

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。

加速到期请求的理由。2012年,凯雷投资集团(The Carlyle Group)试图在IPO文件中加入强制仲裁条款,此举遭到SEC的抵制和投资者强烈反对。2018年,时任专员(Robert Jackson)和投资者权利倡导者(Rick Fleming)的演讲进一步巩固了这一观点,他们都指出,集团诉讼是市场诚信的基础^①。但此次发布的政策声明意味着SEC转变了态度,这与美国联邦最高法院对强制仲裁的态度变化有关。

原先美国对强制仲裁持消极态度。1987年,美国联邦最高法院在McMahon案^②中允许金融公司采取强迫客户选择仲裁的方式解决纠纷的做法。而2010年的多德—弗兰克法(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)授权SEC限制或禁止客户与其交易商签订仲裁条款,这实际上是以国会立法的方式修正了之前的判例。SEC并未直接采取措施,而是授权美国金融业监管局(Financial Industry Regulatory Authority,以下简称FINRA)为代表的行业自律组织对相关的仲裁规则进行重大改革,使其对投资者更加公平^③。FINRA在其制定的《客户纠纷仲裁程序规范》(Code of Arbitration Procedures for Customer Dispute)中要求其成员不得在合同中强制客户通过仲裁解决集团诉讼纠纷,这些自律规定使得金融行业认识到必须保护投资者通过集团诉讼解决纠纷的权利^④。

2011年美国联邦最高法院Concepcion案^⑤的判决改变了对于强制仲裁条款的态度。在该案中,AT&T公司发布广告进行充话费免费送手机活动,在消费者与其签订合同并收到手机后,AT&T要求支付30.22美元消费税,消费者认为这并非真正“免费”,起诉AT&T发布虚假广告。AT&T辩称合同中包含强制仲裁条款,消费者不得通过集团诉讼主张权利。加州南区地区法院、第九巡回上诉法院均认为该条款不合理,但美国联邦最高法院以五比四推翻了此前判决,体现了对仲裁的支持态度。Concepcion案的判决使得FINRA的自律规则不再具有执行力。

许多学者对该案判决持批评态度。有观点认为,联邦最高法院的做法导致《联邦仲裁法》从解决司法系统敌视仲裁问题的法律蜕变成了反消费者的法律,与1934年

① Natalie Bannerman, *SEC reverses course on mandatory arbitration in IPOs, redrawing investor protections, governance-intelligence* (Sept. 18, 2025), <https://www.governance-intelligence.com/regulatory-compliance/sec-reverses-course-mandatory-arbitration-ipos-redrawing-investor-protections>.

② Shearson/Am. Express, Inc. v. McMahon, 482 U.S. 220, 226 (1987).

③ See Teresa J. Verges, Opening the Flood gates of Small Customer Claims in FINRA Arbitration; FINRA v. Charles Schwab & Co., Inc., 15 *Cardozo Journal of Conflict Resolution* 623 (2014).

④ 黄辉、王超:《证券仲裁的禀赋特性与制度创新:自愿性与强制性的冲突与调和》,载《交大法学》2024年第4期。

⑤ AT&T Mobility, LLC v. Concepcion, 131 S. Ct. 1740 (2011).

《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。SEC 主席保罗·阿特金斯(Paul Atkins)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、最小化监管政策的不确定性以及降低法律的复杂性”,有助于“让 IPO 再次伟大”(make IPOs great again)。他透露 SEC 下一步将加大对新上市公司及小型企业的支持,并扩大 IPO 后企业便捷进入公开市场募集额外资金的能力^③。委员海丝特·皮尔斯(Hester Peirce)也对此表示赞赏,认为此举会给企业带来潜在的好处,有助于他们作出“价值最大化”(value-maximizing)的决策^④。

然而,民主党籍的委员卡罗琳·克伦肖(Caroline Crenshaw)批评道,这一行动“可能对投资者不利”,强制仲裁条款可能给缺乏资源的投资者行使权利造成障碍。以仲裁解决证券纠纷可能导致对市场的规制不足(under-policing of the markets),这将引发难以预料的恶果^⑤。

科罗拉多大学公司法教授、前集体诉讼律师安·利普顿(Ann Lipton)认为此举损害公共利益,并强调在投资者缺乏真正议价能力的情况下单方面实施仲裁会造成问题。“从公共政策的角度来看,这非常可怕”,她说到,“这阻止了法律的发展,也阻止人们观察公司究竟在做些什么”^⑥。

俄勒冈州财政部部长伊丽莎白·斯坦纳(Elizabeth Steiner)认为这一政策变化是错误的,她指责 SEC“没有留出时间进行透明的公开讨论”。她同时呼吁 SEC 的专员

① See Barbara Black & Jill I. Gross, *Investor Protection Meets the Federal Arbitration Act*, 1 *Stanford Journal Complex Litigation* 1(2012).

