

关于 SEC“含特定强制仲裁条款的发行人注册声明书的加速生效”政策声明的评述

彭冰* 杨展腾**

摘要：2025年9月17日，美国证券交易委员会发布政策声明，改变对上市公司章程含强制仲裁条款的态度，审核注册声明书生效日加速请求时，侧重信息披露充分性，不再仅因含强制仲裁条款而拒绝加速到期请求，此举或致投资者难以发起集团诉讼。为详尽了解该政策的脉络、内容及影响，本文从该政策文件出台的背景着手，深入分析了强制仲裁条款不违背反弃权条款、排除集团诉讼不影响《仲裁法》的优先适用性等政策文件内容，并就该政策文件可能带来的四方面主要影响进行了客观评价。

关键词：SEC 强制仲裁条款 集团诉讼

一、文件出台的背景

2025年9月17日，美国证券交易委员会（SEC）宣布，在考虑发行人提出的注册声明书生效日加速到期请求时，会侧重考虑信息披露内容的充分性，不会仅因注册声明书存在发行人与投资者之间的强制仲裁条款而拒绝加速到期请求。该政策意味着SEC改变了对上市公司章程中包含强制仲裁条款的态度。因为在仲裁中无法采用“默示加入、明示退出”的集团仲裁方式，允许上市公司可以强制仲裁解决投资者纠纷，就使得投资者无法发起集团诉讼。

长久以来，SEC秉持着如下政策取向：存在强制仲裁条款可以成为拒绝生效日

* 北京大学法学院教授，博士生导师。

** 北京大学法学院博士研究生。

《证券交易法》中对投资者的法定保护相抵触^①。也有观点认为,该案判决损害了私人诉讼机制的作用^②。

本次声明发布后,立即引发了较大争议。主席保罗·阿特金斯()认为,这一举措是更广泛政策目标的一部分,旨在“减少对于保护投资者毫无意义的合规要求、

们拒绝该政策变化,因为这将损害投资者利益和美国市场的诚信度()。①

二、文件的主要内容

在论述仲裁条款的存在不影响注册声明书生效日加速到期请求时,主要基于两个方面:()强制仲裁条款不违背联邦证券制定法中的反弃权条款(),即使它预先排除了司法程序的适用;()根据最高法院判例,不能仅因强制仲裁条款可能削弱部分主体提起证券诉讼的经济动机,就认定《 年联邦仲裁法》(以下简称《仲裁法》)不适用。

一 强制仲裁条款不违背反弃权条款

证券法第 条^②规定,任何约束取得证券的人放弃遵守本法任何规定或委员会规则和规章的条件(),规定()或条款()均属无效。

年最高法院在 案中认定,选择司法程序的权利属于证券法第 条项下不得放弃的权利。其核心理由在于,在信息获取和议价能力方面,证券投资者相较于发行人、交易商处于明显的弱势地位,“选择司法程序的权利”是投资者依据证券法获得赔偿的关键保障,属于不可放弃的权利,国会制定反弃权条款的初衷就是防止发行人通过强制仲裁条款削弱投资者主张权利的能力。

世纪 年代末,最高法院改变了自己的立场。在 案中,最高法院在审议 年《证券交易法》(以下简称

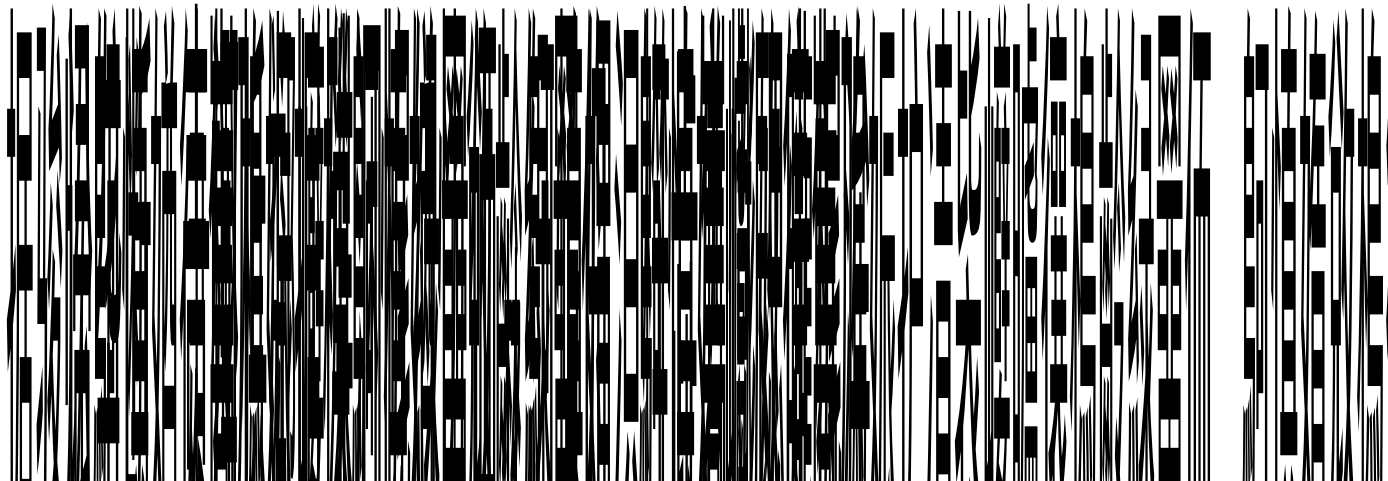
不会损害投资者的实体权利——仲裁仅改变争议解决的路径，并未剥夺投资者依据证券法主张赔偿的核心权利。

