财务状况以及 FD 条例(《公平披露条例》)披露除外]可以构成针对公司及其高级管理人员的私诉讼因。参见同上;临时报告(8-K 表格),第 2 页(2021 年版),<https://www.sec.gov/files/form8-k.pdf>[<https://perma.cc/E6YU-HWCD>] [就第 18(a) 条适用范围例外情况指示报告公司]。

[32] See A. C. Pritchard, *Revisiting “Truth in Securities” Revisited: Abolishing IPOs and Harnessing Private Markets in the Public Good*, 36 SEATTLE U. L. REV. 999, 999 – 1000 (2013). 如果发行人在未注册登记的情况下出售非豁免证券,购买者可以撤销其购买,并获得全额退款。15 U. S. C. § 771(a)(1).

[33] See Report of the Special Study of the Securities Markets of the Securities and Exchange Commission, H. R. Doc. No. 88 – 95, pt. 1 (1963); see also Stanley Sporkin, Commentary, A Call for a New Special Study of the Securities and Financial Markets, 46 MD. L. REV. 915, 916 (1987) (描述上述报告的影响)。

[34] See Michael S. Piowar, Acting Chairman, U. S. Sec. & Exch. Comm’n, New Special Study of the Securities Markets: Keynote Address (Mar. 23, 2017), <https://www.sec.gov/news/speech/piowar-keynote-columbia-university-032317> [<https://perma.cc/8LEU-GMB8>].

制度设计,从而为证券监管的后续改革做出了巨大贡献。<sup>[35]</sup> 整份报告超过 3000 页,提出了超过 175 项建议,其中包括整合《交易法》所要求的信息披露。<sup>[36]</sup> 尽管专题研究在 20 世纪 60 年代早期就提交给了国会,但直到 80 年代,对信息披露制度的整合才出现有意义的变化。当时 SEC 采取了一项程序,允许根据《证券法》注册证券的公司为完成众多披露义务,将《交易法》规定的报送文件纳入注册声明。<sup>[37]</sup> 这一程序发展为采用储架发行制度 (shelf registration)<sup>[38]</sup>,并且到 2005 年,采用了针对知名成熟发行人 (well-known seasoned issuers) 的自动储架发行制度 (automatic shelf registration)。<sup>[39]</sup> 这一经整合的信息披露制度,包括储架发行制度流程,以通过提高发行效率,降低与新注册发行证券相关的费用,以及显著减少证券注册和销售之间的时间差,从而在降低成熟发行人的注册负担方面发挥了重要作用。<sup>[40]</sup>

在《证券法》和《交易法》颁布后的头 70 年里,SEC 实施证券监管的重点是,通过信息披露制度来保护投资者。<sup>[41]</sup> 2002 年,为了应对臭名昭著的安然 (Enron) 和世通 (WorldCom) 丑闻事件,国会通过了《萨班斯 - 奥克斯利法》(Sarbanes - Oxley Act,以下简称《萨班斯法》),从

---

[35] See James D. Cox & Randall S. Thomas, *Revolving Elites: The Unexplored Risk of Capturing the SEC*, 107 GEO L. J. 845, 874 - 75 (2019).

[36] Piwowar, 同前注[34]; Sporkin, 同前注[33], at 916 (讨论专项研究对一体化的影响)。

[37] COX ET AL., 同前注[10], at 11.

[38] See Barbara Ann Banoff, *Regulatory Subsidies, Efficient Markets, and Shelf Registration: An Analysis of Rule 415*, 70 VA. L. REV. 135, 135 - 36 (1984). 储架发行,是指符合条件的发行人能够在“目前无意立即出售所有已注册证券”的情况下,向 SEC 提交公开发行的注册声明,允许发行人在其想向公众出售证券时“下架”证券。LLOYD S. HARMETZ & BRADLEY BERMAN, MORRISON & FOERSTER LLP, FREQUENTLY ASKED QUESTIONS ABOUT SHELF OFFERINGS 1 (2017), <https://media2.mofo.com/documents/faqshelfofferings.pdf> [[https://perma.cc/G2MN - CW46](https://perma.cc/G2MN-CW46)].

[39] See Joseph F. Morrissey, *Rhetoric and Reality: Investor Protection and the Securities Regulation Reform of 2005*, 56 CATH. U. L. REV. 561, 590 - 91 (2007).

[40] COX ET AL., 同前注[10], at 11.

[41] 同上, at 7 - 12 (讨论信息披露制度)。

而偏离了上述监管重点。<sup>[42]</sup>《萨班斯法》对公司治理等方面作了规定,扩大了 SEC 的权限,引入了针对报告公司的进一步程序性和实质性要求,要求报告公司在财务信息披露之外增加保障措施。<sup>[43]</sup>这些制度适用于所有股份公开交易的公司,包括让首席执行官和首席财务官直接对财务报告的准确性负责,并要求建立和维护内部控制、正式的数据安全政策以及书面记载有关《萨班斯法》合规性目标遵守情况和持续监测情况的记录。<sup>[44]</sup>

随后的立法所规定的信息披露要求,也并不直接解决投资者的教育或保护问题,而是为了应对一些社会问题。例如,2010 年施行的《多德 - 弗兰克法》(Dodd - Frank Act)指示 SEC 发布以下规则:“使用‘冲突矿产(conflict minerals)’的发行人应当每年披露使用的此类矿产是否源自刚果民主共和国……或毗邻国家。”<sup>[45]</sup>此外,《多德 - 弗兰克法》要求公司就某些高管薪酬表决事宜,在其年度委托投票说明书(proxy statement)以及相关股东表决中披露与高管薪酬相关的信息[“薪酬发言权(say-on-pay)”]。<sup>[46]</sup>在整个 20 世纪,立法都强调与社会事务相关的信息披露重要性,一些投资者呼吁在环境、社会和公司治理(Environmental, Social and Governance, ESG)领域也提高相应的披

---

[42] 同上, at 12; Sarbanes - Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107 - 204, 116 Stat. 745 (codified as amended in scattered sections of 15 U. S. C. ).

[43] COX ET AL. , 同前注[10], at 13.

[44] See Jeff Petters, *What is SOX Compliance? Everything You Need To Know in 2019*, VARONIS, <https://www.varonis.com/blog/sox-compliance> [ <https://perma.cc/G5MS-98VX> ] (last updated Sept. 23, 2020).

[45] See BLOOMENTHAL & WOLFF, 同前注[11], § 1:479 [引用专项披露报告(specialized disclosure report, 即 SD 表格)], at 2 (2020), <https://www.sec.gov/files/formsd.pdf> [ <https://perma.cc/73PU-PF2G> ]. SEC 根据《交易法》第 13(p) 条颁布了这些规则。参见同上。

[46] See David S. Huntington, *Summary of Dodd - Frank Financial Regulation Legislation*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (July 7, 2010), <https://corpgov.law.harvard.edu/2010/07/07/summary-of-dodd-frank-financial-regulation-legislation/> [ <https://perma.cc/FB8C-UH8P> ].

露要求。<sup>[47]</sup> 在 SEC 内部,对 ESG 相关信息披露的呼吁在 2010 年变得强烈。当时 SEC 发布了一份指南,确定了公司报告中可能需要披露与气候变化相关的领域。<sup>[48]</sup> 最近,有人质疑,这份 10 年前发布的指南是否满足投资者关于被投资公司充分披露环境问题和风险的愿望<sup>[49]</sup>。不过,截至 2020 年,SEC 尚未要求更具体的 ESG 专项披露,只是表示其将继续关注基于重要性原则所进行的披露。<sup>[50]</sup>

除了通过《证券法》的注册要求对公司进行监管,以及通过《交易法》的持续披露要求对报告公司进行监管外,SEC 还允许公司通过 A 条例进行有限融资。并随后在《JOBS 法》中对 A 条例进行了修订,形

---

[47] See Letter from Cynthia A. Williams, Osler Chair in Bus. L., York Univ. & Jill E. Fisch, Saul A. Fox Distinguished Professor of Bus. L., Univ. of Pennsylvania L. Sch., to Brent J. Fields, Sec'y, U. S. Sec. & Exch. Comm'n 1 (Oct. 1, 2018), <https://www.sec.gov/rules/petitions/2018/petn4-730.pdf> [<https://perma.cc/J2NA-XQYA>].

[48] See generally Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change, 75 Fed. Reg. 6,290 (Feb. 8, 2010). SEC 在该指南中指出,公司在披露“业务描述、法律程序、风险因素以及管理层对财务状况和经营结果的讨论和分析”时,可能会被要求进行 ESG 相关披露。Press Release, Allison Herren Lee, Comm'r, U. S. Sec. & Exch. Comm'n, “Modernizing” Regulation S-K: Ignoring the Elephant in the Room (Jan. 30, 2020), <https://www.sec.gov/news/public-statement/lee-md-a-2020-01-30> [<https://perma.cc/8LYP-J9T2>].

[49] See Lee, 同前注[48] [“投资者就规则制定发出意见函和提出申请,接连不断地告诉我们,他们需要公司报告对可持续性措施的风险和机会(特别是气候风险)进行一致、可靠和可比较的披露。”]。

[50] See Donna Mussio, Mary Beth Houlihan & Taylor Souter, To Lead or Not To Lead: Contrasting Recent Statements by SEC and ESMA Chair on ESG Disclosure, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Mar. 16, 2020), <https://corp.gov.law.harvard.edu/2020/03/16/to-lead-or-not-to-lead-contrasting-recent-statements-by-sec-and-esma-chairs-on-esg-disclosure> [<https://perma.cc/LN47-UKKX>]. 有趣的是,在美国公开市场之外,似乎确实在推动更多 ESG 相关披露。例如,欧洲证券和市场管理局主席表示,现在是公共部门介入,促进可靠、相关和可比的 ESG 信息的时候了。参见同上。而贝莱德等主要的私人市场投资者,也将重点放在了其投资组合公司中与 ESG 相关的问题上。Letter from Larry Fink, Chairman & CEO, BlackRock, to CEOs (2020), <https://www.blackrock.com/us/individual/larry-fink-ceo-letter> [<https://perma.cc/63ZS-NVND>].

成了 A + 条例<sup>[51]</sup>和《众筹条例》(Regulation Crowdfunding)。这两类发行条例都对公司可以筹集的资金进行了限制,从而使公司符合可适用略低的注册和持续性披露要求的资格。<sup>[52]</sup>

A + 条例发行有时被称为小型 IPO (mini - IPO), 它允许公司在 12 个月内有二个发行层级: 高达 2000 万美元的第一层级 (tier 1) 发行, 以及高达 7500 万美元的第二层级 (tier 2) 发行。<sup>[53]</sup> 由于这些发行规模的限制, A + 条例发行主要由不受《交易法》持续报告要求规制的中小型企业使用。<sup>[54]</sup> A + 条例要求发行人向 SEC 提交发行声明,<sup>[55]</sup> 但其披露要求不如《证券法》第 5 条对公开发行规定的披露要求严格。A + 条例发行仍需遵守一些持续性报告要求: 第一层级发行人需要提交退出报告, 第二层级发行人必须提交特定年度报告和半年度报告。<sup>[56]</sup> A + 条例小型 IPO 就此通过限制发行规模 (从而限制可能的总跌价损失) 来保护投资者, 同时还要求最低限度的信息披露这一阳光措施, 确保给予投资者一定程度的保护力度。与本文第二部分第 (二) 节讨论的私募发行不同, A + 条例发行是未注册的公开发行。未注册的公开发行

[51] See Reg A + Bombshell: \$50M Equity Crowdfunding Under Regulation A, SEED INVEST (Sept. 7, 2016), <https://www.seedinvest.com/blog/regulation-a-equity-crowdfunding-rules> [ <https://perma.cc/1\835-8TNY> ].

[52] See MORGAN, LEWIS & BOCKIUS LLP, SEC ADOPTS FINAL RULES ON REGULATION A +, at 2 - 3 (2015), <https://www.law.umich.edu/clinical/internationaltransactionclinic/Documents/May%2011%20Conference%20Does/Final%20Rules%20on%20Regulation%20A+.pdf> [ <https://perma.cc/3A8G-Y9G5> ] (讨论 A + 条例); 17 C. F. R. § 227.100(a)(1) (2020) (《众筹条例》).

[53] Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets, 86 Fed. Reg. 3,496, 3,498 tbl. 1 (Jan. 14, 2021) (codified in scattered parts of 17 C. F. R. ). 以前, 第二层级的上限是 5000 万美元。17 C. F. R. § 230.251(a)(2).

[54] See MORGAN, LEWIS & BOCKIUS LLP, 同前注 [52], at 8 (但请注意, 该等发行人仍可使用 D 条例豁免); see also U. S. SEC. & EXCH. COMM'N, REPORT TO THE COMMISSION: REGULATION A LOOKBACK STUDY AND OFFERING LIMIT REVIEW ANALYSIS 14 (2020), <https://www.sec.gov/files/regulationa-2020.pdf> [ <https://perma.cc/NT2QHMY4> ].

[55] See 17 C. F. R. § 230.252.

[56] 同上, § 230.257(a) - (b).

允许劝诱非合格投资者,<sup>[57]</sup>并且任何 A + 条例发行的证券都不属于第 144 条规则下的“受限证券”(restricted security)。<sup>[58]</sup>完成 A + 条例发行的公司,除了根据《交易法》第 10(b)条的一般反欺诈规定承担责任外,还可能会根据《证券法》第 12(a)(2)条的规定,就任何包含重大误导性陈述或事实的发行资料或口头沟通而作出的要约或者销售,承担民事责任。<sup>[59]</sup>

众筹融资被设想为创业公司可以在没有严格信息披露制度负担下进行融资的一种方式。《JOBS 法》和《众筹条例》允许公司在 12 个月内筹资 500 万美元,<sup>[60]</sup>并对每位投资者在该期间内的出资额进行了限制。对这些投资者的限制,是基于比合格投资者定义中对收入和净值标准更为包容的标准作出的。<sup>[61]</sup>众筹融资可以免于遵守《证券法》第 5 条的注册要求,这一豁免规定旨在通过创设一种向所有企业家开放的低成本融资方式,来提供一个高效、开放的公开证券市场。<sup>[62]</sup>在众筹发行中,发行人通过一个注册经纪商或“集资门户”(funding portal)

---

[57] 不过,根据净值,非合格投资者可以投资于第二层级发行的金额存在一定限制。See *Updated Investor Bulletin: Regulation A*, U. S. Sec. & Exch. Comm'n (May 24, 2019), [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib\\_regulationa.html](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_regulationa.html) [<https://perma.cc/8F93-D9W2>].

[58] See MORGAN, LEWIS & BOCKIUS LLP, 同前注[52], at 2. 关于受限证券,参见后注[93]~[101]及相关文章内容。

[59] See MORGAN, LEWIS & BOCKIUS LLP, 同前注[52], at 7.

[60] See *Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets*, 86 Fed. Reg. 3,496, 3538 (Jan. 14, 2021) (codified in scattered parts of 17 C. F. R.). 此前,筹资上限为 107 万美元。17 C. F. R. § 227.100(a)(1).

[61] 同上, § 227.100(a)(2)。净值或年收入低于 107000 美元的投资者,不得投资超过 2200 美元或其年收入的 5% (以较高者为准)。参见同上, § 227.100(a)(2)(i)。年收入或净值不低于 107000 美元的投资者,不得投资超过其年收入或净值 (以较低者为准) 的 10%。参见同上, § 227.100(a)(2)(ii)。

[62] See Andrew A. Schwartz, *The Gatekeepers of Crowdfunding*, 75 WASH. & LEE L. REV 885, 898, 903 (2018). 尽管包容性是证券众筹的一大目标,但当 SEC 在《众筹条例》中颁布众筹规则时,其包容性受到了一些限制。参见同上, at 913。例如,《众筹条例》确实允许众筹平台在其网站上“过滤并拒绝其不想列入众筹发行名单的公司”。参见同上。因此,并非所有有想法的企业家都能从人群中寻求融资。参见同上, at 912-13.

进行发行。集资门户是一个涉及证券发行和销售的中介机构,通常被称为众筹平台,但它不具备经纪商资格,因为它不提供投资建议,不过它会受到其他限制。<sup>[63]</sup> 与通过公开发行方式进行发行的证券不同,根据《众筹条例》规定发行的证券受到转售限制——该证券在 1 年内不得转售,除非被出售给发行人、合格投资者[该术语将在本文第二部分第(二)节中详细描述]、家庭成员,或作为注册发行的一部分而出售。<sup>[64]</sup> 《JOBS 法》第 302(b) 条明确规定了针对根据《众筹条例》规定发行的发行人可行使的私诉权。<sup>[65]</sup> 根据这一规定,如果在发行证券时,发行人[包括发行人的管理人员、董事和潜在的中介机构(集资门户)]<sup>[66]</sup> 在书面或口头沟通中对重大事实作出任何不实或误导性陈述,或存在任何重大事实遗漏,那么发行人就可以被追究责任。<sup>[67]</sup> 尽管 A + 条例和《众筹条例》都为中小企业提供了向较大范围投资者群体筹集

[63] See 3 BLOOMENTHAL & WOLFF, 同前注[11], § 1:533.02. “集资门户”必须通过提交“集资门户表格”(form funding portal)申请,向 SEC 申请注册,但不能提供投资建议,招揽购买,为招揽或销售给雇员报酬,或持有、管理或交易投资者的证券。See *Registration of Funding Portals*, U. S. SEC. & ExCH. COMM'N, <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmcompliance/fpregistrationguide.htm> [ <https://perma.cc/234K-266D> ] (last modified Jan. 18, 2017). 集资门户从事任何上述活动的,必须注册为经纪自营商。参见同上。

[64] See 3 BLOOMENTHAL & WOLFF, 同前注[11], § 1:533.02.

[65] 同上。[citing *Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)*, Pub. L. No. 112 - 106, § 302(b), 126 Stat. 306, 318 - 19 (2012)].

[66] See *Jo Won, Jumpstart Regulation Crowdfunding: What Is Wrong and How To Fix It*, 22 LEWIS & CLARK L. REv. 1393, 1419 (2018) [first citing 15 U. S. C. § 77d -1(c)(2) (2018); then citing *id.* § 77d -1(c)(1)(A); and then citing *Crowdfunding*, 80 Fed. Reg. 71,387, 71,478 (Nov. 16, 2015) (codified as amended in scattered parts of 17 C. F. R. )]. 《众筹条例》专门创设了针对发行人的救济手段,而 SEC 拒绝免除中介机构的该等责任。参见同上。在《众筹条例》的最终规则中,SEC 解释称,中介机构的潜在责任“可能鼓励[他们]制定充分的程序来全面评估依赖发行人的陈述是否合理”。*Crowdfunding*, 80 Fed. Reg. at 71,433 n. 643. 此外,“国会规定,如果中介机构不知悉并且在合理谨慎的情况下也不可能知悉上述不实陈述或遗漏,则中介机构可以对任何此类责任进行抗辩”。参见同上。

[67] See 3 BLOOMENTHAL & WOLFF, 同前注[11], § 1:533.02 [citing *JOBS Act* § 302(b)].