② See Michael S. Barr, *Mandatory Arbitration in Consumer Finance and Investor Contracts*, in Robin Hui Huang & Nicholas Howson eds., *Enforcement of Corporate and Securities Law: China and the World*, Cambridge University Press, 2017, Chapter 4.

③ 李曦子:《美证券市场重大改革!投资者集体诉讼将受阻》,载微信公众号“国际金融报”,2025年9月18日。

④ Michael J. Diver, Michael J. Lohnes, Sarah Eichenberger, Jamie N. Noonan, *SEC Issues Policy Statement Clarifying its Position on Mandatory Arbitration Provisions*, *National Law Review* (Sept. 26, 2025), <https://natlawreview.com/article/sec-issues-policy-statement-clarifying-its-position-mandatory-arbitration>.

⑤ Michael J. Diver, Michael J. Lohnes, Sarah Eichenberger, Jamie N. Noonan, *SEC Issues Policy Statement Clarifying its Position on Mandatory Arbitration Provisions*, *National Law Review* (Sept. 26, 2025), <https://natlawreview.com/article/sec-issues-policy-statement-clarifying-its-position-mandatory-arbitration>.

⑥ Natalie Bannerman, *SEC reverses course on mandatory arbitration in IPOs, redrawing investor protections*, *governance-intelligence* (Sept. 18, 2025), <https://www.governance-intelligence.com/regulatory-compliance/sec-reverses-course-mandatory-arbitration-ipos-redrawing-investor-protections>.

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(integrity)。^①

二、文件的主要内容

SEC 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:(1) 强制仲裁条款不违背联邦证券制定法中的反弃权条款(anti-waiver provisions),即使它预先排除了司法程序的适用;(2) 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《1925 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 14 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(condition)、规定(stipulation)或条款(provision)均属无效。1953 年,最高法院在 Wilko 案^③中认定,选择司法程序的权利,属于证券法第 14 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。

20 世纪 80 年代末,最高法院改变了自己的立场。在 McMahon 案中,最高法院在审议 1934 年《证券交易法》(以下简称《证券交易法》)的反弃权条款是否可以排除经纪商(broker-dealer)与其客户之间仲裁协议的执行这一问题时,将反弃权条款解读为禁止放弃遵守《证券交易法》的实体义务(substantive obligations),强制仲裁并非反弃权条款的规制对象。在 Rodriguez 案^④中,最高法院认定第 14 条仅适用于证券法的实体条款(substantive provisions),不适用于其管辖权或程序条款(jurisdictional or procedural provisions),该判决彻底推翻了 Wilko 案的结论。最高法院同时指出,Wilko 案对仲裁的抵触态度已完全过时,联邦层面的政策已转向“支持仲裁协议执行”,且仲裁本身并

^① Natalie Bannerman, *SEC reverses course on mandatory arbitration in IPOs, redrawing investor protections, governance-intelligence* (Sept. 18, 2025), <https://www.governance-intelligence.com/regulatory-compliance/sec-reverses-course-mandatory-arbitration-ipos-redrawing-investor-protections>.

^② 15 U.S.C.A. § 77n.

^③ Wilko v. Swan, 346 U.S. 427, 434-35 (1953).

^④ Rodriguez de Quijas v. Shearson/American Express, Inc., 490 U.S. 477 (1989).

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。

2018年,最高法院在 Epic Systems Corp. 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”(clearly expressed congressional intention),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 Italian Colors 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100万美元)远超潜在赔偿(每位原告最高获赔额仅12 850美元,三倍赔偿也仅38 549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:(1) 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”;(2) 联邦反垄断法颁布时,联邦法院尚未认可集团诉讼程序,因而可以认为联邦反垄断法中没有任何条款赋予当事人提起集体或集团诉讼(class or collective actions)的权利;(3) 如果要否认《仲裁法》的优先适用性,需要存在明确的推翻《仲裁法》支持仲裁政策的立法意图,这种意图无法在联邦反垄断法中找到。证券法与《证券交易法》的颁布时间同样早于联邦法院认可集团诉讼程序,上述关于反垄断法的论证可以适用于证券法领域。

三、对文件的评价

SEC的这一政策声明意味着发行人可以自由考虑是否在注册声明书中加入强制仲裁条款,加入该条款不会对注册声明书生效日加速到期产生不利影响。从表面上

^① Epic Systems Corp. v. Lewis, 584 U.S. 497, 508 (2018).

