

美国证券转售限制制度 基础问题研究*

丛怀挺**

摘要:大股东套现、“大小非”解禁是长期以来困扰我国证券市场的难题,监管者从很多方面试图缓解这一问题,但效果均不理想。实际上,美国等一些境外成熟市场国家或地区在其证券市场发展的历程中也面临着类似的问题。学习研究他们在应对这些问题时的经验和教训,或许可以帮助我们寻找到一条能够解决问题并且适合我国证券市场的途径。

关键词:套现 锁定期 转售规则 受限证券
控制型证券

证券的发行与上市在本质上是不同的两种行为。所谓上市(listing),是指企业的证券经证券交易场所允许获得在该场所挂牌交易特权(trading privilege)的过程;^[1]发行是指发行人将证券要约出

* 本文系国家社科基金青年项目《非上市公司治理指引研究》(项目编号:15CFX060)的阶段性研究成果。

** 上海证券交易所资本市场研究所研究员。

[1] 参见美国《1934年证券交易法》项下规则240.3b-1对“Listing”的定义。

售并交付的过程,如果这一过程涉及了公众利益,就可以称为公开发行(public offering)。同时,根据发行主体的不同,证券的发行还可以分为企业的发行(primary offering)和证券持有人的分销(secondary distribution)。

我国现行《证券法》明确规定依法公开发行的股票、公司债券及其他证券,应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所转让。由此看来,无论法律规定的发行审核程序是批准、核准还是注册,企业经公开发行程序并最终交付到投资者手中的那部分证券可以上市交易;而如公开发行前已经发行的证券、上市公司定向增发的股份等,由于未经过公开发行这一过程,其能否直接上市交易法律并未直接规定。

具体来说,现行《证券法》主要以规范股票公开发行和上市交易为逻辑主线,对存量股份的发行和交易并未做出明确安排,仅《公司法》对企业IPO前已发行的股票做出了上市后1年内不得转让的限制,而关于大量存量股份如何从企业创始人、控制人等股东手中流向其他投资者的问题,实践中主要是通过交易所上市规则中的“承诺锁定期”来规制的,但效果并不理想,“大小非”解禁、大股东套现等问题,长期以来都是我国二级市场的主要压力源之一。

“承诺锁定期”或者说限售期的规定类似于境外成熟市场锁定协议(lock-up agreement)的安排。根据美国证券交易委员会(SEC)对锁定协议的描述,其主要目的在于禁止内部人(Insider)、风投等主体在企业上市后的一定期间内卖出证券,^[2]从而避免企业上市后这些证券快速流入交易市场而对证券价格造成的压力。这样的安排与证券法律信息披露和投资者保护的理念并无直接关系,而是成熟市场中的发行人与承销商为了更加顺利地销售证券而采取的“促销手段”,并未如我国市场中的“承诺锁定期”一样,承担起“质保条款”的任务。而在美国等成熟市场国家,对于存量股份公开流通以及大股东减持股份的途径,证券法律则有着专门的安排。本文将介绍美国证券市场中通过引入“受限证券”与“控制型证券”等概念,并以注册加“安全港”的方式,为

[2] See *Initial Public Offerings: Lockup Agreement*, available at <http://www.sec.gov/answers/lockup.htm>.

存量证券有序流通制定的较为完善的制度体系,以资我国证券市场的制度设计者参考。

一、美国证券法注册要求的基本逻辑

美国对证券活动的主要规制来源于其《1933年证券法》(以下简称33年法)的第5条,简单来说即除非针对某个证券的注册文件是有效的,任何人在州际间〔3〕要约出售该证券的行为均属违法。第5条是33年法的核心,其他条款多数是在对第5条的注册要求进行排除和解释。例如,第3条规定了豁免适用证券法的证券品种〔4〕(exempted securities),而第4条则规定了豁免注册的证券买卖活动〔5〕(exempted transactions),等等。

换言之,33年法通过要求任何州际间要约出售证券的行为都进行注册,将证券监管的范围〔6〕扩展至“无限大”,不仅是发行人发行增量证券的行为要注册,任何已经发行证券的再次要约出售也要注册,其中甚至包括任何二级市场中的公开交易行为。因为,在美国立法者看来,注册即是信息披露的表现形式,而需要进行信息披露的是要约出售证券的行为(offering),一次要约出售行为应当对应着一次注册。所以在33年法的框架下,发行人向SEC注册的不是其拟发行的某一类证券,更不是发行企业本身,也不存在所谓“注册证券”(registered securities)的概念。任何证券的要约出售必须有生效的注册文件作为依据,并且