有上限资金的途径,但公司还没有广泛利用这些筹资途径。<sup>[68]</sup>

## (二) 私募市场的豁免

报告公司受到广泛的监管和披露制度的约束,但《证券法》和随后的立法规定了一些豁免,允许公司在不成为报告公司的情况下,便可在私募市场上筹集资金。然而,作为对这种更宽松的披露和责任制度的交换条件,私募发行的对象在传统上只限于范围较窄的“成熟”投资者,并且在某些情况下,私募发行对可筹集的资本数额有限制。非报告公司可利用的主要豁免,包括《证券法》第4(a)(2)条规定的豁免——最重要的是D条例发行相关的豁免。

《证券法》第4(a)(2)条规定,不涉及“公开发行”的交易免于遵守第5条的注册要求。<sup>[69]</sup>国会之所以纳入这项豁免,是因为其认为在“没有实际需要适用这些要求或公共利益过于遥远”的情况下,没有必要施加广泛的披露要求。<sup>[70]</sup>虽然国会没有定义“公开发行”一词,但最高法院在SEC诉罗尔斯顿·普瑞纳公司(SEC v. Ralston Purina Co.)<sup>[71]</sup>这一开创性案件中解释了该条款。在该案中,法院解释说,是否适用第4(a)(2)条的规定,取决于投资者是否“需要该法的保护”,或是否“被证明能够自我保护”。<sup>[72]</sup>换句话说,问题在于投资者是否成熟。

SEC在1974年通过了“第146条规则”[该规则要求获得私募发行证券的投资者,需要金融成熟度高(financially sophisticated),具体是足以使他们根据自身投资知识和经验、评估投资风险和价值的能力,以及承担投资的经济风险的能力作出决策],从而将罗尔斯顿·普瑞纳

---

[68] 发行人通过A+条例和《众筹条例》发行,在2019年合计筹集了约11.04亿美元,相比之下,发行人通过使用D条例第506(b)条规则的豁免,筹集的资金估计为14.92亿美元。See Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets, 85 Fed. Reg. 17,956, 17,958 tbl. 1 (proposed Mar. 31, 2020) (to be codified in scattered parts of 17 C. F. R.).

[69] See 15 U. S. C. § 77d(a)(2) (2019).

[70] See Haq, 同前注[29], at 61 (alteration in original) [quoting H. R. REP. No. 73 - 85, at 5 (1933)].

[71] See 346 U. S. 119, 124 - 25 (1953); see also Haq, 同前注[29], at 61.

[72] Ralston Purina, 346 U. S. at 125; see also Haq, 同前注[29].

案的判决编入法典。<sup>[73]</sup> 第 146 条规则为《证券法》第 5 条的注册要求创设了无限制的豁免,但其中的要求“非常烦琐和昂贵,以至于实际上无法获得豁免,特别是对于小规模发行人的小规模发行而言”。<sup>[74]</sup> 此外,事实证明,投资者是否属于豁免范围是含糊不清的,令发行人难以把握。<sup>[75]</sup>

SEC 从失败中吸取了教训,在 1982 年用 D 条例取代了第 146 条规则和类似的豁免条款[第 240 条规则(一项针对小型发行人的豁免条款)]以及第 242 条规则[一项针对不超过 500000 美元发行的豁免条款]<sup>[76]</sup>。D 条例引入了一条明确的规则,即根据投资者数量和发行规模,澄清了哪些投资者可以参与(“合格投资者”)和被豁免的发行。D 条例规定了针对《证券法》第 5 条注册要求的两项豁免条款:第 504 条

---

[73] See Haq, 同前注[29], at 62 (citing A. NICOLE CLOWERS ET AL., U. S. GOVT ACCOUNTABILITY OFF., GAO - 13 - 640, SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION; ALTERNATIVE CRITERIA OR QUALIFYING AS AN ACCREDITED INVESTOR SHOULD BE CONSIDERED 8 (2013), <https://www.gao.gov/assets/gao-13-640.pdf>) [<https://perma.cc/TDV7-8M54>].

[74] Rutheford B Campbell, Jr., *The Wreck of Regulation D: The Unintended (and Bad) Outcomes for the SEC's Crown Jewel Exemptions*, 66 BUS. LAW. 919, 923 - 24 (2011).

[75] See Rutheford B. Campbell, Jr., *The Plight of Small Issuers Under the Securities Act of 1933: Practical Foreclosure from the Capital Market*, 1977 DUKE L. J. 1139, 1143 - 44 (1977) (讨论了购买者可以“接触”发行人相关资料的时点,以及成为成熟投资者的时点是如何模棱两可、令人难以把握的); see also *Transactions by an Issuer Deemed Not To Involve Any Public Offering*, 39 Fed. Reg. 15,261, 15,267 (May 2, 1974) (阐明如果发行人根据第 146 条规则下的豁免规定发行或销售证券,其仅能将该证券发行或销售给其“有合理理由相信并且应当相信”具有金融和商业经验并能承担投资的经济风险之人)。See *repealed by Revision of Certain Exemptions from Registration for Transactions Involving Limited Offers and Sales*, 47 Fed. Reg. 11,251 (Mar. 16, 1982) (codified as amended at 17 C. F. R. pts. 230, 239).

[76] See Campbell, 同前注[74], at 924.

规则,该规则仅适用于1000万美元的发行;<sup>[77]</sup>第506条规则,该规则允许无限制地筹集资金,但在不允许公开劝诱的情况下,将作为非合格投资者购买人的数量限制在35人以内[第506(b)条规则],或允许公开劝诱,只要发行人采取措施确保所有购买者都是合格投资者[第506(c)条规则]。<sup>[78]</sup>在这些选项中,第506(b)条规则是被利用最多的私

---

[77] See Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets, 86 Fed. Reg. 3,496, 3,570 (Jan. 14, 2021) (to be codified at 17 C. F. R. § 230.504). 此前,筹资上限为500万美元。17 C. F. R. § 230.504(b)(2)(2020)。根据第3(b)条的规定,第504条规则发行被豁免,并且该发行通常不被视为“私募发行”。ROBERT B. ROBBINS, PILLSBURY WINTHROP SHAW PITTMAN LLP, DUE DILIGENCE IN PRIVATE PLACEMENT OFFERINGS 9 (2013), <https://www.pillsburylaw.com/images/content/4/6/v2/468/RobbinsDueDiligence2013.pdf> [ <https://perma.cc/R8QL-2UGL> ]。一般而言,第504(c)条规则发行不允许公开劝诱和一般广告(general solicitations and general advertisements),除非仅向合格投资者出售。17 C. F. R. § 230.504(b)(1)(iii)。

[78] See 17 C. F. R. § 230.506(a)-(c)。理论上,SEC允许非合格投资者参与第506(b)条规则发行,因为他们现在或应该受到的信息披露的保护程度,与“成熟”合格投资者在就特定披露和发行人谈判后所获得的披露程度一致。当非合格投资者购买第506(b)条规则发行的证券时,发行人必须向该购买人提供向任何合格投资者提供的所有信息的描述。参见同上, § 230.502(b)(2)(iv)。尽管第506(b)条规则允许发行人向非合格投资者募集资金,但为初创公司提供建议的公司通常建议发行人不应当向任何非合格投资者募集资金。See, e. g., Derek Colla, *Can You Raise Money from Investors who Are Not “Accredited Investors?”*, COOLEY GO, <https://www.cooleygo.com/can-you-raise-money-from-unaccredited-investors/> [ <https://perma.cc/P6KM-MFVT> ] (last visited Mar. 4, 2021) (“简单的答案是,‘你不应该’,或‘技术上你可以,但这不值得,因为你必须跨越重重困难’); James Graves, *Why It Is So Difficult To Take Investment from Non Accredited Investors*, THE STARTUP L. BLOG (July 21, 2020), <https://thestartuplawblog.com/why-it-is-so-difficult-to-take-investment-from-non-accredited-investors/> [ <https://perma.cc/K66Z-4GCJ> ] (如果你想从一个非合格投资者处获得资金,你的披露义务不会按比例调整——它们会剧增); Matthew W. Bower, *Reasons To Include Only Accredited Investors in Your Rule 506(b) Private Offering*, VARNUM (Sept. 6, 2018), <https://www.varnumlaw.com/newsroom-publications-reasons-to-include-only-accredited-investors-in-your-rule-506b-private-offering> [ <https://perma.cc/C5EP-SPMZ> ] [“能够从非合格投资者那里筹集到的资本额……很少足以证明提供第502(b)(2)条规则所要求的信息的费用是合理的。事实上,遵守第502(b)(2)条规则的法律和会计费用总额可能轻易超过50000美元。”]。

募豁免条款。<sup>[79]</sup>

2020年8月以前,D条例中的“合格投资者”仅包括投资公司,封闭式业务发展公司,发行人的董事、执行董事或普通合伙人,以及任何符合明确财富或收入要求的个人。<sup>[80]</sup>该定义将投资者的财富和收入作为衡量投资者是否成熟到能够“保护自己”的唯一标准,而满足以下任一条件的投资者即为“合格投资者”:净资产(或与其配偶的共同净资产)超过100万美元(不包括其主要居所的价值),或过去两年的个人年收入超过200000美元(或与其配偶的共同年收入超过300000美元)。<sup>[81]</sup>然而,2020年8月,SEC在35年来首次修订了合格投资者的定义。<sup>[82]</sup>根据新定义,SEC可以指定某些专业资格证书,而该等证书的持有人符合合格投资者的资格。<sup>[83]</sup>新定义还将私募基金的董事、高级管理人员以及直接参与私募基金投资的个人(知识型员工)(knowledgeable employee)视为合格投资者,因为从理论上说,这些人无论其净值如何,其金融成熟度都高。<sup>[84]</sup>该修订于2020年秋季生效,

[79] 2019年,发行人利用D条例第506(b)条规则下的豁免规定,大约筹集了14.92亿美元,相比之下,利用第506(c)条规则大约筹集了660亿美元,利用第504条规则大约筹集了2.28亿美元,利用A条例的两个层级大约筹集了10.42亿美元,利用《众筹条例》筹集了0.62亿美元。Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets, 85 Fed. Reg. 17,956, 17,958 tbl. 1 (proposed Mar. 31, 2020) (to be codified in scattered parts of 17 C. F. R.).

[80] See 17 C. F. R. § 230.501(a).

[81] 同上, § 230.501(a)(5)-(6)。然而,这些财富分界点并未根据通货膨胀进行调整。Elisabeth de Fontenay, *The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company*, 68 HASTINGS L. J. 445, 467 (2017)。

[82] SULLIVAN & CROMWELL LLP, SEC FINALIZES AMENDMENTS TO “ACCREDITED INVESTOR” DEFINITION 1 (2020), <https://www.sullcrom.com/files/upload/sc-publication-sec-finalizes-amendments-accredited-investor-definition.pdf> [ <https://perma.cc/244F-HGXW> ]; see also *generally* Accredited Investor Definition, 85 Fed. Reg. 64,234 (Oct. 9, 2020) (to be codified at 17 C. F. R. pts. 230, 240) (宣告变更情况)。

[83] See SULLIVAN & CROMWELL, 同前注[82], at 2.

[84] 同上。此外,定义上的变化扩大了有资格成为合格投资者的实体名单,并允许同居伴侣(spousal equivalent)将他们的收入或净值集中起来,从而有资格成为合格投资者。同上。

“旨在改进合格投资者的定义,更有效地识别具备参与私募资本市场的知识和专业技能、无须受《证券法》注册要求而获得额外保护的机构投资者和个人投资者”。<sup>[85]</sup>

尽管根据第 506 条规则发行证券不受《证券法》第 5 条烦琐注册要求的限制,D 条例下的私募证券发行人仍必须向非合格投资者提供特定材料,包括特定的非财务信息和财务信息。<sup>[86]</sup> 尽管非报告型发行人不需要向合格投资者提供任何特定信息,但他们通常需要向投资者提供私募备忘录(private placement memorandum)。<sup>[87]</sup> 私募备忘录通常提供有关发行人和所要发行证券的描述。<sup>[88]</sup> 重要的是,发行人所提供的信息通常不会被 SEC 审查或向 SEC 提交。<sup>[89]</sup> 由于在第 506 条规则下的 D 条例私募发行中,发行人不必提交注册声明和招股说明书,所以这些发行不适用《证券法》第 11 条和第 12 条的规定。<sup>[90]</sup> 因此,在这些发行过程中作出的重大虚假记载或误导性遗漏的责任,只能根据《交易法》第 10(b)条来追究。<sup>[91]</sup> 由于第 10(b)条和 10b-5 规则仅适用于故意作出的虚假陈述或“贸然不顾披露的准确性”作出的虚假陈述情形,因此,对于发行人因过失作出的虚假记载或遗漏,投资者不能获

---

[85] 同上, at 1-2. 该修订适用于 2020 年 11 月初开始的新发行。Larry W. Nishnick et al., *SEC Adopts Changes to “Accredited Investor” Definition*, DLA PIPER (Sept. 1, 2020), <https://www.dlapiper.com/en/us/insights/publications/2020/09/sec-adopts-changes-to-accredited-investor-definition/> [<https://perma.cc/642H-LQAP>].

[86] See 17 C. F. R. § 230.502(b)(2).

[87] See *Investor Bulletin: Private Placements Under Regulation D*, U. S. SEC. & ExcH. COMM'N, [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib\\_privateplacements.html](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_privateplacements.html) [<https://perma.cc/Z5A9-ZYG4>] (last modified Feb. 6, 2017).

[88] 同上。向合格投资者提供的任何信息也必须向任何非合格投资者提供。17 C. F. R. § 230.502(b)(2)(iv).

[89] See *Investor Bulletin: Private Placements Under Regulation D*, 同前注[87]。然而,发行人的确要提交 D 表格,D 表格“包括发行人、其管理层和发起人以及发行本身的简要情况”。参见同上。

[90] See ROBBINS, 同前注[77], at 2, 8-10. 然而,请注意,根据第 504 条规则进行的配售不能免除第 12 条的责任,因为根据第 3 条豁免发行的证券在第 12 条的责任制度中被特别提及。参见同上, at 9; see also 15 U. S. C. § 771(a)(2) (2019).

[91] ROBBINS, 同前注[77], at 10.

得赔偿。<sup>[92]</sup>

与在公开发行中出售的证券不同,根据 D 条例发行的证券是“受限”的,以确保它们暂停转让,而不是很快地被出售,以致被视为公开发行的一部分。<sup>[93]</sup> 在 D 条例发行中,投资者在出售证券前必须持有至少 1 年,除非他们可以适用一项单独豁免规定。<sup>[94]</sup> 通常来说,根据 D 条例私募发行的受限证券个人持有者就转售受限证券,依赖第 4 (a) (1) 条豁免的衍生规定[第 144 条规则、“第 4(a) (1 $\frac{1}{2}$ ) 条”或第 4 (a) (7) 条]。第 4 (a) (1) 条规定了“由发行人、承销商或交易商以外的任何主体进行的交易”免于第 5 条的注册要求。<sup>[95]</sup> 第 144 条规则对第 4 (a) (1) 条中的“承销商”含义作了以下解释:直接从发行人处获得证券的个人若持有证券满 1 年,并且可以在 1 年后将该受限证券出售给任何人,则该人将不会被视作“承销商”。<sup>[96]</sup> “第 4 (a) (1 $\frac{1}{2}$ ) 条”<sup>[97]</sup> 是通过判例法发展起来的,允许将受限证券转售给以投资为目的而不是以分销为目的购买的合格投资者。<sup>[98]</sup> 第 4 (a) (7) 条将“第 4 (a) (1 $\frac{1}{2}$ ) 条”的部分内容编入法典,则更加明确地允许将受限证券转售给

[92] 同上。

[93] See 17 C. F. R. § 230.502(d); *Investor Bulletin: Private Placements Under Regulation D*, 同前注[87]; see also ROBERT B. ROBBINS, PILLSBURY WINTHROP SHAW PITTMAN LLP, OFFERS, SALES AND REALES OF SECURITIES UNDER SECTION 4[A](1-1/2) AND RULE 144A, at 2-3 (2013), <https://www.pillsburylaw.com/images/content/4/8/v2/481/RobbinsSalesandResalesunder4112andRule144A2013.pdf> [https://perma.cc/M3D9-3BWQ].

[94] See 17 C. F. R. 230.144(d)(1)(ii) (关于不进行报告的发行人的一般规则); *Investor Bulletin: Private Placements Under Regulation D*, 同前注[87]。

[95] 15 U. S. C. § 77d(a)(1)。

[96] See *Securities Laws for Reselling Shares: How Section 4(a)(7) Compares to Other Available Securities Exemptions*, SPRINGMEYER L., <http://www.calstartuplawfirm.com/business-lawyer-blog/section-4a7-Fast-Act-resales.php> [https://perma.cc/7GBR-4ZYU] (last visited May 10, 2021)。

[97] 这不是一项法律规定或成文规则,因此在提及时通常带引号。参见同上。

[98] See Bradley Berman & Steven J Bleiberg, *Restricted Securities vs. Control Securities: What Are the Differences?*, THE CLS BLUE SKY BLOG (Jan. 14, 2014), <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/01/14/restricted-securities-vs-control-securities-what-are-the-differences/> [https://perma.cc/UZ7Z-C66B].

合格投资者。<sup>[99]</sup> 尽管受限证券的流动性不如公开市场证券,但是这些关于转售豁免规定为私募市场合格投资者和合格机构购买人(qualified Institutional Buyer)提供了多种变现投资的渠道。

第 144A 条规则可以被看作转售限制中最重要豁免条款,但它仅适用于特定实体。虽然根据 D 条例发行的证券是典型的权益性证券,但第 144A 条规则下的交易几乎只涉及债权证券。<sup>[100]</sup> 根据第 144A 条规则,除发行人和交易商外的任何人可以自由地将受限证券转售给其或其代理人合理地认为是合格机构购买人的投资者。<sup>[101]</sup> 第 144A 条规则还允许交易商或投资银行在“承销的私募发行”中购买证券,并可

---

[99] See 15 U. S. C. § 77d(a)(7). 新的第 4 (a)(7) 条豁免规定了私人卖方(除发行人或其子公司以外的个人和实体)可将证券转售给合格投资者。SIDLEYAUSTIN LLP, THE FAST ACT'S AMENDMENTS TO THE SECURITIES ACT: PRACTICAL IMPLICATIONS FOR ISSUES AND UNDERWRITERS 4 (2016), <https://www.sidley.com/~media/update-pdfs/2016/03/practice-note-the-fast-acts-amendments-to-the-securities-act.pdf> [<https://perma.cc/4ECAKNLU>]. 允许这些私下销售[像未编入法典的“第 4 (a)(1<sup>1/2</sup>) 条”豁免中的私下销售一样]的理论是,此类销售的私下性质意味着不存在证券的分销,卖方不是承销商。参见同上。因为不存在分销或承销证券,所以销售证券不需要注册。参见同上。根据第 4 (a)(7) 条豁免,不允许卖方进行公开劝诱,且如果证券最初是由一家非报告公司发行的,卖方“必须提供关于该公司的具体披露,包括财务信息”。参见同上。关于提供非报告公司信息的要求,将根据第 4 (a)(7) 条进行的转售与先前依赖于“第 4 (a)(1<sup>1/2</sup>) 条”进行的转售区别开来,并可能降低该条款的使用,因为“公司的配合将是使豁免可用的必要条件”。参见同上。

[100] See John Armour, Martin Bengtzen & Lucas Enriques, *Globalization, in SECURITIES MARKET ISSUES FOR THE 21ST CENTURY* 385, 424-25 (Merritt B. Fox et al. eds., 2018).

[101] See Robert B. Robbins, *Offers, Sales and Resales of Securities and General Solicitation Under Section 4(a)(1-1/2), Rule 144A, and the New Section 4(a)(7)*, PRAC. LAW., Oct. 2016, at 49, 50-52. 合格机构投资者被定义为拥有或管理的证券组合(于财政年终时确定的、按成本计算的)价值超过 1 亿美元的机构,拥有或管理至少 1000 万美元证券的注册代理商,以及(i)拥有或酌情投资至少 1 亿美元第三方证券且(ii)经审计净值至少为 2500 万美元的银行或储蓄贷款机构。参见同上。

以立即将证券通过大宗交易转售给合格机构购买人。<sup>[102]</sup> 虽然根据第 144A 条规则,发行人不能直接发行证券,但发行人可以将证券出售给金融中介机构(类似于传统 IPO 中的承销商),然后由金融中介机构“将证券转售给数量不限的合格机构购买人”。<sup>[103]</sup> 因此,第 144A 条规则为未注册证券的转售提供了便利,从而创造了一个“未注册证券的机构交易市场”。<sup>[104]</sup> 个人投资者甚至是合格投资者不能直接参与第 144A 条规则下的“发行”,他们只能通过合格机构购买人开立的账户中间接参与。<sup>[105]</sup> 总的来说,第 144A 条规则缩短了投资者的持有期限,降低了交易成本,从而提高了私募发行市场的流动性、发行效率和准入机会。<sup>[106]</sup>

在美国国内,对于那些试图进行私募证券豁免发行的公司来说,第 144A 条规则的作用是有限的,因为该规则下的证券“不得与在美国证券交易所上市的证券具有可替代性”。<sup>[107]</sup> 因此,美国封闭式公司根据 D 条例以私募方式发行权益性证券,合格机构购买人再根据第 144A

[102] 同上。纳斯达克运营着一个基于网络的平台,即私募发行、转售和交易系统(private offerings, resales, and trading through automated linkages, PORTAL),用以促进私募发行和合格机构投资者之间的私募转售。Press Release, NASDAQ, NASDAQ Announces Approval of the PORTAL Market Trading System (Aug. 1, 2007), <http://www.nasdaqtrader.com/Content/NewsAlerts/2007/headtraderalerts/hta2007-158.pdf> [<https://perma.cc/5TS7-L9H8>].