^② American Express Co. v. Italian Colors Restaurant, 570 U.S. 228 (2013).

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:

(1) 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 特拉华州《普通公司法》原先只禁止章程或章程细则排除特拉华州法院对公司内部诉讼请求(internal corporate claims)的管辖权。根据第115条(a)款,章程或章程细则只能规定公司内部诉讼请求在州内的任一或所有法院提起,但不得禁止原告在特拉华州的法院起诉。换言之,选择法院的自由仅局限在特拉华州内。根据115条(b)款,公司内部诉讼请求是对董事、高管、股东违反义务的行为提出的诉讼请求或明确授予特拉华州衡平法院管辖权(Court of Chancery)的诉讼请求。2025年8月新修订的《普通公司法》第115条加入了(c)款,对非公司内部诉讼请求的管辖权也作出了限制。根据第115条(c)款,章程或章程细则可以要求非公司内部诉讼请求在一个或数个指定的法院或地点(forums or venues)提出,但必须允许股东至少能在一个特拉华州法院提起诉讼。例如,公司章程可以指定一个特拉华州法院和另一个外州的法院审理非公司内部诉讼请求,但不能仅指定两个外州法院审理此类请求。要明确发行人与投资者之间强制仲裁条款的效力,需要解决两个问题:

其一,发行人与投资者之间的强制仲裁条款是否与特拉华州的法律相违背?投资者的请求是基于联邦证券法提出的,并非基于州公司法提出。因此,这并非“公司内部诉讼请求”。在《普通公司法》修订之前,由于第115条并未明确限制非公司内部诉讼请求的管辖权,所以无法认定此类强制仲裁条款存在与《普通公司法》的文义明确相悖之处。因而,学者只能转而论述此类条款因违背“衡平原则(equitable principles)”^③

^① Brian V. Breheny, Jay B. Kasner, Edward B. Micheletti, Scott D. Musoff, Susan L. Saltzstein, Andrew J. Brady, William J. O'Brien III, Shaud G. Tavakoli, *SEC Reverses Course on Arbitration Clauses, Potentially Opening the Door to Their More Widespread Adoption*, Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP and Affiliates (Sept. 26, 2025), <https://www.skadden.com/insights/publications/2025/09/sec-reverses-course-on-arbitration-clauses#:~:text=What%E2%80%99s%20new%3A%20The%20SEC%20has%20reversed%20a%20longstanding,to%20accelerate%20the%20effectiveness%20of%20a%20registration%20statement.>

^② DEL. CODE ANN. Tit. 8, Section 115(c) (2025).

^③ Schnell v. Chris-Craft Indus., Inc., 285 A.2d 437, 439 (Del.1971).

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* 案中所明确,《仲裁法》支持仲裁的政策导向必须得到优先贯彻,如果州法对仲裁协议的效力作了额外限制,那么《仲裁法》将优先于州法适用。对于这一问题,学者倾向于持反对意见,其论证主要基于公司章程或章程细则与仲裁协议的区别展开:

A. 公司合同与通常的合同有所不同,州也是合同的缔约方之一。通常而言,合同是当事人意志的体现,州并非合同的缔约方,只是双方当事人合意的执行者。然而,当事人却没有办法仅凭自己的合意设立一个公司。公司的诸多特征(如法人人格、永久存续、有限责任)无法仅通过当事人的合意来实现,^②必须要经过州的许可(grant)。尽管目前立法对于设立公司的态度已经相当宽松,但并不意味着州的意志不存在。既然州已通过立法的方式表达了对强制仲裁的反对态度,那么仲裁的合意便没有达成,适用《仲裁法》的前提不存在。^③

B. 公司治理的底层逻辑是信托关系而不是当事人的同意,这与合同存在显著的不同。合同之所以能发生效力,是因为其中的内容得到了双方当事人的同意。然而,董事能够行使其权力,并不是得到了股东的同意,而是基于公司法所授予他的特殊地位。换言之,法律不认为股东有能力按照公司利益最大化的方式决策和行事,股东与董事并非合同的相对方,而是股东的利益需要董事来维护。^④相应地,正是因为董事

^① Manesh & Joseph A. Grundfest, *The Corporate Contract and Shareholder Arbitration*, 98 *New York University Law Review* 1106, 1135 - 1149 (2023).

^② Mohsen Manesh, *The Corporate Contract and the Internal Affairs Doctrine*, 71 *American University Law Review* 501, 561 - 566 (2021).