2011年，最高法院在案^①中强化了自己的立场。该案判决指出，对于任何在《仲裁法》之后颁布的联邦制定法（包括所有联邦证券法），只有存在“国会明确表达的意图”（“clear and manifest intent”），才能优先于《仲裁法》的适用。而联邦证券制定法中没有任何内容表明，国会有“清晰且明确的意图”在发行人与投资者之间强制仲裁协议这一问题上排除《仲裁法》的优先适用。

二 排除集团诉讼不影响 仲裁法 的优先适用性

在审议注册声明书加速生效的请求时，一个值得关注的问题是，发行人与投资者之间的强制仲裁条款是否不当阻碍了投资者通过私人诉讼维护其依据联邦证券法享有的权利。最高法院在案^②中给出了否定性答复。该案中，原告主张强制仲裁条款导致单个原告的维权成本（证明反垄断主张所需的专家分析费用至少数十万美元，甚至超过 10 万美元）远超潜在赔偿（每位原告最高获赔额仅 10 万美元，三倍赔偿也仅 30 万美元），使得维权丧失经济可行性，进而认为该仲裁协议因“阻碍法定权利实现”而无效。

法院从三个方面驳回了原告的主张：（一）法律仅保障所主张权利本身的存在，而非在经济上的可行性，法律“并未保证为每一项主张的实现都提供可负担的程序路径”；（二）联邦反垄断法颁布时，联邦法院尚未巨屯效愷攷 清袞屯效響涸鱗響屯效愷效齡氣沮權曙



看 通过强制仲裁条款排除集团诉讼是一个极具吸引力的选择 但实际情况可能更加复杂 具体包括以下几个方面

可能存在州法与联邦法的潜在冲突 虽然联邦法律带有强烈的支持仲裁的倾向 但仲裁条款往往是合同或者公司章程的组成部分 而合同法和公司法都是州法 联邦法和州法交叉地带的不确定性可能影响强制仲裁条款的执行力 发行人应当考虑强制仲裁条款在州法下的效力^① 例如 特拉华州近期修订了其普通公司法 修订后的法律可能禁止在公司注册证书或章程细则中纳入发行人与投资者之间的强制仲裁条款^②

而在特拉华州法上是不可执行的 unenforceable 具体而言 强制仲裁条款导致小股东维权的成本远高于收益 破坏了联邦证券法依赖集团诉讼实现的威慑违法的功能 只有大股东能承担高昂的维权成本 而最终获赔的资金来自公司资产 相当于小股东间接补贴了大股东 造成不公 ① 但在普通公司法修订之后 章程或章程细则虽然可以指定特拉华州法院之外的法院或地点管辖非公司内部诉讼请求 但必须至少为一个特拉华州法院保留管辖权 强制仲裁条款要求投资者只能排他性地在仲裁程序中提出基于联邦证券法的请求 这显然与普通公司法的文义相违背

其二 特拉华州法律是否会被 仲裁法 优先适用 preemption 正如最高法院在 Concepcion 案中

有能力对股东的利益产生很大影响,法律赋予董事信义义务,这种义务是法定的,不可豁免的。法院通过一系列判例和规则发展董事信义义务的内涵,当遇到争议时据此判断董事行为的合法性。这与合同存在显著的区别——在合同纠纷中,法官试图探寻当事人的真实意思,而非将某种法定的标准强制适用。^①