[103] See Kathleen Weiss Hanley, *The Economics of Primary Markets*, in SECURITIES MARKET ISSUES FOR THE 21ST CENTURY, 同前注[100], at 34, 91.

[104] COX ET AL., 同前注[10], at 379.

[105] See Robbins, 同前注[101], at 51. (“适用于第 144A 条规则的证券仅可向[合格机构投资者]发行或出售。”)

[106] See Robbins, 同前注[101], at 51.

[107] Armour et al., 同前注[100], at 424-25. 第 144 A 条规则通过排除下列证券的出售,防止在公开市场和私募市场上的“肩并肩”的证券出售:(1)“可代替”(fungible)证券,即在最初发行时,与在美国证券交易所上市的证券或在交易商间自动报价系统[不包括“粉单”(pink sheet)报价系统]中报价的证券属于同一种类的证券;(2)根据《1940 年投资公司法》(Investment Company Act of 1940)注册或要求注册的开放式投资公司、单位信托以及面额证券公司(face-amount certificate company)的证券。在证券发行时已确定转售资格,从而保留了在发行人成为公众公司之前私募发行的证券资格。Robbins, 同前注[101], at 52; see also 17 C. F. R. § 230.144A (d)(3) (2020).

条规则<sup>[108]</sup>交易这些证券。然而,外国发行人却可以利用第 144A 条规则来转售根据 S 条例发行的证券,因为 S 条例“为那些销售发生在美国境外、先前无须在美国进行任何定向销售努力的境外发行……提供了一个安全港”。<sup>[109]</sup>实际上,通过按照 S 条例构建发行结构,外国发行人可以“向美国境外的初始投资人进行出售……即使这些投资人会根据第 144A 条规则,立即将证券转售给合格机构购买人”<sup>[110]</sup>。由此,外国发行人可以通过第 144A 条规则转售给合格机构购买人,获得进入美国市场的实质性机会,同时仍然不受 SEC 的报告要求以及更严格责任标准的约束。但这样的结果是,只有合格机构购买人(而不是合格投资者或非合格投资者)能够投资于外国发行人的证券——尽管事实上该发行人很可能是其国内市场中的报告公司。

### (三) SEC 对私募市场发展的回应

尽管公开市场的市值经历了长达 10 年的飙升,但自 20 世纪 90 年代末以来,美国上市公司和 IPO 的数量在稳步下降。<sup>[111]</sup> 1996 年,约有 8000 家上市公司;到 2015 年,只有约 4300 家上市公司。<sup>[112]</sup> 与此相反,私募市场取得了惊人的发展,<sup>[113]</sup> 就总发行规模而言,甚至超过了公开市场。<sup>[114]</sup> 2014 年,私募市场发行规模为 2.1 万亿美元,而公开市场仅筹资 1.35 万亿美元。<sup>[115]</sup> 上文第二部分第(二)节所讨论的发行豁免使用,特别是第 506(b) 条规则的使用,刺激了私募市场的扩张。

---

[108] 相反,对于美国发行人而言,第 144A 条规则“发行”用于每年出售数十亿美元的投资级债务(investment grade debt)。Robbins, 同前注[101], at 51 & n. 4.

[109] Armour et al., 同前注[100], at 425; see also 17 C. F. R. § 230.903.

[110] MORRISON & FOERSTER LLP, FREQUENTLY ASKED QUESTIONS ABOUT RULE 144A, at 2 (2018), <https://media2.mofo.com/documents/faqrule144a.pdf> [<https://perma.cc/P5AM-Z9BN>].

[111] See Gao et al., 同前注[4], at 1663.

[112] See Louise Lee, *The Decline of the IPO*, STANFORD GRADUATE SCH. OF BUS. (Apr. 12, 2018), <https://www.gsb.stanford.edu/insights/decline-ipo> [<https://perma.cc/BZS4-K28X>].

[113] 在过去的 10 年中,专业机构管理的私募市场资产增长了 4 万亿美元。BERNOW ET AL., 同前注[1], at 2.

[114] See H. R. REP. No. 115-375, at 3 (2017).

[115] 同上。在 2014 年的 2.1 万亿美元私募发行中,有 1.3 万亿美元(62%)是通过 D 条例发行筹集的。同上。

私募市场的发展可能会破坏证券法所依赖的一个基本假设：当公司最终需要筹集大量资金时，它们将不得不通过公开发行的方式来进行。<sup>[116]</sup>如上所述，公开发行使公司受到更严格披露要求的约束，通过重要信息可获取性来提高市场的效率，并允许国会和 SEC 通过《萨班斯法》规定的披露要求，提高公司治理标准。<sup>[117]</sup>然而，公司可以在私募市场获得更多的资金，公司能够更久地推迟进入公开市场。此外，大量的封闭式公司正被其他公司收购，而不是寻求 IPO 的途径进行融资，<sup>[118]</sup>这些情形都进一步减少了公众公司的数量，并允许被收购公司在其整个生命周期中，避免作为独立公司遵循更严格的披露要求。这些市场的变化要求国会和 SEC 作出回应，以帮助促进公开市场的发展。

监管机构对这些市场变化的回应始于 2012 年，当时国会通过《JOBS 法》对证券法进行了全面改革。《JOBS 法》实施的举措，“旨在减轻对传统 IPO 的监管负担的同时，促进对资本市场的准入机会”。<sup>[119]</sup>这些举措主要针对新兴成长型公司 (emerging growth company) (年总收入低于 10 亿美元的公司)<sup>[120]</sup>，并允许此类公司：(1) 秘密递交初始注册声明，使 IPO 计划能够保密到程序后期；(2) “参与和某些潜在投资者的‘试水’沟通”；(3) 在注册声明中“仅提交两年经审计的财务报表”，而不是三年经审计的财务报表；(4) 豁免《萨班斯法》中某些公司治理要求。<sup>[121]</sup>这些改革的目的是，减轻成为公众公司相关的负担，包

[116] 关于传统的筹资流程，参见后注[202]~[206]。

[117] 参见前文第二部分第(一)节。

[118] See Thomas Chemmanur et al., *The Disappearing IPO Puzzle: New Insights from Proprietary U. S. Census Data on Private Firms 1* (Oct. 2020) (unpublished manuscript) (on file with the Columbia Business Law Review), [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3556993](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3556993).

[119] 1 BRENT A. OLSON, *PUBLICLY TRADED CORPORATIONS HANDBOOK* § 8.46, Westlaw (database updated Oct. 2020).

[120] 15 U. S. C. § 77b(a)(19) (2019).

[121] See Patrick J. Gallagher, Note, *Going Public Secretly: The SEC's Unavailing Effort To Increase Initial Public Offerings Through Confidential Registration*, 2019 COLUM. BUS. L. REV. 305, 322-23; 1 OLSON, 同前注[119], § 8.46 (mentioning the SOX exemption).

括后续的报告要求。2017年,SEC对《JOBS法》进行了扩展,允许“所有公司提交与首次公开发行相关的注册声明草案,以供不公开审查”。<sup>[122]</sup> 秘密递交程序背后的原因是,鼓励更多的公司寻求IPO。该程序确保公司可以在提交初始注册声明和回复美国SEC意见时,无须提醒公众或其竞争对手其目前存在的任何问题,从而使公司在撤回其注册声明时,不会有在公众面前感到尴尬的情形。<sup>[123]</sup>

2019年,SEC通过了一项允许所有公司使用“试水”进行沟通的规则,再次扩展了《JOBS法》规定。<sup>[124]</sup> “试水”赋予发行人预先评估市场兴趣的权利,允许其在提交注册声明之前与潜在投资者进行沟通,前提是这些投资者是(或发行人有理由相信他们是)合格机构购买人(qualified institutional buyer)或者机构合格投资者(institutional accredited investor)。<sup>[125]</sup> 鉴于保密注册声明范围的扩大,SEC采取允许所有公司“试水”的措施是合乎逻辑的,因为市场兴趣不足同样会阻碍公司进行IPO。<sup>[126]</sup> 随着“试水”适用的扩大,公司可以充分利用秘密递交过程所提供的选择权,因为它们可以在这一过程中较早地开始询价(book building),并在注册声明出现问题或认购不足的情况下撤回发行。<sup>[127]</sup> 这种“试水”的扩大,使所有公司能就首次发行和后续发行“评估机构投资者对潜在发行的看法”,并“更好地了解市场是否会支持它

---

[122] Press Release, U. S. Sec. & Exch. Comm'n, SEC's Division of Corporation Finance Expands Popular JOBS Act Benefit to All Companies (June 29, 2017) (emphasis added), <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-121> [<https://perma.cc/GZXB-F8R2>].

[123] See Gallagher, 同前注[121], at 308, 322.

[124] See Michael Zeidel, Andrew J. Brady & Ryan J. Adams, *SEC Expansion of "Testing - the - Waters" Communicationsto All Issuers*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Oct. 4, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/10/04/sec-expansion-of-testing-the-waters-communications-to-all-issuers/> [<https://perma.cc/2LTX-T5C2>].

[125] 同上。

[126] See Tom Zanki, *SEC's 'Test The Waters' Expansion Could Spur More Offerings*, LAW360 (Oct. 11, 2019, 12:03 PM), <https://www.cov.com/-/media/files/corporate/publications/2019/10/secs-test-the-waters-expansion-could-spur-more-offerings.pdf> [<https://perma.cc/8MTY-WLKC>].

[127] 同上。

们的发行”<sup>[128]</sup> 因此,在产生递交注册声明有关的巨额费用之前,公司可以评估发行是否会成功。<sup>[129]</sup>

尽管秘密递交和“试水”均旨在促进 IPO,但《JOBS 法》中的其他条款和随后的提案放松了对私募发行的监管制度,增加了公司在被视为《交易法》下的报告公司之前可以拥有的投资者数量,从而很可能促进私募市场的发展。<sup>[130]</sup> 例如,《JOBS 法》修订了 D 条例,允许公司在第 506(c) 条规则下的私募发行中,采用一般广告并劝诱合格投资者。<sup>[131]</sup> 像“试水”一样,这一规则的变化允许发行人在重大费用发生之前衡量投资者对发行的兴趣,而这在以前是不可能的。<sup>[132]</sup> 发行人可能会通过以下方式利用这一条款:利用互联网优势,进一步提升接触潜在投资者和衡量投资者兴趣的能力。<sup>[133]</sup>

在科技公司的游说下,《JOBS 法》还提高了会使发行人自动成为

[128] 同上。

[129] 像优步 (Uber) 和来福车 (Lyft) 这样的公司在 IPO 后股价下跌,而 WeWork 则以一种非常公开的方式取消了 IPO。一些人指出,如果“试水”对非新兴成长型公司有效,这些公司本可以从“试水”中受益,要么更成功地为 IPO 定价,要么会在公开沟通 IPO 之前衡量 IPO 的潜在失败的风险。同上。

[130] See ANNA T. PINEDO & DAVID LYNN, A QUICK GUIDE TO THE JOBS ACT 1, 4 tbl. Exchange Act Thresholds (2012), <https://media2.mofo.com/documents/120416-pli-quick-guide-jobs-act.pdf> [<https://perma.cc/7ZM6-N6XC>]. “但为了获准进行公开劝诱,发行人必须核实所有购买方(而非受要约人)均为合格投资者。”同上, at 5.

[131] 同上; see also RAFFI GARNIGHIAN, GONZALO GO & ANNA PINEDO, MAYER BROWN, GENERAL SOLICITATION AND GENERAL ADVERTISING 1 (2019), <https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/publications/2019/08/on-point-general-solicitation.pdf> [<https://perma.cc/GKU2-WK4S>]. SEC 和《JOBS 法》均未定义如何构成公开劝诱。同上。但是,第 502(c) 条规则规定以下内容可能构成公开劝诱:“(1) 在任何报纸、杂志或电视或广播电台上的类似媒体或广播上,发布的任何广告、文章、通知或其他通信;(2) 由于公开劝诱或一般广告邀请而参与的任何研讨会或会议。”同上 [quoting 17 C. F. R. 230. 502 (c) (2019)]. 在过去的 40 年中,SEC 亦一直通过无异议函 (no-action letter) 提供额外的指导。同上。

[132] 转引自 GARNIGHIAN ET AL., 同前注 [131], at 1 (描述本次改革的资本形成目标)。

[133] 同上, at 3, 6-7. SEC 已确认,发行人可以在提供投资机会之前,通过使用电子媒体来衡量投资者的适当性。同上, at 7.

报告公司的股东人数上限。<sup>[134]</sup> 在此之前,资产超过 1000 万美元的封闭式公司一旦拥有 500 个以上的登记股东,就会成为报告公司。《JOBS 法》将这一数字上调至 2000 名登记股东或 500 名非合格投资者,使公司能够拖缓上市的进度,将 IPO 推迟更长的时间。<sup>[135]</sup>

近期,即 2020 年 11 月 2 日,SEC 又宣布了一系列修正案,宣称旨在“协调、简化和改进多层且过于复杂的豁免发行框架”。<sup>[136]</sup> 自旨在降低当前框架的复杂性的“实质上按照提议”<sup>[137]</sup>的规则通过以来,“使某些未注册的私募发行”对小公司“更具吸引力”。<sup>[138]</sup> 该提案提高了公司在各种豁免下获准筹集的资金限额。具体而言,在 D 条例第 504 条规则下,可筹集的资本从 500 万美元提高到 1000 万美元;A 条例第二层级下,可筹集的资本从 5000 万美元提高到 7500 万美元;根据《众筹条例》进行的发行,可筹集的资本从 107 万美元提高到 500 万美元。<sup>[139]</sup> 它还允许根据《众筹条例》进行发行的发行人在向 SEC 报送资料前进行“试水”<sup>[140]</sup>,并修订了 A + 条例和《众筹条例》有关的资格限制。具体而言,投资者在投资根据《众筹条例》进行发行的发行人<sup>[141]</sup>时,可以使用特殊目的公司(special purpose vehicle),而已有 2 年未能提交《交

---

[134] See Paul Sloan, *Three Reasons Facebook Has To Go Public*, CNET (Jan. 31, 2012, 7:07 AM), <https://www.cnet.com/news/three-reasons-facebook-has-to-go-public/> [<https://perma.cc/B5N2-JTHN>].

[135] See Susan Beblavi, Note, *JOBS Act Title V: Raising Threshold for Registration*, 90 DENVER L. REV. ONLINE 63, 65-68 (2013).

[136] Press Release, U. S. Sec. & Exch. Comm'n, SEC Harmonizes and Improves “Patchwork” Exempt Offering Framework (Nov. 2, 2020), <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-273> [<https://perma.cc/KQ9W-3T2C>]. 修订案与 2020 年 3 月提出的更改保持一致。同上。

[137] *Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets*, 86 Fed. Reg. 3,496, 3521 (Jan. 14, 2021) (codified in scattered parts of 17 C. F. R. ).

[138] Zanki, 同前注[6]。

[139] See Press Release, U. S. Sec. & Exch. Comm'n, 同前注[136]; see also *Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets*, 86 Fed. Reg. at 3,498 tbl. 1.

[140] *Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets*, 86 Fed. Reg. at 3,523-24.

[141] 同上, at 3,544.

易法》第 13 条或第 15(d) 条规定的报告的公司,则不得进行 A 条例发行。<sup>[142]</sup>

此外,修订案还创设了第 241 条规则,这条新的豁免规定允许发行人利用与证券要约相关的“兴趣资料的一般征集”(generic solicitation of interest materials)制度,以使发行人能够“在产生准备和进行发行的费用之前”,衡量市场对豁免发行的兴趣。<sup>[143]</sup>但是,“取决于传播上述信息的方式,该要约可能被认定为公开劝诱”。<sup>[144]</sup>如果发行人使用兴趣资料征集的方式被认定为公开劝诱,则发行人可能会被禁止进行不允许公开劝诱的未注册发行,如第 506(b) 条规则发行。<sup>[145]</sup>

而对于第 506(c) 条规则发行来说,SEC 提议,在相关投资者提交书面证明的情况下,发行人可以假定上一次发行时的合格投资者仍是合格投资者,无须采取额外的步骤来核实他们的地位。<sup>[146]</sup>除了调整豁免发行的规定,新的修订案旨在通过给予发行人更多的灵活性,“使发行人能够优化其融资策略,降低其融资成本”。<sup>[147]</sup>然而,它对促进公开发行并没有任何作用。

[142] 同上, at 3,548 - 49.

[143] 同上, at 3,520. 拟议的第 241 条规则下的一般征集,就一般反欺诈规定而言,将被视为出售证券的要约。同上, at 3,521. 发行人根据这一新规则向潜在投资者发送的任何材料,都必须包含有关征集兴趣限制的免责声明。同上, at 3,522.

[144] 同上, at 3,521.

[145] 同上, at 3,522. 因此,如果发行人使用被视为公开劝诱的一般征集兴趣方式,但随后决定进行未注册的发行,而不是 A 条例或《众筹条例》下的豁免发行,那么,该发行人的唯一选择可能是依据第 506(c) 条规则[而不是第 506(b) 条规则]进行发行,因为第 506(c) 条规则允许公开劝诱,不过要求发行人采取额外措施验证所有购买者是合格投资者。参见前注[78]和相关文章内容(讨论第 506 条规则发行)。在这些情况下,如果基于禁止公开劝诱的豁免发行中的每个投资者相关的事实和情况,发行人合理认为,其(或代表其的任何主体)要么没有公开劝诱此类购买者,要么在禁止公开劝诱的豁免发行开始之前与此类购买者建立了实质性关系,那么,该发行人只能依赖第 506(b) 条规则进行发行。Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets, 86 Fed. Reg. at 3,522.

[146] See Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets, 86 Fed. Reg. at 3,527.

[147] 同上, at 3,551.

### 三、政策因素和并未作出回应的改革

《JOBS 法》的内容、随后颁布的规则以及近期的提案,都证明了 SEC 试图增加公司进入公开市场筹资的机会。然而,在许多情况下,这些努力反而使公司有更大的选择余地留在私募市场,导致私募市场不断发展。私募市场的兴起和公开市场的萎缩现象,引起人们争论是否应该将私募市场扩大到更广泛的投资者范围,以及这种扩大将如何影响已衰落的公开市场。但由于 SEC 试图单独解决每一市场中出现的问题,近期的改革努力似乎没有达到它们的目标,其作用反而有可能会相互抵消。本部分审视了对保护公开市场方面的一些政策考量,讨论最近的改革努力仍未适当解决的公开市场结构性问题和对扩大进入私募市场机会的一些论点,以及最近拟议改革努力的多重影响。

#### (一) 应该推动监管的政策因素

##### 1. 公开市场的好处

公开市场提供了一系列广泛的对公开市场投资者的好处和保护,这是私募市场基本上没有的,也很难在私募市场上复制。如果公众公司的数量继续减少,可利用的公开市场投资也随之减少,投资者就可能无法享受到这些好处。公开市场的监管机制促进了信息透明和有效证券定价。希望从公开市场筹资的公司,必须遵守针对保护较小和非成熟投资者的重大披露要求。<sup>[148]</sup> 针对欺诈的各种各样的公力救济和私力救济以及内幕交易法,进一步加强了强制性披露制度所创造的信息效率和价格透明度的环境。<sup>[149]</sup> 通过使投资者可获得的信息标准化,这种监督和强制性披露制度在为较小投资者提供公平竞争的投资环境方

---

[148] 参见前文第二部分第(一)节。

[149] See Elisabeth D. de Fontenay, Professor of L., Duke Univ. Sch. of L., et al., Comment Letter on Concept Release on Harmonization of Securities Offering Exemptions 3 - 4 (Sept. 24, 2019), <https://scholar.law.colorado.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1010&context=research-data> [<https://perma.cc/8BCC-FDAB>].