〔3〕 美国《1933年证券法》之所以仅规定州际间要约出售证券的行为,来源于美国宪法对联邦政府立法权限的制约。

〔4〕 实际上,这里所谓的豁免证券并不是豁免适用证券法的所有条款,对于多数证券品种,美国《1933年证券法》对欺诈发行规定的民事责任等条款依然适用。

〔5〕 这里所说的证券交易(transaction)并不是我们常说的二级市场的交易行为(trading),而是一个更广义的概念,所以为避免概念之间的重叠,这里将“transation”一词翻译为“买卖行为”更为合适。

〔6〕 我国证券法以证券公开发行和上市交易为逻辑起点,原则上对涉及公开发行或者上市交易的证券行为才进行监管;而美国证券法的逻辑起点则是任何发行或者交易证券的行为,对任何要约出售证券的行为均通过注册要求进行监管,但在其他条款中排除了注册要求适用的范围。

一旦要约出售完成,到达最终的投资者手中,即与其他同类证券一样,并没有被打上“已注册”的标签。任何人再次要约出售这些证券,必须以在有效期内的注册文件为依据(注册文件的效力一般为9个月),否则就要重新注册或者符合注册豁免的情形。

如果仅从第5条的字面意思来看,即便是经过注册公开发行并已经交付到投资者手中的证券,其在二级市场上的交易行为仍应当注册,因为当今二级市场的每次交易行为都包含跨州甚至跨国要约出售证券这一要素。不过,要求二级市场上所有的交易行为均向SEC注册显然不符合实践,这时就需要其他条款对第5条所规定的注册义务进行限定。33年法第4(a)(1)条规定第5条的注册要求不适用于发行人(Issuer)、承销商(underwriter)、交易商(dealer)以外的任何人进行的证券买卖活动。该条实际上豁免了二级市场上多数的日常交易行为(routine trading transactions),因为二级市场上的投资者多数不属于上述三类人,所以其交易行为将不受第5条注册要求的制约。

这也是33年法并未定义“发行”一词,也未区分“发行”、“交易”、“转让”等概念,反而定义了“出售”(“sale”或“sell”等)这一基本概念的原因。在美国立法者眼中,无论是发行人的发行行为还是投资者的交易行为,都不过是要约出售证券的不同形式而已。只是多数普通投资者出售证券的行为应当豁免注册,发行人及其内部人等出售证券时的注册义务,必须遵循一定限制条件才能豁免,而承销商的注册义务则在任何情况下都不能豁免。

综上,美国33年法要求所有要约出售证券的行为进行注册,同时通过豁免条款排除了二级市场公开交易行为的注册义务。也就是说,虽然豁免注册的证券发行和交易每天都在发生且数量巨大,但在美国证券法的基本逻辑中,向SEC注册仍是常态,而依照豁免条款排除注册义务属例外。对证券转售行为的限制就是建立在上述逻辑基础之上的。

二、转售限制的法理逻辑

所谓转售,即是证券持有人将已发行的证券再次要约出售的行为,^[7]根据 33 年法的基本逻辑,证券的转售行为应当进行注册,除非符合豁免。上文中提到,33 年法第 4(a)(1)条豁免了发行人、承销商、交易商以外的任何人进行的证券买卖活动,因此证券持有人只要不属于这三类人便不用注册。而根据 33 年法对发行人^[8]和交易商^[9]的定义,多数证券持有人均不具有发行人或者交易商的身份,因此是否具有承销商身份,便成为其能否根据第 4(a)(1)条豁免注册转售证券的关键。

33 年法第 2(a)(11)条所定义的承销商涵盖较为广泛,该定义并未从某人(或机构)的主营业务入手,而是根据该主体与某一特定发行行为之间的关系来对承销商进行定义的。根据该定义,承销商是指以(向公众)^[10]分销(distribution)为目的而从发行人处购买证券的人,或者为发行人的任何证券分销而进行要约或者销售的人,以及其他直接或间接参与此类活动的人。这些人里当然包括我们一般意义上为发行人承销证券的投行、券商等中介机构,同时也包括一般主体,只要其以分销为目的,从发行人处购买了证券,即被认定为承销商。