C. 股票定价机制的存在不能替代投资者的同意,章程和章程细则并非基于投资者同意发生法律效力,因而本质是非合同性(non-contractual)的。有观点认为,股票的价格能反映一个公司治理机制的好坏,投资者决定以某个价格购买股票代表他同意了这种治理机制。^②然而,与常规的产品不同,公司治理机制是很难定价的,只要交易成本存在,证券市场就远非有效,无法充分反映市场信息。即使证券市场价格有效,它也只能反映出一种加总的偏好,而每个投资者的偏好是个性化的,不能以总体的偏好代替个体的同意。^③此外,公司法与合同法在对信息知情要求上存在显著不同。合同相同的当事人有阅读的义务(duty to read),作为合同的条款必须以合理方式让对方知晓。而上市公司的章程虽然可以在公开渠道上获取,但投资者没有阅读的义务。在虚假陈述的诉讼中,投资者不需要举证自己实际阅读了虚假信息并受到误导就可以获得赔偿,法院实际上是将所有投资者都视作假设意义上的理性投资者(a hypothetical shareholder who is rational)并同等对待,^④这更说明公司本质上是非合同性的。

以上分析说明,发行人与投资者间的强制仲裁条款可能无法在特拉华州得到支持。如果强制仲裁条款无法在州法上得到支持,发行人可以考虑更换注册地。当下,内华达州和得克萨斯州尚未就仲裁条款的可执行性提供明确的态度。^⑤

(2) 强制仲裁条款是否可以扩展适用至其他与IPO相关的当事人(如承销商和会计师)。在证券纠纷中,投资者在起诉发行人之外,常常会同时起诉这些中介机构。为了使强制仲裁条款实际上发挥作用,它必须被扩展适用至其他主体。然而,仲裁协议本质上是一个合同,合同是否能适用于第三方,取决于合同条款所使用的语词。尽管许多法院承认了第三方在合同中享有的利益,但能否约束第三方显然还是一个容

^① Ann M. Lipton, *Manufactured Consent*, 104 *The Georgetown Law Journal* 583, 611–616 (2016).

^② Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Limits of Adversity*, 89 *Columbia Law Review* 1416, 1430 (1989).

^③ Ann M. Lipton, *Manufactured Consent*, 104 *The Georgetown Law Journal* 583, 617–619 (2016).

^④ David A. Hoffman, *“* *”*, 90 *Minnesota Law Review* 537, 539–541 (2006).

^⑤ Michael J. Diver, Michael J. Lohnes, Sarah Eichenberger, Jamie N. Noonan, *“* *”*, *National Law Review* (Sept. 26, 2025), <https://natlawreview.com/article/sec-issues-policy-statement-clarifying-its-position-mandatory-arbitration>.

易产生争议的问题。

() 选择强制仲裁条款是否真正利大于弊。采纳强制仲裁条款为公司消除了集体诉讼的风险,这些集体诉讼的和解金额可能高达几千万甚至数亿美元,即使在案情值得怀疑的案件中也是如此。仲裁具有秘密性,可以保护一些敏感的商业信息不被泄露。公司可以更好地控制争议解决的过程,可以选择具有丰富相关领域知识的仲裁员,并使用比传统诉讼更高效的程序规则。然而,仲裁规则通常会限制决定性仲

(4) 强制仲裁条款信息披露的充分性。尽管仲裁条款不会影响注册声明加速生效的决策,但公司仍须就此类条款进行全面披露。具体而言,公司需明确说明仲裁条款的存在情况与适用范围,阐述该条款对投资者依据联邦证券法所享权利的影响,对投资者提起集团诉讼能力的限制,以及条款中任何可能影响投资者实质权利的条款或约束。在注册流程中,SEC工作人员将对上述披露内容的质量与完整性进行审查。此外,公司披露的内容可以进一步细化,如向投资者解释仲裁的具体流程、与法院诉讼程序的差异、仲裁中的各种投资者保护机制,同时解答投资者关于仲裁程序的常见疑问。^①

(责任编辑:王昕宸 刘霄鹏)

^① Emily Drazan Chapman, James Palmiter, Neil McCarthy, *New SEC Policy Opens Door to Mandatory Investor Arbitration*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (Sept.30, 2025), <https://corpgov.law.harvard.edu/2025/09/30/new-sec-policy-opens-door-to-mandatory-investor-arbitration/>.