面,也起着至关重要的作用。<sup>[150]</sup>

公开市场的参与者可以依赖有效市场假说( efficient market hypothesis),确保为散户和成熟投资者进行有效定价,而不依赖个人的金融成熟度。<sup>[151]</sup> 在半强式( semi-strong form)有效市场假说下,由于投资分析师不断评估和调整价格来反映所有新信息,所有公开信息几乎会立即反映在证券的公开交易价格中。<sup>[152]</sup> 在具有流动性的公开证券市场中,个人可以确信,基于大量公开信息(而无须自行对新信息进行处理),交易中的价格能公允反映预期未来现金流的现值。<sup>[153]</sup> 相比之下,个人不能确定私募市场证券的价格在任何一个规定时点都是“公允的”,因为私募市场证券缺乏强制性的公开披露,流动性相对较差,评估此类证券准确的“市场价格”十分困难。此外,反欺诈保护和内幕交易法律在公开市场之外很难执行。<sup>[154]</sup> 因此,公开市场的信息效率和价格透明度是私募市场难以复制的。由于这些特征,公开市场常常成为私募市场的基准。例如,私募市场常常依赖公开市场价格作为公允定价的指标。<sup>[155]</sup> 公开市场证券的透明和高效性质,也使它们能够成为其他金融交易的可靠担保物。<sup>[156]</sup>

公开市场中证券的流动性很强,这使中小投资者能够支付较低的手续费,获得最佳交易执行价格,并通过出售他们在公开市场上的投资,迅速满足现金需求。<sup>[157]</sup> 从公众公司中退出的便利性以及公众公司的治理程序,也是投资者惩戒业绩不佳或管理不善的公司的工具。<sup>[158]</sup> 与此相反,私募市场证券的交易很少,投资者很难进行平仓——事实上,个人通常至少在1年内不能交易许多受限证券。<sup>[159]</sup> 这给散户投资

---

[150] 同上, at 3.

[151] See Haq, 同前注[29], at 65 – 66.

[152] 同上, at 66.

[153] 同上。

[154] See de Fontenay et al., 同前注[149], at 9.

[155] 同上, at 3.

[156] 同上。

[157] 同上, at 4.

[158] 同上。公众公司的公司治理程序包括独立审计委员会、委托代理程序和证券交易所上市标准。同上。

[159] 参见前注[94]的相关文章内容。

者造成了很大的流动性风险,因为他们更有可能“有机构投资者通常不会有的资金流动性需求”。<sup>[160]</sup>此外,鉴于私募市场缺乏流动性和治理程序,通常情况是,只有具有很强的讨价还价能力和金融成熟度高的投资者,才能够对表现不佳的封闭式公司进行惩戒。<sup>[161]</sup>

除了侵蚀公开市场的定价和流动性优势之外,放任公开市场规模大幅缩水还会降低散户和机构投资者的收益,并增加其风险。首先,公开市场使散户投资者能够通过指数基金实现分散投资的目的,并因此降低风险。<sup>[162]</sup>由于私募市场不能为资金并不雄厚的个人投资者提供有意义的分散投资(diversification)机会,因此,公开市场规模的大幅缩减将会增加这些投资者的风险。<sup>[163]</sup>公开市场能为资金充足的机构投资者提供有价值的分散投资机会,因为私募股权基金主要投资于私募

---

[160] See de Fontenay et al. , 同前注[149], at 8.

[161] 同上, at 9.

[162] 同上, at 3.

[163] See Interview by the Columbia Program in L. & Econ. of Cap. Mkts. with Anonymous Interviewees (2019) [*hereinafter* Special Study Interview]; cf. also de Fontenay et al. , 同前注[149], at 6(声称高净值投资者已经涌入私募市场,剩下的投资方式并不适合散户投资者)。有关本文中所提及的访问的讨论,See Merritt B. Fox et al. , *Distributed Ledger Technology and the Securities Markets of the Future: A Stakeholder Survey*, 2021 COLUM. BUS. L. REV. 652. 设定受益计划(defined benefit plan),如养老金计划,是私募市场和私募基金的重要投资者。因此,如果任何个人由于其合格投资者身份而无法投资私募发行或私募基金,该个人可以通过养老金计划等获得多样化的收益。然而,大多数散户投资者并不主张通过设定提存计划(defined contribution plan)[401(k)计划]获得一些分散投资的好处。See Michael Doherty, Partner, Ropes & Gray LLP, et al. , Comment Letter on Concept Release on Harmonization of Securities Offering Exemptions 6 (Sept. 24, 2019), <https://www.sec.gov/comments/s7-08-19/s70819-6190355-192429.pdf> [<https://perma.cc/83YQ-BY3M>]. 虽然这些计划不被禁止投资私募基金,但对私募基金的投资实质上是有限的,因为在行使信义义务时,设定提存计划的受托人必须考虑投资的流动性。参见同上, at 6-7.

市场,与标准普尔 500 指数不完全相关。<sup>[164]</sup> 因此,公开市场中公司数量的缩减,无疑也减少了机构投资者分散投资的机会。其次,如下文第三部分第(一)节第 3 点所述,私募市场为公司的早期成长提供高回报,而散户投资者目前被排除在这些回报之外。然而,这些回报通常是通过承担更高风险获得的,并且通常受机构投资者的运营和金融成熟度的驱动。<sup>[165]</sup> 对于缺乏金融成熟度和适当建议的投资者而言,投资私募市场的风险可能会“呈指数级上升”,预期回报也会显著下降。<sup>[166]</sup> 最后,私募市场信息披露匮乏对散户投资者的影响,可能远远大于对机构投资者的影响,因为机构投资者通常具有较高金融成熟度和获取必要信息的谈判能力。

由于私募市场中散户和机构投资者之间的这种信息不对称,一旦允许个人甚至是合格投资者直接投资私募市场,可能会造成“柠檬”问题。换句话说,最有价值的私募市场投资机会将流向机构投资者,而留给个人投资者的机会最为渺茫。<sup>[167]</sup> 由于这些投资可能是由不受监管的主体发起,散户投资者可能获得的是不满足美国金融业监管局适当性标准或《最佳利益条例》(Regulation Best Interest)的投资机会。<sup>[168]</sup> 这些问题由于缺乏客观数据,也很难解决。尽管美国金融业监管局要求经纪商为面向个人的投资提交私募证券发行文件,但这样的披露仍

---

[164] See de Fontenay et al., 同前注[149], at 11-12; Miriam Gottfried, *Private - Equity Firms Are Raising Bigger and Bigger Funds. They Often Don't Deliver*, WALL ST. J. (June 18, 2019, 8:00 AM) (on file with the Columbia Business Law Review), <https://www.wsj.com/articles/private-equity-firms-are-raising-bigger-and-bigger-funds-they-often-dont-deliver-11560859200> (指出资产规模在 100 亿美元以上的私募股权基金与标普 500 指数的相关系数为 0.62,而规模低于 3.5 亿美元的基金与标普 500 指数的相关系数仅为 0.38)。

[165] See Special Study Interview, 同前注[163]。

[166] 同上。有关在顾及中小投资者缺乏运营和金融成熟度的同时,如何增加中小投资者对私募市场的进入机会的讨论,参见后文第四部分第(二)节。

[167] See de Fontenay et al., 同前注[149], at 6.

[168] 同上, at 7. For the suitability rule, see FINRA R. 2111 (Fin. Indus. Regul. Auth., Inc. 2020). For Regulation Best Interest, see 17 C. F. R. § 240.151-1 (2020).

然不太可能完整地反映面向个人私募市场投资的性质。<sup>[169]</sup>

通过披露制度、对不遵守该制度的公司实行强制措施的可能性,以及对有效市场假说的依赖,公开市场确保投资者能够对证券价格的准确性产生信心,限制证券流动性风险,并免受管理不善的公司影响。使公开市场萎缩的监管改革不仅会削弱这些关键的保护措施,还会对其他市场产生不利影响。<sup>[170]</sup> 因此,对私募市场进行改革时,应当考虑对公开市场可能产生的不利影响。

## 2. 公开市场的结构性问题是市场进入的阻碍因素

尽管公开市场很重要,维护公开市场的论据也很有说服力,但近期的改革并未对公开市场存在的基本结构性问题作出回应。公司能够在私募市场上筹集大量资金,这些结构性问题的存在可能会阻碍它们“成为公众公司”。如下文第四部分所讨论的,为了维护公开市场,鼓励公司成为公众公司,应当解决这些结构性问题。本条强调的结构性问题是指成为公众公司的高成本,以及公司以牺牲长期发展为代价注重短期收益的压力。

成为公众公司的成本很高,与筹集私募资本相反,IPO 的前景可能会因为成本过高使人望而却步。<sup>[171]</sup> 例如,在 IPO 的过程中,公司必须在提交注册声明时花费大量的时间和金钱。在传统发行方式中,发行

---

[169] See Special Study Interview, 同前注[163]。只有约 1/5 的私募证券(private placement offerings)系通过经纪人提供,而这些证券往往属于小众投资。See, e. g., MARY M. DUNBAR, DLA PIPER, FINRA ISSUES GUIDANCE ON PRIVATE PLACEMENT RETAIL COMMUNICATIONS 2 (2020) (指南表示,大约 1/5 的 D 条例发行有经纪商参与), [http://pdf.dlapiper.com/pdfrenderer.svc/v1/ABCpdf9/GetRenderedPdfByUrl//FINRA% 20issues% 20guidance% 20on% 20private% 20placement% 20retail% 20communications. pdf/? url = https://www. dlapiper. com: 443% 2Fen% 2Fus% 2Finsights% 2Fpublications% 2F2020% 2F07% 2Ffinra - issues - guidance - on - private - placement - retail - communications% 2F% 3F% 26pdf% 3D1&attachment = false](http://pdf.dlapiper.com/pdfrenderer.svc/v1/ABCpdf9/GetRenderedPdfByUrl//FINRA%20issues%20guidance%20on%20private%20placement%20retail%20communications.pdf/?url=https://www.dlapiper.com:443%2Fen%2Fus%2Finsights%2Fpublications%2F2020%2F07%2Ffinra-issues-guidance-on-private-placement-retail-communications%2F%3F%26pdf%3D1&attachment=false) [https://perma.cc/ZHM5-3DVP].

[170] See de Fontenay et al., 同前注[149], at 3.

[171] 如果成为公众公司的好处,比如为早期投资者提高证券流动性不足以抵销注册和持续披露要求的成本,公司可能会决定继续依赖于私募融资方式。

人必须委托承销商先以一定折扣购买证券,<sup>[172]</sup>然后由承销商进行“询价”,承销商在向本次证券发行时的初始购买人销售证券时获利。<sup>[173]</sup>尽管近期的改革<sup>[174]</sup>旨在降低成为公众公司的费用,但它们可能只是推迟产生这些费用,而不是降低这些费用。例如,将“试水”的范围扩大到所有发行人,并不一定会降低成为公众公司的成本。当发行人决定公开发行人时,它仍然被要求支付与发行有关的法律和承销费用。因此,上述改革只是推迟产生这些费用。在“试水”之后认识到发行不会成功的发行人肯定会在短期内节省成本,但如果他们最终决定还是要进行 IPO,仍然会产生类似支出。这可能是上述改革没有使 IPO 数量增加的一个重要原因。<sup>[175]</sup>

SEC 试图通过改革,降低成为公众公司的成本,但市场参与者实际上已经采取了能降低这一成本的替代措施。比如,最近公开市场的两种趋势,均是为了降低成为公众公司的成本:直接上市(direct listing)和特殊目的收购公司(special purpose acquisition company, SPAC)。直接上市是一种公司“不直接向公众出售其股票,也不需要投资银行家的传统承销协助”的上市方式。<sup>[176]</sup>前独角兽公司 Spotify 和 Slack 分别在

---

[172] 明确支付给承销商的这种折扣或“价差”(spread),平均占每个 IPO 项目总收益的 7%。See Susan Chaplinsky, Kathleen Weiss Hanley & S. Katie Moon, *The JOBS Act and the Costs of Going Public*, 55 J. ACCT. RscH. 795, 807 tbl.2 (2017). 这还不包括支付给会计师、律师以及其他中介机构的占总收益 2% 的费用,以及由于定价过低产生的占总收益 13% ~ 14% 的隐性成本(承销商因低估 IPO 价值导致部分收益实质上从发行人流入承销商选择的机构投资者手中)。同上。

[173] See Frederick A. Elmore IV, *When, as, and if How an Obscure Security Could Make Initial Public Offerings More Efficient*, 14 VA. L. & Bus. REV. 1, 10 (2020).

[174] 关于这些改革的总结,参见前文第二部分第(三)节。

[175] 关于经验研究的讨论,参见后注[217] ~ [223] 相关文章内容。

[176] See *The Rise of Direct Listings: Understanding the Trend, Separating Fact from Fiction*, FENWICK (Dec. 5, 2019), <https://www.fenwick.com/insights/publications/the-rise-of-direct-listings-understanding-the-trend-separating-fact-from-fiction> [<https://perma.cc/RA85-XFGZ>].

2018年和2019年公开上市时,都选择了直接上市。<sup>[177]</sup>与IPO不同,直接上市不是筹资事件,它是现有员工和投资者向公众出售股票的机会。<sup>[178]</sup>不过,如下文第四部分第(二)节第1点第(2)项所述,SEC已批准纽约证券交易所(以下简称纽交所)和全国证券交易商协会自动报价系统(以下简称纳斯达克)提出的允许某些公司同时进行直接上市和发行新股筹资的提案。

SPAC是由发起人组建的公司,其目的是通过IPO在交易所筹集的资本,收购一家公司,并且通常是收购一家封闭式公司。<sup>[179]</sup>如果“空白支票公司”(blank check company)在IPO后的规定时间内(通常是2年)没有进行收购,所有筹集的资金将退还给投资者。<sup>[180]</sup>在这2年期间,SPAC通常会通过反向并购(reverse merger)收购一家封闭式公司,并购后的存续实体是原封闭式运营公司,它通过“去SPAC(de-SPAC)”交易成为股份公开交易的公司。<sup>[181]</sup>SPAC IPO最近变得越来越受欢迎,一些人将2020年称为“SPAC年”。<sup>[182]</sup>截至2020年10月,SPAC占2020年完成IPO总体的66%。<sup>[183]</sup>这样的趋势在降低成为公

---

[177] See Bob Pisani, *Slack Going Public in a Red – Hot IPO Market, with a Twist*, CNBC, <https://www.cnbc.com/2019/06/20/slack-going-public-in-a-red-hot-ipo-market-with-a-twist.html> [ <https://perma.cc/XNB8-TYEA> ] (last updated July 16, 2019, 3:33 PM).

[178] See *Direct Listing*, CORP. FIN. INST., <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/direct-listing/> [ <https://perma.cc/S2LW-9JFP> ] (last visited Mar. 6, 2021).

[179] See Kevin LaCroix, *Rain on the SPAC Parade?*, THE D&O DIARY (Oct. 12, 2020), <https://www.dandodiary.com/2020/10/articles/director-and-officer-liability-rain-on-the-spac-parade/> [ <https://perma.cc/5C6L-ZL25> ].

[180] 同上。

[181] 同上。

[182] See James Dunne, 2020: *The Year of the SPAC*, YAHOO! : ENT. (Jan. 5, 2021), <https://www.yahoo.com/entertainment/2020-spac-194704978.html> [ <https://perma.cc/P48A-QFR4> ]; see also Dave Michaels & Alexander Osipovich, *Blank – Check Firms Offering IPO Alternative Are Under Regulatory Scrutiny*, WALL ST. J. (Sept. 24, 2020, 4:34 PM) (on file with the Columbia Business Law Review), <https://www.wsj.com/articles/blank-check-firms-offering-ipo-alternative-are-under-regulatory-scrutiny-11600979237>.

[183] See LaCroix, 同前注[179]。

众公司成本方面的功效,会在第四部分第(二)节第1点中讨论。

除了成为公众公司所需的巨大成本外,保持公众公司地位的成本也可能是一种威慑。由于强制性披露要求和与这些披露有关的潜在诉讼威胁,报告公司面临巨大成本。普华永道的一项研究估计,成为公众公司的年平均成本在100万美元到190万美元。<sup>[184]</sup> 由于这些成本的存在,公司可能只有动力维持封闭式公司形式。<sup>[185]</sup> 随着《萨班斯法》的通过,公司的合规成本大幅增加,因为报告成本的很大一部分与遵守该法案的披露制度有关。而根据公司的规模,遵守该法案的成本增量从每年10万美元不到至每年200多万美元。<sup>[186]</sup> 出于对投资者的保护,《萨班斯法》改善了财务报告的内部控制,一些组织已经意识到这一改善对整个公司产生了积极的影响。<sup>[187]</sup> 然而,对于考虑成为公众公司的封闭式公司来说,这些巨大成本却可能对其产生一种威慑效应。根据《JOBS法》<sup>[188]</sup>颁布的有关新兴成长型公司免于遵守《萨班斯法》披露要求的豁免规定,可能会减轻一些对新兴成长型公司的威慑效应。但事实上,有证据表明,《萨班斯法》合规成本并不是小公司避免IPO<sup>[189]</sup>或在IPO后表现不佳的主要原因。<sup>[190]</sup> 非新兴成长型公司的封闭式公司,像最近仍是封闭式公司形式的科技独角兽公司(估值超过10亿美

[184] See STEPHANIE REVERING ET AL., PRICEWATERHOUSECOOPERS, CONSIDERING AN IPO TO FUEL YOUR COMPANY'S FUTURE?: INSIGHTS INTO THE COSTS OF GOING PUBLIC AND BEING PUBLIC 14 (2017), <https://www.pwc.com/us/en/deals/publications/assets/cost-of-an-ipo.pdf> [<https://perma.cc/ND9V-KTAR>] (报道记载了2/3受访首席财务官提供的成本范围)。

[185] 同上。

[186] 报告显示大约1/3的组织每年在《萨班斯法》合规上花费至多50万美元,而“一半的组织支出不足100万美元”。PROTIVITI, UNDERSTANDING THE COSTS AND BENEFITS OF SOX COMPLIANCE 1 (2016), [https://www.protiviti.com/sites/default/files/united\\_states/insights/2016-sox-survey-protiviti.pdf](https://www.protiviti.com/sites/default/files/united_states/insights/2016-sox-survey-protiviti.pdf) [<https://perma.cc/Z9DK-KRV3>]. 然而,“相当数量的大规模公司”每年花费超过200万美元。同上。

[187] 同上, at 29.

[188] 关于《JOBS法》及其豁免,参见前注[119]~[121]相关文章内容。

[189] See John C. Coates & Suraj Srinivasan, *SOX After Ten Years: A Multidisciplinary Review*, 28 ACCT. HORIZONS 627, 638 (2014).

[190] See Gao et al., 同前注[4], at 1690.