发行人——承销商(可能是任何人)——公众投资者
(issuer) (underwriter) (investing public)

那么认定承销商身份的关键就集中到了“以分销为目”的含义。简单来说,分销是指“证券被通过公开要约的方式分散出售并最终到

[7] 在美国,证券的非公开转让也属于转售,理应注册,但由于法院通过判例明确了 4(1)(1/2)这一“豁免条款”的存在,证券持有人通过非公开方式转售证券的行为得以豁免第 5 条的注册要求。

[8] 参见美国《1933 年证券法》第 2(a)(4)条对发行人的定义。

[9] 参见美国《1933 年证券法》第 2(a)(12)条对交易商的定义。

[10] “向公众”一词并未出现在 33 年法中,但法院认为“分销”是指一部分证券被分散出售而最终为公众投资者持有的过程。

达公众投资者手中的过程”。^[11] 美国法律认为只有证券被交付到具有投资目的的人手中时,其销售过程才最终完成,而在此之前所有的经手人均具有转售或者说分销的目的,从而将被视为承销商。至此,判断承销商身份的逻辑链条终于告一段落,看似极其复杂,但实际上并不难理解,只要投资者是因为看好发行企业的前景而购买证券的即可,或者说 33 年法从立法意图上禁止仅以转卖为目的而购买证券的行为。在上述规制证券转售行为的逻辑下,美国 SEC 在 1972 年颁布实施了 144 规则,^[12] 限制了一类证券——“受限证券”(restricted securities)的转售,和一类人——控制人(controlling person)转售证券的行为。虽然 144 规则将“受限证券”和控制人的转售限制集中规定,并且统一采用通过认定转售人承销商身份的方式,达到要求其注册或者限制其出售的目的,但事实上,对“受限证券”转售和控制人转售进行限制背后的理论基础并不一致。

三、私募证券的转售限制

购买私募证券的目的应当是投资,而不能是转售,至少投资者在购买私募证券的当时不能具有转售目的,这是美国立法者对私募投资行为的基本理解。投资者所持有私募证券大多购买自 33 年法第 4(a)(2)条及其项下规则所规定豁免注册的私募发行。私募发行有着严格的人数和投资者门槛限制,如果允许私募证券的购买者,不受任何限制的向其他公众投资者转售,发行人可向符合条件的投资者进行私募,再由这些投资者向其他人转售,^[13] 轻松规避私募发行的投资者人数及门槛要求,甚至将公开发行的包装成私募,以规避公开发行的注册要求;并且由于发行人在私募发行时并未注册,因此公众可能无法知悉上述发行人、发行行为以及所发行证券的相关信息,特别是在市场较好,投

[11] See in the Matter of Oklahoma - Texas Trust, 2 S. E. C. 764 (1937).

[12] 144 规则的具体流程图,见图 1。

[13] 参见郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,北京大学出版社 2004 年版,第 142 页。

资较为踊跃的年代,上述转售行为可能对投资者造成巨大损害。^[14]

如果对上述情况不加以限制,那么无论是私募的条件还是公开发行的注册要求,33年法所构建的整个逻辑体系将分崩离析。所以,美国33年法通过第2(a)(11)条对承销商的定义明确,一旦投资者购买私募证券的目的是分销,或者说转售,其将被认定为承销商,进而需要注册其转售行为,甚至可能影响到发行人之前私募行为的豁免依据。时至今日,在主要规制私募发行的D条例中,SEC仍然要求发行人通过各种方式验证其私募证券购买者的投资意图,保证这些购买者不是33年法第2(a)(11)条所定义的承销商。

不过想要准确地判断人的主观意图十分困难,美国的证券行业在如何判断私募投资者的主观投资意图这一问题上纠结了近40年,学界建立了无数理论,司法者适用了很多标准试图判断投资者的主观意图,这反而造成了规则十分不统一。投资者购买了私募证券后随时承担着风险,但却无法预知其能否或者什么时候可以通过转售来规避风险,这种不明确的预期,造成了私募市场的低迷。