^③ Manesh & Joseph A. Grundfest, *The Corporate Contract and Shareholder Arbitration*, 98 *New York University Law Review* 1106, 1149 - 1167 (2023).

^④ Ann M. Lipton, *Manufactured Consent: The Problem of Arbitration Clauses in Corporate Charters and Bylaws*, 104 *The Georgetown Law Journal* 583, 604 - 605 (2016).

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的要求上存在显著不同。合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: The Problem of Arbitration Clauses in Corporate Charters and Bylaws*, 104 *The Georgetown Law Journal* 583, 611–616(2016).

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

^③ Ann M. Lipton, *Manufactured Consent: The Problem of Arbitration Clauses in Corporate Charters and Bylaws*, 104 *The Georgetown Law Journal* 583, 617–619(2016).

^④ David A. Hoffman, *The “Duty” to Be a Rational Shareholder*, 90 *Minnesota Law Review* 537, 539–541(2006).

^⑤ Michael J. Diver, Michael J. Lohnes, Sarah Eichenberger, Jamie N. Noonan, *SEC Issues Policy Statement Clarifying its Position on Mandatory Arbitration Provisions*, *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。^①

(3) 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。^② 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。^③ 然而,仲裁规则通常会限制决定性动议程序^④(dispositive motion practice),且上诉权受到严格限制。而在联邦法院中,公司享有《私人证券诉讼改革法》^⑤(Private Securities Litigation Reform Act)规定的全套保护,包括更高的起诉标准^⑥(heightened pleading standard),以及在驳回动议待决期间暂停证据开示^⑦(discovery stay pending a motion to dismiss)的权利。^⑧ 此外,联邦法院的法官在审理证券诉讼时积累了丰富的经验和一系列判例,可能反而更好地保护了公司的利益。实际上,近年来,法官在61%的情况下准许了驳回动议,^⑨但仲裁员的行为和可能的裁决结果更缺乏可预测性。另一个值得关注的问题是,采纳强制仲裁条款可能引发投资者的负面情绪,对融资产生不利影响。

① Sonia Gupta Barros, Francesca E. Brody, Nicholas P. Crowell, Matthew J. Dolan, Samir A. Gandhi, Robert A. Ryan, Deborah Sands, *SEC Changes Its Policy on Mandatory Arbitration Clauses: Considerations for Issuers and Others*, Sidley Austin LLP (Oct.1, 2025), <https://www.sidley.com/en/insights/newsupdates/2025/09/sec-changes-its-policy-on-mandatory-arbitration-clauses-considerations-for-issuers-and-others>.

② 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/>.

③ 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/>.

④ 指能直接对案件核心争议作出裁决、可能终结诉讼的动议(如驳回动议、简易判决动议等)。

⑤ 美国1995年颁布的证券诉讼立法,旨在遏制滥用私人证券诉讼的行为,为被告公司提供多项程序性保护。

⑥ 指原告在起诉时需提供更具体的事实依据(而非泛泛指控),才能证明其证券诉讼主张具备合理性,这是《私人证券诉讼改革法》为限制“钓鱼式诉讼”设定的关键规则。

⑦ 指允许公司在“驳回动议”(请求法院直接驳回原告诉讼)未决时,暂不配合证据开示,避免因冗长的证据交换产生高额成本。

⑧ Sonia Gupta Barros, Francesca E. Brody, Nicholas P. Crowell, Matthew J. Dolan, Samir A. Gandhi, Robert A. Ryan, Deborah Sands, *SEC Changes Its Policy on Mandatory Arbitration Clauses: Considerations for Issuers and Others*, Sidley Austin LLP (Oct.1, 2025), <https://www.sidley.com/en/insights/newsupdates/2025/09/sec-changes-its-policy-on-mandatory-arbitration-clauses-considerations-for-issuers-and-others>.

⑨ Brian V. Breheny, Jay B. Kasner, Edward B. Micheletti, Scott D. Musoff, Susan L. Saltzstein, Andrew J. Brady, William J. O'Brien III, Shaud G. Tavakoli, *SEC Reverses Course on Arbitration Clauses, Potentially Opening the Door to Their More Widespread Adoption*, Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP and Affiliates (Sept. 26, 2025), <https://www.skadden.com/insights/publications/2025/09/sec-reverses-course-on-arbitration-clauses#:~:text=What%2080%99s%20new%3A%20The%20SEC%20has%20reversed%20a%20longstanding,to%20accelerate%20the%20effectiveness%20of%20a%20registration%20statement.>

(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件或约束。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/>.