元的公司)和十角兽公司(decacorn)(估值超过100亿美元的公司)<sup>[191]</sup>,会在成为公众公司时,立即受到《萨班斯法》规定的所有披露要求的约束,而无法像新兴成长型公司一样只需遵守《JOBS法》较宽松的披露要求。

另一个可能阻碍公司成为公众公司的重要结构性因素是,公众公司受到来自投资者的更大压力。市场参与者评论说,公开市场旨在奖励短期利益,而不是长期业绩和战略。<sup>[192]</sup>这对散户投资者尤其不利,因为他们倾向于通过指数基金持有长期头寸,而不是满足于使用算法交易实现利益的短期战略。<sup>[193]</sup>

这种对短期利益的关注可能由几个原因造成。首先,短期表现不佳的公众公司可能会受到激进投资者的攻击,这些激进投资者可能会促使董事会采取剥离资产(divestiture)或实施降低成本的措施,促进短期收益增长。<sup>[194]</sup>其次,《交易法》中季度报告制度也可能会助长短期主义。<sup>[195]</sup>季度报告可能会因为定期提供市场信息而提高价格效率,并可能会通过披露公司的财务状况促进投资者保护。事实上,一些人坚持认为季度报告是提高公司经营状况透明度的一项重要机制,以便投资者和监管机构能够获取作出投资和监管决策所需的信息。<sup>[196]</sup>然而,其他人认为,在季度报告制度下,需满足短期收益预期的压力可能会造成“柠

---

[191] See Begum Erdogan et al., *Grow Fast or Die Slow: Why Unicorns Are Staying Private*, MCKINSEY & Co. (May 11, 2016), <https://www.mckinsey.com/industries/technology-media-and-telecommunications/our-insights/grow-fast-or-die-slow-why-unicorns-are-staying-private> [https://perma.cc/2SL8-NK4X].

[192] See Special Study Interview, 同前注[163]。

[193] 同上。

[194] 关于短期主义的讨论,可以参考 John C. Coffee, Jr. & Darius Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 41 J. CORP. L. 545, 573-81 (2016),这一话题引起了相当多的争论。

[195] See Press Release, U. S. Sec. & Exch. Comm'n, SEC Solicits Public Comments on Earnings Releases and Quarterly Reports (Dec. 18, 2018), <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-287> [https://perma.cc/FL2A-JMZU].

[196] See Michael Posner, *Why Quarterly Reporting from Business Makes Sense*, FORBES (Aug. 17, 2018, 1:46 PM), <https://www.forbes.com/sites/michaelposner/2018/08/17/why-quarterly-reporting-from-business-makes-sense/> [https://perma.cc/CY74-XNJ7].

檬”问题,因为它会阻碍具有长期愿景的公司成为公众公司,“剥夺经济创新和机会”。<sup>[197]</sup> 由于封闭式公司没有具体的报告要求,也就没有季度收益压力,此类公司可能会更自由地去追求长期目标和独特的愿景。此外,21世纪的公司可能需要利用私募股权市场的隐私保护和治理灵活性的优势,保持灵活并更持续地创新。<sup>[198]</sup>

公开市场的好处(早期投资者享有的流动性)无法抵消公司成为公众公司和保持公众公司地位的令人望而却步的成本和影响。在此情形下,上述每个结构性问题都可能单独或共同产生影响,使公司更愿意在私募市场融资,而不是通过 IPO 融资。

### 3. 扩大私募市场准入的考虑因素

尽管公开市场仍保持着对投资者保护的“黄金标准”地位,<sup>[199]</sup>但私募市场也提供了前景广阔的投资机会,因为目前绝大多数投资者由于不是合格投资者而被排除在私募市场之外。<sup>[200]</sup> 投资者保护确实是 SEC 首要考虑的问题,但允许封闭式公司在无须进入公开资本市场的情况下便可成长为庞然大物,将有效地阻止非合格投资者直接参与一些发展前景令人振奋公司的成长,如美国太空探索技术公司(SpaceX)或 Instacart(都是维持封闭式公司形式的独角兽公司)的成长。<sup>[201]</sup> 当

[197] Jamie Dimon & Warren E. Buffett, *Short – Termism Is Harming the Economy*, WALL ST. J. (June 6, 2018, 10:00 PM) (on file with the Columbia Business Law Review), <https://www.wsj.com/articles/short-termism-is-harming-the-economy-1528336801>.

[198] See Jerold L. Zimmerman, *The Role of Accounting in the Twenty First Century Firm*, ACCT. & BUS. RSCH. 485, 499 (2015). 齐默尔曼(Zimmerman)解释说,与19世纪和20世纪依赖通过流动性股票筹集大量实物资本的企业相比,“21世纪的企业……更多地依赖知识型人才,以积累无形资产”。同上, at 487. 由于只拥有少量的实体财产用作债务担保物,这些企业更有可能转向私募市场而非向公开市场吸收资本。同上。

[199] See de Fontenay et al., 同前注[149], at 2.

[200] See Accredited Investor Definition, 85 Fed. Reg. 64,234, 64,272 (Oct. 9, 2020) (to be codified at 17 C. F. R. pts. 230, 240). 受通货膨胀影响,约有13%的美国家庭符合合格投资者标准,而1983年仅有2%的美国家庭符合合格投资者标准。同上。

[201] See *The Complete List of Unicorn Companies*, CB INSIGHTS, <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies> [ <https://perma.cc/7CLP-JY82> ] (last visited Mar. 2, 2021).

然,事情并不总是这样。创业公司的传统成长轨迹包括多轮私募融资,通常最终都会进行 IPO 和公开上市。<sup>[202]</sup> 多轮融资包括来自亲朋好友的初始启动资金,以及来自天使投资者的额外资金,这些种子资金用于创业公司早期成长;还包括一系列风险资本的融资,用于为公司发展提供资金,直到投资者能够通过 IPO 或战略投资者的收购来变现。<sup>[203]</sup> 风险投资者(venture investor)对这类公司的第一次投资和退出之间的时间间隔通常是 7 年。<sup>[204]</sup> 这个周期与大多数风险资本基金(通常上限是 10 年)的时间表一致。<sup>[205]</sup> 公司在私募市场经过 7 年的成长并进入公开市场后,传统的散户投资者可以通过直接投资公司股票或持有多样化的指数基金,参与公司的持续成长。<sup>[206]</sup>

截至 2014 年,封闭式公司,尤其是科技公司,维持公司形式的时间更长了,平均为 11 年,而私募资金正在产生越来越多的独角兽公司和十角兽公司。<sup>[207]</sup> 随着公司维持封闭式形式的时间延长,非合格投资者错过了公司发展最迅猛的阶段。<sup>[208]</sup> 事实上,从 2017 年到 2019 年,进

---

[202] See Seth C. Oranburg, *Democratizing Startups*, 68 RUTGERS U. L. REV. 1013, 1032 (2016).

[203] 同上。

[204] 同上。

[205] 同上。

[206] See Frank Partnoy, *The Death of the IPO*, ATLANTIC (Nov. 2018), <https://www.theatlantic.com/magazine/archive/2018/11/private-inequity/570808/> [<https://perma.cc/8ZNL-RV4S>]. 值得注意的是,中小投资者确实有机会通过共同基金投资封闭式公司。然而,根据《1940 年投资公司法》(Investment Company Act of 1940)第 22e-4 条规则,注册的开放式投资基金(open-ended investment fund)最多只能将其资产的 15% 投资于非流动性投资(私募投资),以确保基金能每日赎回。17 C. F. R. § 270.22e-4(b)(1)(iv) (2020). SEC 还规定 15% 的限制适用于注册的封闭式基金(closed-end fund),除非该基金仅面向合格投资者。See Doherty et al., 同前注[163], at 9 & n. 54, 10 & n. 55.

[207] See Erdogan et al., 同前注[191]。

[208] See Matt Phillips & Erin Griffith, In This Tech I. P. O. Wave, Big Investors Grab More of the Gains, N. Y. TIMES (Mar. 28, 2019), <https://www.nytimes.com/2019/03/28/business/startups-ipo.html> [<https://perma.cc/EM2C-KYV8>].

行 IPO 公司的市值平均下跌了 8%，而标准普尔 500 指数上涨了 12%。<sup>[209]</sup> 由于公司维持封闭式形式的时间延长，这些公司的早期成长将越来越多地被最富有的投资者所实现。这些投资者可以投资于风险基金，或直接投资于 D 条例发行，并在高估值的 IPO 中“套现”。<sup>[210]</sup> 推迟给予中小投资者投资高成长性封闭式公司的机会，很可能会增加财富不平等，而证券法的施行也可能已经在加剧这种不平等。<sup>[211]</sup> 非合格投资者不能投资于对冲基金、私募股权基金或风险投资基金，从而错失了平均回报高于公募股权投资工具的机会。<sup>[212]</sup> 限制非合格投资者投资于私募股权和潜在在高成长性的投资工具，已经“使投资精英相对于中产阶级更加富有”。<sup>[213]</sup> 随着私募市场的不断发展，继续将非合格投资者大范围地排除在私募市场之外，很可能加剧财富不平等。

## (二) 零散改革并未对政策考量作出回应

如前所述，对公开市场和私募市场的政策考量，呈现相互竞争的趋势。为此，监管机构试图以权宜之计来解决这些问题。在过去 10 年陆续出台立法和制定规则，试图通过《JOBS 法》和随后颁布的规则来激励公司成为公众公司，从而保护公开市场。<sup>[214]</sup> 但种种证据表明，这些举措取得的效果有限。而且，最近私募市场因早期成长回报的良好前景，导致各方力求扩大豁免发行框架。<sup>[215]</sup> 总体而言，公开市场和私募市场的改革似乎正在增加公司维持封闭式形式的的能力，而没有能够在这种能力与推动公司成为公众公司的激励措施之间提供适当的平衡。

《JOBS 法》旨在通过减轻 IPO 过程的成本负担，缩减某些持续披

[209] 同上。这表明，公众公司在公开发行时的市值被高估，进而剥夺了中小投资者在公司高成长时期的收益。然而，应该谨慎对待该统计数据——仅依赖标准普尔 500 指数，会让人觉得公司表现良好，而且由于这些被统计的公司每月都会被添加至标准普尔 500 指数中或从中被删除，因此，使用上述指数作为基准可能会产生选择偏见。

[210] See Partnoy, 同前注[206]。

[211] See Kevin G. Bender, *Giving the Average Investor the Keys to the Kingdom: How the Federal Securities Laws Facilitate Wealth Inequality*, J. BUS. & SEC. L., Spring 2016, at 1, 26–28.

[212] 同上，at 26.

[213] 同上，at 36.

[214] 参见前文第二部分第(三)节。

[215] 参见前注[136]~[147]相关文章内容。

露义务和公司治理要求,从而鼓励新兴成长型公司走向公开市场。<sup>[216]</sup>然而,这些变化是否有意义地增加了新兴成长型公司的 IPO 数量,相关的证据表明,其效果并不特别明显。<sup>[217]</sup>在某些行业,特别是在生物技术公司中,有证据表明《JOBS 法》对 IPO 的增加产生了积极意义。<sup>[218]</sup>最近的一项研究发现,“在《JOBS 法》施行后的 6 年期间,生物技术公司 IPO 数量增加了 219%”。<sup>[219]</sup>这一研究表明,从理论上说,新兴成长型公司的《JOBS 法》合规成本降低,对生物技术公司非常重要,因为生物技术公司在获得美国食品药品监督管理局(Food and Drug Administration)的批准之前,必须在研发上投入大量资金。<sup>[220]</sup>在这个行业中,这些与资本相关的成本,使这些公司成为 IPO 的主要候选者。由于 IPO 后的合规成本降低,生物技术公司能够在无营收情况下向公众筹集更多资金,并将资本集中投在研发上,而不是用在完成通常对上市公司强制更高的披露义务上。<sup>[221]</sup>重要的是,这项研究发现“没有证据表明成为公众公司的生物技术公司的质量会下降”。<sup>[222]</sup>然而,将新兴成长型公司作为一个整体进行更广泛的研究后发现,在这些公司成为公众公司的

---

[216] 参见前文第二部分第(三)节。

[217] See Gallagher, 同前注[121], at 329-30. 例如,一项研究发现,在《JOBS 法》施行后的两年里,IPO 的数量增加了 50%。但另一项研究表明,小公司(即《JOBS 法》针对的公司)的 IPO 数量并没有显著增加。参见同上, at 327-28 [first citing Michael Dambra, Laura Casares Field & Matthew T. Gustafson, *The JOBS Act and IPO Volume: Evidence that Disclosure Costs Affect the IPO Decision*, 116 J. FIN. ECON. 121, 122 (2015); and then citing Carlos Berdejó, *Going Public After the JOBS Act*, 76 OHIO ST. L.J. 1, 35 (2015)]。

[218] See Craig M. Lewis & Joshua T. White, *Deregulating Innovation Capital: The Effects of the JOBS Act on Biotech Startups 2* (Aug. 21, 2020) (unpublished manuscript) (on file with the Columbia Business Law Review), [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3640852](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3640852).

[219] 同上。

[220] 同上, at 2-3.

[221] 同上。

[222] 同上, at 33.

质量方面,结果却并不令人满意。<sup>[223]</sup>

虽然最近的一些数据表明,《JOBS 法》增加了新兴成长型公司 IPO 的数量,但披露要求的放宽,似乎降低了这些公司成为公众公司的质量。<sup>[224]</sup> 在提供了内部控制管理报告的新兴成长型公司申请人中,有 46% 的公司报告了公司治理方面的重大弱点,<sup>[225]</sup> 而在交易所上市的新兴成长型公司报告的重大控制弱点数量,却是在交易所上市的非新兴成长型公司报告重大控制弱点的 2 倍。<sup>[226]</sup> “这表明,《JOBS 法》关于新

[223] See *The JOBS Act at Five: Examining Its Impact and Ensuring the Competitiveness of the U. S. Capital Markets: Hearing on the Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)*, Pub. L. No. 112 - 106, 126 Stat. 306 (2012) Before the H. Subcomm. on Cap. Mkts., Sec. & Inv. of the H. Comm. on Fin. Servs., 115th Cong. 8 (2017) [hereinafter *JOBS Act Hearing*] (statement of Andy Green, Managing Director of Economic Policy, Ctr. for Am. Progress).

[224] 同上, at 8 - 9. 在一版未经口头供述的证词中,格林(Green)指出,《JOBS 法》施行以来,87% 的 IPO 是由新兴成长型公司申请人进行的,因为他们能够利用《JOBS 法》中适用于其的较宽松的监管标准。ANDY GREEN, CTR. FOR AM. PROGRESS, *THE JOBS ACT AT FIVE: EXAMINING ITS IMPACT AND ENSURING THE COMPETITIVENESS OF THE U. S. CAPITAL MARKETS: TESTIMONY BEFORE THE U. S. HOUSE OF REPRESENTATIVES SUBCOMMITTEE ON CAPITAL MARKETS, SECURITIES AND INVESTMENT 3* (2017) (citing EY, *UPDATE ON EMERGING GROWTH COMPANIES AND THE JOBS ACT* (2016), [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-update-on-emerging-growth-companies-and-the-jobs-act-november-2016/\\$FILE/ey-update-on-emerging-growth-companies-and-the-jobs-act-november-2016.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-update-on-emerging-growth-companies-and-the-jobs-act-november-2016/$FILE/ey-update-on-emerging-growth-companies-and-the-jobs-act-november-2016.pdf)), [https://perma.cc/87V5-XP7X](https://docs.house.gov/meetings/BA/BA16/20170322/105717/HHRG-115-BA16-Wstate-GreenA-20170322.pdf)). 然而,新兴成长型公司的标签仅仅是一个公司规模暗示,并不表示公司“令人兴奋或富有创新性”。同上。事实上,如按资产计算公司规模,多数新兴成长型公司申请人“是房地产投资信托、州立和联邦特许商业储蓄银行以及药物制剂公司”,而不是我们通常所说的“成长型”公司。参见同上 [citing KEVIN MURPHY, TOSHA WILLIAMS & HARSHA SAMARAWEEERA, *WHITE PAPER ON CHARACTERISTICS OF EMERGING GROWTH COMPANIES AS OF MAY 15, 2016*, at 12 (2016), <https://pcaobus.org/EconomicAndRiskAnalysis/ORA/Documents/White-Paper-on-Characteristics-of-Emerging-Growth-Companies-May-2016.pdf>] [<https://perma.cc/DUV2-STDE>].

[225] See *JOBS Act Hearing*, 同前注 [223], at 8 (statement of Managing Director of Economic Policy, Ctr. for Am. Progress).

[226] See GREEN, 同前注 [224], at 4.

兴成长型公司无须进行《萨班斯法》审计鉴证的条款,对发行质量产生了负面影响。”<sup>[227]</sup> 2017年的一项研究发现,在《JOBS法》施行之前,新兴成长型公司的资产回报率比非新兴成长型公司平均低10.6%,但在该法案通过后的前4年,这一差距扩大到了21.8%。<sup>[228]</sup> 最后,一项由查普林斯基(Chaplinsky)、汉利(Hanley)和穆恩(Moon)进行的实证研究表明,虽然《JOBS法》可以降低公司成为公众公司的成本,但这种降低可能以牺牲资本形成和股票流动性为代价。<sup>[229]</sup> 这项研究发现,与《JOBS法》施行前进行IPO的类似规模公司相比,新兴成长型公司发行人面临价格下跌增加了76%,并由此得出结论,认为这可能是由于投资者可获得的发行人信息减少了,而投资者不愿意为他们无法充分评估的股票支付那么多钱。<sup>[230]</sup> 平均来说,对于受《JOBS法》宽松披露要求影响的新兴成长型公司发行人,其IPO后市场价值大约下降了3%。<sup>[231]</sup>

2017年和2019年将秘密递交和“试水”优势扩大至非新兴成长型公司,其整体效果仍有待观察。一项对秘密递交扩大影响的分析研究发现,在SEC于2017年扩大秘密递交范围后的一年中,非新兴成长型公司的IPO数量和在市场中的IPO比例均未增加。<sup>[232]</sup> 既然非新兴成长型公司也能够“试水”,可能更多的该类公司将开始推进IPO程序。但是,鉴于这一变化最近是于2019年9月发生的,再加上2020年上半年的市场动荡因素,此次扩大对公开市场发展的影响尚不清楚。

---

[227] 同上。

[228] See Kai Lu, *The JOBS Act and Post IPO Performance of EGC Firms 20* (Feb. 1, 2017) (unpublished manuscript) (on file with the Columbia Business Law Review), [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2927722](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2927722). 尽管在《JOBS法》施行之后新兴成长型公司的回报可能低于非新兴成长型公司的回报,但应该注意的是,公司质量未必是这种差距的唯一原因。新兴成长型公司与非新兴成长型公司相比,规模更小,成立时间更短,因此也可能无法表现得像非新兴成长型公司申请人那样良好。因此,将不同的披露要求作为导致差异化表现的原因,可能是不恰当的。

[229] See *Chaplinsky et al.*, 同前注[172], at 799.

[230] 同上, at 797-99. 在IPO申请中,新兴成长型公司可能会对财务和高管薪酬的披露进行限制。参见同上, at 796-97.

[231] 同上, at 800.

[232] See *Gallagher*, 同前注[121], at 348 tbl.7(显示了2015年至2017年的相似比例)。

《JOBS 法》在吸引公司进入公开市场方面成效有限,这可以归因于它未能解决公众公司持续衰退背后的促因。近几十年来的市场结构变化和监管规则选择,改变了公司决定成为公众公司时的成本效益分析。从历史上看,为换取接触更广泛的投资者群体即社会公众的机会,公司承担了成为公众公司的成本。<sup>[233]</sup> 然而,如上文第三部分第(一)节第2点所述,多年来的监管显著增加了公司成为公众公司并维持公众地位所需的成本。与此同时,最近的改革却增加了公司维持封闭式形式的好处。这些改革使公司能够更久地维持封闭式形式,扩大能够在私募市场投资的投资者类别,从而增加了可用私募资本的数量。<sup>[234]</sup>

《JOBS 法》允许甚至是规模最大的公司通过增加其在被视为报告公司前可以拥有的登记股东数量,从而更久地延迟成为公众公司。<sup>[235]</sup> 脸书(Facebook)是游说增加登记股东数量的公司之一,它就是一个很好的例子。<sup>[236]</sup> 2011年,Facebook在完成一轮私募融资(当时估值500亿美元)之后不久,就达到了之前规定的500名股东的门槛。<sup>[237]</sup> 由于当时《JOBS 法》尚未签署成为法律,这从根本上迫使这家科技巨头公

[233] See de Fontenay, 同前注[81], at 466.