为解决这一问题,SEC在1972年颁布的144规则中提出了“受限证券”这一概念,主要将私募证券囊括在内,并将适用最广也最为有效的判断标准——持有期,用作对投资意图的认定,规定履行了持续信息披露义务的报告公司(reporting company)或者根据规则公开了信息的非报告公司,其私募证券的购买者在持有一定的期限^[15]后即可转售,不会被认定为承销商,也就无须注册。

至于为什么采用持有期这一标准来判断投资意图,1972年SEC在联邦公报(Federal Register)上发布144规则时的“起草说明”对此做出了准确描述:“在证券被转售前规定一个持有期是十分必要的,主要是

[14] 就我国而言,如果在注册制实施后,由于公开发行200人的红线,首次公开发行前通过私募转售规避注册的问题并不会出现。但如果放开上市公司再融资的审核,就必须辅以相应的转售限制,不然上市公司可以将其意图的公开再融资全部包装成非公开发行,再由这些私募投资者向公众转售,仅以锁定期的方式来对此进行限制不足以满足投资者保护的需求。

[15] 在144规则实施后的历次修改中,SEC不断降低持有期的长度,逐步放松对私募证券转售的限制。

为了确保投资者意图为其购买的根据法案4(2)条^[16]豁免发行的证券承担投资风险,而不是仅仅扮演未经注册的证券从发行人流向公众投资者的渠道。”^[17]

四、控制人的转售限制

我们之所以说144规则是针对“私募转售”行为的,是因为SEC在144规则中提出了“受限证券”这一概念。但实际上,从现行144规则看,其中更多的条款并不是为了规制“受限证券”,诸如144(e)出售数量限制、(f)出售方式、(h)拟交易报告等诸多条款均是为控制人所持有的证券,即“控制型证券”^[18](control securities)而“量身定制”的。因此,规范企业控制人转售证券的行为也是144规则的重要立法目的。

“一家企业发行在外的股份可能被某个人或者团体持有,这些股东可能会在某一时间向公众投资者要约出售这些股份。如此的公开要约行为可能和企业发行新股具有同样高的风险。一旦股东出售的股份达到一定的数量,该股东即可能对发行人处于控制地位,则他们有能力要求发行人为他们出售股份的行为披露信息。如果是这样,出售股份的股东应当被视为发行人本身,如果他希望通过公开要约的方式向公众投资者出售其股份,那么他将受制于本法案。”^[19]

这是从美国国会33年法立法报告中节选的一段话,表达的是美国立法者对于处于控制地位的股东(控制人)^[20]向公众转售其存量股份的态度,这样的态度至今未变。可见美国立法者对于控制人向公众抛售股票的行为,始终保持着否定和限制的态度,这其中深刻蕴含着以信

[16] 在早先版本的33年法中第4(a)(2)条的标题为4(2)。

[17] 37 Fed. Reg. 591, 593 (1972).

[18] “控制型证券”一词在144规则中并未出现,只是业界通过对144规则的理解创设出的术语。

[19] H. R. Report No. 85 73d Cong., 1st Sess. at 13 - 14.

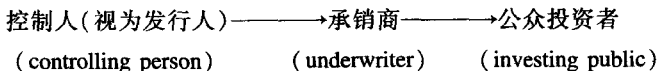
[20] 在美国,判定证券持有人是否对发行人具有控制地位是一个较为复杂的过程,不是简单通过持股比例来确定,一般是通过个案来处理的。不过在实践中,一般发行人的董事、高管以及持股10%以上的股东均会被推定具有控制地位。

息披露为核心保护投资者的基本理念。

证券市场的一大功能是信息的提供与传递,信息不公开或者传递不畅,市场的功能就会大打折扣;而如果市场主体所掌握的信息极为不对称,那么市场的公平、公正就很难保证。就股票而言,发行企业的控制人相对于公众投资者具有巨大的信息优势,并且有能力要求发行企业为其要约出售股票的行为进行披露。因此,必须强制控制人通过注册的方式向公众投资者披露相关信息,平衡信息的不对称性,使市场主体之间充分博弈,从而尽可能让市场达到公平。