[234] 参见前文第二部分第(二)节至第(三)节。

[235] 参见前注[134] - [135]相关文章内容。

[236] See Sloan, 同前注[134]。

[237] 同上。该次募资因其本身结构和可能存在违反劝诱与沟通规则,而受到SEC的密切关注。See Michael J. de la Merced, *Facebook Completes \$1.5 Billion Fund Raising Round*, N. Y. TIMES: DEALBOOK (Jan. 21, 2011, 4:50 PM), <https://dealbook.nytimes.com/2011/01/21/facebook-completes-1-5-billion-fundraising-round/> [https://perma.cc/RZ2P-R7SX]. 该交易的结构是,起初由高盛(Goldman Sachs)自掏腰包4.5亿美元投资Facebook,然后是高盛向其客户筹集15亿美元,用于投资于一个专为投资Facebook设立的特殊目的实体。See *The Goldman Sachs Facebook Deal: Is this Business as Usual?*, KNOWLEDGE@WHARTON (Jan. 19, 2011), <https://knowledge.wharton.upenn.edu/article/the-goldman-sachs-facebook-deal-is-this-business-as-usual/> [https://perma.cc/89F8-QXJ2]. 这个基金将作为单一投资者,确保Facebook满足股东人数不超过499人的限制。同上。据沃顿金融学教授大卫·韦塞尔斯(David Wessels)说,这种结构“可能符合法律的文意,但肯定不符合法律的精神”。同上。然而,由于筹资消息的泄露及引发的广泛关注,人们担心这次发行可能违反SEC的沟通禁令。同上。最后,高盛仍然投资了4.5亿美元,但将外部投资限制在外国人身上,以确保不违反任何规则。同上。

司只能成为一家报告公司。<sup>[238]</sup> 如果《JOBS 法》在 2012 年前生效, Facebook 就可以等到其股东数量达到原来的 4 倍时再进入公开市场。

此外,投资者希望能够对创业公司进行股权投资,而《众筹条例》本身可以被视为对这一愿望作出的临时监管回应,它使低于一定净值或年收入上限的投资者能够进行有限的投资。<sup>[239]</sup> 更重要的是,如下文第四部分第(一)节所述,SEC 决定扩大合格投资者定义<sup>[240]</sup>,却不将财富门槛与通胀挂钩,这将进一步扩大能够投资于私募市场的投资者数量。最后,SEC 在 2021 年 1 月敲定的新规则<sup>[241]</sup>增加了通过各种豁免发行所能筹集的资金总额。总而言之,我们认为这些改革措施,并没有在鼓励进入公开市场和解决私募市场发展之间取得合适的平衡。

#### 四、哥伦比亚大学专题研究的建议和观点

到目前为止,自《JOBS 法》施行以来所进行的零散改革,并没有在有意义地增加公众公司数量的同时,为公司创造更大的维持封闭式形式的选择权。如果要在鼓励公司走向公开市场和扩大进入私募市场的机会之间取得合适的平衡,就需要先考虑拟议变化同时对这两个市场的影响,再采取更协调的方式。这一方式包括确保准入私募市场的投资者范围仅扩大到那些能够充分保护自己免受风险的投资者。为此,在短期内,我们建议将合格投资者的定义与通胀挂钩,并将获得受托人建议的投资者纳入其中。

然而,要想补救公开市场上公司数量下降的问题,就需要对公开市场的结构性问题进行深入的考察。鉴于这两个市场都发生了重大变化,对整个市场结构进行全面考察的时机已经成熟。由于包括技术发展和金融创新在内的根本性变化,今天的市场与之前几十年的市场有了巨大不同。为了有效地改革监管方式,有必要对这些变化背后的驱

---

[238] See Sloan, 同前注[134]。

[239] 参见前注[60]~[61]相关文章内容。

[240] 参见前注[8]。

[241] 参见前注[136]~[147]相关文章内容。

动因素进行全面考察。因此,从长远来看,我们呼吁对哥伦比亚大学法律 and 经济学项目主席对其倡导的一项专题研究进行资助。

### (一) 对合格投资者定义的补充修订

考虑到私募市场可以为知识型投资者带来巨大利益,最佳策略是将准入私募市场的投资者范围扩大到金融成熟度高或能获得适当投资建议的投资者。合格投资者的定义或许是实现这一目标的最重要工具。<sup>[242]</sup> 由瑞斯顿·普瑞纳公司一案来看,<sup>[243]</sup> 我们认为证券法应当在投资者成熟度与投资者保护、信息披露和法律责任之间建立一种有弹性的平衡。SEC 通过将合格投资者定义扩展到包括符合特定认证标准的个人投资者,在一定程度上正朝着这一方向前进。<sup>[244]</sup> 然而,此次修订并未解决合格投资者定义中一些最紧迫的问题,即修订后的合格投资者定义未能将通货膨胀因素纳入考量<sup>[245]</sup> (这意味着每年都有更多的个人投资者可以获得合格投资者的资格),或未能以其他方式保护最弱势的投资者。为更好地平衡投资者保护与扩大私募市场准入之间的关系,我们建议将合格投资者定义与通胀挂钩,并对其进行修订,纳入可以获得受托人建议的投资者。<sup>[246]</sup>

包括学者、监管者、投资者和行业组织在内的多个团体,都表示支持将合格投资者定义中的财富门槛与通胀挂钩。<sup>[247]</sup> 事实上,未能将通

[242] See Press Release, Allison Herren Lee, Comm'r, U. S. Sec. & Exch. Comm'n & Caroline Crenshaw, Comm'r, U. S. Sec. & Exch. Comm'n, Joint Statement on the Failure To Modernize the Accredited Investor Definition (Aug. 26, 2020), [https://www.sec.gov/news/public-statement/lee-crenshaw-accredited-investor-2020-08-26#\\_ftn1](https://www.sec.gov/news/public-statement/lee-crenshaw-accredited-investor-2020-08-26#_ftn1) [<https://perma.cc/V97D-AYFG>].

[243] SEC v. Ralston Purina Co., 346 U. S. 119 (1953).

[244] Accredited Investor Definition, 85 Fed. Reg. 64,234, 64,241 (Oct. 9, 2020) (to be codified at 17 C. F. R. pts. 230, 240).

[245] 同上, at 64,254.

[246] 2017年,财政部发布了一份报告,建议扩大合格投资者定义,将获得受托人建议的投资者包括在内。TEVEN T. MNUCHIN ET AL., U. S. DEP'T OF TREASURY, A FINANCIAL SYSTEM THAT CREATES ECONOMIC OPPORTUNITIES: CAPITAL MARKETS 44 (2017), <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/documents/a-financial-system-capital-markets-final-final.pdf> [<https://perma.cc/BH3G-22R3>].

[247] See Press Release, Lee & Crenshaw, 同前注[242]。

胀纳入考量,已经导致符合合格投资者资格的家庭数量自1983年以来增加了550%<sup>[248]</sup>这一扩张与投资者的成熟度完全无关。SEC的理由是,将通胀因素纳入考量会减少私募市场的资本供给,并且是不必要的,因为如今的投资者能够通过互联网获得更多的信息。<sup>[249]</sup>然而,SEC对《众筹条例》下的投资所采取的监管方式削弱了这一理由。众筹投资者往往拥有较小的资本供给,并且只能接收相对有限的信息,但是众筹投资的规则却对投资限制和财富门槛都根据通胀情况进行了调整。<sup>[250]</sup>此外,私募市场贡献了2019年筹集新资本总额的70%。<sup>[251]</sup>因此,尽管将通胀纳入考量可能会对私募市场中的可用资本产生负面影响,但跟这种担忧相比,我们似乎更需要确保只有那些能够理解和承担私募市场风险的投资者才能投资于私募市场。<sup>[252]</sup>此外,关于私募市场的信息仍然匮乏,包括有多少次发行,投资者对投资回报或面临欺诈风险时的表现如何,个人投资者的比例是多少,以及有多少投资者会因为该定义的修订而成为合格投资者等。<sup>[253]</sup>而对这些信息的了解,可以帮助形成对“合格投资者”更有针对性的重新定义。

最近修订的合格投资者定义,也没能减少可能在私募市场中面临

---

[248] 同上。

[249] 同上[quoting Amending the “Accredited Investor” Definition, Securities Act Release No. 10,824, at 79, 145 (Aug. 26, 2020), <https://www.sec.gov/rules/final/2020/33-10824.pdf>] [<https://perma.cc/H5FR-QW7B>]. SEC认为,当今的投资者由于互联网的出现而能获得更多信息的理由,是站不住脚的。仅在互联网上获得更多信息,与投资者能否“自我保护”,或是否成熟、足以分析关于封闭式公司有时有限的公开信息无关。同上。

[250] See EDWARD JOHN GRATTAN II, BUCHANAN INGERSOLL & ROONEY PC, THE SEC ADOPTS INFLATION ADJUSTMENTS AND OTHER TECHNICAL AMENDMENTS UNDER THE JOBS ACT 1 (2017), <https://www.bipc.com/assets/PDFs/Insights/The%20SEC%20Adopts%20Inflation%20Adjustments%20and%20Other%20Technical%20Amendments%20Under%20the%20JOBS%20Act.pdf> [<https://perma.cc/ZL4U-BSJB>].

[251] See Press Release, Lee & Crenshaw, 同前注[242] (citing Amending the “Accredited Investor” Definition, Securities Act Release No. 10,824, at 5)。

[252] 同上(强调保护非成熟投资者免受私募市场风险的重要性)。

[253] 同上 (quoting Amending the “Accredited Investor” Definition, Securities Act Release No. 10,824, at 102, 104, 110)。

欺诈风险的投资者数量。<sup>[254]</sup> 私募市场投资通常缺乏信息披露和流动性,使投资者面临更大的欺诈风险。<sup>[255]</sup> 尽管 SEC 能注意到合格投资者定义中的财富门槛并不直接导致此类欺诈发生,但该财富门槛由于允许更多非成熟投资者进入私募市场,可能间接导致此类欺诈的发生。<sup>[256]</sup> 修订合格投资者定义,纳入可以接受顾问指导的投资者,由于这些顾问均受到信义标准(fiduciary standard)约束,这将比目前的修订更好地解决前述提及的风险。<sup>[257]</sup> 该提案要求私募市场投资者由 1 名受托人提供建议,从而确保非机构投资者至少能够意识到私募市场存在的特有风险。负有信义义务的顾问始终都应以客户最大利益为出发点行事,这是其法定义务。<sup>[258]</sup> 同样地,负有信义义务的信托投资顾问或经济自营商(broker-dealer)还有一项法定义务,为仅在某项私募市场投资符合客户最大利益的情况下,才能推荐该投资。因此,接受由受到信义标准约束的顾问建议的投资者,可以实现“自我保护”,应当享有在私募市场进行投资的机会。此外,负有信义义务但未能尽到其信义责任的顾问,应当对客户承担民事损害赔偿责任。<sup>[259]</sup> 除这一信义义务标准外,对客户来说充满竞争的市场预期,将提高经纪自营商和投资顾

[254] 同上。

[255] 同上。老年投资者尤其容易受到此类欺诈。老年人之所以财富丰厚,是因为时间的积累,而不是金融成熟度,并且,如今财富越来越集中在老年家庭。因此,未注册发行经常被用来欺诈老年投资者。See RACHITA GULLAPALLI, MISCONDUCT AND FRAUD IN UNREGISTERED OFFERINGS: AN EMPIRICAL ANALYSIS OF SELECT SEC ENFORCEMENT ACTIONS 4, 19 (2020), <https://www.sec.gov/files/Misconduct%20And%20Fraud%20In%20Unregistered%20Offerings.pdf> [<https://perma.cc/5JKD-UWC8>]

[256] See Press Release, Lee & Crenshaw, 同前注[242]。

[257] 此外,在净值门槛因通货膨胀而被调整后,原先合格的投资者可能不再符合标准。而对基于顾问的合格投资者的定义,将确保这些人仍能够通过顾问投资私募市场。

[258] See *Information for Newly-Registered Investment Advisers*, U. S. SEC. & EXCH. COMM'N (Nov. 23, 2010), <https://www.sec.gov/divisions/investment/advooverview.htm> [Q9VG-8VFP].

[259] See Jonathan N. Eisenberg, *The Year in Review: SEC Enforcement Actions Against Investment Advisers*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Dec. 19, 2016), <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/19/the-year-in-review-sec-enforcement-actions-against-investment-advisers/> [<https://perma.cc/NWD6-ZY6F>].

问的谨慎标准,因为他们的商业模式依赖于其声誉,以及客户对其业务的持续需求。因此,市场力量应该对信义务标准起到补充作用,以确保顾问提供高质量的投资建议。

要求不符合特定知识标准的非机构投资者由一位受托人提供建议,将降低私募市场上有限披露所带来的风险。许多私募“投资很可能达不到美国金融业监管局所规定的‘适当性’标准,以及 SEC 最近通过的《最佳利益条例》标准”——这两个标准的严格性都不如信义务标准。<sup>[260]</sup> 负有义务的顾问会向投资者提出上述风险建议,并很可能对此类高风险投资提出防范建议,甚至可能会使投资者获得相对机构投资者而言更有前景的投资机会。这都将可能减轻私募市场上散户投资者目前面临的信息不对称问题。<sup>[261]</sup> 由此可见,拟修改的定义还将限制私募市场上散户投资者可能面临的损失风险。最后,拟议修订将最大限度地减少不知情的投资,以及在负有信义务顾问擅长于基本面价值分析的情况下,使投资者更大范围的知情。这将提高投资价格的准确性,进而促进资本投资。我们相信,拟议修订若与其他使公开市场更具吸引力的措施相结合,将会使私募市场的资本分配更加有效,同时对公开市场造成的不利影响减到最小。

在扩大合格投资者定义的同时,SEC 还应该考虑调整私募市场中的法律责任标准。如先前所讨论的,私募市场中的法律责任标准要远低于公开市场中的法律责任标准。<sup>[262]</sup> 在公开市场中,公司的董事和高管对公司注册声明或持续披露中的任何重大虚假陈述都要承担绝对法律责任。相反,封闭式公司的董事和高管仅会因投资者所依赖的鲁莽虚假陈述,承担《交易法》规定的一般欺诈标准下的法律责任。虽然这些公司的确会根据这一标准被认定承担责任,<sup>[263]</sup> 但这一标准仍然比公

---

[260] See de Fontenay et al., 同前注[149], at 7.

[261] 关于这种不对称性,参见前注[167]~[169]相关文章内容。

[262] 关于这一讨论,参见前注[21]~[26]、[90]~[92]相关文章内容。

[263] See, e. g., Erika L. Robinson, Rosemary G. Reilly & Yoon - Young Lee, *SEC Reaffirms the Broad Reach of Rule 10b - 5 to Private Companies*, WILMERHALE (Dec. 22, 2011), <https://www.wilmerhale.com/en/insights/publications/sec-reaffirms-the-broad-reach-of-rule-10b-5-to-private-companies-december-22-2011> [<https://perma.cc/WUV9-HEKW>].

众公司承担责任的标准要低得多。因此,如果在没有额外的投资者保护措施到位的情况下,为扩大私募市场的投资者群体,那么,SEC 就应该考虑建议国会将私募市场的责任制度从欺诈标准改为过失标准,以便更好地保护投资者。

上述对合格投资者定义的修正建议,将财富标准与通胀挂钩,并纳入可获得受托人建议的个人投资者,可能会减少有能力在私募市场进行投资的个人数量。为了减轻这些变化的影响,并安全地扩大非合格投资者进入私募市场的机会,SEC 还应该考虑允许非合格投资者投资于公开交易基金(publicly traded funds),再由公开交易基金投资于私募市场。<sup>[264]</sup> 允许中小投资者投资于开放式或封闭式公开交易共同基金,该类基金用于对私募市场进行投资,将会增加中小投资者分散投资的机会,同时也能确保投资者的流动性。<sup>[265]</sup> 此外,雇主资助的设定提存计划,即 401(k) 计划,也可以是非合格投资者用来投资于私募市场的工具。尽管《1974 年雇员退休收入保障法》(Employee Retirement Income Security Act of 1974)并不禁止设定提存计划用于投资私募基金,但是由于私募基金中的股份流动性有限,以及计划顾问(plan advisor)作为受托人所面临的诉讼风险,该等投资并不普遍存在。<sup>[266]</sup> 为促进通过 401(k) 计划投资私募市场基金,美国劳工部(Department of Labor)应当做到:(1)就受托人在作出与其信义义务相符的投资决定时,可能考虑的全部因素给予明确的指引;(2)“为在长期退休基金投资方面见多

---

[264] See John Finley, *Expanding Retail Access to Private Markets* 10 (Nov. 2019), <https://www.sec.gov/spotlight/sbcfac/expanding-retail-access-to-private-markets-finley.pdf> [<https://perma.cc/2TPK-PARR>].

[265] 当然,允许这样做,需要修改《1940 年投资公司法》中关于开放式基金投资非流动资产的限制。See Doherty et al., 同前注[163], at 9 & n. 54, 10. 然而,这样的提议可能会给开放式基金带来流动性问题。如果该基金投资了大量的非流动性封闭式公司,而基金出现了抛售,那么在赎回方面可能会出现问题。同上, at 9 n. 54. 与只投资于可以在市场中售出的公开交易证券的共同基金不同,投资受限证券的基金在基金抛售时,可能需要在豁免转售中出售这些证券。

[266] 同上, at 12.

识广、作出善意努力的计划受托人扩大[诉讼]安全港范围”。<sup>[267]</sup>

无论是采用以受托人为基础的合格投资者定义,还是允许非合格投资者通过基金进行投资,都将大大降低根据第 506(b) 条规则向非合格投资者发行证券的边际成本。因为,如果发行人根据第 506(b) 条规则向非合格投资者发行证券,发行人目前必须向该等投资者提供其向合格投资者提供相同信息披露的内容。<sup>[268]</sup> 提供这些额外信息披露的边际成本很高,因此在实践中,一般不建议发行人根据第 506(b) 条规则向非合格投资者发行证券。<sup>[269]</sup> 然而,负有信义义务的顾问或基金可以被认定为单一的合格投资者。因此,这两种解决方案中的任一种(或两种),都会以更具成本效益的方式在确保非合格投资者受到充分保护的同时,可以根据第 506(b) 条规则向非合格投资者发行证券。

SEC 最近发布了《最佳利益条例》,这是一项针对提供投资建议的经纪自营商的新规则。<sup>[270]</sup> 《最佳利益条例》是一项新的行为标准,高于现行的适当性标准,但低于投资顾问必须遵守的信义义务标准。<sup>[271]</sup> 目

---

[267] 同上, at 12-13. 值得注意的是,2020 年 6 月 3 日,劳工部确实就此事发布了一批指导意见;然而,尽管这些指导意见可能使得针对 401(k) 受托人投资私募基金的诉讼更难获胜,但它并没有完全“免除[受托人的]责任”。See Lydia Wheeler, *Private Equity Options for 401(k)s Bring Litigation Uncertainty*, BLOOMBERG: L. (June 4, 2020, 3:54 PM), <https://news.bloomberglaw.com/employee-benefits/private-equity-options-for-401ks-bring-litigation-uncertainty> [ <https://perma.cc/5ECM-4RGZ> ]. 指导意见函的结论是,受托人不会仅因为其提供了一个带有私募股权成分的专业管理资产配置基金而违反信义义务。Letter from Louis J. Campagna, Chief, Div. of Fiduciary Interpretations, U. S. Dep't of Lab., to Jon W. Breyfogle, Groom Law Grp. 5 (June 3, 2020), <https://www.dol.gov/sites/dolgov/files/EBSA/about-ebsa/our-activities/resource-center/information-letters/06-03-2020.pdf> [ <https://perma.cc/ZKP8-HX62> ]. 但同时,指导意见函还提醒,受托人仍然必须“进行客观、全面和分析性的过程,将资产配置基金与不包括私募股权成分的适当替代基金进行比较,预期投资分散和提高投资回报的机会,以及与私募股权成分相关的复杂性”。同上, at 5-6.

[268] 参见前注[78]相关文章内容。

[269] 参见前注[78]。

[270] 17 C. F. R. § 240.151-1 (2020).

[271] *Compared id.* § 240.151-1(a) (《最佳利益条例》), with FINRA R. 2111(a) (Fin. Indus. Regul. Auth., Inc. 2020) (适当性), and *Information for Newly-Registered Investment Advisers*, 同前注[258] (信义义务)。

前尚不清楚《最佳利益条例》将如何在实践中实施。因此,我们建议,SEC 目前不要将合格投资者定义扩大到“包括接受经纪自营商根据《最佳利益条例》标准提供建议的投资者”。

尽管有上述潜在好处,但采纳对合格投资者定义的修改方案,可能会让封闭式公司利用这一定义的漏洞,在保持封闭式公司形式的同时,成为事实上的公众公司。为了防止这种情况发生,SEC 应该审查适用于私募市场证券交易平台的规则,以及因为此类市场活动而拥有大量股东封闭式公司的后果。在这方面,我们建议,SEC 应当考虑修改《交易法》第 12(g) 条,要求公司进行报告的股东门槛改回至 500 人。<sup>[272]</sup>

## (二) 通过新专题研究解决与公开市场有关的结构性问题

尽管通过以上建议的方法扩大可进入私募市场的投资者范围,将有助于保护中小投资者免受私募市场风险的影响,但鉴于公开市场目前的结构和监管方式,私募市场仍然会比公开市场更具吸引力。为了研究保护公开市场的方法,我们支持哥伦比亚大学一项新专题研究的继续进行,该研究系资本市场法律与经济学项目主席所倡导,我们还建议增加对该项研究的资助。该项研究旨在促进对“市场微观结构和监管改革之间关系”的更好理解,由 3 个阶段组成。<sup>[273]</sup> 第一阶段于 2018 年夏季完成,最终以出版书籍的形式,确定了当今最紧迫的证券监管问题,并明确了哪些问题已被现有文献所回答,哪些问题需要进一步的实证研究。<sup>[274]</sup> 第二阶段是在上述工作的基础上,就“被认为最重要的”法律和经济问题,对证券监管机构和私人行为者展开问卷调研,并召开了一次为期一天的会议,以明确近期和预期技术变革对市场结构变化的影响。<sup>[275]</sup> 这一阶段最终将发布一份项目结项报告,在报告中会“概述最终研究,并具体说明”解决所提出问题所需的研究大纲。<sup>[276]</sup> 最后,如果资金到位,第三阶段将于 2021 年开始,将实施项目结项报告中确

---

[272] 关于这一门槛的变更信息,参见前注[134]~[136]相关文章内容。

[273] See The New Special Study of the Securities Market, 同前注[7]。

[274] See generally, SECURITIES MARKET ISSUES FOR THE 21ST CENTURY, 同前注[100]。

[275] See The New Special Study of the Securities Market, 同前注[7]。

[276] 同上。

定的研究方向。<sup>[277]</sup> 最终公布的报告将提供给国会、相关监管机构和社会公众。<sup>[278]</sup>

本文的这一部分分析了可在上述研究第三阶段进行进一步探讨的潜在问题,其中许多问题已在第二阶段调查中已经得到强调。具体地说,评论者建议该项研究应探讨的领域包括以下几点:(1)如何使成为公众公司的过程更具成本效益;(2)如何在降低投资者保护标准的情况下,减少持续报告费用;(3)如何确保公司把重点放在长期增长,而不是短期收益报告上;(4)如何利用新技术使公司和投资者受益。本文接下来的讨论,并非对公开市场结构问题的详尽分析,相反,它旨在说明当前市场环境的哪些方面对成为公众公司或维持封闭式公司形式决定有重大影响,但这仍需要进一步研究以确定适当的监管改革。

#### 1. 使进入公开市场更具成本效益

成为公众公司的成本一直是 SEC 近期改革关注的重点,但这些改革在实际降低成本方面收效甚微。<sup>[279]</sup> 为进一步解决发行人在进行 IPO 时所面临的成本问题,专题研究应该考虑对 IPO 流程所做的 3 个潜在改变,每个改变的目标都是降低成本,并确保发行人能够使用在首次公开中筹集到的资金,为其成长提供资金。第一个改变是利用 SPAC 交易的趋势变得流行;第二个改变是纽交所在 2020 年 6 月提出修改直接上市相关条款的提案;第三个改变是允许 pre-IPO 发行市场 (when-issued market),以帮助减少 IPO 抑价。

##### (1) 特殊目的收购公司交易

如前文所述,SPAC 交易涉及一家“空白支票”公司通过反向并购收购另一家封闭式公司,从而有效地使先前非公开交易股票的公司无须通过 SEC 繁杂注册流程的情况下,便可“成为公众公司”。<sup>[280]</sup>

---

[277] 同上。

[278] 同上。

[279] 参见前文第三部分第(三)节。

[280] 有关 SPAC 的先前讨论,参见前注[179]~[183]相关文章内容。

SPAC 交易最近空前流行:2020 年,SPAC 筹集的资金与过去 10 年一样多;<sup>[281]</sup>截至 2021 年 2 月中旬,约有 400 家 SPAC 寻求收购;<sup>[282]</sup>截至 2021 年 3 月中旬,在 2021 年发生的 302 次 IPO 中,有 80% 应归功于 SPAC。<sup>[283]</sup>一些人将 SPAC IPO 吹捧为一种“金融民主工具”,使中小投资者有机会接触之前只能通过私募股权才能接触到的公司。<sup>[284]</sup>然而,最近一项对 2017 年至 2019 年发生的共 47 起 SPAC 进行的研究表明,至少在当前市场上,这一看法是被误解了的。该研究发现,SPAC 并不向“普通投资者提供穷人的私募股权…… [SPAC] 既不具有私募股权的功能,也不为普通投资者提供服务”。<sup>[285]</sup>相反,SPAC 投资者通常是两个截然不同的群体:大多数并购前 SPAC 投资者是在 SPAC IPO 时买入并在并购前赎回的大型基金,还有一类是并购后运营公司的投资者,他们“承担给予 IPO 阶段投资者相当慷慨的交易成本”。<sup>[286]</sup>鉴于这一理解,并考虑到 SPAC 如此空前受欢迎程度,未来有必要对 SPAC 进行深入分析,以充分理解此类交易工具是否是对公开市场的积极补充。

对传统 IPO 程序的一个普遍抱怨是,新公众公司在 IPO 后经常会

---

[281] See Michael Klausner, Michael Ohlrogge & Emily Ruan, *A Sober Look at SPACs*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Nov. 19, 2020), <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/11/19/a-sober-look-at-spacs/> [ <https://perma.cc/N4S5-TS65> ].

[282] See Kazi Ahmed, *Special Purpose Acquisition Companies Grow in Popularity on Wall Street During the Pandemic*, TICKER (Feb. 19, 2021), <https://ticker.squarespace.com/ticker/2021/2/19/special-purpose-acquisition-companies-grow-in-popularity-on-wall-street-during-the-pandemic> [ <https://perma.cc/G9T9-3YCB> ].

[283] See Luisa Beltran, *The Booming IPO Market Shows No Signs of Slowing*, BARRON'S, <https://www.barrons.com/articles/the-booming-ipo-market-shows-no-signs-of-slowing-what-investors-need-to-know-51615546800> [ <https://perma.cc/JGK8-WFWP> ] (last updated Mar. 15, 2021).

[284] See Michael Klausner, Michael Ohlrogge & Emily Ruan, *A Sober Look at SPACs*, YALE J. ON REGUL. (即将出版的) (manuscript at 3, 13) (载《哥伦比亚商法评论》), [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3720919](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3720919) (质疑该想法).

[285] 同上 (manuscript at 54).

[286] 同上 (manuscript at 5).

立即面临价格上涨的局面,以及作为 IPO 程序的一部分,需要向投资银行支付大量承销费。<sup>[287]</sup> 一些人声称,SPAC 可以解决这两个问题。在 SPAC 交易中,目标公司的一个显著优势是,在签署并购协议时,目标公司就知道它将在交易中获得的价格。<sup>[288]</sup> 相反,在传统 IPO 中,在投资者表态之前,即将成为公众公司的公司并不知道每股价格是多少<sup>[289]</sup>(这一问题可以通过“试水”沟通来部分解决)。因此,SPAC 交易可以帮助解决 IPO 程序中的价格发现问题。然而,这是否意味着目标公司获得了其“真实”的市场价值,尚不清楚。“事实上,最近一些引人注目的 SPAC 基本上是以每股 10 美元的价格收购公司,而这些被收购公司的股价却立即涨到了每股 20 美元或 30 美元,这是风险资本家喜欢抱怨的那种令人尴尬的 IPO 价格。”<sup>[290]</sup> 此外,SPAC 作为空壳公司成立时,还必须至少向投资银行支付其所筹资金的 5.5%,并且在收购目标公司时可能还要支付额外的投资银行费用。<sup>[291]</sup> 因此,有可能 SPAC 的收购至少与传统 IPO 一样费用高,只是这些成本被“更好地掩饰了”。<sup>[292]</sup>

即使 SPAC 确实解决了 IPO 定价过低和与成为公众公司相关的高承销成本,它们仍然引发了一些法律上的担忧。<sup>[293]</sup> 有评论家观察此类

---

[287] See Matt Levine, *SPACs Aren't Cheaper than IPOs Yet*, BLOOMBERG: OP. (July 27, 2020, 8:59 AM), <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-07-27/spacs-aren-t-cheaper-than-ipos-yet> [<https://perma.cc/227B-DRT8>].

[288] See Matt Levine, *Bill Ackman Wants a Mature Unicorn*, BLOOMBERG (June 23, 2020, 11:59 AM), <https://www.bloomberg.com/news/newsletters/2020-06-23/money-stuff-bill-ackman-wants-a-mature-unicorn?sref=IkJVnqnU> [<https://perma.cc/3WPB-J5AP>].

[289] 同上。

[290] Levine, 同前注[287] (“与 IPO 一样,SPAC 将以可能过低的价格收购目标公司; SPAC 的业务是为其股东争取优质的交易,因此它希望以低于公允价值的价格,使目标公司成为公众公司。”)。

[291] 同上。

[292] 同上。

[293] See, e.g., generally NICOLAS GRABAR, ADAM BRENNEMAN & JARED GERBER, CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP, *SPAC SPONSORS BEWARE: THE RISING THREAT OF SECURITIES LIABILITY* (2020), <https://www.clearygottlieb.com/-/media/files/alert-memos-2020/spac-sponsors-beware-the-rising-threat-of-securities-liability.pdf> [<https://perma.cc/7JTC-NSEU>].

现象并警告, SPAC 的交易已经成熟到可能引发潜在的欺诈和诉讼。对冲基金经理加布里埃尔·格雷戈(Gabriel Grego)解释说:“[ SPAC ] 结构本身似乎就是为了吸引欺诈而设计的。”<sup>[294]</sup> 此类欺诈的一个典型例子是 Akazoo,它是格雷戈在 2019 年做空的一家公司。<sup>[295]</sup> Akazoo 是某一 SPAC 并购中的运营公司,该公司被发现伪造了“账簿和记录”,包括 SPAC 在交易谈判时使用的“尽职调查材料”。<sup>[296]</sup> SPAC 和机构投资者在 de - SPAC 交易中的行为是否尽到勤勉义务,引起了证券诉讼律师和监管者的注意;<sup>[297]</sup> 但 SPAC 的流行也引起了保险公司的注意。<sup>[298]</sup> Akazoo 交易的最终结果是,投资者以该运营公司通过此类虚假记载和误导性陈述涉嫌人为抬高价格为由,对该运营公司提起了证券集团诉讼。<sup>[299]</sup>

---

[294] Ortenca Aliaj, Sujeet Indap & Miles Kruppa, *Can Spacs Shake off Their Bad Reputation?*, FIN. TIMES (Aug. 13, 2020) (internal quotation marks omitted), <https://www.ft.com/content/6eb655a2-21f5-4313-b287-964a63dd88b3> [<https://perma.cc/F8W9-BTJE>].

[295] 同上。

[296] 同上。

[297] 在 2020 年 10 月 20 日与 CNBC 的一次采访中,当谈到如何对比 DE - SPAC 交易与传统 IPO 时,SEC 主席杰伊·克莱顿(Jay Clayton)指出:“有一些事件在 IPO 的过程中会发生,但是在 de - SPAC 过程中并不多见。这就是机构投资者会在传统路演中对公司进行审查。而 de - SPAC 交易中,这种情况并不会那么常见。” Interview by Bob Pisani with Jay Clayton, Chairman, U. S. Sec. & Exch. Comm'n, at the CNBC Fin. Advisor Summit (Oct. 20, 2020), <https://www.cnbc.com/2020/10/20/cnbc-transcript-cnbc-bob-pisani-interviews-united-states-securities-and-exchange-commission-chairman-jay-clayton-from-the-cnbc-financial-advisor-summit-today.html> [<https://perma.cc/7RFA-44E2>].

[298] 2021 年 3 月,保险公司 Beazley 推出了一款专为 SPAC 设计的董事和高管责任保险产品套件。Ryan Smith, *Beazley Launches D&O Coverage for SPACs*, INS. BUS. AM. (Mar. 10, 2021), <https://www.insurancebusinessmag.com/us/news/professionalliability/beazley-launches-dando-coverage-for-spacs-248855.aspx> [<https://perma.cc/MQ4W-UPET>]. 该计划的负责人表示:“这些精简产品专为 SPAC 及其董事和高管设计,如今,更严格的监管审查、更紧密的媒体关注以及日益活跃的原告,使他们必须具备适当的保险覆盖范围,并充分了解这一范围的内容。”同上。

[299] See Priya Cherian Huskins, *Why More SPACs Could Lead to More Litigation (and How To Prepare)*, AM. BAR ASS'N (June 25, 2020), [https://www.americanbar.org/groups/business\\_law/publications/blt/2020/07/spacs-litigation/](https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2020/07/spacs-litigation/) [<https://perma.cc/YES-W586>].

但是,一些人认为,鉴于引人注目的 de - SPAC (如 Draft Kings 和 Nikola) 成功,以及随着更知名的投资者 [如比尔·阿克曼 (Bill Ackman) 和比利·比恩 (Billy Beane)] 参与创立知名度高的 SPAC, SPAC 不再被认为是“可疑的金融家向毫无戒备的群众推销可疑业务的工具”。<sup>[300]</sup> 尽管如此,除了对欺诈的担忧之外,SPAC 交易也将不可避免地引发其他形式的诉讼。例如,如果目标公司在交易完成后表现不佳,SPAC 可能会因其在 IPO 注册声明中的内容违反第 11 条的规定而承担法律责任,也可能在主张委托投票说明书存在瑕疵的典型并购诉讼中,或针对运营公司的诉讼中承担法律责任。<sup>[301]</sup> 随着越来越多的 SPAC 进行 IPO,更多的诉讼将不可避免地发生,<sup>[302]</sup> 并且为规避 de - SPAC 交易由于其要求的比传统 IPO 更少的信息披露而引起的风险,投资者采取更多的诉讼,实际上确实可能是比较合理的选择。

与此相关的一些人,尤其是 SEC 公司融资监管部代理主任约翰·科茨 (John Coates),也认为《私人证券诉讼改革法案》(Private Securities Litigation Reform Act) 项下前瞻性陈述的证券法责任的安全港原则不应适用于 de - SPAC 交易。<sup>[303]</sup> 这些评论者的理由是,该安全港条款不适用于传统 IPO,因为这是投资者第一次看到公司的业务和财务信息,因此,“通常最需要联邦证券法来克服信息不对称的不足”。<sup>[304]</sup> 此外,尽管 SPAC 已经是一家公众公司,但 de - SPAC 交易实际上是一家正

---

[300] Aliaj et al., 同前注[294]。Apex Clearing Corp. 是一家提供加密货币解决方案和清算等服务的金融科技公司,与 SPAC 北极星投资公司 II (SPAC Northern Star Investment Corp II) 合并后成为公众公司,合并后的实体估值为 47 亿美元。See *Apex Clearing To Go Public via \$4.7 Billion Deal with Ledecy's SPAC*, REUTERS (Feb. 11, 2021, 7:17 AM), <https://www.reuters.com/article/us-apexclearing-m-a-northern-star-in/apex-clearing-to-go-public-via-4-7-billion-deal-with-ledeckys-spac-idUSKBN2AM18D> [<https://perma.cc/6ZHE-KWGT>].

[301] See Huskins, 同前注[299]。

[302] 同上。

[303] See John Coates, Acting Dir., Div. of Corp. Fin., U. S. Sec. & Exch. Comm'n, *SPACs, IPOs and Liability Risk Under the Securities Laws* (Apr. 8, 2021), <https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws> [<https://perma.cc/YPX9-W2L3>].

[304] 同上。

在运营的目标公司的 IPO。因此,出于同样的原因,《私人证券诉讼改革法案》的安全港条款也不应予以适用。<sup>[305]</sup>因此,从目前构建的结构来看,SPAC 似乎并不是一个可以在增加 IPO 数量的同时还保护中小投资者的适当结构。鉴于 SPAC 的 IPO 数量小幅增长,上述专题研究应该探索如何利用这一替代工具在使封闭式公司成为公众公司的同时,确保 SPAC 的投资者得到适当保护。

## (2) 通过证券直接上市应对承销成本

2020 年 6 月,纽交所提出了一项规则修改,允许与直接上市相关的首次发行。<sup>[306]</sup>拟议修改将允许此前未上市的公司直接上市计划(primary direct floor listing),在相关注册声明生效后的第一个交易日,以公开竞价(open auction)方式出售股票。<sup>[307]</sup>这一新的直接上市计划将仅适用于市值至少 1 亿美元的公司。<sup>[308]</sup>该提议的估值指标大大高于承销 IPO 的 4000 万美元要求。<sup>[309]</sup>直接上市要求更高的估值,将有助于确保公开市场上有足够的股票,以便在公开竞价程序完成后实现流动性交易。<sup>[310]</sup>为了减轻通常对传统直接上市相关的价格波动担忧,纽交所的提案还要求,在发行中出售的股票定价必须在公司注册声明规

---

[305] 同上。尽管 de-SPAC 并非传统意义上的 IPO,并且理应属于适用《私人证券诉讼改革法案》安全港的范围,但科茨(Coates)的理论建立在“de-SPAC 交易是将经济上可行的公司引入市场的真正途径,因此安全港不应适用于关于此类交易的陈述”。Corey Rogoff, *SEC Speaks out on SPACS, Highlights Legal Liability and Reporting Risk*, JD SUPRA (Apr. 19, 2021), <https://www.jdsupra.com/legalnews/sec-speaks-out-on-spacs-highlights-9165295/> [https://perma.cc/FM3U-29ZH]. 由于《私人证券诉讼改革法》并没有定义“IPO”,这一论点得到了进一步的支持。同上。

[306] See Notice of Filing of Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, To Amend Chapter One of the Listed Company Manual To Modify the Provisions Relating to Direct Listings, 85 Fed. Reg. 39,246, 39,246 (June 30, 2020).

[307] 同上, at 39,246-47.

[308] 同上, at 39,247. 该估值将根据独立评估方式以及发行公司股票在私募市场的最近交易价格进行计算。同上。或者,如果没有私募市场内的交易,则公司必须证明其公开持有的股票价值超过 2.5 亿美元。同上。

[309] 同上。

[310] 同上。

定的范围内进行。<sup>[311]</sup>如果发行没有得到充分满足,上市竞价将无法进行。<sup>[312]</sup>在2020年8月26日,SEC批准了纽交所的该项交易规则修改。<sup>[313]</sup>该规则的通过也表明,SEC认识到“为投资者提供充分的保护并不一定要采用包销方式(firm commitment underwriting)”<sup>[314]</sup>

然而,在一个由机构投资者组成的行业组织反对该规则后,SEC在8月31日暂停了对该规则的批准,以接受进一步的审查。<sup>[315]</sup>反对该提案的人认为,该提案为投资者提供的法律保护较少,投资者要举证证明他们所持有的股票“确为虚假陈述的注册声明相应发行的股票,以便支持有可能胜诉的诉讼请求”,而这样做是非常困难的。<sup>[316]</sup>反对者还担心,纽交所没有提供任何证据支持其观点,即发行规模将大到足以投资者提供必要的流动性。<sup>[317]</sup>反对的根本原因可能是,担心一旦取消传统承销商会对投资者的保护产生不利影响。在传统的发行程序中,投资者可以依赖承销商与发行人协商上市的参数。<sup>[318]</sup>但是,直接上市却不会提供这些保护。在传统IPO中,承销商有法定的义务和责任,因此会在发行过程中进行尽职调查,这为投资者提供了保护。但是,减少或取消承销商的作用,可能意味着投资者需要为了获得类似的保护,更直接地参与直接发行过程。<sup>[319]</sup>

---

[311] 同上, at 39,248.