上述对企业控制人的态度在33年证券法中就已经得到了充分体现,只是美国立法者为了保持法律逻辑的严密性,对条文做出了较为复杂的安排。

上文提到,33年法规定以分销(转售)为目的从发行人处购得证券的人将被视为承销商。仅基于这个定义而言,为控制人从事分销行为的人是从控制人处获得的证券,并未直接从发行人处购得,也没有为发行人的分销进行要约或销售,按理不应在承销商定义之列。但如果承销商的定义到此为止,则并不能达到限制企业控制人,要求其在向公众转售证券时进行注册的目的。为了达到这一立法目的,33年法在承销商定义的后半段,增加了另外一句针对控制人的规定:“在本段中,‘发行人’除指发行人本身外,还包括直接或间接控制发行人、被发行人控制或与发行人一起直接或间接接受共同控制的任何人。”在承销商的定义中将“发行人”的概念扩展至包括发行人的控制人,使从控制人手中购买的证券被视为直接从发行人处获得,或者为控制人分销证券的行为将被视为是在为发行人从事同样的行为。因此,为控制人分销证券的人也将被认定为承销商,导致其无法援引第4(a)(1)条规定的一般交易豁免,从而达到了要求控制人在转售其证券时进行注册的目的。^[21]



[21] 这里需要澄清的是无论要约出售证券的人是谁,承销商是谁,这里所谓的注册均是由发行人完成。如出售股票的人虽然是股东,但仍然由企业承担注册义务。

曾有人提出,既然控制人转售证券需要注册,为什么不在第4(a)(1)中直接将控制人排除在豁免条款之外?33年法没有这样规定的原因在于,并不是控制人所有转售证券的行为都要注册。正如二级市场上大多数投资者的交易可以豁免注册一样,如果为控制人出售证券的行为不构成分销,那么出售人并不会被认定为承销商,则此类行为也不触发注册义务。如果“一刀切”地要求控制人转售行为必须注册,则剥夺了控制人与普通投资者同样在二级市场上进行一般交易的权利。虽然作为控制人,但归根结底其也属于广义上投资者的行列。只要控制人没有利用其信息优势抛售证券损害他人利益,或者说在一定时间内出售证券的数量较小,不会对交易市场产生影响,则法律和规则不应阻碍其行使固有的权利。

在144规则及其前身154规则实施前,控制人是否构成分销是SEC或者法院通过个案来处理的,其态度也几次发生转变,这在某种程度上也造成了规则的混乱和市场预期的不明确。于是SEC在1972年通过其144规则中将控制人持有的证券作为“控制型证券”,规定为控制人出售股票的人,依照“安全港”^[22](safe harbor)规则所规定数量以及方式等限制出售股票时,其行为将不构成分销,也就不会被认定为承销商,从而可以援引第4(a)(1)条的规定豁免其注册义务。

SEC在144规则的“起草说明”中是这样描述上述制度设计的:“某一出售行为对二级市场的影响是认定什么行为不构成分销的标准,这与法案第4(1)条^[23]被解释为仅仅豁免日常交易行为(routine trading transaction)而不是分销(distribution)相一致。因此,出售人想要援引第4(1)条而出售证券,他出售的数量以及方式就不能达到足以扰乱二级市场的程度。出售的数量越大,这次出售就越可能涉及分销而

[22] “安全港”规则是对法律中强制性规定的细化。一般来说,行为人只要依照“安全港”规则所规定的一系列条件从事相关行为,就不会违反法律的强制性规定。在美国证券法中,“安全港”规则的主要意义在于,行为人以符合“安全港”条件的方式出售证券时,不会违反《1933年证券法》第5条的注册要求。在美国证券法体系中,“安全港”规则十分常见,主要包括针对私募发行的506“安全港”,针对小额发行的504、505“安全港”,以及针对转售的144和144A“安全港”等。

[23] 在早先版本的33年法中第4(a)(1)条的标题为4(1)。

不是日常交易行为,以至于不能被法案所允许。”^[24]

五、144 规则简述

自从 144 规则于 1972 年正式颁布实施以来,美国的证券转售问题有了明确的依据,市场也有了明确的预期,证券转售行为被纳入了有序运行的轨道。1972 年以来,SEC 根据市场实践的发展,多次对 144 规则进行了修订,循序渐进地放松了对证券转售行为的限制,形成了目前版本的 144 规则。

现行规定秉承 144 规则实施 40 年多以来的逻辑和理论基础,首先列举了“受限证券”的范围,同时定义了“关联人”^[25](affiliate),并区分“关联人”和“非关联人”(non-affiliate)分别规定了不同的“安全港”条件。