[312] 同上, at 39,250.

[313] See DAVIS POLK & WARDWELL LLP, PRIMARY DIRECT LISTINGS BY COMPANIES GAIN MOMENTUM 1 (2020), [https://www.davispolk.com/sites/default/files/2020\\_08\\_28\\_direct\\_listings\\_by\\_companies\\_gain\\_momentum.pdf](https://www.davispolk.com/sites/default/files/2020_08_28_direct_listings_by_companies_gain_momentum.pdf) [<https://perma.cc/55H3-DHDX>]. 纳斯达克也提交了类似的直接上市规则。同上。

[314] 同上, at 2.

[315] See MORRISON & FOERSTER LLP, PE & VC EXITS: U. S. DIRECT LISTING RULES IN FLUX 1 (2020), <https://www.mofo.com/resources/insights/200904-investor-exits.pdf> [<https://perma.cc/AF3L-KTEZ>].

[316] See Letter from Jeffrey P. Mahoney, Gen. Couns., Council of Inst. Invs., to Sec'y, U. S. Sec. & Exch. Comm'n 3 (July 16, 2020), <https://www.sec.gov/comments/sr-nyse-2019-67/srnyse201967-7435112-220582.pdf> [<https://perma.cc/KRS6-96PL>].

[317] 同上, at 5.

[318] See MORRISON & FOERSTER LLP, 同前注[315], at 4.

[319] 同上。

2020年12月22日,SEC再次批准了纽交所提出的直接上市规则。<sup>[320]</sup>尽管有2名委员提出异议,担心“将传统承销商排除在上市程序之外”等方式可能会损害投资者利益,但SEC仍认为该提案符合《交易法》的规定。<sup>[321]</sup>2021年5月19日,SEC批准了纳斯达克交易所的类似提案。<sup>[322]</sup>但是,与上述投资者保护相关的担忧并非杞人忧天。通过纽交所的直接上市规则,将使规模较大的封闭式公司省去聘请承销商以及与承销商共同发行证券的高额程序费用,因此可能会降低这些公司上市的总体价格。此外,随着私募股权二级市场交易市场的开发及新技术利用,定价和交易信息更容易获得,私募市场价格透明度也将得到提升。<sup>[323]</sup>封闭式公司将有可能能够更好地理解其交易价格和估值,并因此更愿意成为公众公司。<sup>[324]</sup>这将促进通过直接上市成为上市公司的无缝过渡。<sup>[325]</sup>与通过SPAC成为公众公司相比,直接上市规则也可能为某些公司提供一个具有吸引力的替代选择。<sup>[326]</sup>2021年年初,直接上市

---

[320] See Order Setting Aside Action by Delegated Authority and Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, To Amend Chapter One of the Listed Company Manual To Modify the Provisions Relating to Direct Listings, 85 Fed. Reg. 85,807, 85,807 (Dec. 29, 2020); see also Brian Hecht, Mark D. Wood & Mark J. Reyes, *SEC Again Approves NYSE's Direct Listing Rules*, NAT'L L. REV. (Jan. 8, 2021), <https://www.natlawreview.com/article/sec-again-approves-nyse-s-direct-listing-rules#:~:text=On%20December%2022%2C%202020%2C%20the,sales%20of%20shares%20by%20existing> [https://perma.cc/RGNL-JUHG].

[321] See Hecht et al. 同前注[320]。

[322] See Self-Regulatory Organizations; The Nasdaq Stock Market LLC; Order Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, to Allow Companies to List in Connection with a Direct Listing with a Primary Offering In Which the Company Will Sell Shares Itself In the Opening Auction on the First Day of Trading on Nasdaq and to Explain How the Opening Transaction for Such a Listing Will be Effected, Securities Act Release No. 34-91947 (May 19, 2021).

[323] See Special Study Interview. 同前注[163]。

[324] 同上。

[325] 同上。

[326] See Preston Brewer, *New Rules May Help Direct Listings Snack on SPACs*, BL (March 5, 2021, 4:18 AM) (on file with the Columbia Business Law Review), <https://news.bloomberglaw.com/capital-markets/analysis-new-rules-may-help-direct-listings-snack-on-spacs>.

再次成为新闻,当时 Coinbase 加入 Spotify 和 Palantir 等公司的行列,避开了传统 IPO。<sup>[327]</sup>然而,直接上市的实际效果仍有待观察。<sup>[328]</sup>随着围绕纽交所规则和纳斯达克交易所规则变更的争论仍在继续,上述专题研究应审查这些变更的影响,并探讨 SEC 如何在降低投资者保护的情况下,降低 IPO 过程中所产生成本的其他方法。与此同时,上述专题研究还应探讨中介机构在 IPO 和直接上市过程中应发挥的作用,以及适用于上述过程中的适当行为标准。

### (3) 增加交易机会以应对发行抑价

有一些经验证据表明, IPO 市场存在定价过低的现象,特别是在《JOBS 法》出台之后。<sup>[329]</sup>包销发行中的定价过低是普遍存在的,因为承销商的动机是,确保所有股票尽快售出,从而确保自己不会被认购不足所留下的股票“卡住”。<sup>[330]</sup>当某一 IPO 定价过低时,发行人筹集到的资金就会低于其股票的价值,因此造成筹资过程的低效率。

如果 SEC 采纳纽交所的直接上市提案,一些 IPO 的定价偏低问题将得到解决,因为发行人将不必支付 4% ~ 7% 的承销费。<sup>[331]</sup>然而,定价偏低也可以通过改善价格发现机制来缓解。“试水”可以解决对一些定价偏低的担忧,因为承销商和发行人将能够衡量市场对特定价格的兴趣。然而,这也许不能完全解决这个问题。新的 IPO 经常立即出现价值飙升,这一事实表明,试水并不能完全评估发行人在 IPO 过程中可以就发行证券提供的最高价格。为了回应这个问题,不止一位的法律

---

[327] See Taylor Tepper, *Coinbase IPO: Here's What You Need To Know*, FORBES: ADVISOR (Apr. 14, 2021, 10:20 AM), <https://www.forbes.com/advisor/investing/coinbase-ipo-direct-listing/> [ <https://perma.cc/RPR9-BATK> ].

[328] 自 2021 年 4 月 14 日通过直接上市成为上市公司以来, Coinbase 的股价一直在下滑。 See Trefis Team & Great Speculations, *What's Happening With Coinbase Stock?* (May 6, 2021, 10:30 AM), <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2021/05/06/whats-happening-with-coinbase-stock/?sh=6f374b481901> [ <https://perma.cc/468E-AGXW> ]. 有人认为,这种下跌的部分原因在于,与传统 IPO 不同,直接上市没有锁定期,并允许内部人士立即出售股份。参见同上。 Palantir 和 Asan 的股价也出现了类似的下跌趋势,这两家公司同样是通过直接上市成为上市公司的。同上。

[329] See, e.g., Chaplinsky et al., 同前注[172], at 822-24.

[330] See Elmore, 同前注[173], at 14-15(总结定价过低的解释)。

[331] 关于承销发行费用,参见前注[172]。

专业人士提议采用“预发行证券”制度。“预发行证券是一种关于特定基础证券在发行时便进行交割的附条件合同。”<sup>[332]</sup> 如果基础证券没有在特定日期发行,或以特定价格发行,预发行合同将无效。<sup>[333]</sup> 对德国预发行市场的研究表明,预发行证券“改善了对首次发行总需求的估计”,并提高了发行价格的准确性。<sup>[334]</sup> 国会对《证券法》作了允许 IPO 前预发行的修订,可以使询价过程(承销商寻找机构投资者在 IPO 中购买证券的过程)更加准确、可靠和公平,<sup>[335]</sup> 从而减少了承销商的不确定性,并在理论上允许他们在首次转售时收取更高的价格。这将使发行人能够更有效地为其 IPO 定价,并在 IPO 过程中获得更多资金,从而使整个筹资过程更有效、更具成本效益。

加强价格发现机制,也可以在预发行证券没有发展的情况下实现。如第二部分第(二)节所述,在私募市场上发行的证券通常受到限制。这些限制使证券难以交易,从而使二级私募市场效率低下,导致证券难以定价。然而,新兴公司正专注于私募市场交易,帮助改善公开发行前的价格发行机制。ClearList 公司希望为封闭式公司证券交易建立一个更有效的二级市场。<sup>[336]</sup> 对于一个封闭式公司更有效的证券交易二级市场来说,“接近于公开上市的二级市场交易可以帮助公司更好地了解其当前估值”。<sup>[337]</sup> 如果为早期投资者和合格投资者之间的私募证券交易创造一个流动性更好、费用更低、近乎即时清算和结算以及定价透明的市场,那么公司的估值就会比上一次融资时更为接近公司的目前状况。这将有助于在公司准备 SPAC 收购时更好地对自身定价,或者为直接上市提供参考价格。<sup>[338]</sup> 当然,建立流动性更好的私募证券二级市场,也可能会对公开市场产生不利影响。如果早期投资者和员工能

---

[332] See Elmore, 同前注[173], at 17.

[333] 同上, at 17 - 18.

[334] 同上, at 33 - 35.

[335] 同上, at 18.

[336] See Yuliya Chernova, *Secondary Market Trading Services Gain Steam*, CLEARLIST (Oct. 28, 2020), <https://www.clearlist.com/2020/10/28/secondary-market-trading-services-gain-steam/> [ <https://perma.cc/3D9A-92XW> ].

[337] 同上。

[338] 同上。

够轻易地清算并分散其在封闭式公司持有的证券,那么,这些人推动封闭式公司成为公众公司的动力就会减弱。因此,上述专题研究应考虑是否应建立一个预发行市场,或流动性更好的私募证券二级市场,以更好地解决价格过低的问题,以及研究这些市场的发展会对公开市场产生何种影响。<sup>[339]</sup>

## 2. 重新考虑信息披露要求

第三部分第(三)节讨论了与信息披露相关的持续费用,这是公开市场中的结构性问题,可能阻碍封闭式公司成为公众公司。到目前为止,关于公众公司信息披露要求的争辩,集中在这些要求是否直接阻碍了公司成为公众公司。支持者经常指出,披露要求实际上会对公司作出成为公众公司的决定带来真正意义上的影响,但这些并没有经验证据证明。<sup>[340]</sup>然而,信息披露要求的降低,可能会潜在地减少另一个阻碍公司成为公众公司的主要因素,即诉讼成本和风险的增加。尽管封闭式企业并非没有诉讼风险,但在公开市场中潜在诉讼的发生概率和成本要高得多,因为公开市场规则中存在潜在集体诉讼和可能导致诉讼的多种信息披露要求。<sup>[341]</sup>信息披露要求的广泛程度,不仅增加了公司的预期诉讼成本,而且降低了公众公司预测诉讼来源的能力。诉讼风险很可能成为小公司和外国发行人的一个特别感受强烈的威慑因素。<sup>[342]</sup>尽管 SEC 不能直接控制公众公司面临的诉讼,但它可以通过删除或完善与公司或投资者保护关系不大的信息披露要求,以减少潜在的诉讼风险。比如,ESG 信息披露要求可以根据每个行业(或行业类型)中存在的重大问题进行调整,而不是采取“一刀切”的方式。这种方式可以更好地定位于投资者真正感兴趣的 ESG 信息披露内容,同时

---

[339] 当然,除了承销商会为确保自己不在认购不足的发行中“陷入困境”,而对证券定价起到作用外,公开市场中还存在许多其他的可能导致定价过低的结构性问题。例如,承销商可能就信息提供,补偿机构投资者。因此,上述专题研究应通过考虑定价过低可能存在的原因,探讨可以为特定发行人量身定制的方案,以确保 IPO 价格公允、准确地反映市场对发行人的看法,从而全面解决定价过低问题。

[340] 关于模棱两可的证据的举例,参见前注[216]~[223]的相关文章内容(关于《JOBS 法》的讨论)。

[341] See Special Study Interview. 同前注[163]。

[342] 同上(观察到诉讼风险可能是对外国投资者最大的阻碍之一)。

删除多余的披露内容。上述专题研究应对信息披露要求的成本与收益进行评估,并在可能的情况下,提出改善信息披露要求的建议。该项研究还可以分析公众公司在解决社会问题方面增加的压力对其成为公众公司决策的影响。

### 3. 公开市场短期主义的讨论

尽管有关于价格效率的论据支持季度报告制度,但仍需进一步研究该制度是否事实上对效率产生了积极影响,以及该影响是否会被对长期投资的阻碍所抵消。2018年,可能出于受到特朗普总统在推特上支持结束季度报告制度事件的影响,SEC就季度报告如何推动公开市场中的短期主义行为征求意见。<sup>[343]</sup>为推动SEC就此问题发布的概念公告(concept release),我们建议,上述专题研究应当探讨公开市场的短期主义问题,以更好地了解季度报告是否可能会促使公司管理层决策更倾向于短期利益,而非长期增长。就本研究而言,上述专题研究应考虑,除季度报告制度外,是否存在兼顾价格效率和信息效率的同时、又不会阻碍长期投资的替代方案。<sup>[344]</sup>

### 4. 新技术影响的讨论

虽然本文没有直接解决此部分的问题,但新技术[包括但不限于分布式账本技术(distributed ledger technology)和算法交易(algorithmic trading)]的发展,引起了与证券市场及其监管相关的关注。这些技术的潜在好处包括提高证券流动性、定价效率和信息获取便利性。分布式技术可以通过降低清算和结算成本,增强公开市场和私募市场中的流动性。<sup>[345]</sup>

[343] See Press Release, U. S. Sec. & Exch. Comm'n. 同前注[195]。

[344] 例如,SEC可以决定是否模仿欧盟只要求半年度报告。See *Trump's Pitch To End Quarterly Reports Would Follow EU, Australia*, REUTERS, <https://www.reuters.com/article/us-usa-sec-trump-factbox/trumps-pitch-to-end-quarterly-reports-would-follow-eu-australia-idUSKCN1L51ZN> [<https://perma.cc/7QVM-9KQ6>] (last updated Aug. 20, 2018, 3:53 PM)。

[345] See COLUMBIA – IBM CTR. FOR BLOCKCHAIN & DATA TRANSPARENCY, STAKEHOLDER SURVEY PRELIMINARY WHITE PAPER 18 (2020), <https://capital-markets.law.columbia.edu/sites/default/files/content/7.25.20%20Program%20in%20the%20Law%20and%20Economics%20of%20Capital%20Markets%20-%20IBM%20-%20Stakeholder%20Survey%20-%20Preliminary%20White%20Paper.pdf> [<https://perma.cc/5AP2-6MJ4>]。

这项技术还可以通过降低与成为公众公司相关的成本,如降低与股息分配相关的成本,来帮助说服和推动公司成为公众公司。<sup>[346]</sup>此外,分布式账本技术允许证券分析师可以在不产生高额费用的情况下,持续并几乎即时地访问发行人的原始数据,从而提高定价效率。<sup>[347]</sup>

与分布式账本技术一样,算法交易和高频交易(high frequency trading)也可能提高流动性。高频交易操盘手(trader)能够对未就市场动态及时更新的订单作出更快反应,从而导致其他市场参与者[包括经常试图通过扩大买卖价差(bid - ask spread)降低逆向选择成本的被动做市商(market maker)]承担“逆向选择成本”。<sup>[348]</sup>通过提高交易速度和监控能力,高频交易做市商能够缩小买卖价差,从而降低上述逆向选择成本,提高资本流动性。

尽管新技术可以给市场带来好处,但它们也带来了潜在风险,应该对这些潜在风险加以研究,并以期最终加以解决。比如,尽管高频交易和算法交易可以增强流动性,但它们并不承担提供流动性的义务。因此,在市场动荡时期,它们可能不会增强流动性。<sup>[349]</sup>此外,这些技术对投资者(特别是散户投资者)的影响是不确定的。一方面,这些技术可以使散户投资者能够更快、更自由地获得可以利用的信息。另一方面,交易所使用的新技术增加,可能进一步加剧中小投资者已经存在的劣势。<sup>[350]</sup>与此同时,分布式账本技术可以进一步增强基于人工智能的投资,从而降低中小投资者的交易成本。因此,投资交易所交易基金(exchange - traded fund)将不再是必要的:智能投顾可以指导投资者购买。

---

[346] 同上, at 19.

[347] 同上, at 19 - 20.

[348] See U. S. SEC. & EXCH. COMM'N, STAFF REPORT ON ALGORITHMIC TRADING IN U. S. CAPITAL MARKETS 70, 71 & n. 278 (2020), [https://www.sec.gov/files/Algo\\_Trading\\_Report\\_2020.pdf](https://www.sec.gov/files/Algo_Trading_Report_2020.pdf) [<https://perma.cc/S9KQ-WWQT>].

[349] 同上, at 72 - 73.

[350] 因为在典型中小投资者[尤其是通过顾问管理型基金(adviser - managed fund)(如封闭式共同基金)进行投资的投资者]可以就这些信息进行交易之前,高频交易公司和算法交易者早就已经可以利用这些信息,所以中小投资者在获取信息的速度上处于劣势。

为探讨新技术可能对公开市场和投资者产生影响的方式,我们建议上述专题研究应进一步探讨分布式账本技术和算法交易在证券监管中的作用。该项研究还应探讨 SEC 最近讨论的解决方案,包括对高频交易施加做市和报价的义务,以减少市场动荡期间流动性减少的风险,<sup>[351]</sup>以及监管公司与自动交易程序有关的控制措施。

除了探讨最新技术的影响外,该项研究还应探讨将 IPO 程序的全部或重要部分在网上进行的可能性。注册说明和招股说明书可在线获取将增加信息的获得机会,降低信息的传播成本。加上其他提高发行效率的措施,参与 IPO 程序的公司可以不必等到招股说明书寄给潜在投资者后才能进行发行。此外,建立投资者可以注册成为合格投资者的网上系统,将减少核实合格投资者身份所花的时间和成本。该项研究可以对已经创建这种门户网站的公司进行调查,比较它们根据第 506(b) 条规则向非合格投资者发行证券的边际成本与尚未创建这种门户网站的公司成本。<sup>[352]</sup>

## 五、结论

私募市场的扩张、公开市场的新进入者减少现象的同时存在,需要监管部门密切关注和审查。公开市场仍然是投资者保护的“黄金标准”,监管部门要继续思考公开市场进入者减少的结构性原因。然而,随着私募市场财富的积累,确保所有希望参与该市场的投资者在得到适当保护的情况下都能够参与该市场,也是很重要的。

本文研究了美国证券市场监管的历史和当前市场面临的问题,最终目的在于,对于 SEC 可以采用的有关安全地提高私募市场投资者参与度的短期解决方案,以及用以解决公开市场和私募市场结构性问题

---

[351] 参见前注[348], at 72 - 73.

[352] 至少有一家名叫 EquityZen 的公司已经创建了一个投资者可以注册并验证合格投资者身份的门户网站。Investor Page, EQUITYZEN, <https://equityzen.com/investor/> [<https://perma.cc/G3BV-RPV2>] (last visited May 12, 2021).

的长期解决方案,并提出相关建议。当然,这篇文章仅仅是一个开始,下一个关键的步骤是开始一项有意义的研究,以解决本文中提出的与公开市场结构性缺陷有关的问题。

(编辑:宋 澜)