根据 144 规则(d)款的表述,持有期仅在证券持有人转售“受限证券”时才适用,发行人为报告公司时,持有期至少为 6 个月,发行人为非报告公司时持有期至少为 1 年。

发行企业的非关联人仅在转售“受限证券”时才受到限制。非报告公司(non-reporting company)的非关联人需要持有 1 年,若持有期未满足则不得转售其“受限证券”,除非满足其他豁免条款。^[26]而报告公司(reporting company)的非关联人转售“受限证券”,须持有至少 6 个月,另外还需要报告公司在该卖出行为前 12 个月内,依法提交了所有《1934 年证券交易法》项下的报告,或者说依法履行了持续信息披露义务。这里有一个例外,根据 144(b)(1)(i)条的规定,如果非关联人持

[24] 37 Fed. Reg. 591, 593 (1972).

[25] 根据 SEC 的 144 规则的(a)(1)条,发行人的关联人是指某人直接或者通过一个或多个的中介间接地控制、受控于发行人或者与发行人受同一控制人控制的人。

[26] 在 144 规则的前言中,SEC 明确 144 规则并不是一个排他性“安全港”,不能满足 144 规则的转售行为也可以援引其他豁免条款,而免除注册义务。同时,SEC 也明确,144 规则将不适用于那些仅在技术上满足了 144 规则条件,但实际上是作为规避注册要求行为一部分的转售。

有报告公司发行的“受限证券”超过1年,那么上述信息披露的要求将被排除。这并不是对发行企业信息披露要求的放松,而是考虑到由于非关联人处于相对的劣势地位,无法左右发行企业的信息披露行为,若因为企业的信息披露不及时而使得其非关联人在持有“受限证券”满6个月甚至1年之后无法及时转售来规避潜在的风险,可能有失公平。上述规定是2007年SEC大幅削减针对非关联人的转售限制之后的144规则,而在2007年修订之前,非关联人与下文所述关联人一样,也受到出售数量、方式等方面的限制。

企业关联人所持有的证券被称为“控制型证券”,144规则明确规定关联人转售发行企业的任何证券均要受制于144规则的全部条件,无论这些证券的来源和性质。也就是说,无论关联人持有的是原始股、私募证券、通过股权激励计划获得的证券,还是在注册公开发行中认购的证券或者从二级市场中购买的证券,只要根据定义或个案认定,某人被认为是发行企业的关联人,那么他转售证券的行为就应当满足144规则所规定的全部条件。

其中,144(e)条对关联人转售证券的数量进行了限制,要求同一关联人在3个月内出售的证券不超过发行人发行在外同类证券的1%,或者该类证券在全国性证券交易场所中前四周的周平均交易量。^[27] 144(f)条对关联人转售证券的方式进行了限制,要求其只能采取一般的交易商交易、做市商交易以及无风险自营交易。144(g)条定义了交易商交易。而144(h)条要求关联人在进行转售的同时向SEC提交“拟交易报告”作为备案。当然,如果关联人转售的是私募股份等“受限证券”,那么前文中提到的144(d)条所规定的持有期限将同时适用。

在出售数量、方式等方面对“控制型证券”的转售做出限制,其主要立法目的在于确保关联人只能“挤出”(Dribble Out Sale)其证券,而不能利用信息优势在短时间内通过二级市场大量抛售。

另外,144(c)条要求报告公司的关联人转售证券的,报告公司应当在转售行为前12个月内依法履行了持续信息披露义务,这与报告公司非关联人转售“受限证券”时的要求相同。而非报告公司的关联人

[27] 具体数量限制为两者中的高值。

若想转售其证券,则要求非报告公司将其有关信息公布并为公众所可以知晓。这项要求实际上使得非报告公司关联人转售证券变得十分困难,因为根据 144(c)(2)条款的要求,非报告公司应当将《1934 年证券交易法》项下规则 240.15c2-11 中的大量信息公之于众,这会导致发行企业承受巨大的披露成本,并且一些企业就是因为不愿意向公众披露信息而选择不成为报告公司的。

不过,也正是像 144(c)、(e)这样的条款才更加突出体现了 144 规则的立法目的。正如 1972 年 SEC 在联邦公报中对 144 规则立法目的的阐述那样,“这个规则旨在阻止一个信息无法为公众所知晓的公开交易市场的存在。同时一旦公众可以获取足够的信息,那么这项规则就允许控制人或者‘受限证券’的持有人在一定的数量和方式限制下公开出售其证券”。^[28]

六、总结

144 规则规范了美国证券市场中证券转售的行为,主要为“控制型证券”和“受限证券”的转售提供了“安全港”规则,使依照“安全港”条件对公众要约出售证券的人不被认定为承销商,因而在转售前可以无须履行注册义务。

对于以私募股票为主的“受限证券”进行限制的理由除了信息披露和投资者保护外,主要是为了保证注册制度设计在逻辑上的完整,防止立法漏洞,避免发行企业规避私募发行的门槛或者注册义务。限制手段主要是持有期。

而对于发行企业控制人持有的所有证券——“控制型证券”进行限制,其主要理由在于平衡控制人与公众投资者之间的信息不对称,防止控制人利用信息优势损害其他投资者,意图建立一个公开、公平和公正的证券市场。限制手段主要着眼于转售的数量、方式等。

有意见认为 144 规则为上述两类证券明确了转售的“安全港”规

[28] 37 Fed. Reg. 591, 592 (1972).

则,是对美国证券市场转售限制的放松。但实际上,144 规则并未放松任何限制,只是将规则颁布以前,法院判例、SEC 意见对转售行为合法性纷乱复杂的判断标准,通过 SEC 成文规则的方式进行整合,明确了投资者的预期,在以信息披露为核心保护投资者利益的大前提下,提高证券的流动性,尽可能地促进证券市场的效率。当然,随着美国市场的逐步成熟,SEC 也在之后历次修改 144 规则时,逐步放松了 144 规则中的限制性条款,不断在投资者保护与证券流动性之间做出平衡。

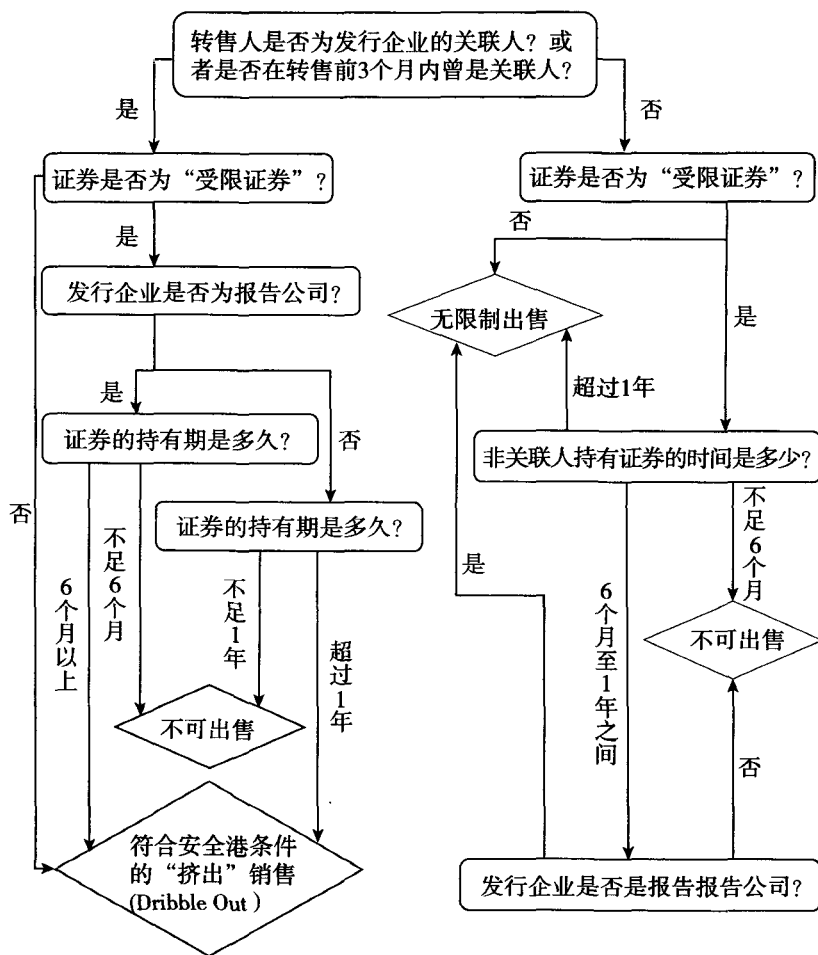


图 1 144 规则流程图